



## 第2部

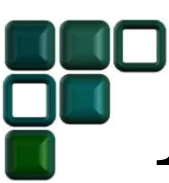
# 「グレートリセット-変化の潮流を乗り越なす運用戦略」

寺本 名保美  
株式会社トータルアセットデザイン  
代表取締役



1. 変化の潮流
2. グローバリゼーションの変質とグレートリセット
3. 断絶の時代の投資戦略

本日のまとめ



# 1. 変化の潮流

## (1) テクノロジー経済の勃興

### WEB1.0 (1990年代～2000年代初頭)

静的なコンテンツをユーザーが閲覧するだけの一方的な配信サービスが中心。  
主なサービス提供者はYahooやMSNなどのポータルサイトや、CNNなどの海外ワイヤー。  
90年代後半に入りAmazonなどのeコマースが登場。

### WEB2.0 (2000年代初頭～現在)

ユーザー参加型のWEBサイトの登場。ユーザーは情報の共有や加工や発信を行う。  
主なサービスの形態としては、SNS・ブログ・オンラインストレージ・オンラインビデオ等。

### WEB3.0 (現在進行形)

WEB2.0が中央集権型であったのに対し、ブロックチェーン技術などを活用した分散型サービスを提供する。また人口知能や対話型AI技術によって情報をより意味のある形で使用することができる。  
具体的なサービス形態は日々開発されており、Web 2.0で問題となったデータプライバシーの保護やブロックチェーン技術を活用した安全なオンライン市場の開発などが期待されている

### WEB4.0 (近い未来)

ブロックチェーンやAI・AR/VRといった新しい技術が統合され、より高度な自律型システムやリアルタイム処理を行う。ユーザーと機械やAIとの距離を縮め、自己修復・自己改善・自己進化をしながら、人間の生活や社会や産業にこれまで以上に大きな影響を与える可能性があると考えられている。

＜デジタル投資額と名目 GDP の年平均成長率＞

	日本	米国	フランス	ドイツ	スウェーデン
デジタル投資額	0.8%	5.4%	5.3%	1.8%	5.4%
名目 GDP	0.9%	2.5%	1.7%	1.4%	2.6%

IMD2021年の「世界デジタル競争力ランキング」

	2019	2020	2021
アメリカ	1位	1位	1位
スウェーデン	3位	4位	3位
ドイツ	17位	18位	18位
フランス	24位	24位	24位
日本	23位	27位	28位

3 出典：経済通商白書2022



## (2) バイオテックの勃興

バイオエコノミー：

遺伝子工学、タンパク質工学、細胞培養・組織培養、微生物学、発酵工学、などのバイオテクノロジーが、健康・医療、環境・エネルギー、素材・材料、食糧等、幅広い産業で社会課題の解決や付加価値の増大に寄与する社会。

新素材の開発に3Dプリンターのような機械的な進歩が融合し、製造業の概念が大きく変化する可能性が議論されている。

- 医薬分野ではmRNAなどの遺伝子技術 (1-1-1)。
- 素材分野では機能の発現が制御された生物細胞「スマートセル」を利用した新素材の開発
- 食品分野では人工肉の開発やゲノム操作で特定の成分を強化した野菜等

出典：産業構造審議会バイオ小委員会

バイオエコノミーは2009年にOECDによって提唱その後2012年には米国・EUともにバイオエコノミー戦略を発表したが、その後はIOT革命がイノベーションの中心となるなか、やや出遅れ感があったもののWEB技術の進捗が一段落するなか、足元で再び注目が集まってきた。



図 1-1-1 バイオテクノロジーの広がり



### (3) 持続可能社会への転換

#### ①地球環境への視点：

- ✓ 2010年オバマ政権において米国は**エネルギー政策**の根本的見直しを宣言。
- ✓ 2011年のダボス会議で「**気候変動リスク**」が初めて主要リスクに掲載される。
- ✓ 脱石化のトレンドが明確化し、**自動車の電装化と発電エネルギーのクリーン化**が進展。
- ✓ 新たな発電エネルギー体制の構築過程において各国のエネルギーコストは上昇傾向
- ✓ 各国の**カーボンニュートラル宣言**を受け、各国・各企業が具体的な対応を迫られている。
- ✓ 直近では自社のみならずサプライチェーン全体でのカーボンニュートラルを実現するための「**サプライチェーン排出量**」の測定が推奨されている。例えばアップルは2022年10月に全てのグローバルサプライヤーに対し2030年までに完全なカーボンニュートラルの達成を要請。基本電力の石化比率が高い日本企業にとっては大きな課題となっている。

