

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

# 世界中の日本

2つの「まさか」を超えて—不確実性の時代と日本経済

January 2017



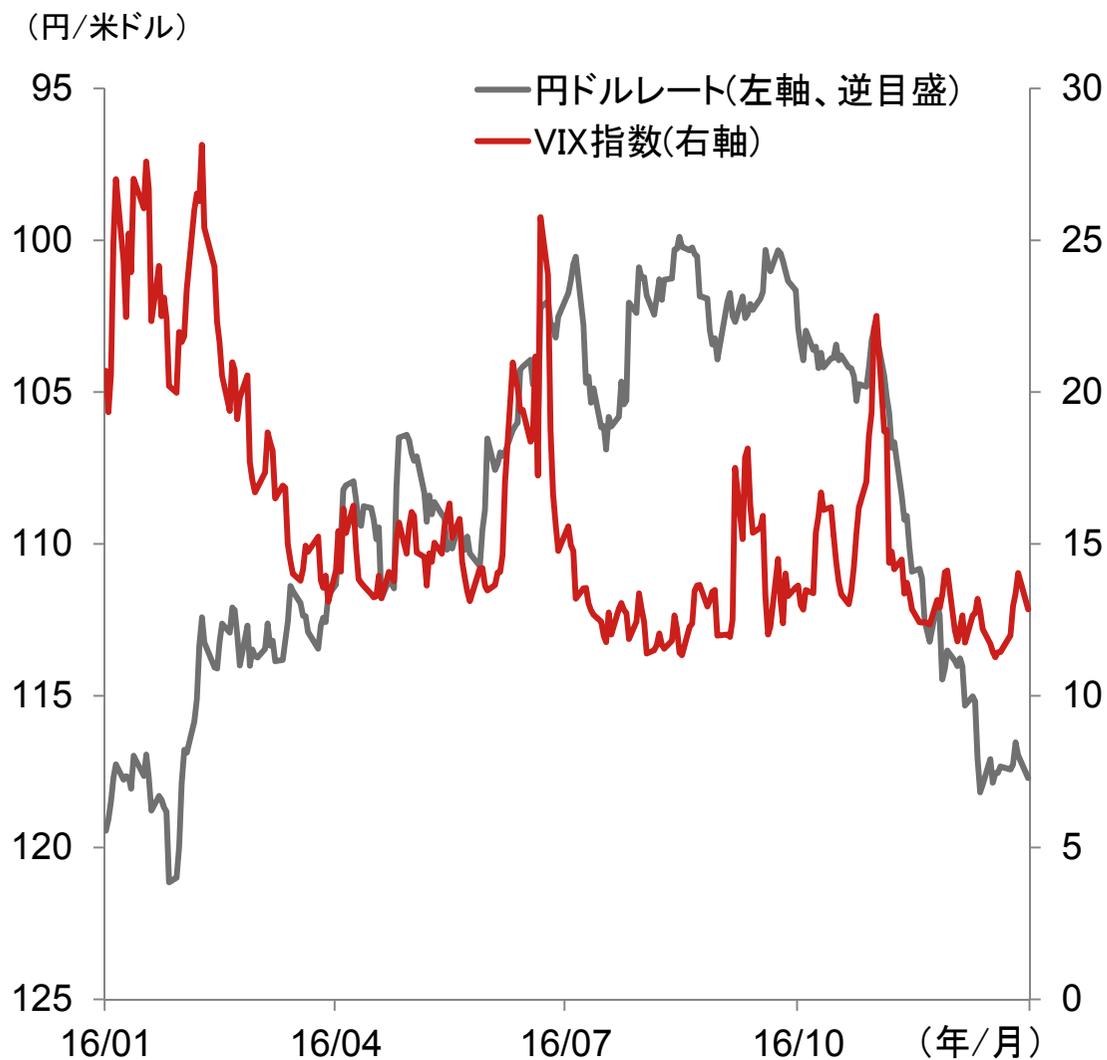
# 世界の中の日本

## 2つの「まさか」を超えて—不確実性の時代と日本経済

2つの「まさか」に見舞われた世界経済	1
トランプ政権下での米景気・インフレ加速期待	2
保護主義への警戒は怠れない	3
保護主義・反グローバル化の背景	4
新興国リスク再浮上の懸念	5
日本経済は緩やかな再加速継続へ	6
輸出を起点に生産は持ち直し	7
構造的強化が進む本邦企業の収益力	8
労働需給逼迫下で続く賃金上昇率抑制	9
道半ばの物価安定目標達成	10
くすぶる財政拡大への期待	11
世界のインフラ需要を取り込む成長戦略	12
企業の成長期待底上げがカギ	13

# 2つの「まさか」に見舞われた世界経済

## ドル円レートとVIX指数(通称、「恐怖指数」)

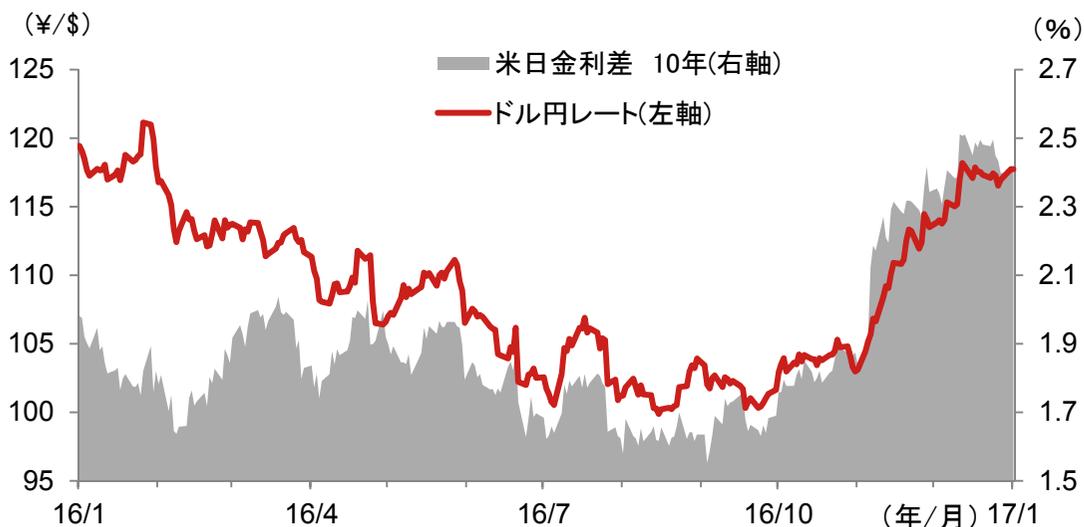


2016年の世界経済は、2つの大きな「まさか」に見舞われた。

6月23日の国民投票における英国の欧州連合離脱選択(いわゆるBrexit)、11月8日の米大統領選におけるドナルド・トランプ氏勝利、がそれであった。

2つの「まさか」は、市場変動率(ボラティリティ)の急上昇と円高加速を招いた。しかし、いずれも一時的な現象に留まり、トランプ氏当選後は、市場変動率の低下を伴いながら急速な円安と株高が進行した。

