

NOMURA

Connecting Markets East & West



世界の中の日本

Next Stepへ – 中長期的課題に挑む日本経済

January 2016

世界の中の日本

Next Stepへ – 中長期的課題に挑む日本経済

2016年の世界経済成長率は昨年並みと予想	1
米国は金融引き締め局面だが、日欧では強力な金融緩和が継続	2
先進国・新興国を問わず、主要通貨が対ドルで大幅に下落	3
世界中で実質輸入が一時減少したが、直近では回復感が強まる	4
原油価格：短期的には下落余地。中長期的には上昇する公算が大きい	5
米国経済は引き続き世界経済を牽引	6
ユーロ圏経済はリスクを抱えながらも相対的な安定局面に	7
中国では二線級以下の都市で不動産投資が減少	8
日本では、「体感物価」の上昇が民間消費を抑制	9
非製造業の利益が、アベノミクス開始以降大きく改善	10
日本の輸出は緩やかに増加し、企業収益を後押ししよう	11
労働力不足への対応がより重要な課題に	12
成長力強化が今後の日本経済の鍵に	13

本資料は野村証券の著作物です。

巻末に記載されている野村証券からのお知らせをお読み下さい。

2016年の世界経済成長率は昨年並みと予想

2014～16年における主要国の実質GDP成長率見通し(%)

地域	2014年	2015年	2016年
世界全体	3.4	3.1	3.2
先進国	1.7	1.9	1.8
新興国	4.8	4.2	4.3
米国	2.4	2.5	2.2
ユーロ圏	0.9	1.5	1.4
日本	0.0	0.6	1.2
英国	2.9	2.4	2.5
豪州	2.7	2.3	2.4
中国	7.3	6.8	5.8
インド	7.1	7.3	7.8
大韓民国	3.3	2.5	2.5
ASEAN5	4.3	4.1	4.2
ラテンアメリカ	0.9	-0.2	0.4
EEMEA	1.6	-0.1	1.0

2016年は世界経済が、正常化に向けてのプロセスを本格化させる1年になると予想する。昨年12月の米国における利上げに象徴されるように、2008～09年のグローバル危機以降に多くの地域で実施されてきた緩和的な政策が縮小される一方、ユーロ圏のように景気低迷が長引いた地域では、景気回復の動きが強まると見込む。成長率は、先進国、新興国ともに、2015年並みを記録すると見込む。

米国の成長率は昨年の2.5%から2.2%へと減速する見込みであるが、なお世界経済の成長を牽引するとみている。ユーロ圏については、比較的高い成長率が維持されると見込む。日本は、民間消費や設備投資といった内需が牽引する形で成長率が高まると見込む。年度ベースでは、2016年度は1.5%の成長を見込んでいる。

新興国では景気悪化に歯止めがかかり、中国を除いては、概ね昨年並みか、それを上回る成長に戻ると見込む。中国については、不動産投資の減少などに伴う製造業の減速により、成長率が6%弱にまで押し下げられる展開を見込む。

注：1. 暦年ベース。

2. 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。

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。

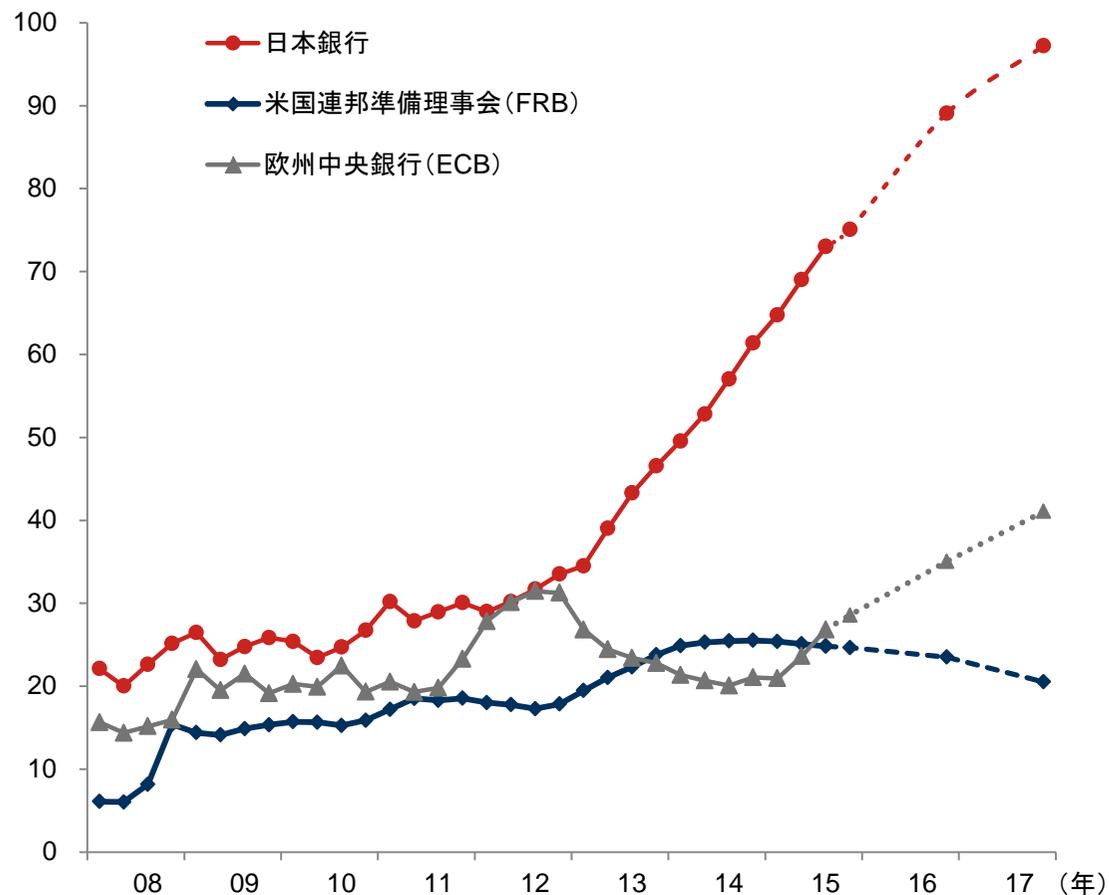
4. 2015年12月21日現在。

出所：野村グループ

米国は金融引き締め局面だが、日欧では強力な金融緩和が継続

日米欧の中央銀行資産総額の推移

(名目GDP比、%)



