

世界の中の日本

変化の扉を開く日本経済

January 2013

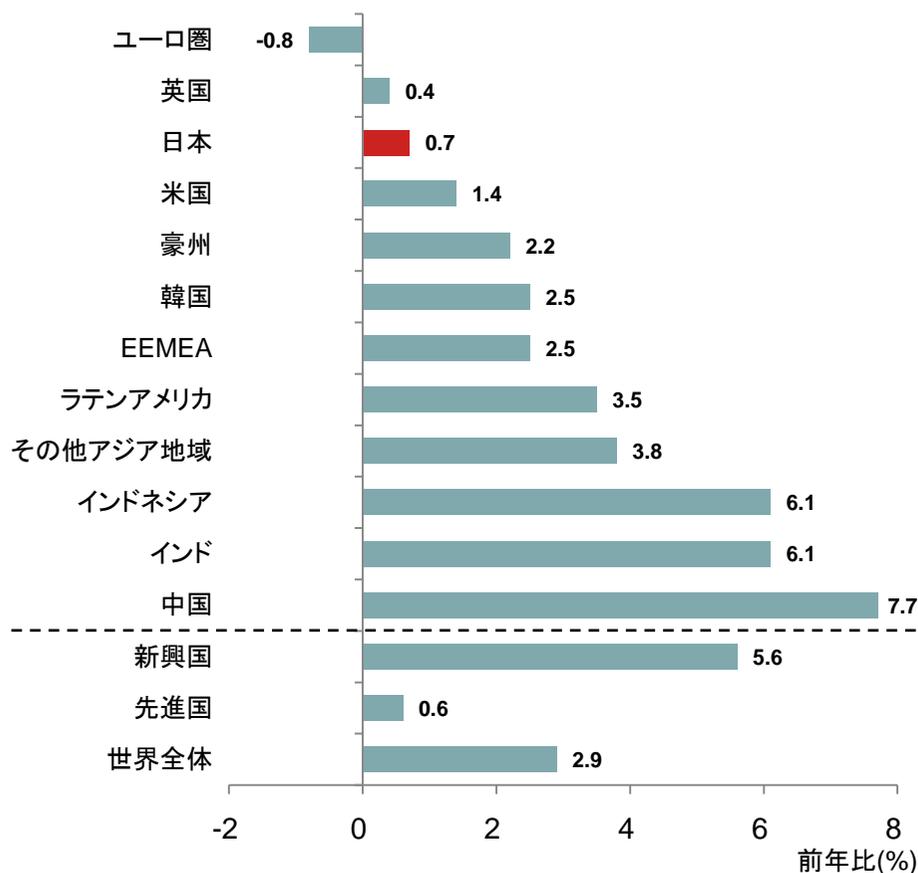
2013年も世界経済の低成長が続く年となろう	1
米国の住宅投資はようやく活気づいてきた	2
米国の消費者が抱える過剰債務問題も着実に改善してきた	3
シェールガス革命の恩恵を受ける米国	4
欧州債務問題の解決にはまだ時間がかかると予想する	5
中国経済は緩やかに減速しようが、引き続き世界経済に貢献しよう	6
内需主導で堅調さを維持する東南アジア	7
日本銀行による積極的な金融緩和政策への期待が高まる	8
日本はアジア消費市場拡大の大きなメリットを享受する局面に	9
FTAで日本とアジア経済の一体化が加速しよう	10
アジアとの競争を視野に入れた法人税率引き下げを目指すべき	11
インフラ投資の積極化に向けて舵を切る日本	12

本資料は野村證券の著作物です。

巻末に記載されている重要なディスクロージャーをお読み下さい。

2013年も世界経済の低成長が続く年となろう

2013年の実質GDP成長率(予想):主要国・地域と世界全体



注: 1. EEMEA: 欧州新興国・中東・アフリカ。2. その他アジア地域: 台湾・香港・シンガポール・マレーシア・フィリピン・タイ。3. 世界のGDP(購買力平価ベース)に占める各国の割合に基づいて加重平均した。

出所:野村グループ

2013年の世界経済の実質成長率は、2012年並みの2.9%にとどまる見通しである。これは、先進国において低成長が続くとみているためである。特にユーロ圏の景気低迷は深刻で、債務問題の悪化によって、2012年に続くマイナス成長が見込まれる。日本経済については、1月8日に緊急経済対策の骨子が明らかになったことをうけて、1月9日付けで2013年の成長率予想を従来の0.2%から0.7%に引き上げた。補正予算の景気押し上げ効果が4-6月期から本格化することから、年度ベース(2013年度)では、1.8%の成長率を見込む。

米国経済については、「財政の崖」問題を完全に払拭するとみられる2013年後半から成長率を高めていくと予想する。2013年後半は、米国景気の回復により、世界経済の成長も徐々に力強さを取り戻そう。

こうしたなかで、2013年も途上国が世界景気を牽引する役割を果たすと予想している。中国景気はインフラ投資主体の景気刺激策により、2013年前半にしっかりと回復軌道に乗ってくると判断している。一方、中国以外のアジア地域では年後半に成長率がやや加速する局面に入ってくるとみている。ラテンアメリカは地域全体で3.5%の成長率を見込むが、なかでも、メキシコ経済が、2012年に続いて3%台という比較的高い成長率を維持すると予想する。