## 米日金利差とドル円レート、商品市況



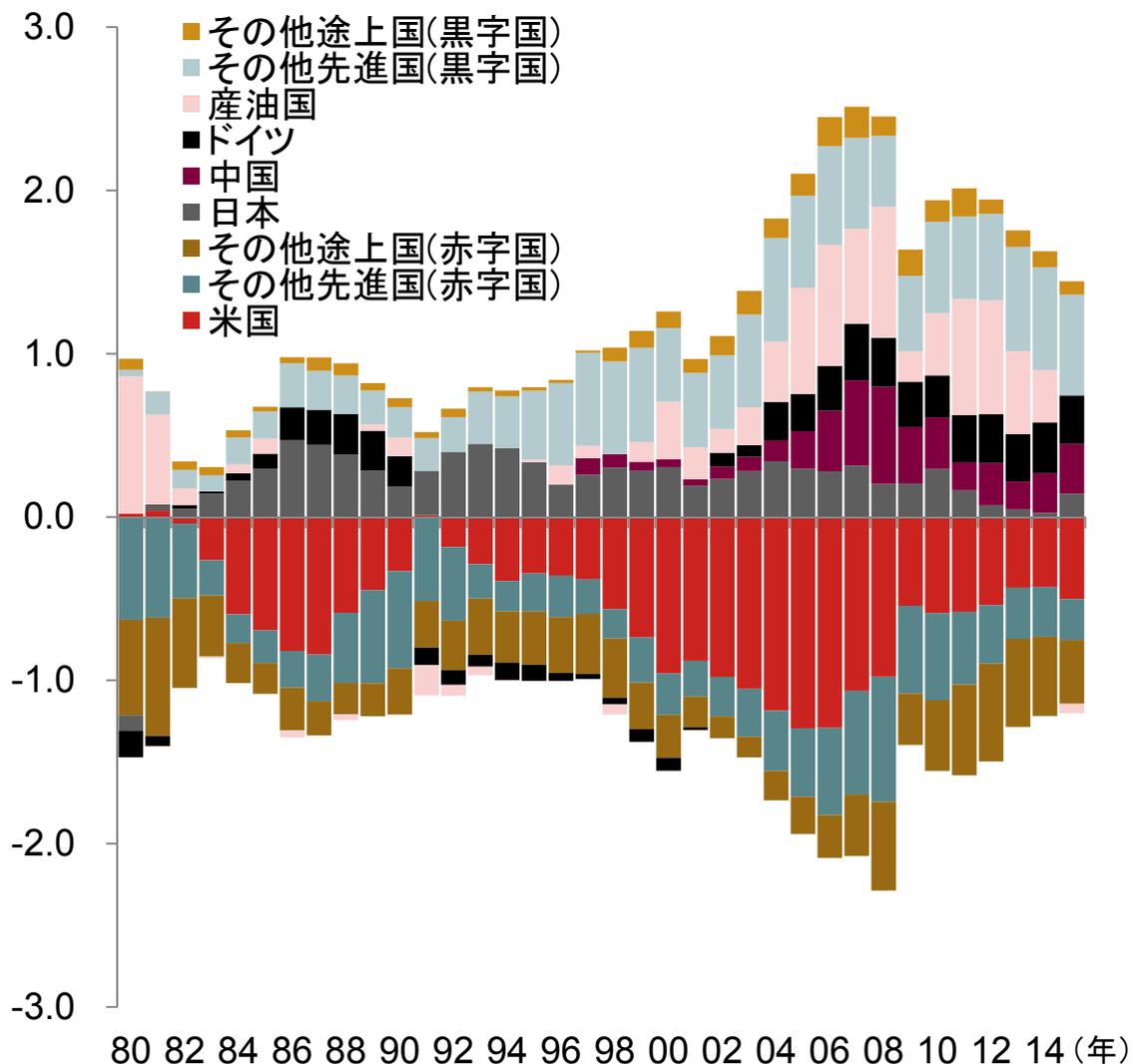
トランプ次期大統領の下では、大規模減税、大規模インフラ投資が実施されるとの期待が高まっている。トランプ政権の大幅な財政拡張策で、米国経済成長が加速し、同時にインフレも加速していくとの見方が広まっている。こうした期待は、米国の市場金利全般を押し上げながら米ドル高を招来している。

11月30日のOPEC(石油輸出国機構)総会で合意された生産量調整の効果から、原油市況が反発している。トランプ政権下でのインフラ拡大、中国の財政需要拡大期待による商品市況全般の上昇と相俟って、インフレが加速するとの予想を高めている。

一方、日本銀行が16年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下で10年国債利回りの誘導目標値がゼロ%とされていることから、米-日の長期金利差は特に拡大しやすくなっている。これが全般的な米ドル高基調の中で、円安効果を増幅する働きをもたらしている。

## 世界の経常収支動向

(対世界名目GDP比、%)