米国では、米国連邦準備理事会 (FRB) が2015年12月にほぼ10年ぶりとなる利上げを実施し、金融政策の正常化に向けての大きな一歩を踏み出した。今年は成長率の緩やかな減速を前提に、半年に1度のペースで利上げが継続されると見込む。

これに対して、日本や欧州では、強力な金融緩和が継続するとみている。欧州中央銀行 (ECB) は、昨年12月の理事会で、資産買入れプログラムの延長や中銀預金金利の引き下げなどを決めた。今後もデフレ懸念の払拭を目指しての緩和継続を予想する。

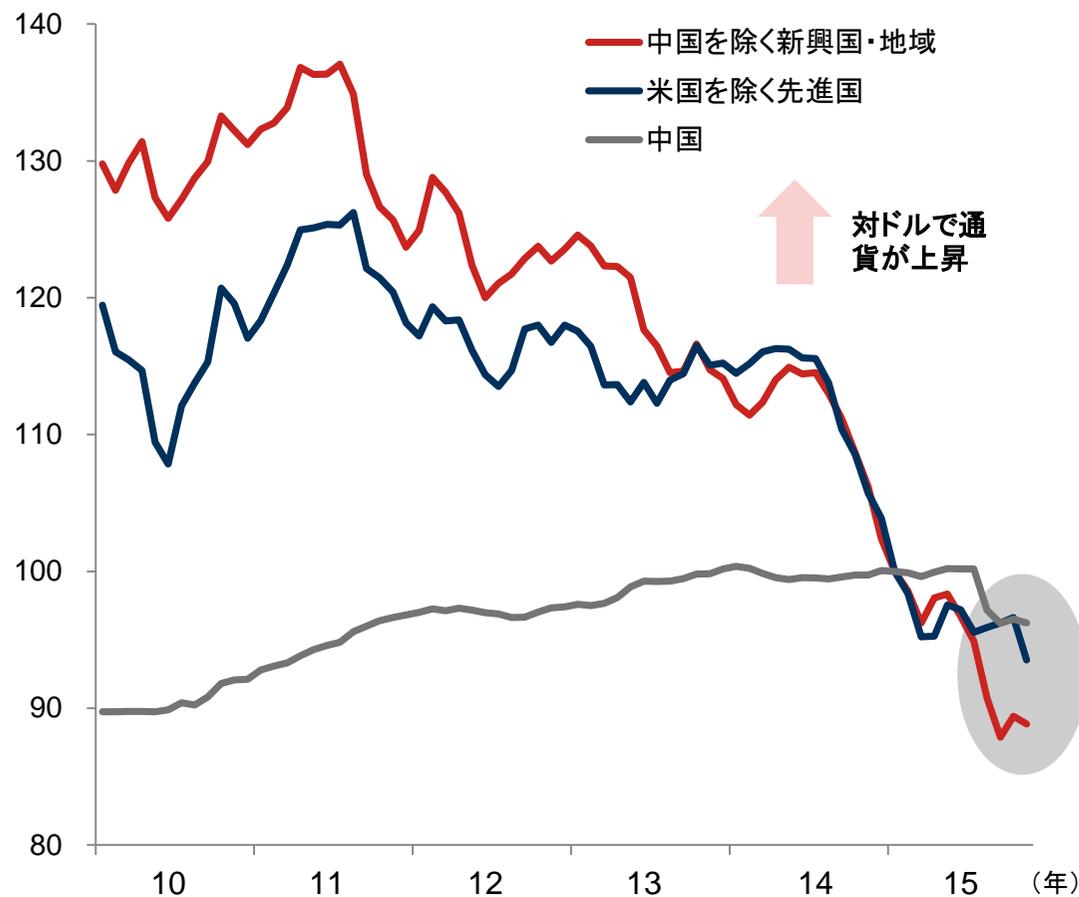
一方、日本銀行も、現行の量的質的緩和政策を継続するとみている。日本銀行は、インフレ期待を高めるために、年内にも株式ETFなどリスク資産の買い入れ額を増額すると予想する。

注：四半期ベースの期末データ。2015年末以降は野村による推計・予測。
出所：ECB、FRB、日本銀行および野村グループ

先進国・新興国を問わず、主要通貨が対ドルで大幅に下落

主要地域の対ドル為替レート

(2015年1月=100)



昨年は米国と他の先進国が金融政策面で全く異なった方向に向き始めたことが引き金となり、多くの先進国通貨が対ドルで大幅に下落した。

その一方で、米国の利上げが視野に入るなか、新興国通貨の多くも対ドルで減価した。また、資源国においては、一次産品の輸出価格の下落によって経常収支が悪化したことも通貨の対ドルでの更なる下落を誘発した。

先進国通貨の下落は一服しているものの、新興国では、通貨の下落傾向が続いている。今後は新興国通貨は徐々に落ち着きを取り戻すとみている。しかし、米国が短期の政策金利を頻繁に引き上げる場合は、新興国通貨の対ドル相場が想定以上に下落するリスクが出てくる点には注意が必要である。

