

NOMURA

Connecting Markets East & West

世界の中の日本

「アジアの世紀」への不安と期待

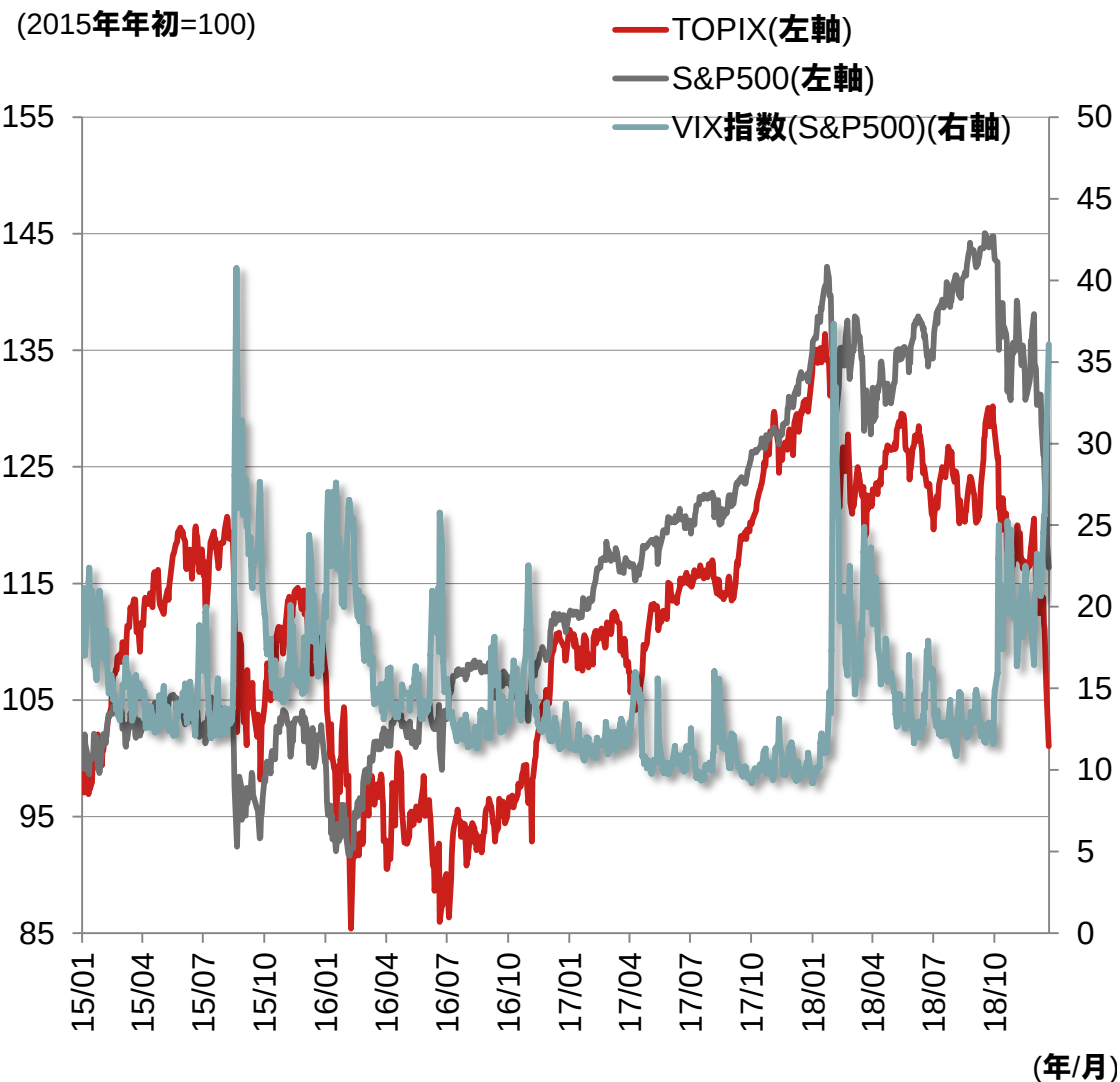
January 2019

世界の中の日本

「アジアの世紀」への不安と期待

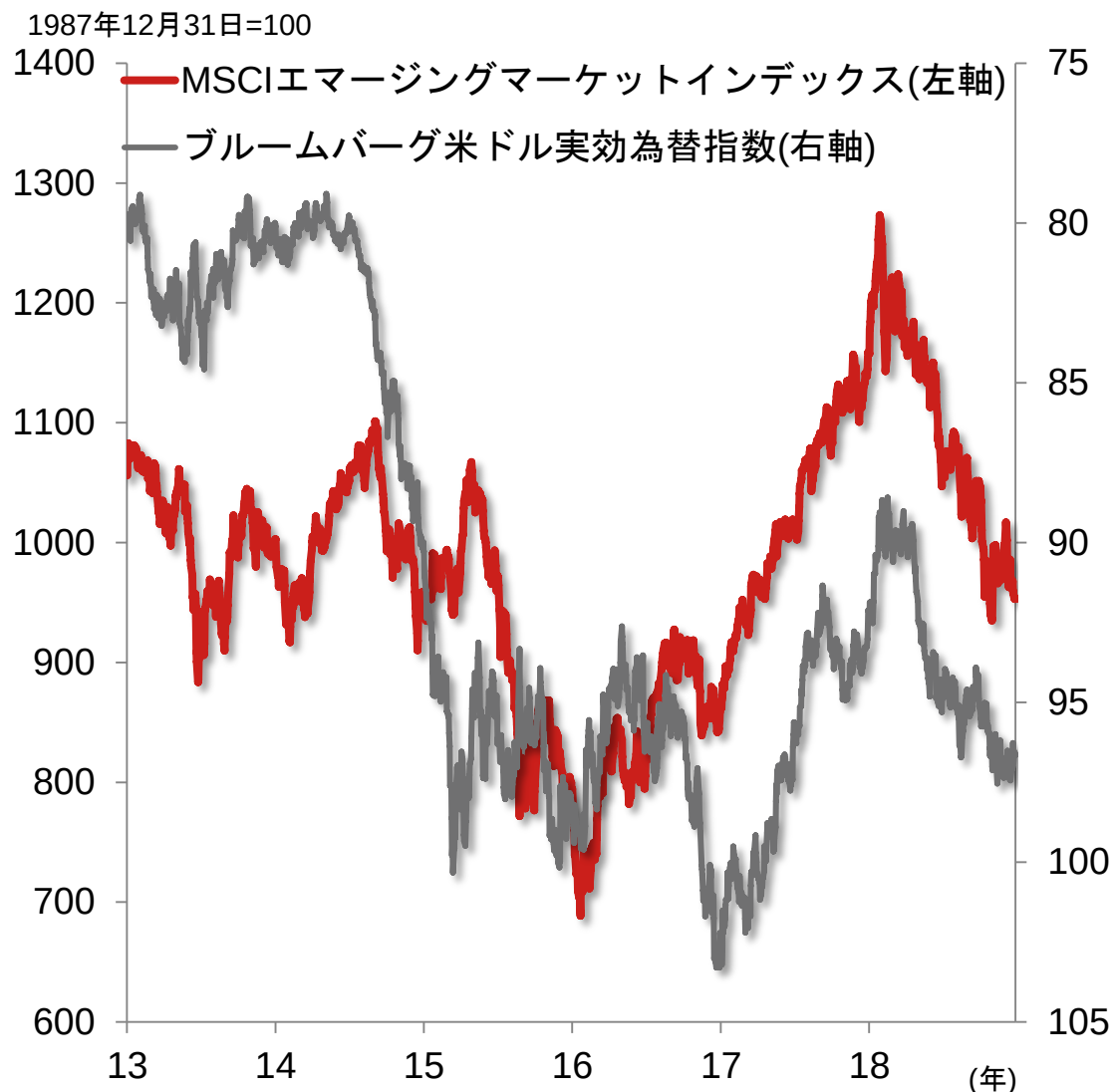
株価高値更新の中で垣間見えた市場の動揺	1
新興国が晒されるストレス	2
米金利環境の変質	3
循環的減速局面に入る世界経済	4
減速する輸出、国内生産活動	5
良好な所得環境の中、停滞感続く個人消費	6
遠ざかる物価安定目標達成	7
2019年世界経済見通しの概要	8
米国保護主義の地政学的背景	9
「アジアの世紀」到来	10
「アジアの世紀」を支える人口構造	11
情報のグローバル化は後退するか？	12
情報の世紀への胎動	13

日米の株価指数と株価変動率



2017年と2018年の株式市場動向を比較すると、株価変動率(ボラティリティ)の低位安定を伴いながらほぼ一本調子で株価上昇が続いた2017年に対し、2018年は、数度にわたりボラティリティ急上昇を伴った比較的大きな株価の調整が発生したのが特徴である。