【サプライチェーン排出量の考え方（環境省）】

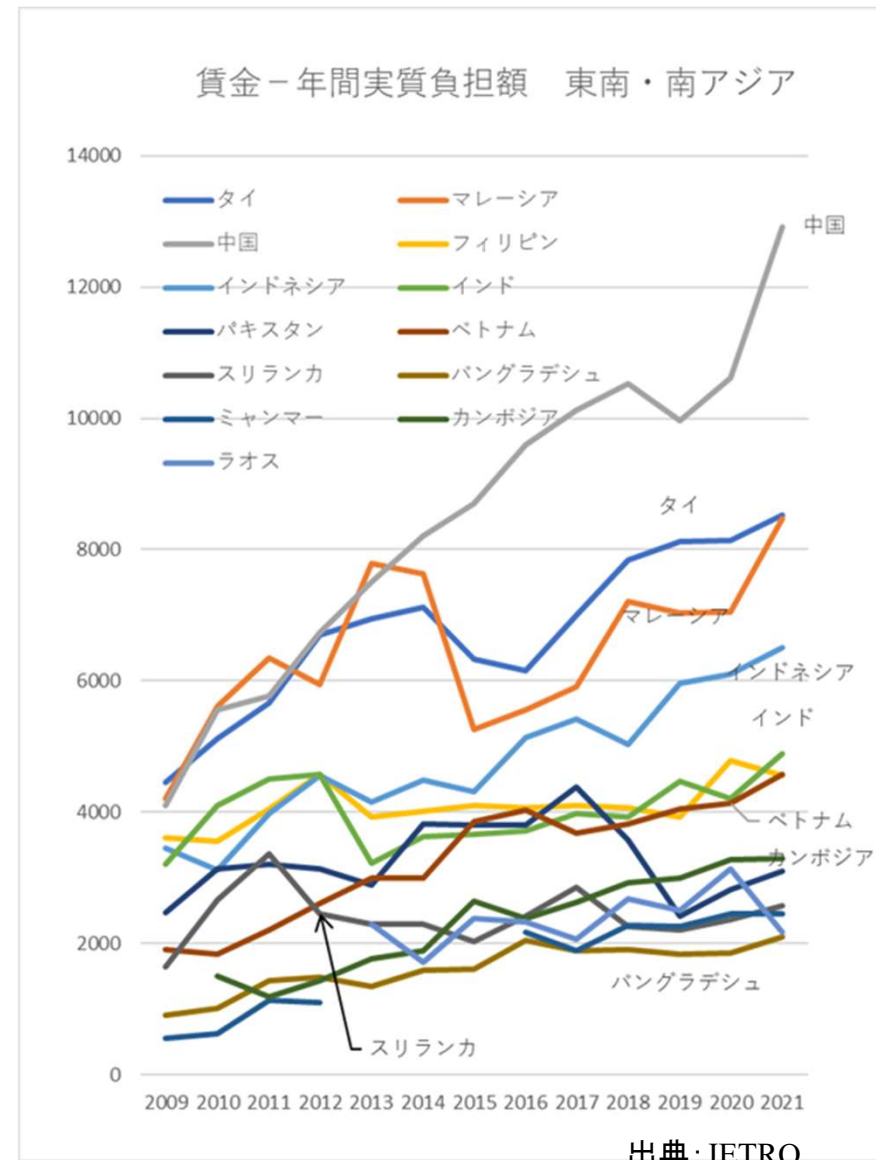




### (3) 持続可能社会への転換

#### ②社会環境への視点：

- ✓ 2015年国連サミットにおいて**SDGs : Sustainable Development Goals**が採択。
- ✓ 2020年ダボス会議で「**ステイクホルダー資本主義**」が主要テーマとなる。
- ✓ **製造業のトレーサビリティ**が強化。製造拠点や下請け企業における**労働環境**も管理対象。2016年以降のポピュリズム的政治指向も重なり、国内においても労働環境の改善が大きな経営課題となり、賃金だけでなくトータルな雇用コストが全世界的に上昇。
- ✓ また、2021年には中国の新疆ウイグル自治区における**人権侵害**告発を受け、新疆綿を使用している衣料品メーカーが対応に追われたり、2022年のロシアのウクライナ侵攻を受け、ロシアでの企業活動の中止が相次ぐなど、労働環境や人権についての企業対応がSNSなどを通じて企業ブランドや売り上げに多大な影響を与えるケースが増えている。





