

Ⅱ. マクロ経済見通し

(特別寄稿)

2020 年を展望した世界は先進国と新興国の拮抗
～「沈滞列島」日本の脱却シナリオはあるのか～

【要約】

- ◆ 2020 年を展望したみずほ総合研究所の GDP 見通しでは、新興国の GDP は先進国とほぼ拮抗する水準まで上昇。
- ◆ 日本の内需低迷とアジアを中心とした新興国の経済成長率格差を前提に日本の成長シナリオを描けば、アジアの成長の果実を取り込むことが不可避。同時に、海外からの果実をもとに国内での新たな内需産業育成がポイント。

1. 2020 年の世界

先進国のバラン
スシート調整と新
興国の発展

以下の【図表Ⅱ-1】はみずほ総合研究所による2020年までを展望した世界各地の成長率見通しである。各地域の見通しの前提になった考え方も【図表Ⅱ-2】に簡単にまとめた。我々が2020年まで想定するストーリーラインは、2010年代半ばまで日米欧先進国が信用バブルによる反動の調整を引きずることにある。米欧は2010年代後半には一定の回復に戻るものの、2000年代半ばまでの高い成長水準には戻らない状況を想定している。そのなか、日本はバラン
スシート調整には目処をつけているものの、少子高齢化のなかで成長シナ
リオを回復できない「沈滞列島」状況を想定している。一方、アジアを中心と
した新興国は2010年のピークに比べれば減速した水準ではあるものの、先進
国に比べて高い成長、「成長率格差」が続くと展望している。

【図表Ⅱ-1】みずほ総合研究所の2020年の経済展望

暦年	(前年比、%)								
	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2017~2020年 (予測)
世界実質GDP成長率	-0.7	5.1	3.4	3.0	3.0	3.4	3.5	3.5	3.5
日米欧アジア計	-0.1	5.3	3.7	3.3	3.2	3.6	3.8	3.8	3.8
日米ユーロ圏	-4.1	2.8	1.3	1.1	1.1	1.4	1.8	1.8	1.9
米国	-3.5	3.0	1.7	1.9	1.4	1.9	2.4	2.2	2.4
ユーロ圏	-4.3	1.8	1.5	-0.4	0.8	1.0	1.4	1.5	1.6
日本	-5.5	4.4	-0.7	2.2	0.9	0.6	0.8	0.9	1.1
アジア	6.1	9.2	7.4	6.6	6.4	7.0	6.7	6.8	6.7
NIEs	-0.7	8.3	4.0	2.1	1.8	4.7	3.9	3.2	3.1
ASEAN5	1.6	7.0	4.4	4.8	4.4	5.6	5.4	5.6	5.4
中国	9.2	10.4	9.2	8.6	8.4	8.2	7.9	8.0	7.8
インド	7.0	8.5	7.1	6.0	5.8	6.5	6.2	6.3	6.3
日本(年度)	-2.1	3.1	-0.2	2.0	1.1	0.2	0.9	1.0	1.1

(出所)IMF、Haver Analytics によりみずほ総合研究所作成

(注)予測対象地域計は IMF による 2010 年 GDP シェア(PPP)により計算

【図表Ⅱ-2】みずほ総合研究所の2020年成長予想の前提

【米国】2014年まで緊縮財政が続き低成長。緊縮財政の影響が緩和するにつれて潜在成長率近傍に回帰。ただし高齢化が進むため2%台半ばの伸びに留まる。

【欧州】債務問題の調整が相応に進展する一方、2010年代半ば以降、人口減少ペースが加速するため、成長率は高まりづらい見通し。また、EUが2020年に向けた政府債務残高比率の低下を目標としているため、慎重な財政運営が継続する見込み。

【アジア】17年以降、NIEsは人口要因で小幅減速、ASEAN5はインドネシアのインフラ投資ブーム一服で減速、インドは資金調達環境が厳しく潜在成長率を小幅に下回る水準で横這う。

【中国】改革開放以来の2桁成長から緩やかに減速。生産能力増と資本生産性の低下が投資を減速させることや、海外経済の減速、人民元上昇などが輸出を抑制することが主因。2010年代後半、労働人口が減少に転じることも成長の制約に。