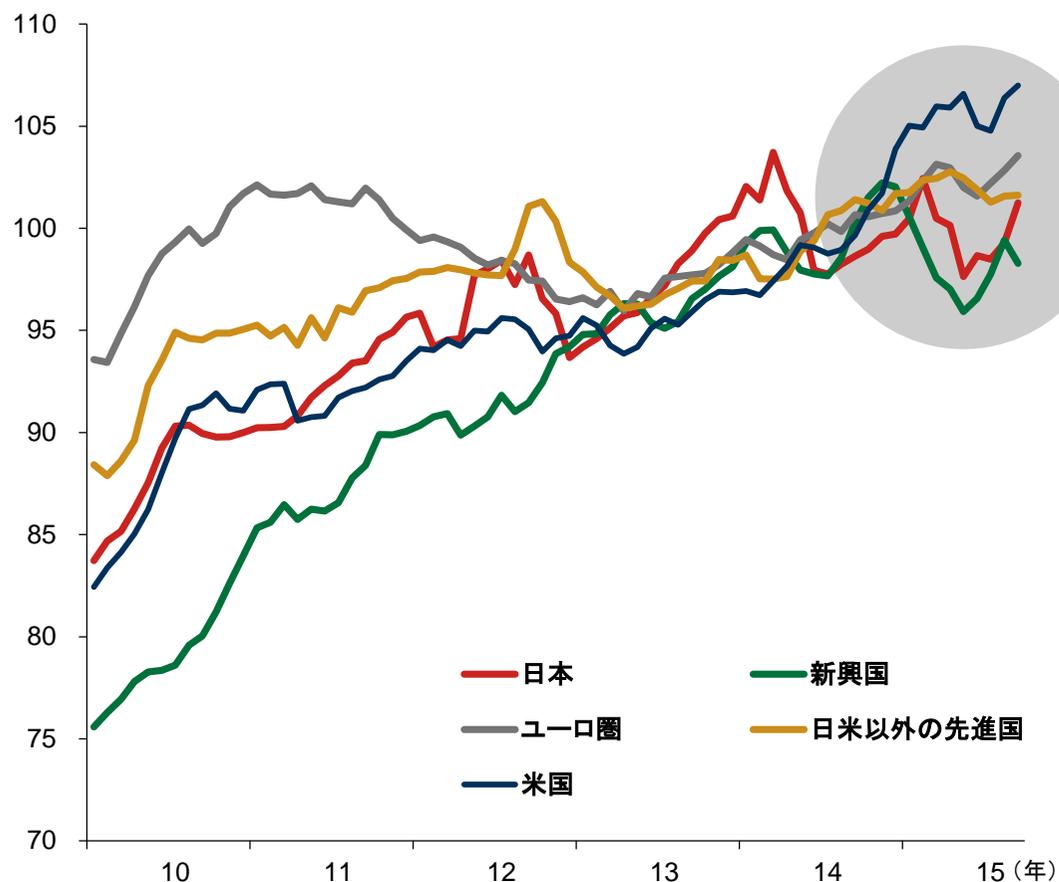
注：中国を除く新興国・地域は29ヶ国地域の対ドル為替レートをGDPIによって加重平均したもの。
米国を除く先進国は、9ヶ国のデータを同様に加重平均したもの。

出所：野村グループ

世界中で実質輸入が一時減少したが、直近では回復感が強まる

世界の主要地域における実質輸入

(2014年の平均値を100として指数化)



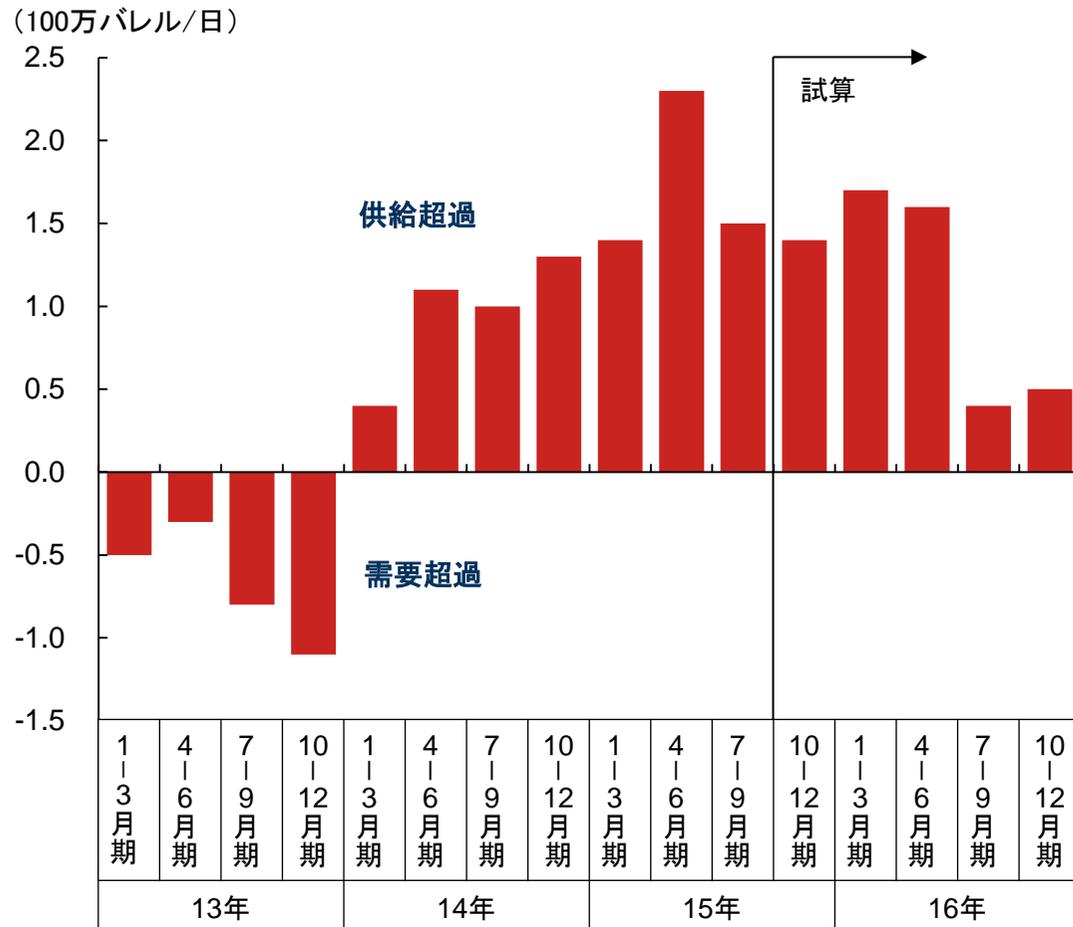
通貨安は、景気に対するプラス効果をもたらすことが多いが、ドル以外の多くの通貨が対ドルで下落したことで、世界経済は思ってもみない悪影響を被った。世界の貿易においては、ドル建てでの取引が圧倒的に多く、全体の8割程度に達するという見方もある。通貨安に面した国・経済は、ドル建てでの購買力が低下し、実質輸入が一時的に落ち込む現象がみられた。一方、ドル高に直面した米国経済も、製造業に悪影響が及んだ。

