

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

# 世界中の日本

反グローバル化への挑戦

January 2020

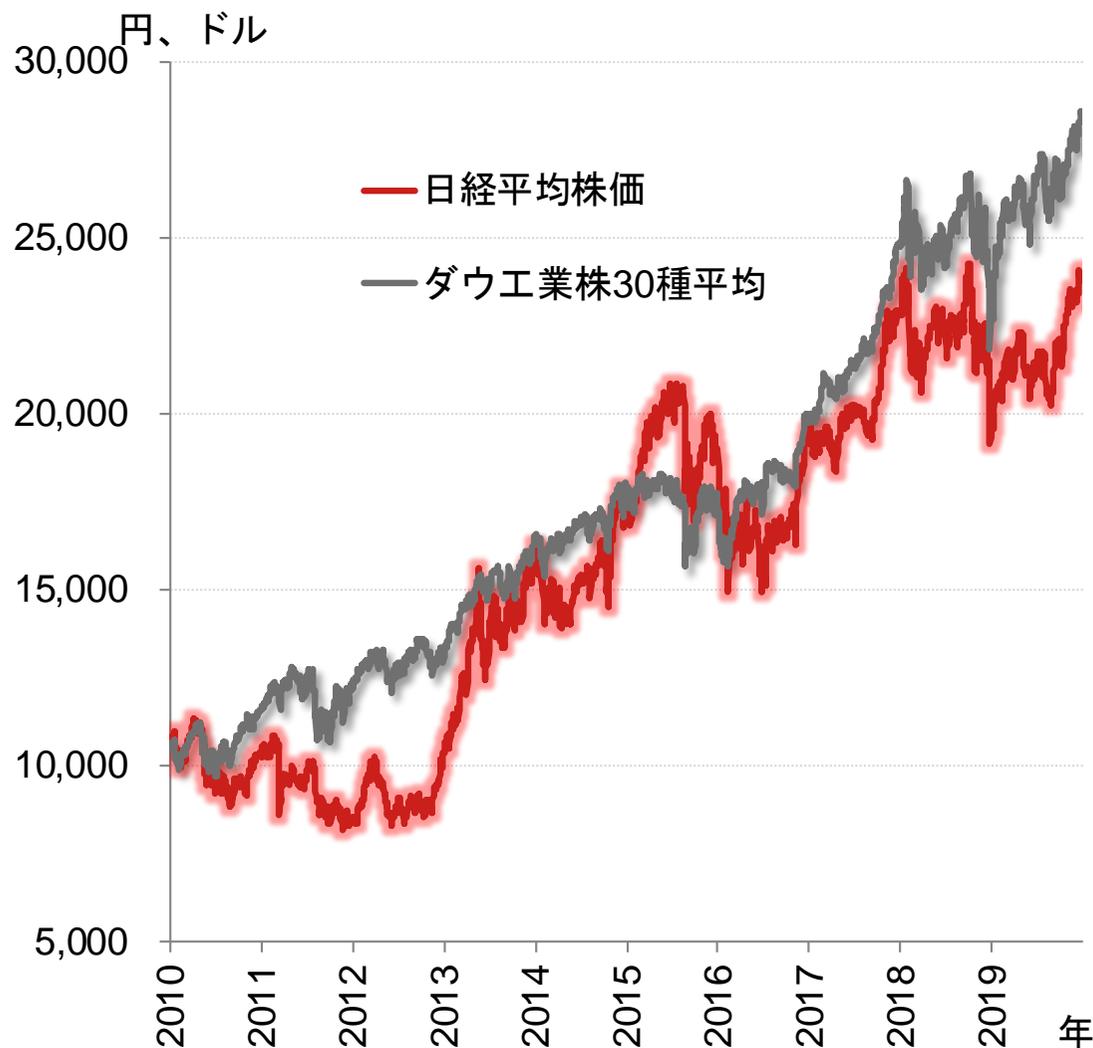


# 世界の中の日本

## 反グローバル化への挑戦

高値圏で終えた2019年の内外株式市場	1
金利埋没の恐怖	2
循環的回復の兆し	3
終わりが見えるIT(情報通信)関連在庫調整	4
消費増税ショックは軽微	5
2020年世界経済見通しの概要	6
「日本化」の恐怖に怯える世界	7
反グローバル化の起源①ー産業空洞化とデスインフレ	8
反グローバル化の起源②ー過少投資	9
人口高齢化の荒波	10
停滞するイノベーション	11
日本経済が浮き彫りにする課題	12
反グローバル化克服のカギ	13

## 日米の株価指数



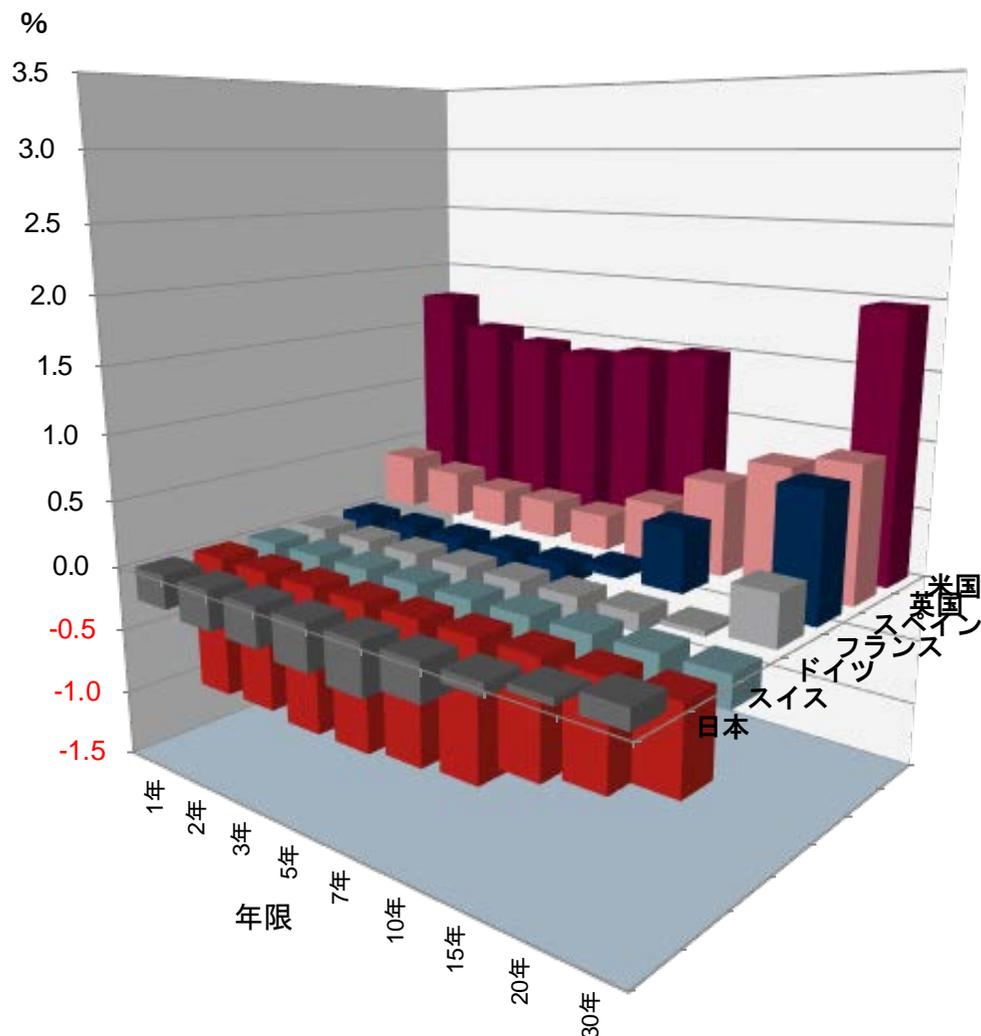
2019年を株価動向を軸に振り返ると、8月までは米中貿易摩擦激化や世界経済悪化に対する懸念から軟調な展開が続いた。

