

NOMURA

Connecting Markets East & West

世界の中の日本

情報技術革新と日本経済変革の時代

January 2018



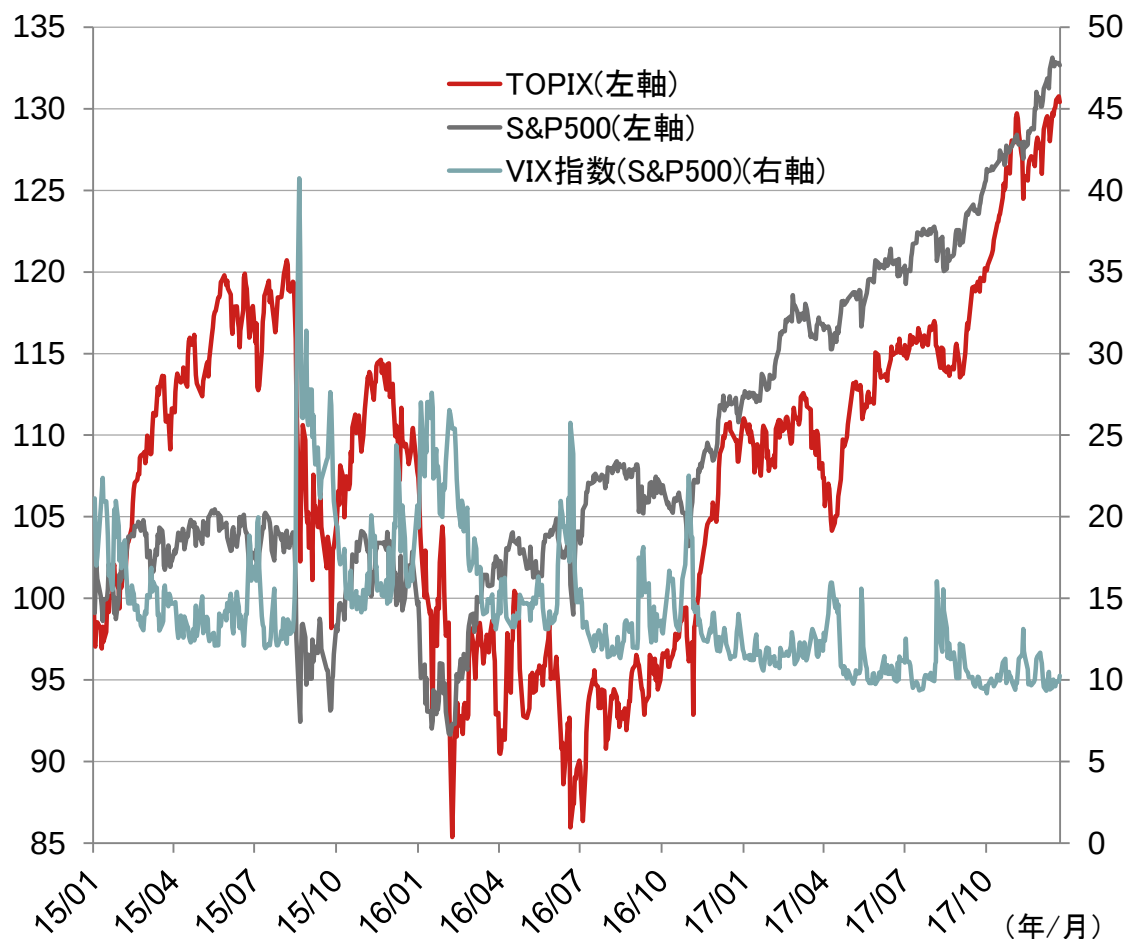
世界の中の日本

情報技術革新と日本経済変革の時代

世界的株高の年となった2017年	1
株高の中で進む「謎」と「適温経済」	2
世界的低金利継続の背景	3
情報技術革新が金利、株価に与える影響	4
2018年世界経済見通しの概要	5
良好な世界経済に支えられ景気回復は戦後最長へ	6
情報技術活用による省力化、効率化投資も景気下支え	7
人手不足の下での賃金上昇率抑制	8
物価安定目標達成は依然として困難	9
くすぶる正常化観測と金融政策の今後	10
安倍政権5年間の成果	11
日本経済活性化への残された課題	12
「人づくり革命」に必要な視点	13

日米の株価指数と株価変動率

(2015年年初=100)