中国が一次産品の輸入を減らしたことも加わり、2015年4-6月期には世界全体の実質輸入が減少する事態に陥った。

しかし、世界経済が通貨安に慣れるにしたがって、事態は正常化に向かい、過去数ヶ月の間には、ほとんどの地域で実質輸入が再び増加に転じ、世界貿易は再び拡大軌道を進んでいる。

原油価格:短期的には下落余地。中長期的には上昇する公算が大きい

世界における原油の超過供給量推移



昨年の世界経済は、原油安によるプラス効果を楽しむことになった。原油安は欧米先進諸国における消費者の実質購買力を押し上げ、耐久消費財を軸とする民間消費の力強い拡大に貢献した。こうしたプラス効果は、少なくとも今年前半は継続する可能性が高い。

北海ブレント原油価格は、昨年12月下旬には1バレル30ドル台後半に低下した。この水準は、多くの海底油田やシェール油田による生産コストを下回るため、掘削などの新規投資は世界的に減少傾向にある。中期的には、これが原油供給の減少をもたらすことで、価格は緩やかに上昇するとみている。

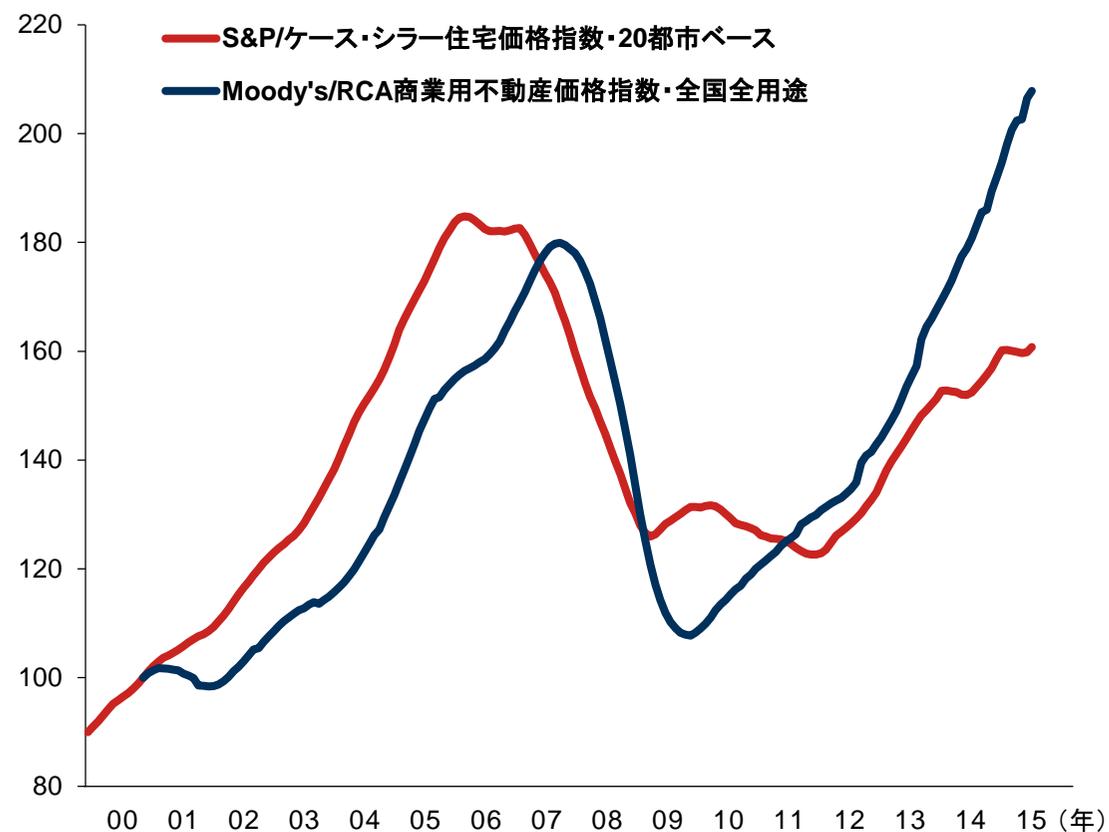
ただし、今年前半にはイランによる原油増産が視野に入ってくるため、原油価格の上昇傾向が明確となるのは年後半と予想する。これによって、中東やロシアなど産油国経済には恩恵が及ぼう。なお、米国による原油輸出が昨年末に解禁されたが、これは世界の原油需給に大きな影響を及ぼすものではなく、その原油価格への影響は限定的と判断している。

注：実績は、IEA(国際エネルギー機関)公表によるもの。試算はOPEC(石油輸出国機構)以外の原油生産と原油需要はIEA予想に基づく一方、イランを除くOPEC原油生産はIEA推定の7-9月期平均の水準で横這いとした。
 なお、イランが2016年1-3月期に日量50万バレル、4-6月期に更に日量20万バレル増産したとの前提を置いて算出した。
 出所：IEA、試算は野村グループ

米国経済は引き続き世界経済を牽引

米国：住宅地・商業地における不動産価格の推移

(2000年12月=100)