新興国株式市場と米ドル実効為替レート

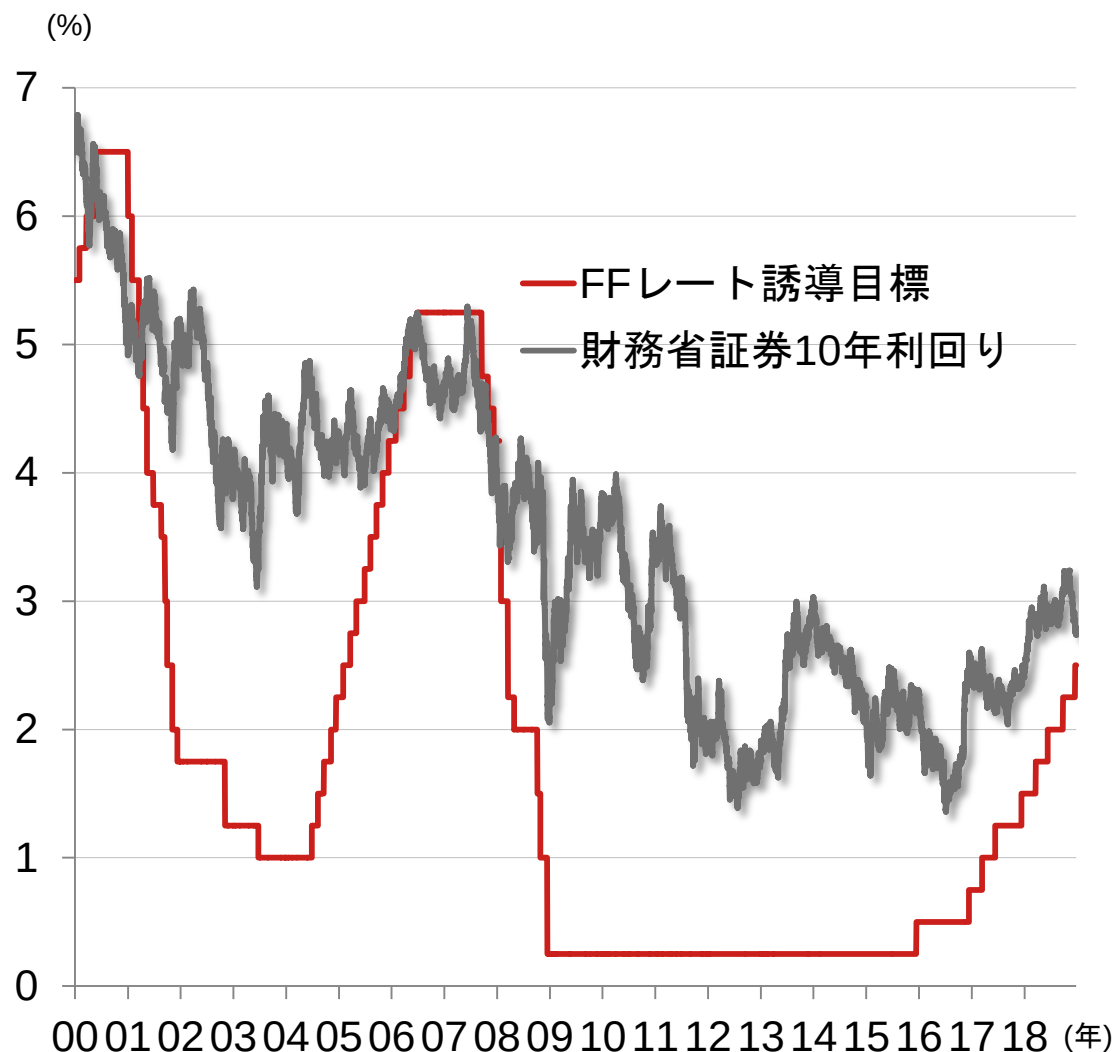


先進国の金融市場以上に、2017年から2018年にかけて様相が一変したのが、新興国の金融市場であった。

株式市場、高利回り債券市場の調整が年間を通じて持続し、新興国からの資本流出を伴いながら通貨安が進んだ。

新興国通貨に対する米ドル高は、新興国の外貨建て債務の不履行懸念を高めながら、金融市場の動揺をさらに加速させる結果を招いた。

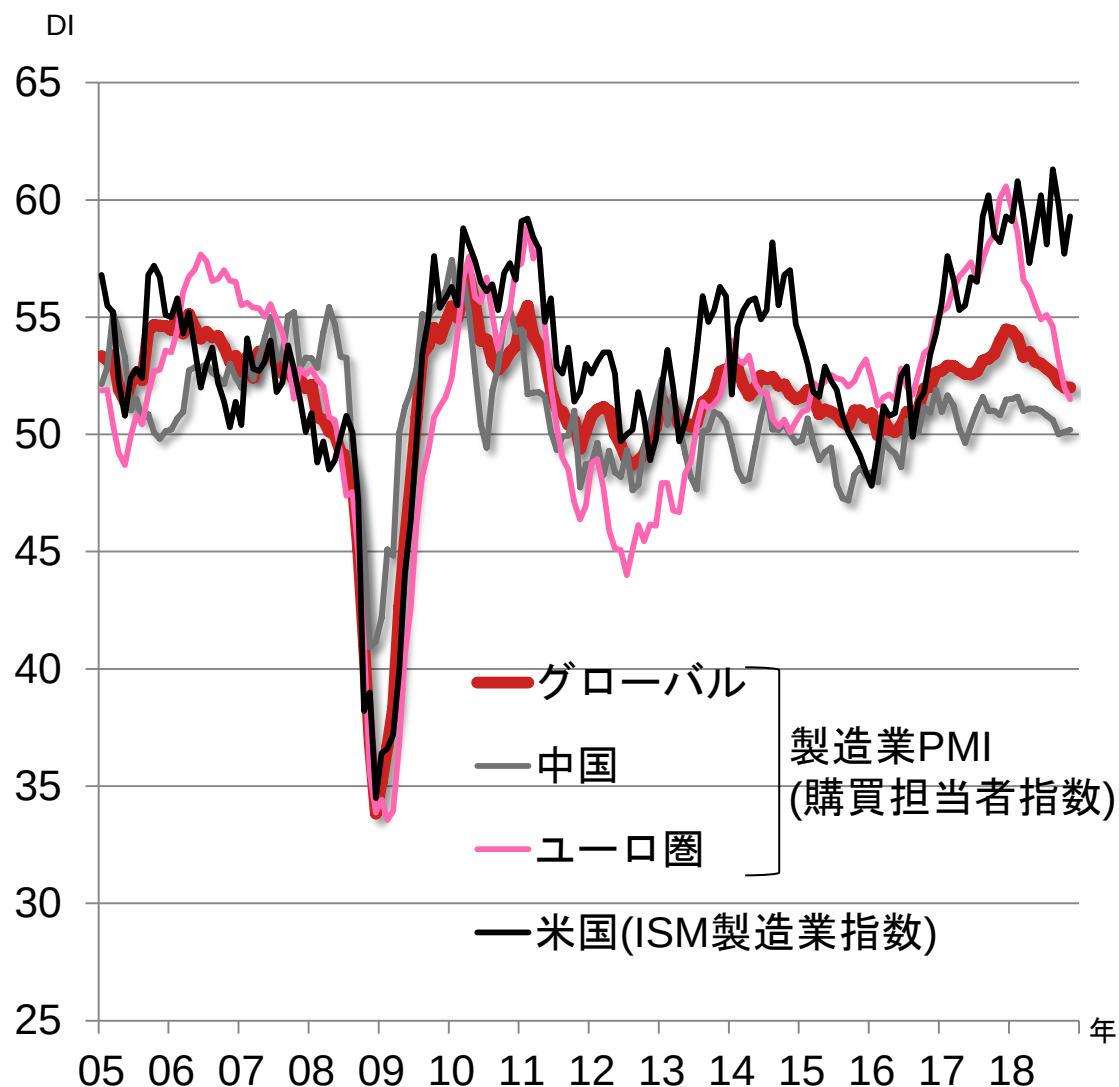
米国の政策金利と長期金利



