

# 2020年代を展望した日本経済

## ～投資家的な戦略転換の潮流に～



岡三証券 理事

高田 創

(2019年12月31日までみずほ総合研究所 副理事長)

### 1. 2020年の経済見通しは回復感に欠ける

#### 2020年の世界経済見通しは回復感なき底入れ

図表1は2019年10月に発表されたIMFの世界経済見通しだ。2019年は2018年から比べ経済成長率が大きく低下した。2020年のIMFの見通しでは、新興国の水準は回復が見込まれるが、先進国は2019年と同水準になっている。しかも、2019年の4月見通しからも下方修正された状況にある。大まかに見て、2020年は世界的にそれまでの下落からの底入れを視野に入れるものの、なかなか回復感が感じられ

にくい年になると筆者は展望している。また、米中貿易戦争を含め、地政学的に見た不確実性の高まりも継続すると予想される。以上の環境下、日本の成長率も低位な状況に止まるだろう。2019年を振り返れば、当初懸念されたほどの下落にはならなかったものの、2020年の回復期待も限られそうだ。そうしたなか、米国中心に先進国の株式市場は金融緩和のなかで底上げされた状況が続くと考えられる。本論では、2020年代までを視野にした経済環境と低金利を中心とした金融環境を展望したい。

#### 製造業の底入れ期待はあるが

図表2はグローバルなPMIの推移である。世界的な経済環境は2016年頃を底にした循環的な回復が2017年・2018年と続いていたが、2018年後半から2019年にかけて天井を付け、その後、緩やかな減速が生じていた。2016年を底にした世界の製造業を中心とした回復の

#### (目次)

1. 2020年の経済見通しは回復感に欠ける
2. 金利水没と世界的超低金利長期化
3. 2020年代の日本の戦略転換

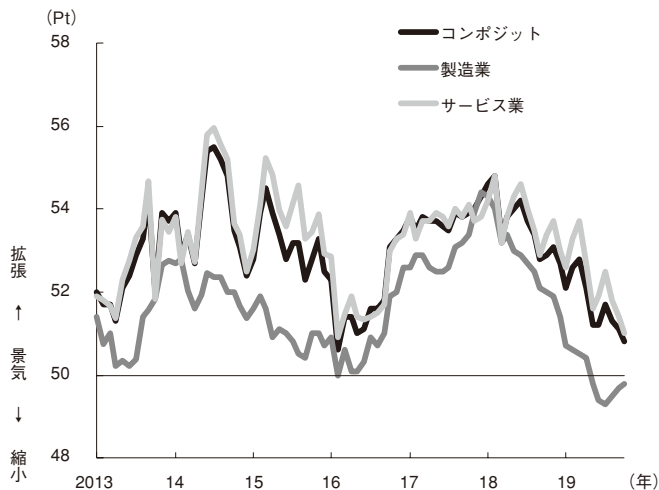
(図表 1) IMFの世界経済見通し (2019年10月)

(%)

|         | 2018年 | 予測    |       | 2019年4月との差 |       |
|---------|-------|-------|-------|------------|-------|
|         |       | 2019年 | 2020年 | 2019年      | 2020年 |
| 先進国     | 2.3   | 1.7   | 1.7   | -0.1       | 0.0   |
| 米国      | 2.9   | 2.4   | 2.1   | 0.1        | 0.2   |
| ユーロ圏    | 1.9   | 1.2   | 1.4   | -0.1       | -0.1  |
| 日本      | 0.8   | 0.9   | 0.5   | -0.1       | 0.0   |
| 英国      | 1.4   | 1.2   | 1.4   | 0.0        | 0.0   |
| 新興国     | 4.5   | 3.9   | 4.6   | -0.5       | -0.2  |
| 中国      | 6.6   | 6.1   | 5.8   | -0.2       | -0.3  |
| インド     | 6.8   | 6.1   | 7.0   | -1.2       | -0.5  |
| ASEAN 5 | 5.2   | 4.8   | 4.9   | -0.3       | -0.3  |
| ロシア     | 2.3   | 1.1   | 1.9   | -0.5       | 0.2   |
| ブラジル    | 1.1   | 0.9   | 2.0   | -1.2       | -0.5  |

(資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

(図表 2) グローバルPMI推移



(注) PMI (購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の境目

(出所) IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.) より、みずほ総合研究所作成

原動力は以下の3点、①中国の回復、②半導体サイクル、③米国のトランプ・ラリー、の3要因にあった。一方、2018年から2019年にかけての世界的な減速は、以上の3要因の転

