日本経済中期見通し 2020

-Worry を探せ：「極低温」経済が動く原理-

目　次

Ⅰ．はじめに

Ⅱ．世界経済は「極低温」状態

1. 「低成長」の世界経済
2. 「極低温」の意味

Ⅲ．なぜ「極低温」か：Gordon の仮説

1. 革命的技術革新が世界を大きく変えるのは一度だけ
2. 革命的技術革新は予想できる

Ⅳ．Worry を探せ：「極低温」が動く原理

1. 満足度が高い生活を続けること＝サステナビリティの価値
2. 社会貢献意識の向上とリスク

Ⅴ．Worry A: 環境問題

1. 「環境短観」に見る環境ビジネスの可能性
2. 環境ビジネスの牽引役としての地球温暖化防止ビジネス
3. 日本の生産側統計に見る環境ビジネス
4. 国内リユース市場の拡大

Ⅵ．Worry B: 健康問題

1. 楽しむための運動から「健康」のための運動へ
2. 家計のスポーツ関連消費は過去最高水準
3. フィットネスクラブの利用が拡大
4. 高齢者はフィットネス消費、若者は運動用具類の支出が多い
5. 高齢化でスポーツ施設利用は増加傾向を維持
6. 運動用具類は健康志向が高まり続けるかが鍵

Ⅶ．Worry C: 人手不足

1. 人手不足問題への二つのアプローチ
2. 非製造業に立ちはだかる「アイデアの壁」
3. 「高齢者―現役世代ギャップ」で見る今後の人手不足
4. 人手不足版「ルイスの転換点」来たりなば
5. 人手不足インフレ下の金融政策と為替レート

Ⅷ．Worry D: 日本型雇用慣行

1. 日本型雇用慣行の概要
2. 日本型雇用慣行の外堀が埋まり始める
3. 高齢化も企業が人件費政策を見直す要因
4. 賃金抑制は離職を招くか
5. 今後は 50 歳代の人件費管理が重要に

Ⅸ．Worry E: 低金利問題

1. 世界的な低金利の進行と定着
2. 構造的な低金利定着＝中央銀行の非力化
3. 低金利が持続可能ではなくなる契機 - 金融機関経営に対するストレス
4. 低金利定着のストレスが及ぼす金融機関の経営革新
5. 革命的な金融機関のビジネスモデル変革の必要性と可能性
6. 低金利定着がもたらすマクロ的変革(a) - 財政依存の高まり
7. 低金利定着がもたらすマクロ的変革(b) - 基軸通貨、国際通貨システム革新の可能性

Ⅹ． Worry F: 財政問題

1. 金融政策が財政依存を強めるとき
2. 魔法の不等式：名目経済成長率＞名目長期金利
3. 財政拡大への賛否両論
4. 「極低温」経済を前提とした低金利持続と財政赤字の持続可能性
5. 金利上昇に克てる経済成長押し上げ実現が財政の持続力維持のカギ

Ⅺ． 反グローバリズムのリスク

1. 反グローバル化という妖怪
2. 反グローバル化の起源(a) - 実体経済的側面
3. 反グローバル化の起源(b) - 金融的側面
4. 日本が反グローバル化から一線を画す理由
5. 日本は反グローバル化から無縁でいられるか？

Ⅻ． シナリオ別の中期経済見通し

1. 世界経済の前提
2. 原油価格の前提
3. シナリオ区分の考え方
4. メイン・シナリオ - 「極低温」継続
5. ダウンサイド・シナリオ - ヘリマネ、反グローバル政策導入
6. アップサイド・シナリオ - 「極低温」からの健全な脱却

XIII. 終わりに

野村證券金融経済研究所　経済調査部

美和　卓、桑原　真樹、岡崎　康平、棚橋　研悟、髙島　雄貴、新井　真、大越　龍文

要約と結論

1. 世界的に極度の金利低下が進んでいる現状を、我々は「極低温」と名付けた。大きな背景は経済成長力の低下であるが、それは既に生活水準が高いことの裏返しでもある。「極低温」において人々の関心は、水準の高い今の生活を脅かし得る心配事＝Worry を探し出し、解決することに向かうのではないか。
2. 様々な心配事＝Worry

   環境問題・・・環境ビジネスの景況感は良く、生産統計でも環境関連業種は堅調である。環境問題への対処は長期的な成長機会の一つでもあろう。

   健康問題・・・健康志向の高まりとともにスポーツ関連支出が増加している。健康を害するリスク低減を目的としたスポーツ関連ビジネスにチャンスがあろう。

   人手不足・・・人手不足解消のための省力化投資は長期的なテーマであろう。省力化がうまくいかない場合に賃金が急増するリスクにも配慮したい。

   日本型雇用慣行・・・賃金カーブのフラット化とともに転職が増える兆しが見られる。労働市場流動化がより進めば日本の生産性向上につながろう。

   低金利問題・・・金融機関へのストレスがビジネスモデル変革に、中央銀行へのストレスが国際通貨制度変革につながる可能性に注目したい。

   財政問題・・・低金利継続の中で財政政策を積極活用することの当否は、政府支出拡大が生産性向上に結び付くか否かに依存しよう。
3. 日本は反グローバリズムの潮流から一線を画してきたが、国内労働市場の門戸開放、円金利市場のドル化が進んでおり、何らかのきっかけで反グローバリズムが台頭する可能性は否定できない。
4. 日本経済中期見通し

   メイン・シナリオ・・・「極低温」が継続。サステナビリティを維持する方向へ緩やかな変化が続く。

   ダウンサイド・シナリオ・・・世界経済大幅悪化とともに採用されたヘリコプター・マネー政策が奏功せず、溜まった不満を背景に反グローバリズムが強まる。

   アップサイド・シナリオ・・・転職がさらに活発化して日本型雇用慣行が事実上崩壊、労働市場の流動性とともに労働生産性が高まる。

Ⅰ．はじめに

本年の日本経済中期見通しでは、長引く低金利状態に正面から向き合ってみたい。

マイナスの利回りをもつ債券の総額が世界で 10 兆ドル以上にのぼるなど、低金利状態は極限まで来ている印象がある。今の世界の状態は、「極低温」経済と呼ぶにふさわしい。利回りが極度に低い世界は、金融業にとっては決して居心地の良い世界ではないだろう。しかも、近い将来に金利が意味のある形で上昇するような気配も見えにくい。過去 1 年でより明らかになったのは、低成長・低インフレといった現象が日本だけのものではないという点であろう。米国においてすら、FRB(米連邦準備制度理事会)が、長期的なインフレ率停滞のリスクを念頭に金融政策の在り方を変えようとしている。

そうであるならば一層のこと、「極低温」状態をつきつめて考え、「極低温」だからこそ起こる変化を捉えられないだろうか。物理の世界でも、極低温は静止状態ではなく、常温では起こらない超流動や超電導が起こる。現実の経済において、「極低温」だからこそ起こる変化とは何か。

結論から言えば、「極低温」を動かす原理は、心配事＝Worry を探せ、である。世界が「極低温」なのは成長力が落ちているからであるが、成長力が落ちたのは生活水準が既に高いからだ。そのような世界において人々の関心は、既に水準の高い今の生活を脅かし得る心配事＝Worry を探し出し、解決することに向かうのではないか。より月並みな言葉を使えば、サステナビリティ（持続可能性）がより追求される、ということになる。

我々の生活を脅かし得る心配事＝Worry はたくさんある。本稿では、環境問題、健康問題、人手不足、日本型雇用慣行、低金利問題、財政問題を取り上げた。これらの問題への取り組みは、日本経済の形を変え得るとともに、投資チャンスも生み出すだろう。

ただ単に心配事＝Worry が減っていくだけであれば、それは理想的な世界に感じられるかもしれない。しかし問題は、解決すべき心配事＝Worry の種類が、人や国によって異なり得ることだ。グローバリゼーションによる生活水準の向上という目標が曲がりなりにも共有されていた時代が終わり、各国がそれぞれ独自の心配事＝Worry 解決に乗り出した場合、異なる価値観がぶつかり合うことになる。「極低温」経済が抱える最大のリスクは、国際紛争であり、反グローバリズムである。今後も日本がそれと無縁であり続ける保証はないだろう。

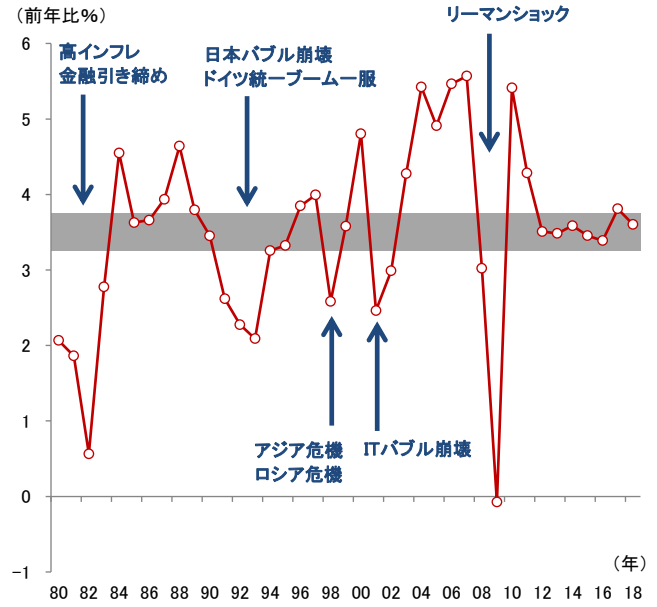
上方リスクがあるとすれば、心配事＝Worry の解決が、そのまま日本の成長機会獲得に直結するような場合であろう。産業構造の変化に直面し、様々な問題を引き起こしている日本型雇用慣行が大きく変わる場合には、企業の利益率改善、技術革新力の向上などにより日本経済の成長力が一段高くなることが期待できよう。

Ⅱ. 世界経済は「極低温」状態

1. 「低成長」の世界経済

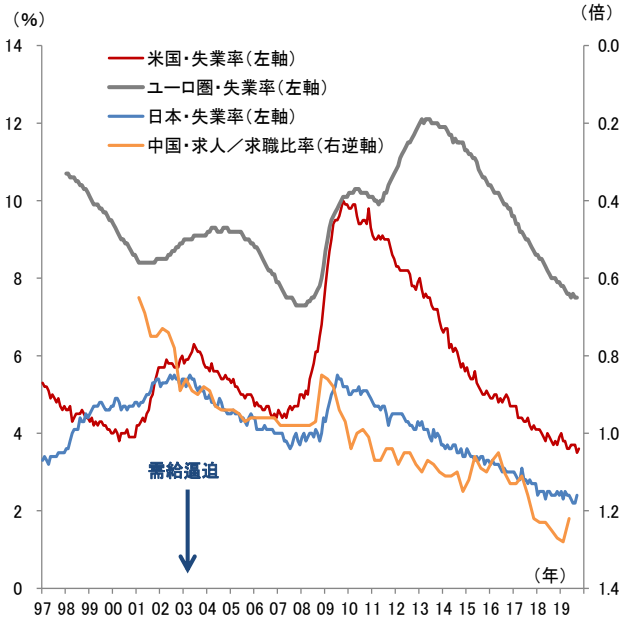
IMF(国際通貨基金)によれば、世界の実質 GDP 成長率は 2012 年以降 18 年までの 7 年間、概ね 3%台半ばで推移してきた(図表 1)。過去において、景気が良い時には成長率は優に 4%を超え、逆に景気が悪いと 3%を大きく下回るのが常であったのと比較すれば、安定ぶりが目立つ。我々は以前、このように大きく改善もしなければ悪化もしない経済情勢を、「低成長」と名付けた。成長率は「低」いが、低くてもある程度は「成長」する、という二つの意味が込められている。

図表 1: 世界実質 GDP 成長率



出所: IMF(国際通貨基金)より野村作成

図表 2: 主要国・地域の労働需給指標



出所: 米労働省、Eurostat、日本総務省、中国人力資源社会保障部より野村作成

「低成長」には理由がある。成長率が「低」いのは、2000 年代の中国におけるインフラ投資ブームのような、経済成長の牽引役が見当たらないためである。一方、低くてもそれなりに「成長」するのは、世界的な少子高齢化のトレンドの中で労働市場が逼迫しており(図表 2)、多少の景気減速ではリストラと個人消費抑制の悪循環が生じないためである。新たな成長の牽引役が登場しない限り、また労働需給の逼迫状況が変わらない限り、「低成長」状態は変わらないであろう。

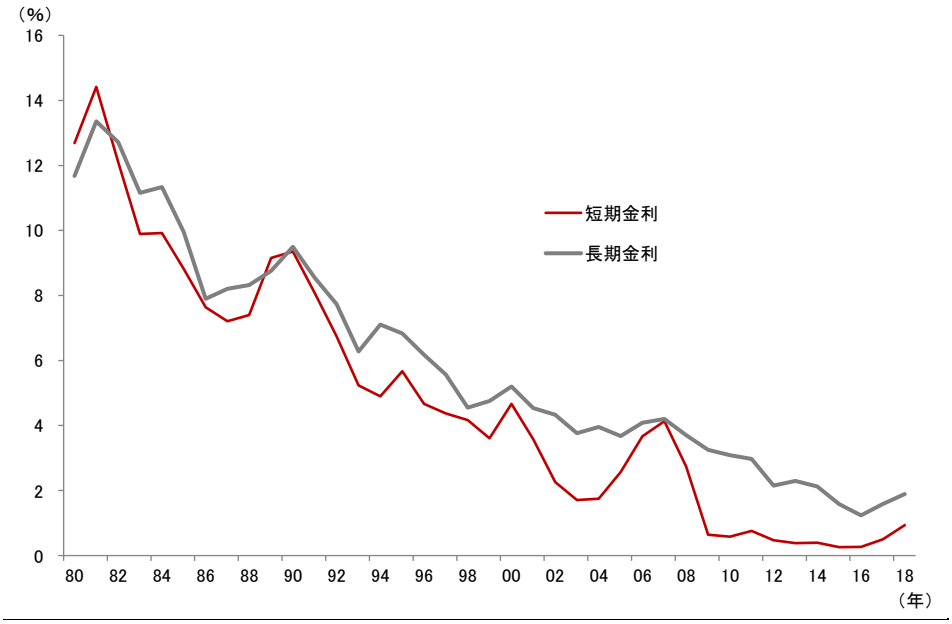
2. 「極低温」の意味

3%台半ばの成長であれば、平均的には過去と変わらず、それほど悪くないとの見方もできるかもしれない。しかし、金利水準が過去と大きく異なる点は重要である(図表 3)。08 年のリーマンショック以降、先進国ではゼロ金利を通り

越してマイナス金利も珍しくなくなってきた。3%台半ばの「低成長」は、歴史上例を見ない金融緩和環境の中でようやく達成されているとも解釈できる。世界の経済成長力は、実質的には低下していると考えざるを得ないであろう。

ここでは、成長力の低下を背景として、金利が限界近くにまで低下してしまった状態を念頭に、世界経済は「極低温」状態にあると表現したい。

図表 3: 先進国の金利の推移



注: 豪州、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、ニュージーランド、スペイン、英国、米国の金利を、購買力平価ベース名目 GDP で加重平均。「短期金利」「長期金利」の定義は国・期間によって異なる。

出所: IMF(国際通貨基金)、ブルームバーグより野村作成

Ⅲ. なぜ「極低温」か：Gordon の仮説

1. 革命的技術革新が世界を大きく変えるのは一度だけ

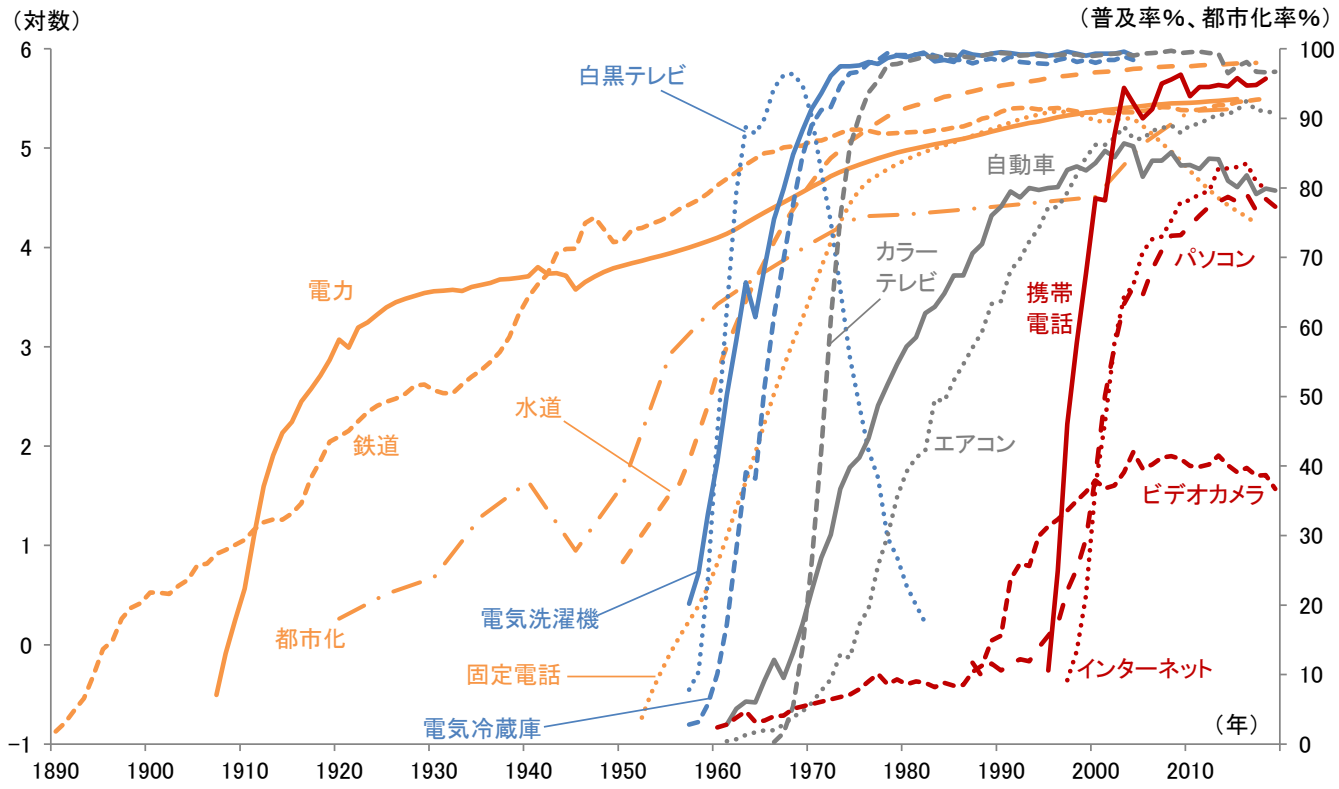
あらためて、「極低温」となるまでに成長力が低下した理由を考えてみよう。数年前に注目を集めた長期停滞論で主張されたように、世界の人口は成長していても人口成長率は低下傾向にあり、世界経済の成長力低下の大きな原因になっていると考えられる。問題は、人口成長率の低下を相殺して余りある労働生産性の向上、最終的にそれを生み出す技術革新が生じるかであるが、一般的には技術革新の将来を予測するのは難しいとされている。

ここで援用したいのは、Gordon('The Rise and Fall of American Growth', 2016)の仮説である。今日でも、技術革新は日々起こっている。ただし、革命的な技術革新が生活を一変させる過程で成長率を大きく押し上げるのは、それぞれの技術革新につき一度だけである、という仮説だ。

たとえば、日本では明治維新の後に鉄道が敷設され始め、水道や電力や固定電話が普及し始めた。1950～60 年代には三種の神器と呼ばれた電気洗濯機、電気冷蔵庫、白黒テレビが、1980 年代には新三種の神器と呼ばれたエアコン、

カラーテレビ、自動車が普及した。1990 年代以降はパソコン、インターネット、携帯電話の時代となっている(図表 4)。これらの技術革新が我々の生活を大きく変えたことは間違いない。今後も、我々を取り巻く住環境、交通手段、通信手段においては技術革新が進み、より使いやすく快適なものになっていくだろうし、それに伴い我々の生活水準≒GDP も上昇を続けていくと考えられる。

図表 4: 家計の生活水準の向上



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

しかし、これらのいずれについても、急速に普及率が上昇し、経済成長率を押し上げるステージは過去のものとなっている。鉄道、自動車、テレビ、インターネットなどは、これからもより便利なものになっていくだろうが、鉄道がない状態からある状態へ、自動車がない状態からある状態へ、テレビがない状態からある状態へ、インターネットがない状態からある状態へと変化した時ほどの「変化率」を生み出すことはないだろう。これが、Gordon の仮説の一つ目である。

2. 革命的技術革新は予想できる

もちろん、これから社会を大きく変えるような革命的な技術革新が新たに起これば、「極低温」からの脱出も不可能ではないだろう。そして、技術革新はいつどのような形で生じるか予想できない、というのが一般的な理解だ。それは

裏返せば、革命的な技術革新はいつ起こってもおかしくない、ということでもある。

それに対し、Gordon の二つ目の仮説は、技術革新は予想できる、というものである。Gordon は、モータリゼーションも AI(人工知能)も、それらが実現するはるか以前から人々の想像力の中で語られていたと主張する。「人間が想像できることは、人間が必ず実現できる」(ジュール・ヴェルヌ)との言葉が示すように、技術革新は人々が想像したからこそ実現する、という仮説だ。

そうだとすれば、「極低温」からの脱出があるか否かは、我々が次の革命的技術革新を想像できるか否かにかかっていることになる。ここからはまさに想像の世界になるが、AI、ビッグデータといった言葉に象徴されるデジタル革命は、今後も我々の生活を大きく変えていく予感がある。ただし、人間の労働を代替し、情報という名の資本が自己増殖していくような技術革新は、GDP 成長率の文脈で言えば低成長を助長し、金利低下を促す類の技術革新だと考えることができる。

空飛ぶ車や宇宙旅行は、いずれ技術的に可能になるのかもしれず、実現すれば今の生活が大きく変わる可能性もあるだろう。ただし、仮にそうだとしても、それらが社会を大きく変えてしまうほどまでの影響を持つまでには、まだ時間がかかると想定しておいた方がよいのではないだろうか。近い将来に実現しそうな、革命的な技術革新を想像するのは、今のところ難しい。

資本の蓄積が進んでいくと限界的なリターンが低下していくという予想自体は、経済学では基本的なものである。ケインズ(「雇用・利子及び貨幣の一般理論」1936)は、金融緩和を続けて金利が非常に低くなる状態を「資本家の安楽死」と呼んだ。ケインズ自身は、貧富の格差是正の観点から、資本家が支配的な力を失う「資本家の安楽死」状態を肯定的に評価していた面がある。しかし、ケインズの時代ほど資本家と労働者が明確に区別されない現在、我々は「極低温」経済で何が起こるかについてより具体的に考えなければならないだろう。

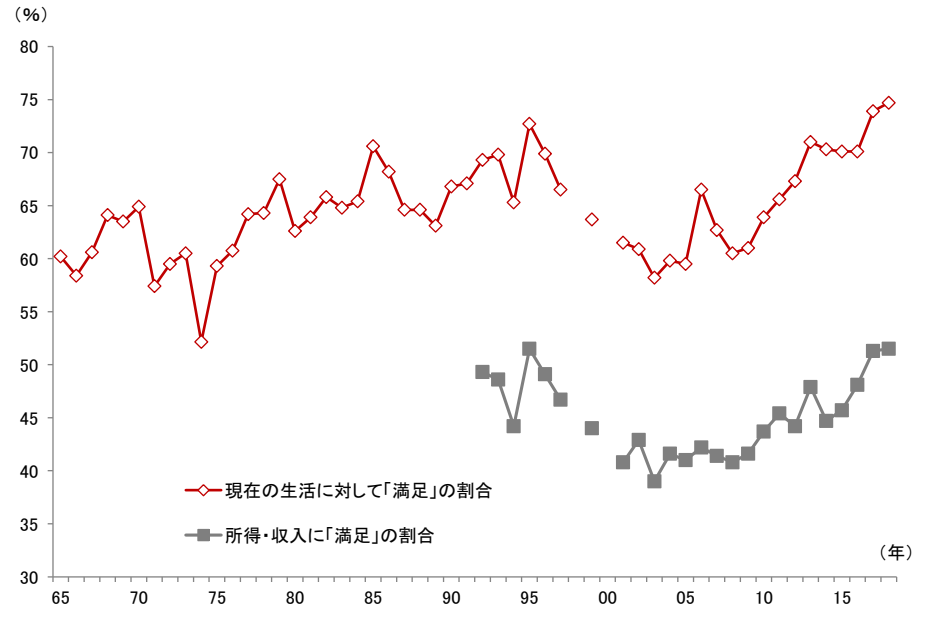
Ⅳ. Worry を探せ：「極低温」が動く原理

1. 満足度が高い生活を続けること＝サステナビリティの価値

ここで発想の転換を図ろう。物理の世界では、「極低温」状態は静止状態ではない。そこは、摩擦がゼロとなって超流動や超電導が生じる、驚きに満ちた世界である。同様に、今の世界経済が「極低温」であっても、そこには「極低温」特有の変化があるかもしれない。

既に見たように、技術革新が起きてはいてもその規模が小さくなっているのが「極低温」の世界であり、基本的に変化率が小さい世界である。かつてに比べ、今日と明日が大きく変わらない世界と言うこともできる。ただしそうなったのは、革命的な技術革新をいくつも蓄積してきたからであり、生活水準が高くなったからこそである。日本における世論調査では、現在の生活に満足と答える割合は、過去最高に達している(図表 5)。

図表 5: 内閣府「国民生活に関する世論調査」における国民の生活感覚



注: 1998 年、2000 年は調査が行われていないため、グラフが途切れている。
出所: 内閣府より野村作成

問題は、満足度の高い人々は何を求めるのか、という点にある。ここでの仮説は、満足度の高い今の生活が長く続くことを求めている、というものだ。もちろんこの世界は、今の生活を脅かし得る心配事＝Worry に満ちている。だとすれば、既に現在の生活に満足している人々は、その生活を脅かし得る心配事＝Worry を見つけ出し、解決しようとするだろう。月並みな言い方をすれば、サステナビリティの価値が相対的にあがり、人々はこれまでよりもサステナビリティを求めるようになる、ということでもある。

「極低温」の世界が動く原理は、サステナビリティの追求であり、「Worry を探せ」である。

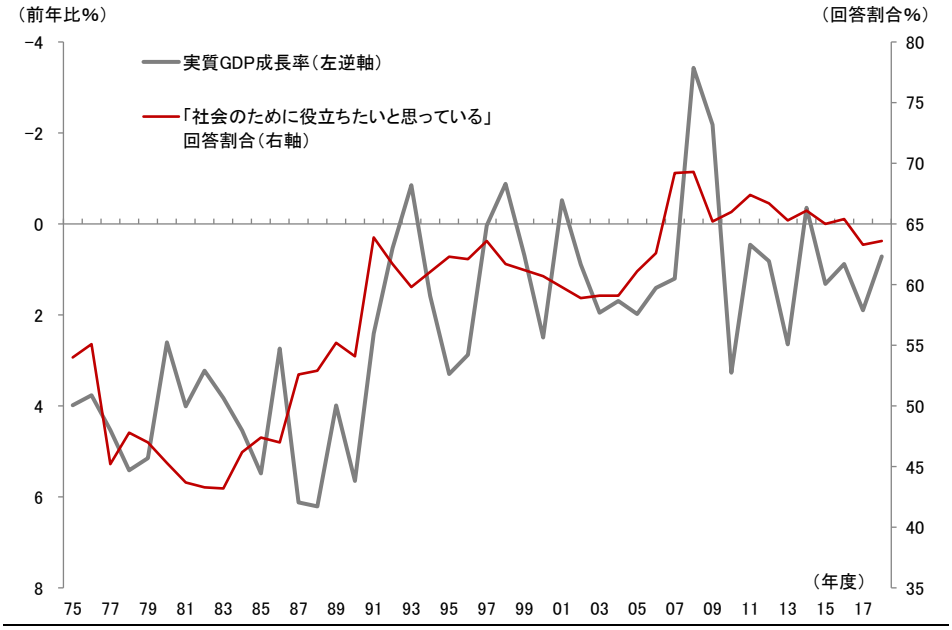
2. 社会貢献意識の向上とリスク

サステナビリティを確保するために心配事=Worry を解決しようという流れは、既に様々な形をとって現れているのかもしれない。近年の SDGs(持続可能な開発目標)や ESG(環境、社会、企業統治)の隆盛はその最たるものであろう。米国主要企業の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルが株主第一主義を見直し、全てのステークホルダーに配慮するとの宣言を行ったのも、同様の流れと見られる。賛否両論を伴いつつも、欧州を中心に若者による環境運動が活発化しているのも一例であろう。日本においては、ようやくではあるが消費税率が 10%へと引き上げられ、財政のサステナビリティに対して一定の配慮がなされた。サステナビリティの価値が上がっている、というここでの仮説が正しいのであれば、これらの動きは一過性ではないということになる。

以上の事例から推測できる通り、サステナビリティを向上させるための活動は、何らかの形で個人的・短期的な利益最大化と相反する場合がある。別の言い方をすれば、サステナビリティの価値が上がる世界は、社会貢献意識が高まって

いる世界ともいえそうだ。内閣府は、長年にわたって社会貢献意識に関する世論調査を行っているが、日本の経済成長率が低下するとともに社会貢献への意識が強まってきたことが分かる(図表 6)。経済が成熟する中でサステナビリティの価値が上がるという仮説と整合的であろう。

図表 6: 社会貢献意識と GDP 成長率



出所: 内閣府より野村作成

多くの人々が、自分のためにではなく社会のために行動する傾向を強めているのであれば、それは理想的なユートピア（理想郷）のように聞こえるかもしれないが、実際にはそうとは限らない。問題は、どこまでが自分にとっての「社会」であり、何がその「ため」になるかに多くの判断基準が存在する点であろう。たとえば、多くの人々にとっての「社会」の範囲が自分の属する国家であり、かつそれぞれの国家によって共有されている価値観が異なる場合には、グローバリゼーションを通じた経済厚生の向上という目的がまがりなりにも共有されていたこれまでと比べ、国と国との対立が先鋭化しやすいと考えられる。「極低温」がはらむ反グローバリズムのリスクについては、第XI章においても議論する。

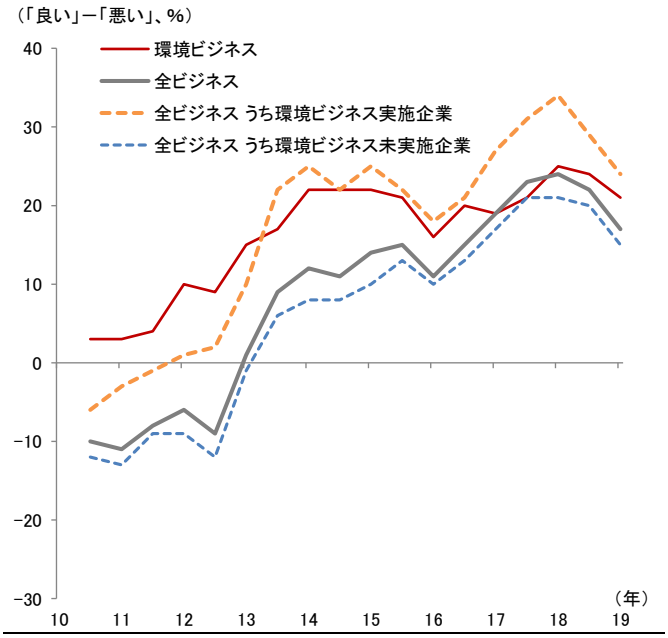
Ⅴ. Worry A: 環境問題

1. 「環境短観」に見る環境ビジネスの可能性

日本に限らず、地球規模で共有されている懸念の一つは、環境問題であろう。人間の産業活動は、どちらかと言えば地球環境に悪影響を及ぼすことが多かったと考えられる。サステナビリティの価値が上がる時代が到来しているのであれば、地球環境に悪影響を与えない、あるいはそれを改善するような産業活動が評価されるようになると予想される。ところで、実際のところ企業の環境ビジネスは儲かるのだろうか。

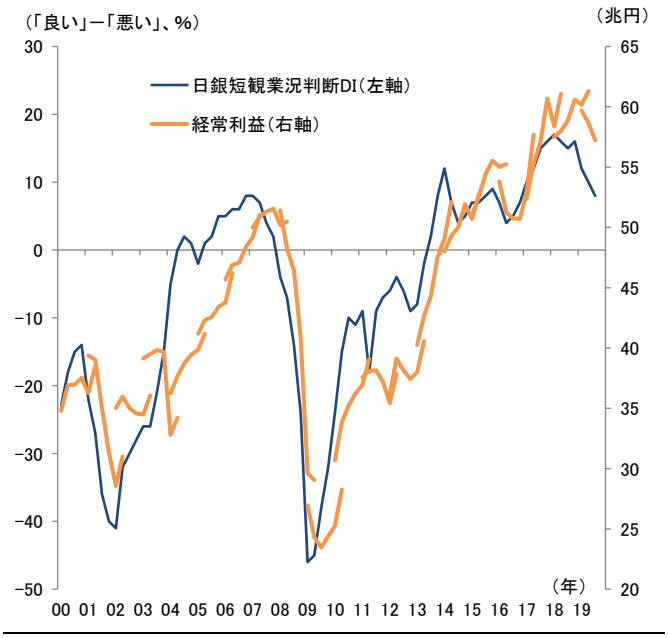
この点で参考になるのは、環境省による「環境経済観測調査」(以下「環境短観」)である。日本銀行は、景気動向を把握するために「日銀短観」を作成しているが、環境省の「環境短観」も同様の目的を持っている。調査項目にも類似性があるが、とりわけ環境ビジネスを対象としているのが特徴だ。環境短観における「環境ビジネス」は、「環境負荷を低減させ、資源循環による持続可能な社会を実現させる製品・サービス」のことであり、再生可能エネルギーや燃料電池車、自動車排気ガス浄化触媒、廃プラスチック製品製造、エコツーリズムなど、様々なものが含まれる。