2018年に入り、世界の金融市場が2017年には稀であった動揺を示した直接の背景は、米金利環境の変質にあると考えられる。

米FRB(連邦準備制度理事会)が利上げを継続する過程で、上昇が鈍かった米長期市場金利に、上昇加速の機運が生じたのが2018年の特徴である。

主要国・地域製造業景況感

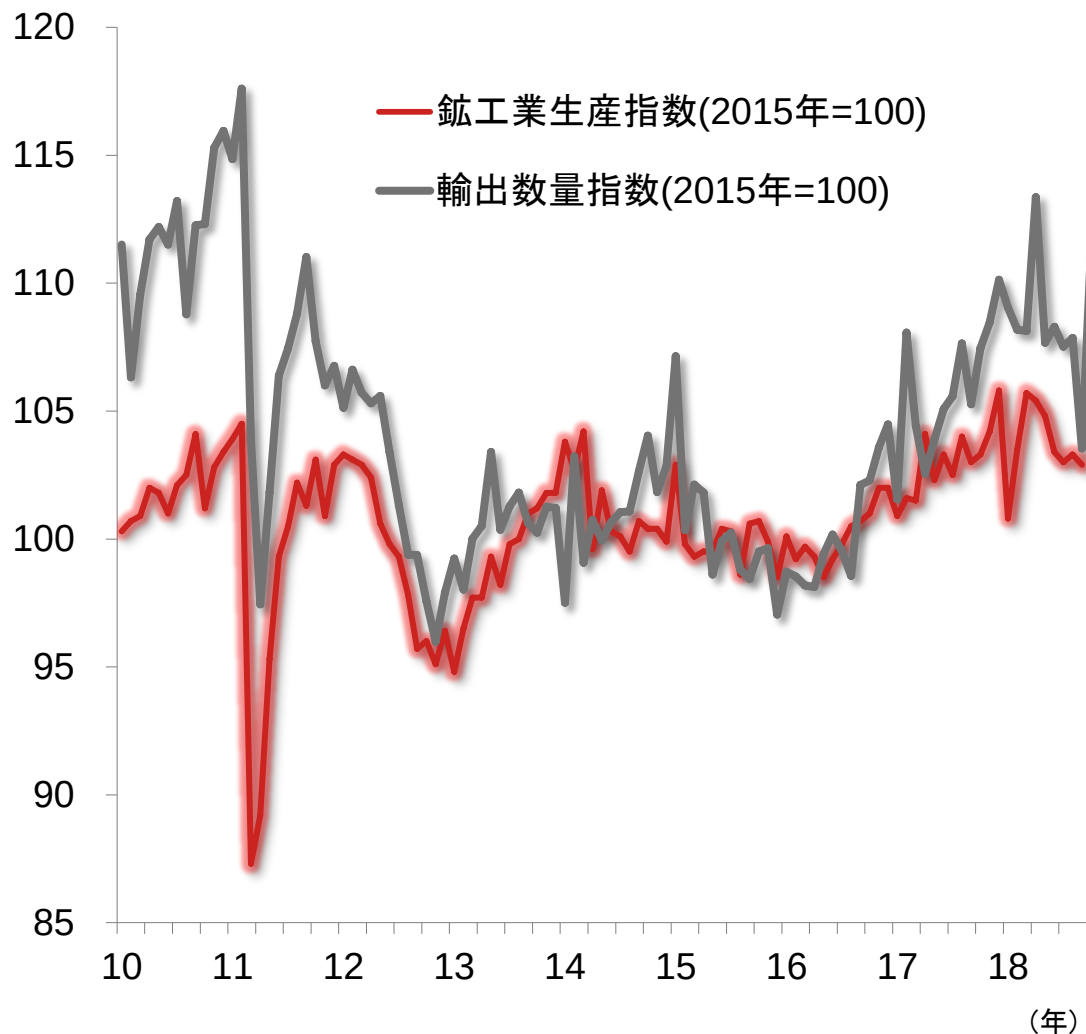


米国の市場金利が上昇し、世界の金融市場に動揺をもたらしたのは、世界経済の実態が金利上昇に耐えられない姿になりつつある不安が生じたからでもある。

現状、世界経済は既に循環的に減速局面に入りはじめており、米国を除く主要国・地域では景気の鈍化傾向が鮮明となっている。

