

NOMURA

世界の中の日本

デフレ決別に向けて正念場を迎える日本経済

January 2014



世界の中の日本

デフレ決別に向けて正念場を迎える日本経済

January 2014

2014年は世界経済の回復が見込まれる年となろう	1
米国の家計の純資産は再び過去最高水準を更新	2
米国の量的金融緩和政策第3弾(QE3)は終了局面へ	3
欧州経済は徐々に安定を取り戻しつつある	4
構造改革を本格化させる中国	5
ASEAN諸国では年後半にかけて景気が改善する見込み	6
日本経済は消費増税を乗り越えて成長を継続しよう	7
労働市場のタイト化もデフレ脱却を後押ししよう	8
14年半ばには日本銀行による追加緩和措置が予想される	9
円安トレンドは継続する可能性が高い	10
成長戦略はいよいよ実行段階に	11
成長戦略の着実な実行がデフレ決別の鍵に	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野村證券からのお知らせをお読み下さい。

2014年は世界経済の回復が見込まれる年となろう

2012～14年における主要国の実質GDP成長率見通し

地域	2012年	2013年	2014年
世界全体	3.1	2.9	3.5
先進国	1.4	1.2	2.1
新興国	5.0	4.7	5.0
米国	2.8	1.8	2.8
ユーロ圏	-0.7	-0.4	0.7
日本	1.4	1.7	2.4
英国	0.1	1.9	2.3
豪州	3.6	2.4	2.3
中国	7.7	7.7	7.4
インド	5.1	4.7	4.8
大韓民国	2.0	2.9	4.0
ASEAN5	5.6	4.9	5.0
ラテンアメリカ	2.7	1.9	2.6
EEMEA	2.3	1.8	2.5

世界経済の成長率は13年の2.9%から14年には3.5%に上昇する見通しである。14年を特徴づけるのは、先進国景気の復調であり、特に米国経済の成長率は2.8%と、13年の1.8%から大きく上向くと予想する。世界最大の経済大国が復調することは世界経済全体に恩恵をもたらそう。ユーロ圏は、14年の成長率が0.7%と、3年ぶりにマイナス成長を脱却する見込みである。一方、アベノミクスの効果により景気回復が続く日本では、13年に続いて比較的高い成長率を維持する見込みである。日本の成長率は、14年暦年ベースでは2.4%、14年度ベースでは1.8%に達すると予想する。

他方、新興国が世界経済を引っ張る構図には変化はない。14年の新興国の成長率は5.0%に達しよう。中国やインドでは景気減速の状況が継続しようが、世界の中ではなお比較的高い成長率を確保すると見込む。ラテンアメリカや東ヨーロッパの多くの国々では、欧米景気復調の恩恵を受けるかたちで、14年には成長率が加速する展開を見込む。