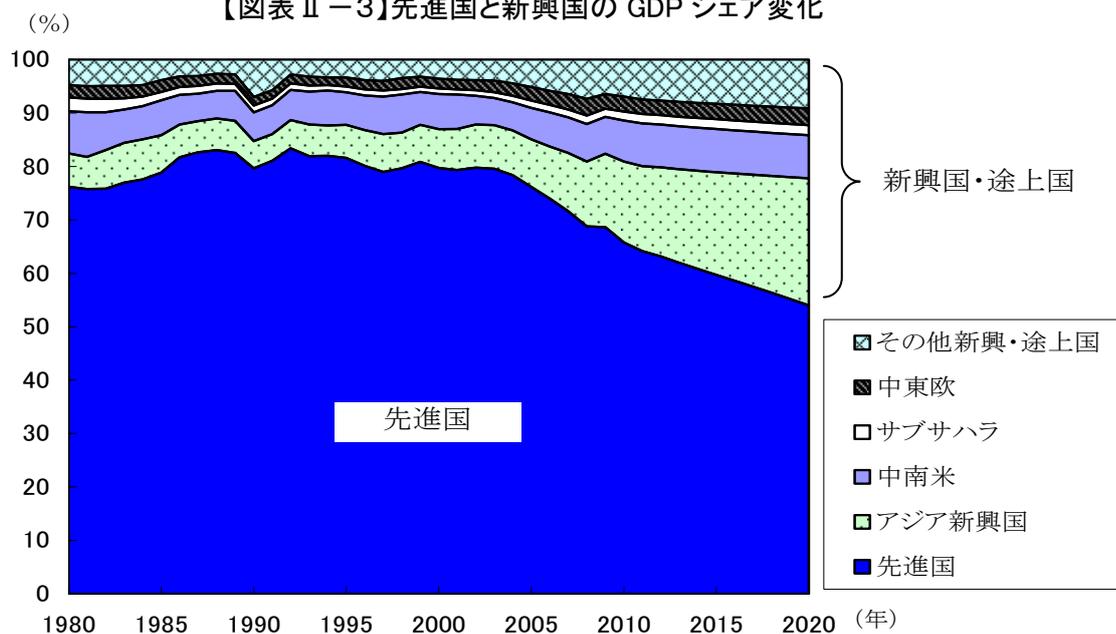
【日本】2017年度以降、人口減・高齢化の影響が強まり国内需要は個人消費を中心に鈍化の方向。住宅投資は減少へ。輸出は2010年代後半にやや伸びが高まる見通し。2010年代後半の物価は緩やかに上昇に向かう見通し。

(出所)みずほ総合研究所

2020年に新興国は先進国と拮抗に

【図表Ⅱ-3】は2020年までを展望した先進国と新興国のGDPシェアを示す。

【図表Ⅱ-3】先進国と新興国のGDPシェア変化



(資料)IMF World Economic Outlook Database, September 2011, みずほ総合研究所

(注)米ドル市場レートによる換算

以上の図表における、ターニングポイントとなった4時点での各地域のシェアは、【図表Ⅱ-4】の通りとなる

【図表Ⅱ-4】先進国と新興国の GDP シェア変化

(%)	先進国	その他	その他、うちアジア
1980 年	76.2	23.8	6.2
1992 年	83.4	16.6	5.3
2006 年	74.0	26.0	9.8
2011 年	64.1	35.9	15.9
2020 年予想	54.1	45.9	23.8

(出所) IMF World Economic Outlook Database, September 2011, みずほ総合研究所

(注) 米ドル市場レートによる換算

以上で示された動きを振り返れば、先進国シェアは日本のバブル主導で 90 年代初までは拡大したが、それ以降は低下傾向をたどっている。さらに、2007 年を転機として欧米もバランスシート調整に入るなか、先進国と新興国の成長率格差から先進国シェアの低下速度が一層強まっている。2020 年をみずほ総合研究所が展望すれば、先進国とその他の水準は概ね拮抗するまでに至るとした。

