

NOMURA



世界の中の日本

回復力が乏しい先進国、躍進する新興アジア

January 2010

世界の中の日本

回復力が乏しい先進国、躍進する新興アジア

January, 2010

目次

1. 大恐慌以来の世界同時不況
2. 前例のない財政出動
3. 日銀を除く主要中央銀行が量的緩和を断行
4. アジアがけん引する2010年の景気回復
5. 家計部門が原動力となりにくい米国経済
6. 高失業・消費低迷が続く欧州経済
7. 日本は再びデフレ経済へ。政策効果一巡後、景気の踊り場へ
8. デフレ期待が定着する日本経済
9. 投資ブームにけん引される中国経済
10. 隣接する日本にも恩恵が
11. 日本企業の得意分野が急成長する中国
12. 経済発展の初期段階にあるインド

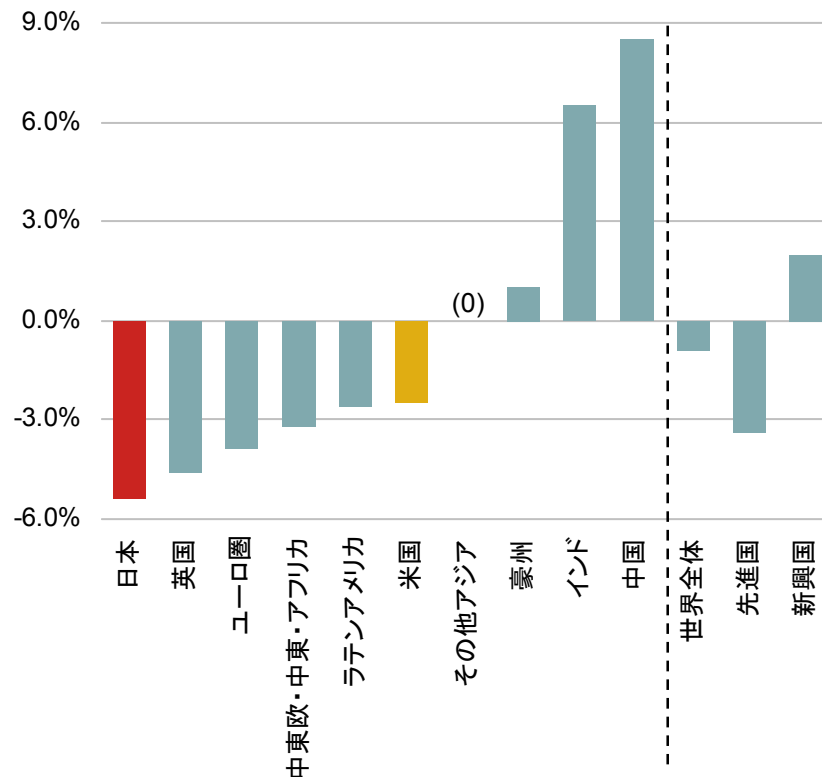
本資料はノムラ・セキュリティーズ・インターナショナルのエコノミストによる資料をもとに作成した、野村証券金融経済研究所の著作物です。
巻末に記載されている重要なディスクロージャーをお読み下さい。



大恐慌以来の世界同時不況

主要国・地域の2009年実質GDP予想

前年比(%)



出所:野村グループ

金融危機を引き金とした先行き不安で、家計部門は耐久消費財の購入を抑制し、企業は新規の設備投資を削減した。このため、世界経済は大恐慌以来の深刻な景気後退に突入した。野村では、2009年の世界の実質GDPが前年比-0.9%となり、08年の同+2.9%からマイナスに転じたとみている。

金融危機後の世界経済では、新興国経済は全体として先進国経済よりも堅調に推移し、09年も+2%近い成長を維持したとみられる。これに対し、先進国の実質GDPは同-3.4%とマイナス成長が見込まれる。

新興国では多くの国が、輸出需要の落ち込みによる最初の打撃を吸収した後、強い潜在的成長トレンドや景気刺激的なマクロ政策を追い風に、景気の急回復を実現した。とりわけアジアの新興国は極めて堅調な推移を続け、主要な11ヶ国・地域中5ヶ国が09年にプラス成長を達成したとみられる。

中でも際立った成長を示したのは中国経済で、09年の実質GDPは前年比+8.5%の成長を遂げたと見込まれ、世界的な景気後退の最中にあっても揺るぎない力強さを証明した。中国は、輸出急減の影響を防ぐべく、直ちに国内のインフラ(社会基盤)投資を拡大する財政措置を発動した。

先進国の中では、輸出依存度の高い日本とドイツが深刻な打撃を受けた。日本は鉱工業生産が金融危機勃発から5ヶ月間で計33%も落ち込み、同じ期間の米国(5%)はもちろん、ドイツの落ち込み幅(18%)も大きく上回った。