注:1. EEMEA: 欧州新興国・中東・アフリカ。

ASEAN5: インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポール。

2. 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。

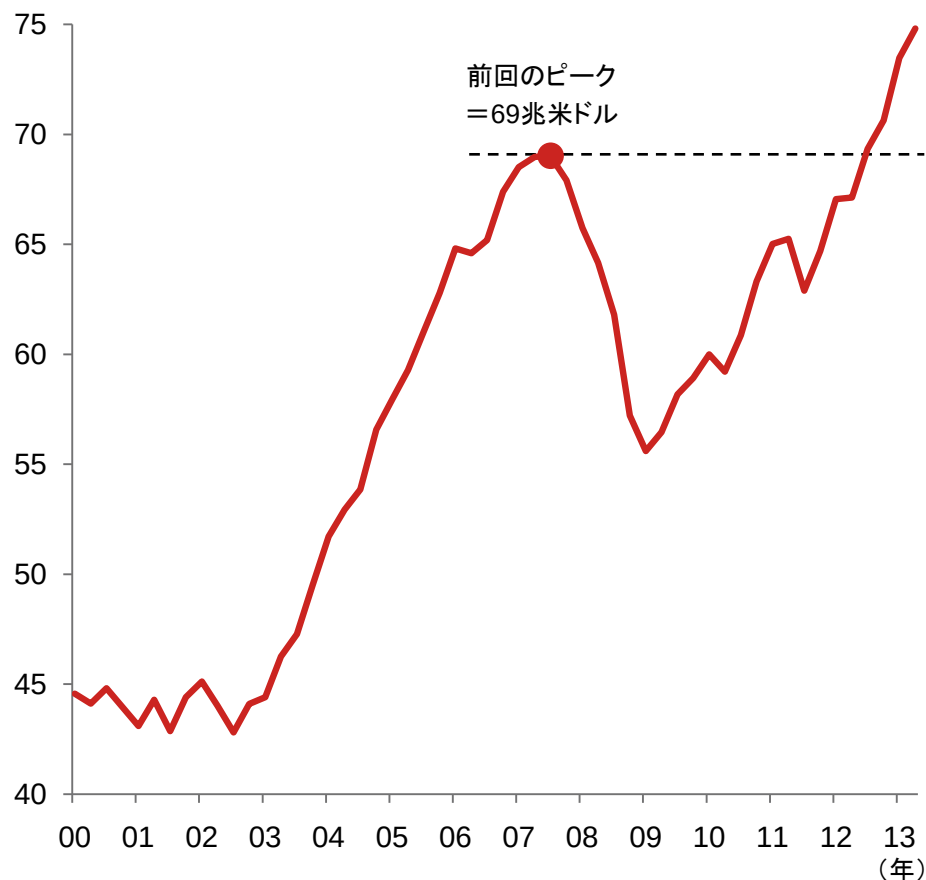
3. 2014年1月6日現在。

出所: 野村グループ

米国の家計の純資産は再び過去最高水準を更新

米国における家計の純資産残高

(兆米ドル)



注: 13年は6月末時点の計数。
出所: FRBおよび野村グループ

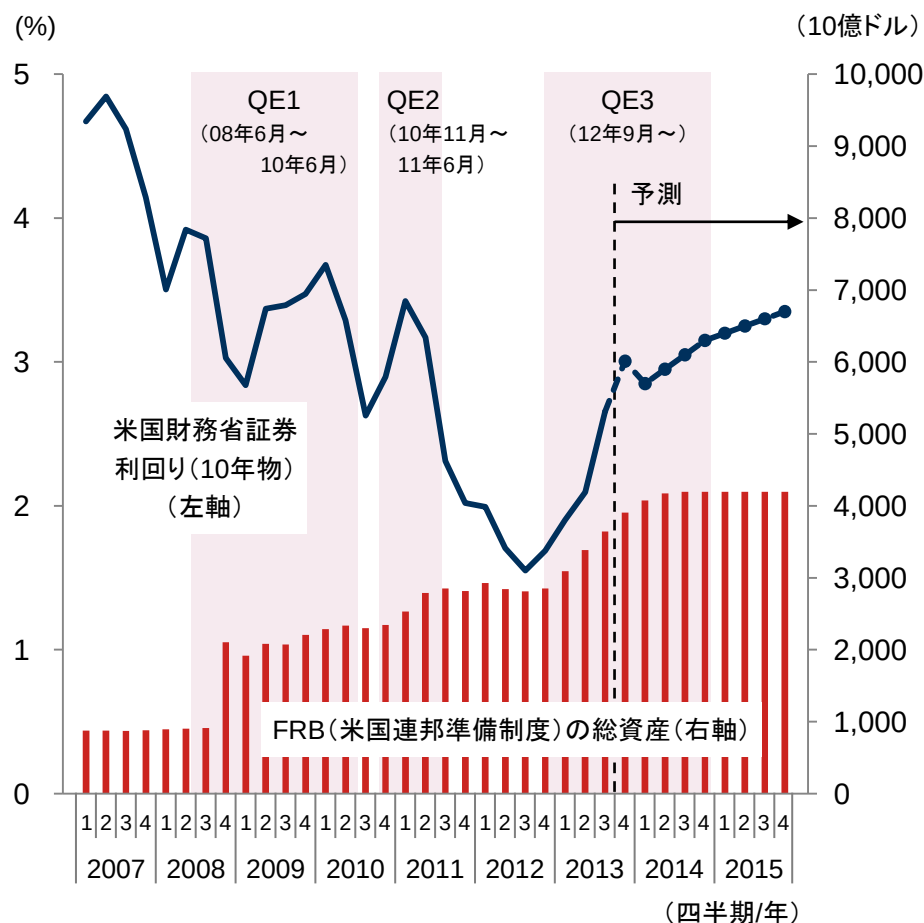
14年に米国景気の回復を予想しているのは、(1)財政問題が13年ほど景気の足を引っ張らないこと、(2)家計のバランスシート調整が概ね終了し、民間消費に力強さが戻ると予想されること、による。後者については、米国の家計における純資産(総資産から総負債を差し引いたもの)の動きが重要となるが、その水準は12年9月末には前回のピークを超え、その後一本調子で増加してきた。

家計が保有する不動産の価値は、未だ前回のピーク時点(07年)の水準を回復していないものの、株式や預金性商品など金融資産の保有額が大きく上昇したことが全体の資産の上昇につながった。