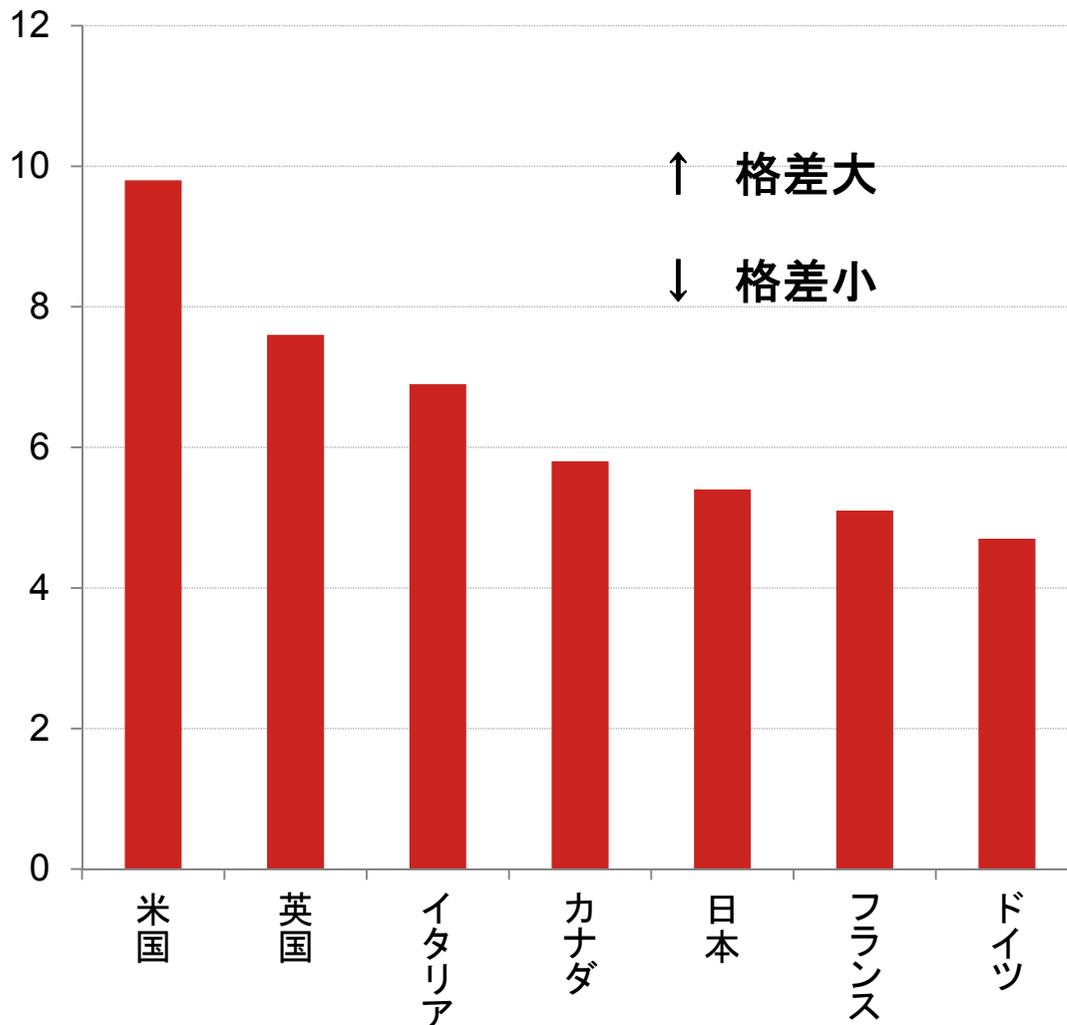
世界の金融市場は、トランプ次期大統領の経済政策の肯定的側面に特に反応しているが、大統領当選の背景には保護主義的な主張が世論の強い支持を受けた実態があることは見逃せない。16年のもう一つの「まさか」であったBrexitも、移民増加に対する世論の反発が背景にあった。

17年に予定されているオランダ総選挙(3月)、フランス大統領選挙(第1回投票4月)、ドイツ総選挙(秋)など欧州地域の政治イベントにおいても同様の潮流が持続・強化される恐れは否定できない。

保護主義は、世界貿易量の縮減を通じて日本をはじめとする輸出依存度の高い経済に対し打撃となる。また、世界の資本移動量の縮小を通じて、世界最大の純債権国である日本にとっては円高圧力を強めるリスク要因ともなる。

## G7各国の所得格差(5分位指数(注))

(上位20%／下位20%、倍)



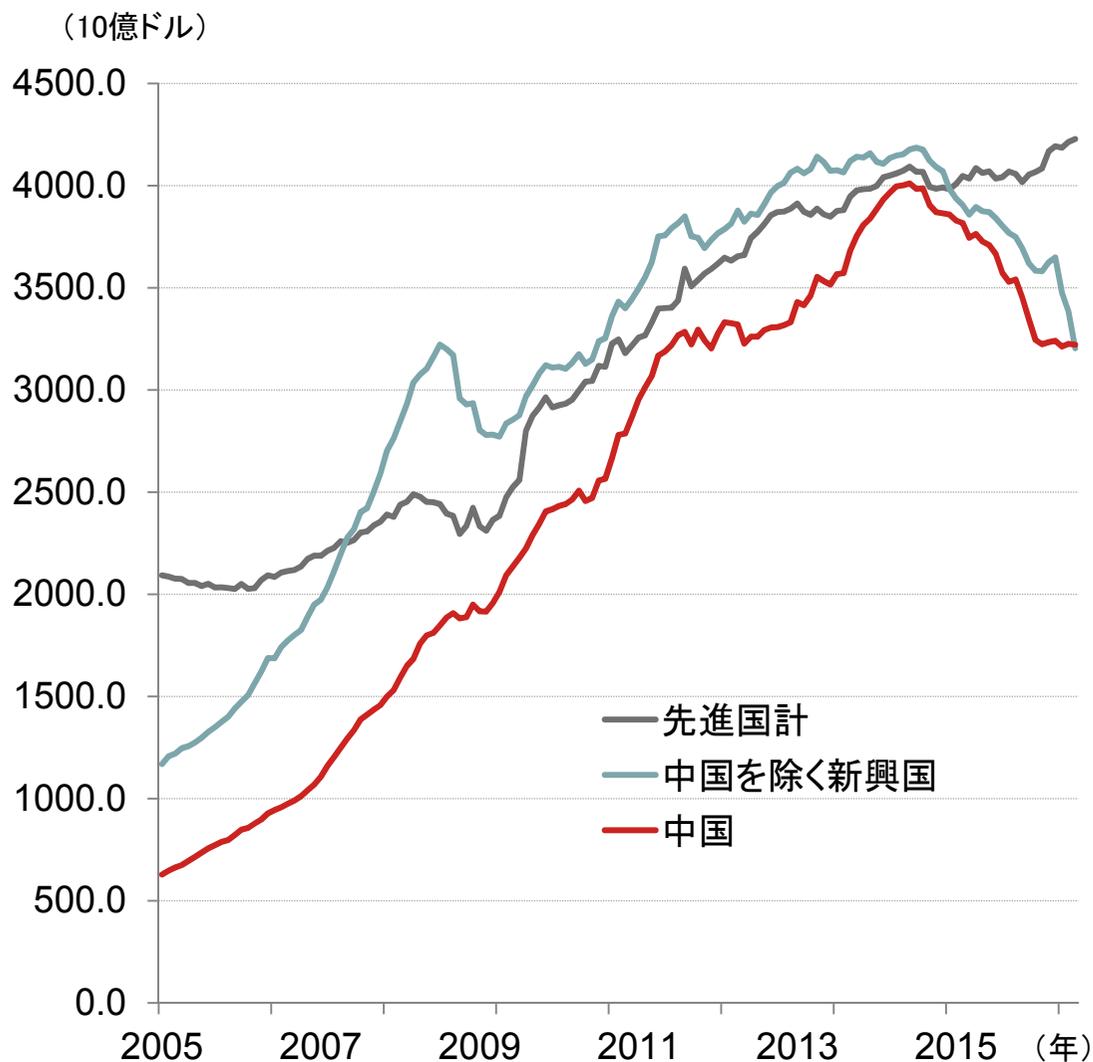
保護主義や反グローバル化などの政治的潮流が高まっている背景には、先進地域全般の潜在成長率と成長期待がさまざまな要因で鈍化している実態がある。共通の要因となっているのは人口動態、すなわち高齢化である。