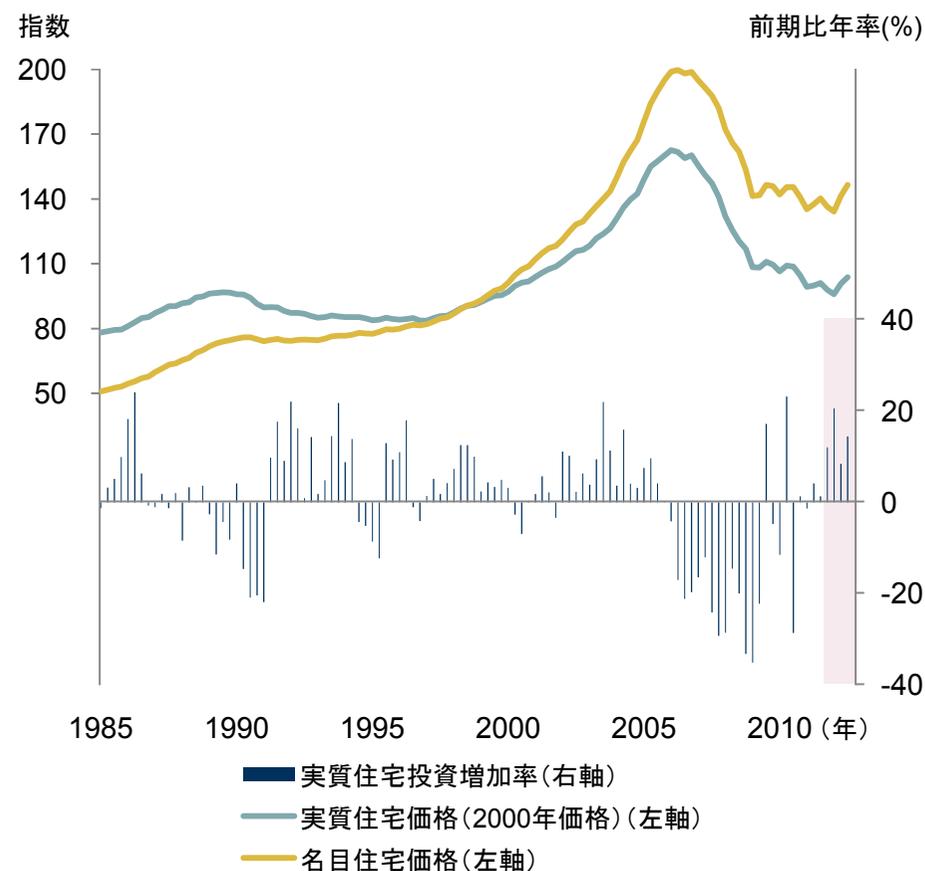
米国の住宅投資はようやく活気づいてきた

米国における直近の住宅価格はピークから25%程度低い水準になるが、住宅価格が大きく上昇を始める前の2000年と比べると、なお、40%以上高い水準にある。もっとも、インフレを調整したベースでは、現在の価格は2000年とほぼ同水準にまで低下してきた。

住宅投資も、2011年末頃より活発化し始めており、2013年の実質住宅投資は前年比で13.9%増加すると予想する。住宅ローン債務の問題は残っているものの、在庫水準の低下による需給のタイト化によって価格の底打ち傾向が徐々に明確になってきた。