換、すなわち、①中国の減速、②半導体サイクルの減速、③米国トランプ・ラリーの息切れにあった。加えて、米中の貿易戦争に関連した世界貿易減少も製造業の減速を強める一

---

因になった。2019年後半から、製造セクターに底入れ感が生じたのは半導体を中心とした回復感に依存した面が大きい。2020年を展望すれば、依然、①中国の回復感に大きな期待ができないこと、②米国の回復にもこれ以上は依存しにくいこと。さらに、米中の貿易戦争に伴う不確実性が残存すると見込まれるだけに、全般的に大きな回復には至らないだろう。まとめれば、2020年は世界的な製造業を中心とした底入れはあるものの、回復感に乏しい展開を想定している。

### 2020年、底入れ感は醸成されても回復期待に乏しい

2019年の減速が懸念されたほどにはならなかった背景に、世界的な減速が続いたなかでも米国だけは比較的堅調な状況が2019年も続いたことがある。米国は2019年6月に120か月と戦後最長の景気回復を更新し、今年2020年に至っている。2020年になって回復は続くとしても、そのモーメントは2019年に比べて緩やかながらも低下が想定される。従って、今後のリスク要因としては、V字型の回復を期待するよりも、回復シナリオ減速の蓋然性の方が大きいと展望している。2019年まで、世界経済の底支えを米国が行ってきたものの、依然、その代替として世界を牽引する期待を持てる地域が見当たらない。しかも、世界第2位の経済国である中国の回復感も乏しい、欧州も停滞した状況が続くと見込まれる。全般的に世界的に回復感が生じにくいのが

2020年の特徴だろう。また、世界的な貿易も米中摩擦も加わって回復が鈍いだけに、日本の成長も低水準が予想される。なかでも日本は2019年10月に実施された消費税引き上げの反動減も予想されるだけに、IMFの見通しでは2020年は0.5%に止まっている。

### 日本は東京五輪後の不況はあるか

2020年の日本の成長はIMFの予想では上記のように0.5%に低下となり、東京五輪後の不況への懸念も根強い。2020年は世界的にみて底入れ感はあっても回復期待に乏しいこと、日本では2019年の消費増税前の駆け込みの反動減が生じることに加え、東京五輪前の投資が続かないことで不況になるとの不安はある。しかし、今回、1964年の東京五輪と比べ経済規模に比したインフラ投資のウェイトは大幅に低いことに加え、今回は2020年以降も各地でのインフラ更新投資への需要が根強いことを考えれば、東京五輪後の急減速にはならないと考えている。実際に、今日の日本では人手不足の深刻な状況から、東京五輪までは更新投資を遅らせていたものも多かったのが実状だ。その結果、日本は人口減少の不安を抱えながらも2020年代は1%前後の成長が続く新状態（ニューノーマル）に向かうと展望される。そこでは、日本の在り方が、平成のバブル崩壊後の縮小均衡的な引き籠り状況から、令和の2020年代の環境は通常状況に戻り、アジアの成長の取り込みを中心に世界全体を視野にした投資家的な戦略にシフト

していく状況を想定する。その背景となる今日の金融環境が以下での超低金利環境の長期化の新状態でもある。以下で、その現実を考察しよう。

## ■ 2. 金利水没と世界的超低金利長期化

### 超低金利環境の長期化を覚悟

2020年の金融市場展開は基本的に米国の金融政策に依存する面が大きい。前段落で、米国を中心とした2020年の経済見通しは、底入れしても回復感に乏しいとした。しかもリスク要因は、依然、下方バイアスにあるとした。以上の見通しを前提にすれば2020年に向けた米国の金融政策は、当分、利上げへの転換は封印、依然、利下げの可能性を残したものになりやすい。筆者は長年にわたり、日米欧の金融政策は連動した動きを繰り返すとして議論してきた。そこでの連動は、常に米国が最初に利上げを行い、次いで欧州、日本が利上げを行う歴史だった。従って、米国が利上げを行った2018年までは、欧州、日本は利上げを含めた正常化を行いうる猶予期間として考えることができた。しかし、2019年に米国が一転して利下げに転じたことで、欧州・日本の金利正常化は封印され、2020年以降も低金利状況が続くことを意味している。

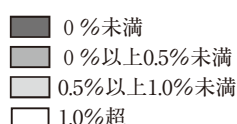
さらに、重要なのは世界の長期金利が1980年頃を天井に40年近い低下傾向が続いていることだ。1980年頃には米国中心に10%を超え