成長鈍化は、特に所得水準の低い層において生活水準改善の実感を失わせる。移民・難民の流入により、低所得層の雇用機会が奪われるとの不満・懸念にも結び付きやすく、Brexitやトランプ氏当選の一因にもなったとみられる。

トランプ政権下の米国だけではなく、17年は、先進地域経済全体においてこうした課題への取組が強化されるかどうか、問われる年となろう。

注：5分位指数は、所得水準下位20%の層の総所得に対する、同上位20%の層の総所得の倍率で求められる。  
出所：国際連合資料より野村作成

## 地域別外貨準備高(除く金)推移

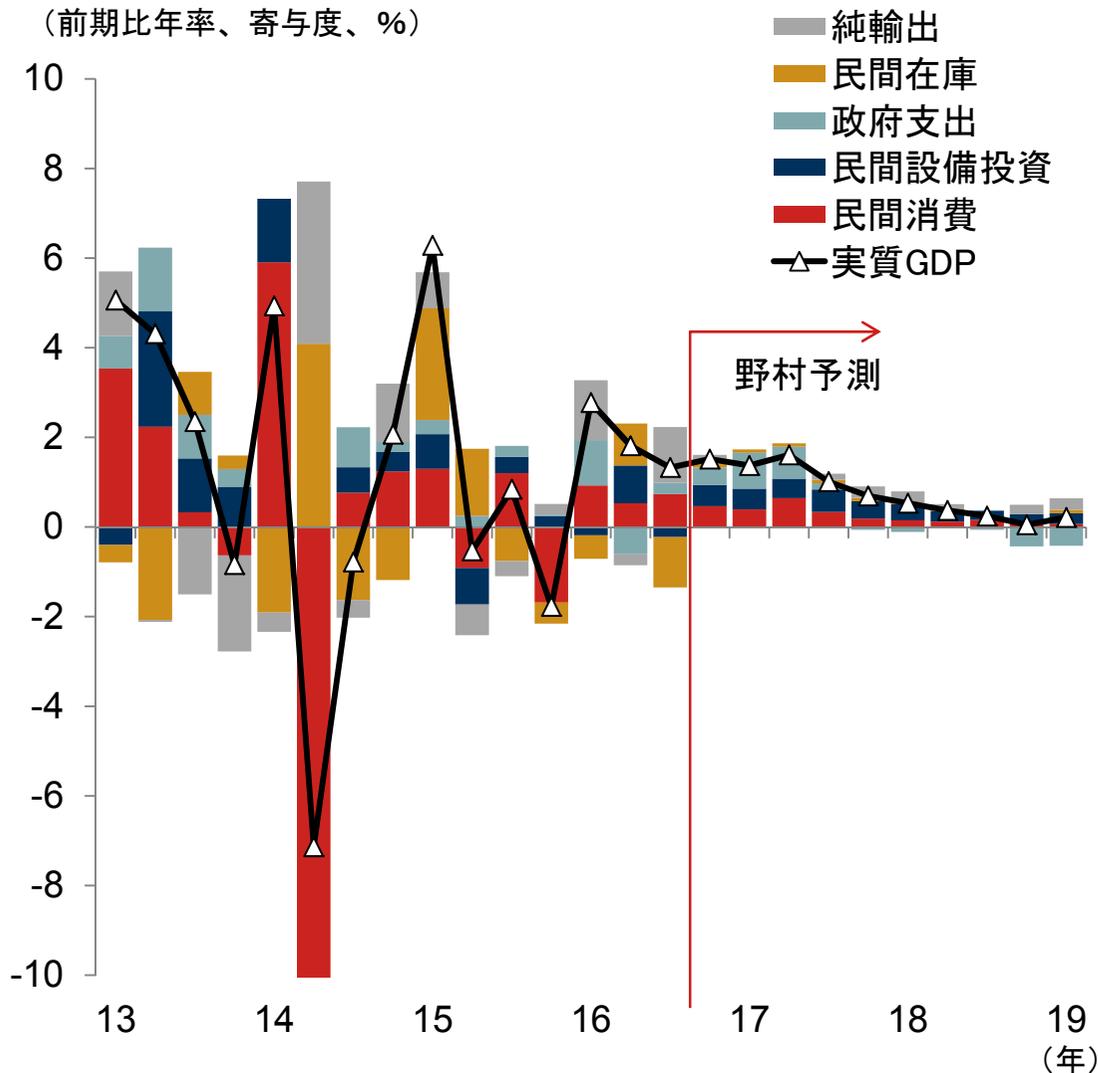


トランプ政策期待を背景とした米金利上昇、米ドル高は、一方で新興国通貨の下落につながっている。新興国通貨の下落そのものが新興国市場からの資本逃避懸念を再び強めているほか、従来より問題となっていた新興国の過剰な外貨建て債務の問題をさらに深刻化させる潜在的な懸念は残されている。

目下、新興国債務、金融問題の顕在化が回避されているのは、中国経済が財政刺激策等により持ち直しに向かい、従来から問題とされていた過剰生産、過剰資産の解消が期待されはじめているのと同時に、国際商品市場において特に金属・鉱物資源の市況が改善していることが背景にあろう。

しかし、中国の政策効果の息切れ懸念を勘案すると、17年は、中国を含めた新興国経済の悪化、金融問題の表面化に対する警戒が怠れない年になろう。

## 実質GDP成長率とその見通し(16年12月16日時点)



世界経済、金融市場がさまざまな不確実性を抱える一方で、17年の日本経済は緩やかな成長再加速を続けると予想される。

日本経済の成長再加速の原動力となるのは、1)16年8月に政府が決定した28.1兆円の大規模経済対策のうち、16年度2次補正予算に組み込まれた公共投資の執行が17年年初ごろから進みはじめる効果、2)輸出の持ち直しを起点に、国内生産・設備投資の再加速へとつながる好循環が強まっていく効果、であると考えます。

