

The logo for NOMURA, consisting of the word "NOMURA" in a bold, white, sans-serif font.

Connecting Markets East & West

# 世界の中の日本

感染症収束に向かう内外経済の展望と課題

January 2022

# 世界の中の日本

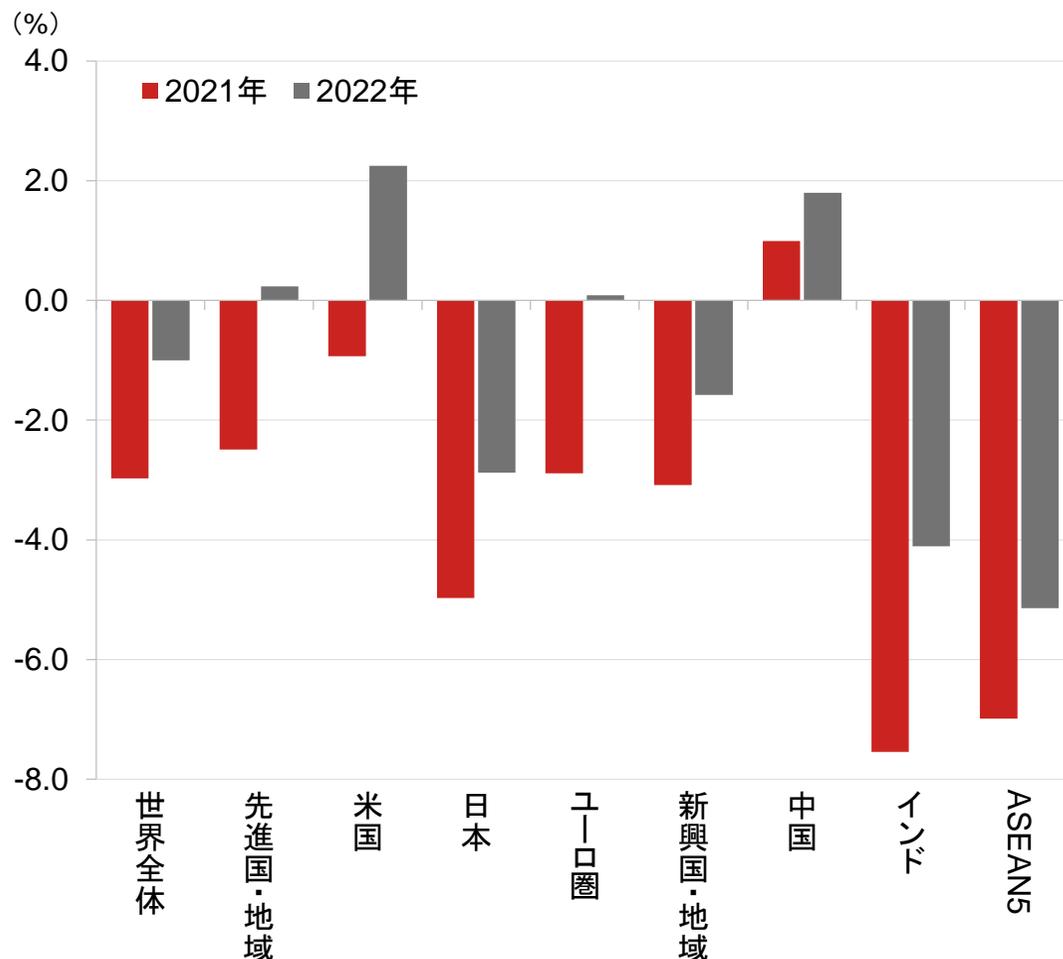
## 感染症収束に向かう内外経済の展望と課題

<u>見えてきた感染症収束への道程</u>	1
<u>供給制約顕在化とインフレ加速懸念</u>	2
<u>中国景気悪化への不安</u>	3
<u>経済活動再開で供給制約は緩和へ</u>	4
<u>金融面での不均衡発生の可能性は低い</u>	5
<u>グリーンフレーションのリスク</u>	6
<u>非対称な経済活動再開のリスク</u>	7
<u>本格化する国内の経済活動再開</u>	8
<u>回避された大幅な雇用変動</u>	9
<u>賃金低迷は手つかず</u>	10
<u>「安すぎる日本」のデメリット</u>	11
<u>再び日本の潜在力を引き上げるために</u>	12
<u>グリーン、デジタルが迫る構造改革</u>	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。