9月以降は、米中貿易協議前進への期待、世界経済持ち直しへの期待などから、高値更新が続いた。また、グローバル株式市場に対して出遅れていた日本株も9月以降はむしろ海外株式市場をアウトパフォームした。

12月には米中通商協議の第一段階合意成立に向けた動き、英国総選挙での与党保守党の単独過半数獲得と、市場が好感するイベントを受けて、2019年の株式市場は高値圏で年末を迎えた。

## 主要国の年限別国債利回り(19年8月29日現在)

2019年8月29日現在



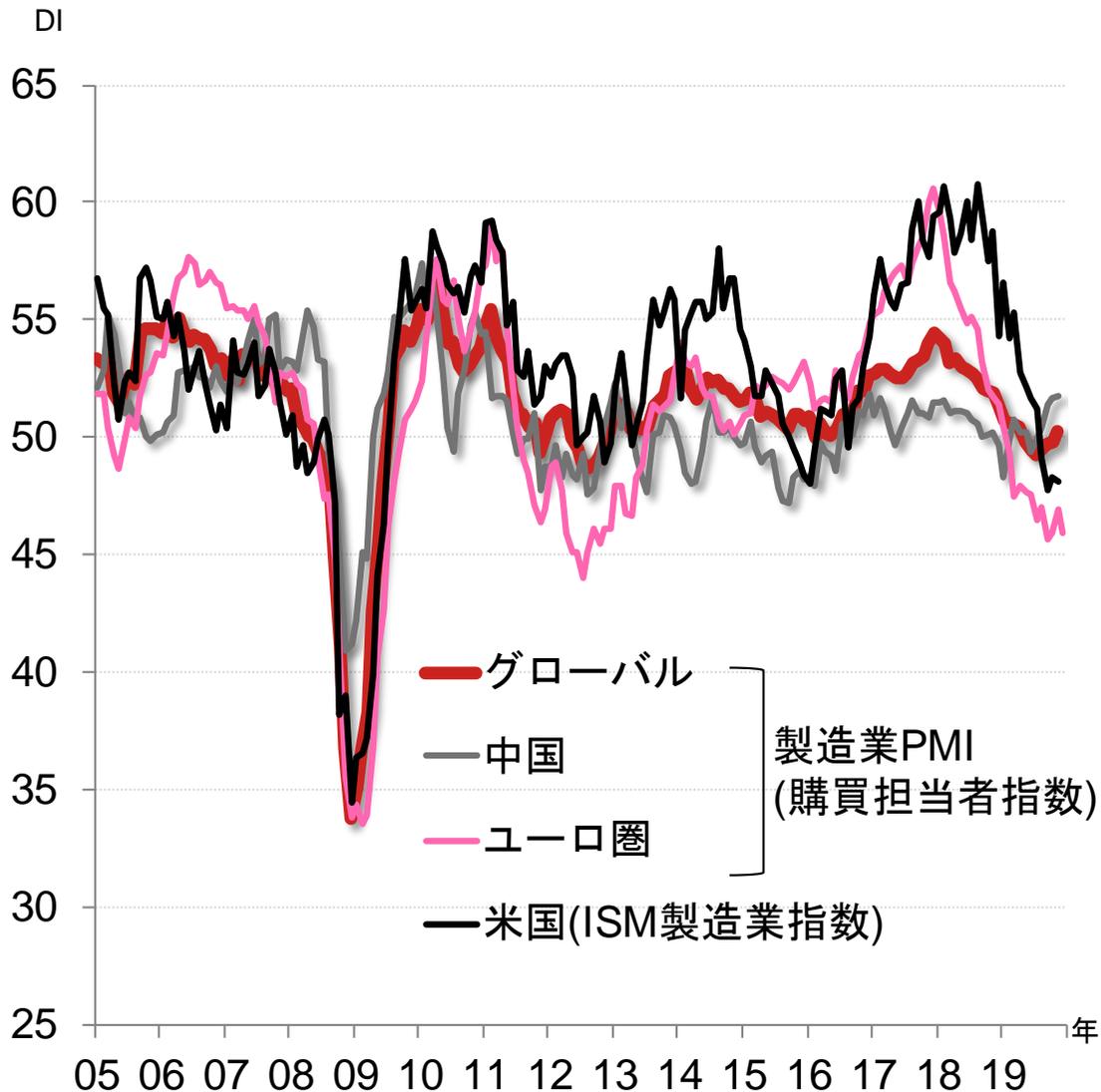
2019年8月には、一時、全世界で最大17兆ドルの債券がマイナス利回りを記録する異常事態となった。

米国の利下げ開始に呼応して、世界中の中央銀行が金融緩和、利下げ競争に走るとの思惑が生じたことが世界的金利埋没の一因であった。

こうした世界的金融緩和競争、金利埋没の背景にあったのは、世界の主要国において、日本が経験したようなデフレが到来するのではないかとする、経済の「日本化」への恐怖感でもあった。