図表 7: 環境短観における業況 DI



出所: 環境省「環境経済観測調査」より野村作成

図表 8: 日銀短観の業況判断 DI と経常利益



注: 全規模・全産業ベース。経常利益は、調査時点における調査対象年度のものを表示。

出所: 野村作成

環境短観における全ビジネスのうち、これら環境ビジネスのみの業況 DI を見ると、全体では 2010 年の調査開始以降、一貫してプラスの値をとっている。また、環境ビジネスを実施している企業と実施していない企業の業況 DI を比較すると、環境ビジネスを実施している企業の業況 DI の方が一貫して高めである(図表 7)。これらの調査における「業況」の定義は必ずしも明確ではない

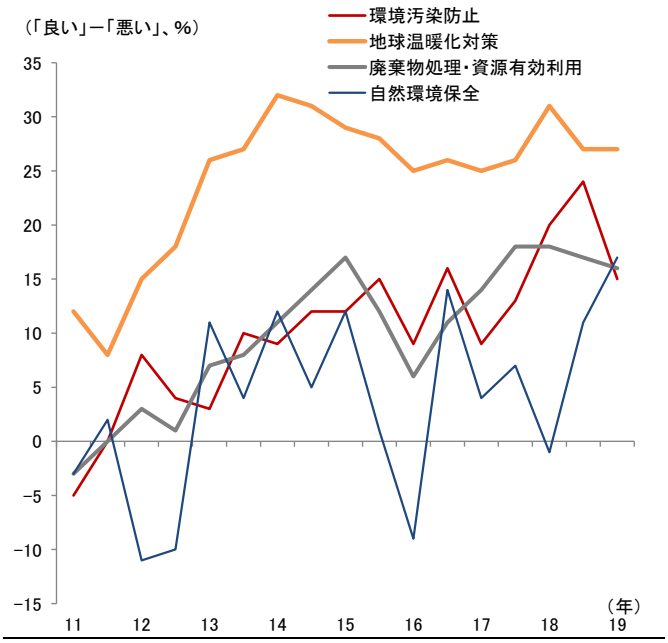
ものの、日銀短観においては「収益を中心とした全般的な判断」とされており、予想される利益水準が反映されるのは間違いないであろう。環境短観においては利益の金額を直接調査していないが、日銀短観の業況判断 DI と経常利益見通しを比較すると、明確な相関がある(図表 8)。環境短観において、環境ビジネスの業況 DI や環境ビジネス実施企業の業況 DI が高めであることは、環境ビジネスがある程度安定した利益を生んでいる可能性を示唆するのではないだろうか。

一般論として、環境に配慮した商品はその分コストが高くなりやすいと考えられる。それでもなお、環境ビジネスが利益を生んでいるのだとすれば、環境に配慮しているという理由で値段が高めの商品が受け入れられやすくなっていることを示唆するのかもしれない。国などによる環境規制でやむなく割高の商品を購入する場合もあるだろうが、そうした規制が導入されたという事実自体、社会全体の嗜好の変化を反映していると考えることもできよう。

2. 環境ビジネスの牽引役としての地球温暖化防止ビジネス

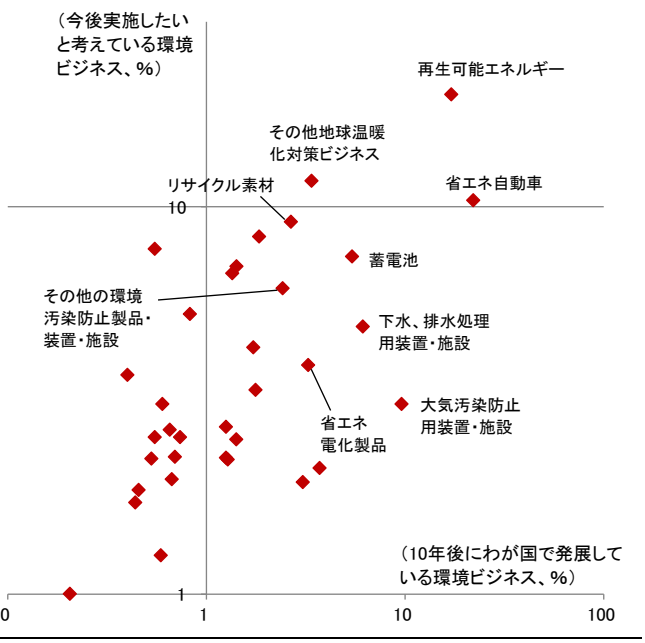
「環境ビジネス」をより具体的に見てみよう。環境短観では、環境ビジネスを大きく「環境汚染防止」、「地球温暖化対策」、「廃棄物処理・資源有効活用」、「自然環境保全」の 4 つに分類しているが(図表 9)、一貫して業況 DI の水準が高いのは「地球温暖化対策」である。当該項目には、「再生可能エネルギー」(風力発電、地熱発電など。太陽光発電は別途計上)、「太陽光発電システム」、「省エネルギー自動車」、「蓄電池」などが分類されている。

図表 9: 環境ビジネス業況 DI の内訳



出所: 環境省「環境経済観測調査」より野村作成

図表 10: 環境ビジネスに対する見通しと今後の取り組み



注: 注：アンケートに対する回答割合の対数をとった。2018 年 12 月、2019 年 6 月調査の平均値。

出所: 環境省「環境経済観測調査」より野村作成

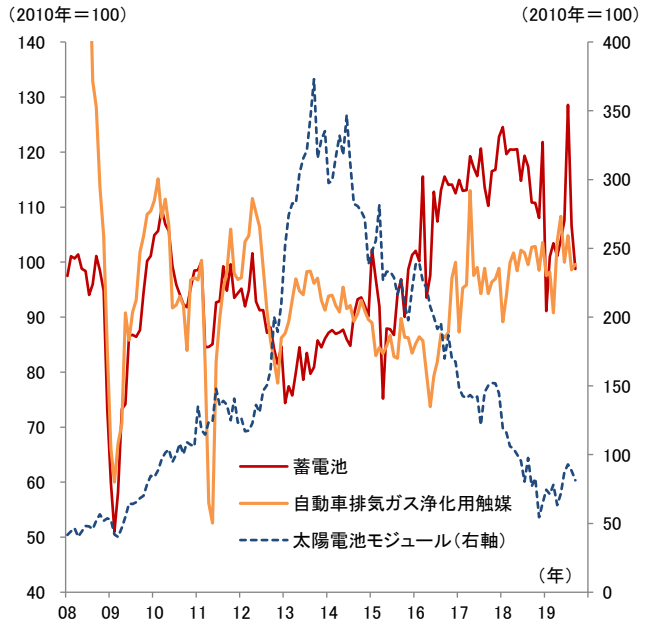
一方、企業が今後実施したいと考えているビジネス、10 年後にわが国で発展している環境ビジネスでも、「再生可能エネルギー」、「省エネ自動車」、「蓄電池」が上位にランクインしている(図表 10)。実際の利益の面でも今後の見通しの面でも、「地球温暖化対策」ビジネスが日本の環境ビジネスの牽引役であるようだ。

3. 日本の生産側統計に見る環境ビジネス

「地球温暖化対策」以外の環境ビジネスのうち、「環境汚染防止」や「廃棄物処理・資源有効利用」においても、業況 DI は比較的安定してプラスの値を維持している。前者には自動車排気ガス浄化触媒や水処理装置など、後者には産業廃棄物処理、リース・レンタル、中古品などが含まれる。

以上見てきたような環境ビジネスは、日本の生産統計にはどのように表れているのだろうか。鉱工業生産指数や第 3 次産業活動指数から直接的に抜き出せる環境ビジネスは限られているが、ここでは蓄電池、太陽電池モジュール、自動車排気ガス浄化用触媒、レンタル業(土木・建設機械レンタルなど)、自動車レンタル業、廃棄物処理業を取り上げてみよう。太陽電池モジュールは政府の太陽光発電政策の影響を受けて変動が大きくなっているが、その他の業種は全体的に比較的安定して推移しているようだ(図表 11、12。環境短観における環境ビジネスにはリース業も含まれているが、長期間にわたるリースは既に存在する設備を再活用するという意味での資源有効利用の性格が薄い場合もあると考え、ここでは取り上げていない)。

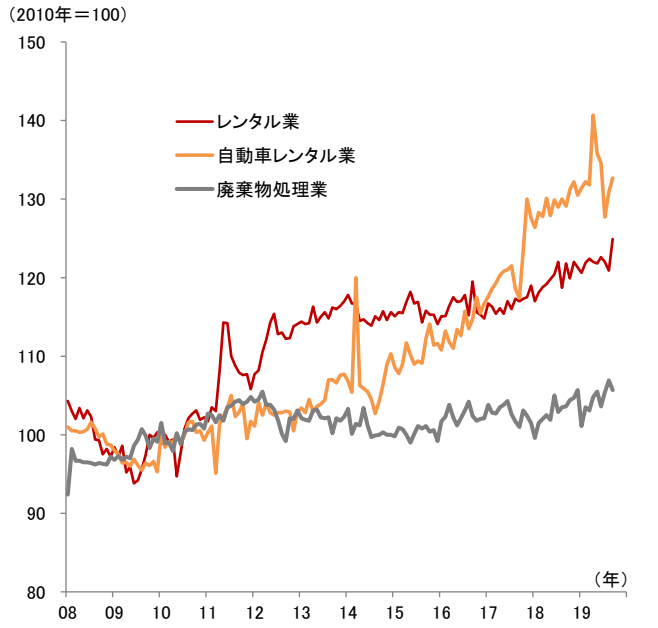
図表 11: 鉱工業生産に含まれる環境関連業種



注: 蓄電池は、鉛蓄電池、アルカリ蓄電池、リチウムイオン蓄電池の加重平均。

出所: 経済産業省より野村作成

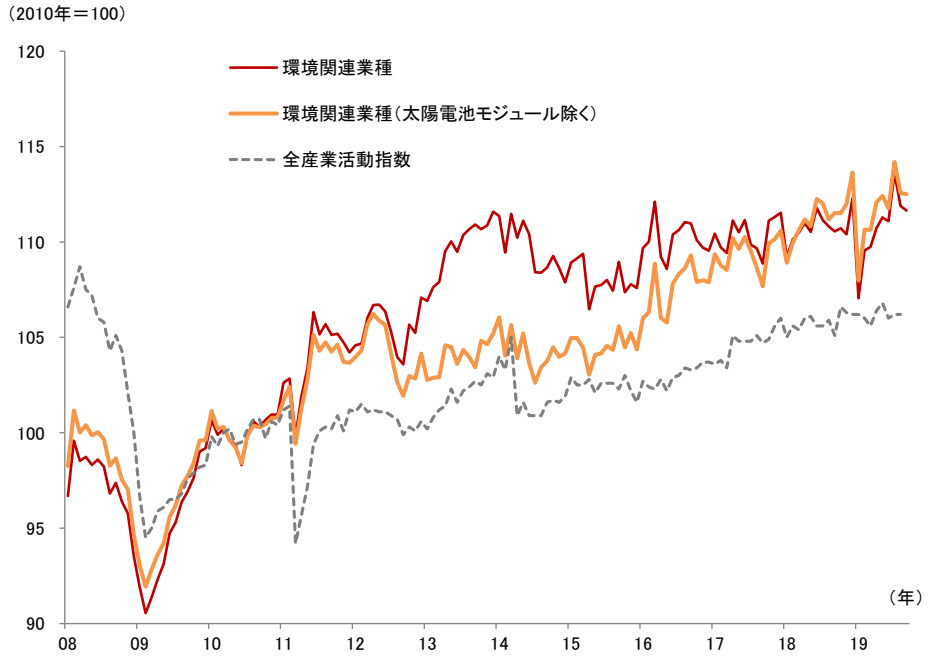
図表 12: 第 3 次産業活動指数に含まれる環境関連業種



出所: 経済産業省より野村作成

これら環境ビジネスを加重平均して「環境関連業種」指数を作成すると、概ね全産業活動指数を上回る推移が確認できる(図表 13)。環境関連ビジネスは、日本の生産面でも一定の役割を果たしていると言えよう。

図表 13: 全産業活動指数に含まれる環境関連業種



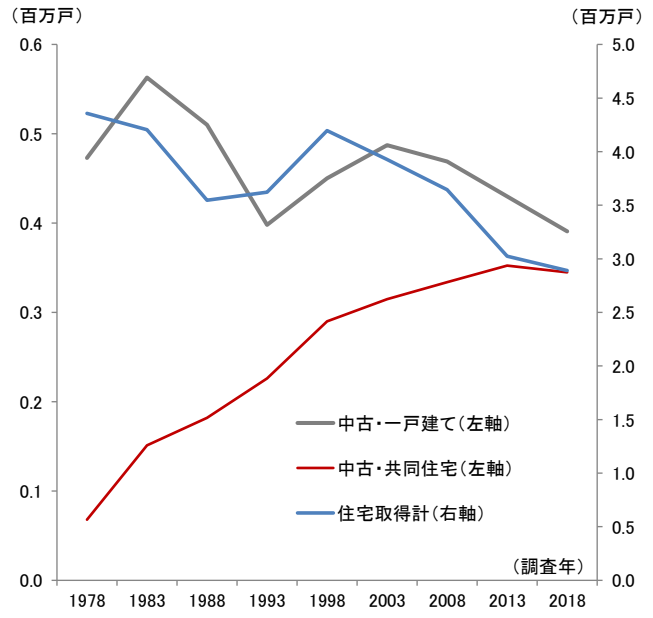
注: 環境関連業種は、鉛蓄電池、アルカリ蓄電池、リチウムイオン蓄電池、太陽電池モジュール、自動車排気ガス浄化用触媒、レンタル業、自動車レンタル業、廃棄物処理業の加重平均。
出所: 経済産業省より野村作成

4. 国内リユース市場の拡大

生産統計に表れにくいのが、中古品の流通である。日本ではいまだに中古市場が未発達とされる、住宅市場を見てみよう。総務省の「住宅・土地統計調査」によれば、直近 2018 年調査では、直近約 5 年間における総住宅取得数は 289 万戸であった(図表 14)。400 万戸を超えていた 1970 年代から減少傾向にあるのは、人口増加率の低下・人口減少が影響していると見られる。その中で、中古の一戸建て取得数は減少傾向にあるものの、マンションなどの共同住宅を中古で取得した数は、長期的に見て増加傾向にあるようだ。中古の共同住宅取得数は、2018 年調査では 2013 年に比べて減少したものの、総住宅取得数に占める割合は上昇を続けており、直近では約 12%となっている(図表 15)。

人々の意識も変わっている。家計を対象にした国土交通省の「住生活総合調査」によれば、今後の住み替え方法として新築にこだわる世帯の割合が低下、逆に中古の割合は上昇している(図表 16)。

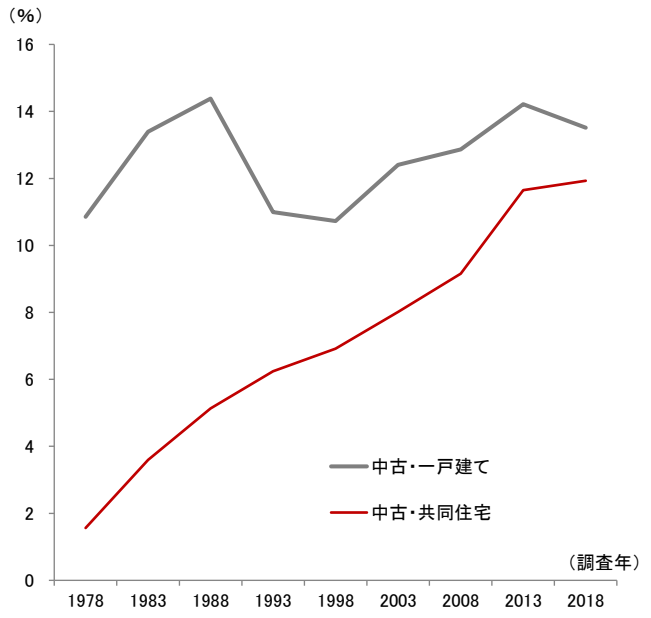
図表 14: 住宅取得戸数



注: 調査年までの約５年間における取得戸数。「住宅取得計」＝新築住宅の購入＋新築＋建て替え＋中古住宅取得(一戸建て＋共同住宅)とした。

出所: 総務省「住宅・土地統計調査」より野村作成

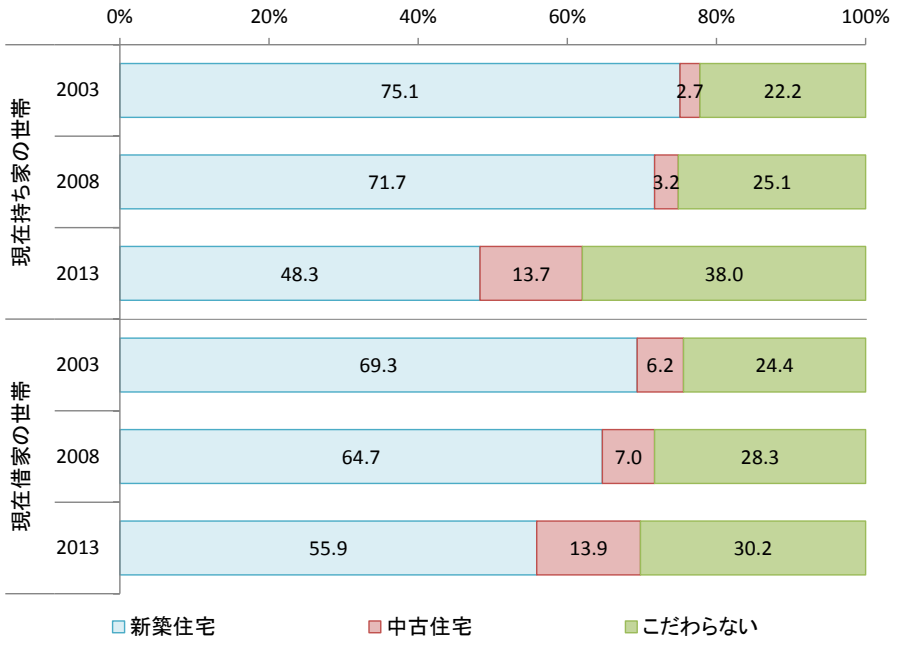
図表 15: 住宅取得に占める中古の割合



注: 調査年までの約５年間における取得戸数。住宅取得計＝新築住宅の購入＋新築＋建て替え＋中古住宅取得(一戸建て＋共同住宅)に占める割合とした。

出所: 総務省「住宅・土地統計調査」より野村作成

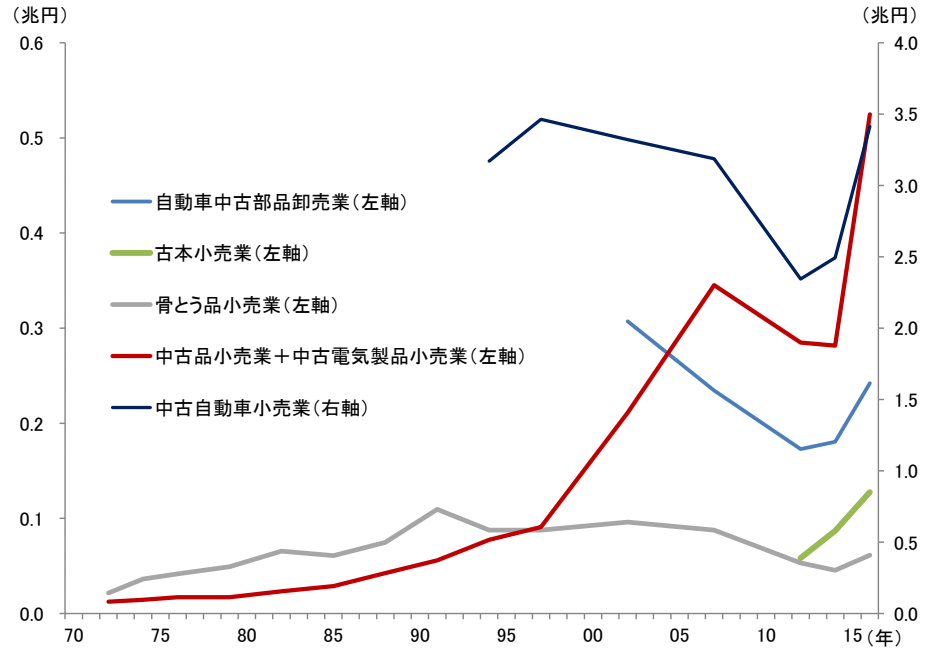
図表 16: 今後の住み替え方法（新築・中古）に関する意向



出所: 国土交通省資料より野村作成

環境省の「リユース市場規模調査」を用いて、中古品小売業の売り上げ動向も見てみよう(図表 17)。日本でも以前から中古自動車小売業の売り上げは 3 兆円を超えていた。一方、近年目立つのは、衣服、家具、ゲーム用ソフトなどを扱う中古品小売業(骨とう品を除く)の売上増加であり、2002～2016 年に約 2.5 倍、年率にして 6.7%増加した。中古自動車小売業の売上も、2014 年から 2016 年にかけては増加している。

図表 17: 中古品小売業の売上



出所: 環境省より野村作成

中古住宅やその他中古品市場が拡大するためには、まずもってストックの蓄積が必要であることから、中古品市場の拡大は長期的な経済成長に沿った傾向という側面もあろう。また、インターネットを含む情報技術の発達により、消費者同士を直接結び付けるビジネスモデルも発達しており、中古品がより身近になったことも影響したかもしれない。環境意識の高まりが中古品市場拡大の大きな理由ではないかもしれないが、それを後押しする要素とはなるだろう。

以上のように、環境に関連するビジネスは、全体として成長率が低い日本経済の中にあっては、長期的な成長分野の候補と言えるのではないか。統計の制約上、取り上げることができたのはごく一部であるものの、日本経済の先行きを考える上では無視できない要素であろう。

Ⅵ. Worry B: 健康問題

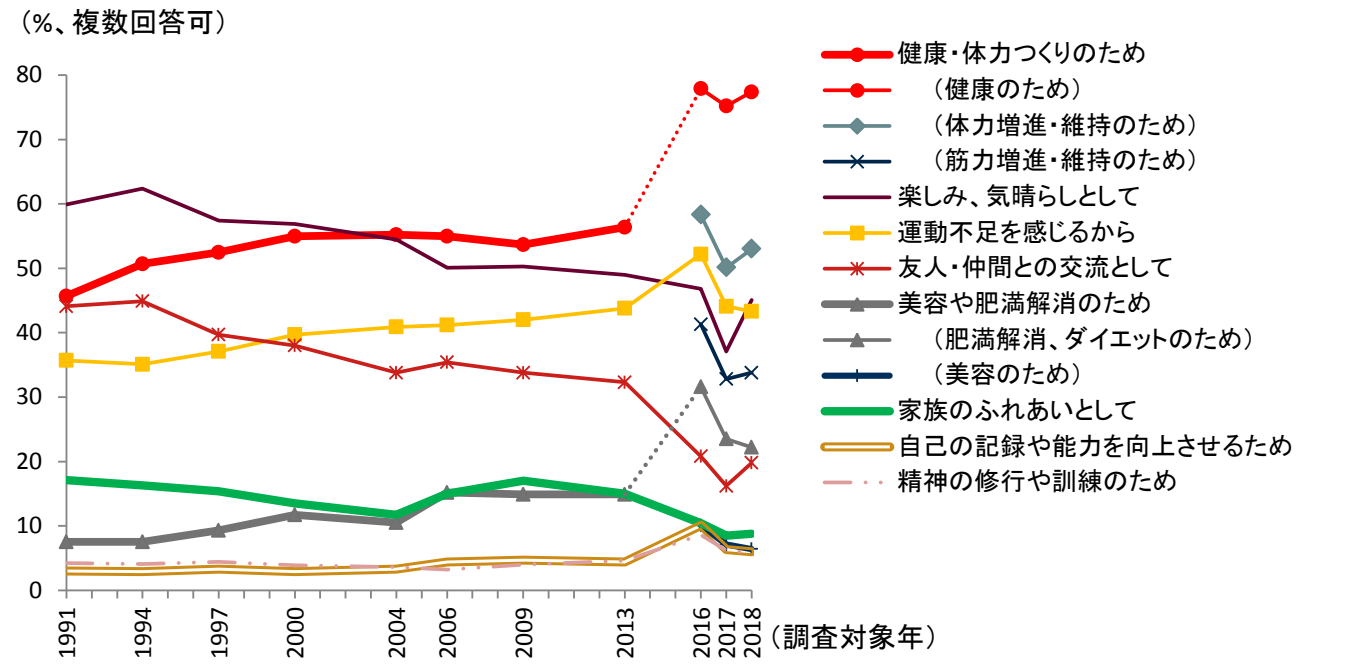
個人のレベルにおいて、今の生活を続けることに対する大きなリスクの一つは、健康を害することであろう。そのため、今の生活がこの先も続いて欲しいと願うのであれば、「健康」を維持するための出費は惜しまなくなるかもしれない。一般的に、健康を維持するためには、栄養素のバランスのとれた食生活を心掛ける、睡眠を十分にとる、あるいは病気になった際には、受診する、薬を服用する等、様々な方法があろうが、ここでは運動・スポーツに着目したい。

1. 楽しむための運動から「健康」のための運動へ

文部科学省(2015 年 10 月からは同外局のスポーツ庁)が行っているアンケート調査の結果を見ると、運動をする理由が時代とともに変わってきていることがわかる(図表 18)。調査開始当初の 1991 年調査においては、運動やスポーツを行った理由として最も多かった回答は「楽しみ、気晴らしとして」であった。しかし、同項目を回答した割合は次第に低下してきた一方で、二番手であった「健康・体力つくりのため」を回答した割合は基本的に上昇が続いた結果、2004 年調査では順位が逆転した。

2016 年調査からは調査方法がやや異なるため、単純な時系列比較は難しいが、少なくとも調査方法が同じ直近 3 年分において「健康のため」が最大の理由、次が「体力増進・維持のため」となっており、健康のために運動・スポーツをするという現象は、現在進行中であると言えよう。

図表 18: スポーツの実施状況等に関する世論調査



注: 1. 1991～2013 年は体力・スポーツに関する世論調査の結果。2016 年からはスポーツの実施状況等に関する世論調査の結果。2. 2004 年結果までは 3 つまでの複数回答。2006 年結果からはいくつでも回答可。3. 凡例で括弧書きになっている項目は 2016 年調査からの回答項目。2016 年調査からはそれまでの「健康・体力つくりのため」は「健康のため」・「体力増進･維持のため」・「筋力増進･維持のため」に分割されたと想定されるが、複数回答であるため、最も大きい「健康のため」を便宜的に点線で繋いだ。「美容や肥満解消のため」も同様に「肥満解消、ダイエットのため」と繋いだ。4. 調査がなかった年は線形補間した値。

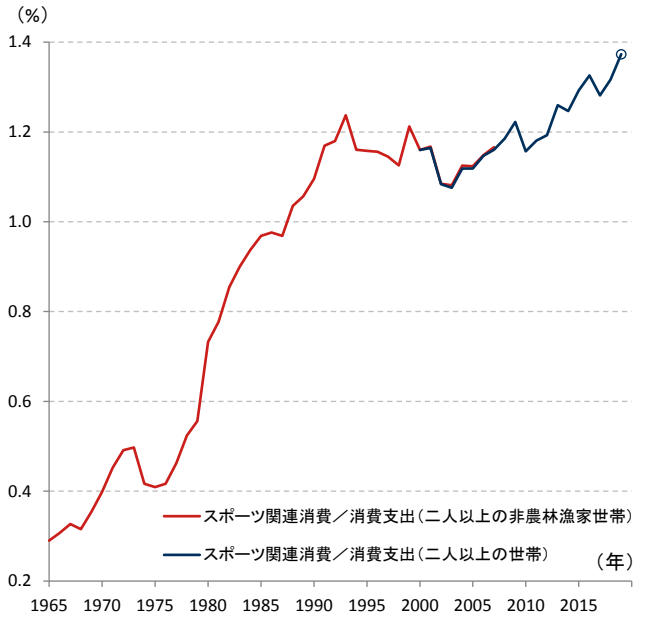
出所: 文部科学省、スポーツ庁より野村作成

2. 家計のスポーツ関連消費は過去最高水準

実際に、近年のスポーツ消費支出は増加し続けている。総務省「家計調査」の消費支出に占める「スポーツ」に「スポーツ月謝」を加えたものを「スポーツ関連消費」と定義しよう。その消費支出全体に占める割合は 1960 年代以降、経済成長によって暮らしが豊かになるに連れて高まってきたが、1990 年代に入ると経済成長の停滞とともに伸び悩んでいた。しかし、2000 年代に入ってからは再び上昇基調となっており、さらに、ここ数年は過去最高水準に達している(図表 19)。

2019 年 9 月 17 日付け日本経済新聞によると、政府は「国内総生産(GDP)統計からスポーツに関わる製品やサービスを抜き出し、『スポーツ GDP』としてまとめる」ことを明らかにした。政府は、2012 年において 5.5 兆円であったスポーツ市場規模を 2025 年には 15 兆円まで引き上げるという方針を、「日本再興戦略 2016」に掲げて以来、継続して保持しており、「スポーツ GDP」はその規模を測るためのツールと言える。政府の後押しもあり、スポーツ関連産業は今後も高めの成長率を期待できるかもしれない。

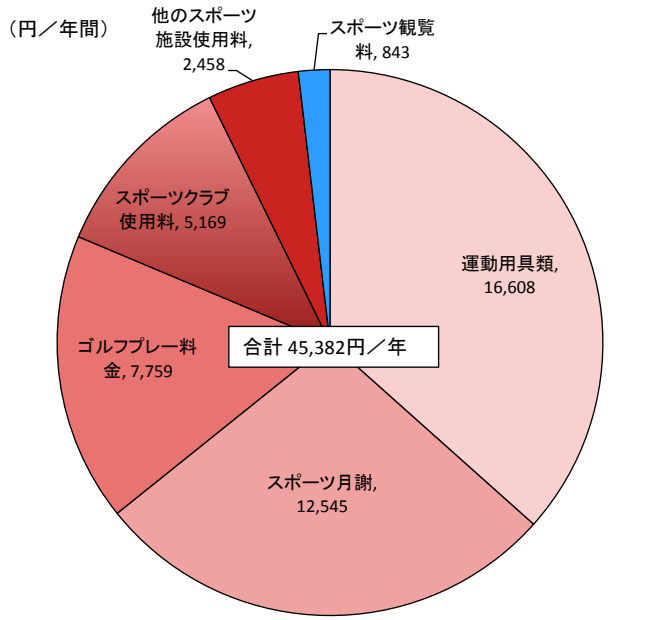
図表 19: スポーツ関連消費比率



注: 2019 年は 1-9 月平均を野村で季節調整した値。2. スポーツ関連消費=スポーツ+スポーツ月謝、と定義した。なお、スポーツは家計調査の定義に沿って、運動用具類、ゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料、スポーツ観覧料を足し合わせたもの。2009 年まではゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料はスポーツ施設使用料としてまとめられていた。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

図表 20: スポーツ関連消費の内訳（2018 年）



注: スポーツ関連消費=スポーツ+スポーツ月謝、と定義した。

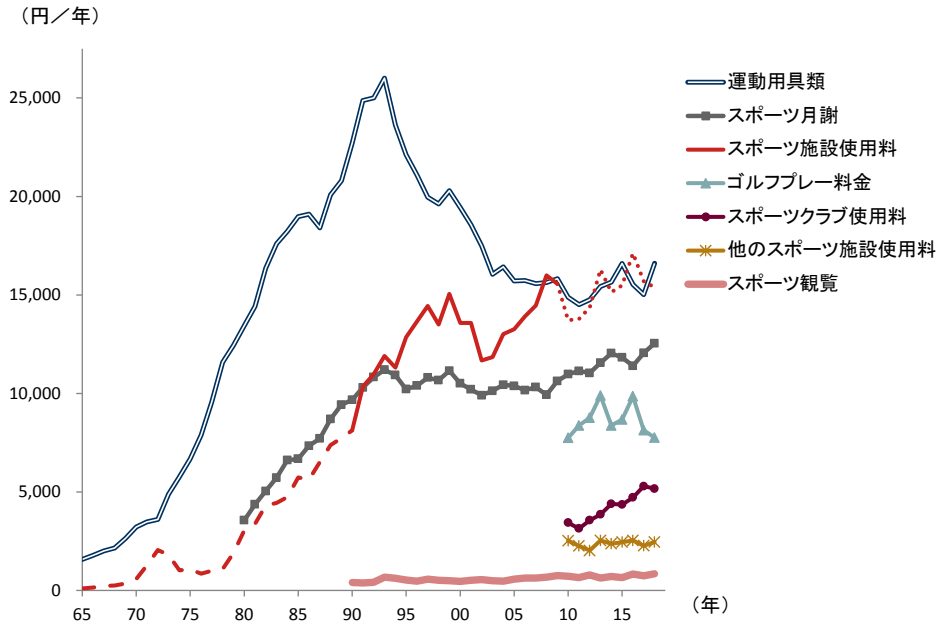
出所: 総務省「家計調査」より野村作成

上記で定義した家計調査におけるスポーツ関連消費の内訳を見ると、運動用具類、スポーツ月謝、スポーツ施設の使用料(ゴルフプレー料金＋スポーツクラブ使用料＋他のスポーツ施設使用料)の 3 つがおおむね拮抗しており、加えてスポ

一ツ観覧料の支出が若干ある、という構成になっている(図表 20)。2018 年時点で最も割合が大きいのは 37%を占める運動用具類である。

しかし、スポーツ関連消費を時系列で見ると、運動用具類は 1993 年をピークとし、1990 年代末にかけて大幅に減少した後、2000 年に入ってからはおおむね横ばいでの推移となっていることから、本章の冒頭で述べた 2000 年代に入ってからのスポーツ関連消費再増加の要因ではないことがわかる(図表 21)。一方で、2000 年代に入ってから、ある程度の振れや伸び率の鈍化は確認されるものの、右肩上がりとなっているのはスポーツ施設使用料とスポーツ月謝の 2 つである(スポーツ施設使用料は、2010 年からはゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料に分かれたが、図表 21 には 3 つを足し合わせたものを掲載)。スポーツ施設使用料の内訳を 2010 年以降について見ると、ゴルフプレー料金と他のスポーツ施設使用料は伸びていないのに対し、スポーツクラブ使用料の増加が際立っている。

図表 21: 品目別スポーツ関連消費の推移



注: 1. 1999 年までは二人以上の非農林漁家世帯、2000 年からは二人以上の世帯。2. スポーツ施設使用料の破線は 1990 年までのスポーツ観覧・ゲーム代。点線は 2010 年以降、ゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料を足し合わせたもの。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