## (4) 国際的緊張の高まり

### ① 経済的緊張：

- ✓ 2018年3月米国が中国に対し「**通商法301条**」に基づく新たな制裁関税を発動。
- ✓ 中国が**中国資本の米国市場上場**への規制を強化。
- ✓ 米国は一部中国資本の米国市場での新規上場及び取引を禁止。
- ✓ 2022年に入り、米国は**半導体分野**での対中規制を強化

#### 米国による対中規制

##### 1. エンドユーザ規制+リスト規制

輸出・再輸出・同一国内移転の禁止

(半導体製造関連・スパコン関連に必要な品目の禁輸)

##### 2. 米国外・米国の輸出管理規則 (EAR) 対象外への規制

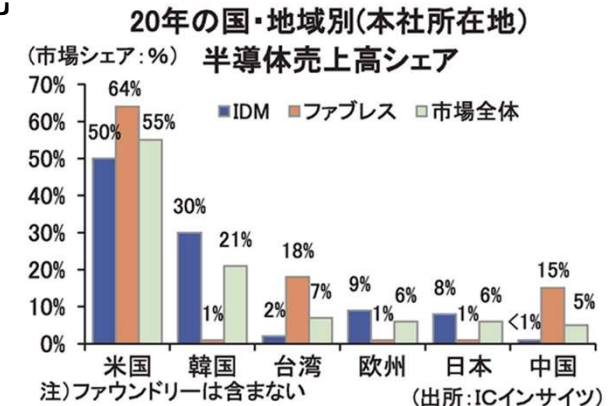
##### 3. 追加の半導体関連規制 (2022年12月)

(対象企業を明示するエンドユーザー規制)

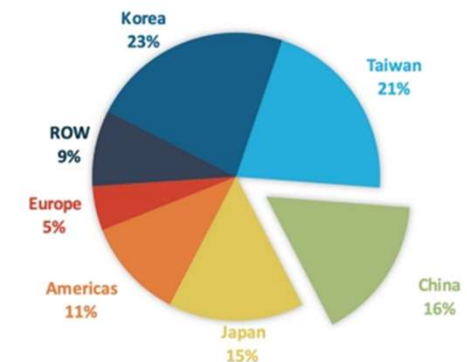
(連邦調達禁止但し施行は5年後)

→米国企業だけではなく、米国企業のサプライチェーンに属する海外企業においても、同種の規制が適用される。

→特に今回ターゲットとなっている**半導体分野**は、メーカーブランドとしては米国シェアが5~6割を占めているものの実際の生産拠点は台湾と中国で約4割、これに韓国と日本を加えると世界の8割の半導体が極東アジア地域で製造されている。



Global IC Wafer Capacity at Dec-2021 – by Fab Location  
(21.6M 200mm-equiv. Wafers per Month)