前例のない財政出動

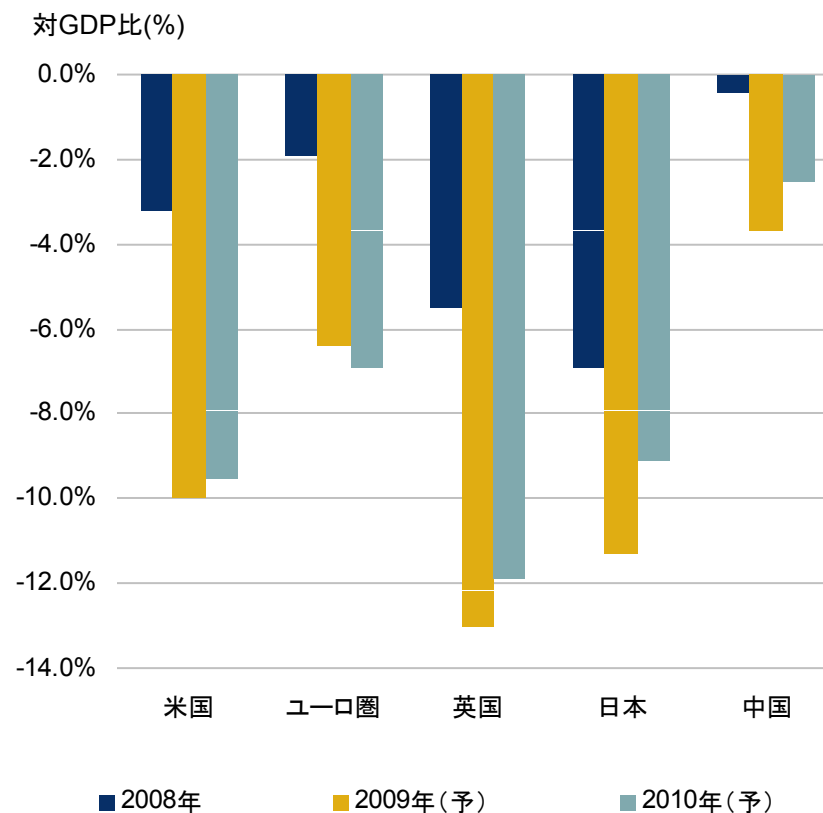
世界各国・地域の政府と中央銀行は、今般の金融危機と景気後退に際して、財政・金融両面で劇的な刺激策を実施し、金融システムの安定化と銀行の資本増強のための対応策を矢継ぎ早に打ち出した。これらの政策は、世界経済が1930年代の大恐慌のような景気後退とデフレの悪循環に陥るのを食い止め、景気回復の基盤を築く上で有効に機能した。

財政の自動安定化装置に加えてこれらの積極措置を講じた結果、主要国の財政赤字は著しく拡大した。たとえば、米国の連邦財政赤字が08年の対GDP比3.2%から09年には同9.9%に、ユーロ圏の財政赤字は同1.9%から同6.4%に、また英国では同5.5%から同13.0%へと急拡大した。

財政赤字の急拡大は短期的には公的債務を増加させ、中長期的な財政の持続可能性への懸念を高めている。ただし、こうした局面では民間部門の貯蓄が急増しがちで、景気後退の引き金ともなるが、貯蓄の純増分を吸収するため、財政赤字の拡大は必要である。米国を例にとると、財政赤字は08年から09年にかけて対GDP比で6.8ポイント悪化したが、経常赤字は同4.6%から同3.1%へ改善する見込みだ。これは民間部門の貯蓄残高が対GDP比で8.3%ポイントも純増したことを示しており、家計部門が消費を抑制し、企業が投資を削減したことを物語っている。

景気後退局面では、政府が財政拡大策をとれば、貯蓄過剰の民間部門に代わって貯蓄を減らし、景気に対する悪影響を軽減することが出来る。

中央政府の財政収支



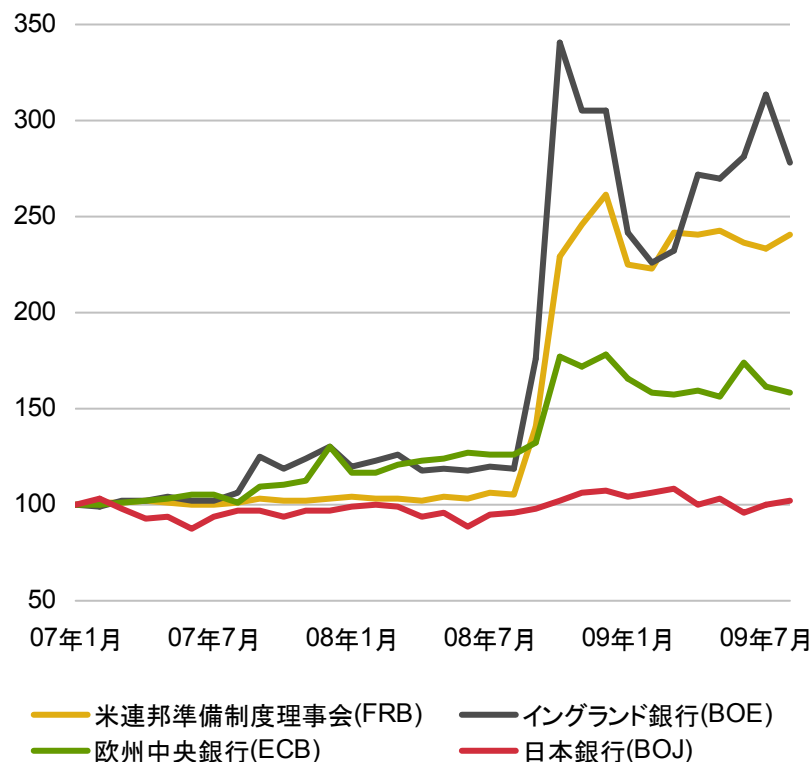
出所:野村グループ



日銀を除く主要中央銀行が量的緩和を断行

中央銀行のバランスシートの規模

(2007年1月 = 100)