こうした動きは、米国が住宅バブル崩壊後の後遺症から脱却しつつあることを反映している可能性が高い。

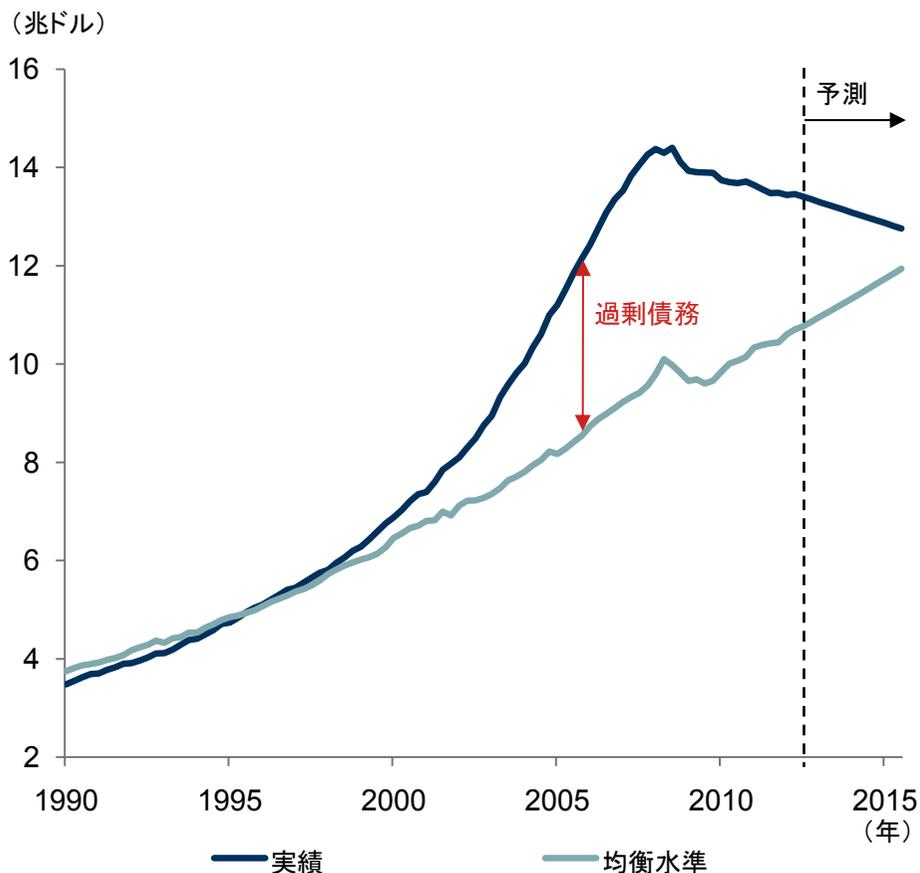
米国における一戸建て中古住宅価格と住宅投資の推移



出所: Core Logic社および米国商務省より野村グループ作成

米国の消費者が抱える過剰債務問題も着実に改善してきた

米国における家計の債務残高と均衡水準



住宅価格が下げ止まる中で、家計債務が減少し、家計のバランスシートの悪化にも歯止めがかかってきた。また、FRBによる金融緩和が寄与するかたちで株価が上昇してきたことも、家計の保有する資産価格上昇を通じて、家計の健全化に寄与してきた。金融緩和自体による金利の大幅な低下も、家計債務にかかる金利負担の低下をもたらしてきた。こうした点を総合的にみると、家計によるバランスシート調整は最終局面に入ってきた可能性が高い。

金融機関による家計への貸出態度は依然として慎重であることから、家計が借入金を増やすことで消費を増加させるとは考えにくい。しかし、バランスシート調整の進展により、2013年後半以降の個人消費は堅調を続けるとみている。

注：均衡水準は名目可処分所得の90%とした。

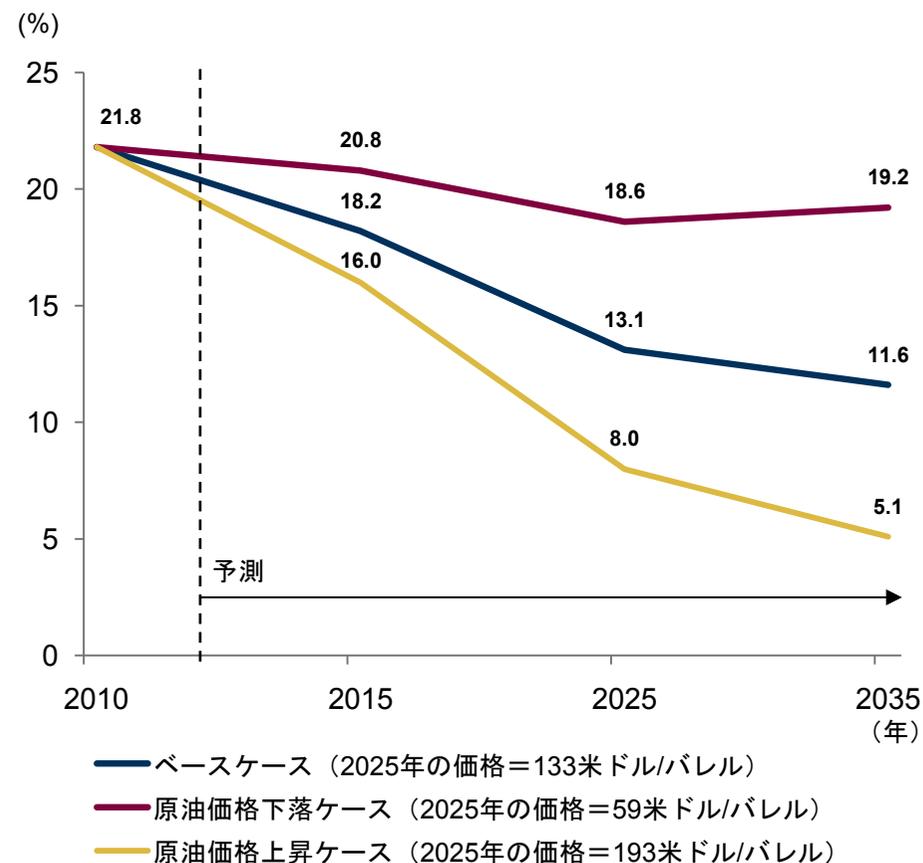
出所：野村グループ

シェールガス革命の恩恵を受ける米国

シェールガス・シェールオイルの生産量の増加により、米国は様々な面で恩恵を受けるとみている。天然ガスの相対的価格が他国と比べて低いことで化学産業の競争力が高まっており、同産業における投資は今後急速に伸長する見込みである。

また、米国エネルギー省の推計では、2025年に原油価格が1バレルあたり133米ドルに達するというベースケースでは、米国のエネルギー輸入依存度が現在の21.8%から2025年には13.1%にまで低下する。これは、経常収支赤字の縮小を通じてドルをサポートする要因になろう。また、地政学的な観点からは、中東に対するエネルギー依存度の低下という重要な影響をもたらそう。