© Knometa Research, Global Wafer Capacity 2022

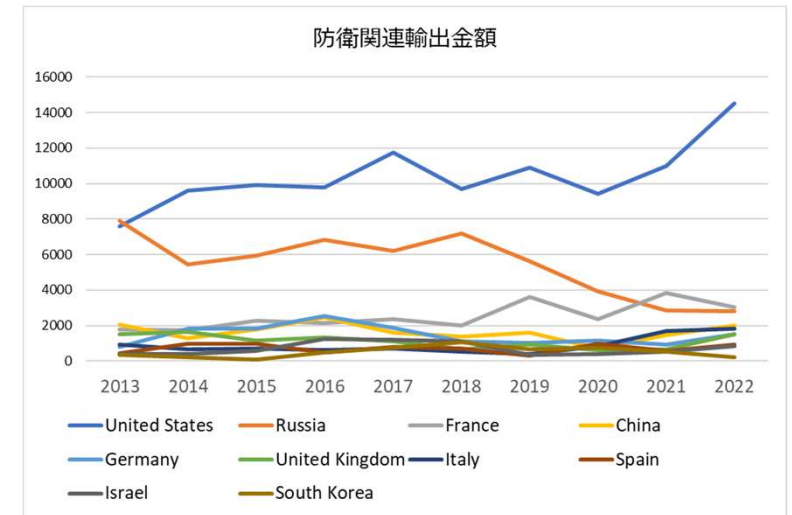
## (4) 国際的緊張の高まり

### ② 軍事的緊張：

- ✓ 2013年中国が「**一帯一路**」構想を提唱。一路は海路・一帯は陸路。アジアから中東アフリカヨーロッパまでを結んだ経済圏構想。南シナ海の領有権問題も激化。中国の軍事費の伸びに呼応してインドや韓国の防衛関連予算も急増。一方ウクライナ侵攻直前までのロシアについては国内の財政悪化から防衛関連予算は縮小傾向となっていた。
- ✓ 2022年の**ロシアによるウクライナ侵攻**は、国連常任理事国による軍事行動という意味も含め、これまでの大国間の地政学的安定を根底から覆すものとなっている。2022年の軍事侵攻以降、米国から欧州向けの軍需品輸出は急増し、フランスはこれまでロシアが主要供給先であったインド等への輸出を伸ばしている。

防衛関連予算上位10か国（ウクライナ侵攻前）

	2013年		2018年		2021		対2013年比
1	アメリカ	6,386	アメリカ	6,487	アメリカ	8,006	1.25
2	中国	1,805	中国	2,499	中国	2,933	1.62
3	ロシア	882	サウジアラビア	675	インド	765	1.61
4	サウジアラビア	674	インド	665	イギリス	683	1.20
5	フランス	624	フランス	637	ロシア	659	0.75
6	イギリス	569	ロシア	613	フランス	566	0.91
7	日本	489	イギリス	499	ドイツ	560	1.22
8	インド	475	ドイツ	494	サウジアラビア	555	0.82
9	ドイツ	459	日本	466	日本	541	1.11
10	韓国	344	韓国	430	韓国	502	1.46



出典：SIPRI





## (5) 国家機能の強化

### ①産業関連政策の強化：

- ✓ カーボンニュートラル宣言 EU（2019年）米国（2021年）日本（2020年）中国（2020年）。2030年までのCO2排出量シェアの削減目標を明確化。  
米国は2022年8月に**インフレ抑制法**を制定し気候変動対策に動く企業を税優遇することを発表。  
欧州は2035年までに内燃機関の新車販売を禁じる規制を検討中。
- ✓ また各国は中長期ビジョンでの産業政策を発表。政府主導での産業転換が進んでいる。  
米国（**サプライチェーン強靱化政策**）EU（**2020産業戦略アップデート**）  
中国（**中国製造2025**）

### ②経済安全保障政策の強化：

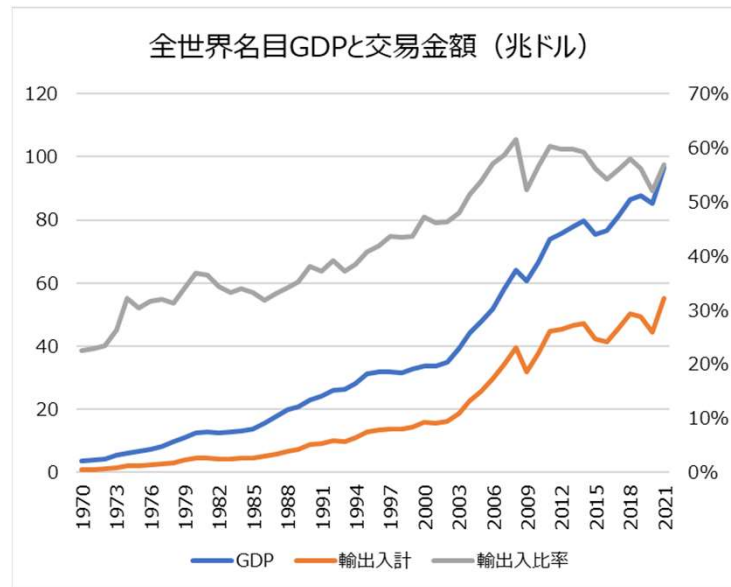
#### 【日本の場合】

- ✓ 2019年 経済産業省に「経済安全保障室」、外務省に「新安全保障課題政策室」設置
- ✓ 2020年 国家安全保障局に「経済班」設置、「改正外為法」施行
- ✓ 2021年 経済安全保障大臣新設
- ✓ 2022年 「経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律」施行  
**重要物資の安定的な供給の確保に関する制度**  
(抗生物質・肥料・永久磁石・工作機械・航空機部品・半導体・蓄電池・情報処理プログラム・天然ガス・重要鉱物・)  
**先端的な重要技術の開発支援に関する制度**