# 見えてきた感染症収束への道程

## 実質GDP(国内総生産)と過去のトレンドからの乖離

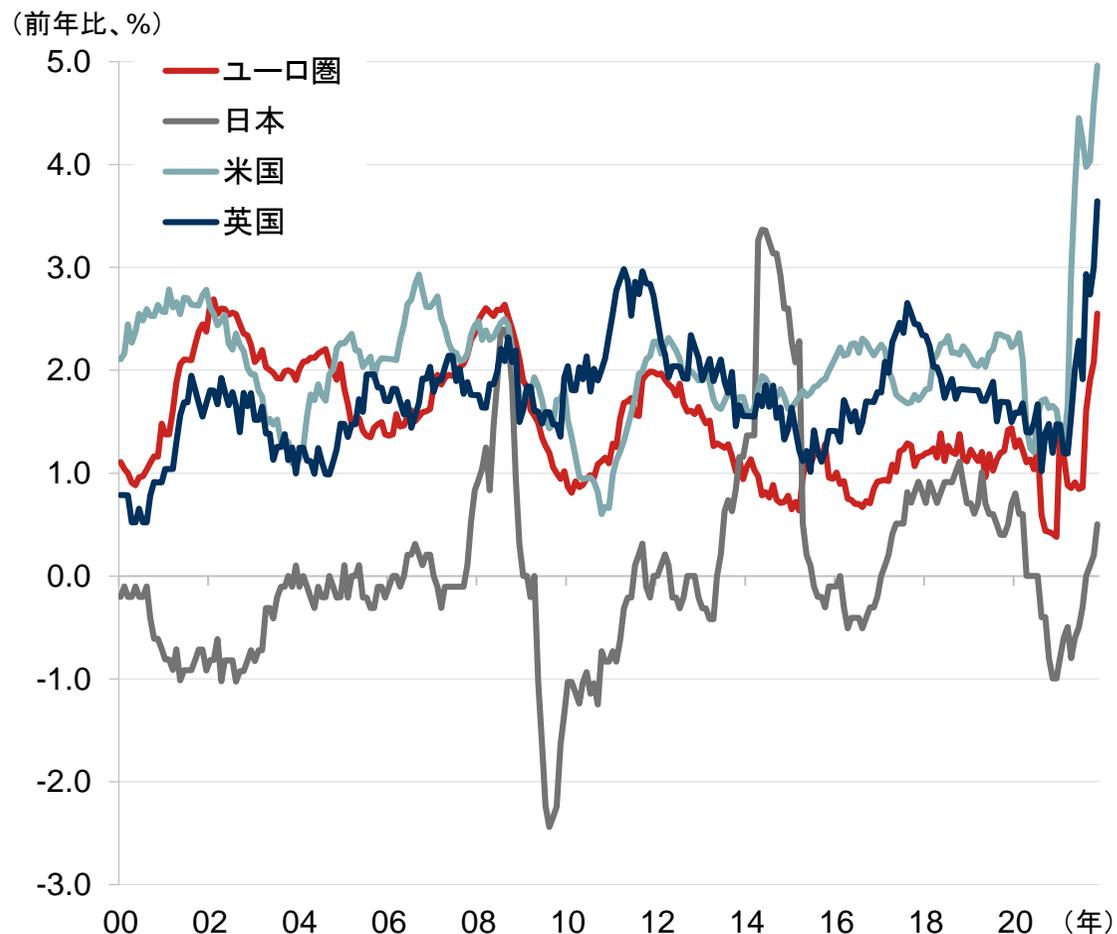


度重なる新型コロナウイルス感染症の流行の波にさらされながら、ワクチン接種の進捗にも支えられ、世界経済はようやく感染症収束への道筋を見出し始めている。先進国・地域と新興国・地域で、回復の程度、タイミングにはバラツキがあるものの、2022年には概ね過去の成長トレンドへの回帰が見通せる状況が期待できる。

注: IMF世界経済見通し2021年10月における各地域の予測値と、2010-19年のトレンドからの乖離率を示す  
出所: IMF(国際通貨基金)より野村作成

# 供給制約顕在化とインフレ加速懸念

## 主要先進国・地域のコア消費者物価インフレ率



注：日本のコアインフレ率は、消費増税、教育無償化要因を含む。コアは各国・地域ごとの定義による。

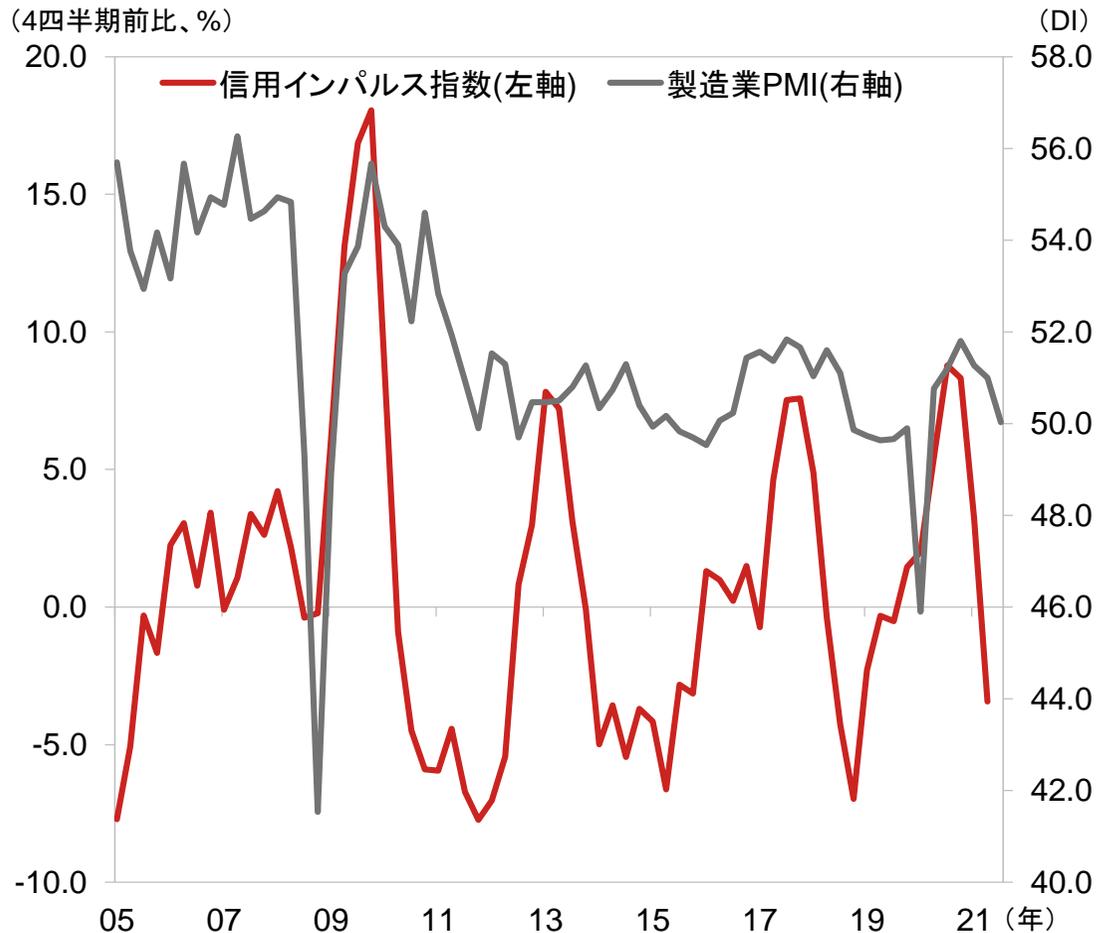
出所：Haver Analytics資料より野村作成

感染症収束に向けての「生みの苦しみ」とでも言うべき状況も生じている。感染症流行の下で、「巣籠もり特需」「ステイホーム特需」が発生した耐久消費財を中心に、半導体など部品の生産が追い付かなくなる供給制約が生じた。