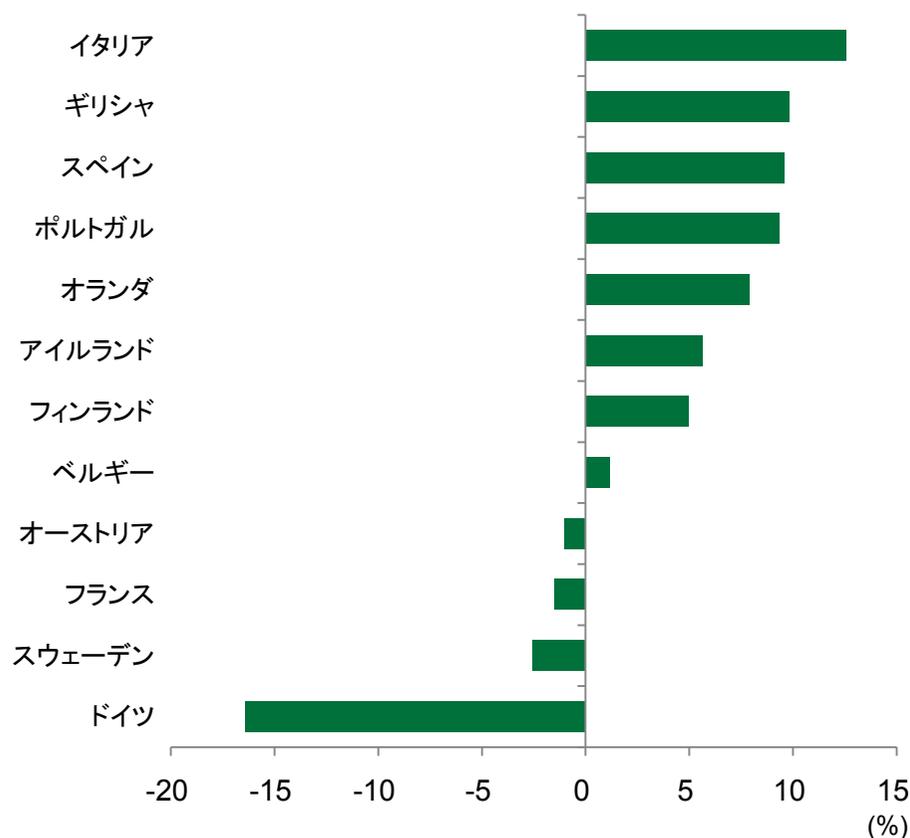
米国におけるエネルギー輸入依存度



注: 輸入依存度は、ネット輸入量を消費量で割った計数。
出所: 米国エネルギー省より野村グループ作成

欧州債務問題の解決にはまだ時間がかかると予想する

欧州における労働コストの変化（2011年における対EU15ヶ国
相対名目賃金コストの2000年からの上昇率）



ユーロ圏が1999年に成立して以降、イタリアやギリシャ、スペインなどで労働コストが相対的に上昇する一方、ドイツやオーストリアでは労働コストが低下するという二極化がみられた。労働コストが上昇した国々は、輸出競争力の低下に直面し、経常収支が赤字化する傾向がみられたものの、外国からの資本流入に助けられて、この点が大きな問題になることはなかった。

しかし、ギリシャやスペインなど、債務問題の悪化に直面した国々は財政面での緊縮政策を余儀なくされており、景気のいっそうの悪化は避けられない情勢となってきた。各国中央銀行に自由な為替政策を遂行する権限があるなら、為替の切り下げによって輸出競争力を改善することが可能であろう。しかし、ユーロ加盟国の当局には自国通貨の切り下げという選択肢はないことから、輸出競争力を改善させるためには賃金を引き下げる必要が出てきている。これは大変な痛みを伴うプロセスであることから、欧州における政府債務問題の根本的な解決にはまだ相当の時間がかかる可能性が高い。

中国経済は緩やかに減速しようが、引き続き世界経済に貢献しよう

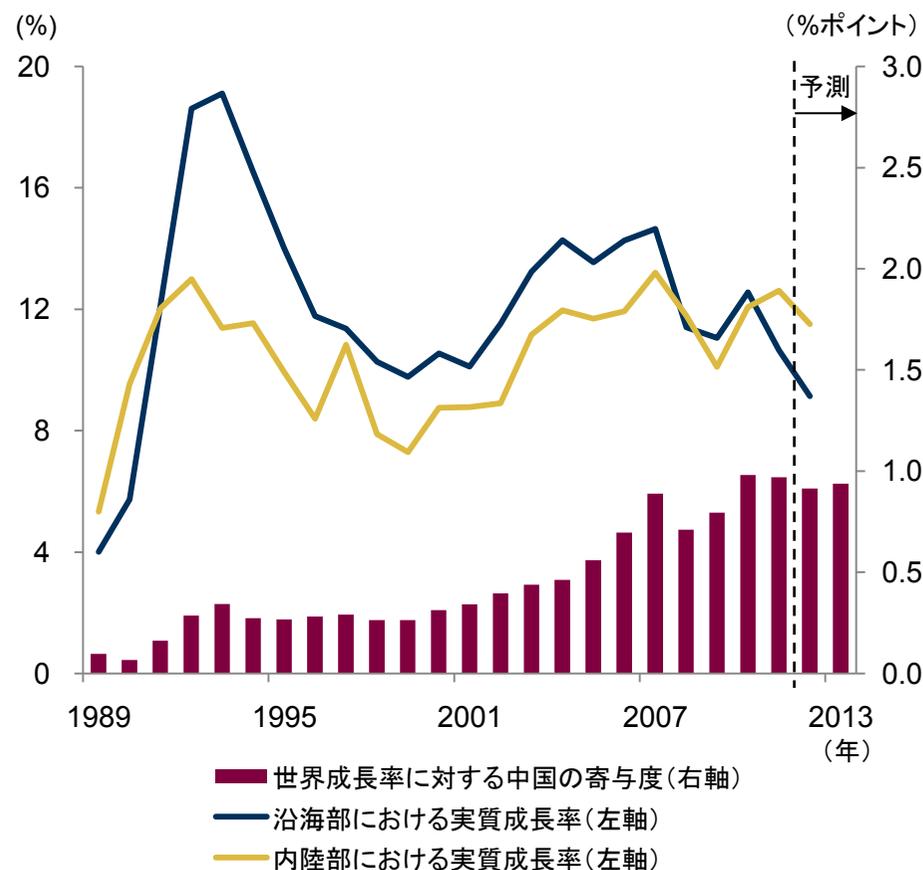
中国景気は、2012年7-9月期を底として、現在回復基調にある。2013年前半は、インフラ投資がなお高い伸びを維持する公算が大きく、8%台という比較的高い成長率を見込んでいる。