## 2. グローバリゼーションの変質とグレートリセット

### (1) グローバリゼーションの恩恵



出典: 国統計部

- ✓ 適者生存による成長の加速
- ✓ 消費市場の拡大
- ✓ 大量生産と集中投資による時間とコストの低減
- ✓ 労働コストの最適化
- ✓ 途上国への財と技術の移転
- ✓ サプライチェーンが複雑化することによるwin-win関係の構築
- ✓ 資本の国際化
- ✓ 人的移動の増加

1990年の冷戦終結後、米国において、「国家権力ではなく利益が世界のビジネスを形作り」、「国境なき世界」が早晚実現するという考えが、政財界の知的エリートの中でのコンセンサスとなっていった。貿易関係やサプライチェーンが拡大すればロシアや中国等の大国も「地政学的な勢力より富を蓄えること」に専念し平和が促進されると思っていた。

実際1980年代後半からリーマンショックまでの四半世紀、世界の貿易量の伸びが世界の名目GDPを押し上げていった。



## (2) グローバリゼーションの変質

### 変化の潮流① デジタル経済の勃興

**半導体**の戦略的意義の急激な高まり

「ボーダレス」なインターネット環境にある「**情報**」の戦略的意義の高まり

個人生活と密着したSNSがもたらした「フィルターバブル」現象による**国民の保守化**

テロやコロナ禍における「**プライバシーと治安**」の2者択一。

### 変化の潮流② バイオテックの勃興

「**仕事をする素材**」と「**3Dプリンター**」の融合は中間財製造拠点の重要度を低下させる一つの技術が世界を変える（例えばm-RNA）。技術開発に対する**国家の関与が高まる**  
人類の存在そのものを問うような変化に対し、**社会のモラルの対立**が深刻化する

### 変化の潮流③ 持続可能社会への展開

人権や労働環境への監視が厳しくなる中、**労働コストによる生産拠点**の移転が抑制

サプライチェーンの拡大が**トレーサビリティコストとリスク**を引き上げる

**電力消費量の劇的な増加とカーボンニュートラルの同時進行**によるブラックアウトのリスクや発電コストの増大



## (2) グローバリゼーションの変質

### 変化の潮流④ 国際的緊張の高まり

戦略的重要品目についての**国産化、ブロック化**が進む

企業ベースでは、地政学・自然災害・パンデミック等のショックに対応できる**サプライチェーンと物流ルートの見直し**が急務

**「原材料調達地－生産拠点－最終消費地」**の最適解としての生産拠点の選択

研究開発における軍・民・学の垣根が低下し、**イノベーションに対する国家関与が強化**

### 変化の潮流⑤ 国家機能の強化

変化の潮流の全てが「**国家機能の強化**」繋がっている

グローバリゼーションのボーダレスに、ネット社会というボーダレスが加わったことが、逆に**国家機能を高める結果**となった

パンデミックやロシア侵攻など非常時であるがゆえに**国家の機能は制限されることなく拡大した**  
グローバリゼーションの維持のためにはより強い**国家主権が必要**とされている？



### (3) グレートリセット

- ① 資本主義における利益優先という単一価値  
→多様な価値感の元での資本主義
- ② 低コストの労働力と自由で安価な物流を前提としたデスインフレーション  
→より安くより早くから、コストを払った安定性を重視
- ③ シナリオライターの交代  
→ファイナンスからテックへ 企業から国家へ 米国一国から多国化へ
- ④ 民需主導のイノベーション  
→軍から民への移行が終わり、国家主導のイノベーションに逆戻り
- ⑤ 平時を前提とした有事対応→有事を前提とした平時の享受  
→ゴルディロックスちゃんさようなら 赤ずきんちゃんこんにちは