株価復調に象徴される先行き楽観論の浮上と、米国利下げ期待の後退により、2019年9月以降は、こうした金利の異常な低下にも歯止めがかかっている。

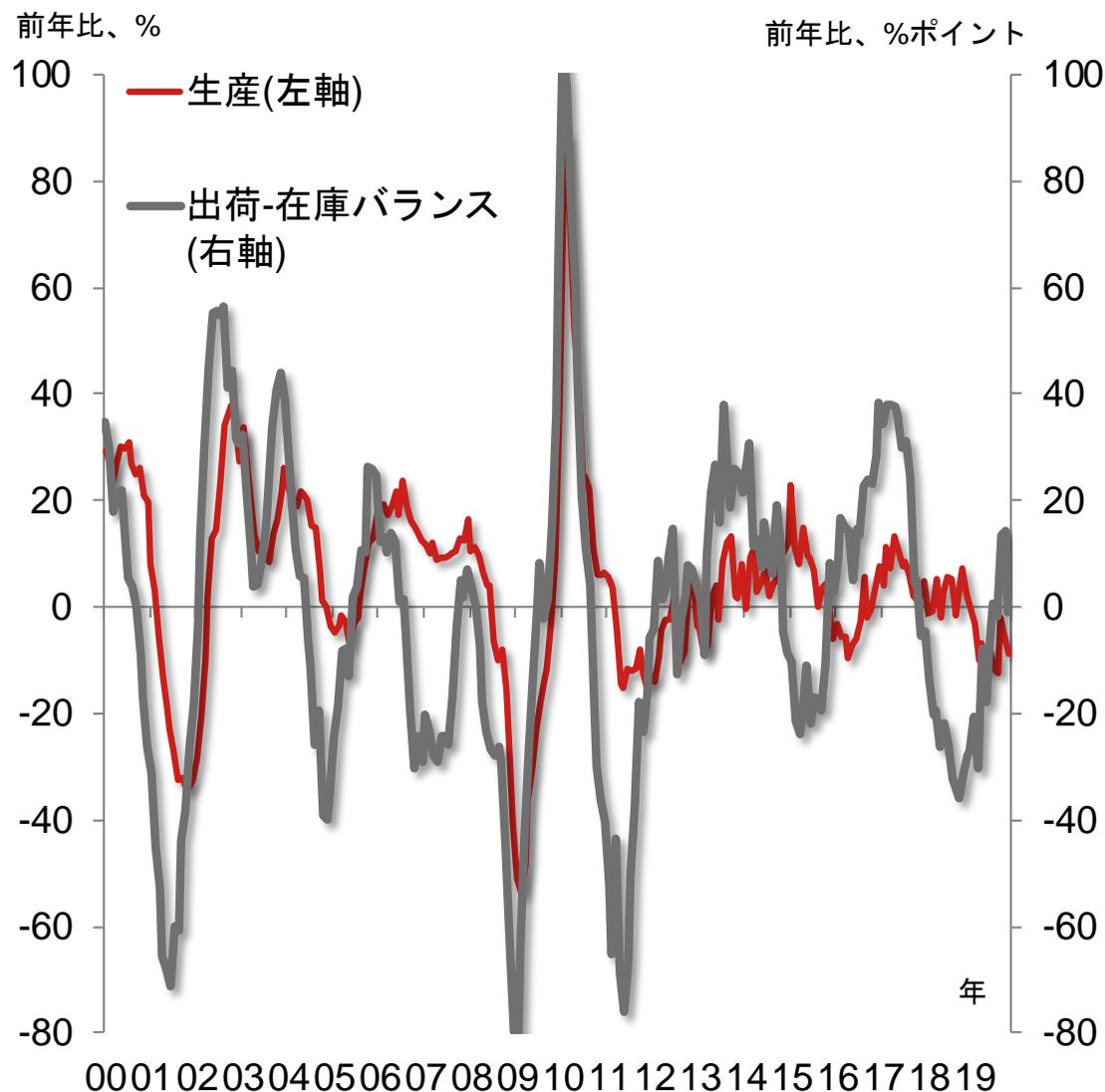
## 主要国・地域製造業景況感



内外株価が再び高値更新局面を迎え、世界的な金利低下が一服をみせたのは、世界経済が循環的回復に向かいはじめる兆しが生じたからでもある。

特に、米国の関税引き上げの打撃を受けているはずの中国製造業活動が2019年夏場以降むしろ上向いているのは特筆すべき動きである。

## 日本の電子部品・デバイス工業の在庫循環と生産

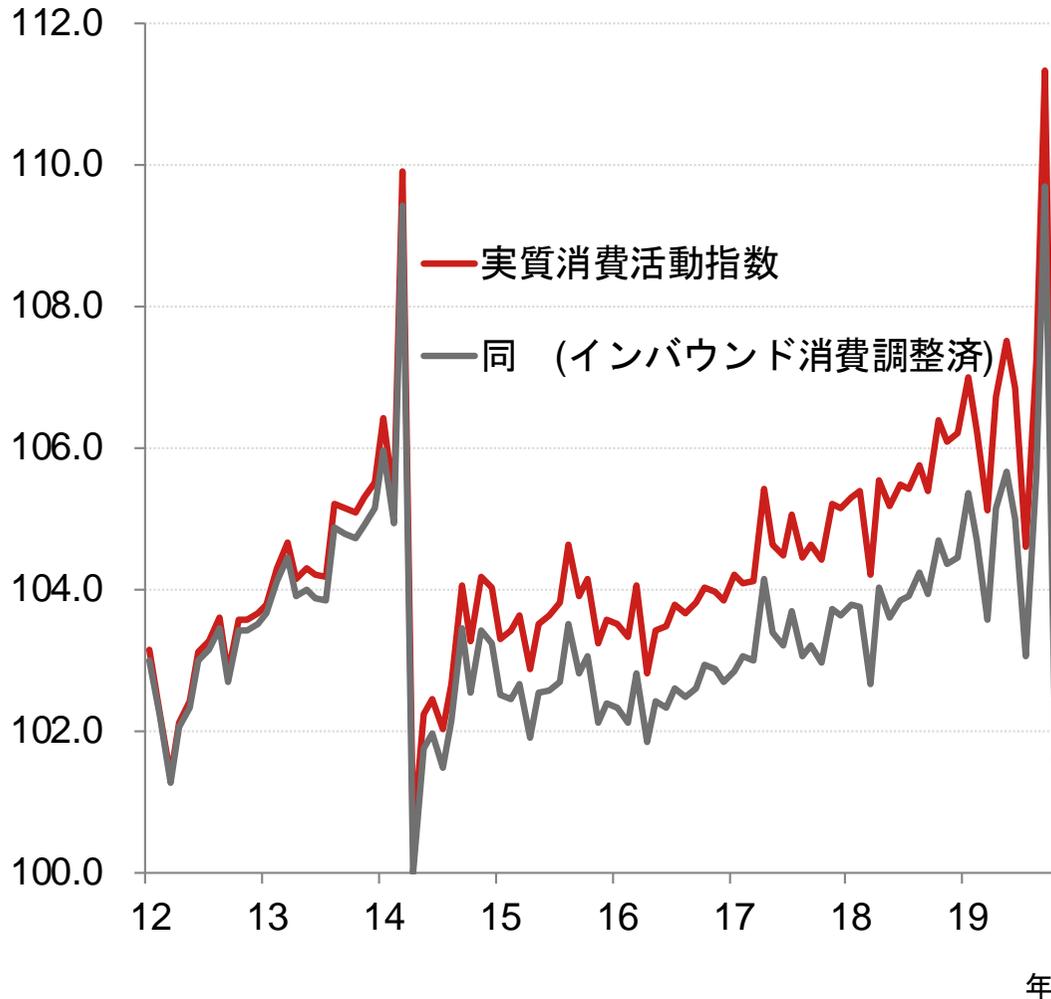


貿易摩擦の矢面に立っている中国を含め、世界経済の持ち直し期待が生じているのは、2018年以來の世界経済減速の主な原因であったIT(情報技術)関連機器、部品の在庫調整が完了し、生産が上向いてくる期待が生じているからと判断できる。