る二桁金利の状況にあった。その後、2020年近くに至るまで結果として傾向的な金利低下が続いている。1990年代以降、先行して日本の長期金利が急速に低下した。当時、そうした状況は日本特有のもの、「日本化現象」とされた。ただし、2010年代に至って欧米の長期金利も日本に追随して低下する「日本化」が生じ、足元、欧州の金利環境はマイナス金利状況を含めてほとんど日本と変わらない水準にある。米国は依然、一定水準の金利を保っているものの、それでも1%台後半の水準にまで低下している。こうした状況の背景として、構造要因として世界的な高齢化、生産性の低下、シェアリング経済を中心とした産業構造の変化等が指摘されるが、どれも決定打には至っていない。ただし、こうした低金利の長期化への観測が強まったのがこの1年の転換だ。

2019年の金利観の大きな転換は先述の米国の利下げが2019年から開始されたことにある。米国の金融政策は2020年にかけて当面据え置きも予想されるが、依然、利下げの可能性を残した状況にある。それだけに、日本の金融政策上もマイナス金利の深掘りの可能性もある。ただし、日本銀行として長期金利の一段の低下には慎重な姿勢を示しているだけに、マイナス金利の深掘りがあっても長期・超長期金利の一段の低下を抑制する、イールドカーブのツイスト的なオペレーションが想定される。ただし、いずれにしても前段の前提で世界的な実体経済の回復期待が緩慢であ

(図表3) 世界の金利の「水没」マップ (2019年12月3日)

|         | 1年    | 2年    | 3年    | 4年    | 5年    | 6年    | 7年    | 8年    | 9年    | 10年   | 11年   | 12年   | 13年   | 14年   | 15年   | 20年   | 30年   | 40年   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| スイス     | -0.79 | -0.75 | -0.79 | -0.77 | -0.74 | -0.73 | -0.71 | -0.67 | -0.64 | -0.63 | -0.60 | -0.57 | -0.54 | -0.50 | -0.47 | -0.38 | -0.30 | -0.26 |
| ドイツ     | -0.64 | -0.63 | -0.66 | -0.65 | -0.58 | -0.57 | -0.53 | -0.49 | -0.42 | -0.35 | -0.32 | -0.29 | -0.26 | -0.24 | -0.21 | -0.07 | 0.16  |       |
| デンマーク   | -0.68 | -0.68 | -0.63 | -0.58 | -0.53 | -0.49 | -0.45 | -0.41 | -0.36 | -0.32 | -0.30 | -0.28 | -0.26 | -0.24 | -0.22 | -0.12 |       |       |
| オランダ    | -0.64 | -0.64 | -0.64 | -0.61 | -0.54 | -0.47 | -0.42 | -0.34 | -0.29 | -0.21 | -0.19 | -0.16 | -0.13 | -0.10 | -0.08 | 0.13  | 0.17  |       |
| オーストリア  | -0.54 | -0.56 | -0.56 | -0.52 | -0.43 | -0.37 | -0.30 | -0.25 | -0.19 | -0.12 | -0.07 | -0.02 | 0.03  | 0.09  | 0.14  | 0.24  | 0.46  |       |
| フィンランド  | -0.50 | -0.59 | -0.57 | -0.51 | -0.48 | -0.36 | -0.32 | -0.22 | -0.16 | -0.10 | -0.05 | -0.01 | 0.03  | 0.08  | 0.12  | 0.20  | 0.37  |       |
| 日本      | -0.16 | -0.15 | -0.15 | -0.15 | -0.14 | -0.14 | -0.14 | -0.13 | -0.09 | -0.02 | 0.01  | 0.04  | 0.08  | 0.11  | 0.15  | 0.30  | 0.45  | 0.48  |
| フランス    | -0.60 | -0.59 | -0.58 | -0.50 | -0.40 | -0.36 | -0.28 | -0.24 | -0.13 | -0.04 | 0.01  | 0.06  | 0.11  | 0.16  | 0.22  | 0.32  | 0.73  |       |
| アイルランド  | -0.48 | -0.50 | -0.52 | -0.50 | -0.41 | -0.31 | -0.24 | -0.17 | -0.09 | -0.01 | 0.05  | 0.11  | 0.16  | 0.22  | 0.28  | 0.45  | 0.80  |       |
| スウェーデン  | -0.30 | -0.30 | -0.32 | -0.34 | -0.30 | -0.26 | -0.22 | -0.18 | -0.08 | 0.01  | 0.05  | 0.08  | 0.12  | 0.15  | 0.19  | 0.37  |       |       |
| ポルトガル   | -0.51 | -0.55 | -0.38 | -0.21 | -0.13 | 0.00  | 0.13  | 0.22  | 0.32  | 0.37  | 0.44  | 0.52  | 0.59  | 0.67  | 0.75  | 0.95  | 1.29  |       |
| スペイン    | -0.52 | -0.39 | -0.35 | -0.22 | -0.11 | 0.05  | 0.14  | 0.25  | 0.34  | 0.41  | 0.49  | 0.57  | 0.65  | 0.73  | 0.80  | 0.96  | 1.28  |       |
| イタリア    | -0.17 | 0.05  | 0.28  | 0.45  | 0.61  | 0.64  | 0.96  | 1.04  | 1.11  | 1.29  | 1.40  | 1.51  | 1.63  | 1.74  | 1.86  | 2.18  | 2.42  |       |
| 英国      | 0.63  | 0.50  | 0.47  | 0.48  | 0.48  | 0.45  | 0.47  | 0.52  | 0.58  | 0.67  | 0.72  | 0.77  | 0.82  | 0.87  | 0.92  | 1.09  | 1.19  | 1.10  |
| オーストラリア | 0.80  | 0.79  | 0.76  | 0.77  | 0.81  | 0.89  | 0.99  | 1.11  | 1.18  | 1.20  | 1.24  | 1.29  | 1.34  | 1.39  | 1.44  | 1.60  |       |       |
| ノルウェー   | 1.22  | 1.23  | 1.25  | 1.26  | 1.28  | 1.29  | 1.32  | 1.37  | 1.40  | 1.44  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| カナダ     | 1.68  | 1.56  | 1.54  | 1.51  | 1.48  | 1.47  | 1.47  | 1.47  | 1.47  | 1.45  | 1.46  | 1.47  | 1.48  | 1.49  | 1.50  | 1.55  | 1.55  |       |
| 米国      | 1.55  | 1.54  | 1.54  | 1.54  | 1.54  | 1.60  | 1.65  | 1.67  | 1.69  | 1.72  | 1.74  | 1.76  | 1.78  | 1.81  | 1.83  | 1.94  | 2.16  |       |
| 中国      | 2.60  | 2.72  | 2.84  | 2.94  | 3.03  | 3.10  | 3.16  | 3.21  | 3.24  | 3.27  | 3.30  | 3.33  | 3.35  | 3.38  | 3.41  | 3.52  | 3.81  |       |
| インド     | 5.47  | 5.36  | 5.92  | 6.03  | 6.19  | 6.45  | 6.47  | 6.73  | 6.73  | 6.47  | 6.94  | 6.91  | 7.06  | 7.00  | 7.10  | 7.13  | 7.16  |       |