3. フィットネスクラブの利用が拡大

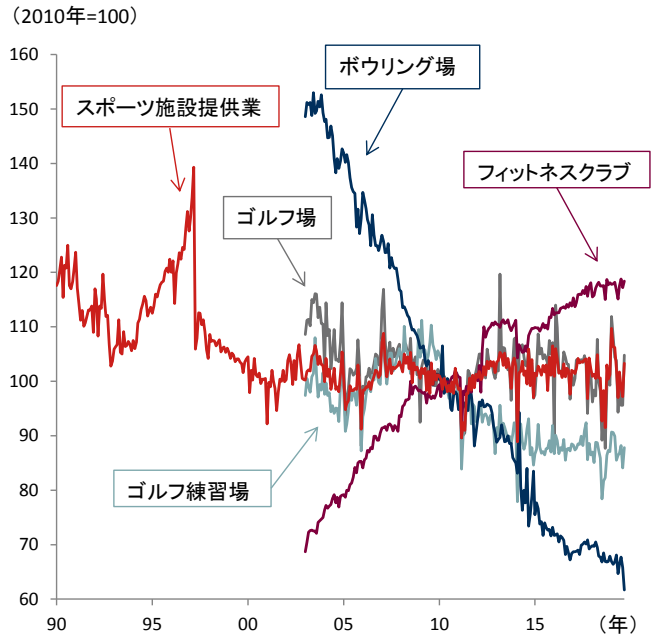
具体的に、どのようなスポーツクラブの利用が増えているのかを、経済産業省の第 3 次産業活動指数で確認してみよう。

同指数において、スポーツ施設提供業の内訳のデータが公表されるようになったのは 2003 年からであるが、公表開始以降、ほぼ一貫してボウリング場の大幅低下と、フィットネスクラブの大幅上昇が相殺し合い、スポーツ施設提供業は横ばい程度での推移、という構図となっている(図表 22)。ゴルフ・ゴルフ練

習場は緩やかな低下となっており、つまるところ、上昇しているのはフィットネスクラブのみである。

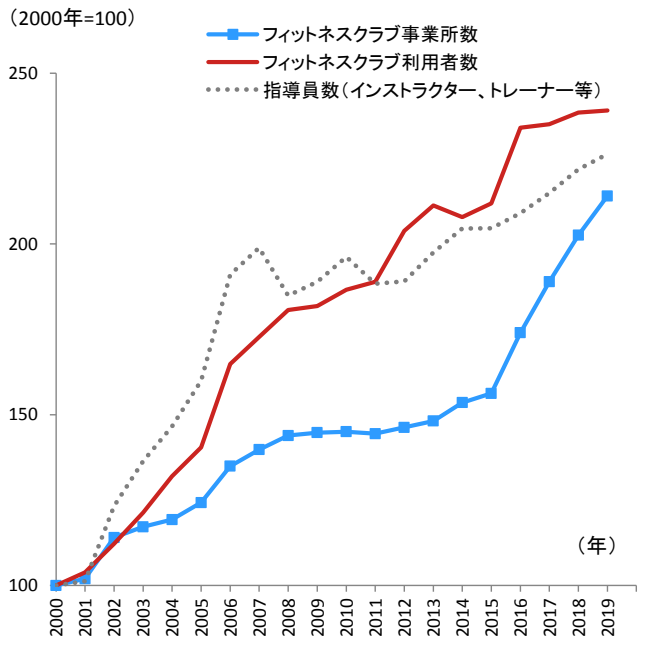
より詳しく見るために、第 3 次産業活動指数を作成する上で用いられている特定サービス産業動態統計を確認すると、フィットネスクラブ利用者数はやや伸び方が緩やかとなってきている一方で、事業所数は 2016 年から大幅に増加している(図表 23)。これは、パーソナルトレーナー付きのジムや、いわゆる筋トレ用の器具のみを設置している簡易的なジム、女性専用のジム等、小規模なフィットネスクラブが増えてきていることなどを反映しているのかもしれない。これまでより幅広い層の人々の間でスポーツ・運動への関心が高まってきていることが示唆されよう。

図表 22: 第 3 次産業活動指数　スポーツ施設提供業と内訳



出所: 経済産業省より野村作成

図表 23: 特定サービス産業動態統計



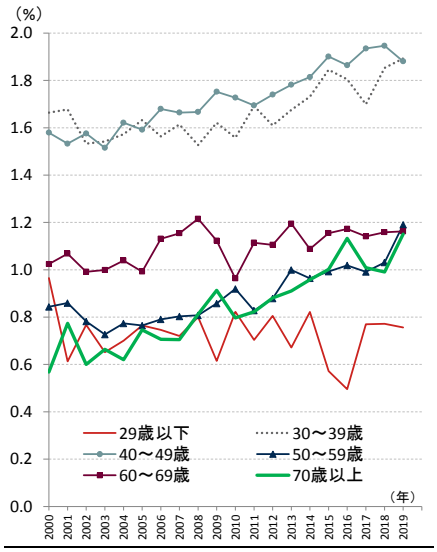
注: フィットネスクラブ事業所数は、特定サービス産業動態統計における調査企業の当該業務を営む事業所数。第 3 次産業活動指数「フィットネスクラブ」の作成に用いられているのは、特定サービス産業動態統計の「フィットネスクラブ利用者数」。

出所: 経済産業省より野村作成

4. 高齢者はフィットネス消費、若者は運動用具類の支出が多い

図表 18 で見たアンケート調査は全ての年齢を対象にしているが、健康志向を高めているのは高齢者のみであり、人口の高齢化ともあいまって健康のためのスポーツという回答が増えたのではないかと思われるかもしれない。しかし、家計調査(二人以上の世帯)の消費支出に占めるスポーツ関連消費の割合を年齢階級別にみると、高齢世帯だけでなく、幅広い年齢で上昇を確認できる(図表 24)。健康志向の高まりは高齢者だけの現象に留まらず、幅広い年齢層で起こっている現象と見てよいだろう。

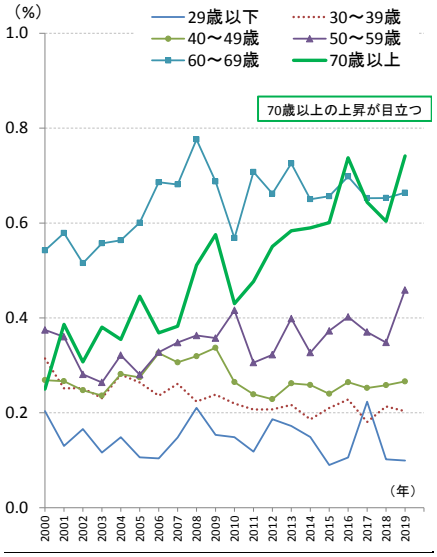
図表 24: 消費支出に占めるスポーツ関連消費の割合（年齢階級別）



注: スポーツ関連消費=スポーツ+スポーツ月謝、と定義した。2019 年は 1-9 月平均を野村で季節調整した値。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

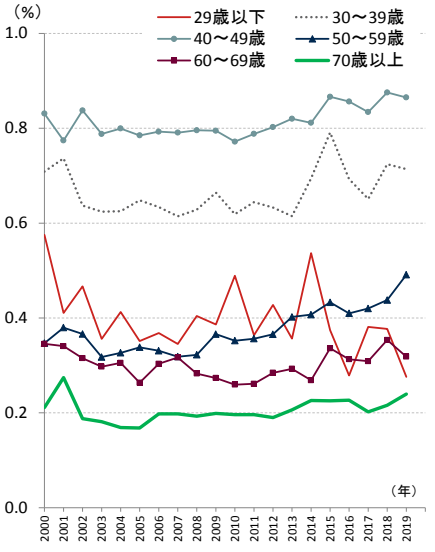
図表 25: 消費支出に占めるスポーツ施設使用料の割合（年齢階級別）



注: 2010 年からはゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料をスポーツ施設使用料と定義する。2019 年は 1-9 月平均を野村で季節調整した値。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

図表 26: 消費支出に占める運動用具類の割合（年齢階級別）



注: 2019 年は 1-9 月平均を野村で季節調整した値。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

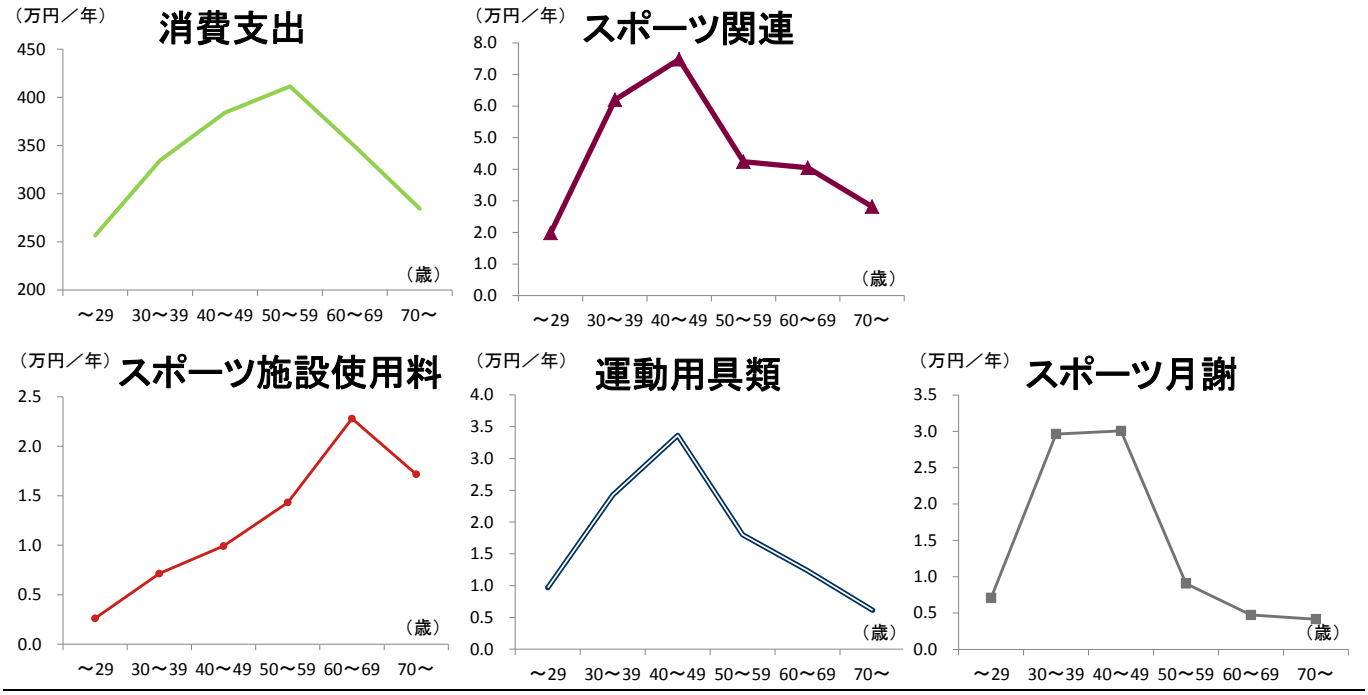
ここで注意したいのは、若い世代と高齢者世帯ではスポーツ関連消費支出のうち、支出の多い品目が異なっている点である。40～59 歳の世帯では運動用具類、スポーツ月謝の支出が多いのに対し、高齢世帯ではスポーツ施設使用料の支出が多いという特徴が見受けられる(図表 27)。

第 3 次産業活動指数で見たように(図表 22）、増加が確認されるスポーツ施設提供業はフィットネスクラブのみであった。同指数と家計調査では該当する範囲に若干違いがあるが、家計調査におけるスポーツ施設使用料(=スポーツクラブ使用料+他のスポーツ施設使用料+ゴルフプレー料金)が消費支出に占める割合を年齢階級別に計算すると、明確な上昇が確認されるのは世帯主が 70 歳以上の世帯のみである(図表 25)。運動ができるほどの健康な高齢者が増えた、また、運動に関心のある高齢者が増えたことが、フィットネス消費の増加に寄与しているという理解となろう。

他方、それ以外の年齢で増えているのはスポーツ月謝や運動用具類である。特に運動用具類は全年齢平均で見れば横ばいと伸び悩んでいるものの(図表 21)、年齢階級別に見れば、同支出の消費支出に占める割合は、世帯主が 40～49 歳や 50～59 歳の世帯において 2010 年代に入ってから緩やかではあるが上昇している(図表 26)。年齢階級別世帯数割合(家計調査による)が 2010 年のまま維持されたと仮定した場合、2010～2018 年の運動用具類支出は平均で前年比+1.6%と比較的高めの伸びであったと計算される。世帯数割合の変化が反映された値では同+0.7%であることを踏まえると、運動用具類支出は高齢化によって伸びがおよそ半分に押し下げられていたと解釈できよう。これは同時に、高齢化の影響を除けば、運動用具類支出は堅調に推移してきたことを意味する。この際、厳密には、家計調査における 40～59 歳の世帯での支出増加には、世帯主自身

や配偶者のための支出だけでなく、子どものための支出が増えたことも含んでいることから、年齢別のマーケティング戦略を考える場合等には考慮する必要がある。

図表 27: 年齢別の消費支出・スポーツ関連消費支出・スポーツ施設使用料・運動用具類・スポーツ月謝（2018 年平均）



注: 1. ゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料の合計をスポーツ施設使用料と定義。2. スポーツとスポーツ月謝の合計をスポーツ関連消費支出と定義した。

出所: 総務省「家計調査」より野村作成

5. 高齢化でスポーツ施設利用は増加傾向を維持

これまで議論してきた通り、支出の内訳は高齢者と若年・子育て世帯とで異なるものの、両者に共通して、健康志向の高まりからスポーツ関連消費は増えてきたと考えられる。次に気になるのは今後も増加を見込めるかどうかであろう。

国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、今後 10 年間、高齢化によって、世帯主が 50～59 歳、70 歳以上の世帯は増加する一方、世帯主が 29 歳以下から 40～49 歳までの世帯は相対的に全世帯数に占める割合が小さくなると見込まれる(図表 28)。ちなみに、高齢者でありながら世帯主が 60～69 歳の世帯の割合が縮小していくと見込まれるのは、人数の多い団塊の世代が、60～69 歳の区分から 70 歳以上の区分にシフトしていくためである。

家計調査において、各年齢層の品目別消費支出についてそれぞれ 2018 年平均の値が続くと仮定した上で、上述した国立社会保障・人口問題研究所の世帯数予測に基づいて計算をすると、高齢化により、全体の消費支出は 2040 年まで常に前年比で若干マイナスでの推移となる(図表 29)。スポーツ関連消費支出も年間の支出額は若い年齢層の方が高齢者よりも多いため、高齢化の進展によってほとんどの期間前年比で減少が続く。とはいえ、同世帯数予測によると、いわゆる団塊ジュニアと呼ばれる世代のさらにその子どもの世代にあたる前後の

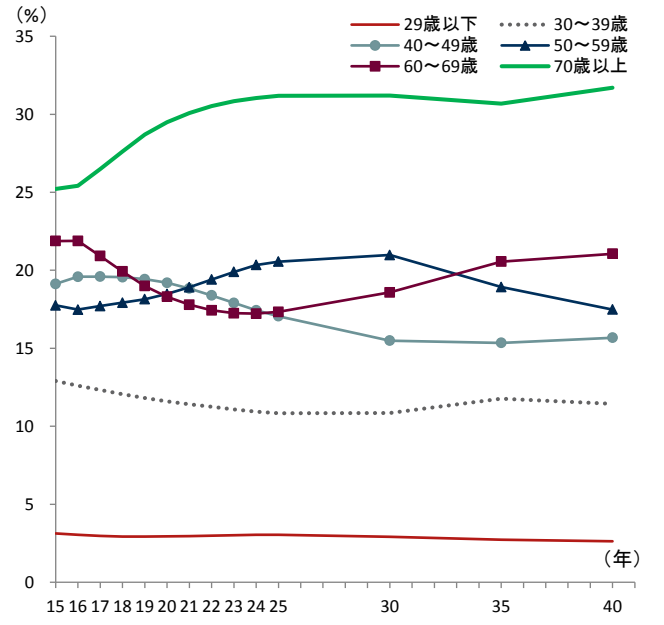
年齢層が、スポーツ関連消費支出が若い時よりも大幅に増加する 30～39 歳の区分や、同支出が最も多い 40～49 歳の区分になっていくことから、同支出の減少幅は 2035 年にかけて小さくなっていくと見込まれる。それにより、2035 年あたりには、同支出の伸びは消費支出全体の前年比減少が続く中で前年比増加に転じると予想される。スポーツ関連消費支出は、これから永続的に伸び悩むというわけでもなさそうだ。

高齢者による支出の方が多いスポーツ施設使用料は、高齢化の進展によって増加が見込まれる。いわゆる団塊ジュニアの世代が 60～69 歳になる 2030 年ごろまでは前年比+0.25%程度の高めの伸びが続くと見られ、それ以降も伸びはやや弱まるものの、前年比増加が維持されよう(図表 29)。年齢階級別の世帯数構成の変化のみを考えた場合、スポーツ施設使用料は今後も底堅く推移しよう。

6. 運動用具類は健康志向が高まり続けるかが鍵

一方、運動用具類やスポーツ月謝は若い年齢層による消費の方が多いことから、人口構成の変化のみを考慮すれば今後は弱含むと計算される。しかし、上述したように、これまでのところ、スポーツ関連消費支出の構成比は若い年齢層においても伸び続けてきた(図表 24)。今後もその伸びが続くかどうかは、健康志向が高まり続けるかが鍵となろう。

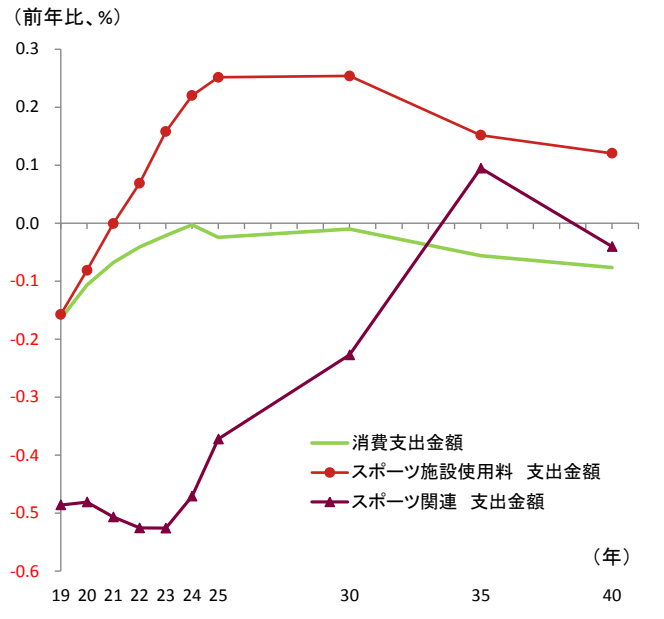
図表 28: 日本の将来世帯数推計



注: 1. 平成 30 年推計。2. 2026～2029 年、2031～2034 年、2036～2039 年は線形補間。

出所: 国立社会保障・人口問題研究所より 野村作成

図表 29: 世帯数構成の変化を反映させた推計



注: 1. 国立社会保障・人口問題研究所の平成 30 年推計値を用いた。2. スポーツ施設使用料はゴルフプレー料金、スポーツクラブ使用料、他のスポーツ施設使用料を足し合わせたものと定義。3. 品目別消費比率を 2018 年平均が維持されると仮定した場合の推計値。4. 2026～2029 年、2031～2034 年、2036～2039 年は線形補間。

出所: 野村

最後に、人々の価値観の変化について予測するのは難しいが、健康志向が今後も高まり続けるのかについて考えてみたい。

図表 21 に示される通り、運動用具類がピークをつけて減少基調となった時期はバブル崩壊と重なっている。一方で、スポーツ施設使用料はこの間も増加し続けており、この頃から健康志向の高まりが目立ってきたと考えられる。

その後の日本経済は失われた 20 年と呼ばれる低成長が続いたわけだが、その状況下において健康志向が高まったのは、日本が既に十分に豊かになったと人々が感じ、人々の関心事が「成長」志向から、今の状態を維持する「現状維持」志向に移っていき、それが今の生活を維持したいという「健康」志向に繋がったため、ではないだろうか。だとすれば、人々の生活水準が少なくとも維持され続ければ、今後も「現状維持」志向が続き、「健康のため」の支出は増えると見込まれよう。逆に、生活水準が何らかの理由で下がった場合には、再び「成長」志向に戻ることもあるのかもしれない。

今のところ、全年齢を対象としたアンケート調査(図表 18)において「健康のため」がスポーツ・運動をする理由の最多回答であり続けている点を踏まえると、今後「健康のため」の支出がさらに増加し続けるかまでは明白ではないものの、少なくとも減少に転ずるシナリオは描きにくいと言えそうだ。

また、上方リスクとしてもう一つ考えたい視点が、スポーツクラブのコミュニティとしての役割についてである。近年、高齢者の間でフィットネス消費が増えている背景には、健康志向だけでなく、フィットネスクラブが高齢者にとって、定年退職後のコミュニティとしての役割を担っていることもあるのではないだろうか。実際、例えば、総合型ジムのルネサンスでは、介護認定を受けた人を対象としたリハビリやデイサービスを兼ねたプログラムを提供する「元氣ジム」に力を入れており、同社ホームページによれば、利用者同士やスタッフが会話やゲームを楽しむ時間もプログラムに取り入れられている。また、若者においても、働き方改革によって余暇時間が増えることにより、新たなコミュニティの場としてスポーツクラブに通う向きもあるかもしれない。コミュニティ参加をきっかけとしたスポーツ消費が盛んになっていくことによって、健康志向を強める人の数が増えていくといった経路も考えられよう。

健康志向が今後も高まっていくかは、人々の現状維持志向や、スポーツクラブのコミュニティとしての位置付けが高まるかどうかがポイントとなりそうだ。

Ⅶ. Worry C: 人手不足

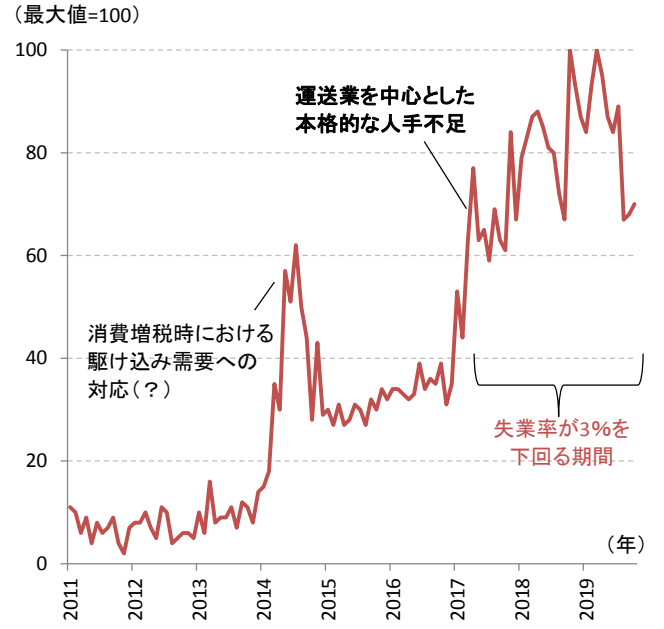
日本経済における Worry といえば、人手不足を取り上げずにはいられない。日本では既に少子高齢化がかなり進行しており、労働力人口は 1990 年代後半から、総人口も 2000 年代中ごろからそれぞれ減少に転じている。このトレンドは当分のあいだ継続する可能性が高く、国立社会保障・人口問題研究所(＝社人研)の将来人口推計では、2100 年ごろの総人口が 6,000 万人を下回る未来が描かれている。果たして、これだけ長期かつ大規模な人口減少の下で、日本経済はサステナビリティを維持できるだろうか。本項では、人手不足の現状と先行き、そして日本経済への中長期的な示唆を検討する。

1. 人手不足問題への二つのアプローチ

人口減少に端を発する綻びは、既に顕在化している。それが「人手不足」である。企業の人手不足感の強まりや各種報道等を参考にする限り、日本経済が人手不足経済に変貌したのは 2014 年前後であろう(図表 30)。この見方が正しいならば、既に「人手不足」経済化から 5 年近くが経過したことになる。この間、日本経済は人手不足にうまく対処できただろうか。

人手不足の解決法は、根本的には(1) 労働投入を増やすか、(2) 労働効率を上げるかの二つである。今までのところ、前者は女性や高齢者を中心に労働供給が

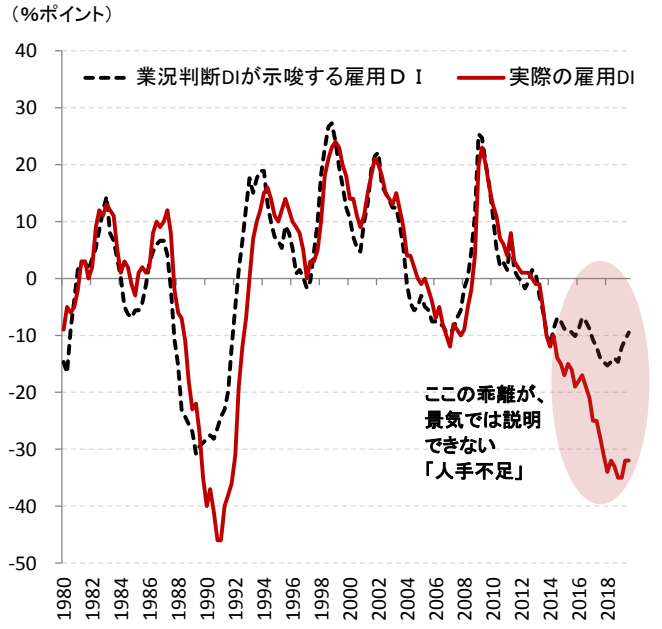
図表 30: 「人手不足」の社会的認知の状況



注: 19 年 11 月 5 日時点で Google Trends にて「人手不足」の検索状況を確認した結果。直近データは 10 月分。

出所: Google 資料より野村作成

図表 31: 景気要因を除く人手不足状況の推計



注: 1980 年から 2012 年末までをサンプル期間として、雇用判断 DI を業況判断 DI に回帰。得られたパラメータを利用して 2013 年以降を補外した。全規模・全産業ベースの推計。

出所: 日本銀行資料より野村作成

増加した事実を指摘できる。少子高齢化で総人口が減少しているにも関わらず、アベノミクス開始後の日本経済では就業者数・労働力人口が大きく増加したが、これは女性・高齢者の労働参加によるものであった。

一方、後者の労働効率については、労働生産性(＝労働時間当たり GDP)の伸びが 2014 年ごろから減速気味である。日本が「人手不足」経済化したころから生産性の伸びが減速している以上、人手不足が生産能力の「枷」となっている可能性が疑われる。

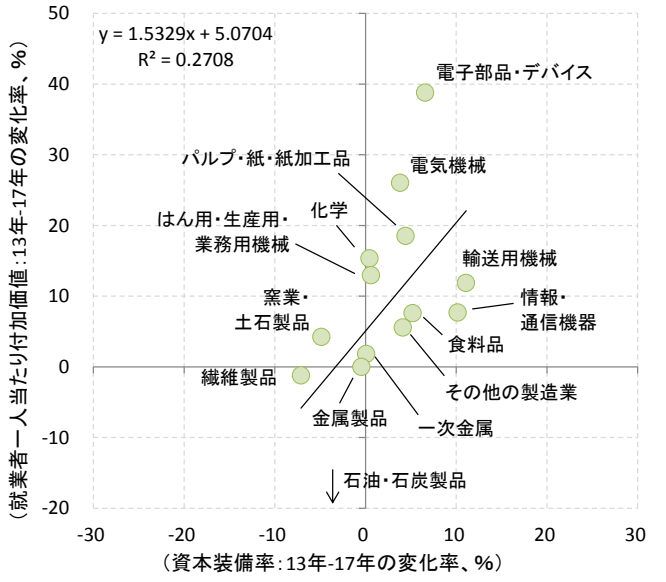
2. 非製造業に立ちはだかる「アイデアの壁」

この点を検討する一つの方法として、各産業の資本装備率と労働生産性の関係を確認する。資本装備率は、労働者一人当たりの資本ストック(≒機械設備等)であり、労働生産性（就業者一人当たり付加価値額）は、その産業で働く労働者が、どれだけ機械設備等を用いて効率的に働いているかを表す。もし日本企業の省力化投資が成果を上げているならば、資本装備率の上昇と労働生産性の上昇が同時に発生するはずである。

そこで、製造業と非製造業に分けて両変数の関係を確認した(図表 32、33)。一見して明らかなように、製造業と非製造業では構図が大きく異なる。製造業では右上がりの関係が明確に見られ、人手不足経済の中で省力化投資が一定の成果を上げている様子が窺われる。

一方、非製造業では両者の関係が薄く、傾向線の傾きもフラットに近い。資本装備率が上昇していない(＝チャートの左半分に位置する)産業が多いことから、適切な省力化投資に踏み切れていない可能性があろう。

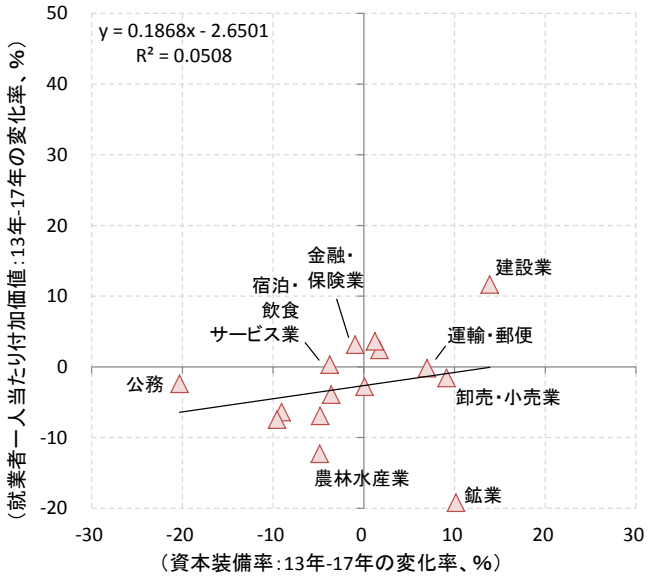
図表 32: 資本装備率と付加価値の変化状況(製造業)



注: いずれも実質。資本ストックは、「機械・設備」と「コンピュータソフトウェア」の合計。石油・石炭製品の数値は横軸－3.6、縦軸－31.1。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 33: 資本装備率と付加価値の変化状況(非製造業)



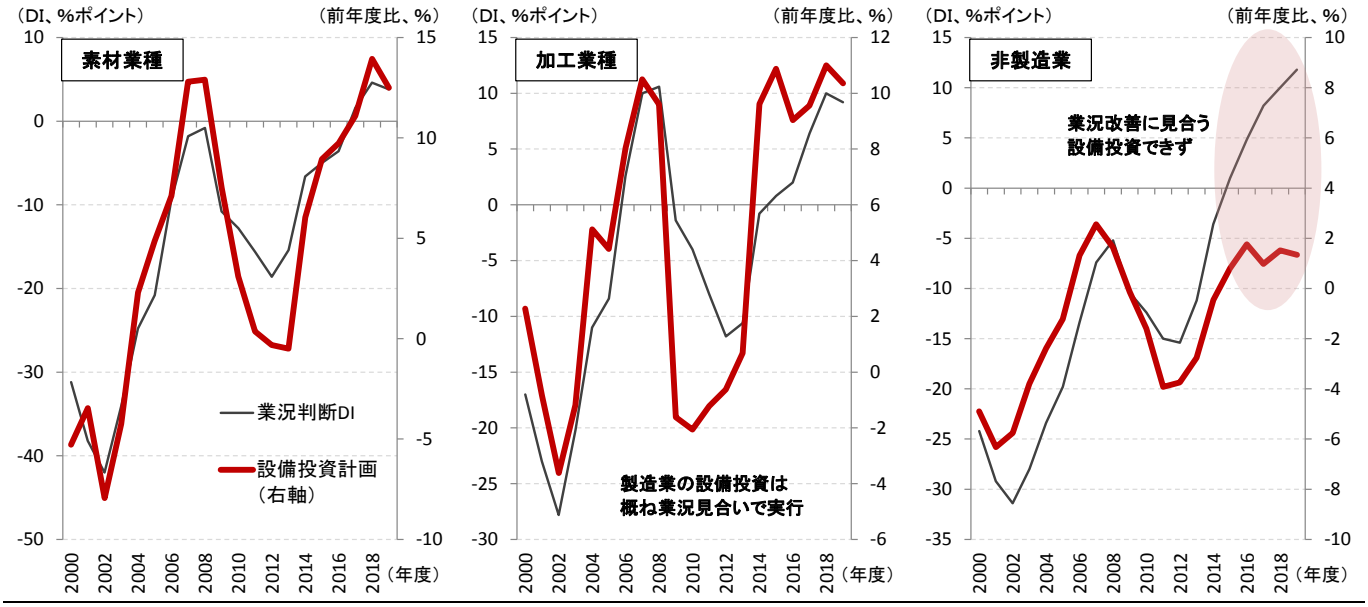
注: 図表 32 と同じ。図表の見やすさを考慮して、一部の産業のみラベル付けしている。

出所: 内閣府資料より野村作成

確かに、日銀短観で景況感と設備投資計画の関係を確認すると、2014 年以降に非製造業で乖離が生まれている。非製造業では、景況感の改善に見合うだけの設備投資が出来ていない(図表 34)。どのように省力化を行えば良いか分からない、省力化を実現する適切な設備投資／資本財が存在しない、いわば「アイデアの壁」が非製造業の前に立ちはだかっているのだろう。