## 鉱工業生産と在庫指数の推移



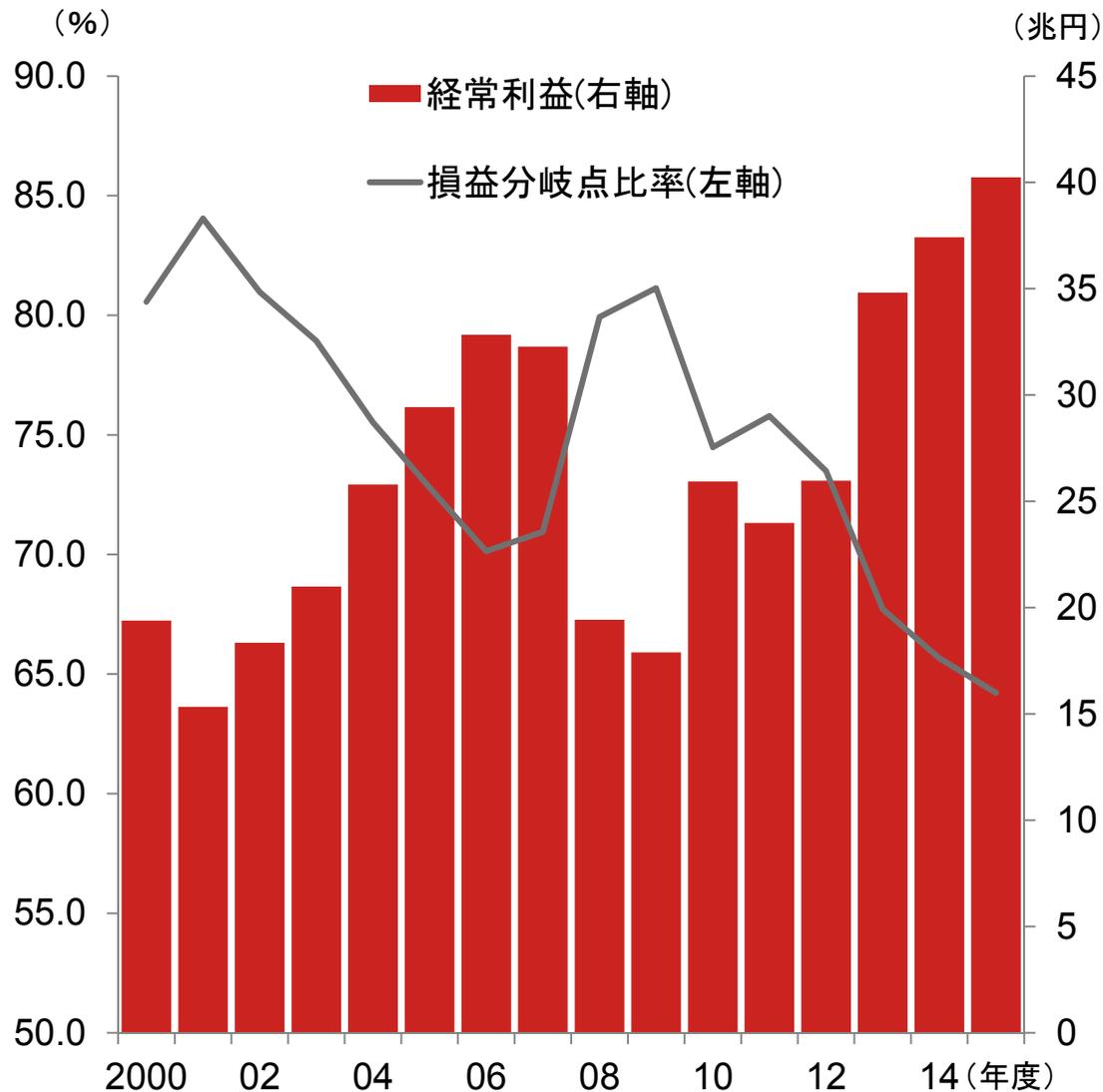
輸出を起点とする日本経済の緩やかな再加速の兆候は、既に確認されはじめている。

国内製造業の生産は、16年7-9月に概ね下げ止まっており、先行きについても比較的強気の生産計画が維持されている。

これまで中国を中心とするアジア地域で続いてきた、素材産業や電子デバイス産業での在庫調整に一巡感が生じており、同地域での生産活動の回復と連動した動きが国内においても生じ始めていると考えることができる。

今後、トランプ政権下で米国が大規模なインフラ投資拡大に動けば、日本から米国向けの直接輸出において高いシェアを有する資本財についても生産活動が一段と刺激されることが期待できる。