供給制約に伴う需給の不整合は、原燃料、部品市況の高騰を通じて、インフレ加速を招いている。

# 中国景気悪化への不安

## 中国製造業PMI(購買担当者指数)と信用インパルス指数



注: 信用インパルス指数は、社会融資総量など、経済全般の信用量を表す統計から合成された、金融環境の緩和度／引き締め度を表す指数。

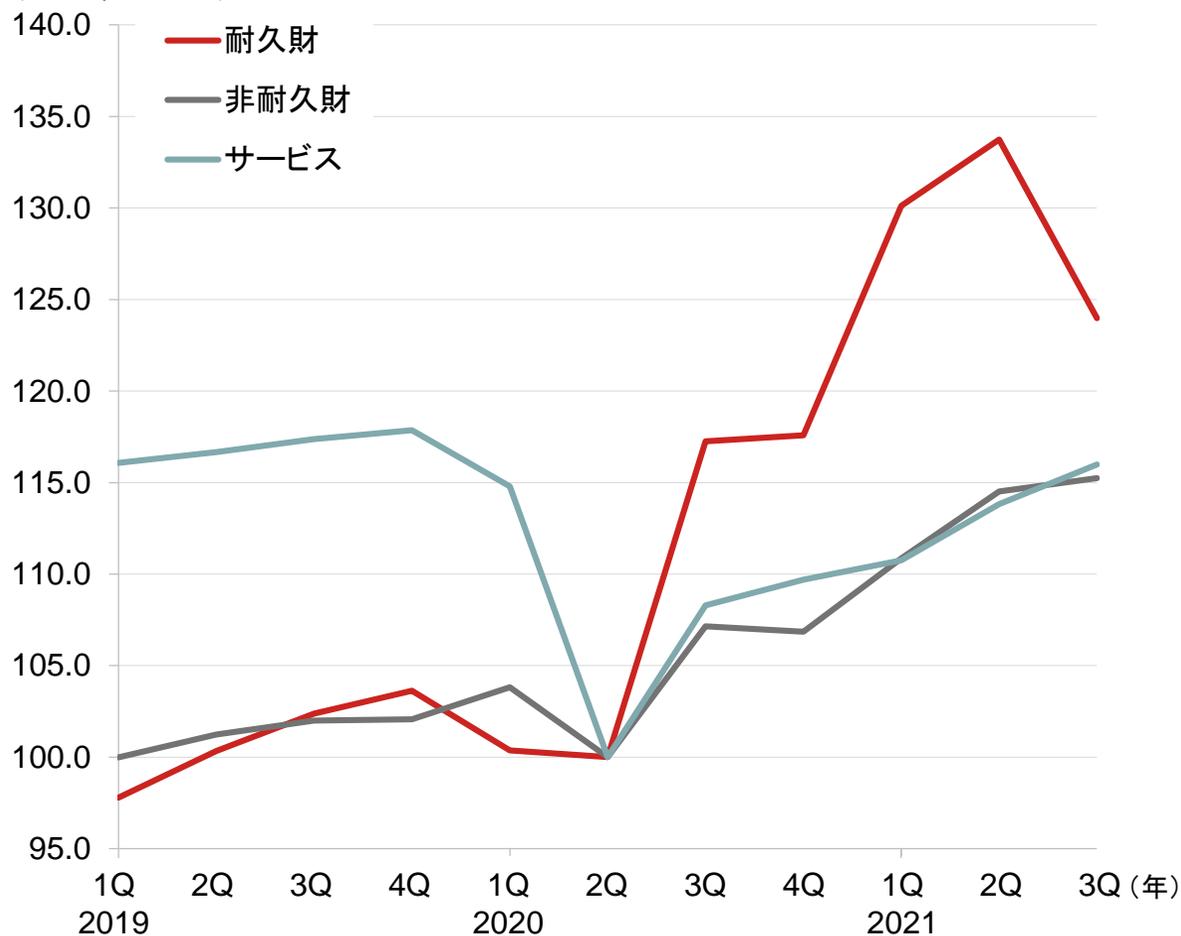
出所: Haver Analytics資料より野村作成

感染症収束に向かう世界経済に影を落としはじめているのが、中国経済の先行きに対する不安である。

先述の供給制約に伴う生産活動減速に加えて、習近平政権が打ち出している「共同富裕」と題する格差是正策が、さまざまな面で経済に対する規制・統制の強化に繋がり、経済活動にブレーキをかける懸念も高まっている。

## 米国実質民間消費の内訳

(2020年Q2=100)



出所: 米国商務省資料より野村作成

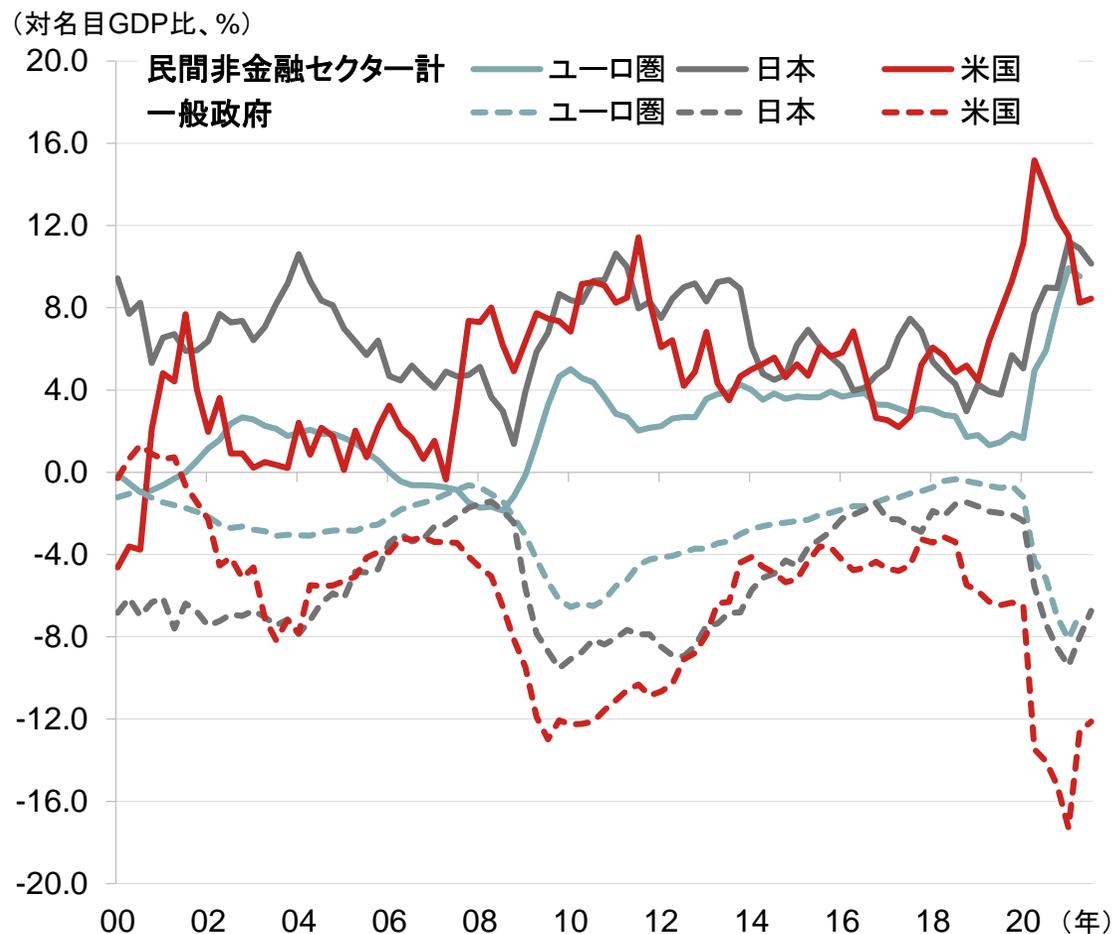
インフレ懸念や中国経済の悪化懸念、また、それらが組み合わさったスタグフレーション(高インフレと景気悪化の併存状態)懸念が、感染症収束に向かう世界経済の腰を折る恐れは低いと判断する。