出所：各国・地域中央銀行

主要中央銀行は、金融危機対応として、政策金利をゼロ近辺まで引き下げ、バランスシートの規模を劇的に拡大させる量的緩和策を採った。

中でも、米連邦準備制度理事会(FRB)が信用市場のひっ迫を緩和し、必要な借り手に対する信用供給を明示的な目的に掲げて、各種の画期的な制度を導入したことは重要である。これらの政策は、米財務省の不良資産救済プログラム(TARP)や金融安定化計画と相俟って、様々な金融商品のリスクプレミアムがより正常な水準に近づくことを促した。

日銀は2001年から2006年にかけて量的緩和を実施したが、主要中央銀行が今般の危機で実施した量的緩和は、規模の点でも手法の点でも、それより遥かに大胆な措置だった。日銀の量的緩和では、ピーク時(開始から約3年後)にバランスシートが約35%拡大したが、今回は危機勃発から数週間で、FRBのバランスシートは規模がほぼ倍増し、イングランド銀行では約3倍となった。また、FRBは特にリスク資産の買入に極めて積極的に取り組み、エージェンシーMBS(政府機関が発行・保証する住宅ローン担保証券)1兆2,500億ドルを含む資産を買入れた。

これに対して、日銀は、デフレへの逆戻りに直面しながらも量的緩和には消極的であった。金融市場の安定化を狙って銀行保有株やコマーシャル・ペーパー(CP)、社債の買取りを実施したものの、その規模は日銀の資産の1%未満に留まり、マクロ的にこれといったインパクトを与えるには小さ過ぎた。

アジアがけん引する2010年の景気回復

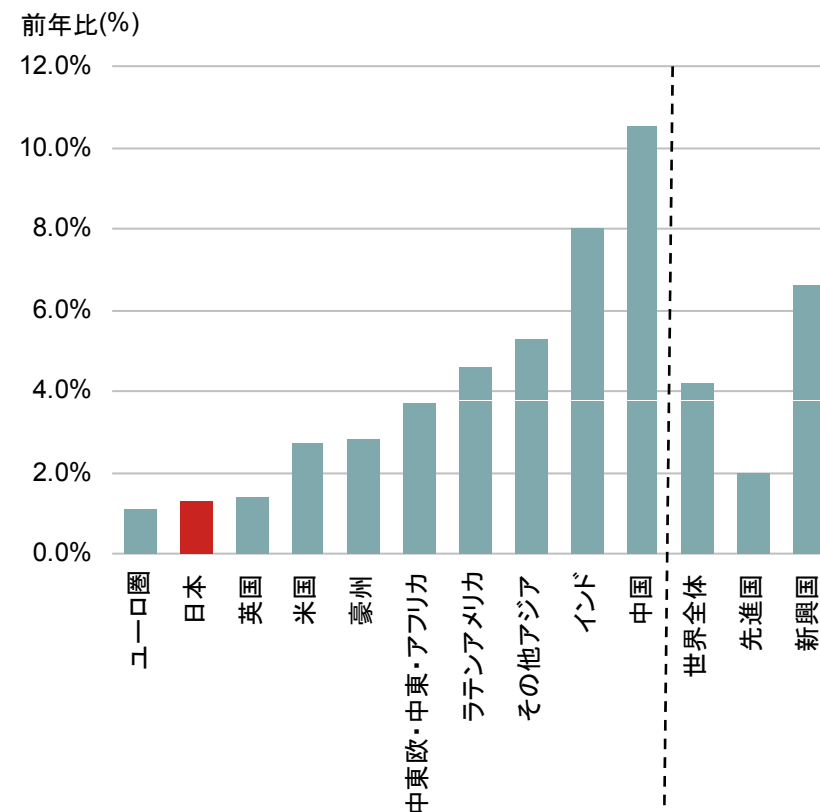
野村では、2010年の世界経済が前年比+4.2%の成長を回復すると予想している（11年も同程度の成長を見込む）。今般の金融危機と世界的な景気後退の深刻さを踏まえると、これを達成できれば素晴らしいことだろう。

ただし、我々は世界経済の二極化を予想している。新興国は高成長が見込まれ（+6.6%）、とりわけアジアの新興国（+8.4%）は旺盛な内需を背景にかなりの高成長を達成しそうだ。しかし、米国（+2.7%）を含めた先進国の回復は緩やかで（+2.0%）、特に、日本（+1.3%）、欧州（+1.2%）の回復はかなり鈍いと予想される。

世界経済が正常化する中で、アジアを中心として、新興国の成長が先進国を上回るという予想は、新興国の潜在成長率（トレンド）が先進国のそれを上回ることを反映するものだ。

ただし同時に、特に欧州と米国においては、金融危機の後遺症として、家計部門と企業がバランスシートを修復する必要があり、信用供給がひっ迫していることが当面の景気回復の足かせとなるだろう。様々な学術研究や政策当局の分析でも、金融危機を伴う景気後退が回復に通常以上の時間を要することを示唆している。