## 本邦大企業(資本金10億円以上)の損益分岐点比率と利益水準

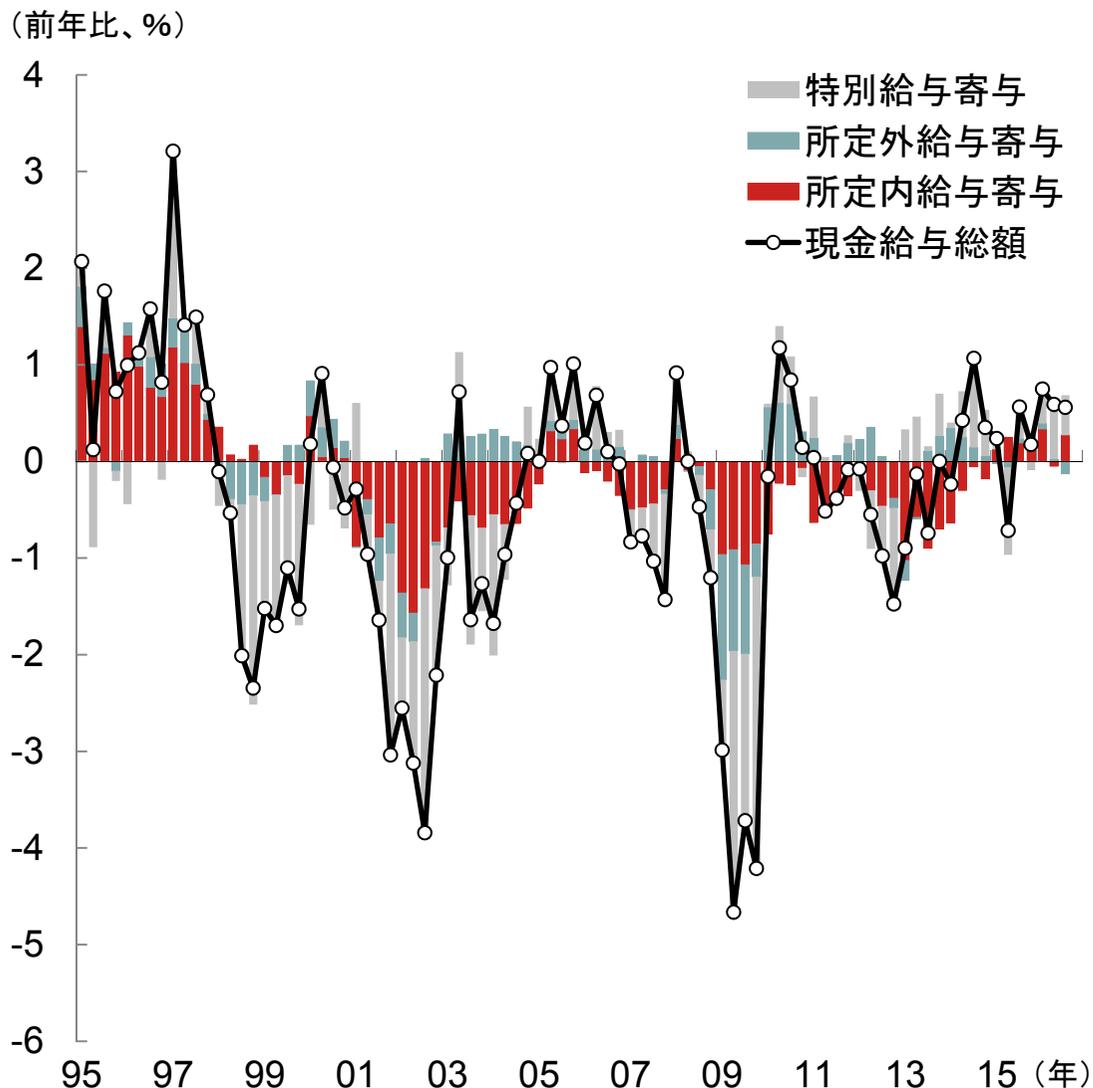


16年度の国内企業設備投資計画を振り返ると、16年前半の円高とそれに伴う企業業績の下振れの影響から、前年度と比べて設備投資のモメンタム(勢い)が弱めに推移していたと判断される。

先述の生産活動の持ち直しに加え、ドル円レートも反転しはじめていることから、今後については、特に輸出系製造業を中心として設備投資計画の上方修正、上方修正幅の拡大が期待できる状況に至っていると判断される。

本邦企業の「稼ぐ力」が累積的に改善していることも、設備投資を構造的に下支えする原動力になるとみられる。

## 一人当たり現金給与総額の推移



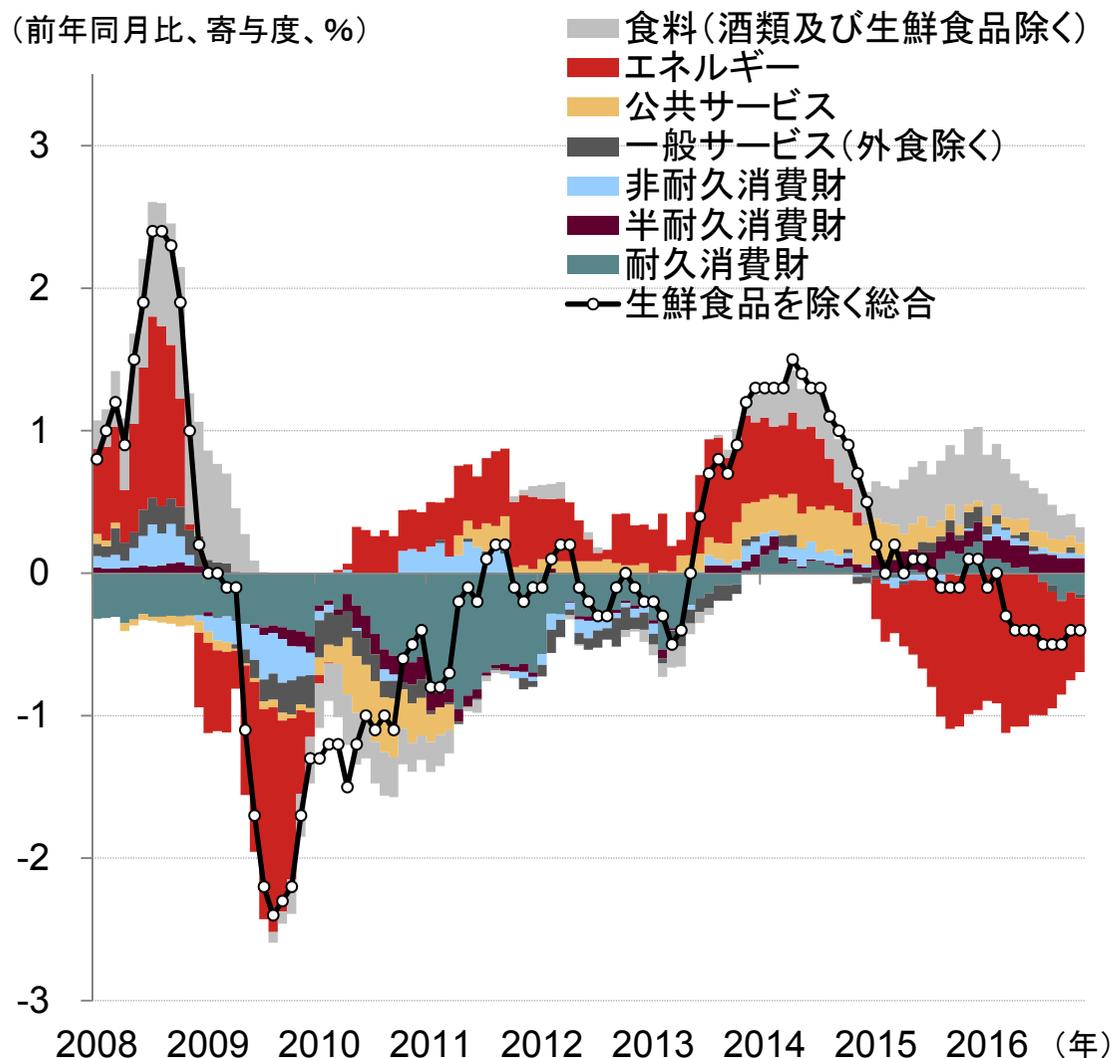
一方で、こうした経済全体の緩やかな再加速が賃金上昇の加速を通じて、所得・消費の拡大を促す好循環に結び付く可能性は低そうである。

労働需給の逼迫は継続しており、非正規雇用者を中心に賃金上昇の加速も実現している。しかし、正規雇用者の賃金上昇率は、春闘によって決定される大企業のベースアップを含めて小幅に留まっている。

17年春闘についても、官民対話における政府からの強い賃上げ要請にもかかわらず、これまでの企業業績の下振れ、物価上昇率の下振れを背景に、組合側の要求姿勢が慎重なものとなっている。17年春闘でのベア率の拡大加速は、期待しにくい情勢である。

## 全国消費者物価上昇率(コア)の推移

(前年同月比、寄与度、%)



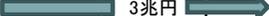
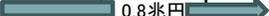
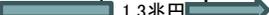
16年9月の「総括的な検証」を経て日本銀行が導入した新たな政策枠組みの下では、追加金融緩和の頻度が大幅に低下するとの予想が一般的である。トランプ政策期待を背景とする米金利上昇、米ドル高円安で、追加金融緩和期待は一段と後退する一方、緩和政策が早期に「出口」に向かうとの思惑も浮上している。

賃金上昇率の鈍さを背景として、日本の物価上昇率の低迷は長期化する恐れがある。細かくみると、従来物価を押し下げてきたエネルギー価格のマイナス寄与が今後解消に向かうことでインフレ率そのものは緩やかに上昇していくことが見込まれる。しかし、賃金上昇率の鈍さや、所得環境の改善の遅れを背景とする消費需要の低迷から、基調的な部分の上昇は抑えられる可能性が高い。