感染症収束に伴う経済活動再開は、これまで「特需」が生じていた耐久消費財から、感染症流行の下で行動制限によって需要が抑えられてきたサービスへと需要の軸をシフトさせる。

これに伴い、供給制約が解消していくとともに、経済全体の需要は拡大を続けていくと考えられるからである。

# 金融面での不均衡発生の可能性は低い

## 日米ユーロ圏の部門別純貯蓄の推移

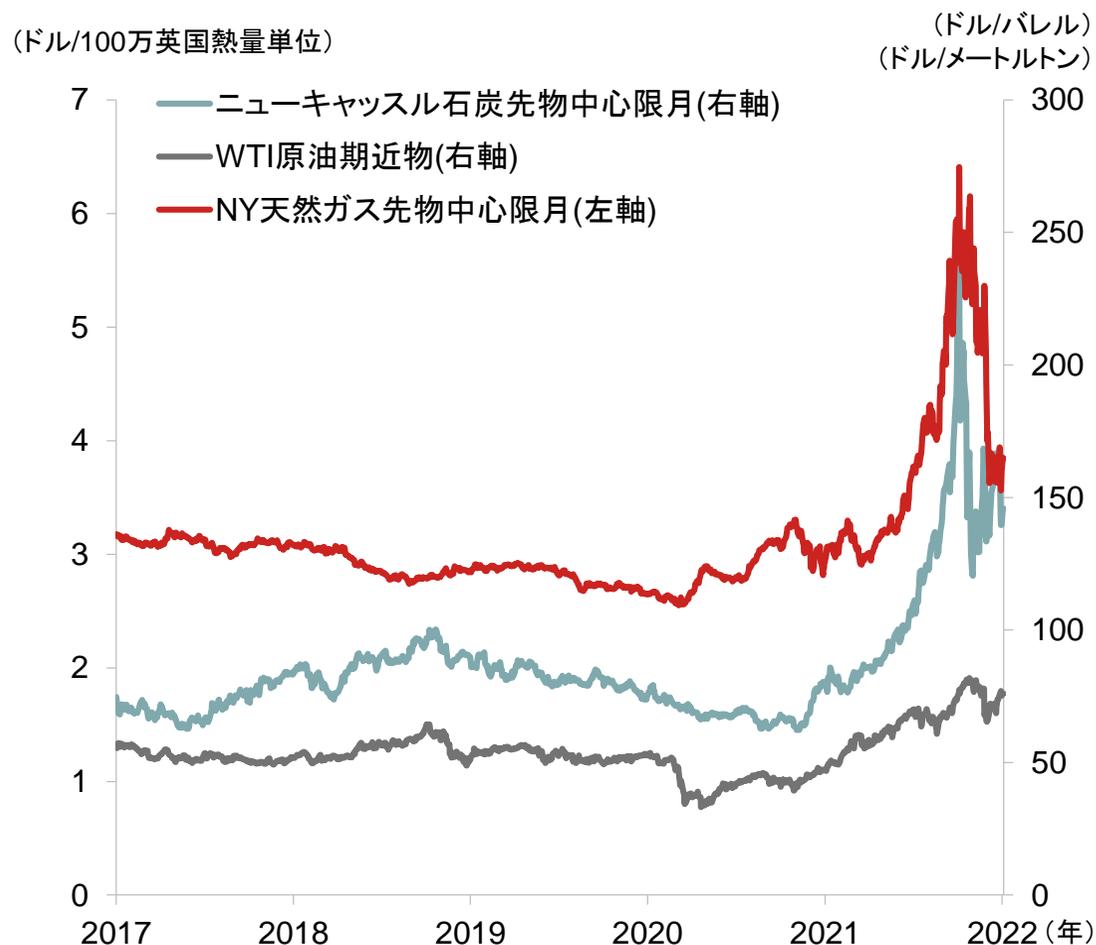


出所: 米FRB(連邦準備制度理事会)、ECB(欧州中央銀行)、日本銀行資料より野村作成

2021年の金融市場では、インフレ懸念を起点とする金融引き締めの前倒しや金利上昇が、経済活動再開の妨げになるとの懸念も生じた。

しかし、主要な地域の民間部門には、膨大な金余りが生じており、資金の需給バランスの点で大きな金利上昇が起きる可能性は低いと考えられる。感染症禍により支出が抑えられる一方、政策的に給付金の支給などを通じ家計や企業に資金の移転が行われた。結果的に、増加した民間部門の貯蓄は「強制貯蓄」とも呼ばれることがある。この「強制貯蓄」が金余りの源泉である。

## 主要化石燃料市況の推移



出所: ブルームバーク資料より野村作成

一方、やや長い目で見たとき、先述のスタグフレーションに対する懸念が完全には払拭しきれないのも事実であろう。

世界の主要国が主に2050年を目指して掲げるカーボンニュートラルー脱炭素化ーの目標は、皮肉にも、その実現によって需要が大きく失われる原油、天然ガス、石炭などの化石燃料において、今後、採掘や生産に向けた投資が実施されなくなるとの懸念を生じている。

結果的に、脱炭素が実現するまでの間、化石燃料には構造的な供給不足が継続するのではないかと懸念から、大幅な市況の高騰が生じ、世界経済におけるインフレ加速を持続させる恐れも意識されている。

\* グリーンフレーション=脱炭素化など環境対応加速により生ずる物価上昇率の加速(インフレーション)