主要国・地域の2010年実質GDP予想

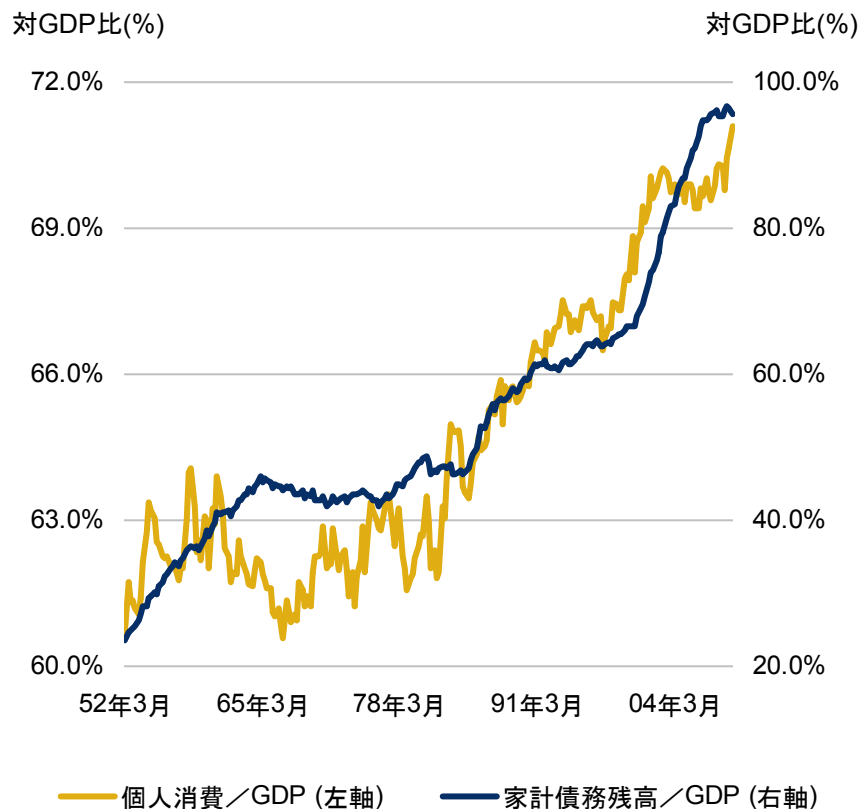


出所：野村グループ



家計部門が原動力となりにくい米国経済

個人消費と家計債務残高



出所：米商務省、米連邦準備制度理事会(FRB)

米国経済は2010年に前年比+2.7%の成長をすると予想され、潜在成長率を若干上回る見込みだ。しかし、大幅な景気後退からの回復としては、これは極めて脆弱な回復である。失業率の高止まり(10%前後)と余剰生産能力の大きさを踏まえると、そうした余剰資源を使い切れば米経済は数年にわたりこの2倍のペースで拡大を続けることができるだろう。

問題は需要(ディマンド)側にあり、特に家計部門の低迷にある。住宅と耐久消費財の需要は、過去の標準に照らして著しく落ち込んでおり、潜在需要がかなり積み上がっている可能性がある。しかし、好況期の数年間、住宅・株式市場が上昇を続ける中、蓄積可能な生涯資産についての誤ったシグナルに基づき、米家計部門は過剰な借入れと過剰消費を続けていた。

今や米国の家計部門は、蓄積可能な生涯資産についての新たな、そしてより厳しい評価に基づき、消費と貯蓄を決定する必要がある。退職年齢を先延ばしすることでも、ある程度は実現可能だが、消費の抑制と貯蓄の拡大(借入れ縮小)もバランスシート調整の手段となる。米家計部門の需要が近い将来、力強い拡大を示すことは予想しにくい。

米国の経済見通しには、他にも様々な下振れリスクがあり、その主なものとして、失業率の高止まり、高水準の住宅差し押さえ、商業用不動産価格の持続的下落、それに伴う地方銀行の破綻増加の長期化(09年1～11月で125行が破綻し、00～08年の合計の2倍以上に上っている)が挙げられる。

高失業・消費低迷が続く欧州経済

欧州経済の回復は米国経済に遅れをとる可能性が高い。ユーロ圏の2010年の実質GDP成長率は前年比+1.1%、英国は同+1.4%にとどまりそうだ。

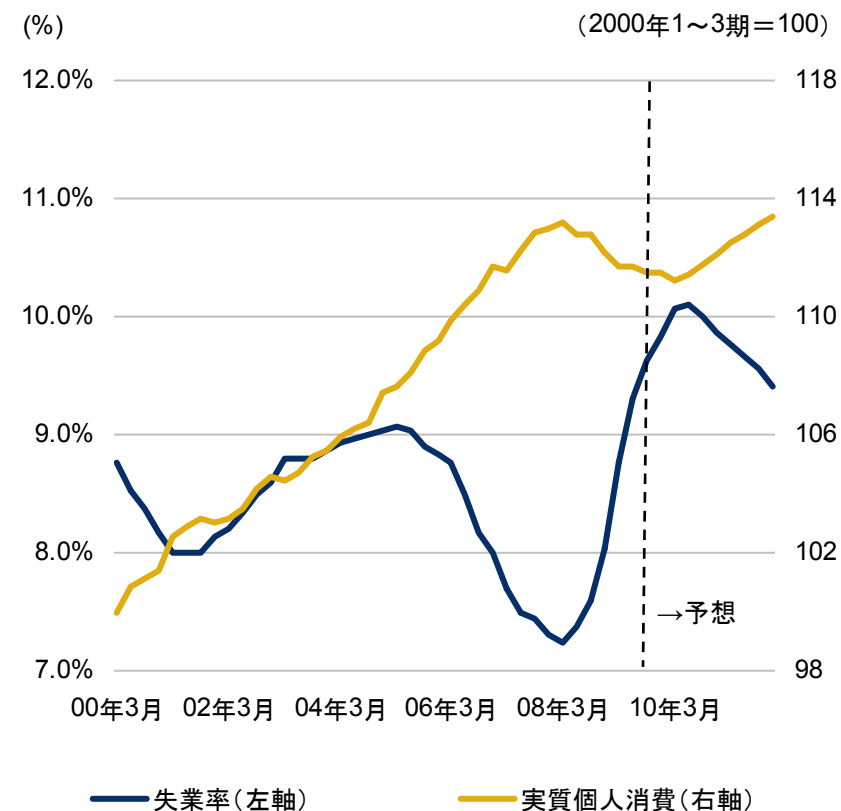
欧州は金融危機と世界的景気後退から深刻な打撃を受けたが、外生的なショックと内政的なショックの双方が影響した。ドイツなど一部の国では、住宅バブルの影響は小さかったが、世界的な需要の急減で輸出が厳しい影響を受けた。一方、英国やスペイン、オランダでは住宅バブルがあり、同時に世界金融危機の影響を受けた。