逆に言えば、これまでの世界経済減速の起点は、IT関連の生産・在庫調整であって、米中貿易摩擦は世界の景気動向に大きな影響を与えていなかったとも言える。

## 消費活動指数の推移

2011年平均=100



2019年10月の消費税率再引き上げは、これまでの海外経済、輸出を起点とする経済の減速が、消費を中心とする内需にも波及するきっかけとして警戒されてきた。

増税後の消費関連指標を見ると、2014年4月の前回増税時を上回る大幅な落ち込みが観察される。しかし、19年10月に来襲した台風19号の影響を割り引くと、全体として増税に伴う需要の反動減は小幅であったと評価できる。

税率引き上げ幅が1%小さいこと、軽減税率が導入されていること、教育無償化による事実上の所得還付が行われていることに加えて、キャッシュレスポイント還元等の時限的影響軽減策も一定の効果を及ぼしていることが窺われる。

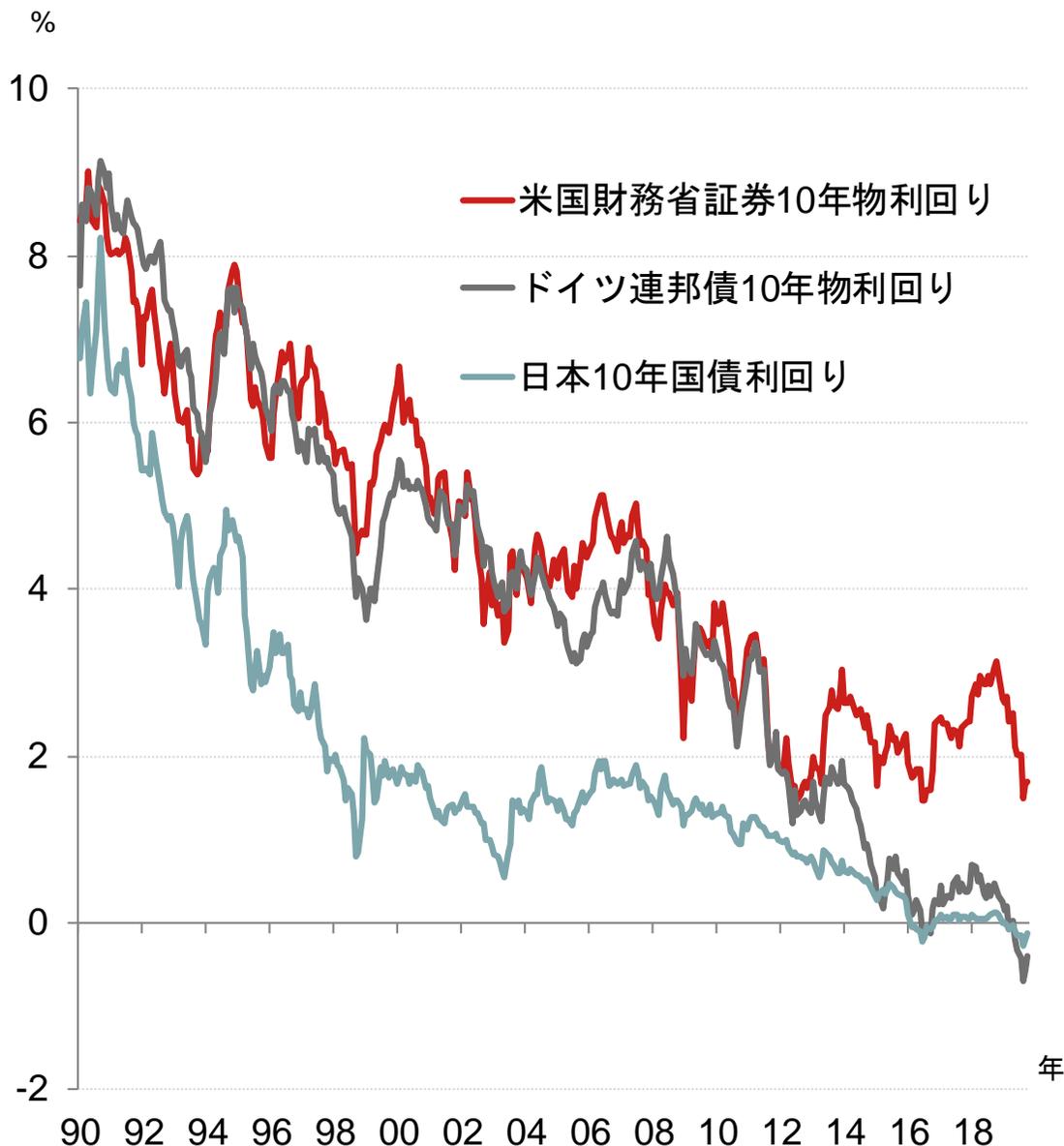
## 主要国・地域の実質GDP成長率、消費者物価上昇率予測

	実質GDP			消費者物価指数		
	(前年比、%)			(前年比、%)		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
全世界	3.1	3.1	3.3	2.6	2.8	2.5
先進国・地域	1.6	1.3	1.5	1.5	1.8	1.7
日本	1.0	0.2	0.5	0.5	0.6	0.5
米国	2.3	1.8	1.9	1.8	2.4	2.2
ユーロ圏	1.2	0.9	1.3	1.2	1.3	1.5
新興国・地域	4.2	4.5	4.7	3.5	3.6	3.1
中国	6.1	5.7	5.5	3.0	3.3	2.1

米国ではトランプ政権下の財政拡大策の効果剥落が、中国では過剰債務抑制に向けた取り組みがそれぞれ成長を抑える恐れがあり、日本においても2020年前半まではその影響が残るが、2020年後半から2021年に向けては景気の緩やかな再加速が実現するとみられる。

野村予想では、2020年の世界経済の成長率は、2019年とほぼ横ばいであるが、IT関連機器の循環的生産回復により、主として新興国において経済成長率の持ち直すが実現すると考えている。

## 日米独の10年国債利回り



世界経済が循環的回復の兆しをみせ、それを受け、2019年8月に特に目立った世界的金利低下は一巡しつつあるが、特に主要先進地域が日本の後を追って低成長、低インフレに陥るとの懸念を背景に続いてきた金利低下が完全に終息したかどうかは、依然予断を許さないと考える。