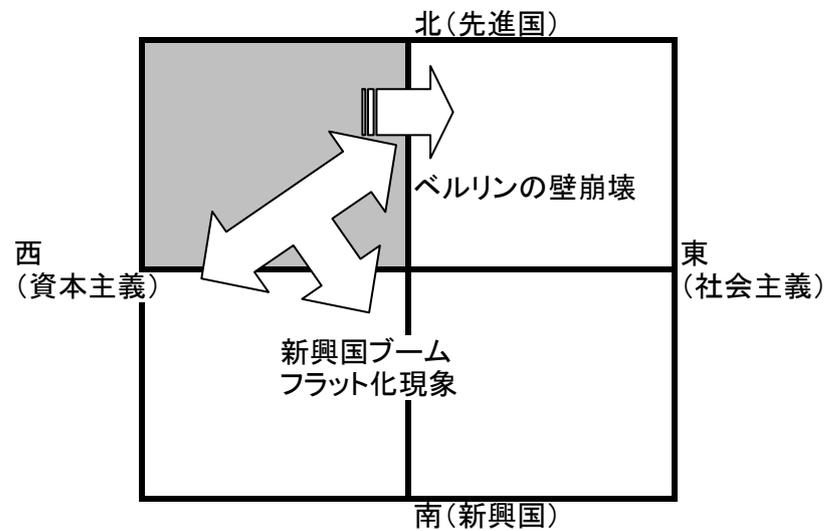
G7 から G20 の時代の推移

以上の新興国のシェア拡大は過去 40 年にわたる、世界経済上の地理的フロンティア拡大によるものだ。70 年代までの世界経済は次の【図表Ⅱ-5】に示される東西南北の 4 象限のうち、網掛けをした左上の「西側の北の先進国」、すなわち、1975 年に始まったサミット(先進国首脳会談)など「G7」の中心プレイヤーが中心になって世界経済に参加するゲームだった。その構造が、1989 年のベルリンの壁崩壊を機に、東側諸国も市場に参入し、90 年代後半以降、南の新興国も市場に参加し、さながら「フラット化する世界」にまでフロンティアが拡大する、「G20」¹の時代の到来である。

加えて、2007 年以降は、日本にとどまらず、欧米の旧西側先進国(図の網掛け部分)がバランスシート調整に入るなか、それ以降の過去 5 年、外縁の新興国へフロンティア拡大の動きに拍車がかかった。そこでの主役は中国であり、さらにブラジル、インド等の国々に及んでいる。

¹ G20 とは、1999 年に従来の G7 に加えて、ロシアと新興国 11 カ国が加わったもの。世界金融危機に伴い、2008 年からは G20 サミットも開催されている。

【図表Ⅱ-5】世界のフロンティア概念図



(出所)みずほ総合研究所

日本は成長率格差のなかでの「沈滞列島」のままか

以上を総括すれば、過去 40 年のグローバルなフロンティア拡大が新興国経済の比率を高め、さらに 2007 年以降の先進国のバランスシート調整が比率上昇を一段と加速させている。日本に限らず、先進国のビジネスモデルが新興国の成長の果実を確保することにあるのは以上の環境を前提にした不可避的なものとも考えられる。新興国のなかでもアジア地域の拡大スピードが最も大きいだけに、その地域への関与が不可欠になる。地理的にみて日本は日米欧の先進国のなかで唯一アジアに立地する恵まれた立地にある。日本の成長戦略の一つにアジアの需要取り込みがありその成長の果実を日本の内需に転換できるかがポイントになる。