トランプ政権が実施した財政政策(大型減税、インフラ投資拡大)の効果で好調が続いている米国も、2018年11月の中間選挙で共和党が下院多数派を失い、財政施策の恒久化が困難になる中、その効果の剥落とともに減速に向かい始める可能性が高い。

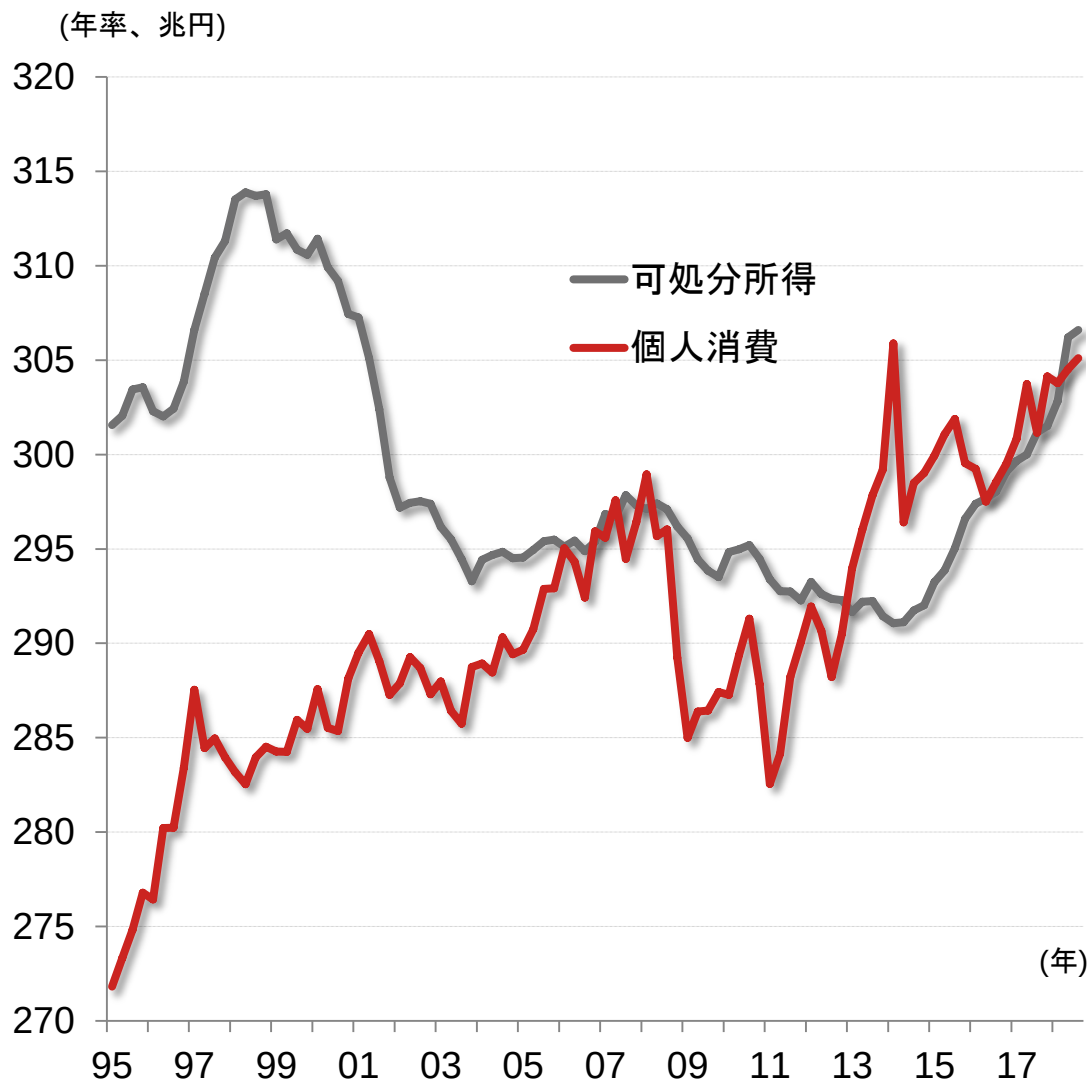
鉱工業生産と輸出数量の推移



世界経済の減速傾向は、既に日本の経済活動に影響を落とし始めている。

2018年の年頭以降、輸出拡大にはブレーキがかかりはじめており、これと連動して、2016～17年の2年間堅調な拡大を続けてきた国内製造業の生産活動にも陰りが生じている。