欧州は、米国に比べ経済活動の銀行への依存度が高く、金融システムへの打撃が当分の間、信用供給を圧迫する可能性が高い。国際通貨基金(IMF)の推定によると、米国では07～10年に予想される貸倒の償却や証券の評価損のうち、60%程度が既に実施されたとみられているが、欧州では40%程度にとどまる。

欧州では、消費の伸びも低迷を続ける可能性が高い。失業率が未だ上昇傾向にあり、ユーロ圏では10%台、英国では8%台でピークに達するとみられるためだ。

これに加えて、ユーロ高も輸出セクターへの逆風となっている。とはいえ、10年は純輸出が域内GDP成長率に対して大きく寄与するだろう。

ユーロ圏：失業率と実質個人消費

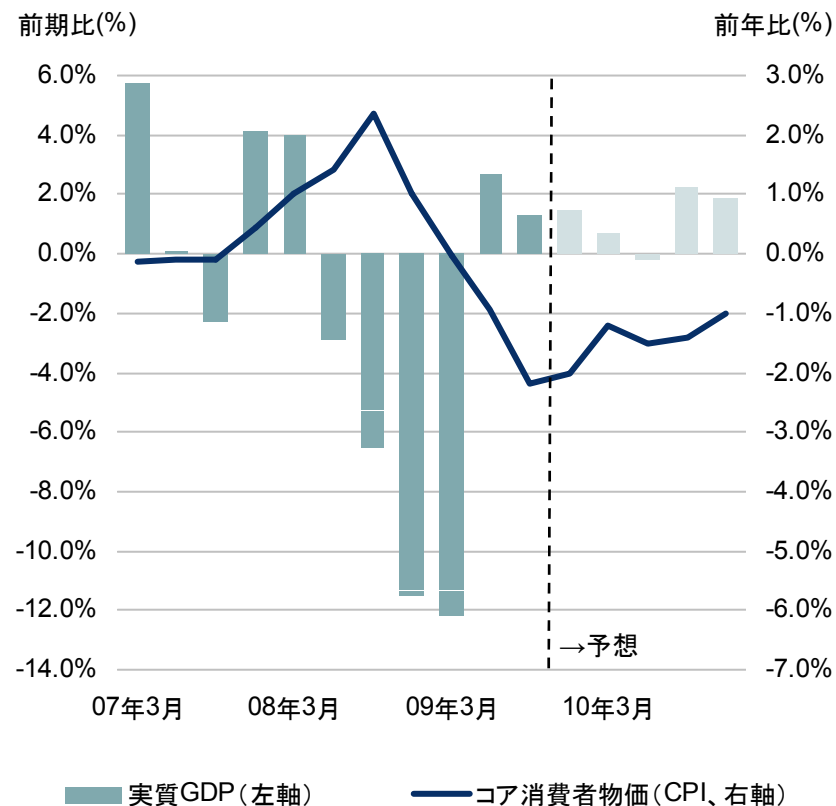


出所：欧州委員会統計局より野村グループ作成



日本は再びデフレ経済へ。政策効果一巡後、景気の踊り場へ

実質GDPとコアCPI



日本は、主要国の中では金融危機によって最も深刻な打撃を受けたが、2009年4～6月期の実質GDPが前期比プラス成長となるなど、最も早い回復を示した国・地域の1つであった。日本の景気回復は輸出の回復と財政刺激策に支えられており、国内民間需要は低迷が続いている。

10年前半は、輸出回復による景気押し上げが弱まり、政府の景気刺激策の効果も細り、さらには円高の悪影響を受け、日本の景気回復が足踏み状態となることが予想される。この間、企業部門は余剰生産能力の削減に引き続き注力しそうだ。そのため、投資と雇用の伸びが抑制されよう。

しかし、10年後半には、輸出の伸びが再び上向き、設備投資にプラス効果をもたらして、景気は再び勢いを取り戻すだろう。10年後半の実質GDP成長率は、年率2%前後に達すると見られ、通年の成長率も+1.3%に回復するだろう。

ただし、これまでの実質GDP成長率の落ち込みの大きさ(4四半期で計8.4%)を踏まえると、10年の回復のペースは極めて弱く、日本経済の需給ギャップはさほど縮小しないだろう。この大幅なギャップが経済にデフレ圧力をもたらし、穏やかなデフレからの脱却の糸口はまだ見えない。