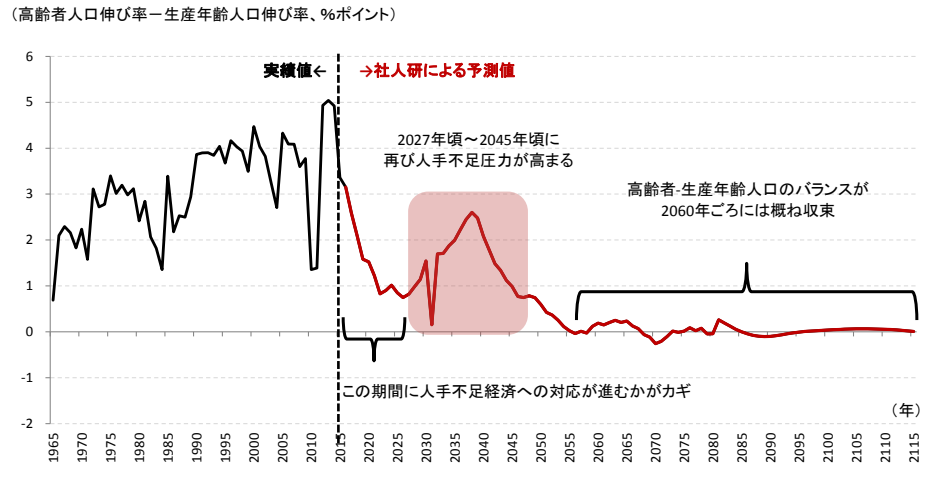
「アイデアの壁」を乗り越えることが日本企業、特に非製造業にとっての急務であるが、目先では人手不足がやや緩和する可能性もある。図表 35 に示した「高齢者―現役世代ギャップ」で、日本経済がこれから直面する人手不足の状況を考察しよう。

図表 34: 日銀短観における業況判断 DI と設備投資計画の関係(各年 9 月調査時点)



注: 各年 9 月調査時点の業況判断 DI と設備投資計画の計数を利用(全規模ベース)。計数は後方 5 年移動平均値。業種の定義は日銀による。
出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 35: 「高齢者－現役世代ギャップ」の推移



注: 65 歳以上人口の変化率から、生産年齢人口の変化率を引いたもの。
出所: 国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

3. 「高齢者―現役世代ギャップ」で見る今後の人手不足

この「高齢者―現役世代ギャップ」は、高齢者人口の変化率から現役世代人口の変化率を引いて算出した指標である。大雑把にいえば、既にリタイヤした高齢者も消費活動は継続するため、総人口に占める高齢者の比率が高まるほど、人手不足感は強まる。この「高齢者―現役世代ギャップ」が上昇するほど、人手不足感が強まるということである。

改めて図表 35 を確認すると、三つのことが分かる。

第一に、2015 年ごろにかけて高まっていた人手不足圧力は、2025 年～2027 年ごろにかけて和らぎを見せる点が挙げられる。実際には、一人あたりの需要が伸び続ける中で人手不足圧力は高まり続けることになるが、絶対数としての高齢者／現役世代比率の上昇スピードにはやや歯止めが掛かることになろう。

第二に、2027 年ごろから、再び高齢者－現役世代ギャップが拡大に転じる点である。この時点では人口減少が今以上に進んでいることから、地方では過疎化がかなり厳しい状態になっている可能性もある。いわば、この 2027 年ごろから 2040 年ごろが人手不足経済の本番ともいうべき時期なのである。再び訪れる急速な高齢者－現役世代ギャップの拡大に対処することが、政策的にも意識されることとなろう。

第三に、100 年の時を超えて減少し続ける総人口と異なり、人口バランスから見た人手不足圧力は 2060 年頃には概ね落ち着くことが指摘できる。

少子高齢化が進む中、「高齢者－現役世代ギャップ」がゼロを下回ることは、現時点では超長期に亘り想定できない。つまり、人手不足が緩和されることを前提に経済運営を行うことはできないのだ。そうであるならば、(1) 良い省力化投資を、(2) 出来るだけ早期に行うことが望ましい。さしあたっては、2020 年代後半から 2040 年ごろに掛けて再び人手不足感が加速的に強まる時期に備えて、効果的な対策が出来るかが重要になる。

4. 人手不足版「ルイスの転換点」来たりなば

効果的な省力化投資に失敗した場合、日本経済は労働力の「枯渇」と呼ぶべき状況に陥るだろう。今でこそ賃金インフレの低さを憂う状況にある日本経済であるが、労働力が本格的に「枯渇」すれば、さすがに賃金インフレが加速するであろう。いわば、人手不足版「ルイスの転換点」である。

労働力の本格的な「枯渇」がどのように立ち現れるかについては、日本銀行による論文「賃金上昇が抑制されるメカニズム」(2019 年 7 月 12 日)にヒントがある。この論文では、大阪大学が独自に収集した留保賃金のデータが示されている。留保賃金とは、人々が労働市場に参入するか否かの閾値となる賃金水準のことを言う。労働市場の外にいる人々が、労働市場に参入する(賃金面での)条件と言い換えても良い。

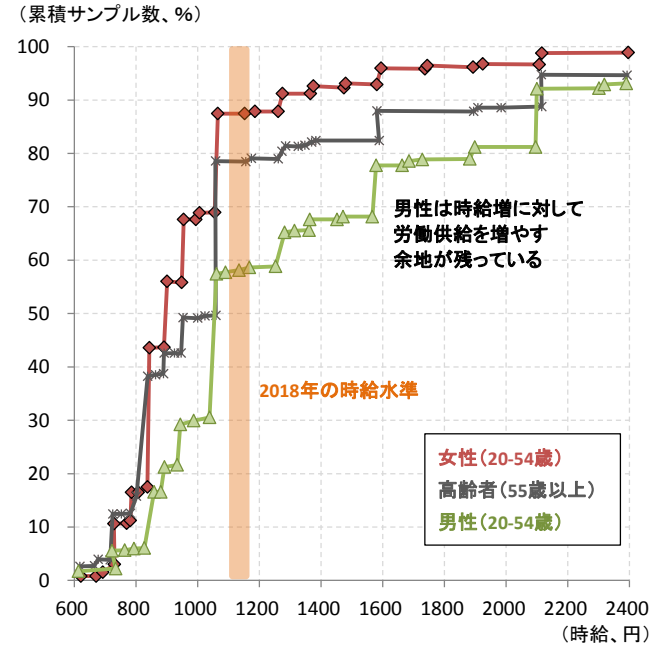
この留保賃金を図表 36、37 に示した。労働力が枯渇して日本経済が「転換点」を迎えるのは、留保賃金のカーブが急激に平坦化する賃金水準となった時点である。図表 36 では、ちょうど時給 1,200 円近辺が「転換点」に相当する。この水準を超えて労働需要が強まる場合には、それ以前に比べて賃金インフレのペースが上がっていく展開が現実味を帯びる。

「転換点」が到来した場合の賃金インフレ圧力を、経済成長率のシナリオ別に図表 38 に示した。なお、この試算は様々な仮定のもとに行われたものであり、推計結果は幅を持ってみる必要がある。推計の考え方については、図表 38 の注を参照していただきたい。

この分析からは、日本経済が潜在成長率並みの前年比+0.5%で 5 年ほど経済成長を続けた場合、賃金インフレは同+1.5%程度になることが示唆されている。景気が多少減速した場合でも、賃金インフレが持続する可能性が高いと言えよう。更に経済成長率が高く、アベノミクス期間平均の前年比+1.2%程度であった場合には、賃金インフレ率は同+3.6%まで加速する。これまでとは一段レベルの違う賃金インフレが現実のものとなるだろう。

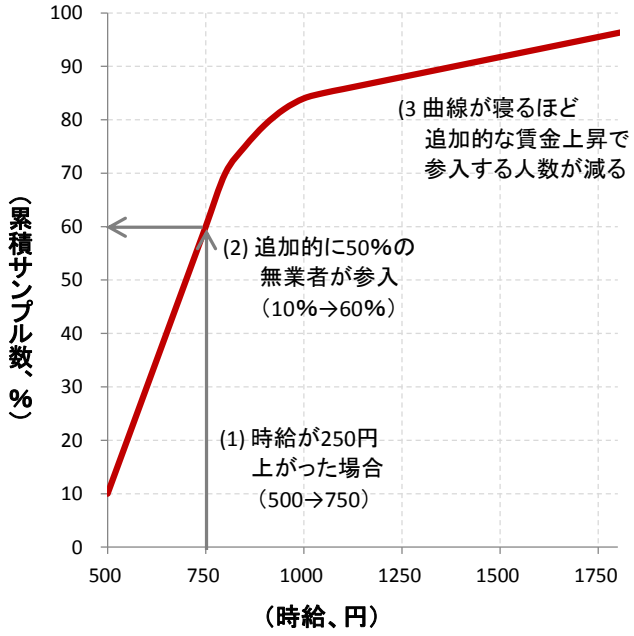
しかも、先述の「高齢者―現役世代ギャップ」が 2060 年ごろまでプラスの領域に留まり続ける以上、この賃金インフレ圧力は高まり続けることになる。企業にとっては人件費の大幅な増加、一国全体では賃金インフレを起点とした一般物価(＝消費者物価指数)の上昇につながる可能性がある。

図表 36: 留保賃金と労働供給の関係



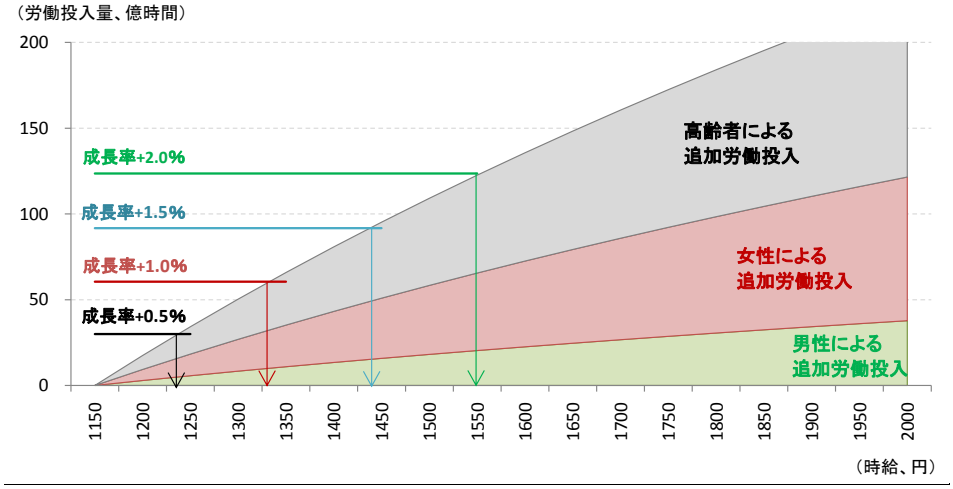
出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 37: 留保賃金と労働供給の関係（概念図）



出所: 野村

図表 38: 「転換点」後の賃金インフレ圧力



注: 留保賃金と労働供給の関係については、図表 36 で近似曲線(二次関数)を当てはめ、その結果を利用した。また、賃金上昇によって追加的に労働供給を行う労働者については、2018 年時点の非労働力人口全体を対応させた。非労働力人口の中には「潜在労働力人口」と定義される人々がいる(「1 か月以内に求職活動を行って」おり、「すぐではないが、2 週間以内に就業できる」ことが要件)が、この潜在労働力人口は 2018 年時点で 37 万人しかおらず、非労働力人口(約 2,650 万人)の 1.4%に過ぎない。労働生産性(時間当たり GDP)は 2017 年(一国全体)のものを使用。労働生産性が 2017 年以降に変化しない場合の試算とした。実際には、人手不足がこれから強まる業種が異なったり、労働生産性が人手不足の中で改善したりする可能性もあるため、あくまで目安である。

出所: 内閣府、総務省、日本銀行資料より野村作成

5. 人手不足インフレ下の金融政策と為替レート

果たして、人手不足を背景としたインフレに金融政策的な対応は可能だろうか。野村では、日銀が難しい選択を迫られると考える。通常、過度なインフレに対して中央銀行は金融引き締めを行う。金融引き締めの典型的な手段は政策金利引き上げであり、設備投資や住宅需要の抑制を通じて景気にブレーキを掛けてインフレ率に働きかける。

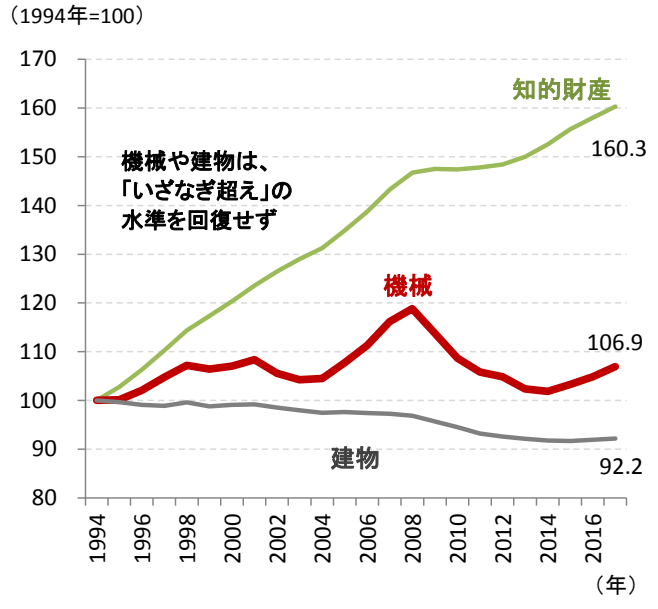
しかし、人手不足を背景としたインフレの場合、根本的なインフレ抑制の手段は省力化投資である。効果的な省力化投資を促進するためにも、むしろ低金利環境を持続することが一国全体にとっては望ましいだろう。この場合、低金利下でのインフレが継続する可能性が高いことから、その影響が為替レートの減価となって表れるのではないか。人手不足を背景とした継続的な円安である。

果たして、この円安は望ましいものだろうか。振り返ってみると、アベノミクス開始当初は円安が歓迎された。それまでの過度な円高が是正され、再び輸出主導型の経済成長が達成できると考えられたためである。しかし、大幅な円安に見合う輸出の伸びはみられなかった。この教訓を忘れるべきではないだろう。アベノミクス下で設備投資は過去最高水準を記録しているが、製造業の国内生産設備は積み上がりを見せていない(図表 39)。円安による輸出増加が期待できるかには疑問が残る。

もし円安下で輸出が伸びなければ、日本経済は貿易赤字の拡大に直面する。賃金インフレが持続するものである以上、貿易赤字は拡大を続けていき、最終的には日本経済が「国際収支の発展段階」を未成熟の債権国から成熟債権国へ一段進むところまで行き着く可能性も否定できない(図表 40)。

もちろん、こうした事態が目前に迫っているわけではない。しかし、人手不足を背景とした賃金インフレ圧力は刻一刻と高まっている。持続可能な経済運営のため、効果的な省力化投資が進むことに期待したい。

図表 39: 資本ストックの推移（実質、製造業）



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 40: 国際収支の発展段階説

発展段階	貿易・サービス収支	投資収益収支	経常収支
未成熟の債務国（借り手）	－	－	赤字
成熟債務国（借り手）	＋	－－	赤字
債務返済国（貸し手）	＋＋	－	黒字
未成熟の債権国（貸し手）	＋	＋	黒字
成熟債権国（貸し手）	－	＋＋	黒字
債権取り崩し国（借り手）	－－	＋	赤字

出所: 野村

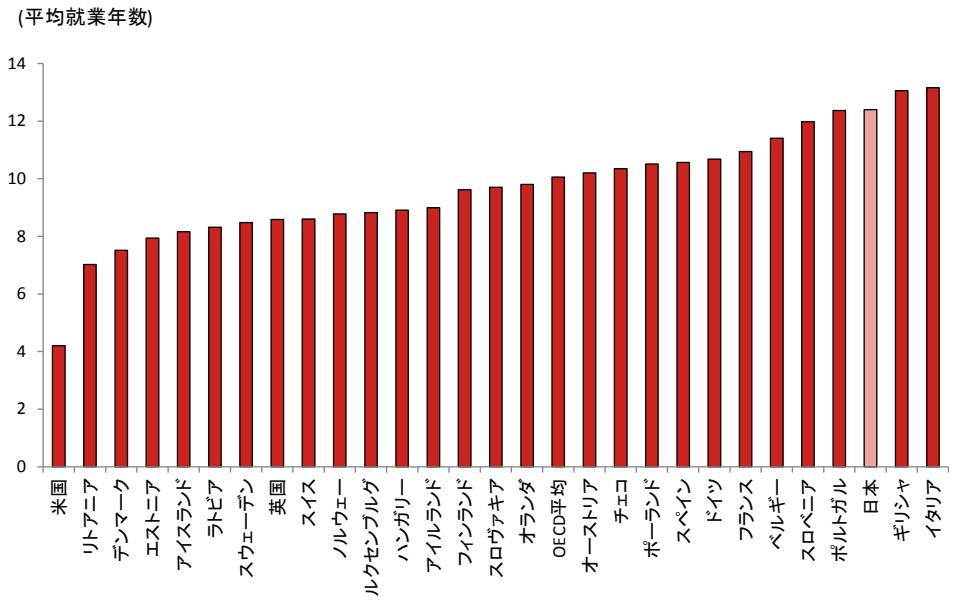
Ⅷ. Worry D: 日本型雇用慣行

1. 日本型雇用慣行の概要

日本の社会において、長らくひずみが指摘されているものとして、新卒一括採用や無限定の職務、年功序列賃金といった「日本型雇用慣行」が挙げられよう。これらは高度経済成長期には機能したものの、産業構造の変化に伴い、かえって日本の成長力の足枷となっていると指摘されている。

日本型雇用慣行においては、企業が新卒として一括で採用した人材を長期雇用前提に企業内で育成することで、労働力を安定的に確保することを可能にする。実際に日本では世界的に見ても一つの企業での勤続年数は長い(図表 41)。しかしその反面、中途採用の枠が少ないため、日本では転職市場が発達してこなかった。

図表 41: OECD 加盟国の平均就業年数



注：2018 年の値。アイスランドのみ 2017 年。
出所: OECD、厚生労働省、米国労働統計局資料より野村作成

また、一つの企業の中で様々な職務を経験するキャリアパスが前提となっているため、雇用契約において職務記述書(ジョブ・ディスクリプション)の提示が厳密に行われていない。同一の企業内で必要とされるスキルには幅広く習熟しているものの、それが他の企業でも役に立つとは限らない。結局、特定の分野のスキルを重点的に高めることが難しいため、転職もしにくいということになる。また、長時間労働や転勤など、労働者が負担を強いられやすいのも問題点として挙げられよう。

年功序列型賃金制は、賃金の決定要因として生産性とは必ずしも相関しない勤続年数を重視する。若年時には従業員の生産性以下の、年配になれば生産性以上の賃金が支払われることになるが、企業にとっては従業員が途中で辞めにく

いというメリットが、従業員にとっては将来の生活設計を立てやすいメリットがあったと見られる。

厄介なのは、前述の日本型雇用慣行のそれぞれの特徴が絡み合っているために是正が難しい点である。新卒一括採用を止めるならば採用は自ずと転職市場からの調達の比重が大きくなり、それは同時に社内の勤続年数を基準とした賃金体系ではなく、外部の転職市場を基準とした賃金体系への移行が必要となることを意味する。職務記述書を厳密に提示しようとすれば、繁閑に応じ柔軟に人員を整理する必要が生じ、結局は硬直的な人事制度である新卒一括採用の見直しや、賃金体系見直しの必要に直面することとなろう。いずれの場合でも、労使ともにこれまで享受してきた安定的な雇用・賃金を手放す必要が生じる。短期的には非常に大きなコストが見込まれることから、ひずみが生じていることは広く認知されながらもこれまで日本型雇用慣行の解体は進んでこなかった。

日本型雇用慣行により雇用の流動性が低く、企業は人手が必要なときに外部から調達しにくい。そのため、日本では多少の人員余剰があっても人員整理に踏み切らず、企業内の人員異動などで対応する傾向が強いと言われる。

こうした労働力の需給調整方法が、日本の生産性が低い理由の一つであろう。柔軟に人員が調整されないため、生産性が抑制される上、経済全体で見れば労働資源が最適な配分とならないという問題も生じる。

また、企業統合が行われると、機能が重複する部門では人員が余剰になりやすいため、統合にあたってはそうした人員の再配置まで入念に計画する必要があり、時間・コストがかかると考えられる。企業統合が進みにくいため、過当競争により値上げが難しいという問題にもつながろう。

2. 日本型雇用慣行の外堀が埋まり始める

ところが、こうした日本型雇用慣行にも変化の兆しが見られ始めている点には注目したい。

働き方改革が安倍政権下で強く推進されており、その柱として長時間労働の是正や同一労働同一賃金がある。日本型雇用慣行は労働者に安定的な雇用の見返りに会社への強い帰属意識、無限定な労働を求めるものであったが、長時間労働規制により無限定な使役が難しくなった。また、非正規労働者は同じ労務内容でも、会社への帰属意識が正社員よりも弱いために待遇が異なる慣例があったが、労務内容を基準として同じ労働内容ならば雇用形態に関わらず同一の賃金を定めるよう制度が改正されたことで、職務記述書を明確に提示させる動きが進んでいる。

また、2019年4月22日に日本経済団体連連合会が「採用と大学教育の未来に関する産学協議会」の中間とりまとめにて、「新卒一括採用(メンバーシップ型採用)に加え、ジョブ型雇用を念頭においた採用も含め、複線的で多様な採用形態に、秩序をもって移行すべき」と今後の採用方針を表明した。より多様で柔軟な採用方法も取り入れることとなっており、社員に安定的な雇用を提供する代わりに硬直的な人事制度で囲い込むメンバーシップ型採用を見直す動きが広まっている。

3. 高齢化も企業が人件費政策を見直す要因

また、高齢化という構造的な要因によって企業は年功序列型賃金を見直す必要があろう。

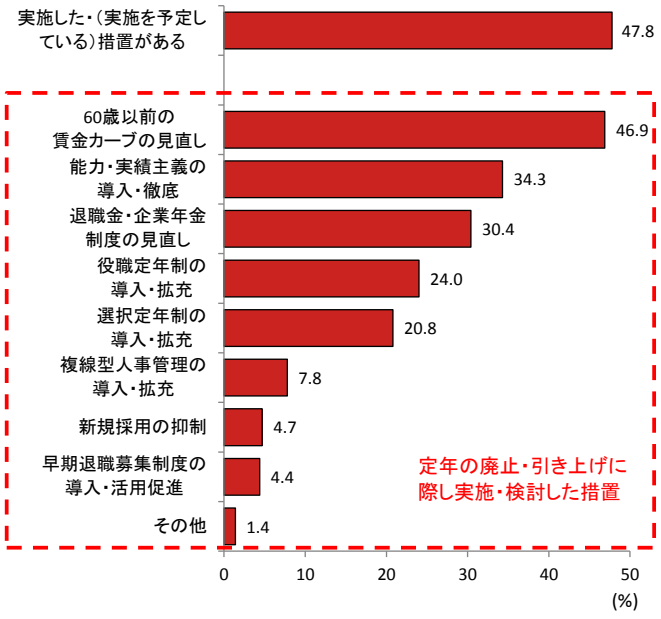
6 月 21 日に閣議決定された 2019 年「経済財政運営と改革の基本方針」(骨太の方針)の、「全世代型社会保障への改革」の段では、高齢者の活躍の場を整備するために法制度上整える選択肢のイメージとして、定年廃止や定年延長などが挙げられている。

一定の年齢に達すると定年退職前でも役職を解かれ賃金が低下する役職定年の慣例や、定年退職後の再雇用では賃金水準が大きく低下する慣例などが一般的であり、高齢者雇用増による人件費負担を抑制する慣例は存在する。しかし、現在 65 歳までの雇用確保措置の義務付けが 70 歳まで延長、ないしは定年制度そのものが廃止となった場合には、企業は人件費施策の見直し問題に直面することになろう。

実際に、人事院『民間企業の勤務条件制度等調査』(2017 年)では、定年制を廃止・定年年齢を引き上げた、あるいは検討している企業のうち、47.8%と半数近くが何らかの人件費抑制措置を実施・検討と回答している(図表 42)。中でも最も多いのが「60 歳以前の賃金カーブの見直し」の 46.9%となっており、定年引上げ・廃止に対し何らかの措置を行った企業のうち、半数近くが賃金カーブを見直した、あるいは見直しを検討する、としている。

厚生労働省『賃金構造基本統計調査』で年齢階級別の所定内給与をみると、2007 年から 2018 年にかけて、若年層の賃金は増加した一方、30 歳代後半～40 歳代の賃金は低下し、40 歳代以下の階級に限れば賃金カーブはフラット化が見られた(図表 43)。若手の賃金が引き上げられているのは、少子化の下、若年労働力の確保が目的と考えられる。50 歳代以上の賃金が概ね増加している理由は不明確だが、日本の賃金制度として一般的な、ある程度年齢が高まると、業務内容に変更がなくても賃金水準を切り下げる仕組みを見直しているのかもしれない。いずれにせよ、高齢者雇用の確保や減少する若年層を採用するために人件費が増加する一方、40 歳代の賃金が抑制されてきた構図と言えよう。

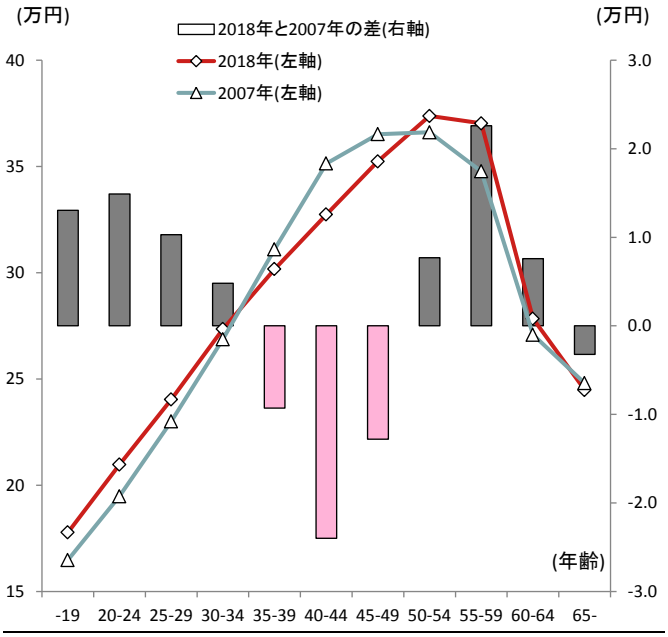
図表 42: 定年制の廃止・引き上げのために実施・検討した措置



注：定年制の廃止または定年年齢引き上げのために何らかの措置を実施した(実施を予定している)企業が調査対象。複数回答。2017 年調査。

出所:人事院資料より 野村作成

図表 43: 所定内給与の賃金カーブ



注：一般労働者。男女計。

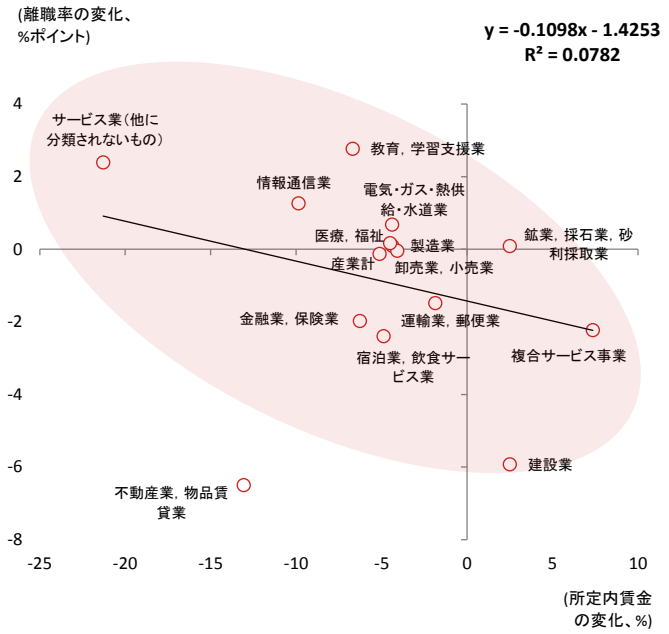
出所: 厚生労働省資料より野村作成

4. 賃金抑制は離職を招くか

賃金カーブがフラット化した場合、何が起こり得るだろうか。年功序列型賃金が非効率的な仕組みであることは既に述べたが、企業は労働者に対し同一の企業で勤め続けるインセンティブ(動機)を与えることができ、労働者からしても、将来の所得のイメージが描きやすくライフプランが建てやすいというメリットが存在する。それまで思い描いていたような賃金カーブに沿った賃金の増加が実現されないとなれば、労働者が同じ企業に勤め続けるインセンティブは低下することとなろう。

では、実際に賃金カーブのフラット化が離職率の上昇を招いたかを見てみよう。上記の労働者側から見た勤続のインセンティブが失われる経路としては、(a)40 歳代になって賃金が増加すると思っていたのに、年次が上がっても賃金が増えなかったケース、(b)40 歳代以下であっても、賃金の増加を今後勤め続けても期待できなくなるケース、が考えられる。そこで、ここでは(a)40 歳代の所定内給与が、2005-2007 年平均から 2016-2018 年平均にかけどのように変化したか、及びそれに相当する期間の 40 歳代の離職率が、どのように変化したか、(b)賃金カーブの傾き(ここでは 40～54 歳の一般労働者の賃金と、25～39 歳の賃金の比率)が 2005-2007 年平均から 2016-2018 年平均にかけどのように変化したか、及びそれに相当する期間の 30 歳代の離職率がどのように変化したか、を産業別に確認する(図表 44、45)。

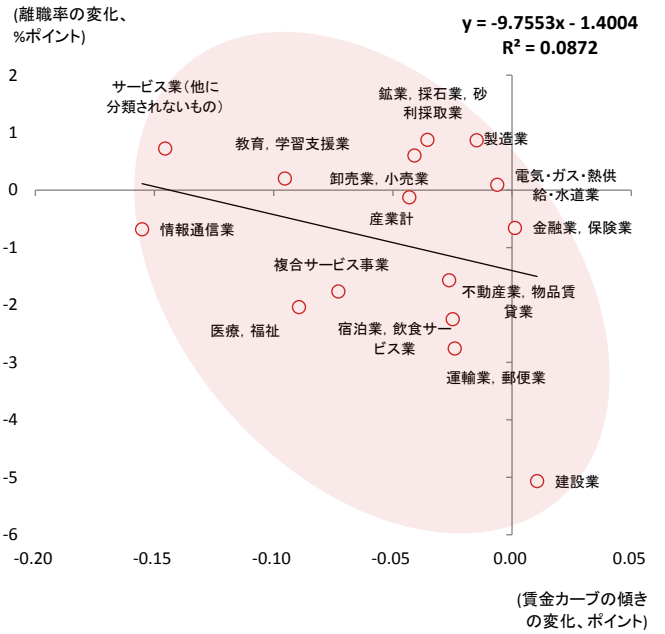
図表 44: 40 歳代の所定内賃金と離職率の変化



注：1.所定内賃金は、2005-2007 年平均値と 2016-2018 年平均値を比較している。2.離職率平均の変化は、40-49 歳の離職率について、2005-2007 年平均値と 2015-2017 年平均値を比較した。3.一般労働者の計数。

出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 45: 賃金カーブの傾きと 30 歳代の離職率の変化



注：1.賃金カーブの傾きの変化は、40～54 歳の平均所定内賃金の。25～39 歳の平均所定内賃金に対する比率に関して、2005-2007 年平均値と 2016-2018 年平均値を比較している。2.離職率平均の変化は、30-39 歳の離職率について、2005-2007 年平均値と 2015-2017 年平均値を比較した。3.一般労働者の計数。

出所: 厚生労働省資料より野村作成

(a)、(b)ともに、個別の産業ごとに見ると、賃金カーブがフラット化したほど離職率は上昇したという傾向がある。定年の引き上げ・廃止の方向性が当面変わりそうにない中では、賃金カーブのフラット化が離職率の押し上げ要因という構造も、継続する見込みが大きいだろう。

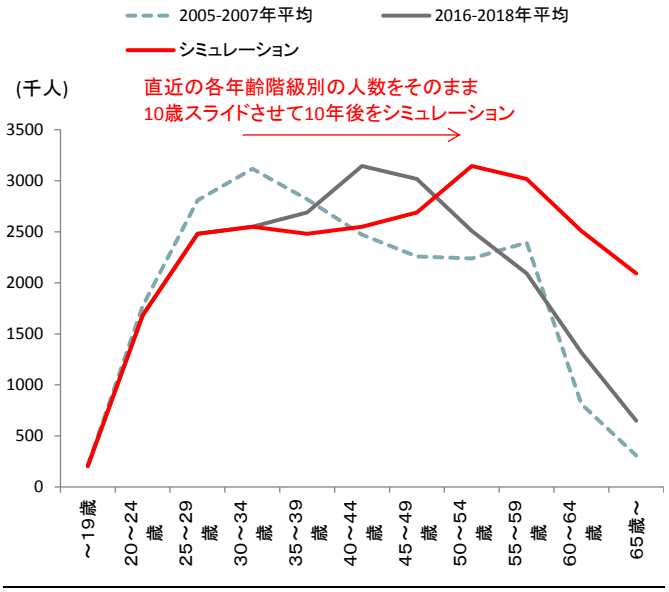
ただし、全産業計では賃金カーブがフラット化しているものの、離職率はほとんど変動していない。図表 44、45 の関係式の y 切片がマイナスであり、一定以上賃金が抑制されない限り、離職率はむしろ低下する可能性を示唆している点には注意したい。転職にはコストがかかることを考慮すると、賃金が抑制されても、労働者は転職の判断をするまである程度耐えるのかもしれない。また、人件費を抑制する必要がある企業は、賃金抑制以外にも早期の退職を促す措置を行っている可能性も考えられる。その場合、賃金抑制と並行して、それらの要因によっても離職率が上昇するリスクは否定できないだろう。

5. 今後は 50 歳代の人件費管理が重要に

年齢構成が変化することで、どの産業で人件費が多くなりやすいかという問題も考えておく必要があろう。単純なシミュレーションであるが、直近(2016-2018 年平均)の各年齢階級の一般労働者数を、そのまま 10 歳上の年齢区分にスライドさせる(図表 46)。ただし、19～34 歳については 2016-2018 年平均のそれぞれの年齢階級ごとの人数をそのまま用いる。これは、19～24 歳まではスライドさせてくることができないためであり、25～34 歳はスライドさせる対象である 24 歳までの人口の就業率が低いためである。若年人口は減少の一途

を辿っているが、国立社会保障・人口問題研究所の人口見通しによれば、2020年代前半まではその減少ペースは緩やかになると見込まれており(図表 47)、若年労働者数を一定と仮定しても結論に大きな影響を及ぼさないだろう。