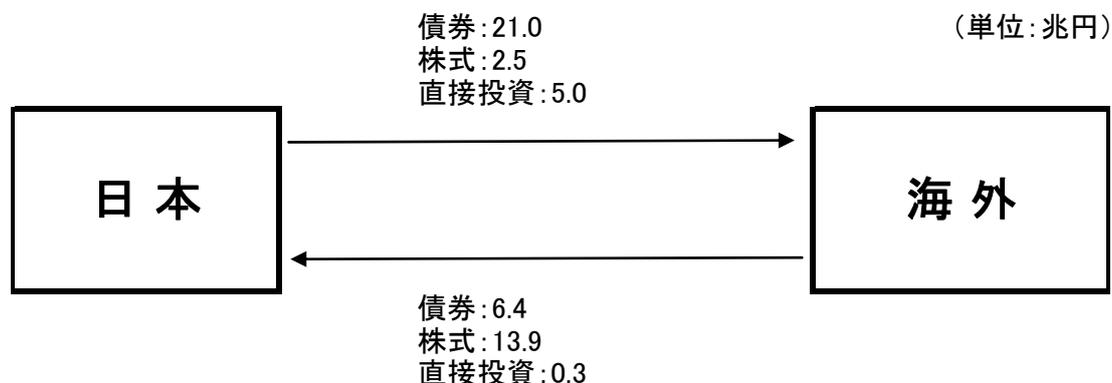
先に【図表Ⅱ-1】に示した今回の 2020 年を展望したシナリオでは日本は沈滞が続き、日本は高成長のアジアのなかで取り残された「沈滞列島」の「ガラパゴス状況」である。そこからの脱出シナリオを探るのが以下の議論である。

2. 2011 年のマネーフロー転換

世界に安価な資金を買い取った 2000 年代半ばまでの日本

次の【図表Ⅱ-6】は 2005 年の日本の海外との間のマネーフローを単純化して示したものである。7 年前の特徴は、①日本からの資金流出は債券(主に米国債)、②日本への資金流入は株式が最大項目になっていたことにあった。日本は世界一安価な資金を世界、なかでも米国に「貢ぐ」状態であり、日本の低利資金が世界の過大な信用拡大をもたらしたと批判を受けたこともあった。

【図表Ⅱ-6】2005年の日本の資金フロー



(出所)財務省よりみずほ総合研究所作成

(注)債券・株式は証券貸借取引を除く

日本は 2000 年代の長期にわたって株式で資金を調達し米国債に投資し、投資上の利回りは逆ザヤ状況にあった。一方、米国からみればその逆であり米国債で日本から資金を調達して日本も含めグローバルな株式等のリスクアセットを購入することで米国の価値を高めてきた。この構造が 2000 年代半ばまでの米国の「勝利の方程式」だった。

日本から米国への債券投資は、さながら米国へ日本株購入資金を供給するようなものだった。すなわち、日本の金融機関はせっせと預金で安価な資金を集め、米国投資家に日本株を購入させて儲けさせる「下請け」のような状況にあった。企業に例えれば、株式で調達し債券を購入すれば企業価値は低下する。もし、そうした企業の財務行動が正当化されるとすれば、それは企業が深刻な資本不足に陥った場合に、あくまでも一時的に資本不足を補う緊急避難的状況に限られるはずである。このような緊急避難的な日本への資金フローは日本の不良債権問題の終息で必要がなくなったはずである。一方、欧米のバランスシート調整によってここ数年の海外からの日本株投資資金の減少として日本株市場低迷の主因になっていた。

2011 年の転換は
日本企業の直接
投資急拡大

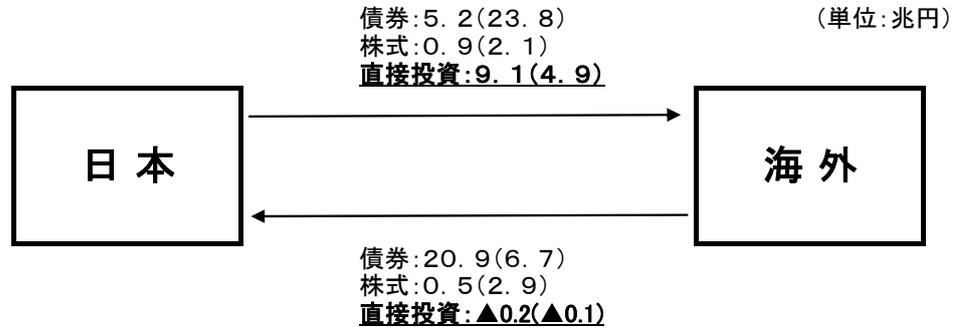
以下の【図表Ⅱ-7】は 2011 年の日本のマネーフローを海外との間に単純化して示したものである。2011 年の特徴は、