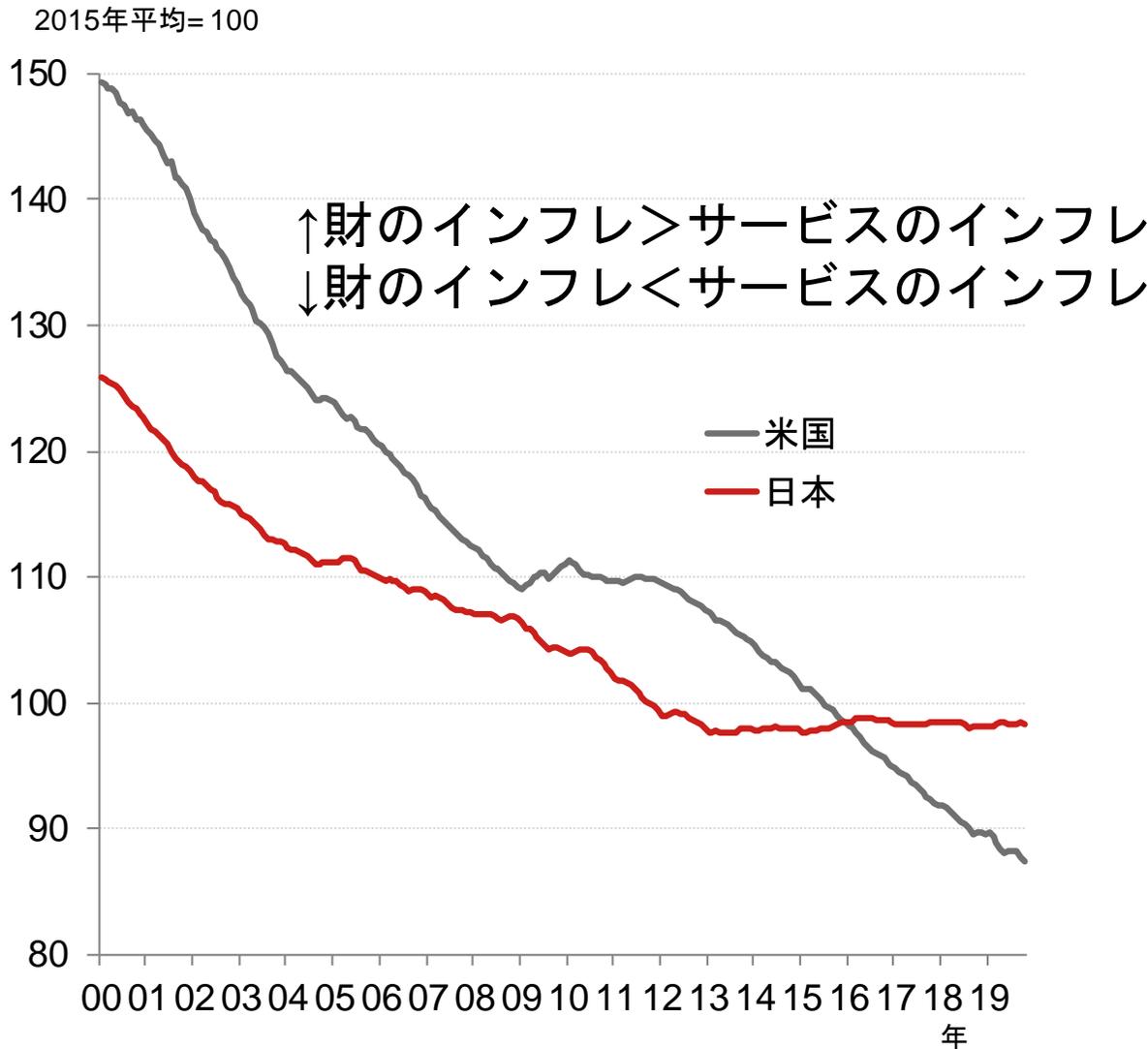
「日本化」への恐怖の源泉と、現下の保護主義的潮流など反グローバル化の動きは同じルーツを持っている可能性がある。

保護主義、ポピュリズム＝大衆迎合主義に象徴される反グローバル化は、経済のグローバル化がもたらした負の側面に対する政治的反動、と位置付けられるが、そこには経済の「日本化」と共通する側面が多いように見える。