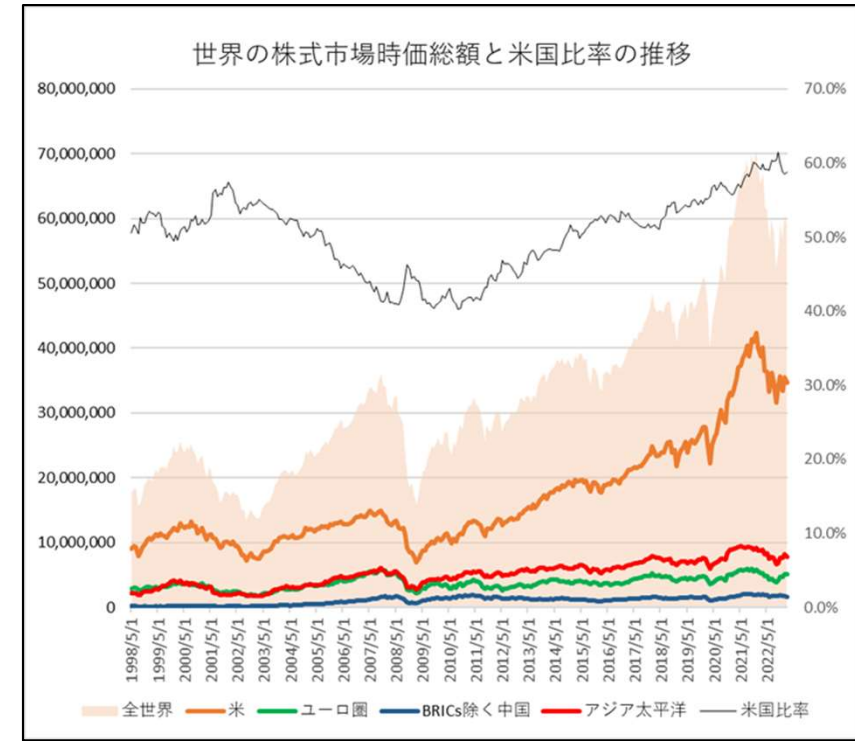
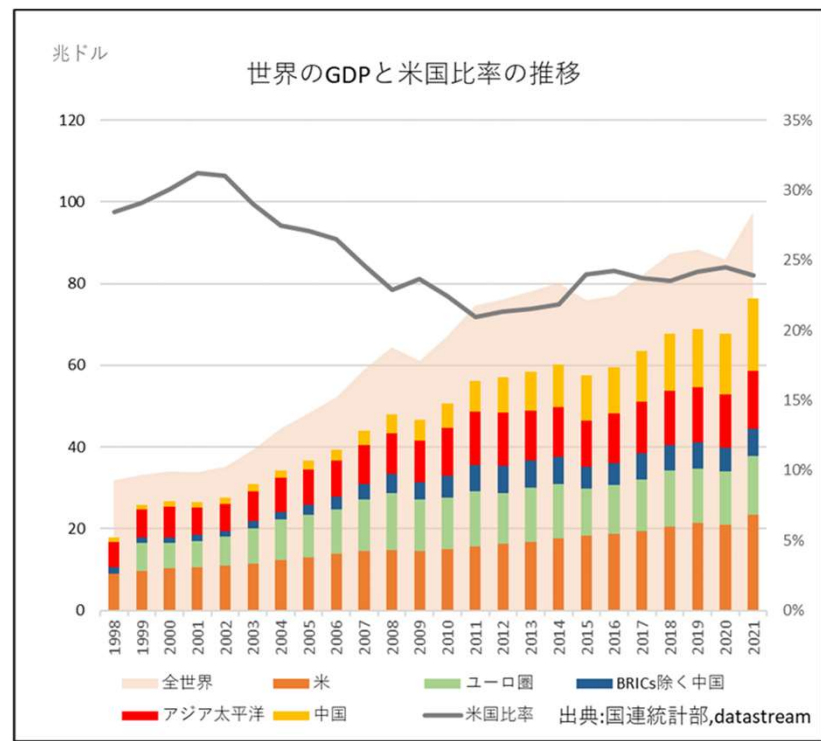
継続と安定の時代から、断絶と再構築の時代への転換点