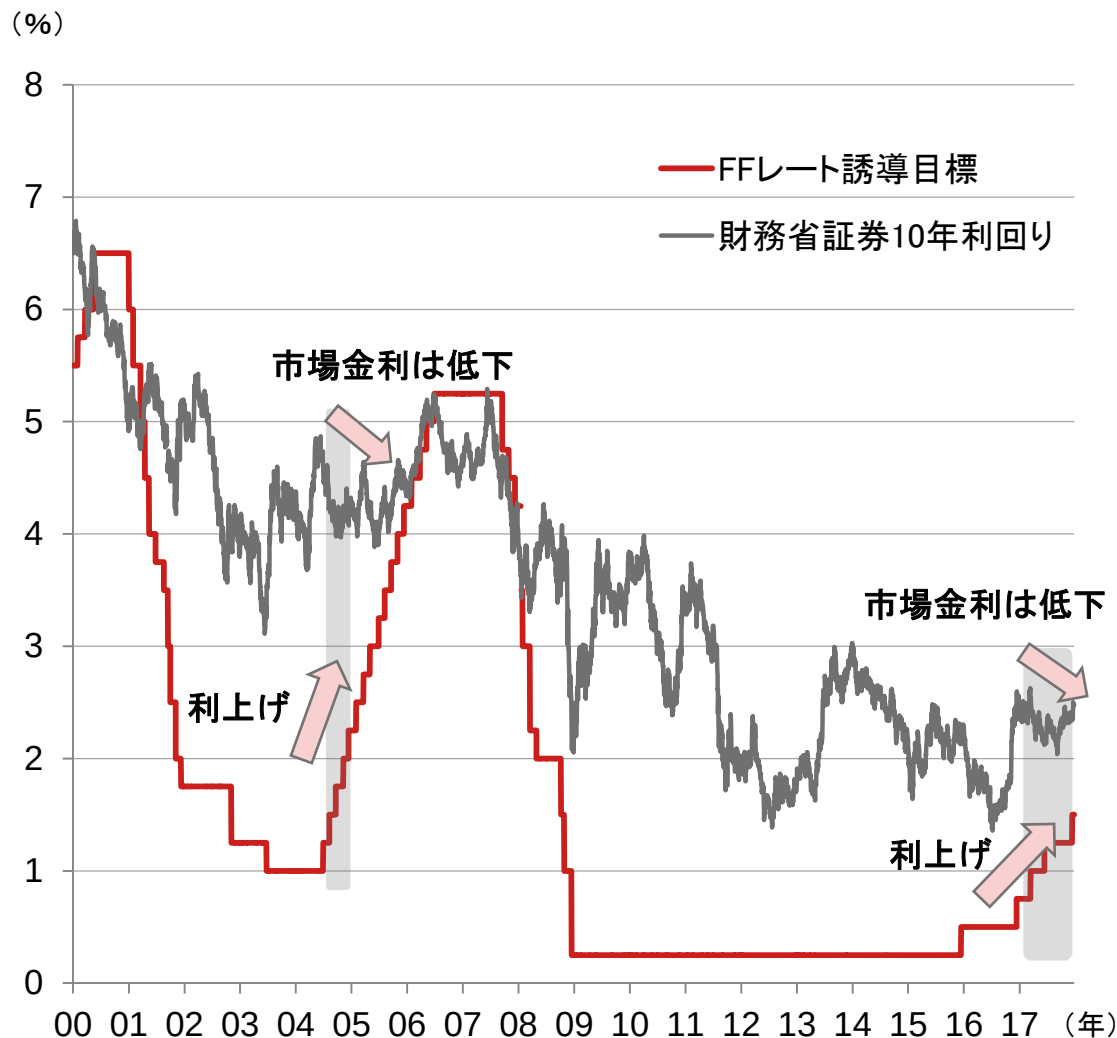


2017年は、世界的な株高が実現した1年であったと総括できる。

先行して高値更新を続けた米国株に続き、日本株も秋以降、バブル崩壊後の高値を更新した。

一方で、市場変動率(ボラティリティ)は株高と連動して低下している。

グリーンスパン・コナンドラム・アゲイン？



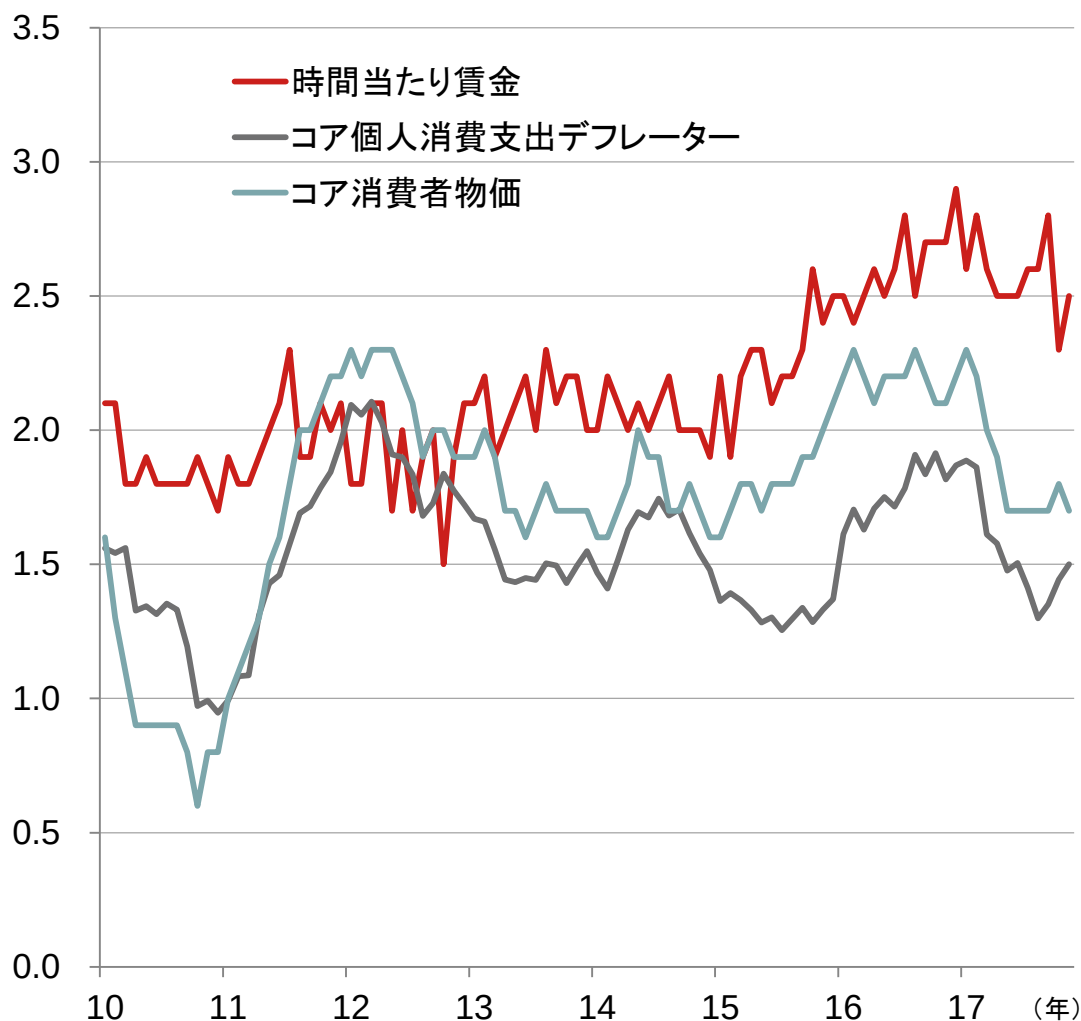
世界的景気拡大、金利上昇の流れに支えられた円安→企業業績拡大期待が株高の背景かと言えば、様相は異なっている。