しかし、労働市場がタイト化していることから、中国の潜在成長率は、すでに7.0~7.5%程度にまで低下している可能性が高い。2011年以降は、内陸部が成長の牽引役としての役割を果たしているものの、沿海部の成長率の低下はより明確になりつつある。それでも、中国経済の規模の拡大により、世界経済の成長率に対する寄与度は、なお1%ポイント弱という高水準で推移すると見込む。

一部では、中国経済がハード・ランディングするのではと懸念する見方もあるが、①足元で景況感が改善してきたこと、②景気の急変時に刺激政策を遂行する財政的な余裕があること、を考えれば、その可能性は低いと判断している。

2013年3月から発足する新政権の経済面での最大の課題は、投資や輸出主導の成長パターンから消費主導の成長パターンへの転換を着実に進めていくことであろう。医療、年金、健康保険などの改革や過剰投資抑制策をどの程度進められるかがその鍵となる。

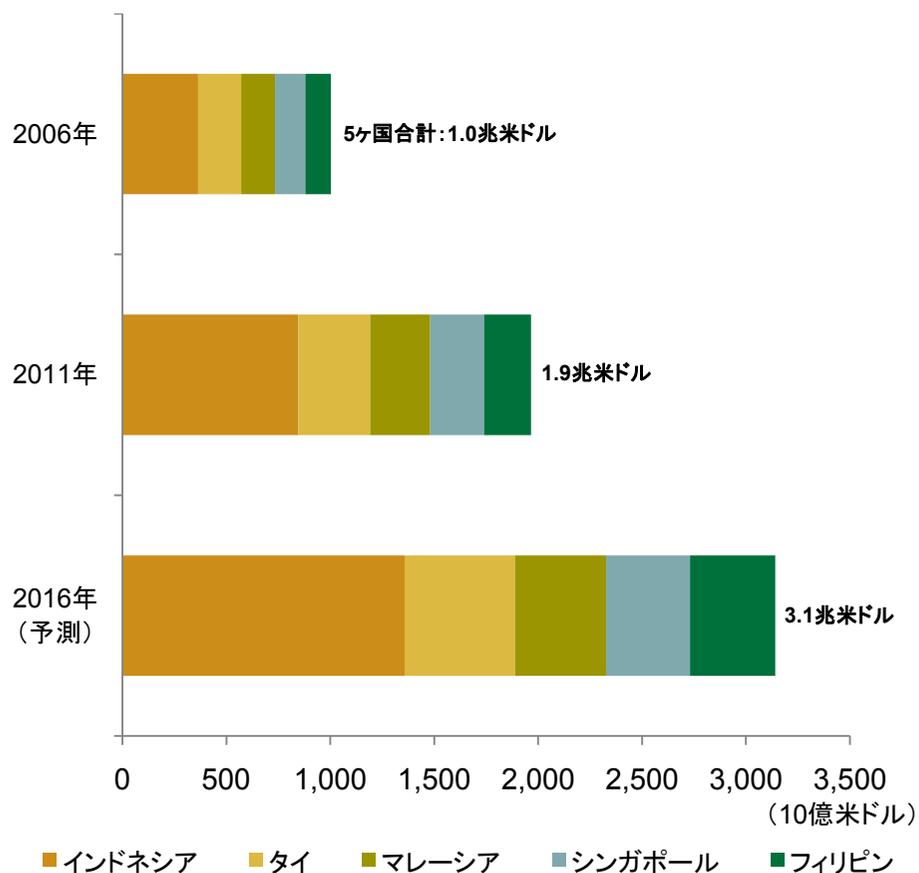
中国経済の地域別成長率と世界経済成長に対する貢献度



注：2012年および2013年は野村グループ予想。地域別実質GDP成長率は各省の名目GDPを用いて算出したウェイトによって加重平均した値。沿海部および内陸部の2012年の計数は、1-9月期の実績値。
出所：CEICデータベースより野村グループ作成

内需主導で堅調さを維持する東南アジア

ASEAN5ヶ国の名目GDP規模の予測



多くのASEAN諸国では、内需主導で自立的に成長することができる環境が整いつつある。とりわけ、比較的所得水準が低いインドネシア、フィリピンでは、中間所得階層の人口が急増しており、サービス化の進展とともに大きな消費市場が生まれつつある。

ASEAN5ヶ国の名目GDPの規模は、2006年においては、1.0兆米ドルであったが、2011年には1.9兆米ドルにまで拡大してきた。2016年には3.1兆米ドルと、日本のGDPの5割を超える水準にまで拡大する見込みである。