# 非対称な経済活動再開のリスク

## 米ドル名目実効為替指数とドル円レート



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

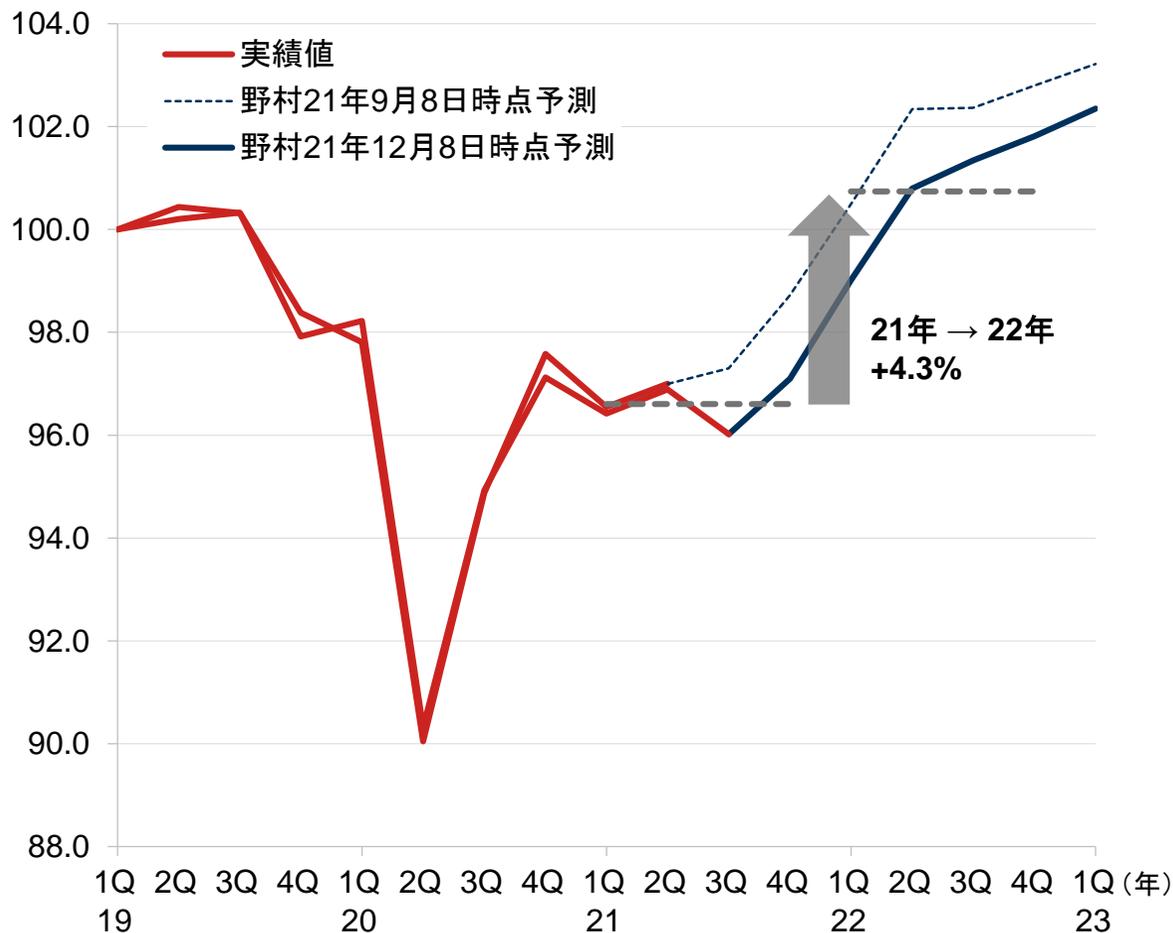
感染症収束に向けた金融政策の正常化が、世界経済全体に対してはストレスを及ぼす恐れもある。

特に、感染症収束の度合いと経済活動再開の程度に、先進国・地域、新興国・地域の間で格差が存在することを踏まえると、先進国・地域における金融政策正常化の先行が金利の上昇や通貨高、特に米ドル高を招いた場合、その裏側で新興国・地域からの資本流出やその結果としての金融環境の思わぬ引き締めを生じ、金融市場や金融システムを不安定化させる恐れがある点には警戒を要する。

# 本格化する国内の経済活動再開

## 実質GDP(国内総生産)の野村予測

(2019年1-3月期=100)