米FRBを筆頭に主要国の中央銀行が金融政策の正常化を模索しはじめる一方で、市場金利の上昇が抑制される「謎(コナンドラム)」が再来している。

「謎」の直接的な原因は、景気拡大と低インフレが継続する、「適温経済」と呼ばれる状況にあると考えられる。すなわち、景気拡大、とりわけその中で実現している雇用の拡大・逼迫に対応して中央銀行が利上げを推し進める一方、低インフレの持続が市場金利の上昇を抑制していることが、「謎」の背景となっている可能性があると考えられるからである。

米国の賃金、インフレ指標

(前年比、%)



「謎」の本質は、長期間にわたる景気拡大によってもたらされる労働需給の逼迫、人手不足感の台頭の下で、賃金上昇率、インフレ率が低迷を続けている点にある。

情報技術革新により、労働が技術によって代替される傾向が強まっていることが、人手不足の下で賃金上昇率やインフレ率が抑制されている一つの原因と考えられる。

米国事業法人の資金調達、投資額(2008年9月-2017年6月)

非金融資産残高の増加

+4.7兆ドル

負債残高の増加

+6.2兆ドル

株式純調達額(▲は自社株消却)

▲13.1兆ドル

純資産(≡時価総額)増加額

+6.0兆ドル

情報技術革新の加速は、企業の設備単価の引き下げや設備更新スピードの加速を通じて、設備ストックの積み上がりを抑制している。同時に、企業の資金調達需要を抑えながら、低金利が持続しやすい環境を生み出していると考えられる。

低金利に対応し、企業は余剰資金の株主還元加速を通じて負債・資本比率を引き上げており、これが株高持続の原動力となっている可能性がある。

「適温経済」の下、「謎」とされる低金利の持続が株高を支える図式が成り立っていると考えられる。

主要国・地域の実質GDP成長率、消費者物価上昇率予測

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
全世界	3.8	3.9	3.6	2.6	3.0	2.8
先進国	2.3	2.3	1.9	1.7	1.8	1.8
日本	1.8	1.3	0.7	0.5	1.0	0.5
米国	2.3	2.7	2.3	2.1	2.2	2.1
ユーロ圏	2.3	2.4	1.8	1.5	1.5	1.8
新興国	4.9	5.1	4.9	3.3	3.8	3.5
中国	6.8	6.4	6.1	1.5	2.4	2.0

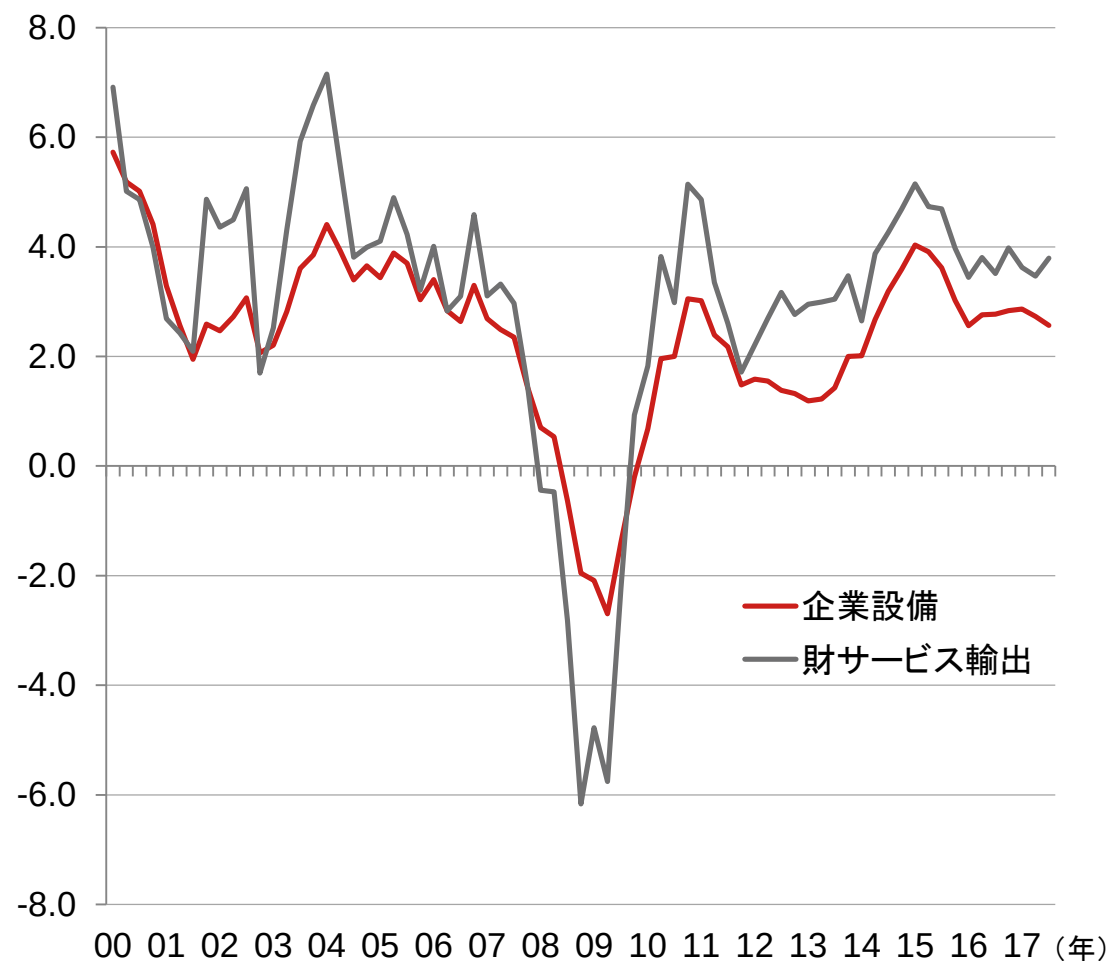
2018年の世界経済は、17年同様3%台後半の経済成長を維持すると野村では予想する。世界経済の堅調さに支えられ、17年に比べるとやや減速するものの日本経済もゼロ%台後半とみられる潜在成長率を上回る経済成長を維持していくと予想される。