多くのASEAN諸国では、海外からの直接投資誘致に積極的であり、日本との間では日本ASEAN経済連携協定や二ヶ国間の自由貿易協定が締結されている。今後予想されるASEAN経済の発展は、日本企業の輸出や投資の機会が拡大する役割を果たそう。

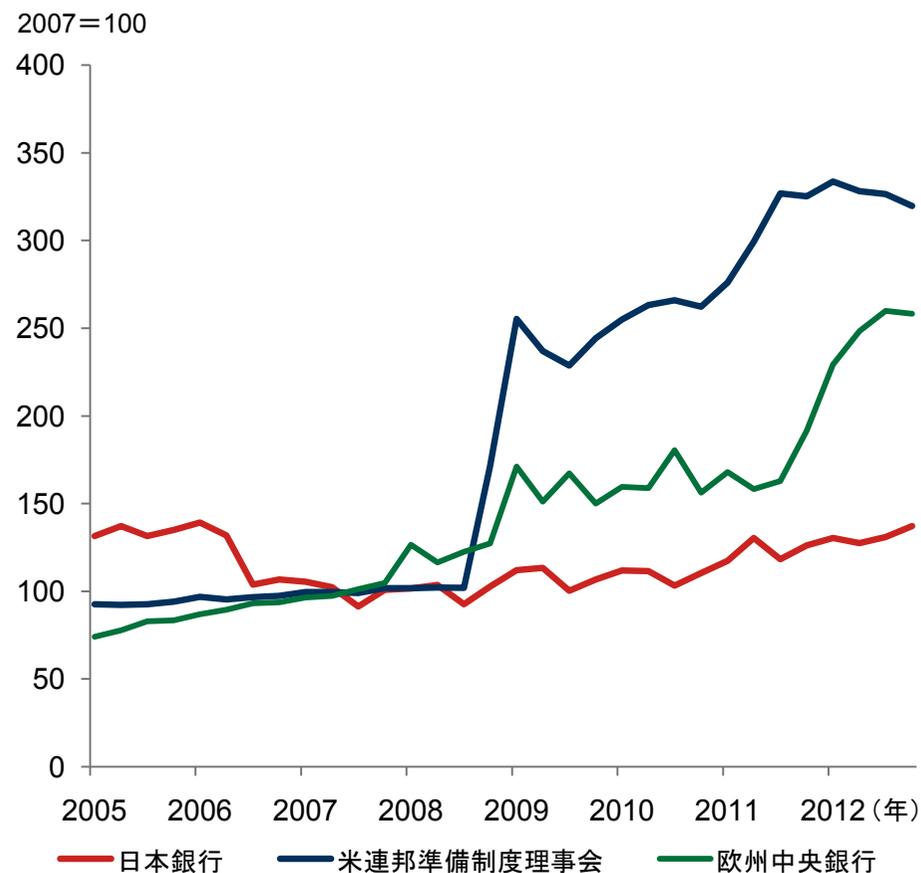
日本銀行による積極的な金融緩和政策への期待が高まる

米欧の金融当局は、2008年のグローバル危機以降、自らの資産を積極的に拡大することで金融緩和を図ってきた。デフレからの脱却が遅れるなかで、日本銀行も、2012年に入って資産買入れ基金による国債の買入れ額を増加させてきており、その金融緩和姿勢はやや積極化しつつある。

新内閣が発足したことで、今後、いっそうの金融緩和政策を実施する圧力が強まろう。2013年3~4月に予定される総裁・副総裁の交代を契機として、日本銀行はより積極的な金融緩和策に転じる可能性が高い。

こうした積極的な緩和姿勢は円安につながる可能性が高い。新総裁の就任後には、日本銀行や政府による外債購入基金が設立される可能性があり、その場合は、さらなる円安がもたらされる可能性が高まろう。