不動産市場や株式市場が、今後堅調を維持できれば、その資産効果によって成長率がさらに上振れることも考えられる。

米国の量的金融緩和政策第3弾(QE3)は終了局面へ

米国の量的緩和と米国財務省証券利回りの推移



注: 2013年第4四半期以降の計数は野村による予測。

出所: FRBおよびブルームバーグ、野村グループ

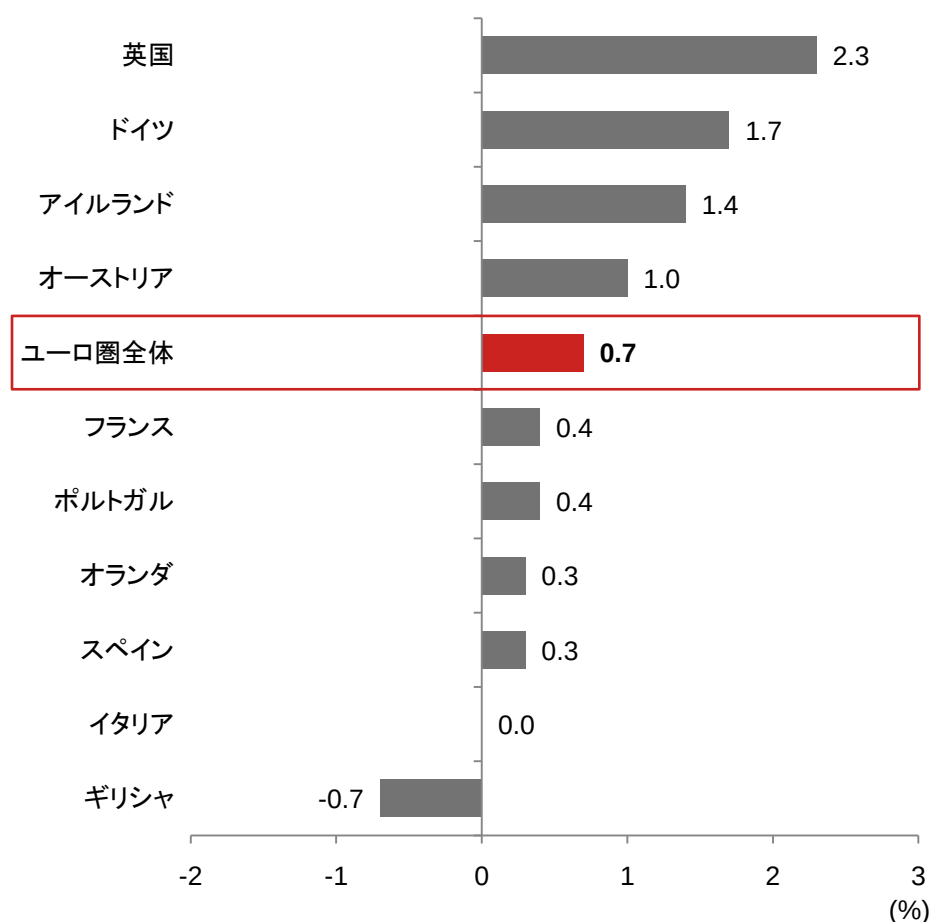
米国景気が堅調に推移していることを受けて、米国連邦準備制度理事会(FRB)は、昨年12月に量的緩和政策第3弾(QE3)における資産購入プログラムの縮小(テーパリング)を開始した。今後、これに伴って米国の長期金利が徐々に上昇していく可能性が高く、14年末には、10年物の米国財務省証券利回りが3.15%まで上昇すると見込む。

QE3を14年以内に終了できるかどうかは景気次第であるが、その舵取りはFRBの新議長となるイエレン氏に任されることになる。これまでの発言などから判断すると、イエレン新議長は、テーパリングを慎重にすすめる公算が大きいとみられ、テーパリングの開始によって世界の金融市場が混乱するリスクは比較的低いと考えられる。

QE3の完全終了後は、ゼロ金利政策の修正が金融政策における次のステップであるが、これは2016年以降の政策課題となろう。

欧州経済は徐々に安定を取り戻しつつある

欧州主要国の14年の経済成長率見通し



出所: 野村グループ

欧州の多くの国では14年には成長率がプラスに転換する見込みである。ユーロ圏全体の成長率も、13年のマイナス0.4%から、14年には0.7%へと、3年ぶりにプラスに転換すると予想している。

14年において「欧州金融危機」が再発する可能性は低いとみている。これは、(1)欧州中央銀行(ECB)が国債購入プログラムを導入したこと、(2)14年中は周縁国において総選挙が実施される可能性が低いこと、による。欧州の主要銀行全てを対象に実施されるストレステストについては、その結果が14年秋に判明する見通しであるが、これが金融市場の動揺をもたらす可能性は低いと予想される。

ただし、欧州での全ての問題が解決されたわけではない。スペインやイタリアなどの国々では、賃金の調整や金融システム健全化に向けての努力を継続する必要がある、構造改革は道半ばである。欧州経済が全体としてトンネルから抜け出すにはさらに時間がかかるとみられる。

構造改革を本格化させる中国

中国における最近の構造改革の動き

公務員接待の禁止など汚職対策を強化

シャドウバンキングに対する規制を強化

大気汚染防止行動計画の実施

人民元国際化に向けた、金利自由化の促進

所得分配制度改革の実施

不動産保有税の広域実施による地方政府財政基盤の安定化

習近平政権下で中国が構造改革を実施する動きが加速している。13年初から、汚職対策が強化されるなど構造改革が本格化する兆しが見え始めた。13年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第3回全体総会（三中全会）では、中国が様々な分野で構造改革を推進していく方針が示された。