注: 実績値についても時点毎に改定されるため、過去系列が一致していない

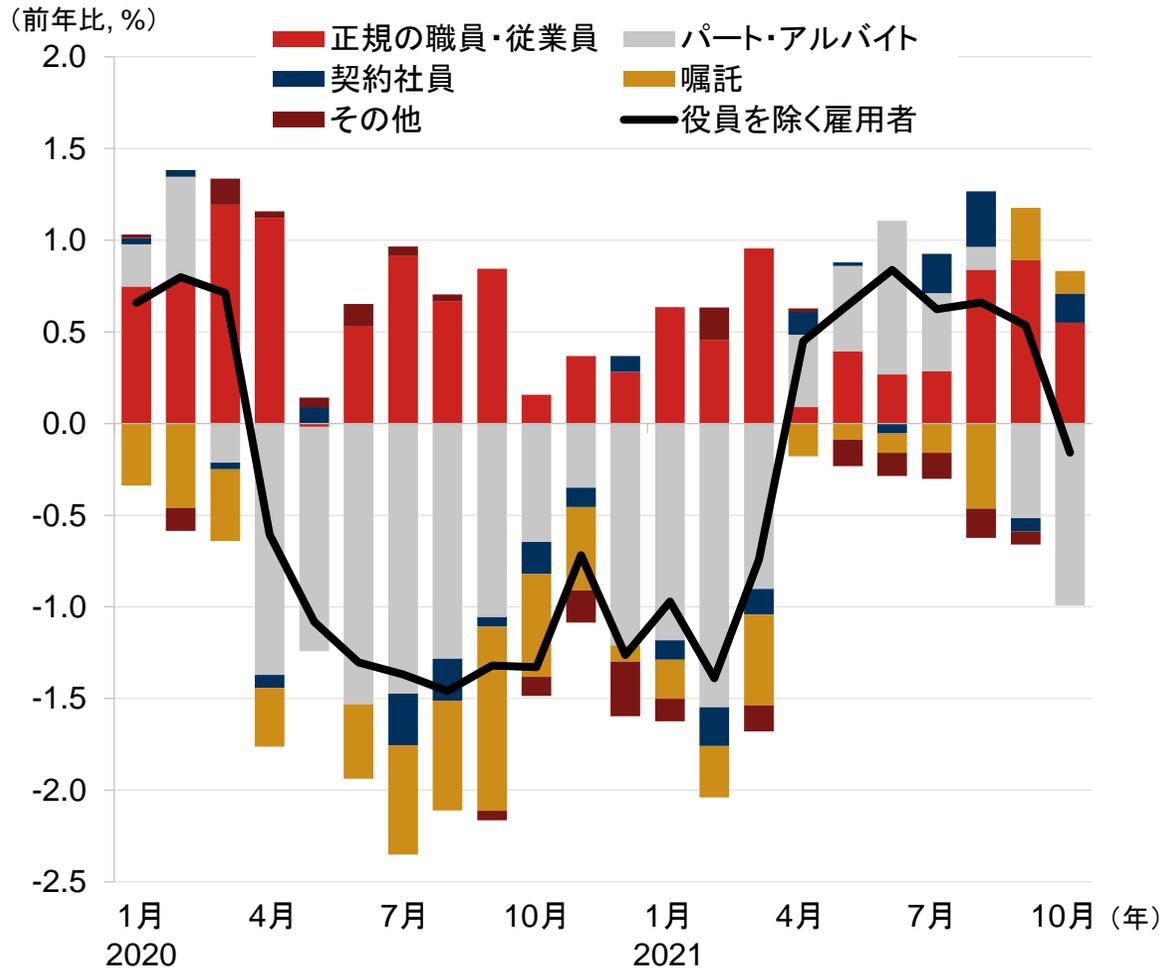
出所: 内閣府資料より野村作成

2022年の日本経済は、21年夏場に生じた感染第5波の影響や、供給制約を乗り越え、ようやく経済活動再開の本格化の段階を迎えると予想する。

供給制約の重しがとれた輸出、設備投資の企業関連需要、感染拡大防止のための行動制約から解放される家計需要が両輪となり、2022年は、日本経済の本来の実力である潜在成長力を大幅に超える、年4%以上の実質GDP(国内総生産)の成長が実現すると野村では予想する。

# 回避された大幅な雇用変動

## 雇用形態別就業者数の推移



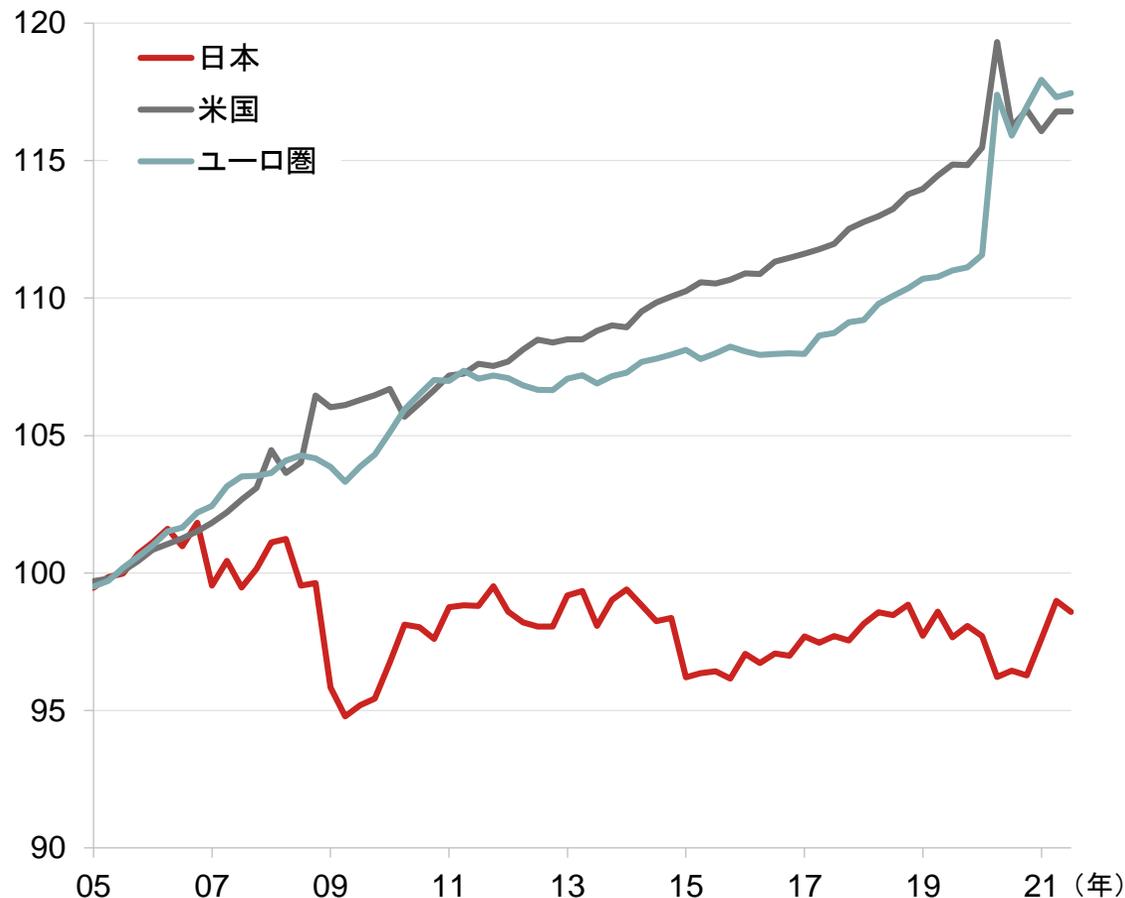
出所: 総務省資料より野村作成

感染症収束の下で日本の経済活動再開が比較的速やかに進むと判断する一つの根拠は、国内における大幅な雇用調整が回避された点にある。家計の雇用・所得環境は、失業率の急上昇が生じた米欧諸国に比べれば大幅な悪化を免れた。その分、経済活動再開局面において、雇用や家計所得が回復の足かせとなる恐れが小さいと考えられる。

大幅な雇用調整が回避されたことは、一方で、雇用の流動性の低さに象徴される日本型の雇用慣行や雇用システムの変革が進まなかったことも意味する。感染症収束による経済活動再開の次のフェーズにおいては、こうした点が日本経済にとって大きな課題となる可能性がある。

## 日米ユーロ圏の1人当たり実質賃金の推移

(2005年=100)