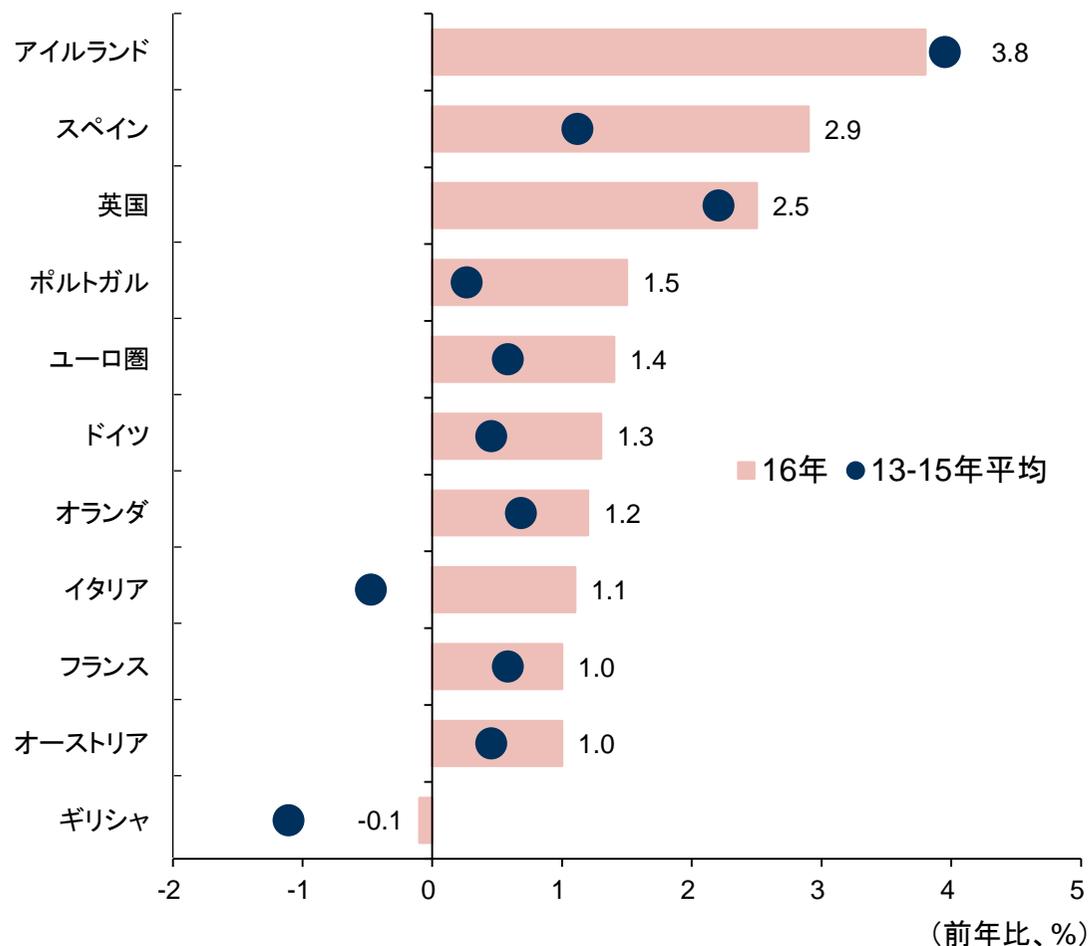
米国の潜在成長率は、米国の労働生産性や労働力人口の伸びの鈍化によって、従来の想定よりも低い1.5%程度まで低下したとみられる。これまで景気浮揚に貢献してきた金融政策が、正常化に向けて動き始めた点も成長率抑制要因となる。それでも、2016年は、民間消費が2.7%と比較的高い伸びを維持する一方、設備投資の伸びも4.4%に達し、米国は世界経済の牽引車としての役割を果たそう。

一方、米国の居住用・商業用不動産市場は堅調に推移している。居住用不動産価格は、上昇ペースを鈍化させてはいるものの、なお上昇基調を維持している。今後も、不動産価格の上昇は、資産効果を通じて民間消費の伸びに寄与する可能性が高い。

なお、一部の高利回り債投信が成績不振に陥ったことが懸念を呼んでいるが、問題となった投信は、格付けの低いエネルギー関連企業の社債への投資額が大きいことが影響した。この問題が金融システムや景気に悪影響を及ぼす可能性は低いとみている。

ユーロ圏経済はリスクを抱えながらも相対的な安定局面に

ユーロ圏諸国・英国の実質GDP成長率



ユーロ圏の景気は最悪期を脱して前進しつつある。ECBによる金融緩和でユーロ安がもたらされたことが、輸出に対してプラスに効いている。また、緊縮的な財政政策が景気に悪影響を及ぼす局面は終了し、財政政策が成長率の足を引っ張る状況は解消されつつある。2016年は、多くの国で成長率が、過去3年間における平均成長率を上回ると見込む。

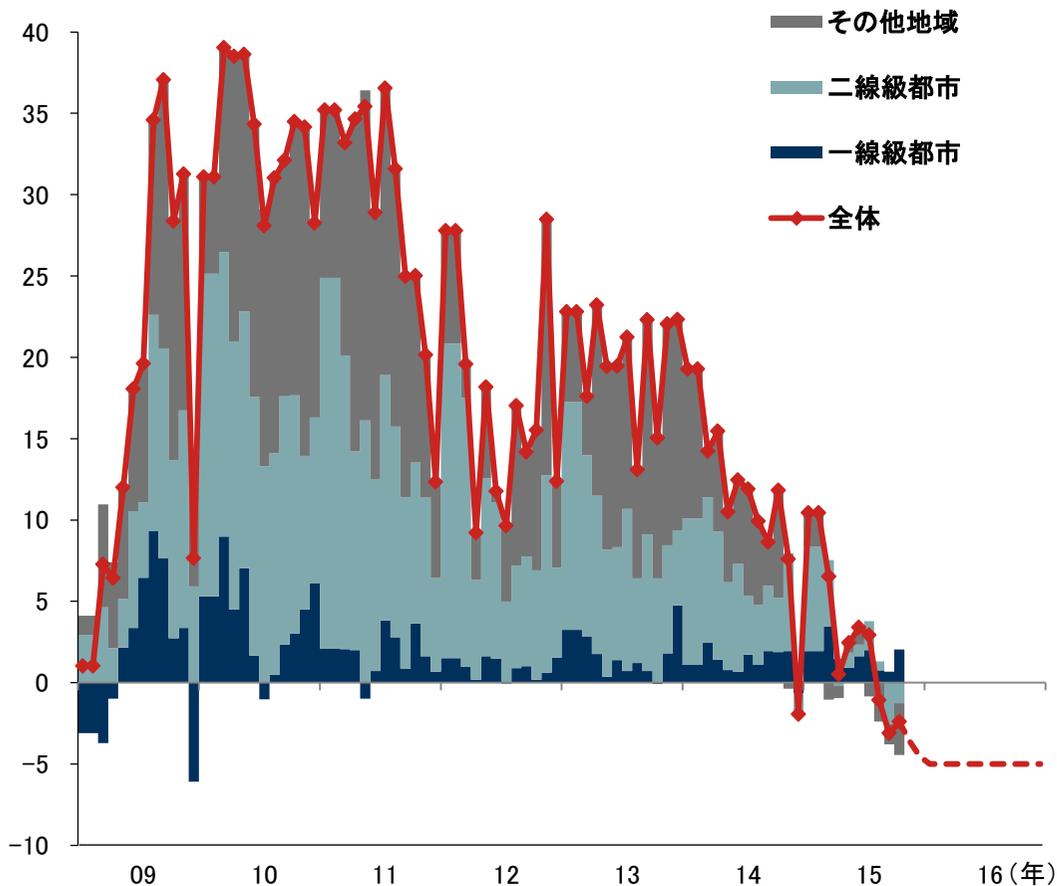
一方で、欧州域内における構造改革の動きはまだ十分とは言えない。南欧諸国を中心に、不良債権問題も残っている。この結果、域内での成長率格差はなお残り、デフレーション圧力は継続すると見込む。この点は、今後のECBによる更なる金融緩和を促す可能性があるだろう。