# 反グローバル化の起源①

## ー産業空洞化とディスインフレ

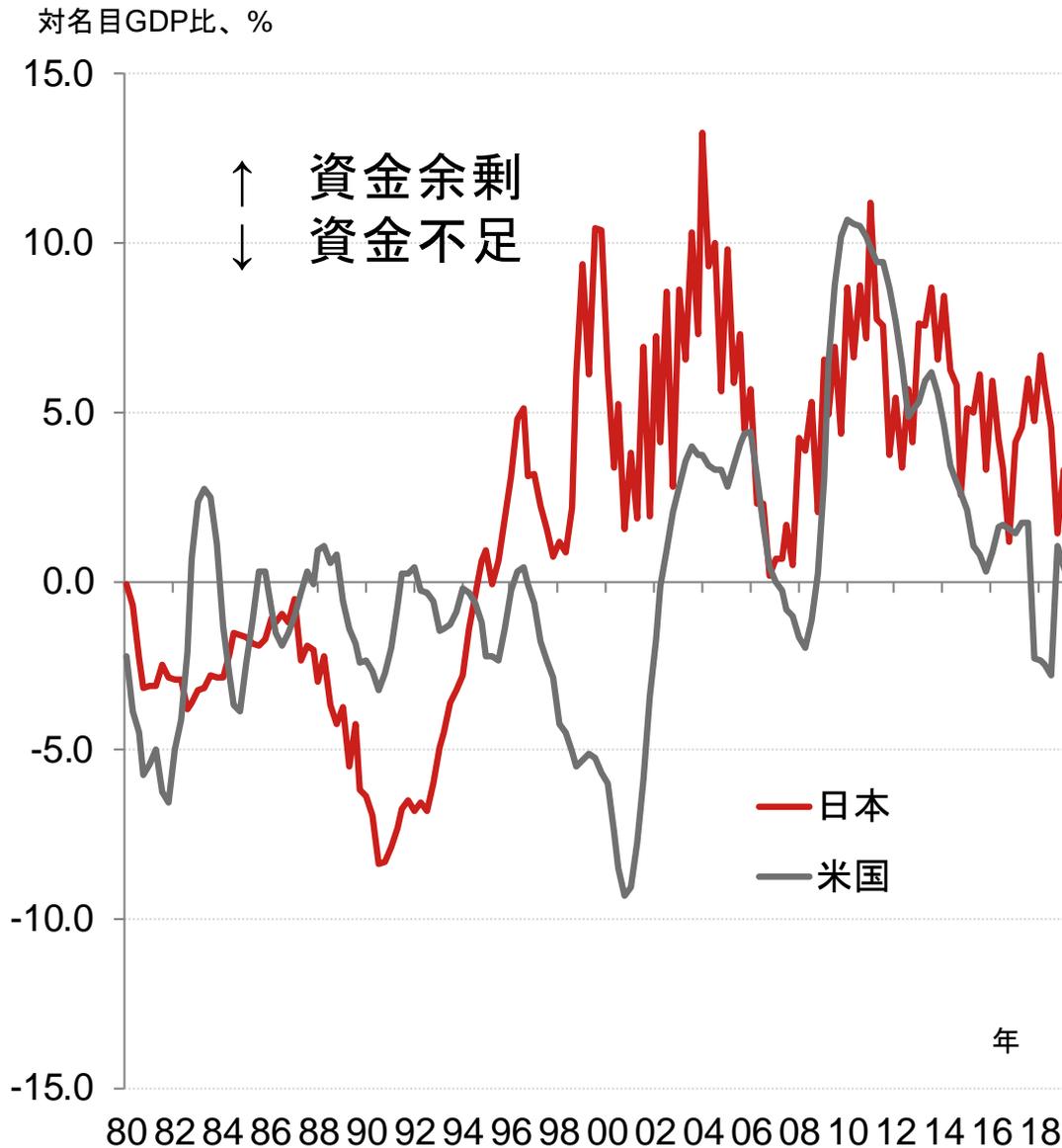
### 日米の財・サービス相対価格



保護主義やポピュリズム(大衆迎合主義)に象徴される反グローバル化が多くの地域で勢いを増している理由の一つは、これまでの経済のグローバル化進展によって生じた、製造業を中心とする産業空洞化、雇用機会縮小に対する反発があったと考えられる。

こうした動きは、同時に、新興国からの安価な工業製品の流入によるモノのインフレ率の大幅な低下をもたらした点で、経済の「日本化」と共通点が多い。

## 日米非金融法人企業の資金過不足

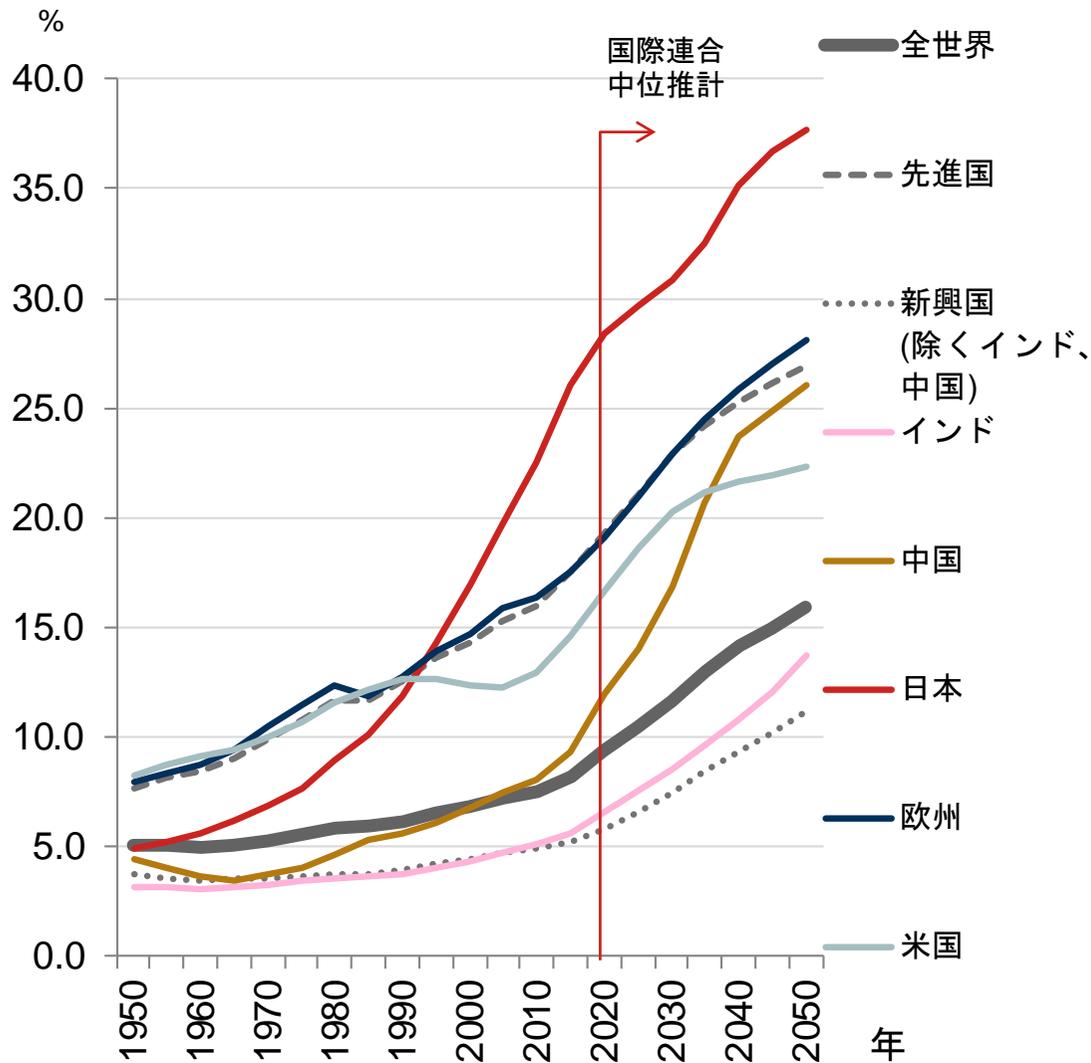


経済のグローバル化は、先進地域における企業の投資機会を新興国に移転する効果をもたらしたとも考えられる。

目下、日米を中心とする企業部門は、長期間にわたり、設備投資がキャッシュフローを下回る「カネ余り」に陥っている。これは、グローバル化による投資機会減少の一つの結果と考えられる。