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

り、しかもインフレ圧力に乏しい環境では低金利環境の継続が2020年の特徴と考えている。

### 「金利水没」のなかの戦略はLED戦略

ECBがマイナス金利を2014年に導入して以来、筆者は5年余、図表3の「水没マップ」を使用している。ここでは、日本と欧州を中心に広範な地域での水没、マイナス金利状態が続いている。以上の環境では、従来の投資に関する対応にも修正が迫られている。

### 「金利水没」のなかの戦略はLED戦略

筆者は先述の「水没マップ」を用いながら、

マイナス金利、「金利水没」のなかで投資家が資産運用を行うには、「LED戦略」、「①長く (Long)、②外に (External)、③多様な (Diversify) なリスク」の3分野しか選択肢はないとして議論してきた。「L」、長期化について考えれば、超長期債券の分野にフロンティアを考えることになる。「E」、海外については、まだ沈んでいない、プラスの利回りを享受できる国を探して投資せざるをえない。今回、金利水没下のフロンティアを改めて考えれば、従来以上に超長期債券の分野か、海外の新興国も含めた分野になりやすい。さらに「D」、多様な次元では新たな運用の次元を株式や不動産に止まらず、インフラ分野



やオルタナティブ分野もフロンティアとして考える必要もある。以上で議論される投資手法は、単に、「イールドハンティング」とされる投機的なものに止まらず、新たな投資に関するフロンティアを示すものである。