家計名目可処分所得、消費支出の推移



これまでの景気拡大と相俟って、人口動態(少子高齢化)を背景とした人手不足は、大幅な雇用増を伴いながら日本の家計の所得環境を改善させた。

ところが、終身雇用制度の下、所得水準が相対的に高い正規雇用者の賃金加速が不発に終わったことから、中長期的な所得拡大期待を背景に家計が消費を安定的に拡大させる構図は定着しなかった。

結果的に、日本の家計消費は、所得拡大のペースと比べて低迷、停滞が持続する結果となっている。

(前年度比、%)



2%の物価安定目標を堅持し、低めの長短金利誘導目標を「当分の間」維持する、としている日本銀行の金融緩和政策は、このような物価動向を踏まえると、修正、変更を施す余地が乏しいと考えざるを得ない。

主要国・地域の実質GDP成長率、消費者物価上昇率予測

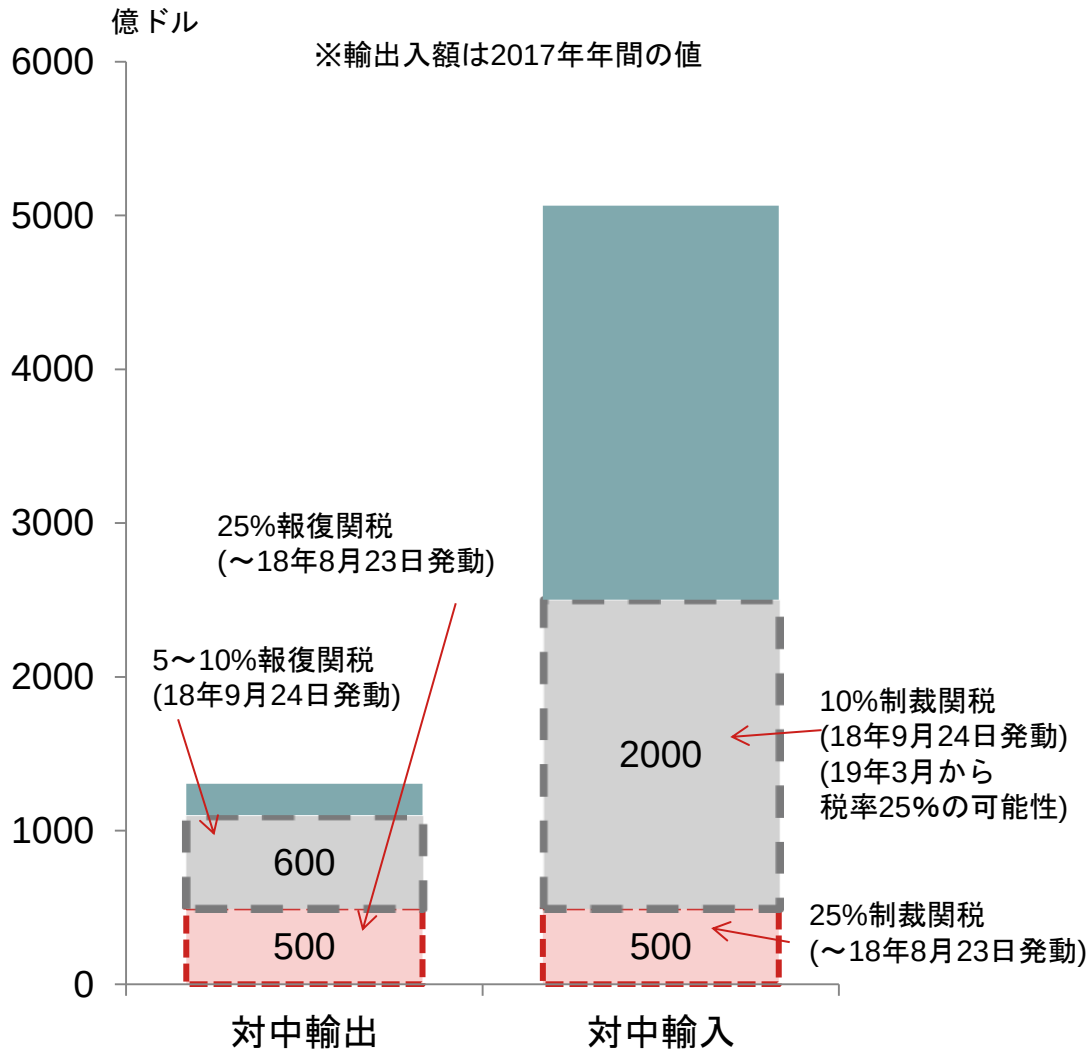
	実質GDP			消費者物価指数		
	(前年比、%)			(前年比、%)		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
全世界	3.9	3.6	3.5	3.0	2.7	2.8
先進国	2.2	1.9	1.5	2.0	1.5	2.0
日本	0.7	0.8	0.3	1.0	1.0	1.2
米国	2.9	2.4	1.7	2.4	1.6	2.5
ユーロ圏	1.9	1.5	1.4	1.8	1.5	1.5
新興国	5.2	4.9	5.0	3.8	3.6	3.4
中国	6.6	6.0	6.0	2.2	1.9	2.0

野村では、これまで堅調な拡大を維持してきた米国も含め、世界経済全体として緩やかな減速方向に向かうと予想している。

ただ、従来金融市場に動揺をもたらしてきた米金利上昇に歯止めがかかりはじめることで、株式市場を中心とする金融市場の安定が一定の資産効果を伴い、需要を下支えすることになる。