企業部門のカネ余りは、低インフレ、インフレ率の低下と連動して先進地域の金利水準を構造的に押し下げている可能性がある。

## 高齢化率(65歳以上人口比率)の国際比較



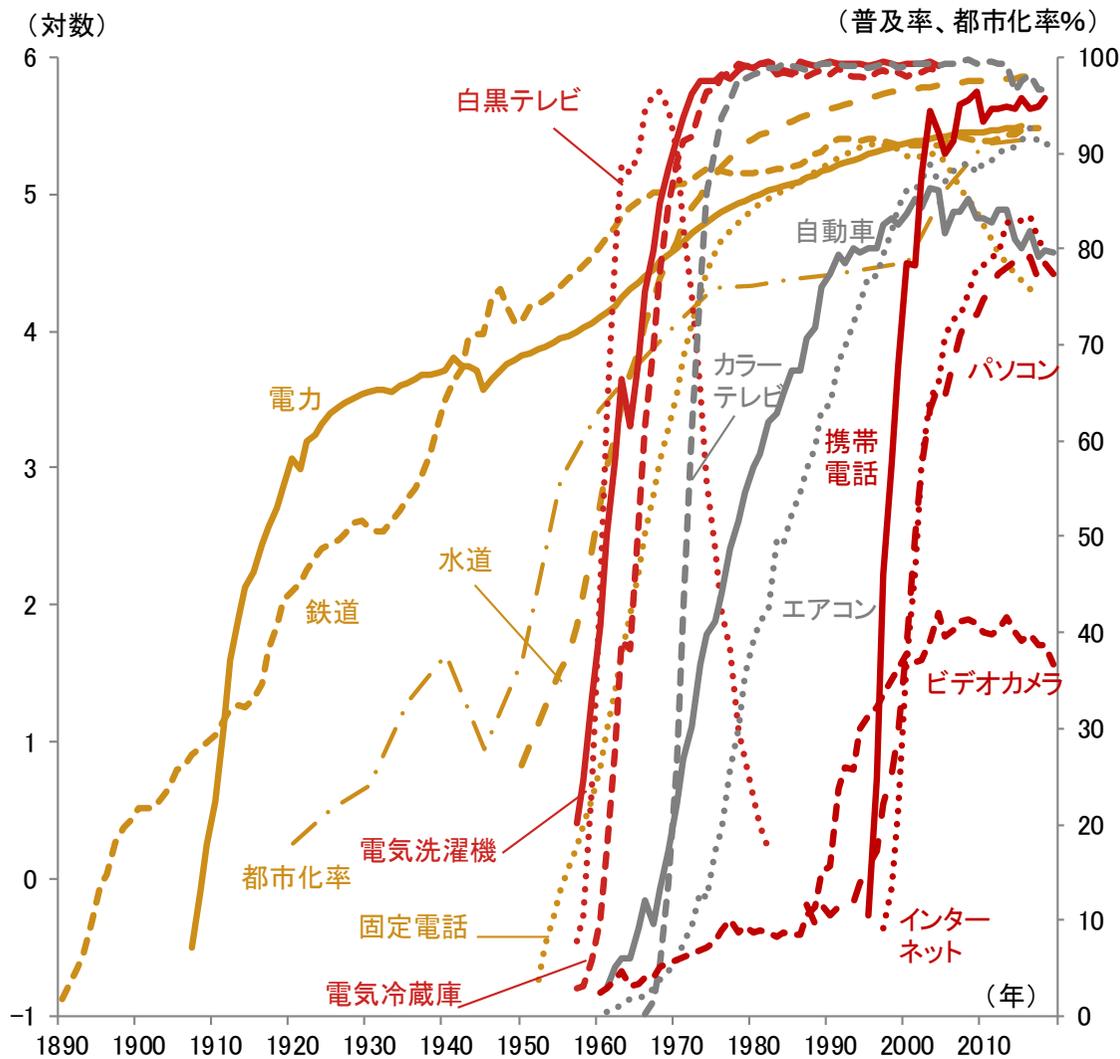
反グローバル化、経済の「日本化」の起源をさらに辿っていくと、人口動態の変化に行きつく。

人口減少、高齢化は日本固有の問題ではなく、移民や比較的高い出生率に支えられ人口増加基調を維持している多くの先進地域でも、高齢化は避けられない流れとなっている。

また、2010年代から世界最大の人口大国である中国において急速に高齢化のペースが加速しはじめているのも気がかりである。

高齢化は、事業機会減少や市場規模縮小に対する懸念を通じて、企業の投資を抑制させている可能性がある。一方、寿命長期化に対する備えとして、家計の貯蓄率を上昇させ、カネ余りを助長している可能性もある。