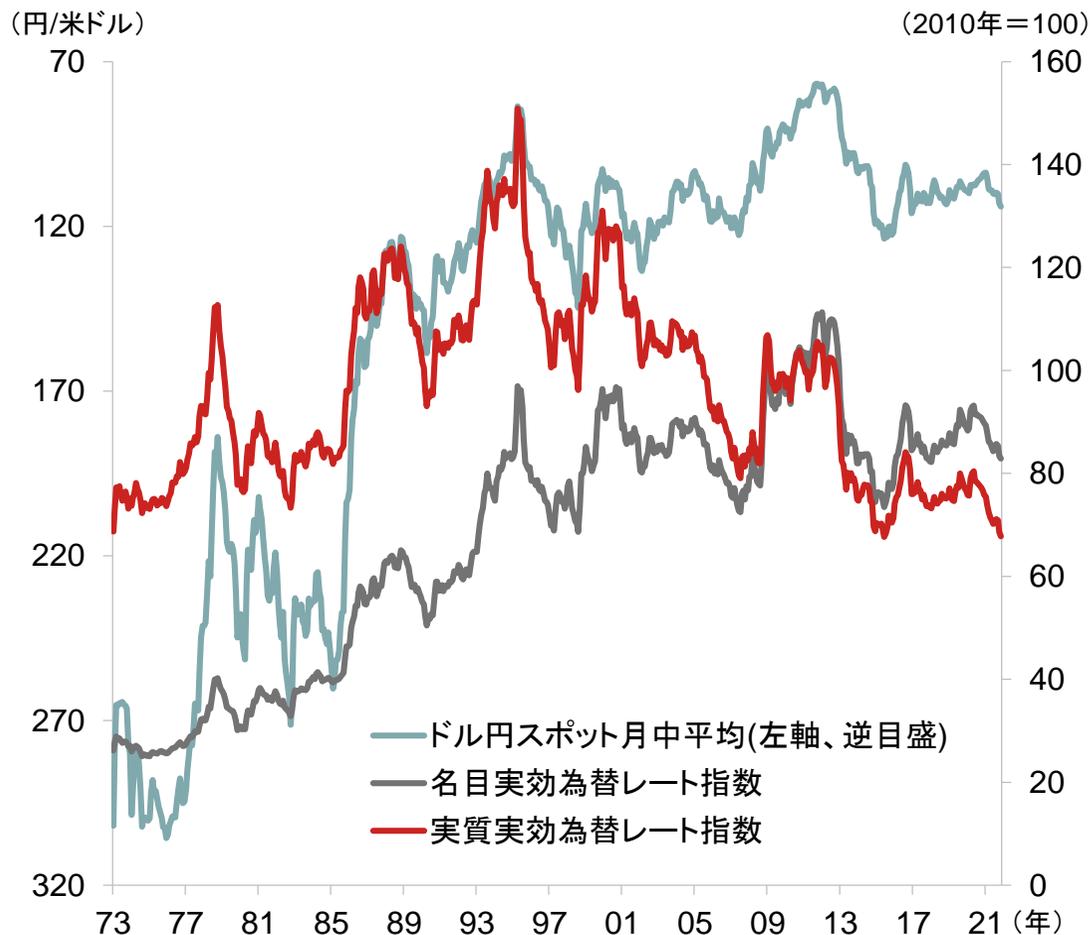
出所: Haver Analytics資料より野村作成

感染症禍を経ても日本型の雇用慣行や雇用システムが維持された実態は、従来問題となってきた海外と比べた場合の国内の賃金低迷、停滞も温存されている可能性を示唆する。

岸田政権は、賃上げ税制の強化、公的制度報酬引き上げなどを通じ、この問題に取り組む姿勢をみせている。しかし、本質的な労働市場の構造改革に手を付けずに低賃金、賃金上昇率停滞の解決を図るのは困難であると予想される。

# 「安すぎる日本」のデメリット

## ドル円レート、円実効為替指数の推移



出所: 日本銀行資料より野村作成

感染症収束に向け、低賃金、賃金上昇率の低さという課題の解決は従来以上に急務でもある。

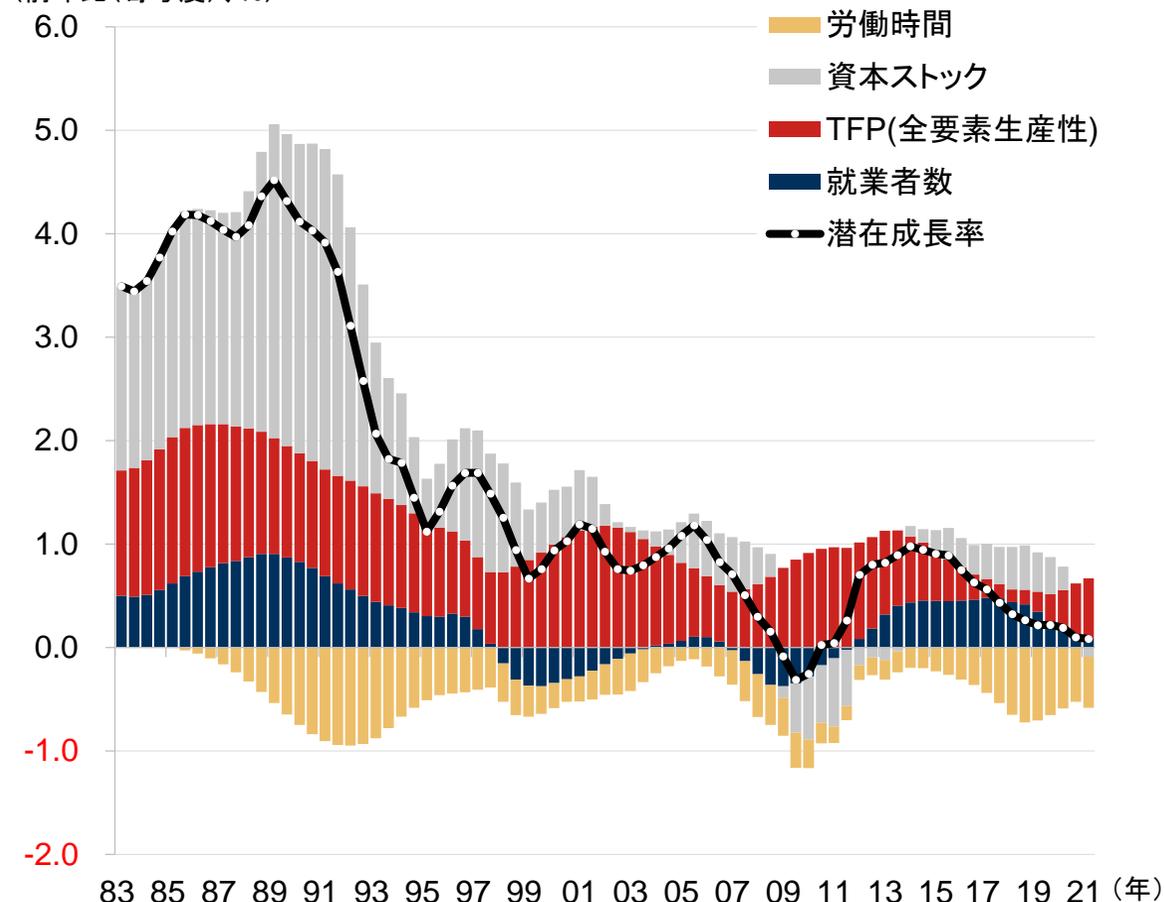
世界経済がインフレに晒され、また、海外で金融政策正常化に伴う金利上昇が生じ、それを受け円安が進行すると、内外の物価差は一段と顕著なものになる。