中国経済は、17年10月の共産党全国大会に向けた政策効果の剥落により緩やかに減速すると見込まれる。従来より懸念されている、不動産、株式市場の過熱とその調整に起因する金融不安定化のリスクには警戒が必要だが、習近平政権の政策運営能力が高まっていることから、実体経済、金融の不安定化は回避されるとみている。

好調な米国、ユーロ圏等先進地域の経済成長は2017年に比べ加速する可能性が高いとみている。過去、経済の重石となっていた欧州の財政問題が安定化してきていること、閣僚任命が遅れ政策の前進に疑問がもたれていたトランプ政権が減税をはじめとする主要政策を具体化させはじめていること、などが経済の拡大を持続させる原動力となろう。

米国の企業設備投資と実質輸出（GDPベース）

（前年比、％）



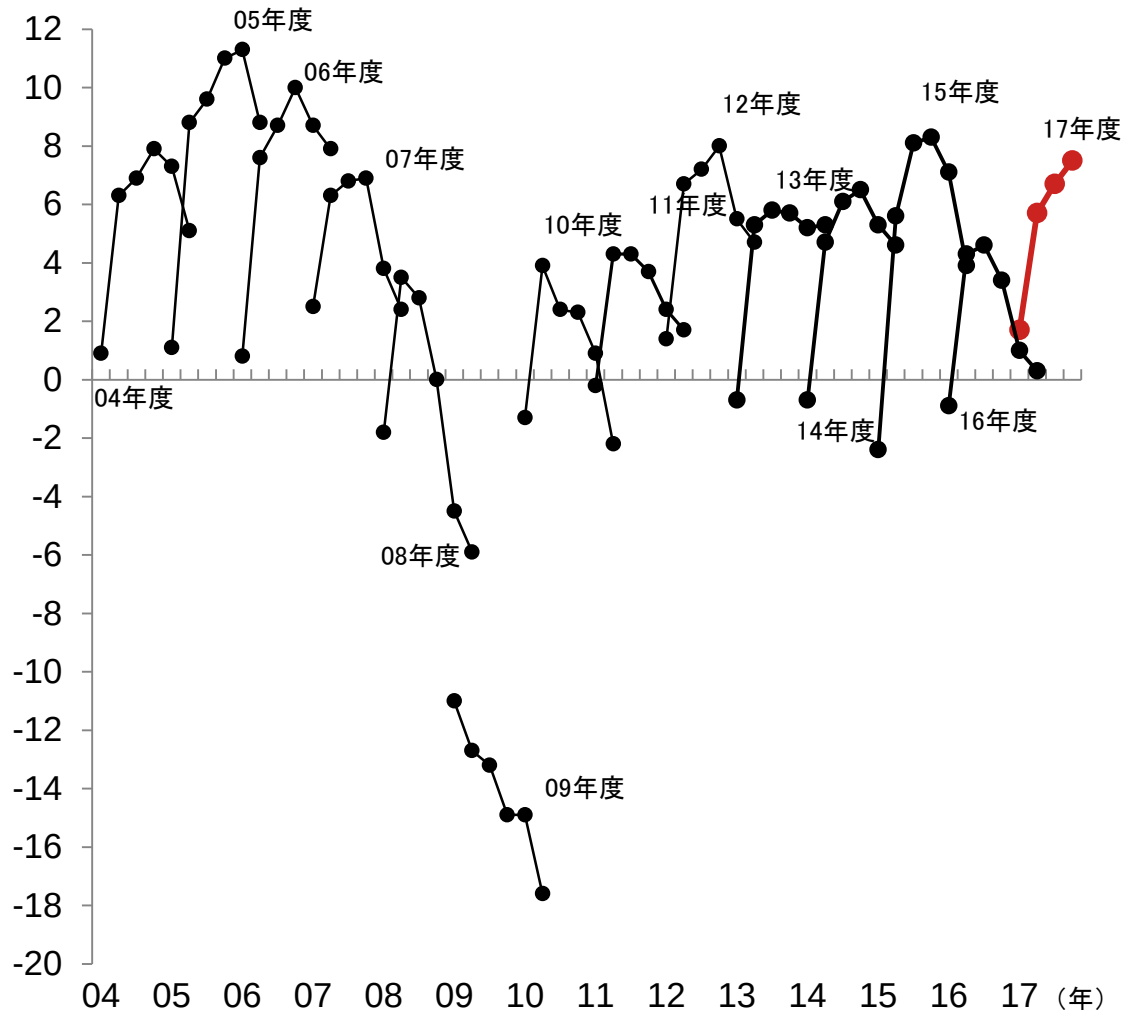
主に中国を起点として2016年の半ばからスタートした世界経済の回復は、米国、ユーロ圏など先進地域の設備投資の加速に繋がりは始めている。