日銀の追加金融緩和期待が完全に後退することはなさそうである。

# くすぶる財政拡大への期待

## 「未来への投資を実現する経済対策」(16年8月2日閣議決定)の概要

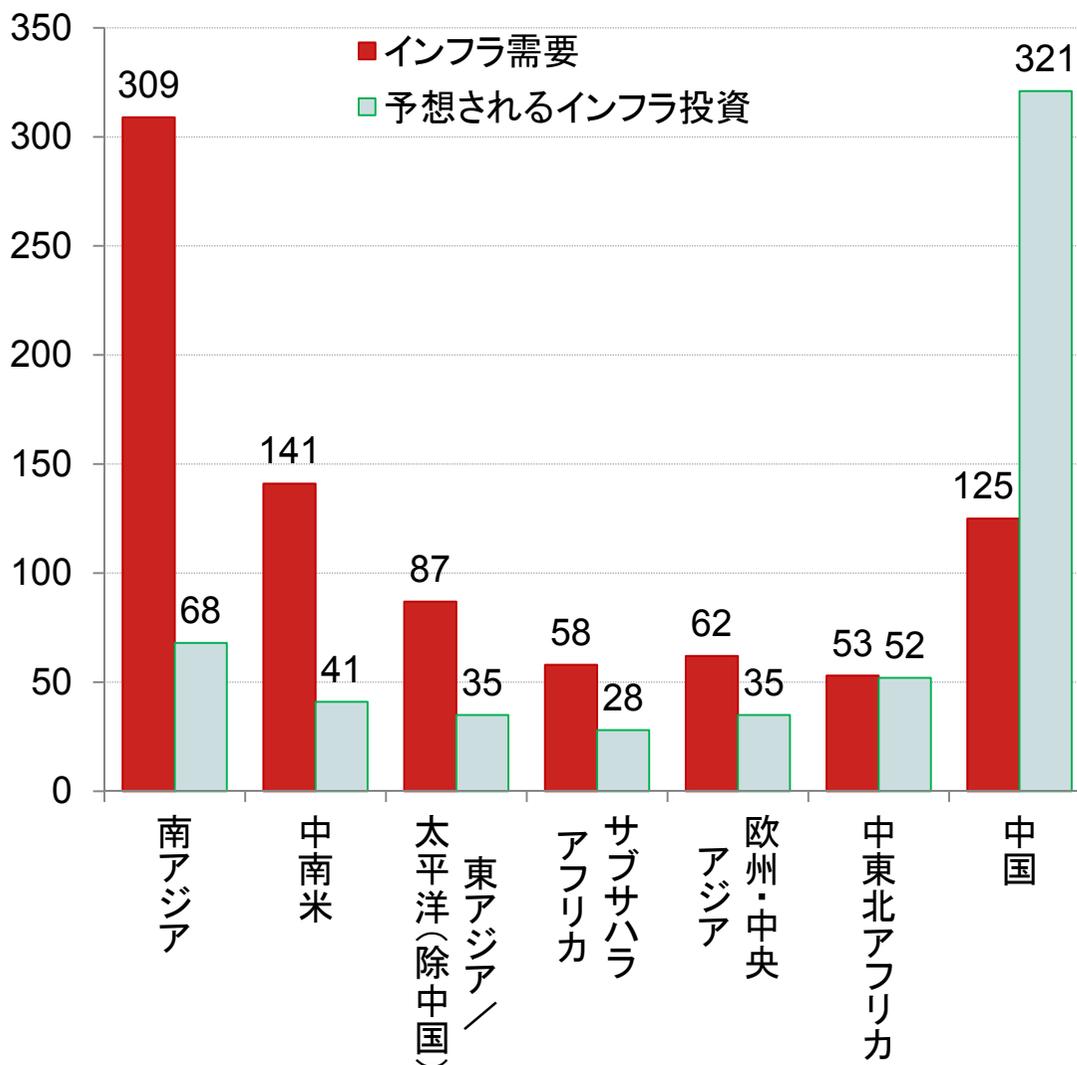
主な政策／実施時期の目安		2016年度	2017年度	それ以降	総事業規模
<b>財政措置</b>					
国・地方の 予算措置	訪日客拡大に向けた地方の港湾整備 農産物の輸出拠点設置 災害復旧・防災事業	4.3兆円 程度	1.7兆円 程度		7.5兆円
	雇用保険料引き下げ等を通じた消費喚起 年金受給資格短縮による無年金解消 低所得者向け現金給付	1.5兆円 程度			
財政投融资	リニア中央新幹線		3兆円		6兆円
	整備新幹線		0.8兆円		
	奨学金利子補給	(0.9兆円)	←16年度当 初計上済み		
	給付型奨学金創設・インフラ整備支援等 (対応する財設計画追加額)		1.3兆円		
		(3.3兆円)	(1.8兆円)		
<b>政府系金融機関の融資等</b>					
	英国のEU離脱に伴う不安定性などのリスクへの対応(外貨建て資金供給)				9.8兆円
	中小企業・小規模事業者及び地方の支援				
<b>国の補助を受けた民間企業の支出</b>					
	インフラなどの海外展開支援等				4.5兆円
	震災復興・防災対応強化				0.3兆円
合計					28.1兆円

世界的に金融緩和の限界が囁かれ、日本銀行が事実上それを追認するような政策枠組み変更を実施したこと、トランプ米次期大統領が大規模財政出動を標榜していることなどから、日本においても財政政策が拡大方向に舵を切るのではないかと期待が根強い。

しかし、国内景気が当面緩やかな改善方向に向かうと予想されること、これまでの円高、企業業績下振れの影響で法人税収を中心に予算に対する上振れが見込みにくくなっていること、などから、16年8月決定の大型経済対策に続く、さらなる財政支出拡大の可能性は低いと考えられる。

## 予想される世界のインフラ需要・インフラ投資

(10億ドル、2011年価格)



いきおい、市場の注目と期待はこれまでアベノミクス「第三の矢」と位置付けられてきた成長戦略に移らざるを得ないと考えられる。

安倍政権は、「一億総活躍」「働き方改革」の標題の下で労働市場改革に力を入れる姿勢をみせている。日本経済の潜在力を高める上で、女性と高齢者を中心に労働参加を促進しつつ、労働生産性を高める取り組みは欠かせないものである。