中期的には、欧州統合の既存の枠組みに対して懐疑的な見方が出てきている点が注目される。難民問題など解決が難しい問題も出てきている。今後の政治的な動きに注意を払っていく必要があるだろう。

中国では二線級以下の都市で不動産投資が減少

中国:不動産投資増加率の推移

(前年比、%)



中国経済は、ニューノーマル(新常态)に向けて移行しつつある。大規模な財政出動によって景気を長期的に支え続けることは容易ではなく、中国経済は、現在、投資主導経済から消費主導経済に向けての構造転換期を迎えている。

2016年の中国経済の鍵を握るのが不動産市場の動向である。不動産投資の規模は、GDPの2割弱に相当する。矢継ぎ早に実施された各種の規制緩和や金融緩和により、一線級都市での投資は増加トレンドに転換した。しかし、より規模の小さい都市は、過剰投資問題を抱えたままである。2016年には、不動産投資が前年比で5%減少するとみており、これが実質GDP成長率を6%弱の水準にまで押し下げる可能性が高い。

習近平政権は、第13次5か年計画(2016~2020年)期間中の平均成長率として6.5%以上を確保する方針を打ち出した。ただし、2016年は、金融・財政政策両面から大規模な対策が打ち出されない限り、6.5%の実質成長率を達成することは困難である。昨年同様、今年も中国の政策動向が注目される1年となる。

注：2015年11月以降は野村による予測。
出所：CEICデータベースおよび野村グループ

日本では、「体感物価」の上昇が民間消費を抑制

日本：実質小売売上高と体感物価上昇率



日本では、昨年、多くの専門家の予想を裏切って、民間消費の伸びが低迷した。民間消費の回復が限定的であった背景には、消費者が体感する物価が比較的大きく上昇したことがあるとみている。消費者が比較的頻繁に購入する食料品の上昇率に、企業が新商品を導入することで事実上の値上げをした部分を合わせて「体感物価上昇率」を算出してみると、直近では前年比3%を上回る水準で推移していた。コア消費者物価(生鮮食品を除く)の前年比での上昇率が直近でも0%近辺にあることとは対照的な結果であった。これが、消費者マインドの低下につながった可能性が高い。

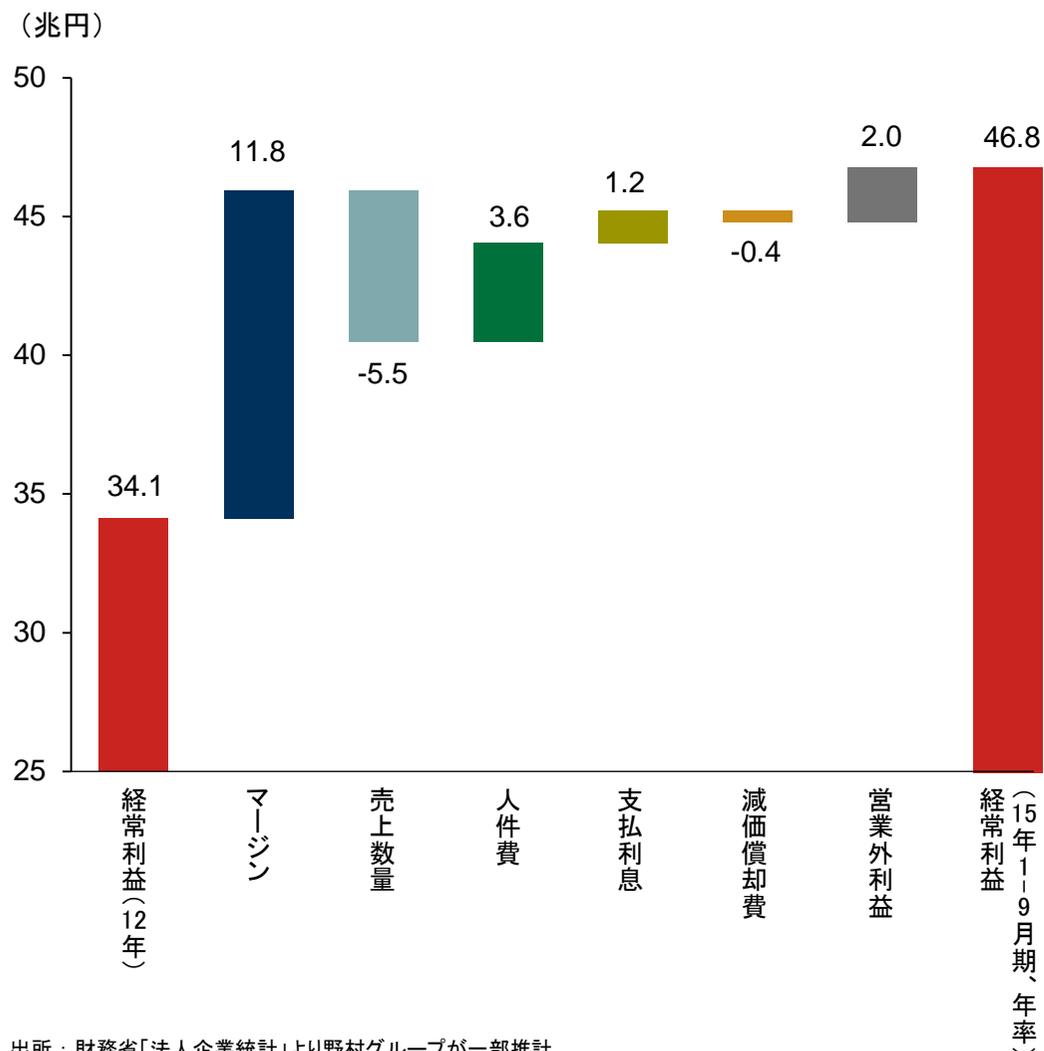
もっとも、今後については、食料品価格の引き上げは限定的とみており、体感物価上昇率は短期的に下落する可能性が高いと判断している。一方、2016年は、昨年を上回るベースアップが予想されるなど、所得環境の着実な改善が予想される。これらの点を考慮し、民間消費は実質ベースで緩やかに拡大していくと見込んでいる。