三中全会で発表された、所得分配制度改革や人民元国際化、不動産税制改革などの諸政策は、14年から本格的に実行されていこう。個別の分野での具体的なスケジュールは未発表であるが、2020年までに主要分野で決定的な成果を挙げるという方針が示された。

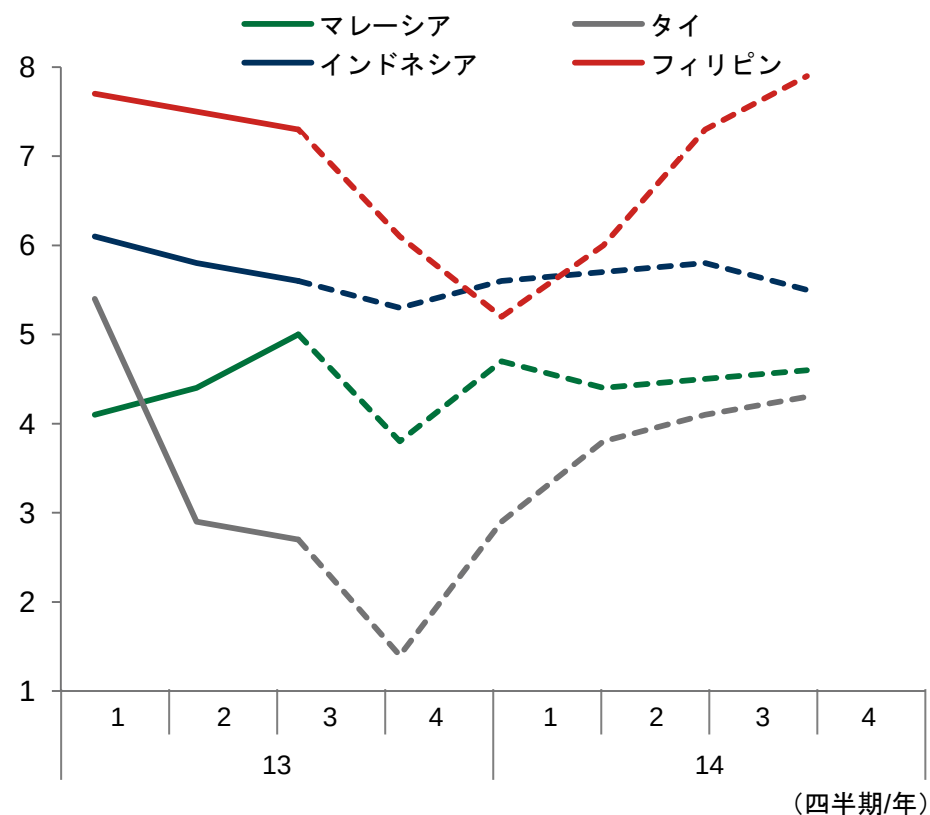
構造改革の実行は、短期的には成長率低下につながる可能性が高い。14年の成長率は、地方政府によるインフラ投資の減速を主因として、7.4%に低下すると予想している。

その一方で、こうした構造改革により、中国経済が中期的にハードランディングするリスクは大幅に軽減されよう。

ASEAN諸国では年後半にかけて景気が改善する見込み

ASEAN諸国における成長率の推移

(前年比、%)