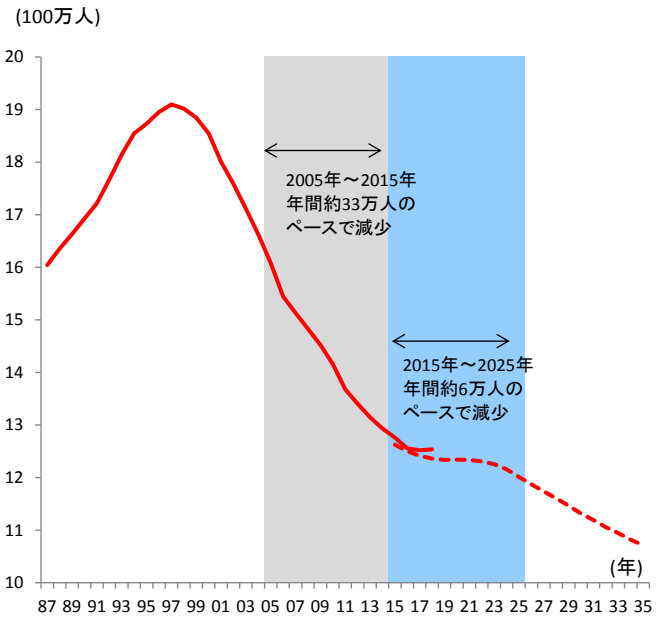
図表 46: 年齢階級ごとの一般労働者数とシミュレーション



注：シミュレーションでは 2016-2018 年平均の各年齢階級の一般労働者数を、年齢を 10 歳上にスライドさせた。ただし、19～34 歳までは 2016-2018 年平均をそのまま用いている。シミュレーションの 65 歳～に関しては、2016-2018 年平均の 55～59 歳のみを対応させた。

出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 47: 20 歳代の人口



注：実線が総務省の『人口推計』、点線が国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口。

出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

こうして求めた各年齢階級の一般労働者数に、各年齢階級の所定内賃金(2016-2018 年平均)を掛け、賃金カーブが調整されなかった場合に、人件費の総額が 2016-2018 年平均からどれほど増加するかを試算する(図表 48)。

産業計では、40 歳代以下においては一般労働者数が減少することで人件費が減少するものの、50 歳代以上の増加幅の方が大きく、全体は増加している。今後、人件費増加を抑制するためには 50 歳代の人件費管理が重要となろう。

産業別に見ると人件費は鉱業と運輸業では減少するものの、他の産業では増加となる。中でも医療,福祉や製造業、卸売・小売業で増加額が大きい。一方、人件費の増加割合で見ると、情報通信業が+27.3%と大きい。全体では人件費が 11.4%増加する試算である。

需要が十分に強ければ、それへの対応として人手を増やし、人件費が増加するのは自然であろう。しかし、そうした需要増に沿ったものではなく、企業内の年齢構成の変化を理由として人件費のみが増加した場合、利益の減少要因となることが避けられない。特に人件費増加が大きかった、上記の産業の人件費管理策に注目したい。

図表 48: 一般労働者の年齢スライドによる人件費増加シミュレーション

（10億円）

	産業計	鉱業	建設業	製造業	電気･ガス･熱供給･水道業	情報通信業	運輸業	卸売･小売業	金融･保険業	不動産業，物品賃貸業	飲食店,宿泊業	医療,福祉	教育,学習支援業	複合サービス事業	サービス業（他に分類されないもの）
35～39歳	−752	−1	−70	−294	19	−59	−221	−108	138	−13	−7	117	−12	−17	−136
40～44歳	−2338	−3	−330	−664	−60	1	−379	−384	14	−9	−21	−119	−64	−56	−158
45～49歳	−1392	−2	−218	−438	−54	91	−336	−191	−251	6	5	50	−26	−16	−48
50～54歳	2852	−1	257	546	6	296	57	595	−46	56	63	384	63	58	226
55～59歳	4060	0	252	1046	24	529	223	781	229	59	54	356	67	43	236
60～64歳	3922	1	126	993	46	332	249	671	284	29	32	627	135	70	102
65歳～	2928	2	149	700	37	134	177	449	204	21	27	654	175	56	100
計	9280	−3	166	1890	19	1322	−230	1814	572	150	152	2069	339	138	322
増加割合（%）	11.4	−6.4	3.0	9.9	2.5	27.3	−4.2	15.0	13.1	13.1	10.8	17.4	11.3	11.2	6.2

注：図表 45 の手法で計算した各産業の年齢階級別労働者数に、各年齢階層別の所定内賃金(2016-2018 年平均)を掛け、それが 2016-2018 年平均の年齢階級別の一般労働者数×年齢階級別の所定内賃金からどれだけ変化するかを試算。年間ベース。赤色が濃いほど産業間で相対的に増加が大きい。

出所: 厚生労働省資料より野村作成

一般論として、労働市場の流動性が高い方が、経済の変化に対して労働資源が適切に配分され、労働生産性が高まると考えられる。賃金カーブのフラット化による転職活動の活発化は、産業全体で見ればまだ大きく進んでいるわけではない。また、賃金低下を余儀なくされた中での、いわば追い込まれての転職が、生産性向上に必ずしも結び付くわけでもないだろう。しかし、これまで論じてきた賃金カーブのフラット化は、セカンドキャリアを考える契機として当面存在し続ける可能性が高い。日本経済が「極低温」状態から脱却する契機があるとするならば、それは一つには賃金カーブフラット化に端を発する日本型雇用慣行の解体ではないか。

Ⅸ. Worry E: 低金利問題

1. 世界的な低金利の進行と定着

今夏は世界的な金利低下が目立った。米国財務省証券 10 年債利回りは、9 月 3 日に 1.45%まで低下した。7 月 31 日時点の 2.01%(ブルームバーグ　ジェネリックベース)に対し、8 月 27 日には、1.47%まで低下した。この水準は 16 年米大統領選直前の 10 月初旬に記録して以来の低水準である。ユーロ圏のドイツ及びその周辺国、スイスでは、30 年債などの超長期債に至るまでほぼ全年限がマイナス利回りを記録する事態となった。世界的金利低下を受け、日本の 10 年国債利回りも 8 月 29 日には 16 年 7 月以来の低水準となる-0.285%まで低下した(ブルームバーグ・ジェネリックベース)。ブルームバーグ・バークレーズ・グローバル・マイナス利回り債券指数の時価総額として表わされる全世界のマイナス利回り債券の残高は、一時 17 兆ドルを超えた。

野村 Global Research19 年 8 月 16 日「日本経済ウィークリー: Race to the bottom の先」では、世界的低金利の背景を分析した。その結論は、Race to the bottom と称される世界各国・地域中央銀行による政策金利引き下げ競争が低金利の真の原因ではなく、主として高齢化などの人口動態の構造変化を背景とした期待成長率の低下、基調的インフレ率の低下、さらには経済主体の時間選好の変化、すなわち現在と将来の支出に対する相対的選好の変化、貯蓄と支出に対する相対的選好の変化が、低金利の定着をもたらしている可能性がある、というものであった。本稿第 2 章において指摘した、技術革新の停滞傾向も要因の一つと考えられる。先述のレポートでは、こうした背景から、世界的に長期の年限にまでわたる低金利が定着する状態を金利の「平原状態」と形容した。

加えて、低金利の構造的長期化の背景には、いわゆるグローバル化も存在していると考えられる。グローバル化に伴う生産拠点やサプライチェーンの新興国への広がりが基調的にインフレ率を低位安定させたことがその一因であろう。一方、新興国がこうしたサプライチェーンの構築や集約を通じて輸出主導の経済成長軌道に乗ったことで、輸出によって獲得された外貨資産が蓄積され、かつて 2005 年にバーナンキ元米 FRB（連邦準備制度理事会）議長が用いた「世界過剰貯蓄状態(Global Saving Glut)」が生み出されたことも、金利の平均的な水準を押し下げることに寄与したと考えられるだろう。

2. 構造的な低金利定着＝中央銀行の非力化

こうした構造的な環境変化を背景に低金利が定着した場合、中央銀行による政策金利引き下げ競争が一巡しても、世界の金利体系は大きくは変化しない可能性がある。一見すると、各中央銀行が政策金利引き下げ競争から脱却すれば、金利体系は変化する可能性があるようにもみえる。しかし、中央銀行による金融政策運営とは、究極的には、自然利子率に対し金利体系全般を相対的に引き上げるか引き下げるか、に過ぎない。このとき、基軸となる自然利子率自体が上記のような構造的背景によって低下していれば、中央銀行の政策変更が金利体系を変化させる余地は自ら狭まっていくと考えざるを得ない。

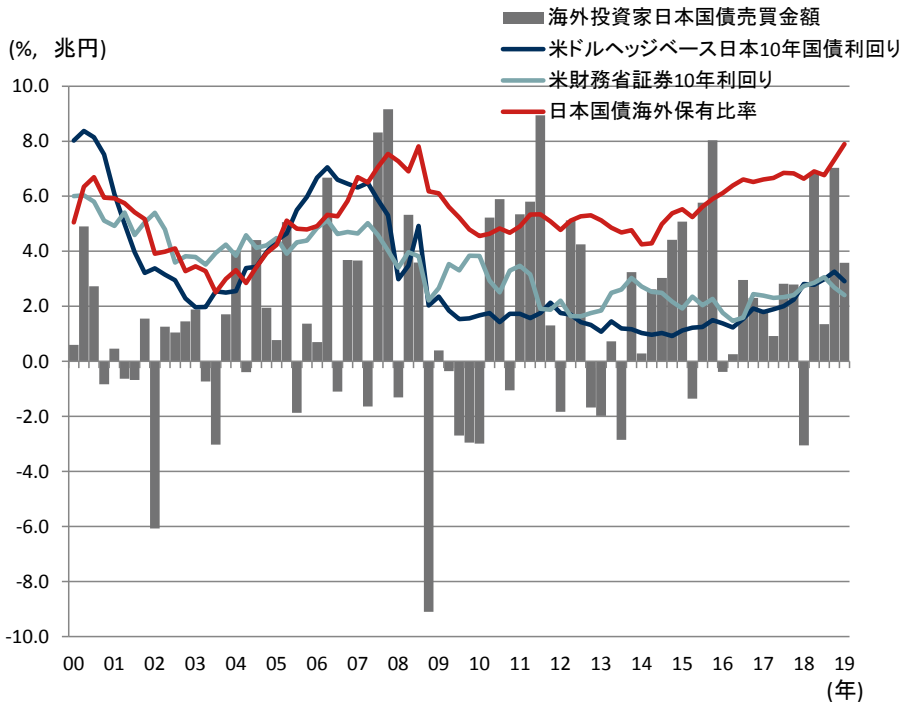
さらに言えば、基軸となる自然利子率水準が低下している下では、中央銀行が金利の期間構造に働きかけ、長短金利差など利回り曲線の形状を変化させることも難しくなるだろう。人口高齢化等の人口動態の構造変化に伴い、貯蓄(将来

支出)と支出(現在支出)の相対的選好が、より貯蓄を好む方向に変化することにより、一般的に長めの金利に上乗せされるプレミアム(ターム・プレミアム)を構造的に押し下げている可能性がある。また、期待成長率や期待インフレ率の構造的低下を反映して自然利子率が低下している下で、いくら金融緩和をおこなっても、中長期的期待成長率や期待インフレ率を押し上げる力自体が弱まっている可能性もある。さらには、「極低温」経済の元凶の一つであるイノベーションの停滞が、期待成長率や自然利子率低下の原因になっているとも考えられる。これらの要因により自然利子率が低下しているとすれば、足元の金融緩和効果によって中長期金利の期間構造を変える力が弱くなっていることを意味するだろう。

さらに皮肉なことに、いわゆる「名目金利のゼロ制約」を打破すべくマイナス金利政策を採用すると、自国通貨以外の外貨で運用する投資家にとり、為替ヘッジを行うとプレミアムが発生することになる。マイナス金利は、全年限にわたって利回りが低下する下にあっても、外貨ベースの投資家にとって中長期債のヘッジベース利回りを上昇させる効果を持つ。こうした単純な資金需給の観点からも、金融政策による期間構造への働きかけは弱まることになる(図表 49)。

以上は、まさに長短金利操作(イールドカーブコントロール)を通じ、金利の期間構造そのものを政策操作目標に掲げている日本銀行の金融政策が必ずしも有効に機能しない一因になっているとも考えられる。

図表 49: 海外投資家の日本国債保有比率と米ドルヘッジベース米日国債利回り
マイナス金利政策が金融政策を非力化する皮肉



出所: 日本銀行、ブルームバーグ資料より野村作成

3. 低金利が持続可能ではなくなる契機 – 金融機関経営に対するストレス

低金利定着は、「極低温」経済の持続性を高める面を有する。ほとんどの経済主体にとって、資金調達コストが大きく上昇することを懸念することなく、経済活動が継続できる状況を生み出すからである。もっとも、「極低温」経済においては、そもそも構造的に資金需要が低調になっているため、低金利定着のメリットそのものが薄れている面もある。

低金利定着が、「極低温」経済の持続性を揺るがし、翻って「平原状態」に至った金利環境を変質させる原動力が生じるとすれば、低金利定着によって金融機関経営に及ぶストレスが金融機関の収益構造を変革させる動機となることによってであろう。

銀行業など預金を受け入れ、それを原資として信用創造を行うビジネスモデルの金融機関にとって、付加価値の源泉は、まさに金利の期間構造にあると言ってよい。期間の短い負債で調達した資金を、期間の長い資産への投資に充当するという期間変換機能こそが銀行業の収益基盤であり、それを生み出しているのはターム・プレミアムや金利の期間構造が生み出す長短金利差だからである。中央銀行の金融政策も、金利の期間構造を変えることによって、銀行業の期間変換機能を通じたリスクテイク意欲に働きかけてその政策効果を発揮しようとしていると言える。

ところが、現在目の当たりにしている世界の金利体系の構造変化は、長短金利差縮小とその定着を通じて、金融機関の収益の源泉そのものを喪失させる動きでもある。日銀が長期にわたる大胆な金融緩和には副作用があると自認し、その是正を図るべく 16 年 9 月に現状の長短金利操作付き量的・質的金融緩和へと政策の枠組みを転換したのも、こうした問題意識に基づくものであったはずだ。もっとも、長短金利操作政策により金利の期間構造を人為的に好ましい姿に留めるのに限界があることについては、先述した通りである。

4. 低金利定着のストレスが及ぼす金融機関の経営革新

低金利定着のストレスを契機として「極低温」経済に変化が起きるとすれば、差し当たりその起点はストレスの当事者である金融機関の経営革新から、となろう。

最も現実的なシナリオは、低金利定着による収益環境悪化に対し、金融機関が現状のビジネスモデルを維持しつつ抗おうとする動きであろう。以下、日本の金融機関が低金利定着・長期化によって直面する収益環境の変化と、それに対しいかなる対抗措置が考え得るかについて簡単なシミュレーションをおこなってみよう。

まず、シミュレーションの前提について整理する。

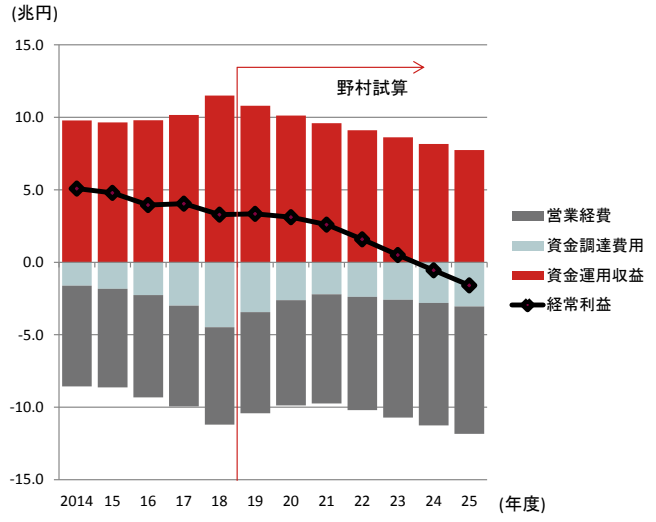
シミュレーションのユニバースは、「全国銀行」とする。全国銀行財務諸表分析に基づき、収益環境を足元について概観すると、国内業務における資金運用利回りの傾向的低下に直面する下、ここ 1～2 年程度は、国際業務拡充、有価証券運用における分散投資拡大により、運用利回り及び運用収益を改善させている様子が窺われる。但し、これは為替ヘッジ等に伴う相応のコスト増加も伴っており、資金調達利回りの上昇にも結び付いている。

先行きについては、ベースシナリオについて以下のような機械的仮定を置いている。現状、主として海外向け投融資拡充によって実現している運用、調達両面での利回り上昇は、海外でも今後低金利定着・長期化に見舞われることにより反落に向かい、従来国内で生じていた利回りの漸減傾向が生じると仮定している。貸出金、預金等、主要資産・負債項目については、過去 5 年間のトレンドを延長した漸増傾向が続くと仮定している。

その上で、ベースシナリオにおいては、足元(2018 年度)の経費率が維持されると仮定し、いわゆるリストラ効果を織り込まずに、どの程度収益力が悪化するかについてシミュレーションした。なお、本シミュレーションにおける経費率は、人件費、物件費、税金の合計を預金、譲渡性預金の平残で割ったものである。結論的には、2024 年度(2025 年 3 月期)以降、全国銀行ベースで経常利益が赤字化するとの結果が得られた(図表 50、51)。

図表 50: リストラなしケースにおける全国銀行収益のシミュレーション

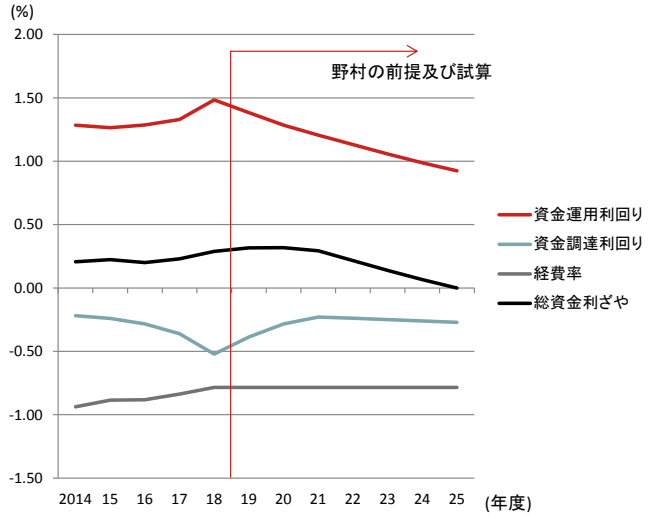
2024 年度以降、経常収支は赤字化



出所: 全国銀行協会資料より野村作成

図表 51: リストラなしケースにおける各種財務比率の前提

資金運用利回り漸減、経費率横這いを仮定

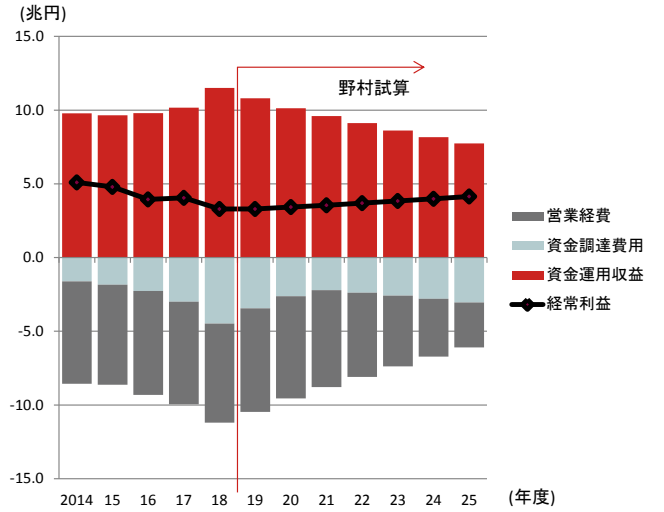


出所: 全国銀行協会資料より野村作成

次に、こうした収益力の低下に対し、どの程度のリストラを実施すれば現状の収益力が維持可能であるかについてシミュレーションした。具体的には他のパラメーターをメイン・シナリオと同一にしつつ、経常利益率(但しここでは総資産ではなく総預金残高を分母とした)を現状と一定に保つように、経費を削減していった場合の経費率の変化に注目した。2025 年度時点で、現状と同じ経常利益率を維持するには、経費率を 2018 年度の 0.78%から 2025 年度には 0.27%まで低下させる必要があるとの結論が得られた(図表 52、53) 。

図表 52: 現状の利益率維持に必要な経費率削減に関するシミュレーション

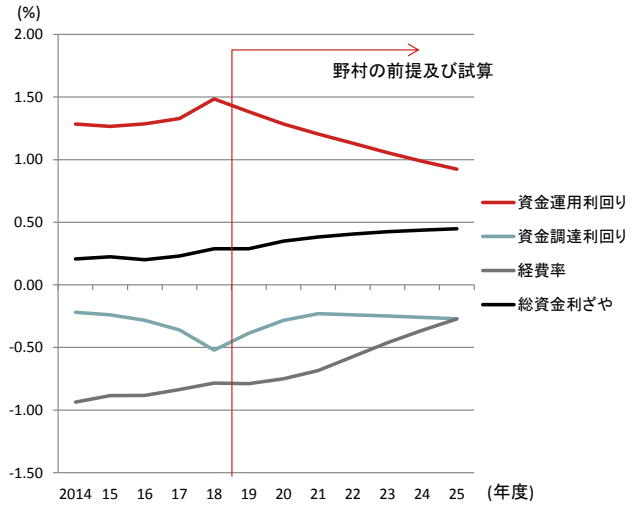
現状の経常利益率を維持しようとすると・・・



出所: 全国銀行協会資料より野村作成

図表 53: リストラありケースにおける各種財務比率の前提

・・・ドラスティックな経費率削減が必要に



出所: 全国銀行協会資料より野村作成

依然として終身雇用制度の壁などに直面し変動費化が進捗していない人件費の削減余地が限定されること、支店統廃合等が進んでいるものの必要最低限のフランチャイズ維持や地域貢献の点で今後限界に直面する可能性のある物件費削減余地が小さいことに鑑みると、ここまでの経費率低減は非現実的であると考えざるを得ないだろう。

5. 革命的な金融機関のビジネスモデル変革の必要性と可能性

では、金融機関のリストラが不十分なものに留まり収益力の十分な回復が見込めない場合、どのような打開策が考えられるだろうか。低金利定着・長期化が、そもそも金融機関の付加価値の源泉を喪失させるという根本的な変化をもたらしている点に鑑みると、それを打開する方策も自ずとドラスティックなものになる可能性を有している。すなわち、金融機関が金利を収益の源泉とする構造そのものを転換する動きである。

金利の大平原状態の先にある、具体的な金融機関や金融環境のあり方についてのヒントは近年の情報技術革新に求め得るだろう。昨今の情報技術革新は、これまで「マネー」や「価格」に内包されていた、さまざまな需要者と供給者をマッチングさせ需給を均衡させる機能を、代替する可能性を秘めていると考えられる。換言すれば、異時点間、遠隔地間での財・サービス、労働力等の需給をマッチさせるのに必要不可欠であった通貨や価格の機能を、コンピューターやその上で稼働するプログラムが代替しうるようになってきていると考えることができる。

このように考えると、低金利の定着や長期化により、収益の源泉の先細りに直面した金融機関自身が、預貸業務を通じて提供していた信用創造機能、広義の通貨供給機能を、情報技術を利用して代替するような技術革新を進めていくか、さもなくば、他のプレーヤー、典型的にはプラットフォーマーと呼ばれる独占的な情報技術サービス提供企業によって淘汰されていく動きが想定されるだろう。

6. 低金利定着がもたらすマクロ的変革(a) – 財政依存の高まり

マクロ政策的なストレスから、「極低温」状態脱却が模索される可能性もある。低金利環境の定着・長期化は、金利を付加価値の源泉とする金融機関にストレスを与えるだけではない。自然利子率の基調的低下と定着が生じた場合、その水準を軸として政策金利を設定することが基本的な政策ツールである中央銀行には政策の実効性低下というストレスが及ぶことになる。名目金利のゼロ制約が存在する世界ではなおさらである。

マイナス金利政策導入によって(名目)金利のゼロ制約が克服され、低金利の構造化によるストレスを免れ得たかにみえるが、マイナス金利(政策)の副作用が議論される実態に鑑みると、引き続き低金利定着のストレスが中央銀行や金融政策に及び続けているとみるべきだろう。

低金利定着のストレスから中央銀行が逃れる術として、財政への依存を強めていく可能性が考えられる。実際、各国・地域中央銀行の金融政策が量的緩和やフォワードガイダンスなどの非伝統的領域に踏み込んだり、再び追加的な非伝統的政策の採用が必要となる可能性が意識されたりする下で、財政政策の活用や財政政策との連携を主張する声は大きくなっているように見える。

9月日銀金融政策決定会合における「主な意見」には、「追加緩和と併せて、コミットメントの強化や財政政策との連携強化を行うことが適当である」との主張がみられた。ドラギ ECB（欧州中央銀行）総裁(当時)は、退任間際の英 Financial Times 紙とのインタビュー(9月 30 日)において、「財政支出の拡大は従来以上に必要性が高まっている」「ユーロ圏が他の経済圏と競争していく上では、長期的な財政同盟へのコミットが肝要である」との見解を示した。米国でも、下院民主党の一部に MMT 理論(現代貨幣理論)に基づく財政支出拡大を主張する動きが台頭している。これらは、今後、中央銀行金融政策の効力低下を財政によって補完しようとする動きが一段と拡大していく可能性を示唆しているようにみえる。

ただ、こうした動きが現実化した場合、財政・政府債務の持続可能性と「極低温」経済とのかかわりという別の論点を提供することになるはずだ。この点については次章で論じてみたい。

7. 低金利定着がもたらすマクロ的変革(b) – 基軸通貨、国際通貨システム革新の可能性

「極低温」経済の下で、金融機関や中央銀行に生じるストレスの源泉は、グローバル化の進展により特に新興国において米ドル建て資産、負債が積み上がったことで、米ドルの自然利子率低下が引き起こされただけでなく、世界的に金融政策の米国従属、米ドル従属が生じたことにも原因があると考えられる。

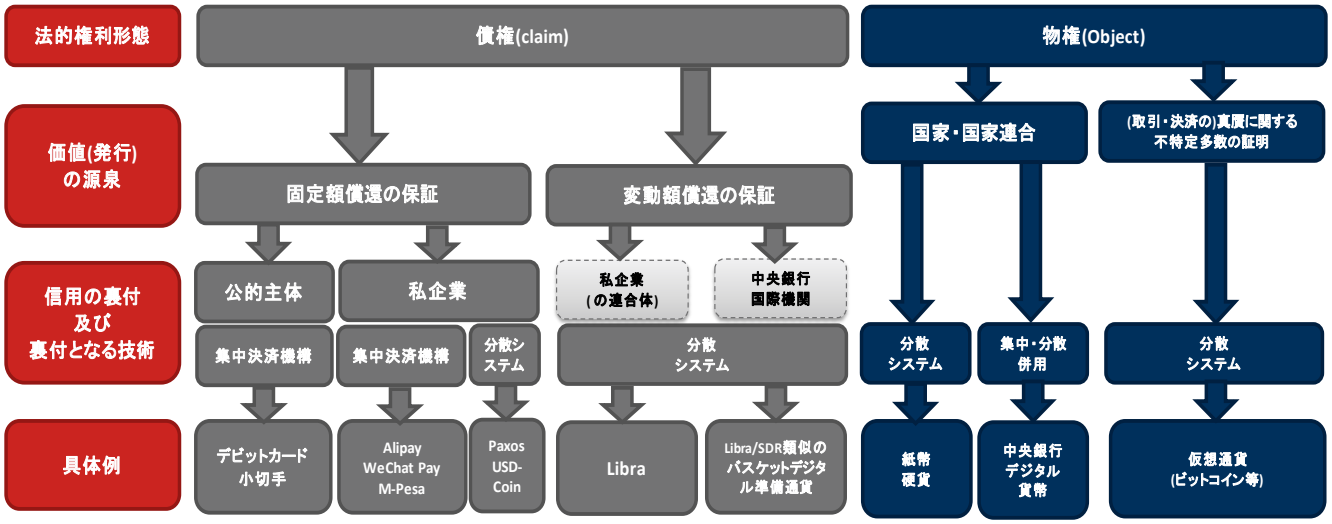
だとすれば、今後、金融機関や中央銀行が被るストレスの打開策として、米ドル基軸体制脱却を図る動きが生じる可能性もあるだろう。その際、「リブラ」に類似するようなデジタル通貨を、中央銀行自らが発行する考え方や、各国・地域中央銀行のイニシアティブにより、各国・地域通貨のバスケットを裏付けとする「リブラ」類似のデジタル通貨を創設し準備通貨としての米ドルを置き換えていくという考え方があり得る。

「リブラ」登場について各国・地域金融当局が警戒感を隠さず、法定通貨、決済手段としての承認を拒否する構えを見せている点から、このような発想、構想が現実的でないとの批判もあり得よう。また、一般にデジタル通貨と呼ばれる新たな「マネー」については、不正な取引や詐欺的行為が入り込みうるような技術的、制度的欠陥が指摘されることも多い。

しかし、一口にデジタル通貨と言っても、図表 54 にあるように、の権利形態、価値の裏付け、技術基盤は多様である。特定の中央銀行が単独で、または、世界の一部の中央銀行が協調し、国際基軸通貨として「リブラ」に類似したデジタル通貨を位置づけるとすれば、議論は全く異なったものになるはずだ。

カーニー・イングランド銀行総裁が、19 年 8 月のジャクソンホール会議における”The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System”と題する演説において、同様の問題を提起したのは、米国の同盟国でもある英国の中央銀行トップが、米ドル基軸体制の問題点に触れ、また米ドル基軸体制への「挑戦」の可能性を指摘した点で、画期的な出来事であったと考える。これはまた、バンコールという名のバスケット通貨を米ドルやかつての英ポンドに代わる基軸通貨、国際準備通貨として創造しようとしたケインズの発想が、現代に蘇ることを意味するだろう。

図表 54: 広義「マネー」の定義
デジタル通貨にも多様な形態が存在



出所:IMF(国際通貨基金)資料より 野村作成

Ⅹ. Worry F: 財政問題

1. 金融政策が財政依存を強めるとき

前章では、低成長・低インフレを特徴とする「極低温」経済と低金利状態の構造的長期化により、金融政策、特に金融緩和の持続力にストレスが及ぶ可能性があること、また、そうしたストレスを背景に中央銀行が財政支出拡大に期待したりそれを促したりするなど、金融政策の財政依存が強まる可能性を指摘した。

一般に、中央銀行または金融政策の財政依存は、政府債務のマネタイズ(通貨発行増による資金調達支援)を通じ、中央銀行の政治的独立性を損ない、究極的には財政運営や政府債務の持続可能性を損なう恐れがあるだけでなく、通貨そのものの信認をも損なうことに繋がるとして、強い警戒感が示されるケースが多い。

一方、昨今議論が活発化している MMT(現代貨幣理論)に代表されるように、政府債務のマネタイズや金融政策と財政政策の一体化には問題がなく、むしろ積極的に推進すべきであるとの見解も登場している。

中央銀行または金融政策と財政政策との関係について論じた、相反する二つの命題は、一体どちらが真理なのであろうか。

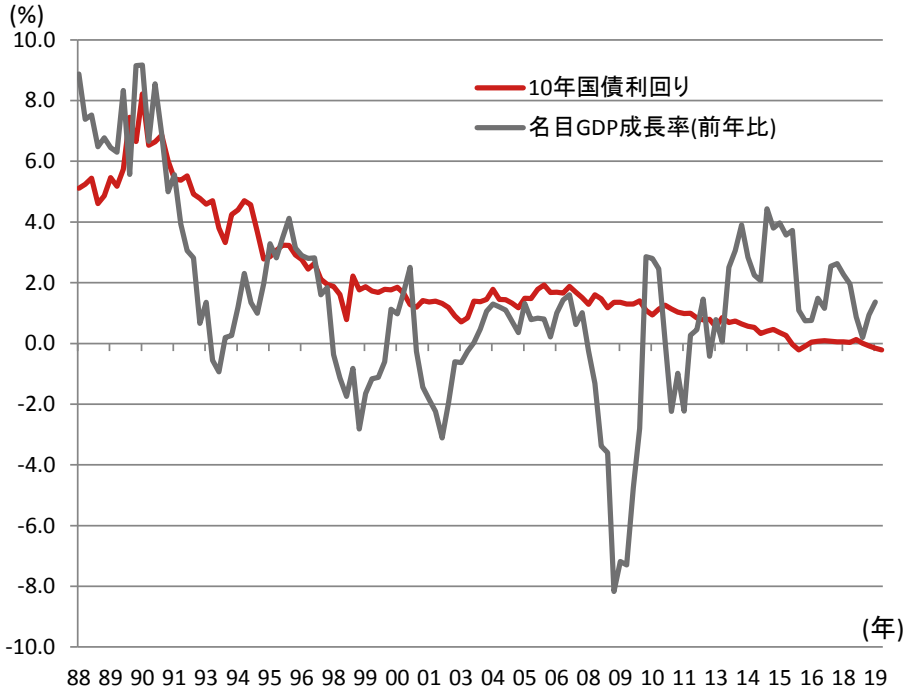
2. 魔法の不等式：名目経済成長率＞名目長期金利

日本経済新聞朝刊の「経済教室」では 19 年 10 月 7 日~9 日の 3 日間にわたり「財政赤字拡大容認論を問う」と題する連載企画が行われ、財政支出(赤字)拡大肯定派、否定派が論争を展開した。同連載において、財政赤字肯定派、否定派に共通していたのは、現状、名目経済成長率＜名目長期金利という過去の前提が崩れていることから、一般的に財政、政府債務の持続可能性の指標とされる基礎的財政収支の均衡(黒字化)は必ずしも必要ではない、という点であった。

現実に、名目経済成長率＞名目長期金利の関係が概ね維持されてきた 13 年以降の安倍政権下においては、基礎的財政収支が赤字を続けながらも、政府債務の対名目 GDP 比の上昇は限定的であった(図表 55、57)。また、19 年 7 月 31 日に内閣府が経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」においては、試算期間の終期である 2028 年度まで基礎的財政収支の均衡ができない結果となる「ベースラインケース」においても、2020 年度以降、一般政府債務残高の対名目 GDP 比は漸減傾向を辿るとの結果が得られている(図表 56、57)。確かに、単純な計算上は、名目長期金利＝0%、政府債務の対名目 GDP 比 200%の前提下では、(名目経済成長率－名目長期金利)×2 に等しい対 GDP 比での基礎的財政収支の赤字を毎年度計上しても(例えば名目経済成長率が 1%ならば、GDP 比 2%の赤字)、政府債務の対名目 GDP 比は横這いで変化しない。