## 主要耐久消費財の普及率



注: 電力=電灯需要契約口数、鉄道=旅客輸送人キロ、固定電話=NTT 住宅用加入数。これら3 系列は絶対数(基準化後)の対数値(左軸)。

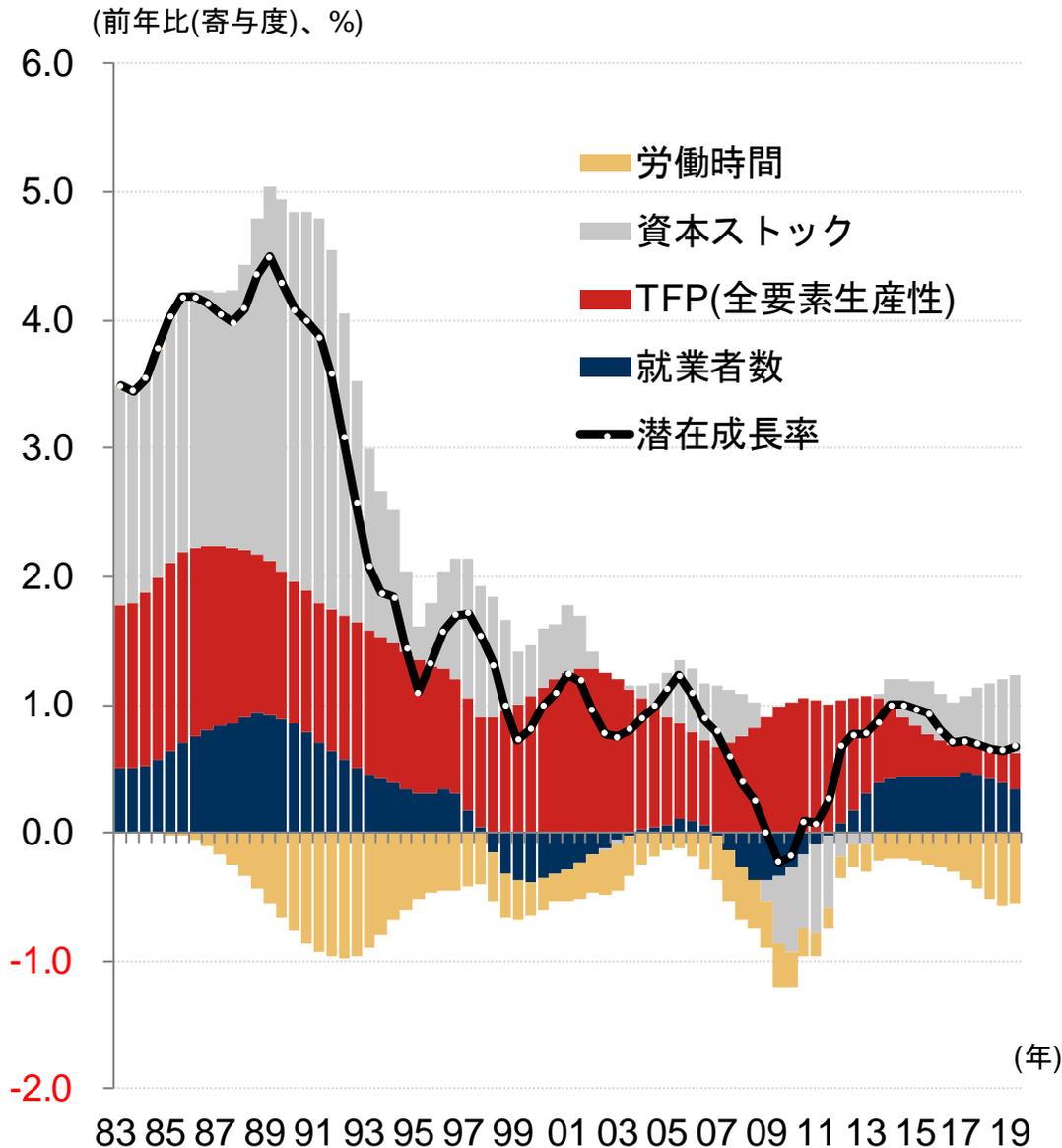
都市化は市部に住む人口の比率(右軸)。その他は普及率(右軸)。

出所: 内閣府、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本統計協会、電気事業連合会より野村作成

特に先進地域における人口構造の高齢化は、耐久消費財を中心とする需要の飽和を招いている可能性もある。

高齢者を中心に、耐久消費財の十分な普及を通じて生活満足度が向上することは、反面、必要に迫られ新たな製品、製品の新たな機能などを開発するイノベーション(技術革新)のスピードを低下させている恐れもある。

## 日本経済の潜在成長率とその要因分解

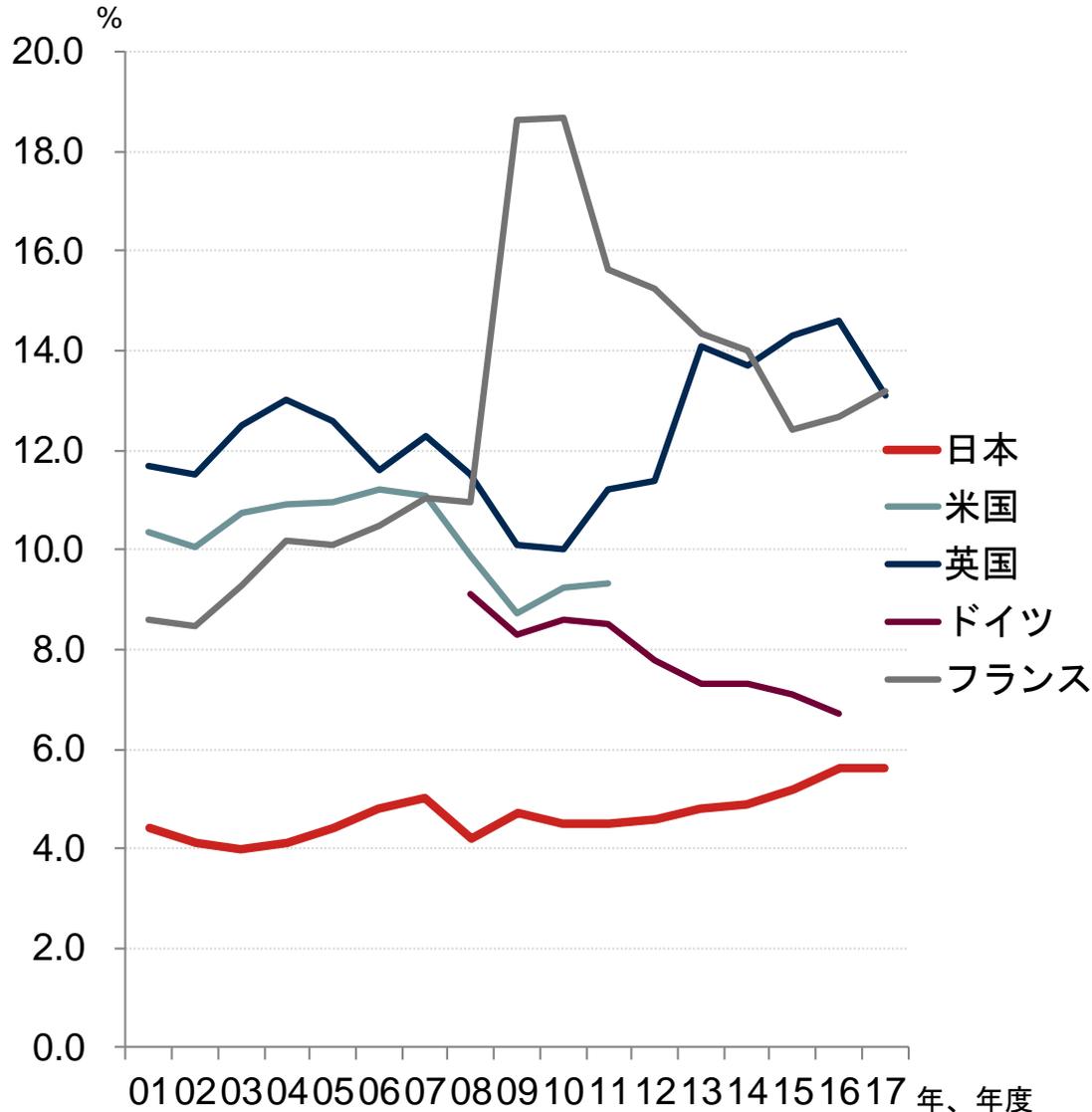


反グローバル化機運の背景となっていたさまざまな問題点を、日本経済の視点から捉えなおした場合、どのような課題が浮き彫りになるだろうか。

第二次安倍政権が発足した2012年末以降の日本経済のパフォーマンスを振り返ると、就業者の増加と企業の設備残高(資本ストック)の増加が相応に成長を下支えする一方で、労働時間の減少や生産性上昇率の伸び悩みが経済成長の足を引っ張ってきた図式が浮かび上がる。

凡庸ではあるが、短い労働時間の中で多くの付加価値を生み出すような生産性の向上策、生産性を飛躍的に向上させるような技術革新の加速が、日本の経済成長加速のカギとなることが分かる。

## 主要国の開業率



「日本化」というありがたくない反面教師役に立たされている日本経済こそ、逆に、その課題をいち早く解決し、世界に蔓延する反グローバル化の波を克服するリーダーになりうる資格を有している。

日本がその資格を生かし、反グローバル化克服に向け主導的役割を果たすためのカギは、生産性の向上策、生産性を飛躍的に向上させるような技術革新の加速である。そのためには、戦後焼け野原となった日本においてみられたような活発な起業活動を今一度復活させることが求められる。

目下、主要先進国の中でも最も低迷している起業・開業を活性化させるために、適切なりスクマネーの供給は欠かせない。

注:国により定義が異なるため単純比較はできない  
出所:各国資料より野村作成



## 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年間は野村証券債券部(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年に野村証券に転籍後、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1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860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

本資料の作成日：2019年12月27日

当資料は、2020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。

日本の挑戦を、サポートするという誇り。



**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(249kWh)はすべてグリー  
ン電力を使用しています。