注: 13年第4四半期以降の計数は野村による予測。

出所: CEICデータベースおよび野村グループ

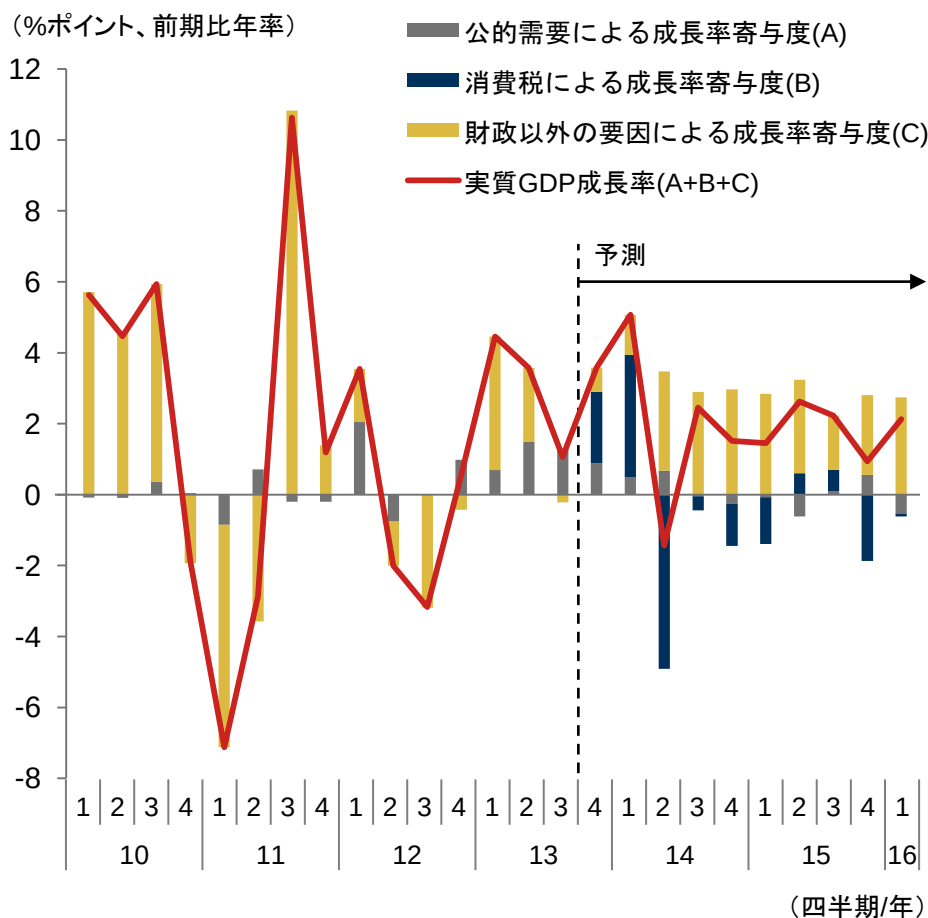
多くのASEAN諸国は、中間所得階層の台頭などを背景とした内需の好調により、過去数年にわたって比較的高い成長率を達成することができた。

もともと、13年に入り、タイやインドネシアなど日本企業と関係が深い国々で成長率が減速する動きが顕在化した。タイ経済の減速は、洪水問題発生直後の12年に過度な景気押し上げ策を採用したことの反動による面が大きい。一方、インドネシアについては、米国におけるQE3のテーパリングの可能性が高まったことで13年8月以降、金融市場が動揺したことが大きい。当局が、経常収支の赤字を抑制するために採用した利上げなどの政策が投資抑制効果をもたらしている。

いずれの国の問題も、経済的ファンダメンタルズが損なわれたために生じたものではない。輸出環境が徐々に改善する14年後半にはASEAN諸国の成長率が再び上向いていくと予想している。

日本経済は消費増税を乗り越えて成長を継続しよう

財政要因による成長率へのインパクト



注: 13年第4四半期以降の計数は野村による予測。

出所: データストリームおよび野村グループ

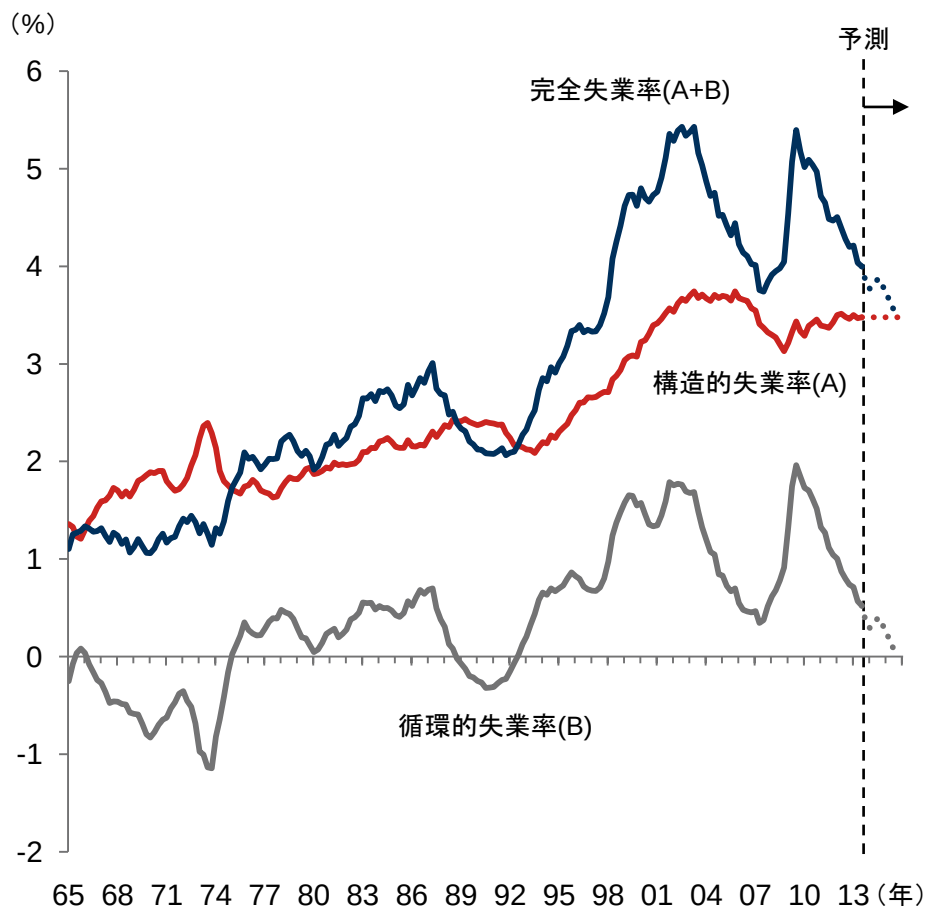
いよいよ14年4月から消費税率が引き上げられる。その悪影響が顕在化することから、日本経済は14年4-6月期には一時的なマイナス成長を余儀なくされよう。