設備投資加速によって米国、ユーロ圏の生産活動には加速感が生じている。世界経済の持ち直しは長期化の様相を帯びており、これと連動して、日本の外需の持ち直しも長期化が期待できる。

2002年1月を底として73ヶ月間持続した「いざなぎ景気」を抜き、戦後最長の景気回復局面が実現する可能性は高いと考えられる。

日銀短観設備投資計画（土地を除きソフトウェア含む）

（前年度比％）



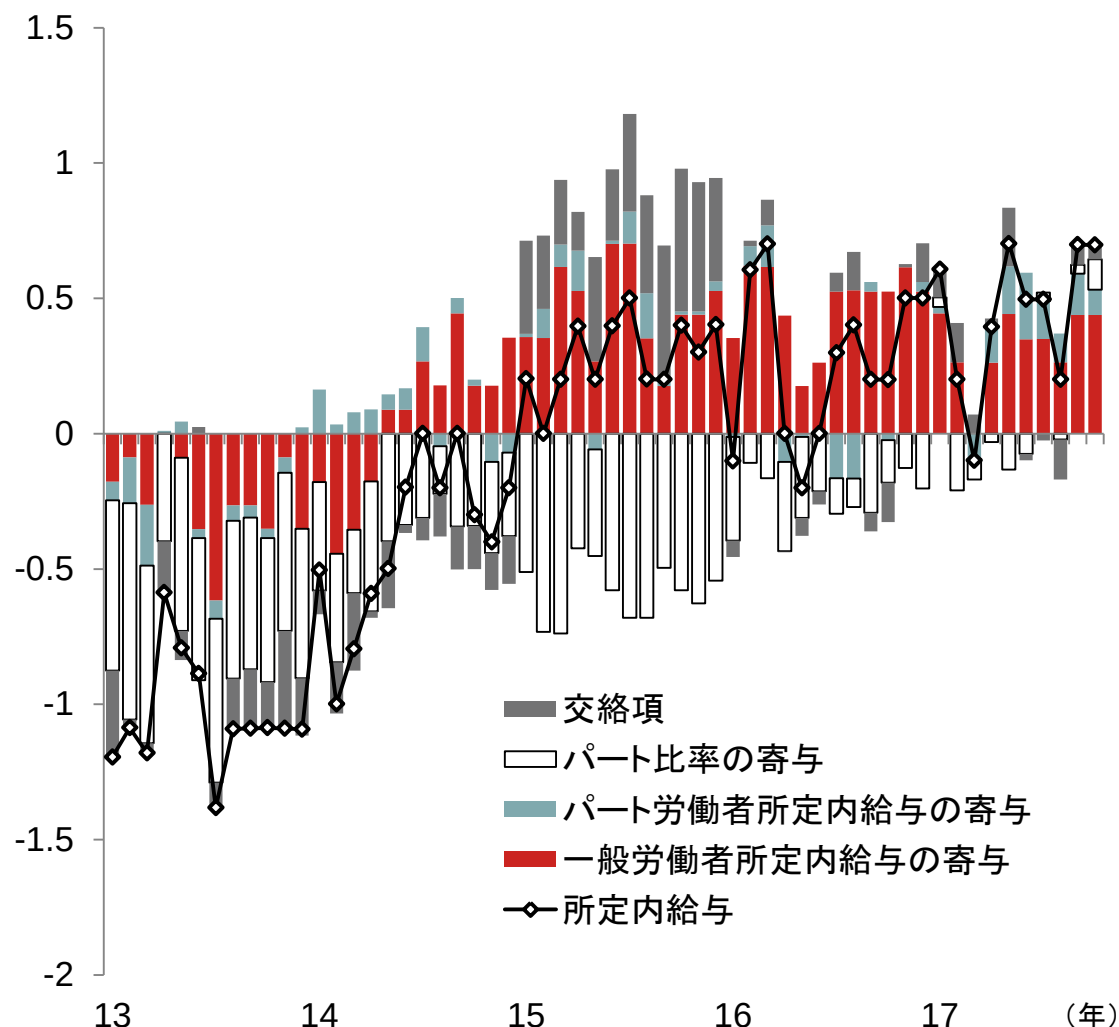
堅調な外需は、日本企業の設備投資意欲を刺激している。

加えて、少子高齢化を一因とする空前の人手不足が、省力化、効率化によって利益率を改善させようという動機を強め、国内企業の設備投資意欲を高めている様子が窺われる。

省力化、効率化投資のニーズが強いことは、機械設備以上にソフトウェアに対する投資意欲が強めに現れる傾向となって確認されている。

一人当所定内給与の推移

(前年同月比、%)