図表 55: 名目 GDP 成長率と 10 年国債利回りの長期推移

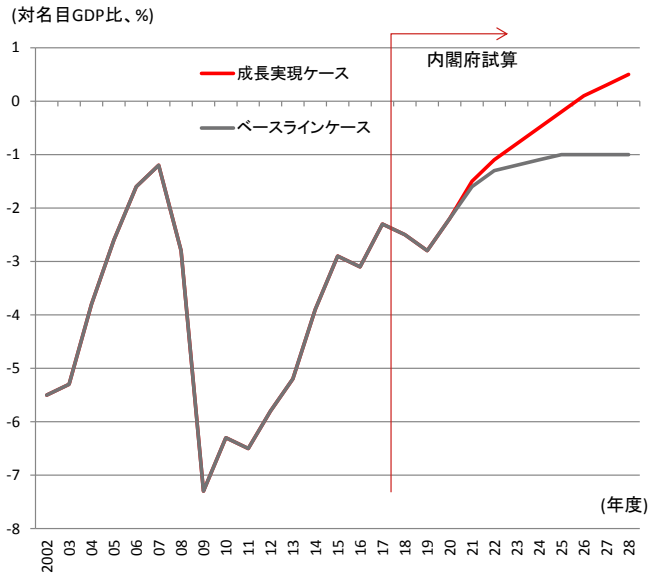
13 年 7-9 月期以降、名目 GDP 成長率＞10 年国債利回りの関係を維持



出所: 内閣府、ブルームバーグ資料より野村作成

図表 56: 「中長期の経済財政に関する試算」における基礎的財政収支見通し

ベースラインケースでの基礎的財政収支均衡は達成不可能

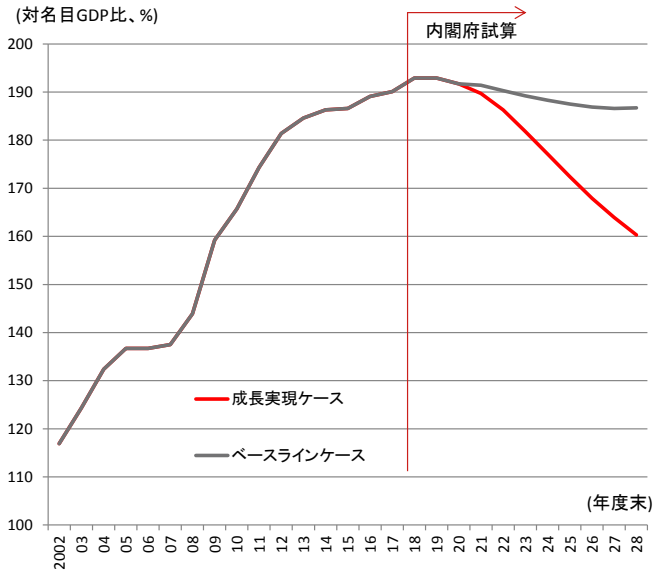


注:「中長期の経済財政に関する試算」は 19 年 7 月公表分。ベースラインケースでは、経済成長率は中長期的に実質 1%程度、名目 1%台半ば程度を想定。成長実現ケースでは、潜在成長率の上昇とともに、2020 年代前半にかけて、実質 2%程度、名目 3%程度を上回る成長率に上昇することを想定。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 57: 「中長期の経済財政に関する試算」における一般政府債務残高の見通し

基礎的財政赤字継続でも政府債務残高 GDP 比は減少



注:同左

出所: 内閣府資料より野村作成

3. 財政拡大への賛否両論

しかし、そこから先の議論は真逆である。財政赤字容認派は、基礎的財政収支において一定の赤字を計上可能な「バッファー」を積極的に利用し需要拡大を通じたインフレ目標達成を実現すべしと議論する。MMT や FTPL(物価水準の財政理論)は、単純化すれば、金融政策が金利抑制を通じてこうしたバッファー維持に協力すれば、インフレ率または物価水準のコントロールは財政政策のみによって可能となる、と主張していると考えることも可能であろう。

一方、財政赤字(支出拡大)否定派は、基礎的財政収支の赤字を許容する前提となる名目経済成長率＞名目長期金利の条件が、将来の財政運営に関する何らかの期待によって実現しているだけであり、持続可能性が保証されていない期待を前提とする基礎的財政収支の赤字そのものに持続可能性がないと主張している。

10 月 8 日付を執筆した星岳雄東京大学教授は、将来政府が十分な財政改革を行うとの市場の信認によって名目金利が抑制されているだけであり、「これは危うい均衡だ」と主張する。

10 月 9 日付を執筆した植田健一東京大学准教授は、既に人々が国債の債務不履行など直接的な債務削減ではなく、国民の政府に対する将来の請求権(債権)である年金支給額の削減など、広義の債務削減を予想している可能性があり、そうである以上、政府債務は現時点で既に持続不可能な状態にあると主張する。この主張が暗に示唆するのは、国民が予想する将来の請求権喪失に相当する分だけ現在支出が抑制され(貯蓄が行われ)ていることにより、(現在の)名目経済成長率＞名目金利という均衡が保たれている可能性であろう。

基礎的財政収支において一定の赤字を計上可能な「バッファー」があるとしても、特に日本の場合には激甚化する自然災害に対応した膨大な財政支出の可能性に備える「フィスカルスペース（財政余地）」とすべきと主張するのも、財政赤字否定派の特徴だろう。

4. 「極低温」経済を前提とした低金利持続と財政赤字の持続可能性

国民の将来債権削減を含む広義の財政改革への期待によって名目市場金利の低位安定が保たれているだけでなく、極低温経済が想定する諸条件(技術革新の停滞、高齢化)が市場金利低迷の前提であるとすると、名目経済成長率＞名目長期金利という条件、また、同条件に依存する財政赤字の持続可能性に対する見方は変化するだろうか。

名目市場金利低迷の原因が将来の財政改革への期待であれ、「極低温」経済定着への期待であれ、その期待が崩れた場合、市場金利の上昇を招来し、名目経済成長率＞名目長期金利という前提条件を崩すことによって財政赤字や政府債務の持続可能性を喪失させることに繋がることは否めないだろう。

財政赤字否定派から同肯定派に対して加えられる典型的な反論の一つに、現状日本経済の需給ギャップが均衡ないしプラスの状態であるが故に財政支出拡大による需要喚起は不要、との議論がある。しかし、「極低温」経済の下で将来に向けての期待成長率が低下し、将来支出の抑制が予想されているのであれば、期待成長率の維持・押し上げ、将来の需要拡大実現に向け、「予防的」に財政

支出拡大策を現時点から講じておくことに意義があるようにもみえる。「極低温」経済の常態化がもたらすフラストレーションから、財政拡大への誘惑が生じるのも無理からぬ面があるとも考えられる。ただ、それが「極低温」経済定着への期待を覆し、名目市場金利を上昇させることに繋がると、財政赤字や政府債務の持続可能性は一挙に失われるリスクを孕むことにもなる。

5. 金利上昇に克てる経済成長押し上げ実現が財政の持続力維持のカギ

将来の財政改革に対する期待の変化と、「極低温」経済定着に対する期待の変化に一点違いがあるとすれば、市場金利低迷を利用して財政支出拡大に動いた結果、技術革新の再加速等を通じ期待成長率の押し上げに成功した場合であろう。この場合、単に財政支出拡大による需要加速だけでなく、持続的な生産性向上などの供給能力拡大も同時に実現することになり、将来に向けて名目経済成長率が安定的に加速していく状態が実現可能となる。「極低温」経済定着期待が覆ることにより名目市場金利が上昇に転じたとしても、このような形で持続的に名目経済成長率も押し上がっていく状態を実現できれば、長期にわたり名目経済成長率＞名目長期金利の前提条件を維持していくことは不可能ではないだろう。もちろん、財政支出拡大が期待成長率の押し上げに繋がるのであれば、将来の財政改革に対する期待が悪い方、すなわち財政に対する信認喪失の方向に変化することもないだろう。

「極低温」経済自体のストレス、それが金融政策に与えるストレスから、財政政策に依存して脱却しようとすることには、財政赤字や政府債務の持続可能性を損なうリスクが付きまとう。しかし、そのリスクが現実化するかどうかは、結局のところ、財政支出や政府債務拡大を通じた資金の使い方次第という側面が大きいのではないだろうか。

XI. 反グローバリズムのリスク

1. 反グローバル化という妖怪

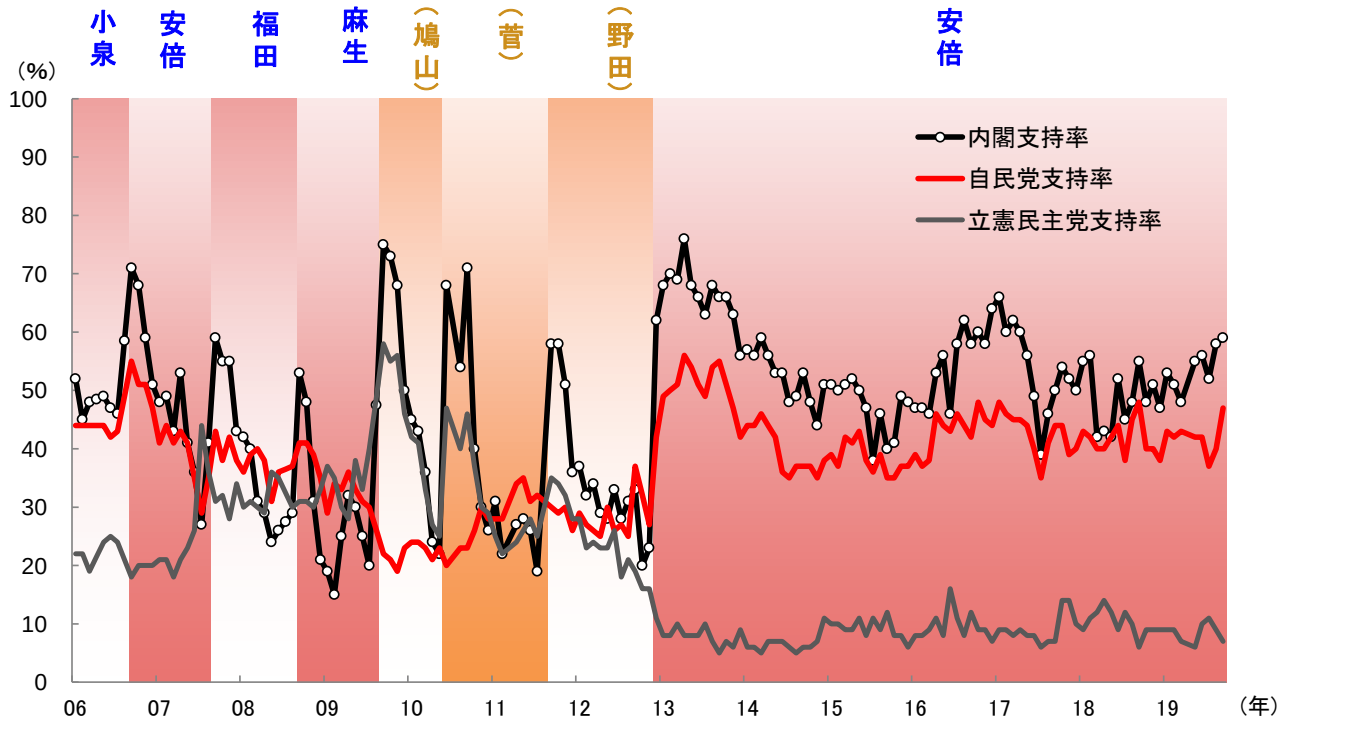
「一匹の妖怪がヨーロッパを徘徊している―共産主義という妖怪が」

言うまでもなく、カール・マルクスとフリードリヒ・エンゲルスの共著『共産党宣言』の冒頭部分である。現代世界は、今や「共産主義」を「反グローバル化」と言い換えても全く違和感のない状態に置かれている。世界の覇権国であるはずの米国が、トランプ政権誕生以降、貿易面で保護主義色を強めている。また、「メキシコ国境の壁」問題に象徴されるように、移民規制強化の潮流も台頭している。同様の傾向は、欧州地域でも顕著である。英国の EU(欧州連合)離脱問題は、反グローバル化の象徴的事象であり、EU 諸国においても、移民排斥等を訴える極右勢力、ポピュリスト的勢力の政治的台頭が問題となって久しい。

ところが、一見するとこの反グローバル化の妖怪の徘徊を免れているように見える国がある。日本である。保護主義的主張をエスカレートさせる米国を後目に、TPP(環太平洋パートナーシップ協定)を残る 11 ヶ国で発効させる上でのリーダーシップを発揮し、多国間自由貿易推進の旗印を堅持している。

国内政治においても、2012 年 12 月に発足した第 2 次安倍政権が 7 年近くにわたりほぼ安定した支持率、政権運営を維持し、反グローバル化の源泉であるポピュリズム的な政治潮流とも一線を画している(図表 58)。

図表 58: 内閣、与野党支持率の推移
長期安定が続く政権・与党



注: 1.各氏名はそれぞれの内閣を表す。2.( )内の内閣（鳩山内閣、菅内閣、野田内閣）は非自民党内閣であることを示す。3.調査が行われなかった月については、前後の調査月の値を線形補完している。4.立憲民主党支持率は 2017 年 11 月第一回調査以降、それ以前は民進党、民主党。

出所: 日本経済新聞より 野村作成

そればかりか、移民規制強化の主張を強める米欧の政治情勢とは逆行するかのうように、19 年 4 月施行の改正出入国管理法により、「特定技能」資格での外国人労働者受け入れの門戸を拡大するなど、ヒト、モノ、カネの流れのオープン化を推進している数少ない国となっている。

果たして、日本は今後も、反グローバル化という妖怪の跋扈を逃れ続けることができるのであろうか。本章では、現代世界における反グローバル化的な政治潮流の起源を分析しつつ、日本が現時点で反グローバル化から一線を画し得ている要因を探る。さらにそこから、将来、日本が反グローバル化の波に飲み込まれる可能性があるのかを占ってみよう。

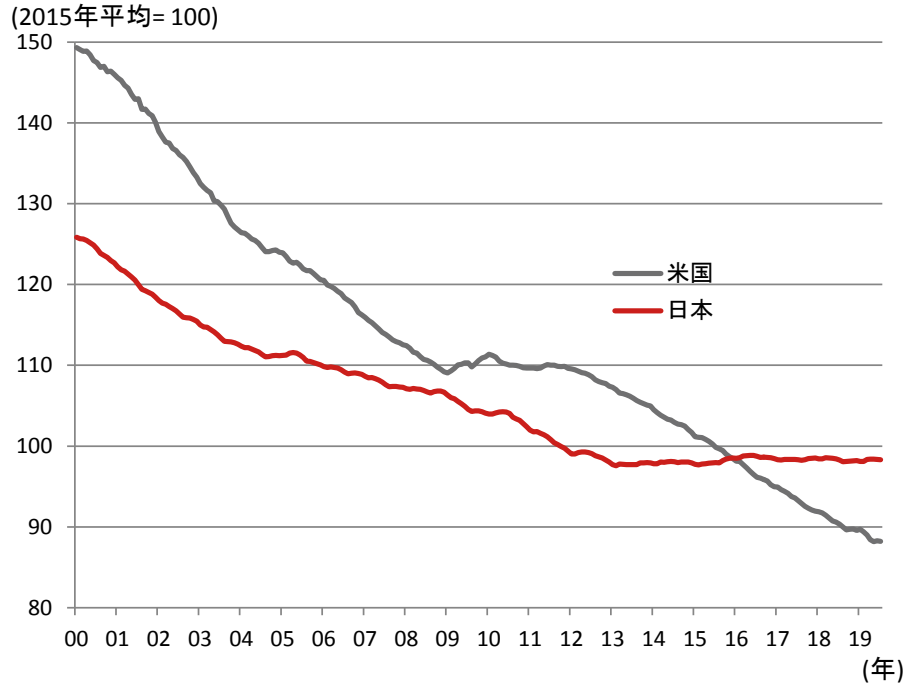
2. 反グローバル化の起源(a) – 実体経済的側面

反グローバル化の起源は、突き詰めれば、グローバル化がもたらした弊害に対する人々の拒絶反応にあると考えられる。人々が不満を持つにいたったグローバル化の弊害には様々な側面が存在する。ここでは、一つの切り口として物価に与えた影響に注目してみよう。

グローバル化は、新興国の経済成長と市場開放を通じ、財の生産に従事する比較的低スキルの労働力の供給を大幅に拡大するという供給ショックをもたらしたと考えられる。この供給ショックは、低スキルの労働需要を先進地域から奪うという負の側面を有しただけでなく、製品価格の下落を通じて先進地域消費者の実質購買力を増加させ、中間財価格の下落を通じて先進地域企業の付加価値率を向上させるという正の側面も有していた。

一方、グローバル化に伴う財価格の相対的下落の下で、従来通りの物価上昇率の基調を維持しようとした先進地域の金融政策は、無意識にサービス価格の上昇を加速させる方向に作用した可能性もある(図表 59)。こうした下、従来財製造部門で雇用されていた低スキルの労働力がサービス生産部門にシフトし、雇用自体は維持・拡大されたとしても、賃金水準は大きく上昇しなかった可能性がある。

図表 59: 財/サービス相対価格(食品・エネルギーを除く CPI ベース)
グローバル化に伴う新興国の生産能力拡大は財の相対価格を押し下げた



出所:総務省、米国労働省資料より 野村作成

すると、経済全体としての実質賃金は、サービス価格の相対的上昇の分だけ低下することになる。現状特に米国にみられるように、完全雇用状態が実現しながら、人々が生活水準に不満を抱き、反グローバル化を促進する政治的主張を支持する傾向が生まれているのは、こうした背景に基づくと考えることが可能であろう。

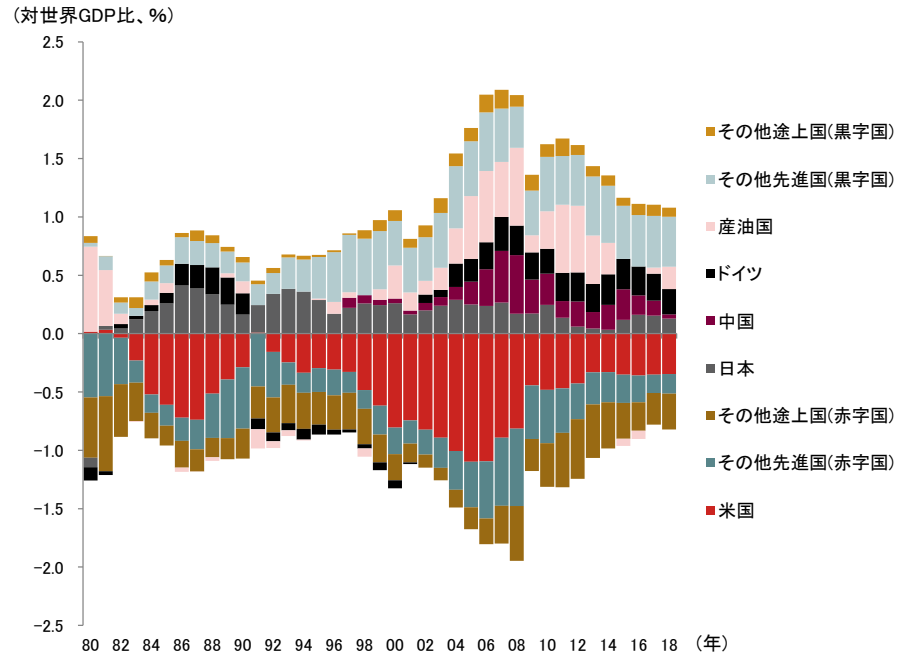
3. 反グローバル化の起源(b) – 金融的側面

以上のような物価の動きの変化を通じたグローバル化の影響評価は、今や一般的な議論となりつつある。これに対し、グローバル化による金融面への影響とその反動は、比較的新しい議論であると考えられる。

グローバル化の結果、低スキルの労働力に依拠する財の生産活動が新興国にシフトし、グローバル・バリュー・チェーンの深化が生ずる過程で、全般に先進地域から新興国への所得移転が生じ、それに伴い、経常収支の黒字・赤字幅及びそのバラつきで表現される対外不均衡は全般に拡大した(図表 60)。

図表 60: 世界の地域別経常収支動向

グローバル化、グローバル・バリュー・チェーン深化で対外不均衡は拡大



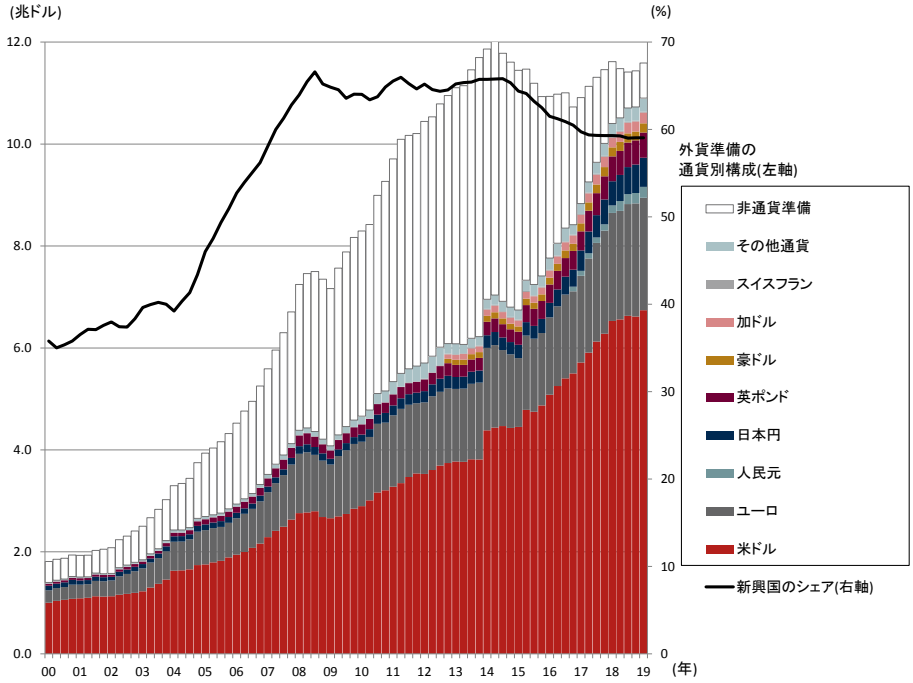
出所: IMF(国際通貨基金)資料より野村作成

新興国に移転した所得、ないしは、新興国が獲得した経常収支黒字は、主として先進地域に対する対外債権として累積されることになるが、その多くの部分は、グローバル・バリュー・チェーン深化の下での決済通貨として用いられる米ドル建てであったと考えられる(図表 61)。こうした新興国における米ドル建て債権の累積は、実体経済面における財価格の低下圧力と並行して、米ドル金利、特に自然利子率を押し下げる方向に作用したと考えられる。2005 年に米 FRB(連邦準備制度理事会)元議長のバーナンキが経常収支不均衡拡大の原因として指摘した(主として新興国を中心とする)グローバル過剰貯蓄仮説(Global Saving Glut)の因果関係を逆転させてみると、経常収支不均衡拡大がグローバルに過剰貯蓄を生み、特に米ドル金利を低下させた、とみることが可能であろう。

こうした自然利子率の低下は、一方で、新興国における米ドル建て負債の増加を促す要因にもなった可能性がある(図表 62)。米ドル建て負債の累増は、ひとたび金融的なショックが到来した場合に新興国から資本流出を惹起しその米ドル調達を困難化させるため、新興国は、これに備えるべく、より一層の米ドルでの外貨準備を積み上げる誘因を持つ。

図表 61: 外貨準備の通貨別構成と新興国の保有比率

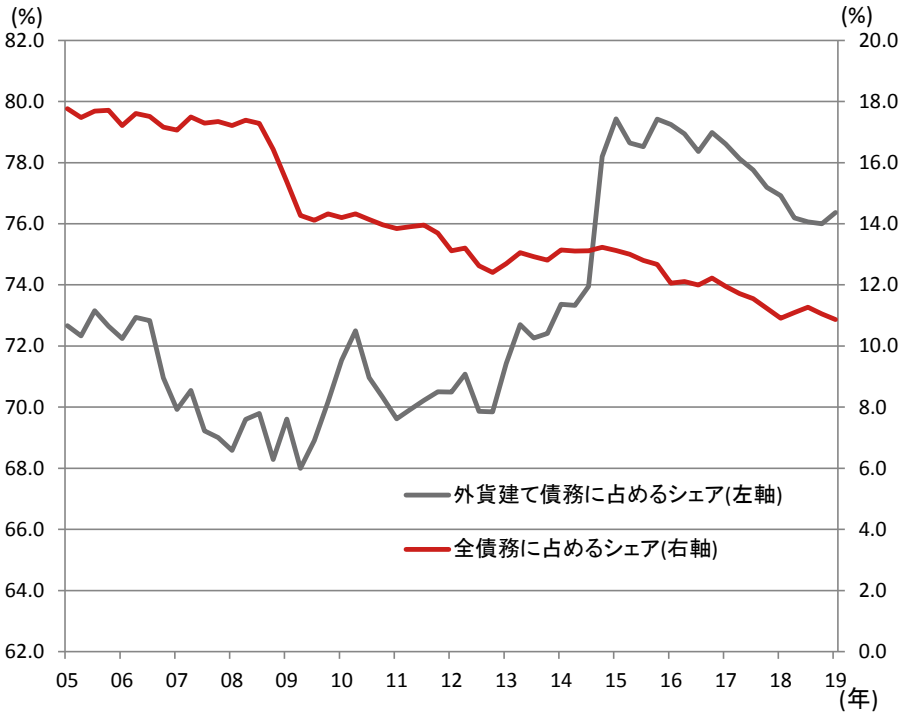
輸出主導の新興国経済成長により米ドル建て対外資産が累積



出所: IMF(国際通貨基金)資料より野村作成

図表 62: 新興国債務に占める米ドル建ての比率

米ドル建て対外資産と並行して対外債務も累増



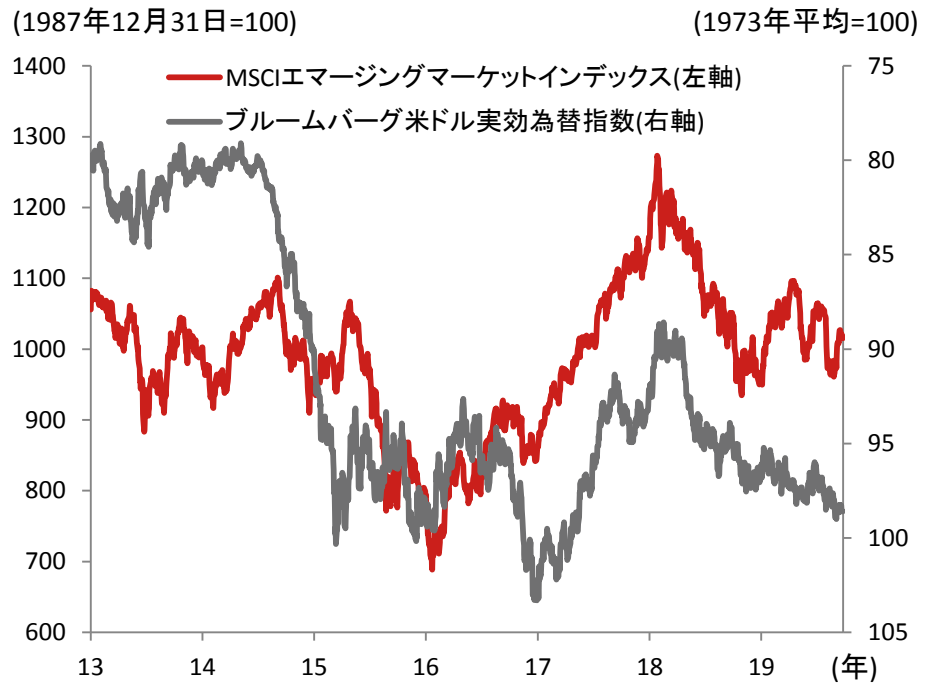
出所:IIF(国際金融協会)資料より 野村作成

このようにして生じた米ドル自然利子率の更なる低下は、財価格の低下圧力に直面している各国中央銀行、とりわけ FRB の政策金利の操作による伝統的な金融政策の効力を弱める結果となり、それが、リーマンショック後の「非伝統的」金融緩和の長期化をもたらした可能性もあるだろう。ただ、皮肉なことに、非伝統的金融緩和による超低金利環境の長期化も、上記の、新興国における米ドル建て債務の累増を通じたメカニズムを促進した一因であると考えられる。

このようにして両建てで対外債権債務の「ドル化」が進んだ地域では、もともと米ドル連動型の通貨体制を有していなくても、米金融政策の変動が自国経済に与える影響を大きく受けるようになる。すなわち、米国が非伝統的金融政策からの正常化を進めた 2015~18 年においては、金融環境が引き締まる影響を受けることになった。2018 年には、トランプ政権が減税、インフラ投資拡大などの財政拡張的な政策を需給ギャップが非常にタイトな状態で打ち出したことで、金融政策の正常化が進展している実態以上に、米ドルの金融環境を引き締める効果をもたらしたと考えられる。

一方、米金融政策において金融緩和期待が高まり、実際 7 月の FOMC(連邦公開市場委員会)において利下げが実施された 19 年に入っても、従前の新興国における米ドル建て債務累増を一因とするリスク回避的な動きから、米ドル→新興国通貨への資金回帰は目立たず米ドル実効レートの高止まりが続いている(図表 63)。

図表 63: 米ドル名目実効為替レートと新興国株価
米ドル金利低下にもかかわらず米ドル金融環境は緩和せず



出所:ブルームバーグ資料より 野村作成

もとより、FRB が利下げに動いた背景には、自国政府が反グローバル的発想で対中貿易制限政策を進めていることの不確実性が実体経済を下ぶれさせるとの

懸念がある。こうした不確実性が米国以上に強く新興国に及び実体経済を悪化させるとの懸念から、米ドル金利が低下しても新興国を巡る資金フローが本質的に変化せず、金融環境の引き締まりを継続させているという皮肉な側面もある。

以上のような、新興国を中心とする対外債権債務両建てでの米ドル化の構造的進展が、米ドルベースでの金融環境の持続的引き締まりを招来しているとすれば、これも潜在的には実体経済成長の抑制を通じて人々の不満の鬱積の遠因となり、反グローバル化潮流の背景になっていると考えることが可能であろう。

4. 日本が反グローバル化から一線を画す理由

以上のような分析を基にすると、日本において反グローバル化を支持する動きが拡大しなかった理由の一端が見えてくる。

日米を比較すると、日本においては、サービスに対する財の相対価格低下がゆるやかであり、かつ 2012 年以降は同相対価格がほぼ横ばいであった(図表 64)。これは低スキル雇用機会の減少圧力や、サービス価格の相対的上昇による実質購買力の目減りが緩やかであったことを示唆している可能性があり、一般的に反グローバル化を支持する声が大きくならなかった背景として指摘できるだろう。

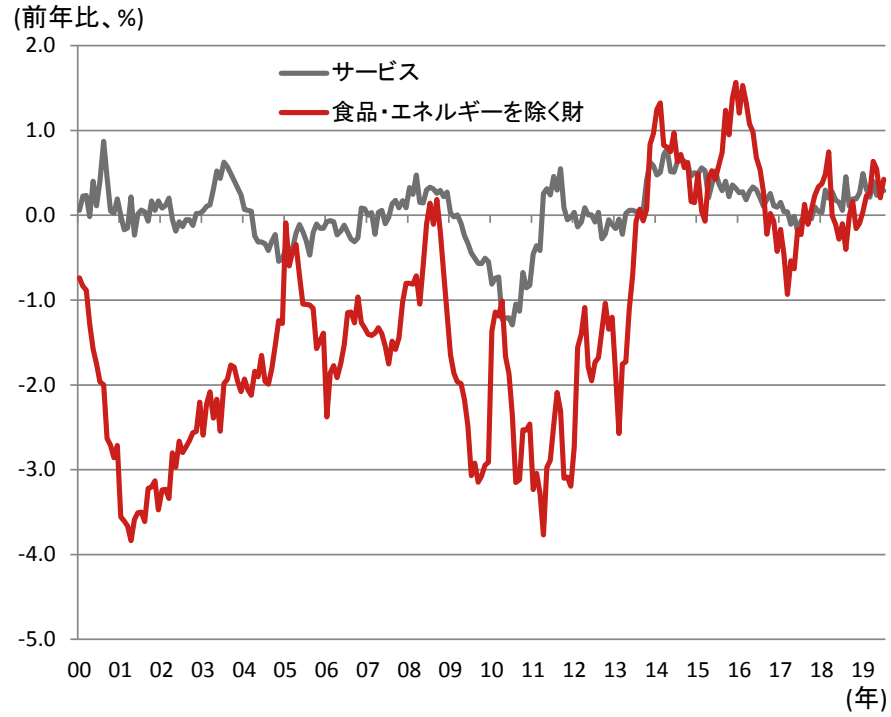
ちなみに、日本における財の相対価格低下がゆるやかであったり、近年同相対価格が横ばいであった背景は、以下のような理由によるものであると考えられる。

第一に、過去の度重なる大幅な円高の進行により、他の先進地域においては 2000 年代に入ってから顕著になった財価格の相対的な下落の加速や、財製造部門のアウトソーシングが他地域よりも早く進展していたと考えられる。一方、長期間にわたる需給ギャップのマイナス幅拡大により全般的なデフレ圧力が持続していたため、財だけではなくサービス価格にも下落圧力が及んでいた可能性が指摘できる。また、この点では、主として小泉政権下で進んだ規制緩和による公共系サービス価格の下押しも寄与した可能性があろう。

一方、第 2 次安倍政権が発足した 2012 年末以降については、金融政策の有効性が他地域・国に比して大きかった可能性も認められる。財価格変動の基調が、マイナスからプラスに転換したのは、異次元緩和と呼ばれる日本銀行の積極的な金融緩和の影響により、ドル円レートが大幅に円安化した恩恵であると言える(図表 64)。