もっとも、今回の消費増税を取り巻く経済環境は、前回、97年4月に消費税率が引き上げられた時とは大きく異なる。第一に、現在の金融セクターは健全であり、金融危機が襲った97年とは異なる。第二に、アジア金融危機が起きた前回の引き上げ時とは異なり、外部環境の大きな悪化は予想されない。第三に、今回は、前回よりもしっかりとした景気対策が打たれる。野村では、消費増税によるGDP成長率押し下げ効果は約0.7%ポイントであるのに対し、政府による景気対策のGDP成長率押し上げ効果は約0.6%ポイントと試算している。

14年は世界景気の回復とアベノミクスによる円安効果で輸出の大幅な増加が期待できるほか、民間投資も加速すると予想している。総じて14年度の日本経済は消費増税に伴う悪影響を払拭し、その実質GDP成長率は1.8%に達すると予想する。

労働市場のタイト化もデフレ脱却を後押ししよう

日本の構造的・循環的失業率



注: 13年第4四半期以降の計数は野村による予測。

出所: CEICデータベースおよび野村グループ

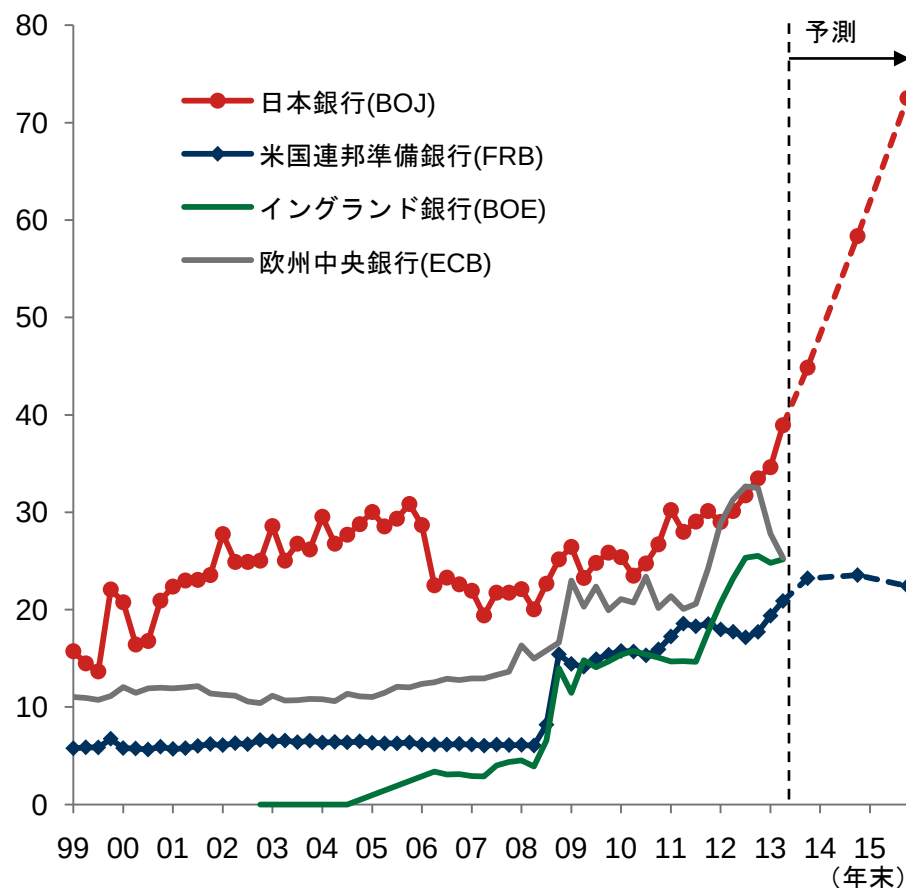
コア消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)は足元で1%を超える水準に上昇し、日本経済はデフレ脱却に向けての第一歩を踏み出した。しかし、足元でのインフレ率の上昇は円安によるエネルギー価格の上昇による面が大きい。真の意味で日本経済がデフレから脱却するためには、設備投資の活発化や賃金の上昇などを通じて、需要面からのインフレ圧力が強まる必要がある。