デフレ期待が定着する日本経済

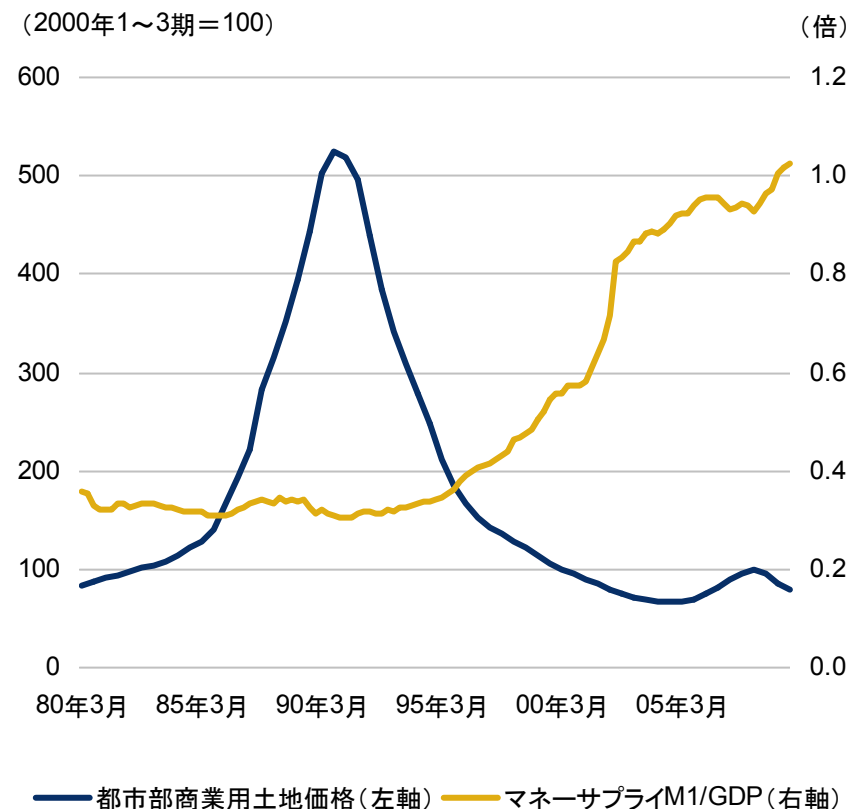
日本は、サブプライム問題や信用バブルといった金融危機の直接的な要因から最も遠くに位置していたにも拘わらず、その後の世界的な景気後退によって最も大きな痛手を被った。

日本経済の重要な問題は、マクロ経済が1980年代末のバブル経済から一度も完全には回復していなかった点にある。日銀が他の国であれば緊急時の水準と見なされる0.5%までしか政策金利を引き上げられなかったことが、その一つの証左といえよう。

結局のところ、デフレから日本経済は完全には脱却していない。確かに、08年7月には消費者物価(CPI)上昇率が前年比+2.3%に達したが、背景には一時的な原油価格の高騰があり、食料品とエネルギーを除くCPI上昇率はこの時点でも同+0.2%に過ぎず、これが過去10年のピークであった。日本の名目GDPは90年代のピーク時(97年4～6月期)の水準を7.3%下回ったままである。同じ期間に、ユーロ圏の名目GDPは計52.5%拡大し、米国も計72.4%拡大している。

経済行動の面ではデフレ心理が拡がっている。前のデフレ期に、家計部門や投資家が安全な現金資産に逃避する動きが加速したため、現金があり余っている。注目すべきは、02年からの景気回復期においてもこの現金の滞留が解消していない点だ。不動産価格が再び下落し、株価がピーク時の4分の1の水準で低迷を続ける中、デフレ期待が益々定着する懸念があろう。

都市部商業用土地価格とM1/GDP

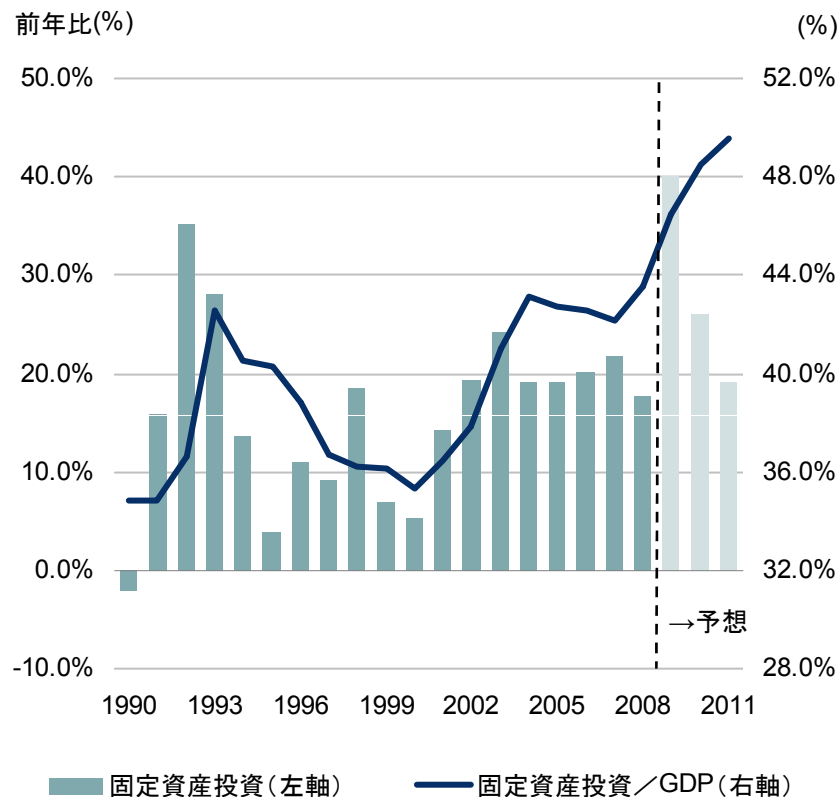


出所: 内閣府、日本銀行、日本不動産研究所



投資ブームにけん引される中国経済

固定資産投資と対GDP比率



出所: 中国国家统计局より野村グループ作成

今般の金融危機と世界的景気後退の最中にあっても、成長の基礎的条件の良好さと国内インフラ(社会基盤)投資の拡大を目指した積極的な政策対応を背景に、中国経済は極めて好調に推移してきた。