ここで見逃せないのは、グローバル化のもう一つの側面である「米ドル化」である。日本の場合、対外債権としての米ドル建て債権の累増は持続していても、経常収支の黒字が維持され続けたことなどを背景に、米ドル建てを含む外貨建て対外債務の累増は回避されてきた。このことが、日本がグローバル化の進展に伴う「米ドル化」と無縁の状態を維持し続け、結果的に、2013 年の黒田総裁就任による日銀の異次元緩和の効力が如何なく発揮される遠因になったと考えることが可能であろう。

図表 64: 日本の消費者物価動向ー財・サービス別
サービスインフレの低迷が日本にとっての幸運？



出所: 総務省資料より野村作成

5. 日本は反グローバル化から無縁でいられるか？

上記のような条件に恵まれ、反グローバル化の波を免れてきた日本は、今後も反グローバル化的な政治潮流から無縁でいられるのであろうか？

犯罪率の低さなどの社会的安定度、政権与党が議会で安定的な多数派を形成している政治的安定度など、反グローバル化の動きが生ずるのを妨げる構造的要因に直ちに大きな変化が生じる可能性は低いと考えられる反面、経済的には、これまで反グローバル化の動きを封じてきた好条件が今後失われる可能性は排除できないと考えられる。

先述の通り、日本は、他の先進地域において反グローバル化の動きが高じる以前に、製造業雇用のアウトソーシングという点ではグローバル化の洗礼を受けていた。しかし、今後については、サービス業及びその雇用についてグローバル化の波を被り、その痛みに国民が晒される恐れはある。さまざまな技術進歩により、従来は困難であったサービス業の雇用の外部化が可能になっている。また、労働力人口減少に伴う構造的人手不足への対応として、日本自らが国内労働市場の門戸を徐々に開放する動きが出て来ているのもその一因となり得る。これは、世界経済に反グローバル化の嵐が吹きはじめている矢先に、自ら進んで窓を開け放つ行為のようにも見える。

金融面においても、従来反グローバル化機運の醸成を抑制する要因になってきたとみられる、国内金融資本市場が米ドル化されていない実態も、徐々に変化してきていると考えるべきであろう。

前々章で論じたように、近年、日本国債に占める海外勢の保有シェアは上昇しており、その背景には、日銀によるマイナス金利政策開始に伴う米ドル円債ヘッジコストのプレミアム化に加え、グローバルな米ドル化(米ドル安全資産需要の構造的高まり)を一因にしているとみられるドル円ベーシスの拡大による米ドルヘッジベースの円債相対リターンの上昇、があると考えられる。こうした流れの下、定義上は同じ海外投資家であっても、公的準備の運用主体など日本国債を安定保有するプレーヤーではなく、ヘッジファンドなど短期リターン追求型の「足の速い」投資家の比重が上昇していることは想像に難くない。

上述のような格好での円金利市場の暗黙の米ドル化は、日銀金融政策の効力を低下させる方向に作用している可能性がある。

現状、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和の名の下、日本国債のイールドカーブを実体経済の成長とインフレ押し上げにとって最適とみられる形状にコントロールするとの基本方針に基づいた金融緩和策を推進している。その際、政策目標として掲げられているのは、短期政策金利としての日銀当座預金政策金利残高適用金利を-0.1%、10 年国債金利の誘導水準をゼロ%程度とするものである。

ところが、米中貿易摩擦の激化によるグローバル経済の不確実性増大、その経済・物価に対する下押しリスクを考慮した米 FRB による利下げやそれに対する市場の期待の高まりを反映し、米ドル市場金利が大きく低下すると、日本国債利回りを含む円金利も大きく低下し、日銀の 10 年国債金利誘導目標から大きな乖離が発生した。

このように、円金利市場の暗黙の米ドル化は、日銀の金利操作の自由度を低下させているだけでなく、長短金利操作の本来の狙いである、長期・超長期金利の過度な低下や利回り曲線の過度な平坦化による国内金融機関・運用機関への悪影響低減、という趣旨にも反する動きを惹起している点で、日銀金融政策の有効性を阻害しているとも考えられる。

現状、上記 2 点から直ちに日本の実体経済や国民の生活に目に見える悪影響が生じているわけではない。ただ 、将来的にグローバル化の実体的な悪影響が日本国内にも及び、政治的に反グローバル化の機運を高める潜在的な可能性が皆無とは言い切れないのも事実であろう。

Ⅻ. シナリオ別の中期経済見通し

1. 世界経済の前提

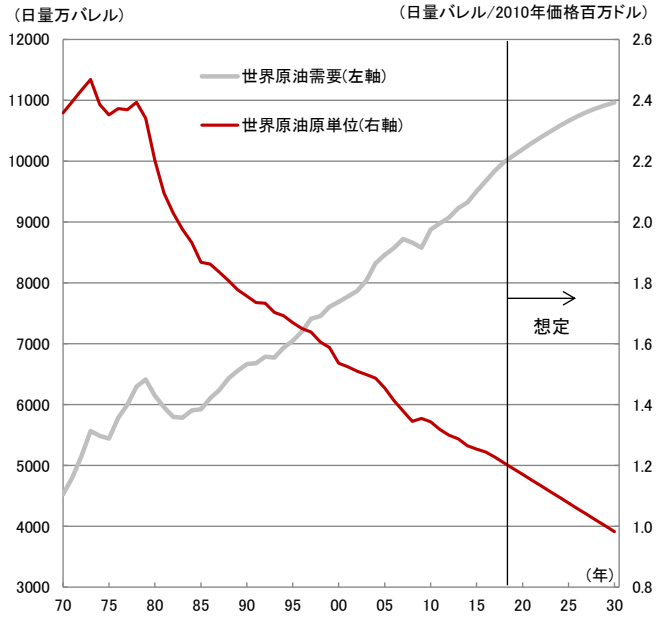
第Ⅱ・Ⅲ章で議論したように、世界経済は「極低温」状態にあり、それは今後も続く蓋然性が高い。野村では、2019 年から 2021 年にかけての世界実質成長率について、3%台前半の伸びを想定している。より長い目で見れば、世界の実質成長率は各国の潜在成長率の動向を反映するだろうが、それは中国を中心に低下する方向にあろう。その考え方を反映し、世界実質成長率は 2030 年にかけて急落はしないものの、3%をやや上回る程度まで緩やかに減速すると想定する。

2. 原油価格の前提

2019 年年初から再開された OPEC(石油輸出国機構)プラス(OPEC と協調減産に参加する非 OPEC 主要産油国)の協調減産によって、原油価格は支えられている。ただし、北海ブレント価格は、2019 年 4 月下旬に一時、1 バレル当たり 75 ドルに迫るまで上昇したが、その後は調整し、60 ドル近辺での推移となっている。米国のシェール・オイルの増産による世界の原油需給の緩みを、協調減産によって修正しようとしながらも、完全に修正しきれていない状況がうかがえる。中長期的にも、世界の原油需要の増加と、米国シェール・オイルの増加の関係が、原油価格の動きに強く影響すると見られる。

世界の原油原単位(単位実質 GDP 当たり原油見かけ消費量)が、2030 年にかけて毎年 2018 年と同じ減少幅で減少が続いて行くと想定した場合、今回の中期経済見通しでは、世界の原油需要は、増加ペースがやや減速しながらも、増加は続く見通しとなった(図表 65)。温暖化ガス抑制のためのパリ協定が世界的に合意された場合には、世界の原油需要が減少している状況が想定されるが、パリ協定の完全な目標達成は困難で、原油需要は増加し続ける状況が現実的と考えられよう。一方、米国のシェール・オイルの増産については、予想することは難しい。EIA(米国エネルギー省エネルギー情報局)は、シェール・オイルの増産は 2030 年代半ばまで続くと見込んでいるが、今後、2018 年の増産ペースを上回ることはないとの見方を示している。そこで、2021 年にかけては、米国のシェール・オイルの増産が原油価格を抑える傾向が続くものの、その後は、需要の増加が原油価格を押し上げていく可能性があると想定した。

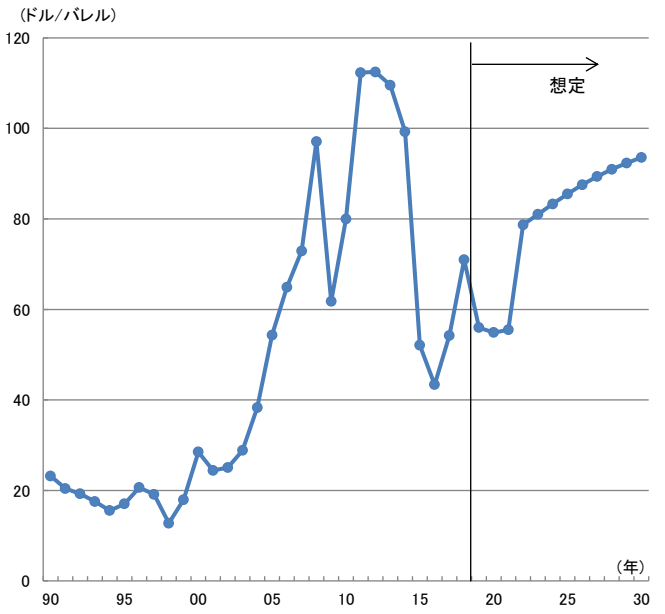
図表 65: 今後の世界の原油原単位と原油需要の想定



注: 原油原単位は世界の原油需要を世界の 2010 年価格実質 GDP で除したもの。

出所: BP 統計、世界銀行、リフィニティブ、野村想定

図表 66: 今後の原油価格の想定



注: 対象は北海ブレント fob 出荷価格の年間平均値。

出所: IMF(国際通貨基金)、リフィニティブ、野村想定

1973 年から 2018 年までの原油価格を世界の原油需要を主な説明変数として推計した結果を基に、先行きの原油価格を試算すると、2018 年以降、緩やかな原油価格の上昇が続き、2030 年に北海ブレントは 1 バレル当たり 93.58 ドルへ上昇する結果となった。しかし短期的には、前述のように米国のシェール・オイルの増産が原油価格を抑える可能性が高いため、2021 年にかけては、同価格は 60 ドル弱程度で推移すると想定した。そして、2022 年以降は、米国のシェール・オイルの増産ペースが減速する中で、需要の増加に根差した原油価格形成に回帰すると想定し、2022 年にやや急な形で原油価格が上昇し、その後は、世界の原油需要動向に即して、2030 年の 93.58 ドルへ緩やかに北海ブレント価格が上昇して行く原油価格動向を想定した(図表 66)。もっとも、米国のシェール・オイル増産が減速しない場合には、原油価格の抑えられた状態が長期化する可能性がある点には、注意しておく必要があろう。

3. シナリオ区分の考え方

シナリオ別の具体的な日本経済見通しの説明に入る前に、本中期経済見通しにおけるシナリオ区分の基本的な考え方を説明しておきたい。

本中期経済見通しの主題は、「極低温」経済である。極低温経済は、低成長、低インフレ、低金利の持続、長期化という特徴を有するとともに、様々な面で「居心地がよい」がゆえに、極低温経済そのものが持続的(サステナブル)であるというのも特徴の一つである。

本年の中期経済見通しでは、極低温経済そのものの持続可能性(サステナビリティ)の高さに注目し、メイン・シナリオにおいては、極低温経済及びその様々な特徴が予測期間を通じて持続すると想定した。

一方で、極低温経済及びその特徴である種々の現象は、一部の経済主体にとってフラストレーションやストレスを生じやすい実態があることも示した。そうしたフラストレーションやストレスを起点として、金融、財政政策両面において従来を上回るラディカル(急進的)でエキセントリックな(常軌を逸した)施策が講じられるとともに、一般国民のフラストレーションが嵩じ、日本においてもポピュリズム(大衆迎合)的政治潮流や反グローバリズム的機運が主流となることを前提とするのが、ダウンサイド・シナリオである。具体的には、予測期間の初期にグローバル経済の大幅な下ぶれを受け、景気の大幅な悪化やデフレ再来に直面することを契機に、政府支出や政府債務を事実上日銀が貨幣化(マネタイズ)することを意味するヘリコプター・マネー的政策が導入されるとともに、財・サービス、労働、資本の国際移動を制限する保護主義、閉鎖主義的政策が導入されることを前提とした。したがって、19 年 4 月の改正出入国管理法施行により部分的にせよ開放に向けて歩みはじめた外国人労働力受け入れも停止されることを想定している。

極低温経済がもたらすフラストレーションは、経済成長や生産性を飛躍的に向上させるような改革の起爆剤となる可能性も秘めているはずだ。アップサイド・シナリオにおいては、極低温経済を脱却し、生産性や潜在成長力を向上させるための官民双方における改革、取り組みが結実し、中長期的に潜在成長率の改善が実現していく姿を想定した。様々な取り組みの中でも、とりわけ、労働市場の流動化が進むことが、生産性改善の契機となることを想定している。

4. メイン・シナリオ –「極低温」継続

1) 実体経済と物価

極低温経済の持続を想定するメイン・シナリオの下での経済成長率は、基本的に、人口動態を背景とする基調的な労働投入の減少トレンドと、主に情報通信技術の進歩とその活用に伴う資本投入増加と生産性押し上げ効果とのバランスによって、潜在成長率がどのように推移するかに規定されることになろう(図表 67～71)。

野村では、2025 年頃までわが国の潜在成長率が年平均 0.6%程度を維持した後、予測期間後半の 2026-30 年にかけては、労働投入の減少効果が労働生産性上昇効果を上回りはじめ、潜在成長率が年平均 0.5%程度へと小幅低下するとみている。この点は、昨年の中期経済見通し 2019 と同様である。

需要側からみた成長率も、概ね潜在成長率の動向に沿って推移すると考えている。需要項目別にみた場合には、実質個人消費が年平均 0.4%増程度の伸びで相対的に低空飛行を続ける一方、実質設備投資は相対的に底堅い推移(26-30 年平均で年 1.7%増)を辿ると予想する。人口動態を背景に、労働需給は逼迫した状態が維持されると見込まれるが、年金制度の持続性向上を目指した雇用期間延長等に対応し、企業が積極的な賃上げ加速を通じた労働分配率拡大に動く可能性は低い。予測期間を通じ、労働分配率の低下が持続し、雇用者報酬の伸びを抑制し続ける可能性が高い。一方、労働分配率抑制を通じた企業収益の基調的拡大は設備投資の下支え要因となる。加えて、労働投入の減少が引き起こす人手不足への対応の必要性から、省力化、効率化投資が設備投資の増勢を下支えしていくと考えられる。

家計需要の停滞の下、基調的な物価上昇圧力は盛り上がりを欠いた状態が持続する可能性が高い。原油価格は、21 年に 56.6 ドル/バレルだったのが供給側の減速を受け 22 年に 78.7 ドル/バレルまで上昇する前提を置いており 22-23 年の CPI インフレ率を押し上げると見ているものの、原油価格の上昇ペースが 23 年以降は緩やかになると想定しているため、エネルギーによるインフレ率押し上げ効果も一時的となろう。需給ギャップの改善ペースは鈍く、コアインフレ率の基調は 1%を下回る状態が予測期間全体を通じて継続するとみている。

2) 金融政策と金利・為替

以上のような物価動向の下において 2%の物価安定目標が維持され続けた場合には、日本銀行は現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みと、個々の政策目標を維持せざるを得ないと判断される。メイン・シナリオにおいては、予測期間全体を通じて、日銀の金融政策に大きな変更がないことを前提とする。

日銀金融緩和の枠組み及びそれに影響を受ける長短金利誘導目標が基本的に変化しないとの前提に基づくと、ドル円為替レートは基本的に海外の金利動向によってほぼ決定されると考える。米 FRB は 19 年 7 月に利下げを開始したが、野村では、同 10 月の利下げを以て FRB はしばらく政策金利を据え置くと判断している。米経済は 21 年にかけて循環的に持ち直しに向かい、その後潜在成長率並みの緩やかな拡大を継続する中にあって、日米両国の金融政策の引き締め度合及び市場金利格差は一定のレベルを維持していく可能性が高い。野村が短期経済見通しにおいて前提としている 2019 年末 110 円／ドル、2020 年末 112 円／ドル、2021 年末 112 円／ドルをベースとして、それ以降、ドル円レートには大きな動意がみられるとは考えにくい。メイン・シナリオは、2022 年末以降は 112 円／ドルの水準で横ばいになるとの前提で予測している。

3) 財政収支、IS バランス、政府債務

メイン・シナリオの下での財政バランスは、一般政府基礎的財政収支でみた場合、19 年 10 月の消費増税を受け対名目 GDP 比-2%程度から-1%台後半まで一旦改善した後、予測終期の 2030 年に向けて同-3.5%まで緩やかに悪化を続けていくと予想する。なお、この間の消費税率の再引き上げは前提としていない。

一方、部門別の IS バランスは、以下の通りとなる。家計部門においては、労働分配率の低下を受けて家計名目所得が伸び悩むため、人口動態を背景とした基

調的需要低下を反映し住宅投資が縮小傾向を辿る下にあっても、貯蓄超過幅を小幅ながら縮小させていく。労働分配率低下を背景とする企業の営業余剰の拡大と、成長期待低迷を反映した基調的な投資需要の弱さから、民間法人部門の貯蓄超過幅はほぼ横ばいで推移すると見込む。結果として、民間部門の純貯蓄が一般政府の赤字(投資超過)を上回る状態は維持されるが、予測期間の終期に向けては、国全体としての純貯蓄(経常収支の黒字幅)は、対 GDP 比で緩やかに縮小に向かうと予想する。

以上のシナリオの下で、政府長期債務残高は 2030 年に向けて対 GDP 比 200%を上回る水準まで緩やかに拡大を続ける。しかし、家計の金融資産残高が現時点で政府長期債務残高を大きく上回っており、かつ、純貯蓄超過状態を維持する家計の金融資産累増が徐々にペースを落としながらも中長期的に継続していくと予想されることから、政府長期債務残高が家計金融資産残高を上回りはじめるのは、2049 年度と、今回中期見通しの予測期間を超えた将来時点となる見通しである(図表 85)。

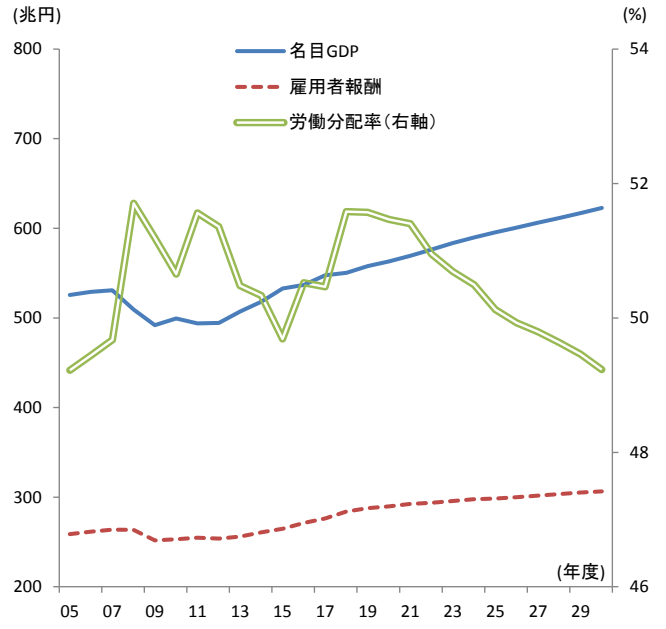
図表 67: 経済指標一覧表(メイン・シナリオ)

	17年	18年	19年（予）	20年（予）	21年（予）	22年（予）	23年（予）	24年（予）	25年（予）	26年（予）	27年（予）	28年（予）	29年（予）	30年（予）	16-20年（予）	21-25年（予）	26-30年（予）
実質GDP	1.9	0.8	0.8	0.1	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.9	0.6	0.5
<主要需要項目>																	
民間最終消費支出	1.1	0.4	0.5	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
民間住宅投資	2.1	-5.8	1.8	-3.8	-0.7	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-0.1	-3.0	-3.6
民間企業設備投資	3.9	3.9	2.2	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0	1.7
民間在庫品増加	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.3	0.8	1.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
公的固定資本形成	0.7	-3.3	1.5	2.6	-1.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.5
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
輸出	6.8	3.4	-1.9	1.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.2	2.2	2.0
輸入	3.4	3.4	-0.5	1.8	2.7	2.2	2.2	2.2	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	1.3	2.3	2.1
名目GDP	1.7	0.7	1.4	0.9	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	0.9
経常収支	4.1	3.6	3.6	3.5	3.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0			
基礎的財政収支	-2.2	-2.3	-1.8	-2.0	-2.0	-2.1	-2.3	-2.4	-2.6	-2.7	-2.9	-3.1	-3.3	-3.5			
財政収支	-3.6	-3.5	-2.6	-2.6	-2.4	-2.4	-2.5	-2.6	-2.8	-2.9	-3.1	-3.3	-3.5	-3.7			
政府長期債務残高	196.6	197.3	196.9	196.9	196.7	196.1	195.6	195.6	196.0	196.6	197.5	198.5	199.7	201.1			
消費者物価指数（除く生鮮食品）	0.5	0.9	0.6	0.4	0.4	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5			
同上（消費増税の影響を除く）	0.5	0.9	0.5	0.2	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5			
GDPデフレーター	-0.2	-0.1	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10			
10年債利回り	0.05	0.10	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
ドル円レート（円/ドル）	113	113	110	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112			
北海ブレント（ドル/バレル）	61.5	68.6	61.4	57.7	56.6	78.7	81.0	83.3	85.5	87.5	89.4	91.0	92.3	93.6			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質 GDP、名目 GDP、消費者物価指数、GDP デフレーターは前年比。実質 GDP の主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目 GDP 比。政策金利、10 年債利回り、ドル円レート、北海ブレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4.16-20 年、21-25 年、26-30 年は期中の平均伸び率。5.-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

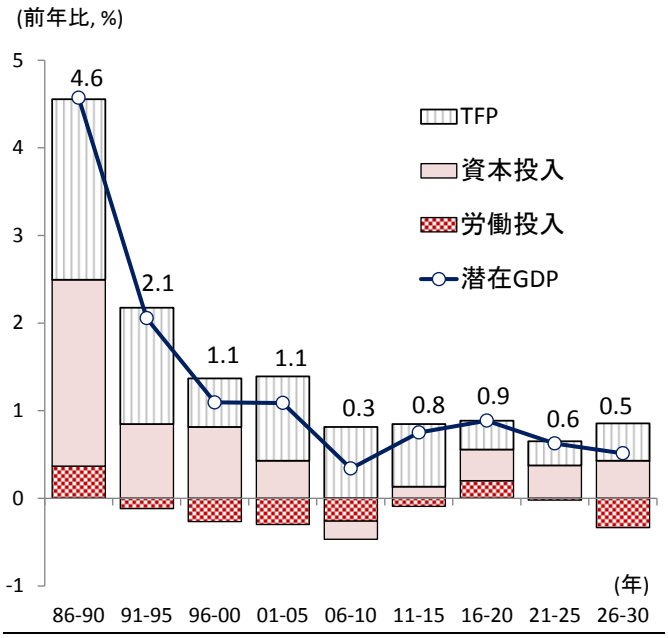
出所: 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 68: 労働分配率(メイン・シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

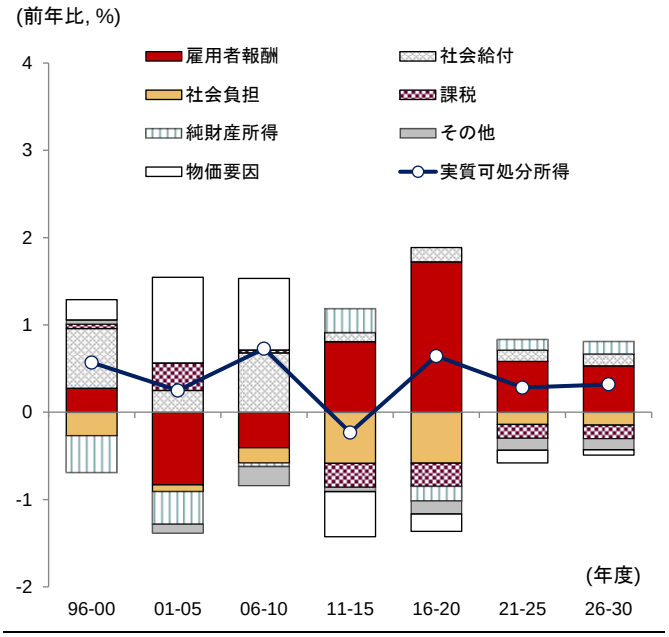
図表 69: 潜在成長率の分解(メイン・シナリオ)



注：1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。$Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、α:労働分配率(0.65 で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

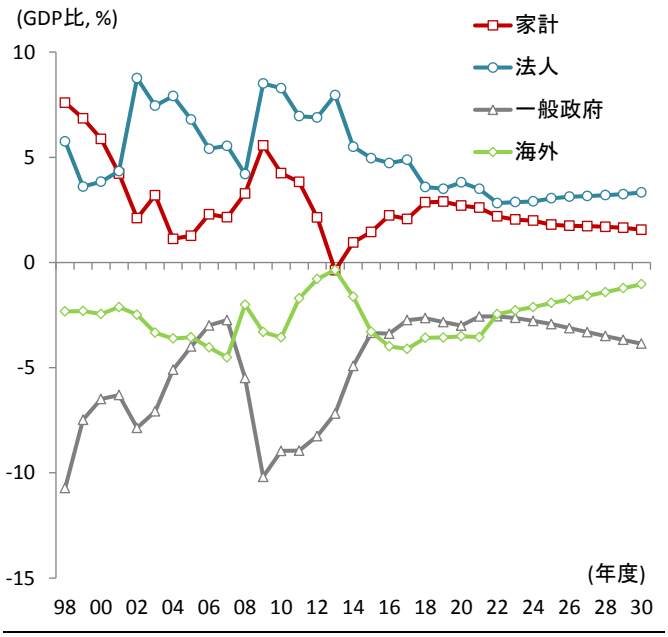
図表 70: 可処分所得(メイン・シナリオ)



注：各期間の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

図表 71: 部門別 IS バランス(メイン・シナリオ)



注：家計には対家計民間非営利団体を含む。法人＝非金融法人+金融機関。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

5. ダウンサイド・シナリオ – ヘリマネ、反グローバル政策導入

1) 実体経済と物価

ダウンサイド・シナリオにおいては、グローバル経済の成長率が顕著に鈍化することを通じて、日本経済のデフレ色が一旦強まることをスタートラインとして想定した。この結果、2022~23 年の実質 GDP 成長率はメイン・シナリオに対して大きく下ぶれする。また、その主因は、実質輸出の大幅な減速である(図表 72～76)。

その上で、経済の再デフレ化を起点に極低温状態に対するストレスが嵩じ、大幅な財政支出拡大と日銀による財政支出の事実上のマネタイズ開始を特徴とする「ヘリコプター・マネー(ヘリマネ)」的ポリシーミックスが実現することを前提としている。同時に、財・サービス、労働、資本の国際移動を制限する保護主義、閉鎖主義的政策が導入されることも前提としている。具体的には、19 年 4 月の改正出入国管理法で一旦部分開放された外国人労働者に対する門戸が再び閉ざされ、国内在留外国人数の増加が停止することを想定している。

これら政策の大きな転換を受け、2024 年以降の実質 GDP 成長率は、公共投資主体で一旦持ち直す形を予想する。また、ヘリコプター・マネー的ポリシーミックスの下で、大きく円安が進行し、輸入物価の押し上げを主因としてインフレ率も加速すると予想する。一方で、インフレ加速と連動した金利上昇により、企業設備投資は下押しされる結果となる。26-30 年度平均の実質設備投資拡大ペースは年 0.8%増の低空飛行を予想する。予測期間の後半には、資本投入の伸び悩みと、全要素生産性の低下を主因として、潜在成長率(0.2%程度を予想)がメイン・シナリオを下回りはじめると予想する。

ダウンサイド・シナリオにおける物価は、2022~23 年に想定するグローバル経済成長鈍化と日本経済の再デフレ化の下で、一旦、前年比マイナスに転じると予想する。その後、ヘリマネ的政策が採用され、為替レートが円安化する効果により、物価安定目標である 2%程度までの急加速が実現する。しかし、それ以降は、基調的な経済成長の鈍化や財政・金融政策の引き締めと連動して、インフレ率も減速に向かい、予測期間の終期においては、前年比ゼロ%台半ば程度の現状と同等の上昇率に収束すると予想する。

2) 金融・財政政策と金利・為替

ダウンサイド・シナリオにおいて、財政、金融政策の大転換を前提としていることは先述の通りである。政策転換により大幅な拡張的財政政策がとられることとの整合性からみて、消費税率の再引き上げは実施されないことを前提としている。ここでは、政策転換の経済、物価の動きに対する政策の反応について言及する。

まず、政策転換に先立つ経済の再デフレ化に伴い、2023 年末にかけて 95 円/ドルまで円高が加速するとともに、海外金利主導での国内長期金利の低下が生ずると想定した。円高進行に対応して、日銀は短期政策金利を 0.1%ポイント引き下げるマイナス金利深掘りを実施すると想定している。

ヘリマネ的なポリシーミックスへの政策転換により、為替の大幅な円安化を伴ってインフレ率が加速するが、ヘリマネ政策が元来財政ファイナンス的な性格

を有するが故に、インフレ加速に対応した金融引き締めのタイミングは遅れると考えられる。その結果、短期金利に先行して長期金利がインフレプレミアムとリスクプレミアムの拡大を伴って上昇することになると予想される。なお、ヘリマネ的政策が採用された時点で、現行の長期金利誘導目標は撤廃されていることを想定している。短期政策金利は、インフレ加速と相俟って過度な円安の進行に対する通貨防衛的な意図を伴いながら長期金利の上昇に遅れて引き上げられ、これを受けて為替レートも安定化することを想定している。

3) 財政収支、IS バランス、政府債務

ダウンサイド・シナリオの下での基礎的財政収支でみた場合、予測期間の初期段階においてグローバル経済の悪化が進行し国内経済環境が一旦デフレ的になることを想定しているため、2025 年度にかけてはメイン・シナリオに比べて大きく悪化する。その後は、インフレ加速による名目 GDP 増加の効果により、特に対名目 GDP 比で見た場合には悪化のスピードがやや緩む結果となることを予想する(図表 82)。

しかし、インフレ加速と連動して市場金利が上昇することから、国債費を含む財政収支でみた場合、2026 年度以降は特に、利払い増加の効果が名目 GDP 増加の効果を上回り悪化のスピードが速まる結果となる(図表 84)。

部門別の IS バランスは、以下のような展開を予想する。ヘリマネ的政策の採用は、短期的には名目 GDP 及びその成長率を拡大させるが、家計名目所得の伸びは高まりにくいと見ている。一方で、インフレ率が金融引き締めとともに低下方向となるのを受け、名目消費支出が抑制され、家計の貯蓄超過幅は維持されると予想する。名目経済成長率も減速方向となることから企業の営業余剰も伸び悩むものの、設備投資に対し消極的となるため、民間法人部門の貯蓄超過も黒字を維持しよう。結果として、民間部門の純貯蓄と一般政府の赤字(投資超過)の差分(経常黒字幅に相当)は、予測期間を通じて縮小しつつ 2030 年には対 GDP 比で 0%を上回り、同年には経常収支が赤字化すると予想する。

以上のシナリオの下で、対名目 GDP 比で見た政府長期債務残高は、予測期間初期の再デフレ化局面において一旦大きく悪化する(2024 年度時点で 207.4%)。その後、インフレ加速と名目 GDP の金額拡大を受け、一旦 205%台まで縮小すると予想する。それ以降は、インフレ加速を受けた金利上昇効果、財政支出拡大効果が、名目 GDP 金額の増加効果を上回り、対 GDP 比での政府債務残高は、メイン・シナリオのそれを上回って推移すると予想する。インフレ及び予想インフレの加速に伴い、家計を含む国内民間主体の金融資産が従来の安全資産主体からインフレ・ヘッジを目的として海外及び外貨建て資産にシフトする可能性が高い。国内民間主体の円建て資産によって政府部門の債務が支えられる図式は、メイン・シナリオよりも早く崩れ始めるリスクがあると考えるべきだろう。

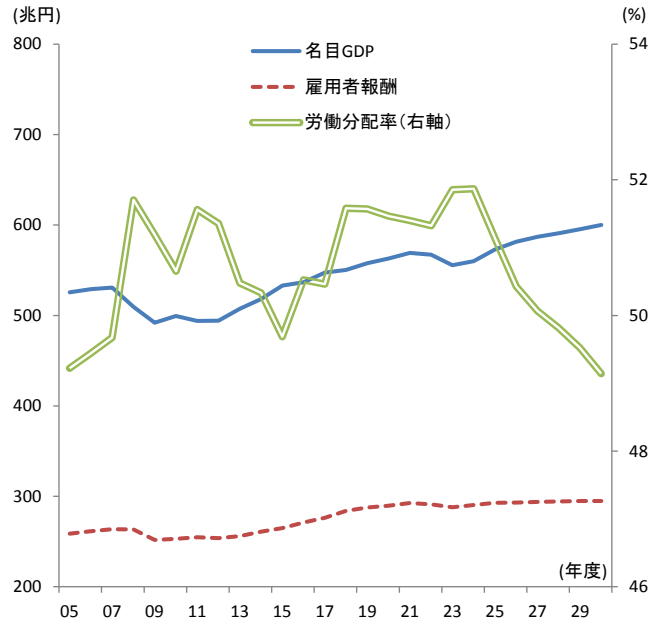
図表 72: 経済指標一覧表(ダウンサイド・シナリオ)