この点で、今後進んでいくとみられる労働市場のタイト化が名目賃金の上昇に結びついていく可能性が高いとみている。失業率は13年10月末時点で4.0%であったが、15年には3.5%程度まで低下するとみられる。労働市場のミスマッチを考慮した失業率の均衡水準(構造的失業率)は3.5%程度とみられることから、失業率が構造的失業率の水準に近づく15年には、人手不足が多くの業種で問題になり、ベースアップの実施が視野に入ろう。15年末頃には、1人当たり平均でみた名目賃金の上昇率が1%に達しよう。このようなプロセスを経て、日本経済が1%程度のインフレ率を安定的に維持する環境が整うと予想する。

14年半ばには日本銀行による追加緩和措置が予想される

日米ユーロ圏の中央銀行の資産総額(対GDP比)の推移

(名目GDP比、%)



注: 13年9月以降の計数は野村による予測。

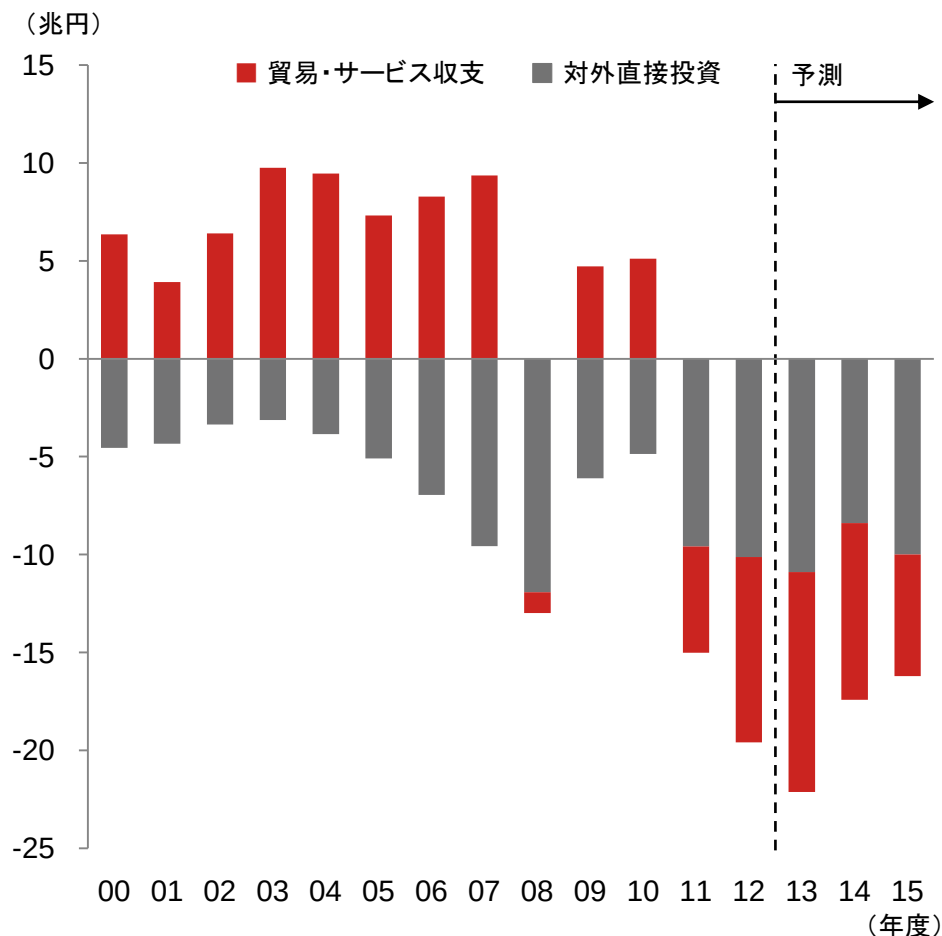
出所: データストリームおよび野村グループ

日本銀行が掲げる2%のインフレ目標に向けてのハードルは高い。インフレ率は14年前半においても1%程度で推移すると見込まれることから、2%のインフレ目標を掲げる日本銀行は14年半ばにも追加金融緩和に踏み切る可能性が高い。追加策としては、現行の量的・質的金融緩和政策(QQE)の期限を14年末から15年末に延長することは必須となろう。米国FRBは既にQE3による資産購入規模の縮小を開始したが、今後、資産購入規模をさらに縮小することが予想される。これを受けて日本国債の利回りが緩やかに上昇してくれば、日本銀行が国債や株式ETFなどの購入額を増加させる方針を打ち出す可能性が高いとみている。

日本銀行が積極的な資産購入を続けていけば、同行の総資産は15年末にはGDP比でみて70%を超える水準に達すると考えられる。日米の金融政策の方向性が乖離していくことは、今後、円安を促す要因になる可能性が高い。