注：体感物価上昇率＝「食料品価格上昇率」＋（「一橋大学単価指数上昇率」－「一橋大学価格指数上昇率」）。
一橋大学単価指数は「新商品」を含む価格指数。一橋大学価格指数は「新商品」を含まないベースの価格指数。
共にたばこを除くベース。食料品価格は、コアCPIに含まれるベース。消費増税の影響を除く。

出所：経済産業省、総務省、SRI一橋大学消費者購買指数、野村グループ

非製造業の利益が、アベノミクス開始以降大きく改善

日本：アベノミクス開始以降の非製造業の経常利益増加額内訳



アベノミクス開始以降、非製造業のマージンは大きく改善し、経常利益が過去最高水準を更新するうえでの原動力となった。法人企業統計で非製造業における国内部門の経常利益をみると、アベノミクス開始前の2012年には34.1兆円であったのが、2015年1-9月期には年率で46.8兆円にまで増加した。

業種別にみると、建設業や不動産業、狭義のサービス業など、人手不足が大きな問題になっている業種において利益の改善が著しい。この点は、供給制約によって非製造業企業が価格設定力を強化していることを示している。

労働力不足は今後さらに深刻化すると見込まれるが、増加した利益を活かして着実に設備投資を増やすことができれば、日本経済の供給力の強化を通じて、日本経済の成長力強化につながっていく。

日本の輸出は緩やかに増加し、企業収益を後押ししよう

日本: 実質輸出の推移

(2014年 = 100)



一方、製造業でも、法人企業統計でみた経常利益が過去最高水準に近づいている。今後についても、輸出の増加が業況をサポートする展開を見込む。振り返ってみると、実質輸出は2014年秋以降に一旦拡大した後、2015年4-6月期に下落し、7-9月期からは再び拡大基調に転じている。

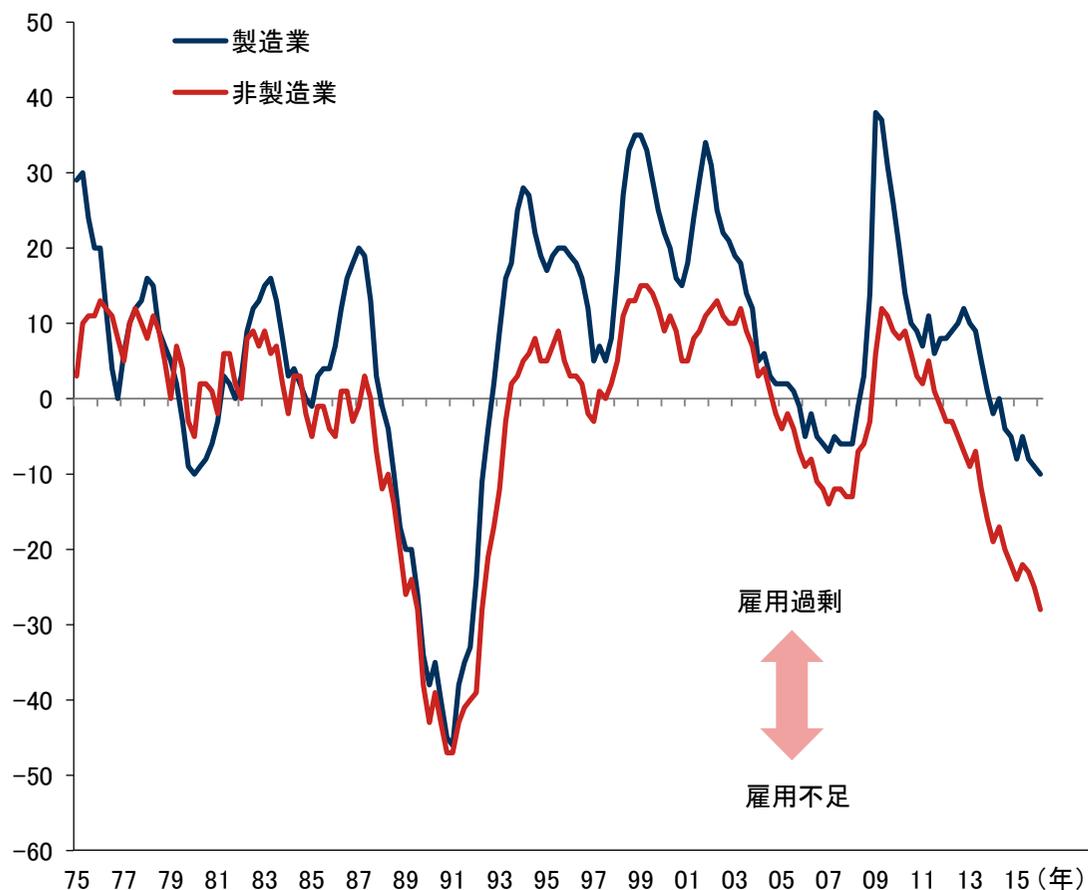
今後については、外部環境が緩やかに改善すると見込まれる点が重要である。ドル円レートも、日米の金融政策が逆方向に動くことを主因に、2016年末に1ドル=130円に達するとみられることから、輸出を後押しする役割を果たそう。全体としては、実質輸出は緩やかな改善傾向を維持すると見込んでいる。