こうした点から、いわゆるリセッション(景気後退)は回避できるとも考えている。

米中間貿易に対する関税引き上げの実態

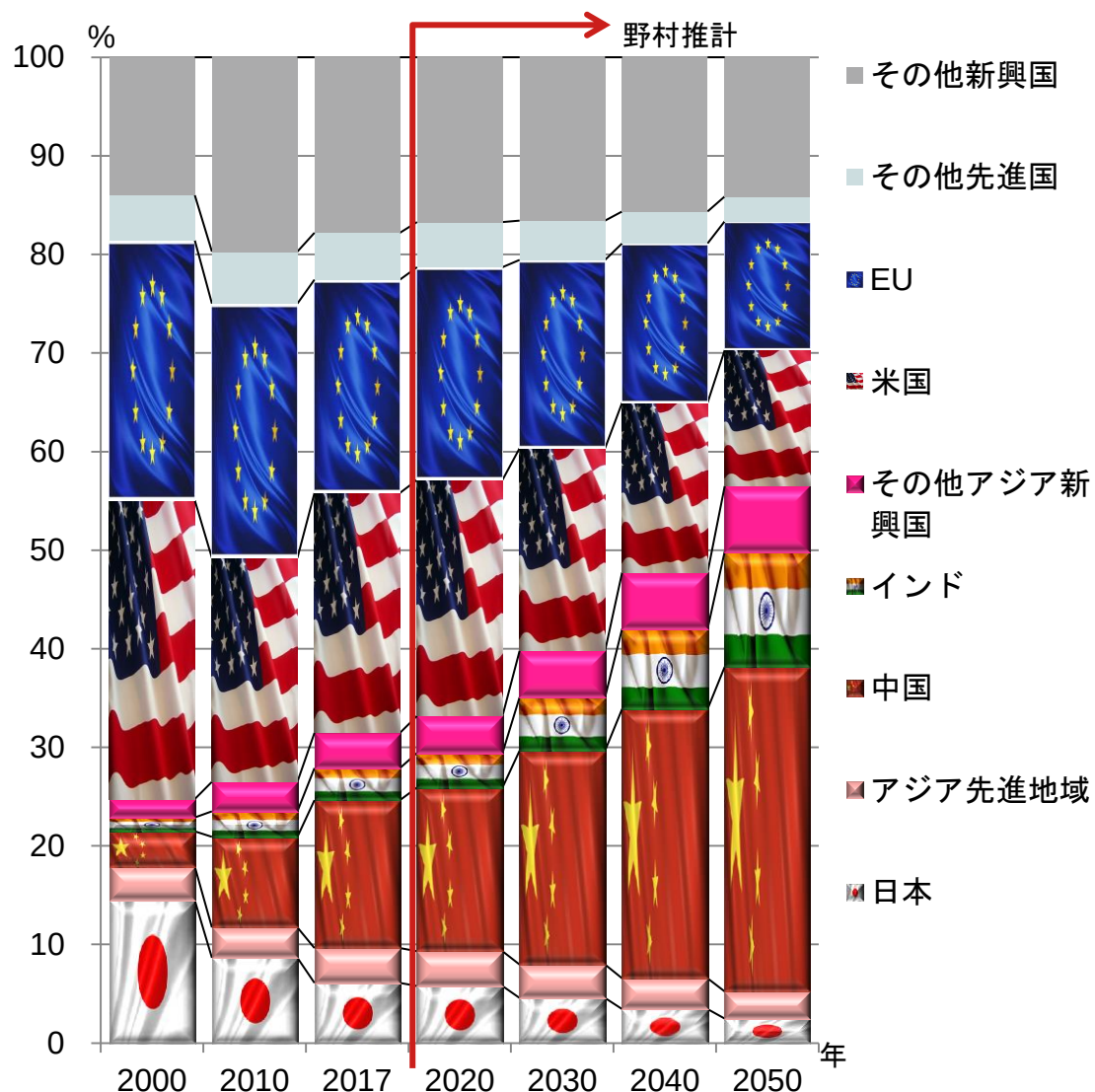


懸念されるのは、2018年に生じた金融市場の動揺の背景に、米トランプ政権が仕掛けている保護主義的な通商政策の悪影響が織り込まれている可能性である。

特に、中国に対しては、米国の総輸入額の約半分に及ぶ部分への制裁関税を既に発動しており、更なる報復も辞さない構えをみせている。

この背景には、経済大国、軍事大国として中国が世界の覇権を掌握しはじめる動きを強く牽制する、地政学的戦略性が見え隠れする。

世界GDP(国内総生産)の国・地域別シェア推計



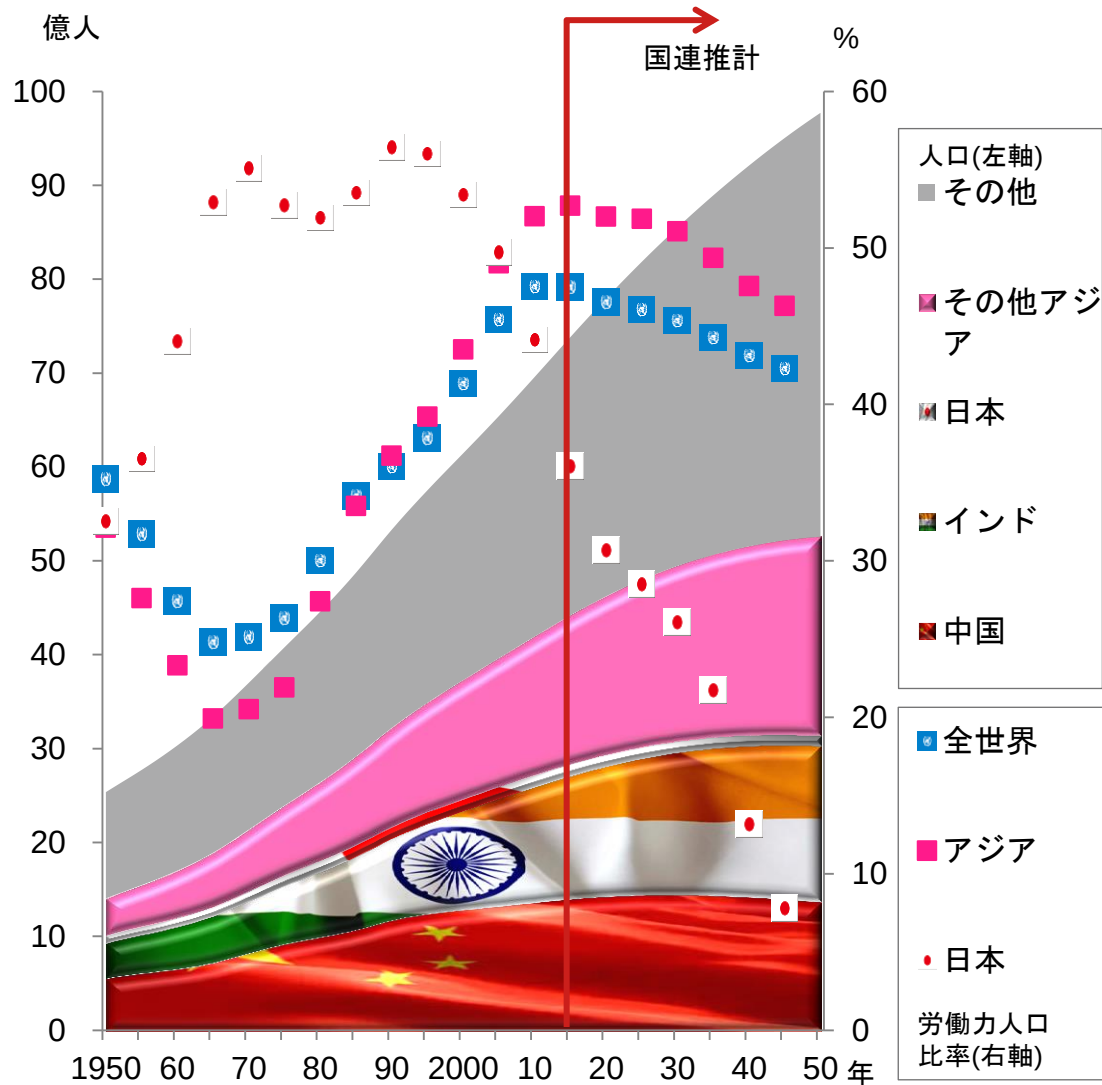