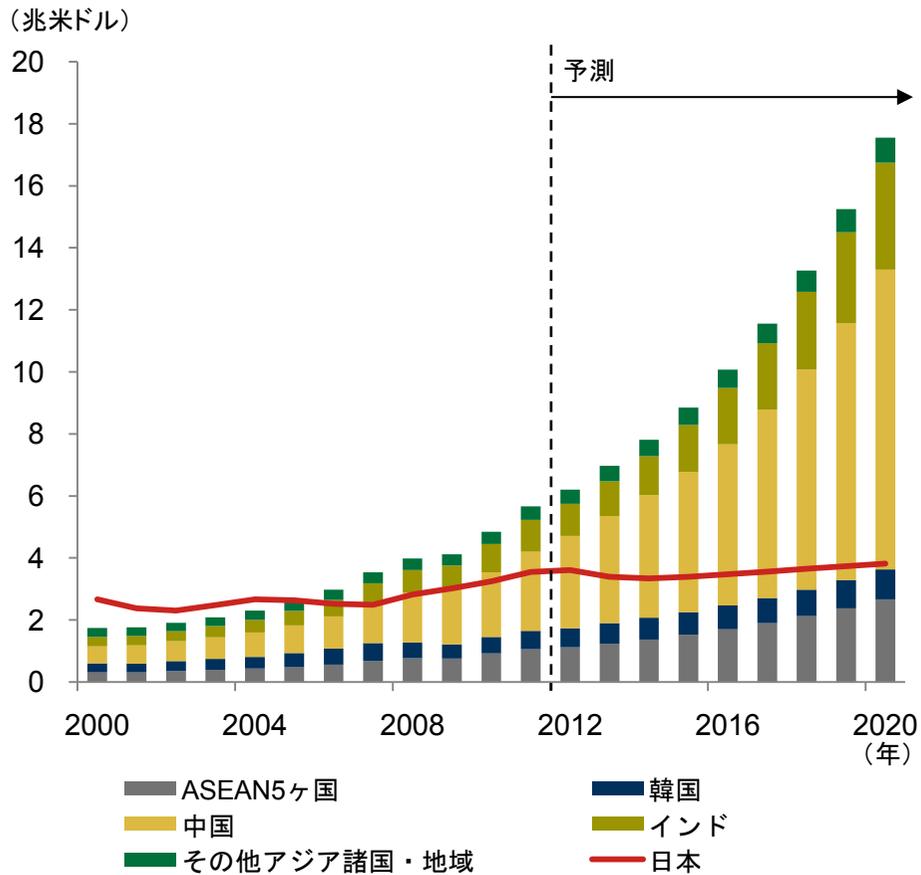
日米ユーロ圏の中央銀行の資産総額(対GDP比)の推移



注: 2012年末の計数として10月末時点のものを使用。
出所: データストリームおよび野村グループ

日本はアジア消費市場拡大の大きなメリットを享受する局面に

アジアと日本の消費市場規模



アジアの民間消費(中国およびインド、韓国、台湾、香港、ASEAN 5ヶ国)の規模は、2011年において5.7兆米ドルと、日本の消費市場の1.6倍に達した。アジア市場は今後も順調に拡大していくと見込んでおり、その規模は、2015年には8.8兆米ドル、2020年には17.5兆米ドルに達すると予想している。

アジア消費市場の成長は、中国、インド、ASEANの市場の成長がともに牽引するとみられる。2020年の中国市場の規模は9.7兆米ドルまで拡大すると予想しており、インド市場、ASEAN市場も、それぞれ、3.4兆米ドル、2.7兆米ドルへと大きく拡大すると見込む。今後のアジア消費市場の拡大は日本企業にとっての有望な事業機会を提供することになるだろう。

注: ASEAN5ヶ国は、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。その他アジア諸国・地域は、台湾および香港。
出所: 野村グループ作成

FTAで日本とアジア経済の一体化が加速しよう

2008年7月にWTO(世界貿易機関)のドーハラウンド交渉が事実上決裂して以降、世界のいたるところで自由貿易協定(FTA)を利用して成長を目指す動きが加速してきた。

日本も、2008年にASEANとの間で経済連携協定を発効させるなど、自由貿易協定による他国との経済関係の深化を図ってきた。2012年11月には、16ヶ国による東アジア地域包括的経済連携(RCEP)と日中韓自由貿易協定の交渉を始めることで合意した。日本において、今後、こうした自由貿易協定を軸とした貿易や投資の自由化の動きが加速することは確実な情勢となってきた。

こうした自由化の動きは、日本とアジアの市場の一体化を通じて大きなビジネス機会を生む可能性が高い。個別産業や企業のレベルでは、こうした動きによって、技術やマーケティングなどの競争力に優れた企業が自由貿易の相手国において販売を増やしたり、域内のM&Aによって事業領域を拡大するといった新しい機会が生み出されていこう。

2012年11月に交渉開始が合意されたアジア域内自由貿易協定

東アジア地域包括的経済連携 (RCEP)