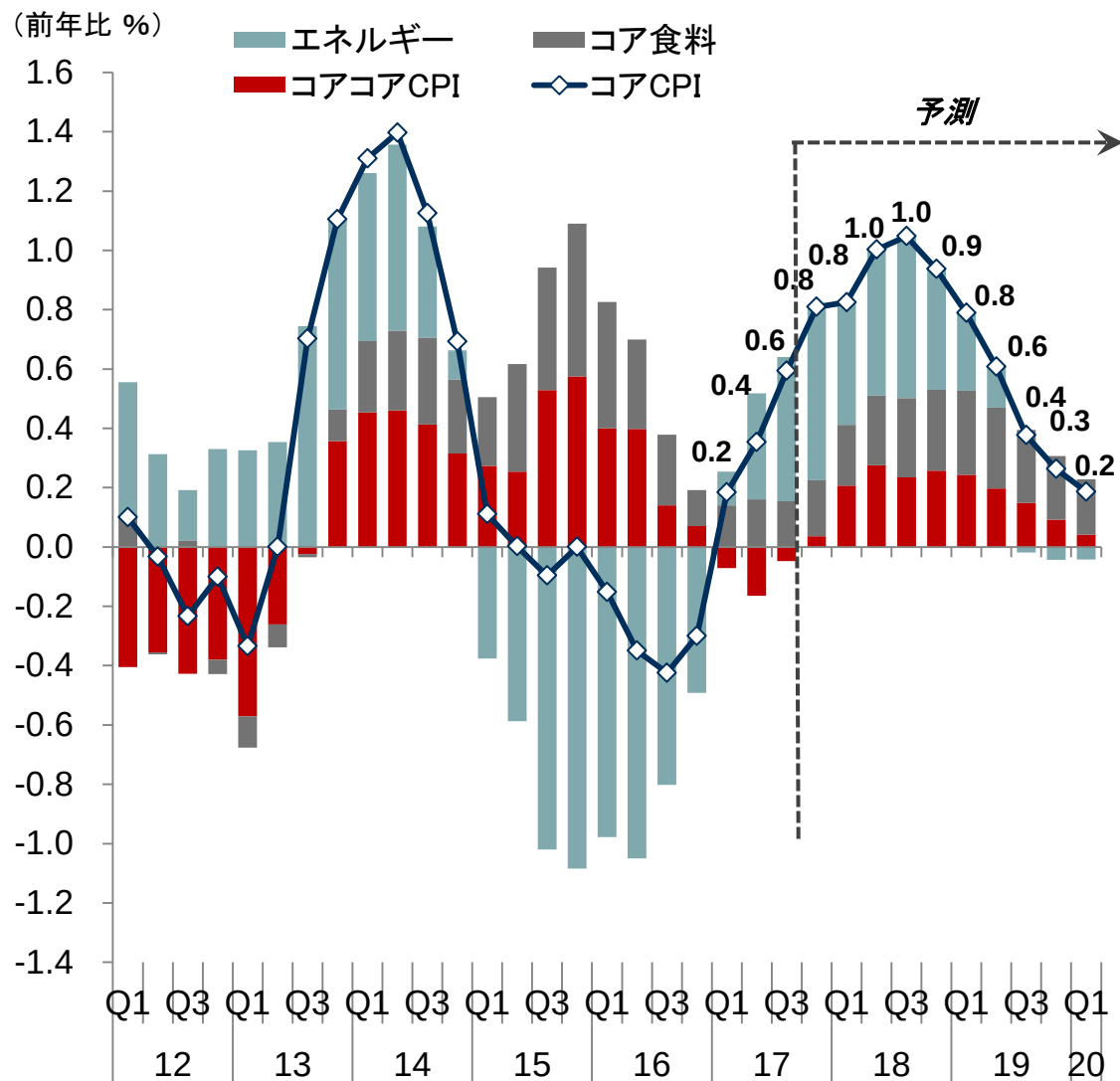


一方で、人手不足感の台頭にもかかわらず賃金上昇率が抑制される傾向は、国内においても持続している。

皮肉にも、省力化、効率化に資する情報通信関連技術の進歩が、人手不足下での賃金上昇率抑制をもたらしている側面も指摘できる。

家計所得の加速から消費の加速へとつながる好循環の実現には至らない状況が続く可能性が高い。

コアCPI予測と寄与度分解

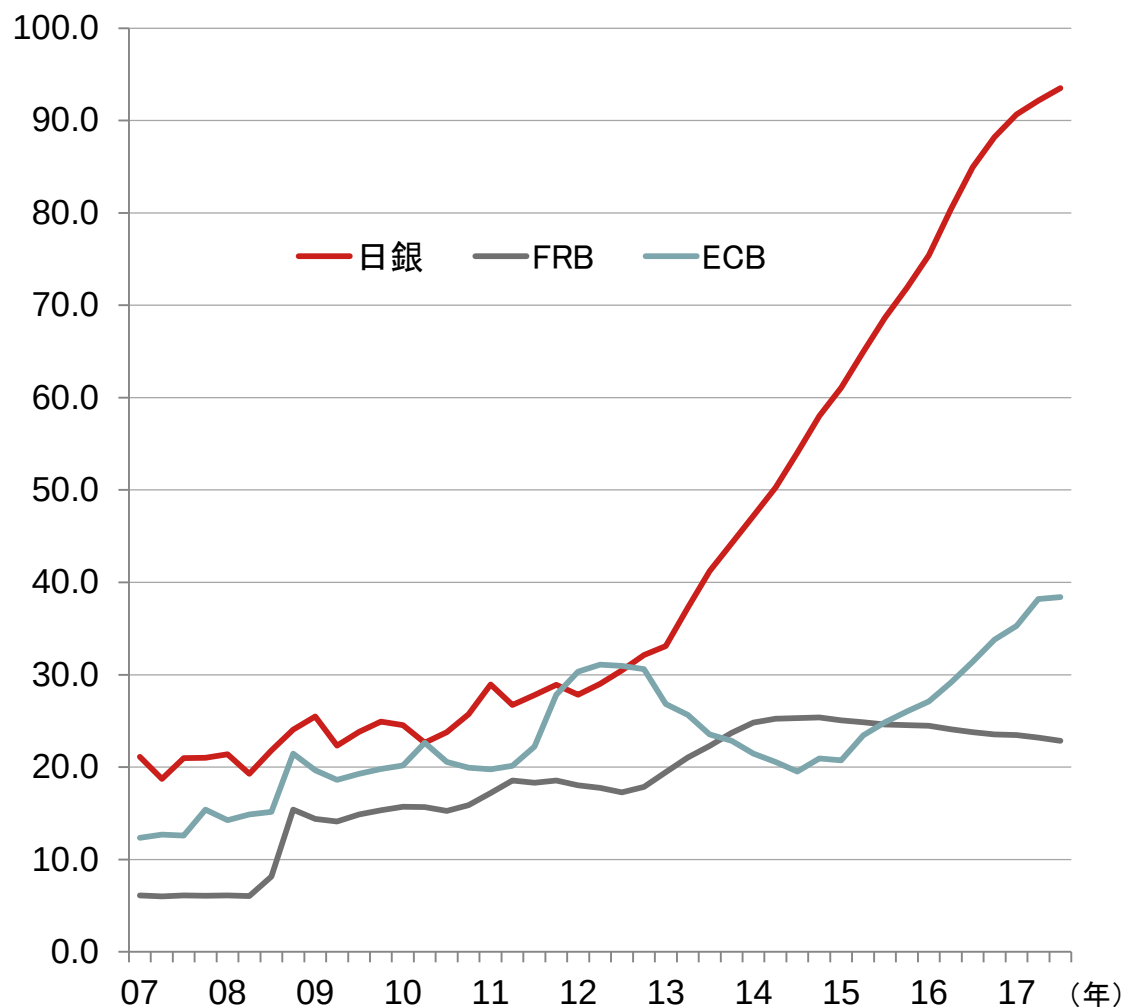


家計消費需要の脆弱さは、企業の価格決定力を弱め、インフレ率の加速を妨げている。