当社アナリストの予想によると、製造業・非製造業企業を共に含む、ラッセル野村大型株指数(除く金融)構成銘柄の経常利益増益率は、2015年度に前年度比13.5%となった後、2016年度も8.0%という比較的高い伸びを確保する見込みである。

労働力不足への対応がより重要な課題に

日本：日銀短観調査でみた業種別の雇用人員判断DI(全規模)

(「過剰」-「不足」、DI)



注：最終データは2015年12月時点での「先行き」。
出所：日本銀行、野村グループ

日本の失業率は昨年10月に3.1%という、1995年7月以来の低い水準を記録した。日銀短観調査による雇用人員判断DIをみても、労働力不足に直面している企業の多さが目立っており、特に非製造業における人手不足は深刻な問題になりつつある。

景気の緩やかな拡大が見込まれるなかでの今後の日本経済の最大の課題は、労働力不足に起因する供給制約の問題にしっかり対処していくことであろう。多くの企業は人手不足の問題に直面しているが、労働力の増加が限られる中でも、生産性を向上させ、所得から消費・投資への好循環を目指していく必要がある。

生産性を向上させる潜在力を有する新たなテクノロジーとしては、人工知能やIoT(Internet of Things: モノ、コトのインターネット)などが注目されている。失業率の高い国々ではこうしたテクノロジーの活用には社会的な反発も予想されるものの、人手不足に悩む日本では、その活用はむしろ歓迎されよう。今後の積極的な活用による生産性の向上が望まれる。

成長力強化が今後の日本経済の鍵に

期待される今後の取り組み

「一億総活躍社会」の実現に向けての「新・三本の矢」の着実な遂行

規制改革のさらなる推進

TPPをはじめ、日中韓FTAやRCEP(東アジア地域包括経済連携)、日欧EPAなどの経済連携協定の積極的推進

流動性の高い労働市場に向けての諸改革の実施

外国人人材のいっそうの受け入れ

法人実効税率の、多くのアジア諸国(25%)並みへの引き下げ

生産性拡大に向けての法・規制の整備

- IoT(Internet of Things:モノ、コトのインターネット)についての
所有権やプライバシーの扱いを含む規制・制度の整備
- 通信・インターネットの次世代規格や高速通信環境の整備

財政再建に向けての着実な取り組み

アベノミクスによる、異次元の金融緩和、積極財政、成長戦略は、日本経済がデフレから脱却するうえで重要な役割を果たした。これに続く、アベノミクスの「新・三本の矢」では、「一億総活躍社会」の実現に向けて、600兆円の名目GDP、出生率1.8、介護離職ゼロが目指されることになった。これは、これまでの短期的なアベノミクスの成功の上に立ち、日本経済が抱える中長期的な課題に真正面から取り組むものと言えよう。

中長期的な視点で日本の成長力を強化するためには、流動性の高い労働市場を目指す諸改革の実施や、外国人人材のいっそうの受け入れも重要であろう。IoTや人工知能などの新たなテクノロジーの積極的な活用を可能にする環境整備にも期待したい。こうした政策が着実に実行されれば企業経営者の先行きに対する自信が深まり、設備投資の増加や賃上げを通じた好循環へとつながっていく可能性が高まる。

成長力強化という課題に対して、政府や企業がどのように対応していくかが、今後の日本経済の行方を左右する鍵となる。

Biography

NOMURA GLOBAL ECONOMICS



木下 智夫
チーフエコノミスト

木下智夫は、野村證券のチーフエコノミストとして、東京において、日本経済をはじめとする内外の経済・金融情勢の調査に携わっています。金融・財政政策、競争力、企業行動など様々な専門領域にわたるグローバルな視点からの日本経済の分析を強みとしています。特に、15年にわたるアジア経済調査の経験を生かした、パン・アジア的な視点からの経済分析に力を入れています。経済予測の精度には定評があり、ファイナンシャルタイムズ紙その他の欧米メディアや日本経済新聞、NHKなど日本のメディアを通じても積極的に意見を発信しています。

木下智夫は、1987年に野村総合研究所に入社して以来、継続的に調査研究活動を行ってきました。1990～1993年、1996～1997年には、野村総合研究所アメリカのワシントン支店において、米国の政治および金融・経済・貿易・財政政策に関する調査にあたりました。1993年からの3年間は同研究所を休職し、米国のノース

ウェスタン大学経済学部大学院に就学し、経済学修士号を所得しました。その間の1995年には、世界銀行(国際復興開発銀行)のワシントン本部にて、金融セクター開発局のコンサルタントとして勤務しました。

1997年より東京でアジア経済の調査を開始しました。2000年からはアジア経済研究室長として、アジア経済全域を担当しました。2002年に野村総合研究所シンガポールに異動後、2004年には野村證券に転籍し、野村シンガポール(野村證券の現地子会社)におけるアジア経済調査責任者となりました。2005年には野村のアジア担当チーフエコノミストに任命されましたが、2007年には野村香港にて中国担当エコノミストを兼ねたアジア担当チーフエコノミストに就任しました。旧リーマンブラザーズのアジア部門との統合により、2009年初めからアジア経済調査デピュティ・ヘッドに就任しましたが、2012年夏より東京において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作成したものではありません。この資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社は、その正確性および完全性に関して責任を負う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。この資料のいかなる部分も一切の権利は当社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わない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

当資料は、2016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。