2001年の世界貿易機関(WTO)加盟以来、輸出と投資が増大し、中国は「世界の工場」と呼ばれるまでになった。しかし、「made in China」のラベルは、過去30年間にわたり、中国の成長の大半が国内のインフラ関連の投資であったという事実を覆い隠しがちだ。

中国は、内陸部を主な対象とした重要なインフラ投資プログラムに着手している。08年11月に、中国政府は4兆元の景気刺激策を発表したが、同時に、地方政府や政府系企業に対しても大規模投資を承認し、銀行が必要資金を提供することを認めた。その結果、銀行貸出残高の伸びは、08年の月次平均である前年比+15.3%から、09年1~10月は同+30.6%に加速した。

こうした政策が奏功しつつあり、中国の驚異的な高成長の持続を可能にしている(中国の過去30年間の実質GDP成長率は平均+9.9%と突出している)。野村では10年の実質GDP成長率は前年比+10.5%と予想、投資の伸びのみならず、家計消費の旺盛な伸びがこれに寄与するとみている。

足元の投資ブームは長期にわたって持続し、予想しうる将来にわたって中国の成長を牽引しそうだ。

隣接する日本にも恩恵が

投資主導の高成長と世界の経済成長のけん引役として、中国の存在感が高まっているが、日本はその恩恵を得やすい位置にある。

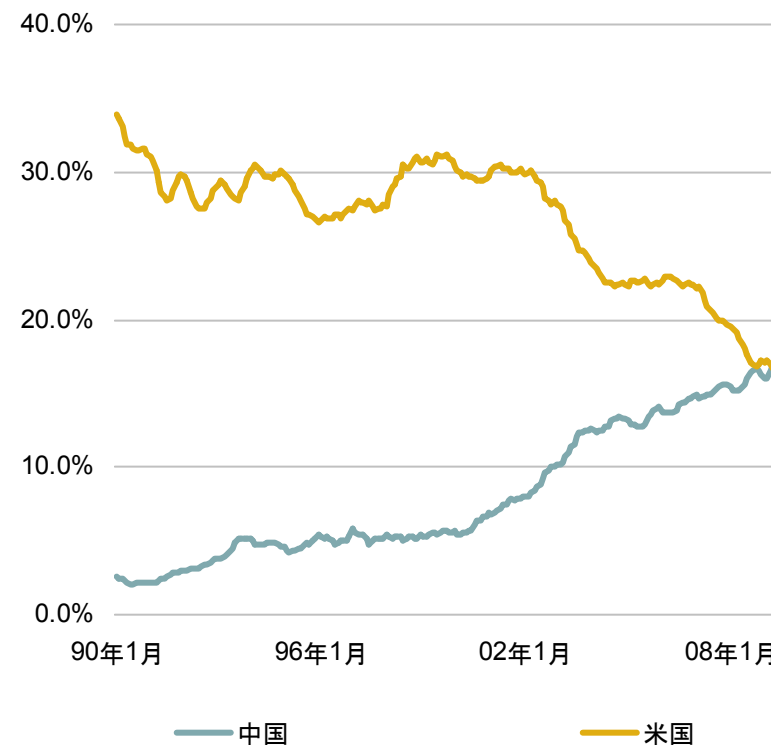
中国は米国に代わり、日本の輸出仕向け先として最大シェアを占めるようになっていく。また、予想する将来にわたって中国の成長ペースは米国を上回るとみられることから、足元のトレンドが持続する見込みだ。

2020年までに、中国の経済規模は、名目為替レートベースで日本経済の1.5～2.0倍、購買力平価ベースでは約4倍に達するとみられる。

中国との地理的な近さのみならず、中国との経済発展や技術革新の差から、日本経済が中国経済と極めて補完的な経済構造をもつことも、プラスに働くだらう。

日本の輸出に占める中国・米国向けのシェア

6ヶ月移動平均(%)

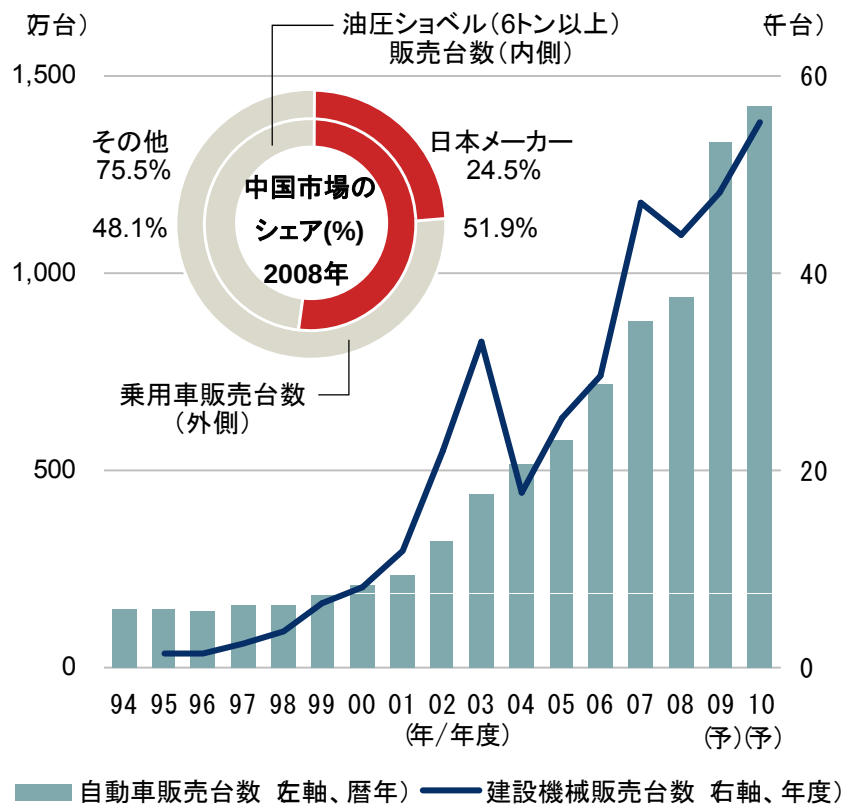


出所：財務省



日本企業の得意分野が急成長する中国

中国における自動車・建設機械の売上



日本は、建設機械など、インフラ投資ブームに関連した多くの資本財の分野で、高い競争力を有している。たとえば、2008年の中国の油圧ショベル市場では、日本メーカーのシェアは52%に達していた。