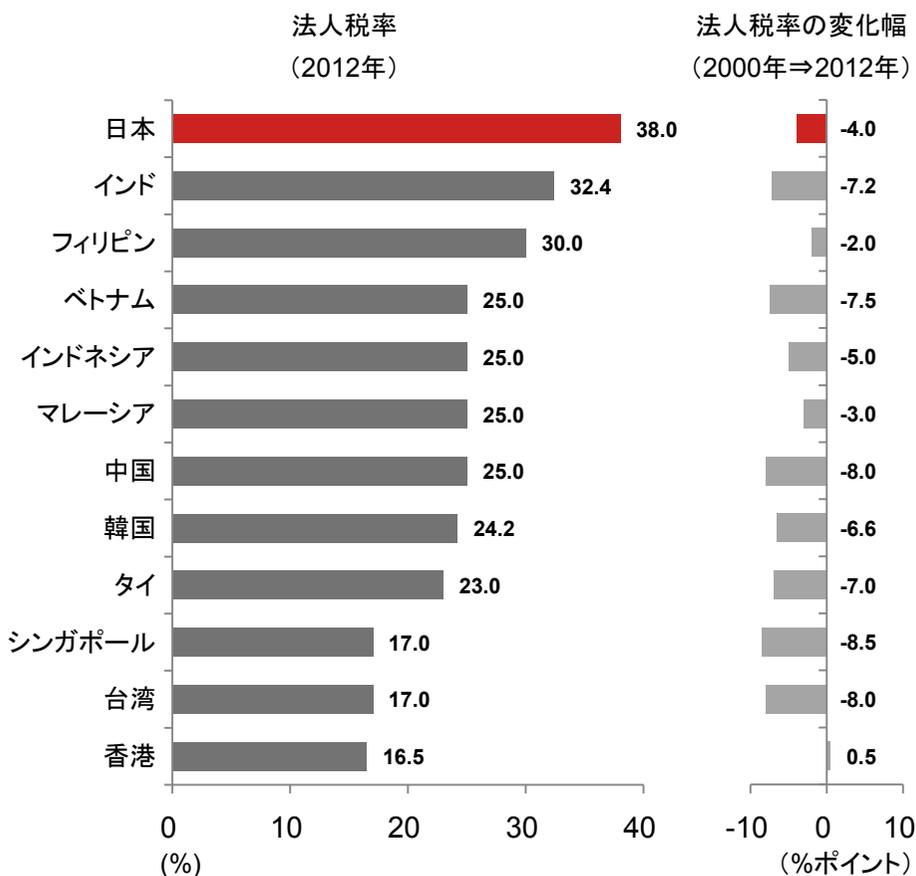


日中韓自由貿易協定



アジアとの競争を視野に入れた法人税率引き下げを目指すべき

アジア各国・地域における法人税率の比較



FTAなどを通じて、日本・アジアの一体化が進むなかで、従来以上に、アジアとの競争を視野に入れて政策を実行する必要性が増してきたと考えられる。各国の競争力を左右する重要な要素である法人税の面では、過去10年程度の間、アジア各国・地域の税率が大幅に引き下げられてきた。

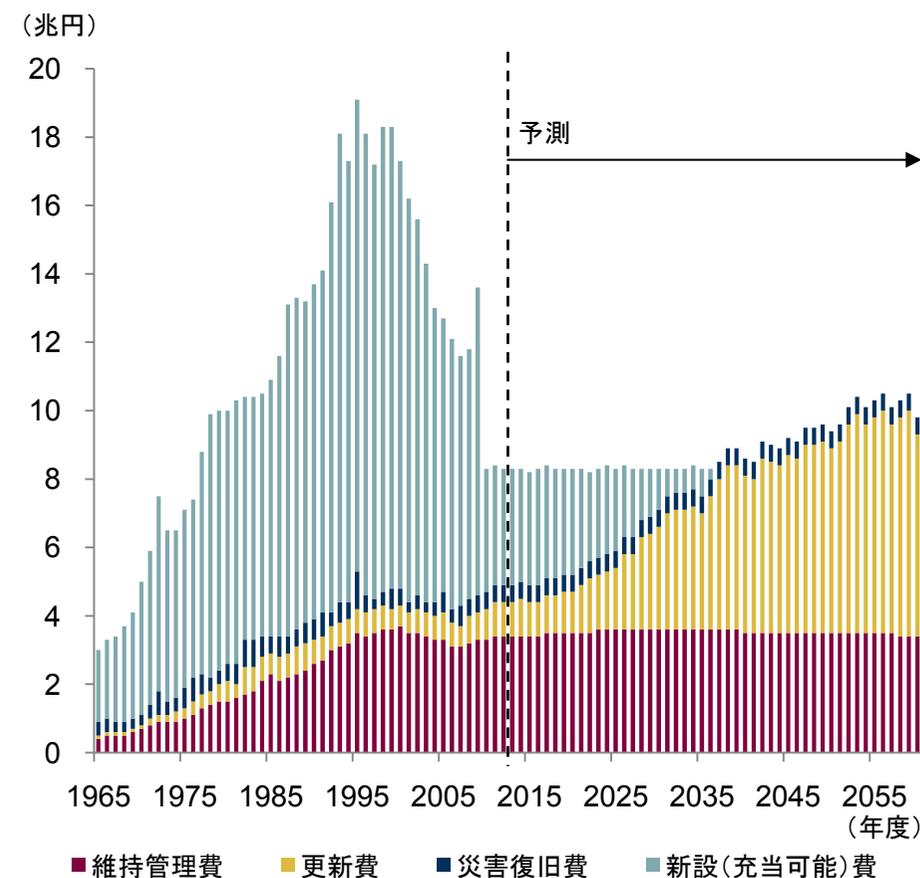
日本における製造拠点は、アジアの製造拠点との競合関係を強めつつある。競争環境が激化するなかで、今後は、競争力維持の観点からアジアのなかでの立場をより明確に意識し、法人税率の引き下げを目指していくべきであろう。

インフラ投資の積極化に向けて舵を切る日本

新政権が誕生したことで、政府がインフラ投資の積極化に向けて舵を切る動きが目立ってきた。東日本大震災の惨禍を受けて、国土を将来の災害から守るための投資を行う必要があるという考え方は多くの国民が共有しているところであり、この面での投資が活発化する可能性が高い。

その一方で、道路や橋、港湾などの社会インフラの多くは高度成長期に集中して整備されたものであることから、その老朽化が今後進んでいく可能性が高い。老朽化した施設を維持管理・更新するニーズは、今後、急速に高まっていくと考えられる。災害を防ぐという観点からも、そうした面での投資が必要になってこよう。国土交通省では、今後、2060年までの50年間に社会インフラの維持管理費・更新費として190兆円が必要になると推計している。

社会資本にかかる維持管理費・更新費の推計



(注)2010年度以降は、社会資本投資可能額が前年の水準を上回らないと仮定したが、更新費の増大による部分は前年の水準を上回っても良いとした。

(出所)国土交通省資料より野村グループ作成

MEMO

NOMURA

野村証券からのお知らせ

この資料は、下記の作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、この資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料は、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は、2,730円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬等)の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

当資料は、2013年1月に実施される野村証券懇談会「世界の中の日本」の参考として作成されたものです。