### 債券はインカム、株式はキャピタルとの常識の転換に

従来、投資に関する教科書では、債券への投資は利払いに伴うインカムをより重視し、株式投資は配当よりも価格変動に伴うキャピタルゲインを期待するとされてきた。図表3のように日本ではマイナス金利に伴い10年程度までがマイナス金利になったなか、債券のインカムに依存できず、むしろマイナス金利ゾーンでの価格変動、キャピタルゲインの次元を期待したうえでの投資になっている。債券市場で利回りがマイナスに沈んだなか、教科書的なインカム重視の投資は10年以上の超長期分野に限られ、債券市場本来の市場機能が残存するゾーンは超長期に限られる。通常、債券市場で最も頻繁に売買されたり、長期金利の指標として示されるのは10年ゾーンだが、今や指標性のある年限は10年から20年にシフトしているとも考えられる。マイナス金利に伴う水中生活では、水中から脱した超長期ゾーンに新たなフロンティアを求める必要がある。今日、日本の国債は40年が最長であるが、こうした超低金利下では50年以上の超長期債券の発行も検討課題になりやすい。

### 配当が利払いの4倍以上、配当をインカムとして重視

一方、マイナス金利でも配当はマイナスにならないなか、株式の配当の重要性が高まっている。その結果、株式はインカムを重視して投資する考えが次第に生じている。2018年度の法人企業統計では、企業が支払う利払いは6兆円台のなか、配当は26兆円を超え、配当は利払いの4倍以上の水準にある。それだけの格差のなか、株式のもたらす配当をインカムとして重視するのは自然なことでもある。昨今、個人投資家も配当を重視した投資を行う潮流が生じている。同様のことは不動産にも当てはまる。マイナス金利でも賃料はマイナスにならないなか、不動産市場も底上げされやすく、その結果、REIT市場の活況に繋がっている。マイナス金利政策とは、そもそも株式と不動産市場を底上げするための政策と言っても過言ではないだろう。マイナス金利も含めた超低金利環境が2020年も続くことを前提とすれば、株式・不動産を中心とした資産価格は底上げされた状況が世界的に続くと展望される。

### 投資の基本はキャッシュフロー

図表3で示した金利水没下での投資の基本は結局、世の中が生み出すキャッシュをどうつかみに行くかだ。例えば、財政政策で国債発行が行われれば、債券で新たなキャッシュフローがもたらされる。今日のマイナス金利下の未曾有の運用難の環境では、キャッシュ

フローが生じる源泉まで遡ることが投資の鉄則だ。マイナス金利下では、従来、投資の世界で存在したリスクフリーとされた債券や短期金融商品に依存できない状況にある。それだけに、マイナス金利による水中生活は従来の投資の常識を超えた発想が求められる。すなわち、「債券＝リスクフリー」の前提が変わる可能性もある。

### 資本家的な発想を

フランスの有名なエコノミストであるトーマス・ピケティの「21世紀の資本」では、以下の基本関係、

資本の収益率 ( $r$ ) > 所得の収益率 ( $g$ )  
として資本の収益率が所得の収益率を上回る状況が続くことで格差が拡大することが主張された。また、以上の傾向は、先に示した金利水没の環境で一層拡大される。すなわち、超低金利環境は、資産価格の上昇を通じて世の中の格差を一層広げる可能性をもつ。2020年代は経済の回復感がなきままに、資産市場が底上げされる状況が続きやすい。従って、投資家としては資本の収益率の潮流に沿って、エクイティへの投資の必要が生じることになる。従来、銀行の預金に資金を預けることでその見返りが利払いとして生じた。また、預金に預ければ間接金融機関である銀行を通じ資本性の資金が企業に供給され、疑似資本家的な利益の分配に与かることも可能となった。しかし、今日のような超低金利環境では預金に預けても企業に資本性資金は供給され

にくく、無リスク資産の前提も機能しにくい、従来の教科書的な対応では対処できない未踏の領域に踏み入れた状況にある。先にピケティが示した格差の環境は超低金利で一層拡大し、その流れに乗るには資本家的な対応としてエクイティ性の投資に向かう必要が生じている。それだけに、世界的に格差への不満が高まりやすく、政治的な不安が欧米を中心として続きやすいだろう。