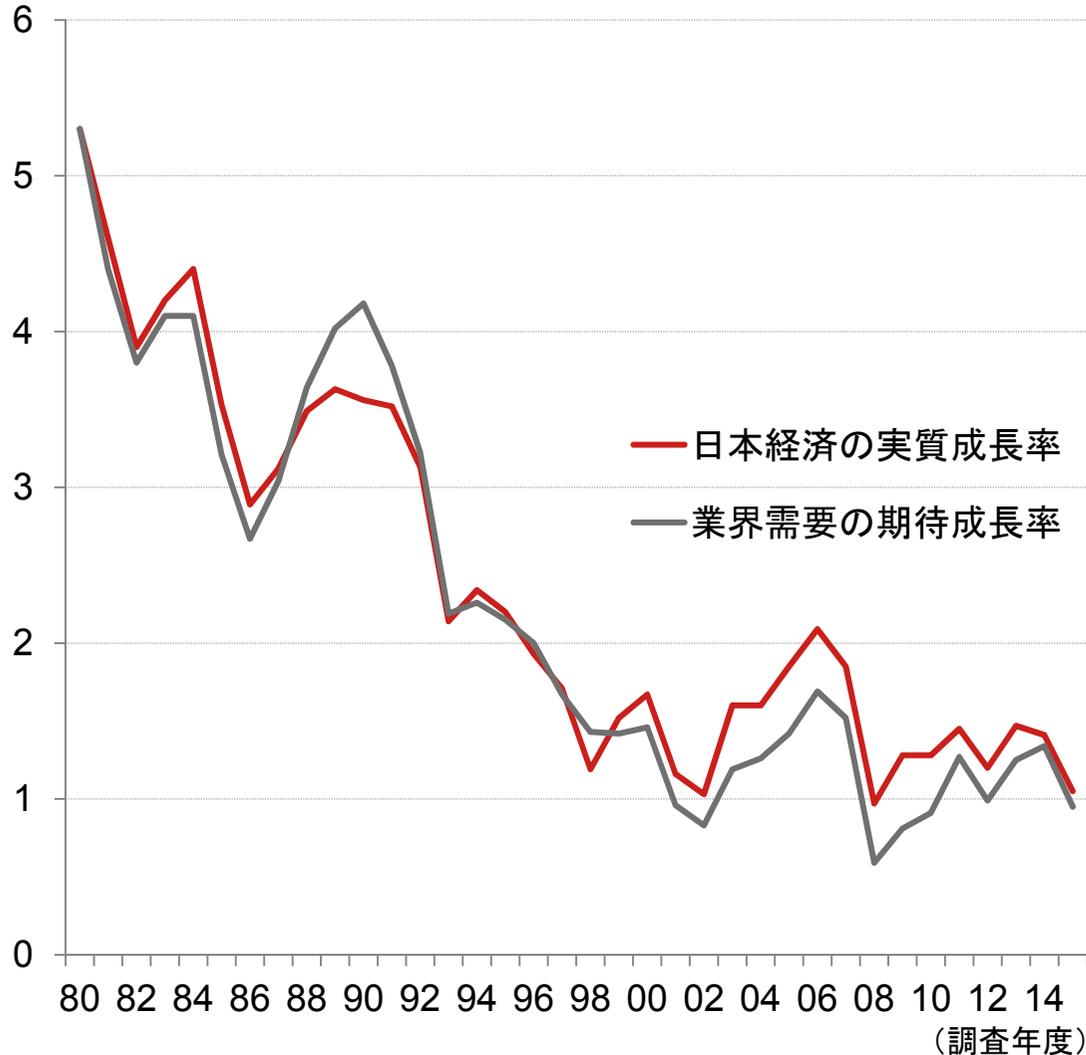
しかし、現実に効果が先行して発揮される公算が大きいのは、16年8月の大型経済対策においても大きな位置を占めている、インフラ輸出促進策であると考えられる。

特に、中国によるインフラ輸出攻勢に対抗して政府が力を入れている、首脳外交を通じたインフラ輸出トップセールスが比較的有効に機能しはじめていると考えられる。

注：インフラ需要・投資とも2020年時点の予測。  
出所：経済産業省資料より野村作成

## 企業の期待成長率(今後5年間)の推移

(今後5年間の平均年率、%)



インフラ輸出促進に加え、成長戦略全般における切れ目のない政策的取組が強く求められる。高齢化、人口減少という人口動態面での大きなハンディキャップに直面していることを踏まえた場合、日本経済の潜在成長率を押し上げるのは容易ではないからである。

それを実現させるには、労働市場改革を含めた構造改革をさらに加速させ、民間企業の国内市場に対する成長期待を大きく底上げすることが肝要となる。

依然として不確実性の高い海外の政治経済環境と比較した場合、日本において比較的高水準の政権支持率が維持されるなど政治的な安定が実現していると言える。

政治的安定というメリットを生かした成長戦略のさらなる加速が求められる。この点での民間からの働きかけも強めていく必要があるだろう。

2つの「まさか」を乗り越え、循環的にも景気が再加速に向かう17年はその好機でもあると考えられる。



美和 卓

チーフエコノミスト

美和 卓は、野村證券のチーフエコノミストとして、国・地域を跨ぐマクロ経済の分析、アセットクラス横断的な金融市場分析をベースとしながら、日本経済の予測を行っています。法制度や行政の視点からの国や企業の経済活動を分析するアプローチに強みを有しています。

1990年に野村総合研究所に入社して以来、エコノミストとしてさまざまな地域のマクロ経済分析と金融市場動向の予測を行ってきました。1994～96年の2年間は野村証券債券部(当時)に出向し、より金融市場に近い立場からマクロ経済動向の分析を行いながら、金融政策や金利見通しに策定に携わりました。また、この間、1999年の欧州通貨統合に向け、新通貨ユーロ誕生に向けてのさまざまな問題点の洗い出しや、投資戦略の立案を実施しました。

1990年に東京大学教養学部教養学科(ロシア・ソビエトの文化と社会専攻)を卒業。1999～2001年には、東京大学大学院法学政治学研究科修士課程に留学し、契約法、会社法、倒産法の研究に従事しつつ、「法と経済学」のアプローチから金融商品契約、企業行動を分析してまいりました。当時の経験は、2003年にかけての国内金融システム危機、2008年のリーマンショック後の金融危機において、金融機関行動、当局の危機対応、債券等の価格反応を見通す上で強みを発揮しました。

2001年以降は、主に、地銀等の地域金融機関に対する経済見通しや投資アイデアの提供を継続的に実施し、顧客トップマネジメントから高い評価を得ました。また、大学生や金融業界新人へ向けた金融・経済の入門書も著し、好評を得ています。

2004年に野村証券に転籍後、経済調査部、投資調査部、投資情報部の在籍を経て、2016年5月より現職に就いています。

# 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1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808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(換金時手数料)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。商品ごと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

本資料の作成日：2017年1月4日

当資料は、2017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。



**NOMURA**



東京2020ゴールド証券パートナー



この冊子の印刷工程で使用した電  
力量(282.5kWh)はすべてグリーン  
電力を使用しています。