日本への資金流入は債券

日本からの資金流出は直接投資

が最大項目になったことにある。すなわち、日本を企業のように考えれば、日本は債券で資金調達して、その資金で海外向けの直接投資を行う状況である。2011 年は 31 年振りに貿易収支がマイナスに転じたことが大きな話題になったが、日本トータルとしての「投資行動」には大きな転換が生じていた。

【図表Ⅱ-7】2011年の日本の資金フロー



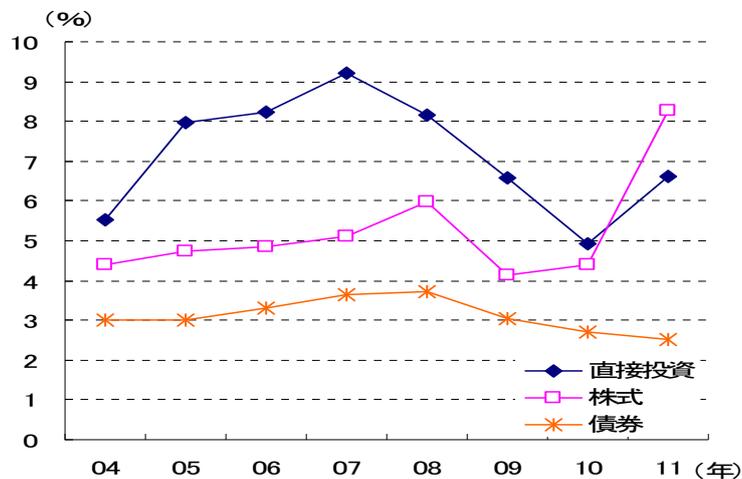
(出所)財務省より、みずほ総合研究所作成

(注)2011年、()内は2010年、債券・株式は証券貸借取引を除く

2011年の転換は日本の国家価値向上

2011年の日本のマネーフローの特徴は日本が「国家価値」を高める構造に変化したことにあった。日本の債券での調達コストは概ね1%台で、一方、以下の図表7に示されるように、直接投資による収益率は約6%台で、日本が「投資」としての価値を高めたことになる。また、日本の海外保有株式の利回りも大きく改善している。昨今の、総合商社の収益性改善は海外資産からの配当の果実拡大の側面も大きい。既に【図表Ⅱ-1】で示したように、日本と海外、なかでもアジアとの成長率格差が歴然としているなかでは、その成長率格差を前提にした日本のビジネスモデルが海外への直接投資拡大と考えられ、その収益率水準はこれまでの米国国債を中心とした債券の利回り水準を大きく上回ることになる。日本からの直接投資急増は国内産業の「空洞化」とされることも多い。ただし、以上のような成長率格差が続く中では、直接投資で高い成長率を取り込むことは自然な投資行動とも考えられる。