海外での資源市況の上昇や円安など、2016年末以降物価押し上げに寄与してきた要因が一巡する2018年後半以降は、国内のインフレ圧力は再び低下に向かう可能性が高い。

主要3中央銀行の総資産残高

(対名目GDP比、%)

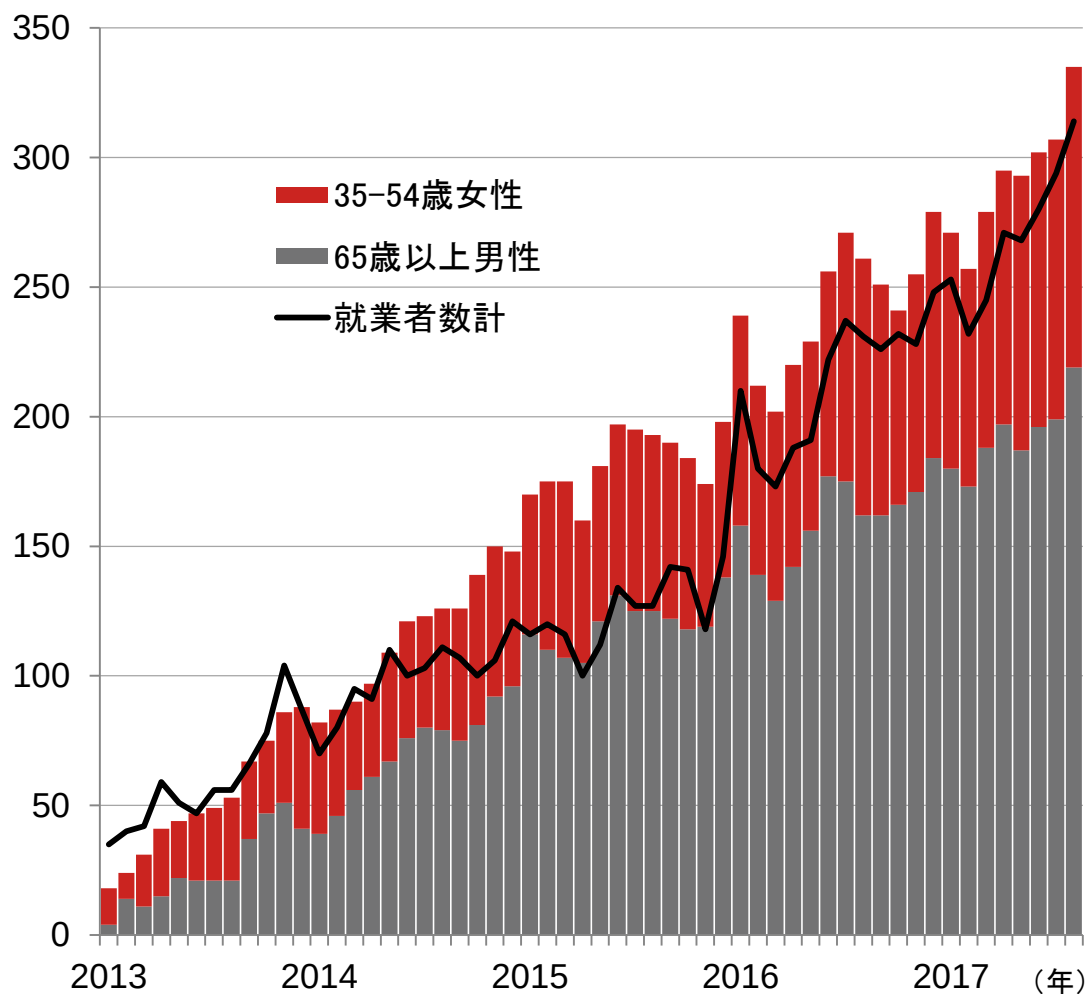


世界的な金融政策正常化の流れの下、日本銀行がこれまで続けてきた大胆な金融緩和策も正常化に向かうのではないかとその思惑が高まっている。

しかし、2%の物価安定目標の達成というかたちでの完全な脱デフレが展望できない下での早期政策正常化は、円高リスクの再燃に繋がることもあり、政府、日銀としては踏み切りにくい選択であろう。

12年末以降の就業者数の累積増加数とその内訳

(2012年末以降の累積、万人)