日本は、中国に勃興しつつある中産階級の耐久消費財需要の増大からも恩恵を受ける位置にある。09年の乗用車販売台数では、中国は米国を大幅に上回った。08年の中国自動車市場における日本メーカーのシェアは 24.5%であった。また、中国の液晶テレビの販売台数は、12年までに米国を逆転する公算が大きい。

中国向け以外にも、日本は環境技術で優れた競争力を有しており、歴史が浅いものの成長を続けている環境関連技術・製品の分野で、日本企業は市場シェアを確保する優位な位置にある。たとえば、日本が世界をリードしているハイブリッド車は、主要自動車市場(米国、欧州連合、中国、インド)に占める割合が、10年の5%から20年には20%に拡大すると予想される。

経済発展の初期段階にあるインド

インドは、厳しい環境下にもかかわらず、中国に次ぐ高成長を続けている。2009年のインドの実質GDP成長率は前年比+6.5%、10年については同+8.0%と予想される。こうした高い成長は、インドの低い輸出比率と、成長の基礎的条件の良好さを反映している。

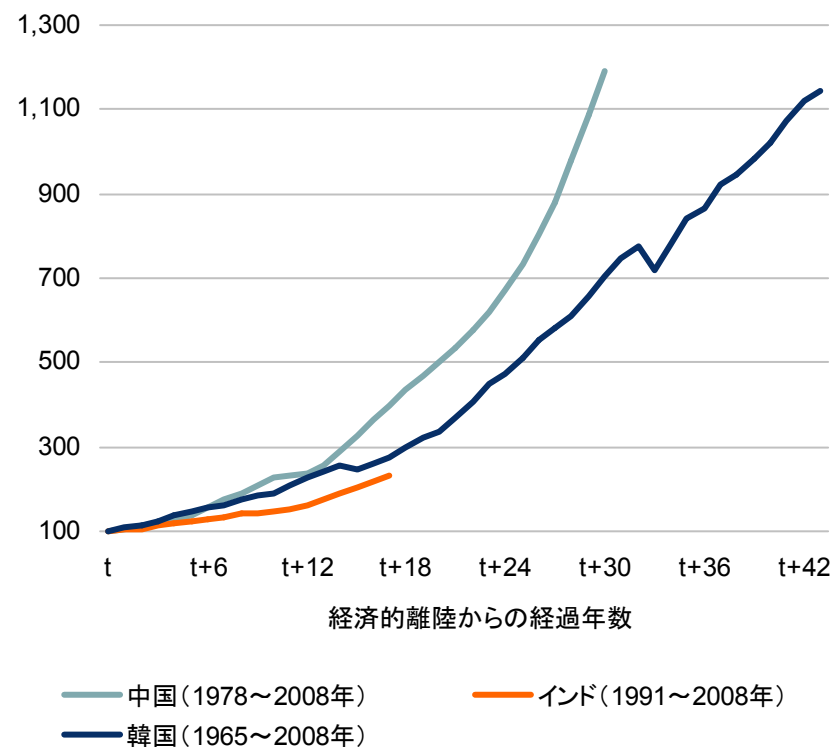
インドは、GDPに占める高い投資比率とその持続的な上昇、一人当たりGDPの低い水準とその上昇、外国からの対内直接投資の急拡大、対GDP比でみた貿易の拡大、低い都市化率、人口構成に占める若年層の極めて高い割合など、経済的「離陸」を果たした開発途上国の特徴を全て兼ね備えている。インドの開発段階は未だ初期段階にあり、上振れの余地は大きい。

歴史的に見て、日本企業は、営業拠点や販売市場としてインドよりも中国を大幅に重視してきた。しかし、日本企業の経営者らもインドにおけるビジネスの可能性を再評価すべき時が来ているようにみえる。

21世紀の最初の10年が終わり次の10年が始まろうとしている折、「世界の中の日本」を考えると、日本の強みがトップダウンかボトムアップかで大きな違いがあることに気がつく。マクロ的な意味では、日本がデフレ経済と政策の不調の典型であることは変わらないが、技術や社会、文化の水準では、日本には、世界で最も優れた資産がいろいろあり、世界で最も勢いのある経済地域に属している。日本企業にとっての課題は、この地理的な強みを活かしつつ、デフレがもたらす制約との共存方法を見出すことであろう。

経済的「離陸」からの1人当たりGDPの軌跡：インドvs中国、韓国

(経済的離陸時 $t=100$)



出所：インド中央統計局、中国国家統計局、韓国銀行

MEMO

NOMURA

野村證券からのお知らせ

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販売手数料および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。

野村證券株式会社

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、（社）日本証券投資顧問業協会、（社）金融先物取引業協会

＜経済調査部審査番号ERP No.09-766＞

当資料は、2010年1月に実施される野村證券懇談会「世界の中の日本」の参考として作成されたものです。

NOMURA