円安トレンドは継続する可能性が高い

日本の貿易・サービス収支と対外直接投資



注: 13年度以降の計数は野村による予測。

出所: 日本銀行および野村グループ

日本経済における貿易・サービス収支は、東日本大震災以降、大幅な赤字に陥った。これは、主として、エネルギー輸入が増加した一方で、製造業拠点の海外への移転などによって輸出が伸び悩んだことによる。今後とも、貿易・サービス収支は、大幅な赤字で推移することが見込まれる。

その一方で、日本企業による海外への直接投資も、11年度以降、10兆円程度で推移しており、国際収支の赤字要因となってきた。日本企業のグローバル化により、今後も、海外への直接投資は高水準で推移することが予想される。

こうした点と、日米の金融政策の方向性が今後乖離していくと想定される点とを考え合わせれば、対米ドルでの円安が今後とも進行する可能性が高い。野村では、14年末には、1米ドル＝110円、15年末には、1米ドル＝116円にまで円安が進むと予想している。

成長戦略はいよいよ実行段階に

成長戦略の主要9項目による成長率押し上げ効果の試算

政策	実質GDP押し上げ効果 (2013-2020年における 年間平均値)
対内直接投資残高を2020年までに倍増	0.08%ポイント
TPPの推進	0.07%ポイント
電力システム改革の推進	0.04%ポイント
PFI/PPPの推進	0.03%ポイント
インフラシステム輸出の推進	0.03%ポイント
海外からの来日客を2030年に 3,000万人へと増加させる	0.03%ポイント
農業の6次産業の市場規模を2020年に 現行の1兆円から10兆円に拡大	0.02%ポイント
国家戦略特区区内における容積率の緩和	0.01%ポイント
医療技術・サービスの国際化推進	0.01%ポイント
上記合計	0.32%ポイント

注:13年6月に政府から発表された成長戦略が計画通りに実行される場合の効果を試算した。
出所:野村グループ

昨年臨時国会では「国家戦略特区法」、「産業競争力強化法」、「改正電気事業法」など、アベノミクスの「第三の矢」(成長戦略)を実行に移すための法律が成立した。これにより、政府が昨年6月に発表した「日本再興戦略」を着実に実行するための第一段階に入る。

野村では、「日本再興戦略」に示された成長戦略のうち、TPPやインフラ輸出など、主要9項目についての経済効果の算定を試みた。その効果を合計すると、2020年までの日本経済の潜在成長率を年平均で0.3%ポイント程度押し上げるとの試算が得られた。

直近の内閣府の試算によると、日本の潜在成長率は0.6%であった。これをベースにすると、日本の潜在成長率はこれら9項目の成長戦略を実行するだけでも1%程度に高まることになる。

成長戦略の着実な実行がデフレ決別の鍵に

アベノミクス始動前に日本が直面していた諸問題と現状

項目	現状評価	ポイント
円高	大きく改善	1ドル＝79.8円(2012年の平均レート)から、100円を超える水準にまで円安が進行
厳しい環境規制	大きく改善	厳しい温暖化ガス排出量の削減目標(2020年に90年比25%を削減)を廃止し、2020年に2005年比で温暖化ガスを3.8%削減する目標を表明
電力不足・電力料金の上昇	改善に向けて前進	電力各社は原発再稼働を申請中。電力システム改革を3段階で進める改正電気事業法が成立し、本格的自由化に向けた動きが始動
自由貿易協定への対応の遅れ	改善に向けて前進	TPP(環太平洋経済連携協定)、RCEP(東アジア地域包括的経済連携)、日中韓3ヶ国FTA、日EU経済連携協定のそれぞれについて交渉中
高い法人税率	改善は極めて限定的	14年度より復興特別法人税が廃止され、法人実効税率は35.64%まで引き下げられる見通しである。しかし、アジアの主要国と比較するとかなり高水準である
厳しい労働規制	改善なし	成長戦略議論の中で解雇規制の緩和等が検討されたものの、正社員に対する厳しい解雇規制は変更されず

アベノミクスによって日本企業を取り巻く環境は一変しつつある。12年12月に安倍内閣が誕生するまでは、日本の企業が直面する6つの問題が、日本経済停滞をもたらす要因として注目された。「円高」を除けば、これらは、すべて、成長戦略で解決しようとしている問題に他ならない。

アベノミクスの本格的始動により、これらの問題のうち、「円高」と「厳しい環境規制」は大きく改善した。また、「電力料金の上昇」や「自由貿易協定への対応の遅れ」についても、改善に向けての前進がみられた。

今後は、電力や自由貿易協定の問題における進展を期待する一方、残る「高い法人税率」および「厳しい労働規制」という問題についても、強いリーダーシップの発揮を通じた改革の実現を期待したい。こうした改革によって企業の期待成長率を高めることができるかどうか、日本経済のデフレ決別の鍵を握ろう。

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%*1（税抜1.3%）（20万円以下の場合は、2,730円*2（税抜2,600円））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。

*1、*2 2014年4月1日以降、消費税率8%が適用される分については、*1は1.404%、*2は2,808円となります。

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、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、2014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