米国が対中国において強硬姿勢を強める背景は、中国のみならずアジア諸国が高成長を背景に急速に経済力を拡大させはじめている実態がある。

2017年までの過去5年間の平均成長率での成長が各国、各地域において続くと単純な試算に基づくと、2050年にはアジア諸国全体で世界のGDP(国内総生産)の半分を上回るシェアを占める可能性がある。

注：2017年以降2023年まではIMF予測、それ以降は、直近5年間の平均成長率で各国各地域が成長を続けると仮定した場合の推計値。

出所：IMF(国際通貨基金)資料より野村作成

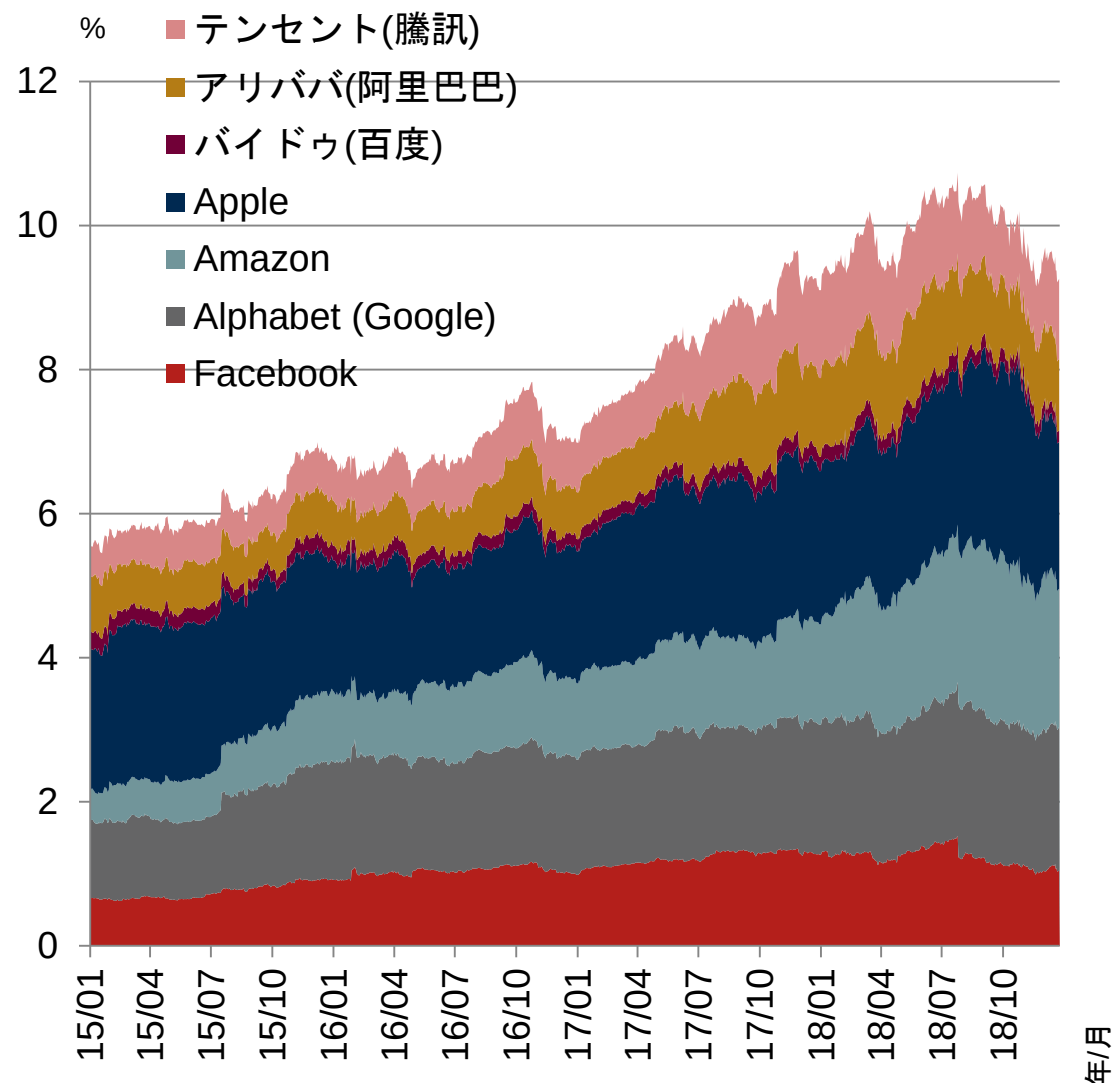
世界の人口と労働力人口比率の推計



いわゆる一人っ子政策の影響で急速な人口高齢化と人口減少局面入りが想定されている中国を含めても、アジア全体の人口成長率、相対的に高い労働力人口比率の維持は依然として可能と見られる。