→過去をリセットできるものだけが生き残れる時代へ



### 3. 断絶の時代の投資戦略

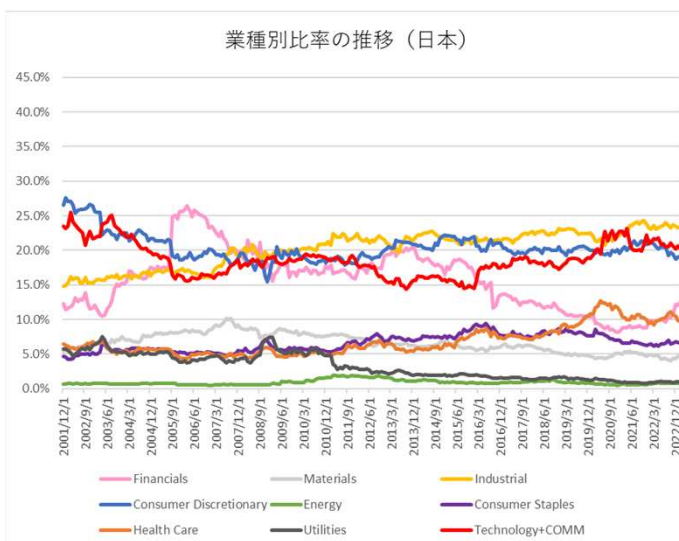
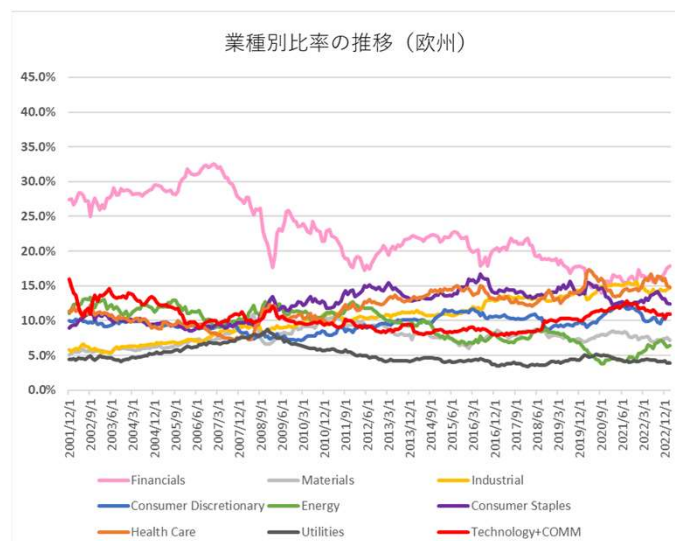
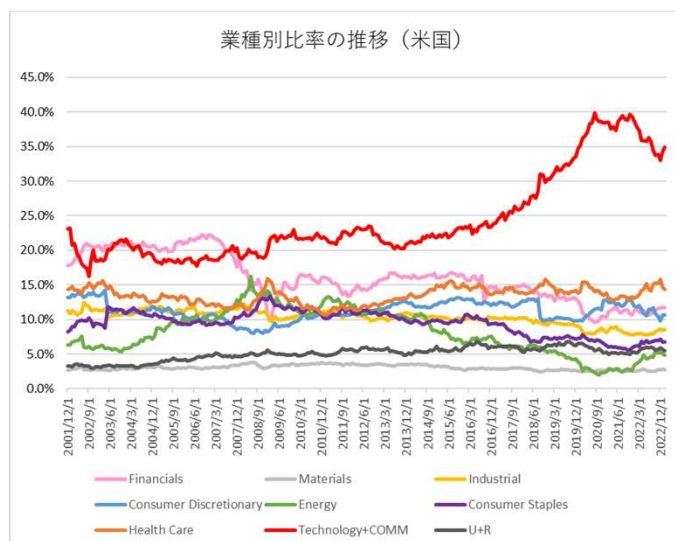
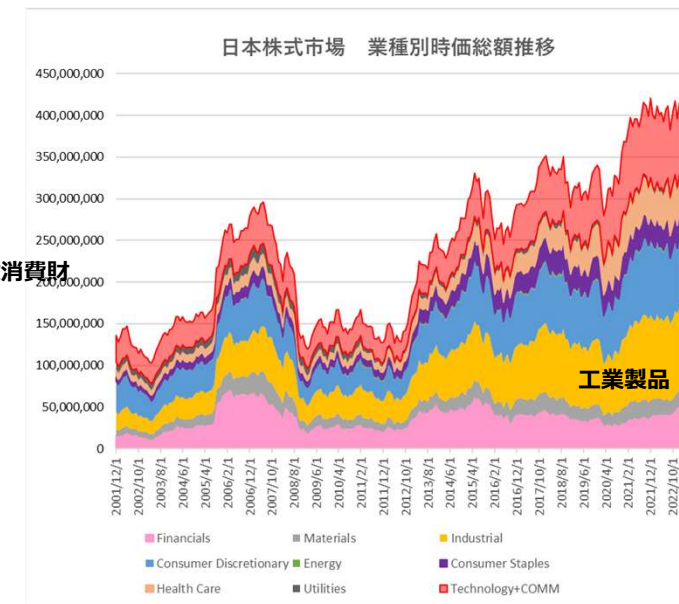
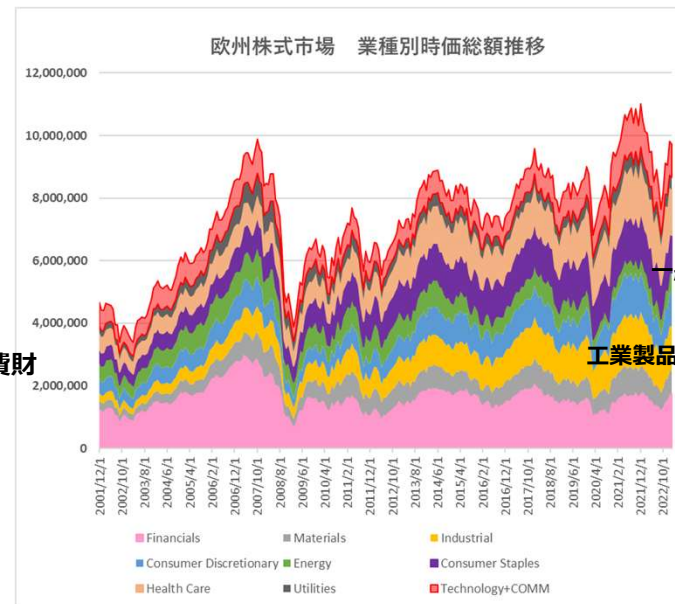
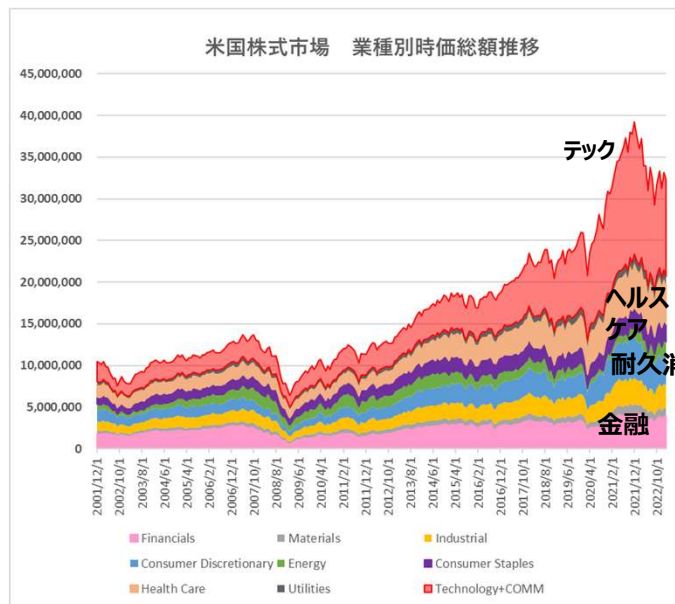
#### ① 米国一国主義からのリセット