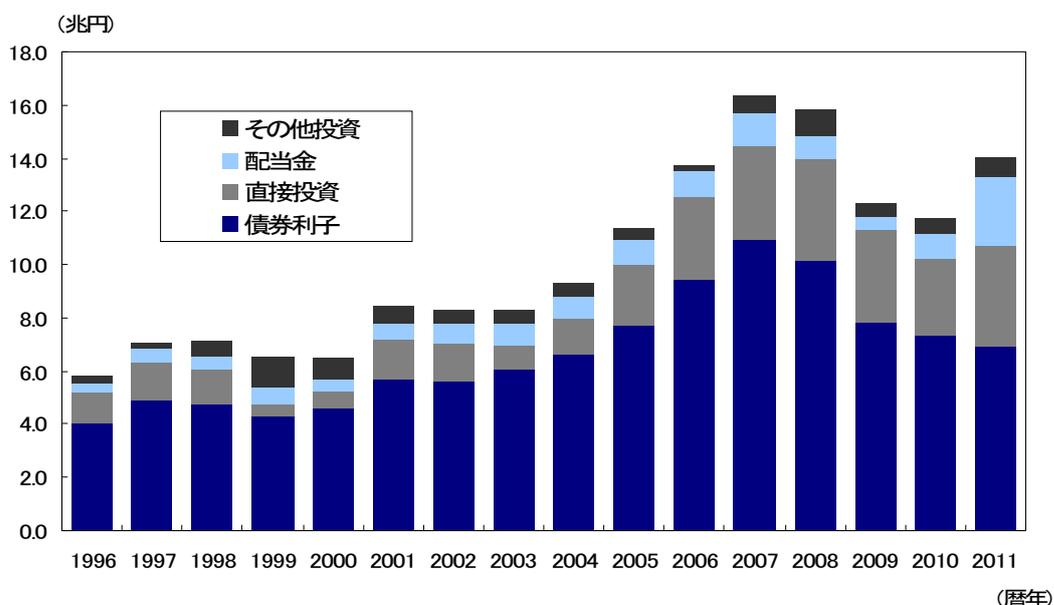
【図表Ⅱ-8】海外資産の投資の収益性推移



(注) 資産残高は年平均値((年末値+前年末値)/2)を採用
(資料) 財務省「国際収支」よりみずほ総合研究所作成

2011年に日本の貿易収支は31年ぶりに赤字に転じたが、経常収支黒字が続いているのは高水準の所得収支の結果である。海外への投資の果実として、以下の【図表Ⅱ-9】に示されるように日本の所得収支は引き続き高水準で推移している。

【図表Ⅱ-9】日本の所得収支推移



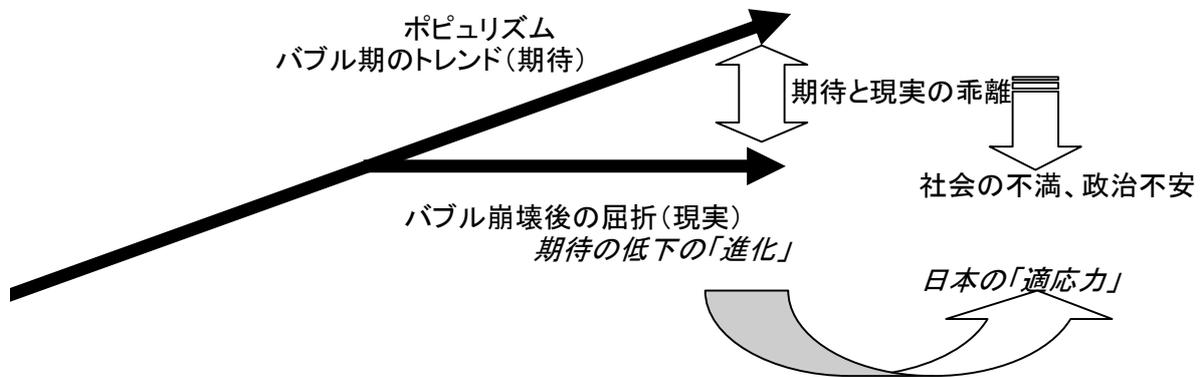
(資料)財務省

3. 「沈滞列島」日本の脱却シナリオはあるのか

バブル崩壊後の
バランスシート調整と期待と現実の乖離

次の【図表Ⅱ-10】は筆者が日本のバブル崩壊後の調整の影響を示す際に用いている概念図である。バブルの崩壊とは、それまで長期に亘って抱えてきた期待のトレンドと、現実との間に大きな乖離が生じることによって生じる経済・金融現象でもある。先述のように、欧米でもバランスシート調整に伴う調整がサブプライム問題やユーロ債務危機として顕現化した。それは従来の期待によって価格形成が行われる資産価格と、現実に残存する負債とのギャップがバランスシート調整として起こる金融・経済現象である。ただし、日本の場合、調整深度が欧米と比べて大きかったこと、さらに調整期間が余りに長期化したことに伴い、その間、自ら期待水準を引き下げることで国民の行動意識まで変わってしまった。