こうした人口動態の特性が、世界経済の中におけるアジア全体としての相対的な高成長を支え続けていく可能性が高い。

米中情報通信関連企業株価時価総額の世界シェア

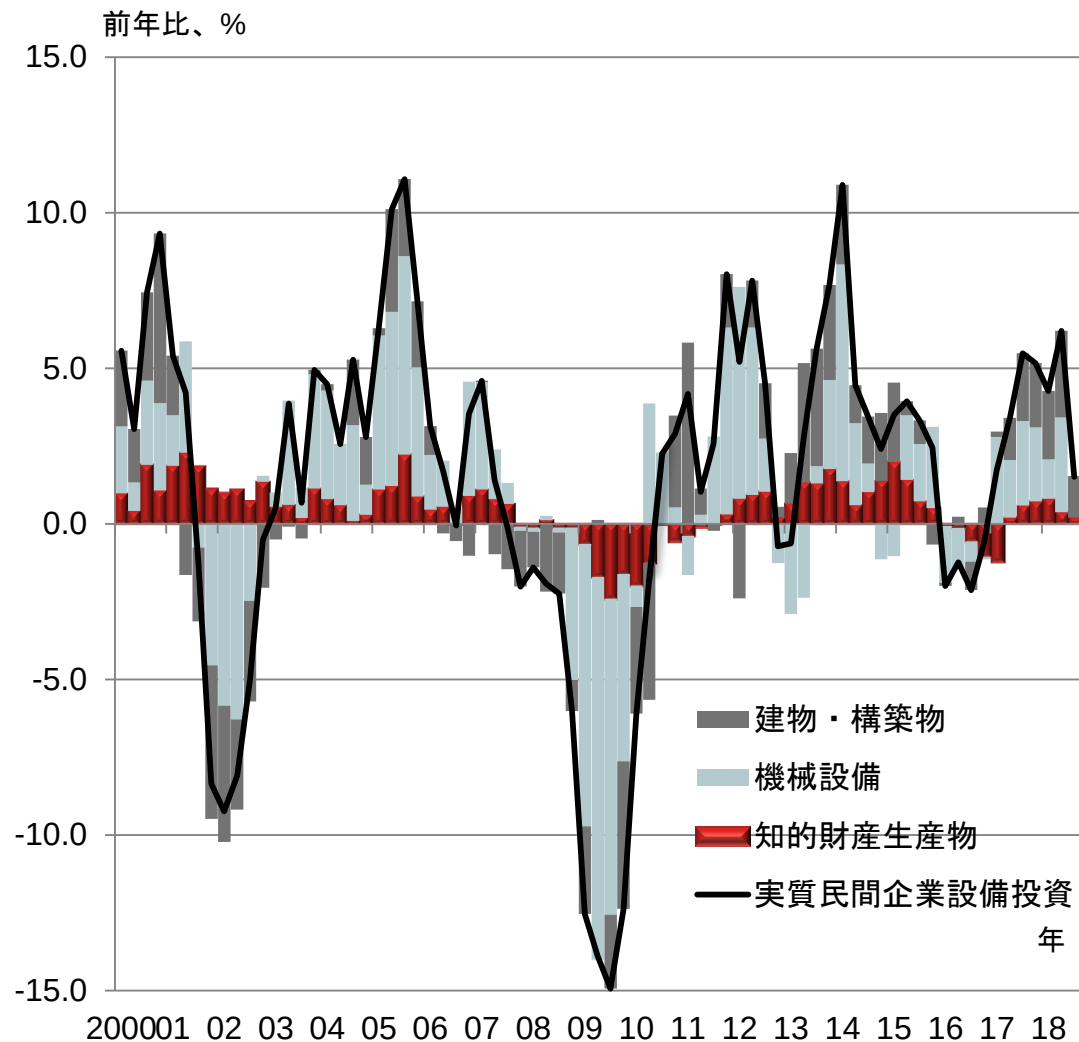


問題は、こうしたアジアの台頭を脅威と位置付け、米国が保護主義的通商政策などさまざまな試みを通じて警戒を顕わにしはじめている点にある。

とりわけ、米国主導で、世界のモノ、カネ、ヒトに加えて情報の流れが縮小に向かったり、遮断されることが強く懸念される。現在、世界経済をリードし始めているのが、情報をリソースとして高収益高成長を実現させている企業群だからである。

今後の世界経済に対する最大のリスクは、米国の保護主義のエスカレートによって「情報の反グローバル化」の流れが生じることであろう。

国内実質民間設備投資の項目別寄与度



野村は情報のグローバル化は不可逆的なものであり、現状の米中対立の下にあってもその流れを逆転させることは不可能であるとみている。

であれば、今後の世界経済、市場においては、情報を制するものが勝ち組となる傾向がさらに加速していく可能性が高い。

日本企業においても、ソフトウェア、デジタル関連投資の拡大など、既にそれに対応した取り組みは進みはじめているが、今後、一段と力を入れていく必要があると考えられる。



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月にチーフエコノミストに就任、2018年8月より経済調査部長を兼務しています。

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：2018年12月26日

当資料は、2019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。

日本の挑戦を、サポートするという誇り。



東京2020ゴールド証券パートナー
NOMURA



この冊子の印刷工程で使用した電
力量(276.1kWh)はすべてグリーン
電力を使用しています。