これは、われわれ日本国内の居住者が、将来的には突如内外の物価差に直面し、日本円の購買力の著しい低下を実感させられるリスクが蓄積していることを意味する。昨今、「安すぎる日本」「安すぎる円」に関する問題提起が各所から行われている所以でもある。

# 再び日本の潜在力を引き上げるために

## 日本経済の潜在成長率とその要因分解

(前年比(寄与度)、%)



出所: 日本銀行資料より野村作成

「安すぎる日本」の罠から逃れるには、われわれ  
が一人当たりで生み出す付加価値を高め、それ  
に見合った対価としての報酬を得るシステムを  
構築していくことが正攻法である。

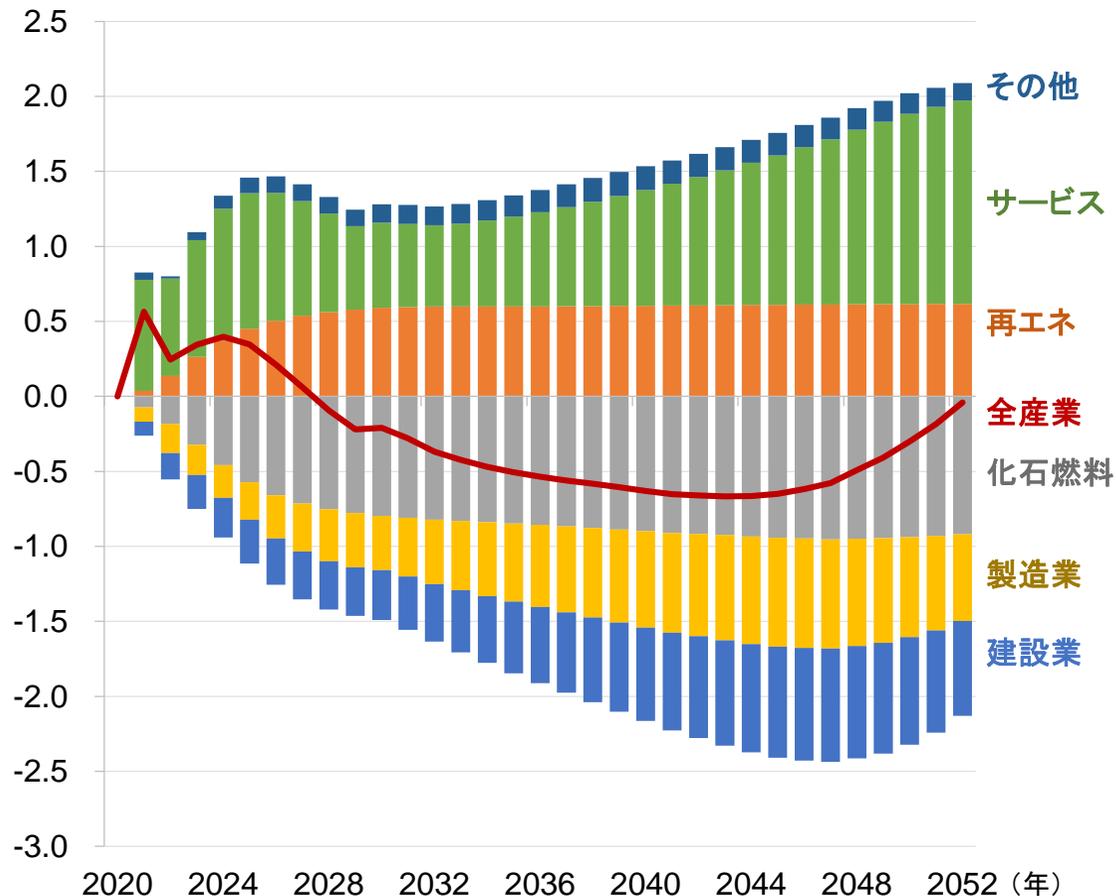
また、そのことが、生産性の引き上げを通じ、日  
本経済全体としての潜在力を高めることにもつ  
ながるはずである。

政策的な取り組みとしてのリカレント教育(学び  
なおし)やリスキリング(新たに技能を身につける  
こと)も重要であるが、民間企業やその従業員  
レベルでも、人的資本への投資の重要性を再認  
識し、取り組みを加速していくことが求められる  
だろう。

# グリーン、デジタルが迫る構造改革

## 脱炭素化によるグローバル雇用への影響(IMF推計値)

(ベースライン比、%)



注: IMFによる推計値。気候変動緩和政策によって、各国・地域の温室効果ガス排出量が2050年までに80%減少する場合を想定が想定されている。具体的には、(1)炭素税率の段階的な引き上げ、(2)インフラ投資や再エネ補助金を含むグリーン経済刺激策の実行、(3)家計への補償的移転、などが政策として取られた結果である。なお、気候変動による経済的損害も回避された計算となっている

出所: IMF(国際通貨基金)資料より野村作成

感染症流行の渦中であって、世界経済では大きな構造変革の芽が膨らんだ。感染症流行の下で否応なしに求められた新しい働き方は、これまで以上にデジタル化のスピードを速めた。さらに、一昨年2020年11月の米大統領選を経てバイデン政権が誕生したことも一つの後押しとなり、脱炭素化への流れも一挙に加速した。

脱炭素化を例にとっても、さまざまな産業ごとに優勝劣敗を明確に生じさせる大きな構造変革であることは間違いなさそうである。こうした大きな構造変革の荒波の中で、個々の企業が勝ち組になるための取り組みを加速させること、政府が、国内に勝ち組をできる限り増やす政策を打ち出すことも、感染症を乗り越えて日本経済が再発展していくためのカギとなるだろう。



**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。法律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：2022年1月4日

当資料は、2022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。

**NOMURA**