	17年	18年	19年（予）	20年（予）	21年（予）	22年（予）	23年（予）	24年（予）	25年（予）	26年（予）	27年（予）	28年（予）	29年（予）	30年（予）	16-20年（予）	21-25年（予）	26-30年（予）
実質GDP	1.9	0.8	0.8	0.1	0.5	-0.1	-0.7	1.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.9	0.3	0.2
〈主要需要項目〉																	
民間最終消費支出	1.1	0.4	0.5	0.1	0.5	0.3	0.0	0.5	-0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3
民間住宅投資	2.1	-5.8	1.8	-3.8	-0.7	-4.0	-5.0	-3.6	-5.0	-4.6	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-0.1	-3.7	-4.2
民間企業設備投資	3.9	3.9	2.2	1.9	1.9	1.0	-1.0	2.5	1.5	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	2.0	1.2	0.8
民間在庫品増加	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.3	0.8	1.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
公的固定資本形成	0.7	-3.3	1.5	2.6	-1.8	0.5	0.5	5.5	3.0	-2.5	-2.5	-1.5	0.0	0.0	0.2	1.5	-1.3
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0
輸出	6.8	3.4	-1.9	1.1	2.1	-1.0	-2.3	2.5	2.4	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7	2.2	0.7	0.8
輸入	3.4	3.4	-0.5	1.8	2.7	1.7	0.6	0.5	1.3	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3	1.3	0.9
名目GDP	1.7	0.7	1.4	0.9	1.1	-0.4	-2.1	0.8	2.3	1.5	0.9	0.7	0.7	0.8	1.1	0.3	0.9
経常収支	4.1	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.6	2.6	2.3	2.2	2.3	1.3	0.7	-0.1			
基礎的財政収支	-2.2	-2.3	-1.8	-2.0	-2.0	-2.3	-2.9	-3.2	-3.2	-3.2	-3.3	-3.5	-3.8	-4.0			
財政収支	-3.6	-3.5	-2.6	-2.6	-2.4	-2.5	-3.1	-3.4	-3.4	-3.4	-3.7	-4.2	-4.7	-5.3			
政府長期債務残高	196.6	197.3	196.9	196.9	196.7	199.4	206.2	207.4	205.6	205.4	206.6	208.9	211.6	214.6			
消費者物価指数（除く生鮮食品）	0.5	0.9	0.6	0.4	0.4	-0.1	-1.3	-0.4	2.1	1.4	0.9	0.6	0.6	0.6			
同上（消費増税の影響を除く）	0.5	0.9	0.5	0.2	0.5	-0.1	-1.3	-0.4	2.1	1.4	0.9	0.6	0.6	0.6			
GDPデフレーター	-0.2	-0.1	0.5	0.8	0.6	-0.2	-1.4	-0.5	1.9	1.3	0.8	0.4	0.5	0.5			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40			
10年債利回り	0.05	0.10	-0.13	0.00	0.00	-0.20	-0.20	0.00	0.20	0.80	1.30	1.30	1.30	1.30			
ドル円レート（円/ドル）	113	113	110	112	112	100	95	120	150	130	120	110	110	110			
北海ブレント（ドル/バレル）	61.5	68.6	61.4	57.7	56.6	53.7	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質 GDP、名目 GDP、消費者物価指数、GDP デフレーターは前年比。実質 GDP の主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目 GDP 比。政策金利、10 年債利回り、ドル円レート、北海ブレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4. 16-20 年、21-25 年、26-30 年は期中の平均伸び率。5.-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

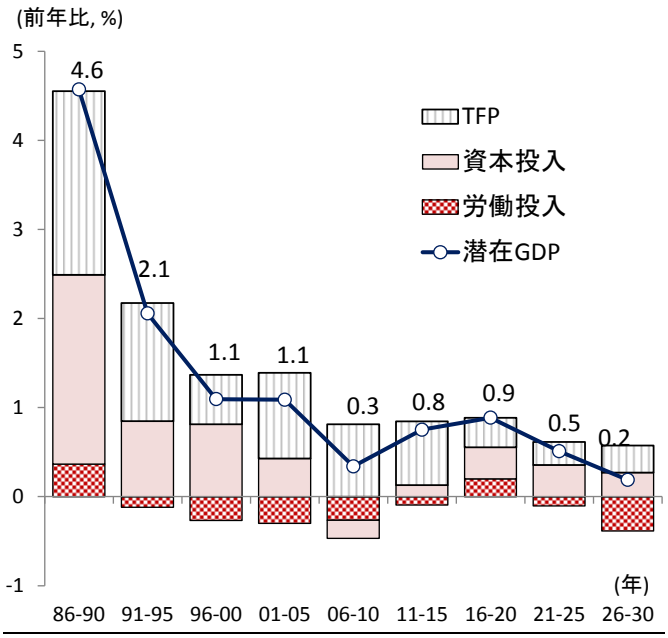
出所: 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 73: 労働分配率(ダウンサイド・シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

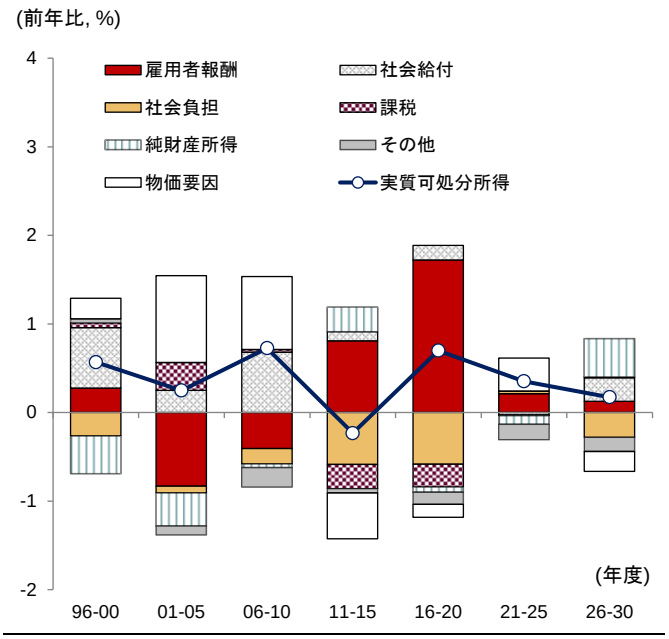
図表 74: 潜在成長率の分解(ダウンサイド・シナリオ)



注：1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。$Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、α:労働分配率(0.65 で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

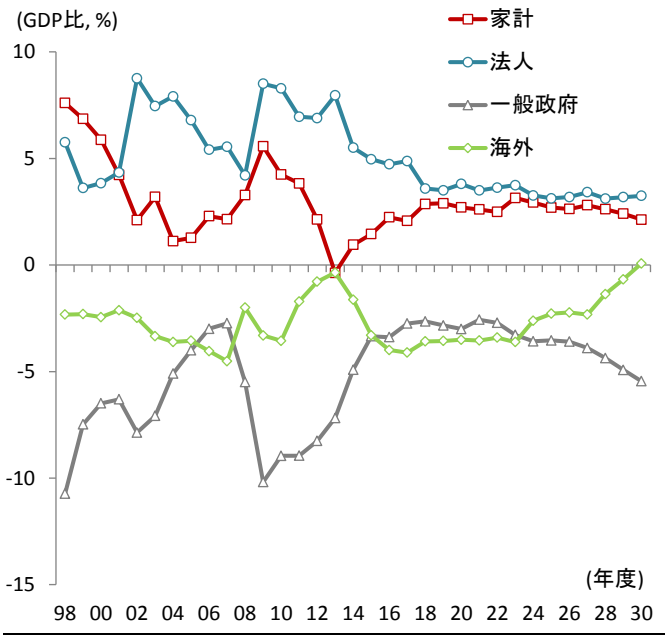
図表 75: 可処分所得(ダウンサイド・シナリオ)



注：各期間の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

図表 76: 部門別 IS バランス(ダウンサイド・シナリオ)



注：家計には対家計民間非営利団体を含む。法人＝非金融法人+金融機関。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

6. アップサイド・シナリオ –「極低温」からの健全な脱却

1) 実体経済と物価

アップサイド・シナリオにおいては、先述の通り、極低温経済を脱却し、生産性や潜在成長力を向上させるための官民双方における改革、取り組みが結実することを前提としている。したがって、同シナリオにおける基調的な実質 GDP 成長率は、特に 2023 年以降において、メイン・シナリオと比べ高い水準を維持していくと予想する。生産性向上に向けた改革結実により 2026 年以降に想定される潜在成長率は年平均 0.9%である(図表 77～81)。

これを生産関数の考え方に基づいてみると、労働力人口減少に伴う労働投入の寄与低下を、全要素生産性の改善が相殺するだけでなく、資本投入の増加による寄与拡大も、潜在成長率の押し上げ要因となろう。したがって、実質 GDP の動きを需要項目別にみた場合、実質民間企業設備投資の伸びがメイン・シナリオに比べて特に高くなる(26-30 年平均で年 3.2%)と予想される。

生産性改善のきっかけとなる労働市場流動化により、一旦、家計の雇用・所得環境は悪化し、これが個人消費の伸びを抑えるが、その後次第に生産性改善の果実が家計への分配拡大にも繋がりはじめることで、予測期間終期に向け平均的な実質個人消費の拡大ペースは加速していくと予想される(26-30 年平均で年 0.9%を予想)。

生産性改善を伴った潜在成長率の緩やかな上昇と、生産性向上に裏付けられた家計所得・消費の拡大ペース加速の下で、基調的なインフレ率は徐々に加速し、予測期間の終期には 2%の物価安定目標達成が視野に入ると予想する。

2) 金融・財政政策と金利・為替

アップサイド・シナリオの下では、生産性改善による潜在成長率の底上げ実現に加え、インフレ環境の緩やかな正常化が生じると想定する。これを踏まえ、金融政策は予測期間の終期に向けて正常化が進むことを想定する。具体的には、2027 年以降、現行の長短金利操作政策のうち、まず長期金利誘導目標水準の段階的な引き上げがはじまることを予想する。2028 年以降、コア消費者物価が基調的に 2%近い上昇率を達成することを踏まえ、短期政策金利の引き上げが開始され、マイナス金利政策からの脱却が進むと予想する。

生産性改善を伴った成長加速とインフレ環境の正常化は、本来、財政や社会保障の持続性向上に向けた消費税率の再引き上げを許容できる環境を生み出すと想定される。しかし、今回の中期経済見通しにおいては、特にそれを織り込んでいない。

生産性改善を伴った基調的な成長率・インフレ率の回復と金融政策の正常化実現を反映して、為替市場では「よい円高」が進行しやすいと想定する。予測期間終期の 2030 年に向け、ドル円レートは 104 円まで円高が進むと予想する。

3) 財政収支、IS バランス、政府債務

前述の通り、今回の中期経済見通しのアップサイド・シナリオにおいては、消費税率の再引き上げを伴う税制改正を想定していない。にもかかわらず、生産性改善を伴った名目成長率の基調的な向上により、財政バランスは基礎的財政収支、債務元利払いを含む財政収支全般のいずれについても、メイン・シナリ

オよりも改善が進むと予想する。政府債務残高の対名目 GDP 比は、財政バランスの改善効果と名目 GDP 拡大効果の両面から、2027 年度には GDP 比 190%を下回りはじめると予想する。

アップサイド・シナリオの下での IS バランスは、家計、企業部門ともに、メイン・シナリオに比べ 2030 年時点で貯蓄超過幅は小さいと予想する。家計においては、生産性改善の契機となる労働市場流動化により一旦労働分配率が低下する効果に加え、インフレ環境の正常化で支出性向が拡大することが見込まれる。企業部門においては、生産性改善に伴う中長期的期待成長率の上昇で、投資性向が高まり、名目成長率上昇による営業余剰拡大ペースの加速の下にあっても、貯蓄超過幅は縮小に向かうことが予想される。

これを受けて、海外部門の投資超過幅(日本の経常収支黒字に相当)は、予測期間終期に向けて徐々にゼロ近傍に接近するが、政府部門の赤字幅拡大が緩やかであることから、貯蓄超過に転じ経常収支が赤字化するまでには至らないと予想する。

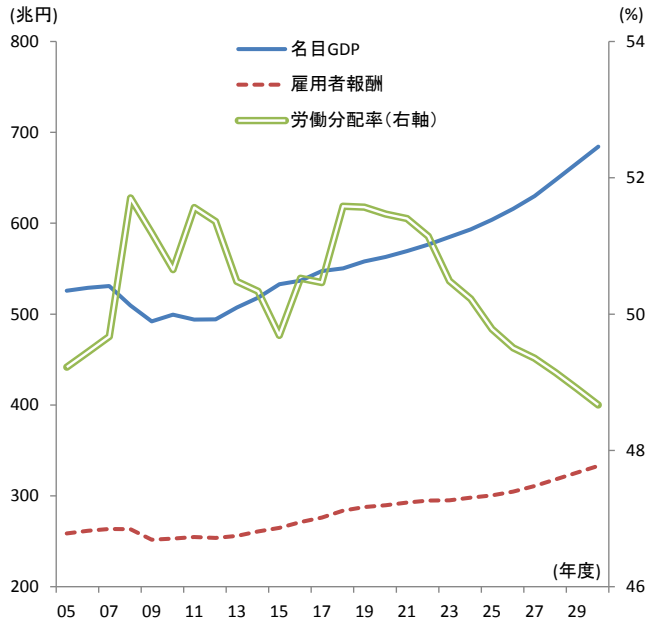
図表 77: 経済指標一覧表(アップサイド・シナリオ)

	17年	18年	19年（予）	20年（予）	21年（予）	22年（予）	23年（予）	24年（予）	25年（予）	26年（予）	27年（予）	28年（予）	29年（予）	30年（予）	16-20年（予）	21-25年（予）	26-30年（予）
実質GDP	1.9	0.8	0.8	0.1	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9
<主要需要項目>																	
民間最終消費支出	1.1	0.4	0.5	0.1	0.5	0.1	0.3	0.5	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.4	0.5	0.9
民間住宅投資	2.1	-5.8	1.8	-3.8	-0.7	-3.6	-3.4	-3.3	-3.0	-2.9	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-0.1	-2.8	-2.8
民間企業設備投資	3.9	3.9	2.2	1.9	1.9	2.7	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	2.0	2.6	3.2
民間在庫品増加	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.3	0.8	1.8	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
公的固定資本形成	0.7	-3.3	1.5	2.6	-1.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.5
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	0.0	-0.2
輸出	6.8	3.4	-1.9	1.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.2	2.2	2.0
輸入	3.4	3.4	-0.5	1.8	2.7	1.2	1.5	1.8	2.6	2.9	3.0	3.2	3.2	3.2	1.3	2.0	3.1
名目GDP	1.7	0.7	1.4	0.9	1.1	1.3	1.5	1.5	1.8	2.0	2.3	2.8	2.8	2.7	1.1	1.4	2.5
経常収支	4.1	3.6	3.6	3.5	3.5	2.8	2.7	2.9	2.6	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2			
基礎的財政収支	-2.2	-2.3	-1.8	-2.0	-2.0	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5			
財政収支	-3.6	-3.5	-2.6	-2.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7	-2.7	-2.7	-2.8			
政府長期債務残高	196.6	197.3	196.9	196.9	196.7	196.1	195.2	194.4	192.9	191.3	189.2	186.2	183.2	180.6			
消費者物価指数（除く生鮮食品）	0.5	0.9	0.6	0.4	0.4	0.7	0.8	0.7	0.9	1.2	1.5	2.0	2.0	1.9			
同上（消費増税の影響を除く）	0.5	0.9	0.5	0.2	0.5	0.7	0.8	0.7	0.9	1.2	1.5	2.0	2.0	1.9			
GDPデフレーター	-0.2	-0.1	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	1.1	1.4	1.8	1.8	1.7			
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10			
10年債利回り	0.05	0.10	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.20	0.50	0.80			
ドル円レート（円/ドル）	113	113	110	112	112	112	112	110	108	108	106	106	104	104			
北海ブレント（ドル/バレル）	61.5	68.6	61.4	57.7	56.6	78.7	81.0	83.3	85.5	87.5	89.4	91.0	92.3	93.6			

注：1.単位は、図表中に表示がない項目については%。実質 GDP、名目 GDP、消費者物価指数、GDP デフレーターは前年比。実質 GDP の主要需要項目のうち、民間在庫品増加、公的在庫品増加、純輸入は前年比寄与度。経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は名目 GDP 比。政策金利、10 年債利回り、ドル円レート、北海ブレントは末値。2.経常収支、基礎的財政収支、財政収支、政府長期債務残高は年度ベース。その他は暦年。3.政府長期債務残高は財務省ベース。4.16-20 年、21-25 年、26-30 年は期中の平均伸び率。5.-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

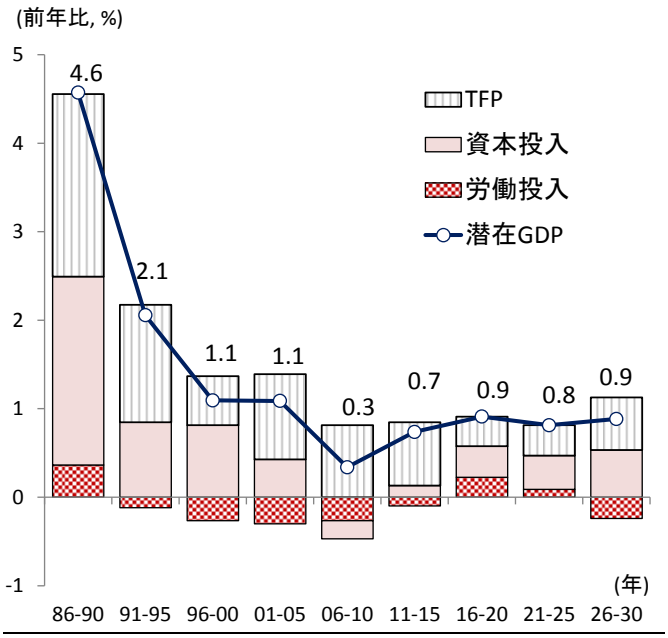
出所: 内閣府、日本銀行、財務省、総務省等資料より野村作成

図表 78: 労働分配率(アップサイド・シナリオ)



出所: 内閣府、厚生労働省資料より野村作成

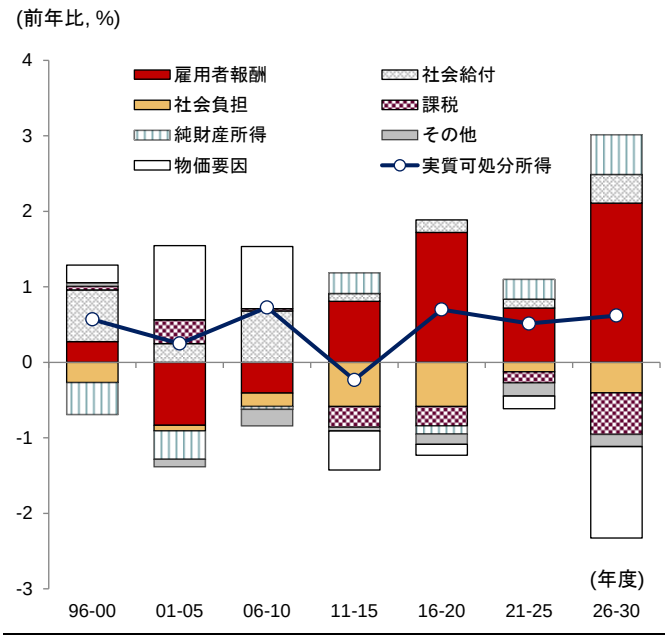
図表 79: 潜在成長率の分解(アップサイド・シナリオ)



注：1.各期間の平均伸び率。2.潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。$Y=AK^{1-\alpha}L^{\alpha}$。Y:生産量(GDP)、K:資本ストック、L:労働力、A:全要素生産性(TFP)、α:労働分配率(0.65 で一定とした)。

出所: 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

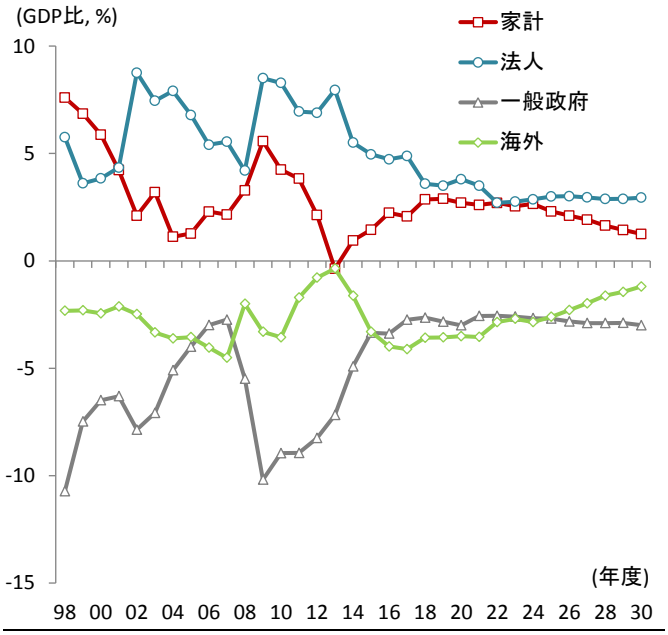
図表 80: 可処分所得(アップサイド・シナリオ)



注：各期間の平均伸び率。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

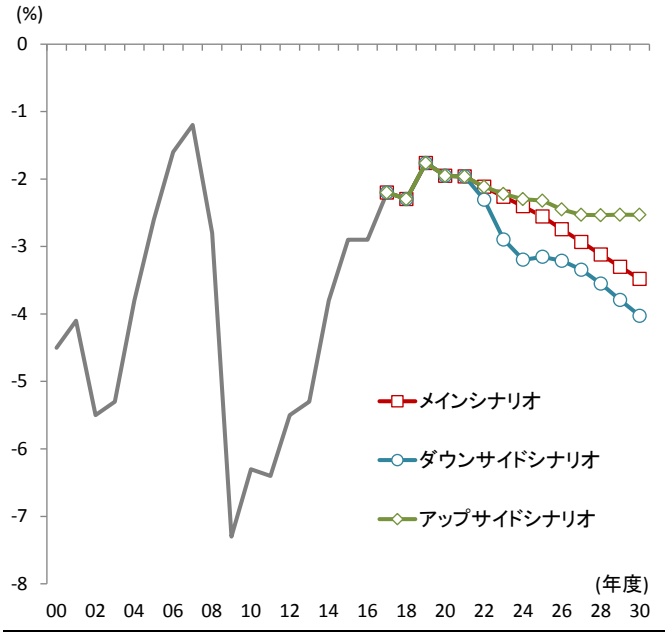
図表 81: 部門別 IS バランス(アップサイド・シナリオ)



注：家計には対家計民間非営利団体を含む。法人＝非金融法人+金融機関。

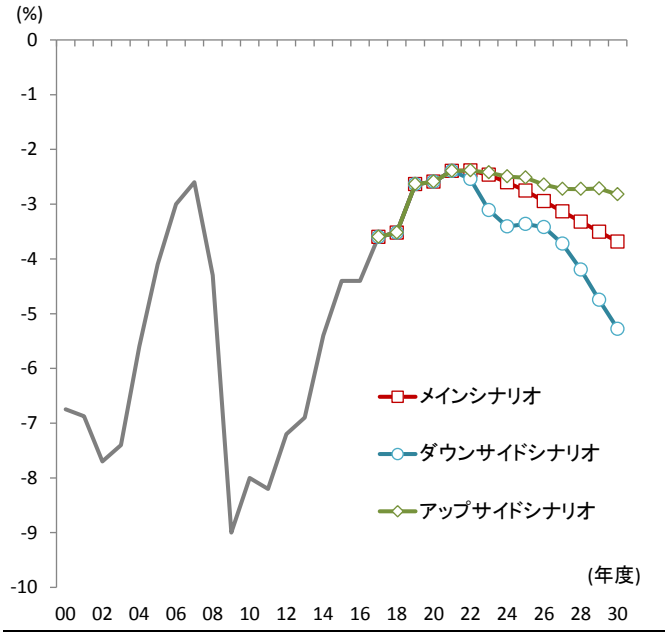
出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

図表 82: 基礎的財政収支対 GDP 比



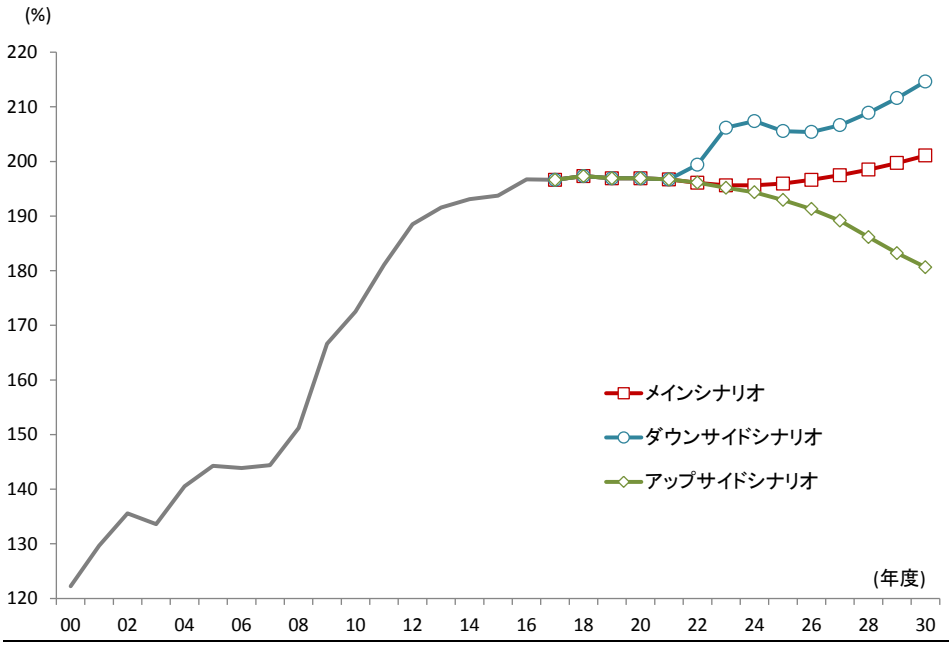
注：財政収支は国・地方の合計。
出所: 財務省、内閣府資料より野村作成

図表 83: 財政収支対 GDP 比



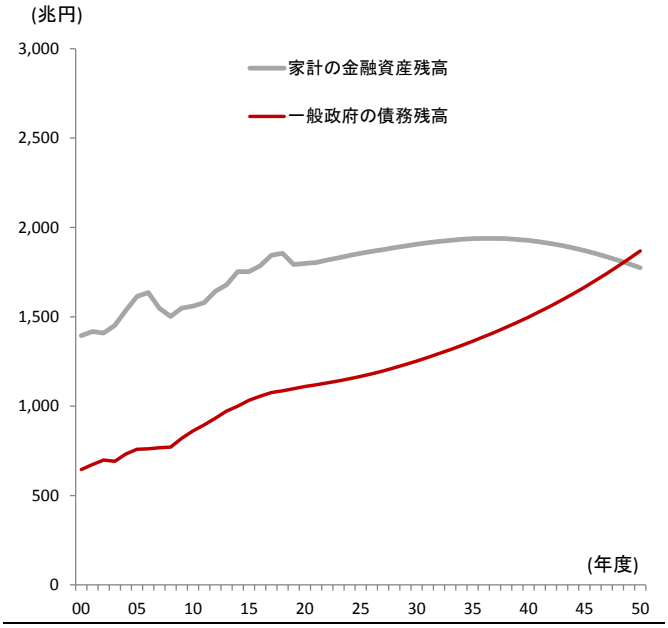
出所: 財政収支は国・地方の合計。
出所：財務省、内閣府資料より野村作成

図表 84: 一般政府の長期債務残高対 GDP 比



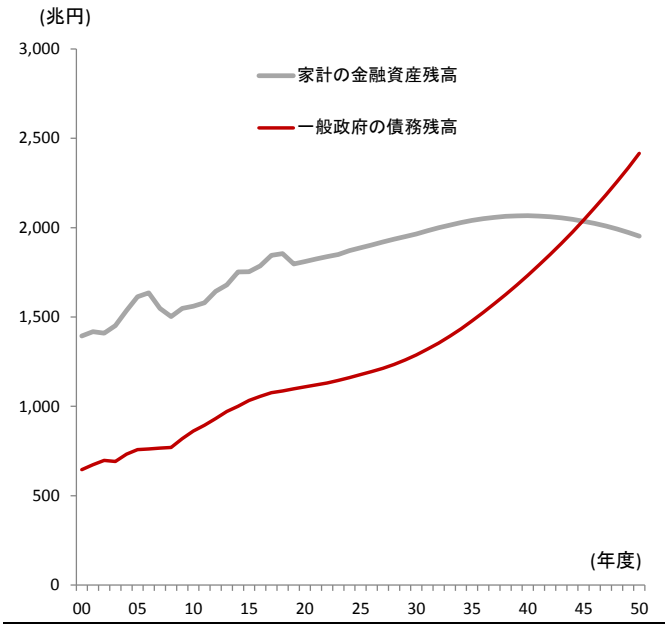
注：長期債務残高は財務省ベース。
出所: 内閣府、財務省資料より野村作成

図表 85: 一般政府の長期債務残高と家計の金融資産残高
メイン・シナリオの延長シミュレーション



注：一般政府の長期債務残高は財務省ベース。
出所: 内閣府、財務省、日本銀行資料より野村作成

図表 86: 一般政府の債務残高と家計の金融資産残高
ダウンサイド・シナリオの延長シミュレーション



注：一般政府の長期債務残高は財務省ベース。
出所:内閣府、財務省、日本銀行資料より 野村作成

XIII. 終わりに

不確実性が高い時代と言われる。しかし第 1 章で見たように、近年の世界の実質 GDP 成長率は極めて安定しており、振り返ってみればこれほど未来を予想しやすい時代もなかったことになる。しかも金利は非常に低い。我々が名づけた「極低温」経済は、金融ビジネスにとって決して居心地の良いものではないだろう。本年の中期経済見通しは、そのような世界だからこそ起こる変化を見出すことに注力し、Worry を探せ、というキーワードでまとめた。

世界的に不確実性が高まっているのは、経済ではなく、政治においてではないか。世界の国々が、グローバリゼーションを通じた生活水準の向上という価値観を共有できていた時代には、多少の意見対立を乗り越えて最適解を見出すことが可能だった。しかし、その価値観を共有できなくなった今、世界の秩序が何を基準に形成されるのかが不明なままである。生活水準の向上という価値観に替え、何かに対する危機感＝Worry を共有する、という展開が一つの可能性になるのかもしれない。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券（「NSC」）、ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH（「NFPE」）、英国のノムラ・インターナショナル plc （「NIplc」）、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク （「NSI」）、インスティネット LLC （「ILLC」）、香港の野村国際（香港）（「NIHK」）、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国) （「NFIK」） (韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット http://dis.kofia.or.kr でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド （「NSL」） (登録番号 197201440E、 シンガポール金融監督局の監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド （「NAL」） (ABN 48 003 032 513) (オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります）、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリタス・インドネシア （「PTNSI」）、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd. （「NSM」）、台湾の NIHK 台北支店 （「NITB」）、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ （インディア） プライベート・リミテッド （「NFASL」）、 (登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai-400 018, India；電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号：U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ)：INZ000255633、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング)：INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ)：INH000001014)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド （「CNS」）に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービシーズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」（「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します）の記載は、BDO ユニバンク・インク（「BDO ユニバンク」）に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、中華人民共和国（「中国」（この資料では、香港、マカオ、台湾を除く））の域外に設立された野村グループ若しくはその子会社・関連会社（以下総称して「オフショア会社」）により作成されており、中国国内での配布を承認されていない、もしくは配布を意図されていません。オフショア会社は、証券投資コンサルティングサービスを含む金融サービスを中国国内で実行する免許を保有していないか、中国当局の管理・監督下にありません。利用者は、投資判断を行うに当たり、本資料を利用してはならず、また本レポートに含まれる如何なる情報にも依拠してはいけません。また、オフショア会社はこれに関して責任を負いません。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為（あるいは行わないという判断）に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供しておりません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の（英国の適用される規則の意味する範囲での）マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め（ただしこれに限定されない）、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護料、損失コスト、費用（損失収入または利益、機会コストを含む）に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動･サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。
当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定の簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資ストラテジー、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義する"ベンチマーク"としての"使用"を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。
金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の 2 通りに分類されます；戦術的（tactical）トレード推奨は、向こう 3 ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的（strategic）トレード推奨は、向こう 6 ヶ月から 12 ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。
本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、NIplc により英国において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NIplc は、英国のプルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とプルーデンス規制機構の規制を受けています。NIplc はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH（「NFPE」）により欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NFPE は、フランクフルト/マイン裁判所の商業登記簿に登録された商業登記番号 HRB110223 であるドイツ法下の有限責任会社として組織された会社であり、ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。

本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は NSL により配布されております。NSL は、証券先物法（第 289 条）で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、NIplc、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国（「サウジアラビア」）での（資本市場庁が定めるところの、）「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦（「UAE」）においては、（ドバイ金融サービス機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の（カタール金融センター規制機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAE の「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家向け：当レポートは、Investment Industry Regulatory Organization of Canada（「IIROC」）および Canadian Investor Protection Fund の会員である Instinet Canada Limited（「ICL」）により、カナダの投資家向けに配布することを承認されています。ICL の関連会社が作成したリサーチレポート（「関連会社リサーチレポート」）は、当該関連会社の地域におけるリサーチ配布に適用される規則上の要件を満たすよう作成されており、利益相反に係る開示を含んでいます。ICL は、IIROC が必要とするカナダにおける開示が行われていることを確認するために当関連会社リサーチレポートをレビューしました。ICL は、関連会社リサーチレポートの配布に関連して、対価を受取っていません。ICL のリサーチ配信に関するポリシー及び手順に従い、ICL は関連会社リサーチレ

ポートを、電子的にまたは印刷された形で、ICL の現顧客および将来の顧客のみにしか提供しません。ICL は、全ての受領者が同時に関連会社リサーチレポートを利用可能となる及びまたは配布されるよう努めます。当関連会社リサーチレポートは、推奨ではなく、また、いかなる特定の口座の投資対象、金融状況や特定のニーズを考慮しているものでもありません。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html をご参照ください。

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。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,860 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF・ETN は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大 1.045%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合は最大 7,810 円)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,860 円)(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.10%(税込み)(4,400 円に満たない場合は 4,400 円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から 1 年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動 10 年:直前 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定 5 年、固定 3 年: 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。物価変動国債の価格は、市場の金利水準の変化や全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、2023 年以降に償還するもの（第 17 回債以降）については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み（一部の投資信託はご換金）にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.5%（税込み）の購入時手数料（換金時手数料）をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（最大 5.5%（税込み・年率））のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベーシス・スワップ取引（以下、金利スワップ取引等）にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお受払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があり、取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」（又は「受取金利」）以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」（又は「受取金利」）と、当該反対取引の「受取金利」（又は「支払金利」）とには差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS 取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があり、取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS 取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。 CDS 取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに 11,000 円（税込み）を上限額として移管手数料をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

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