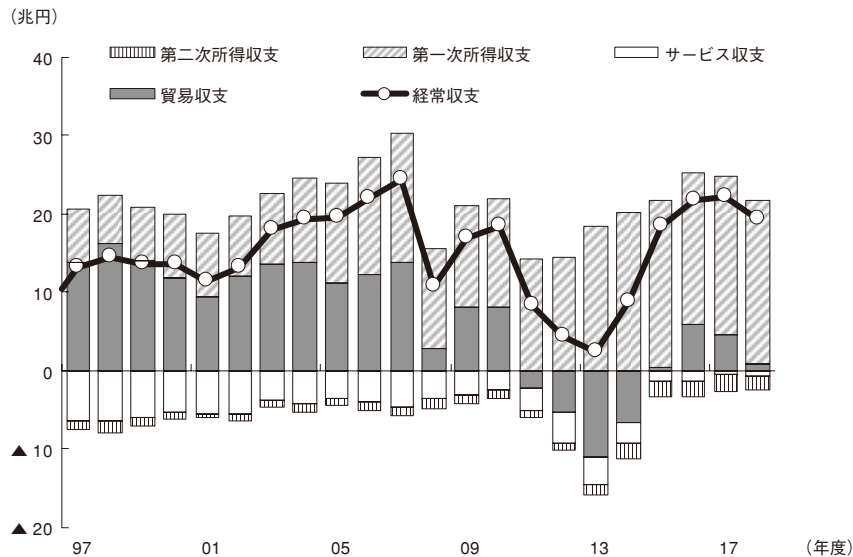
## 3. 2020年代の日本の戦略転換

### 2020年代の日本の戦略は投資立国

前段では金利水没環境が続くなかでのLED戦略として従来にない発想での投資家的姿勢が必要と議論した。企業の対応としても、内需に乏しい日本に限定せずに、海外にフロンティアを求めた活動が行われていることは、LED戦略が事実上行われているとも解釈される。すなわち、日本企業は金融機関以上に海外への進出を行い、同時に、M&A活動を通じて事実上の株式投資を行ってきたのは典型的なLED戦略の一環であるとも考えられる。

一方、世界を俯瞰する立場から国際分散投資を行う投資家的な発想が金融機関や企業の投資の観点に止まらず、日本の国家自体としても重要になる。今や、マクロ的な観点で見ても日本の経常収支も貿易収支が支えるのではなく、これまでの国際分散投資の果実である所得収支が中心になっている。

(図表 4) 日本の経常収支の推移



(出所) 日本銀行「国際収支統計」より、みずほ総合研究所作成

図表 4 は日本の経常収支の推移である。そもそも資源に乏しい日本は資源を輸入して製造業を中心の加工貿易で輸出を振興して貿易黒字を獲得する戦略にあった。今日も多くの人々は、日本の経常黒字の大半は貿易黒字によって占められていると認識しているのではないだろうか。しかし、実態は図表 4 に示されるように、今や経常黒字の大半は所得収支、過去に日本が投資した金融資産からの利払い・配当であり、また企業の海外進出の結果、直接投資した先からの配当で賄われている。すなわち、日本の国自体の成長戦略そのものが投資家的、総合商社的な在り方になっている。企業レベルでもグローバルな視野で潤沢な資金を活用して企業買収や直接投資を行う総合商社的なビジネススタイルに転じてい

る。

## インバウンド、サービス業も輸出する時代に

従来、製造業は輸出ができて非製造業は輸出ができないと考えられてきた。事実、日本のサービス収支は戦後一貫してマイナスが続いていた。一方、今日、サービス業も輸出ができる状況になったことを改めて認識する必要があるのではないか。それは、インバウンドのもたらす収支はサービス業の輸出に相当することを意味している。すなわち、日本の戦略そのものが製造業の輸出モデルから今や変わりつつあり、サービス業も輸出をするソフトでの競争力に支えられている時代へと変化している。



---

昨年2019年、ラグビー・ワールドカップでは予想以上の来日客が日本全国を訪問した。今年、2020年は東京五輪・パラリンピックで一段の海外からの訪問が予想される。2020年代の日本の戦略は、従来の製造業の輸出モデルに止まらず、ソフトのパワーを活かした戦略になるだろう。そこでは、日本の家計、企業レベルに止まらず、国そのものが投資家的な視野をもってグローバルに目を見開くことが重要になる。今日の日本は日米関係、日中関係も良好な関係を保ち、世界を繋ぐ大きな役割を果たすことができる恵まれた環境にある。また、日本国内の政治も安定し歴史的長期政権となっている。こうした海外関係や国内政治状況も含めた恵まれた令和の環境はバブルが弾けて混乱が生じた平成初期と大きな違いである。それだけに、2020年代の戦略は、日本から世界全体を視野に含んだ投資家的な対応、国際分散投資を行うような視線をもって対応する時代だ。また、こうした安定的な立地に対し世界から再評価が生じることもあるだろう。