【図表Ⅱ－10】バブル崩壊後の期待と現実の乖離概念図



(資料)みずほ総合研究所

「草食系」日本が陥ったデレバレッジとデフレ意識の縮み思考

日本では1990年代以降、20年以上も期待と現実との乖離が続くなか、期待水準を引き下げる「進化」としての行動原理が定着したとし、それを筆者は「草食系的対応」と表現してきた。それは、期待水準を引下げつつ、外部環境に適応させる行動原理でもあった。同時にその結果、従来のインフレ期待がデフレ期待に転じ、財務行動ではレバレッジがデレバレッジに転換し、さらにそうした意識が広く社会に定着するに至った。先述のように、日本が海外との成長率格差のなかで「沈滞列島」になっているのは、以上のような意識が完全に定着してしまった結果と解釈することもできる。すでに、日本の企業も金融機関も財務的な問題を脱却したにもかかわらず、期待成長率が上がりにくい状況に陥ることを意味している。

「進化」の結果としての「適応力」

一方、以上のような「草食系」への縮小均衡的発想はバランスシート調整における「進化」、「適応力」の結果としての側面をもつ。ただし、その期間があまりに長期化したために、そうした状況が定着してしまい、さらに少子高齢化への意識が一種の「宿命論的」沈滞論に陥ったと考えられる。

今年、3月11日に東日本大震災から1年が経過したが、過去1年の日本の民間セクターの対応は、極めてストレスのかかった厳しい環境を「所与」と受け止め、そうした環境での優れた「適応力」を世界に示したものだ。期待と現実のギャップに伴う社会の不满や政治の不安定さは続き、政治の世界はポピュリズムの状況が変わらず現実に十分に適応できない状況が続いているものの、民間レベルでは「適応力」を示す、二極化状況が震災後の日本を示す状況ともいえる。

日本は様々な問題へ対応した「先進国」だった

日本の戦後を振り返れば、以下の【図表Ⅱ-11】に示されるように、それぞれの時代に生じた様々な問題に対して世界に先駆けて対応した歴史だった。1970年代にはエネルギー制約と公害、80年代は円高への対応。90年代以降は、バブル崩壊への対応であり、いまや世界に先駆けて高齢化社会への対応が迫られている。

【図表Ⅱ-11】日本の戦後の問題と課題

年代	問題、課題
1970年代	石油危機、エネルギー制約、公害、環境問題
1980年代	プラザ合意、円高
1990年代	バブル崩壊、金融危機
2000年代	財政問題、デフレ問題
2010年代	高齢化社会

(資料)みずほ総合研究所

「日本化」先進国
日本は「沈滞列島」から脱却できるか

日本は【図表Ⅱ-11】に示されたような各時代の課題を危機ととらえながらも、その適応力によって新たなビジネスを作り上げる対応を行ってきた。東日本大震災に伴う諸問題についても今日の環境問題も含め、新たな基準を示しながらも新たな環境規制体系を構築することもできる立場にある。2000年代以降初めて世界が日本に目を向ける状況が生じたのも2011年以降の“転換”であり、日本への再認識も生じうる環境にある。

幸にも日本の企業や金融機関は過去20年近いデレバレッジでの「進化」の結果、強固な財務体質を有するに至った。それは一面で、デレバレッジの低収益状況に甘んじた結果でもあるが、同時にその適応力を新たな海外市場拡大に向けるチャンス段階でもある。先に示した2011年のマネーフローの転換はその一面を示すものである。「日本化」先進国である日本が「日本化脱却」でも先駆けとなることができるかが問われる状況にあり、その兆しを、昨今の企業活動が示していることになる。その際には、成長するアジアの果実を取り込み、国内の内需にも向けた発展を実現できるかが鍵となる。

同時に、海外進出に伴う空洞化をいかに国内産業の活性化で補完できるかも重要になる。海外の果実を活かした上で、日本に新たな内需産業を構築できるかについて、新たな適応力や進化が求められる。冒頭に【図表Ⅱ-1】で示した2020年の姿はあくまでもこれまでのバブル崩壊後の調整から立ち直れずに「沈滞列島」のままの状況のものである。ただし、そこからいかに新たな「進化系」で日本の成長率を押し上げられるかの分岐点に我々は立っていると認識すべきだろう。

(みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創)