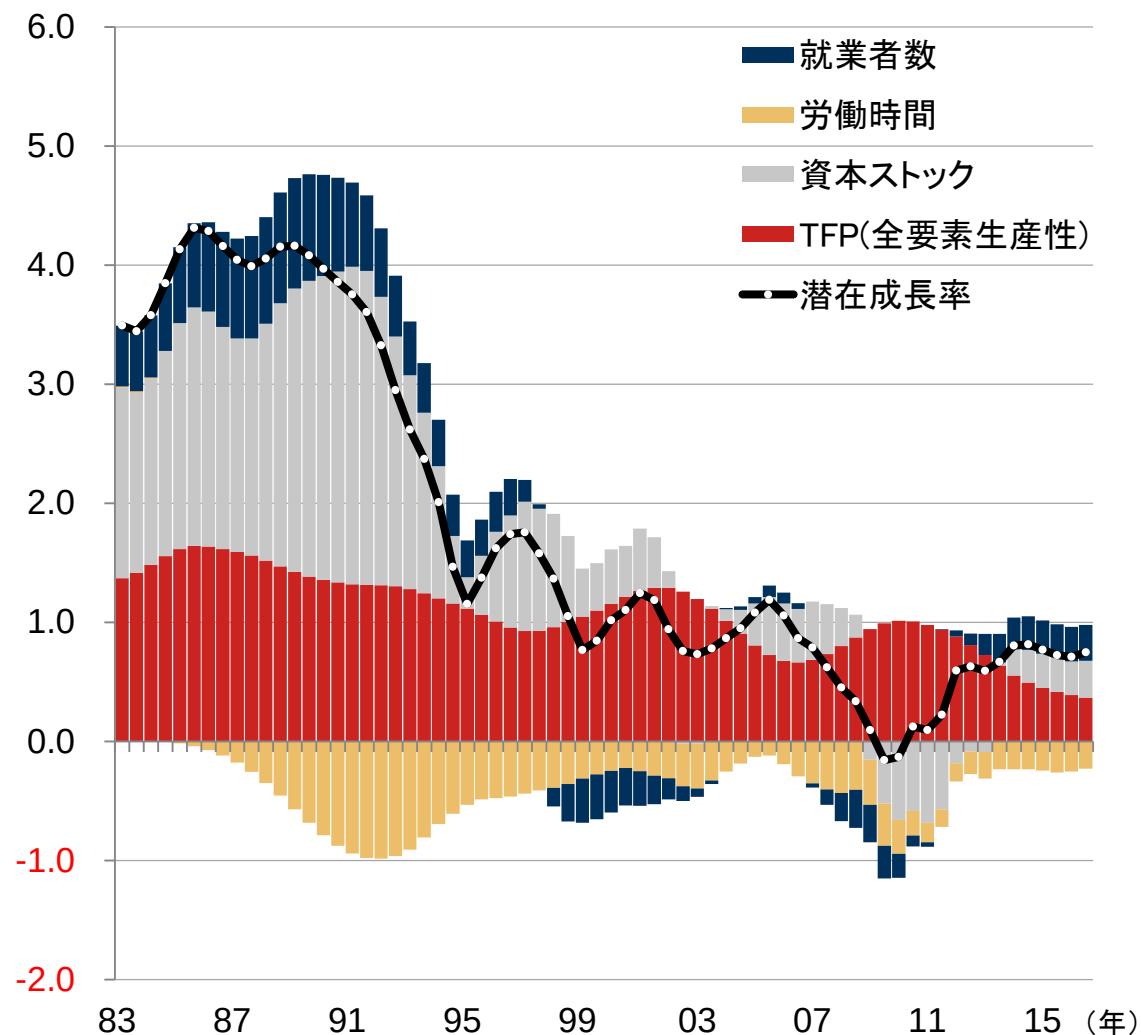
着実な景気持ち直しを実現させ、それを特に国内における雇用拡大に結び付けた点は、政府と日本銀行のこれまでの政策の大きな成果である。

一方、新たに生み出した雇用の中身が女性と高齢者に偏り、また、パートタイマー等、待遇が必ずしも高くない雇用に偏在していたとの問題も指摘できる。

質の高い雇用の拡大が必ずしも実現できなかった点に、日本経済の次の課題が見えてくると考える。

日本経済の潜在成長率とその要因分解

(前年比、%)



相応の需要と雇用の拡大を実現しながら、むしろ雇用の質の低下が並行して生じた背景には、生産性の向上が実現できなかったという問題が浮き彫りになる。

女性と高齢者の労働参加率が国際的にみても遜色ないレベルまで上昇し、労働供給の制約に直面する可能性があらためて高まることを踏まえると、生産性拡大による潜在成長率の向上は急務であろう。

人的資本と物的資本の国際比較

購買力平価ベース 2005年基準米ドル	総額(兆ドル)		1人当たり(万ドル)		人的資本／ 物的資本 (倍)
	人的資本	物的資本	人的資本	物的資本	
日本	33.7	20.7	26.6	16.3	1.6
米国	99.6	35.5	32.1	11.5	2.8
ドイツ	24.6	9.9	29.9	12.0	2.5
フランス	19.1	7.3	30.4	11.6	2.6
英国	19.1	6.2	30.8	10.1	3.1
中国	13.4	11.7	1.0	0.9	1.1
韓国	5.5	3.5	11.4	7.3	1.6
シンガポール	0.9	0.5	17.8	9.1	2.0

生産性を抜本的に引き上げる意味で、現在、政府が取り組もうとしている「人づくり革命」は重要なポイントとなる。

ただ、真に必要なのは既存の教育システム利用のコストを政府から家計への所得移転を通じて引き下げるだけでなく、情報技術革新という、ともすれば「仕事を奪う」性質を有する技術進歩の下でより高い生涯所得を得られるような良質な雇用とそれに応え得る人材を生み出していくことであろう。

このような人材投資を通じて、生産性と所得を押し上げていくことが、高齢化と人口減少、さらには「仕事を奪う」とされる技術革新の下で、日本経済が成長を加速させ生産能力を引き上げていくカギとなろう。

**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年間は野村證券債券部(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年に野村證券に転籍後、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

本資料の作成日：2017年12月29日

当資料は、2018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



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(273.4kWh)はすべてグリーン電力を使用しています。