GDPに占める米国比率はリーマンショック後横ばいであるにも関わらず、株式市場においては米国比率が高まり続けている。  
この結果、金融市場の資本の流れも情報も米国偏重なものとなっており、実体経済のトレンドとの乖離が拡大している。



## ② テクノロジー企業一辺倒のリセット





### ③ 低金利信仰のリセット

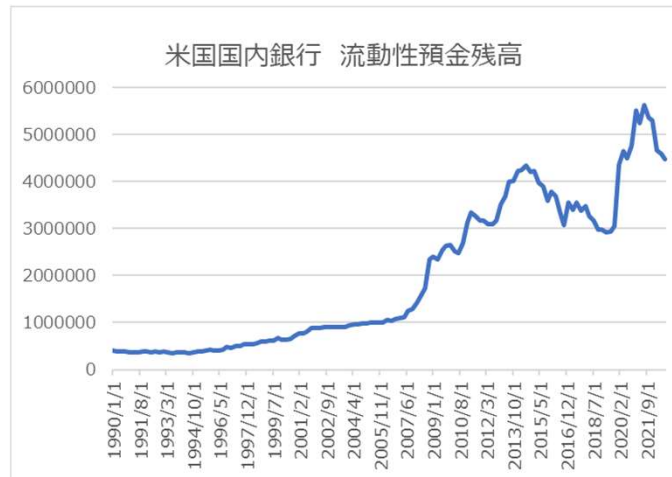
インフレ = 適正な金利のある状態は悪いことではない

米・欧・日共、法人及び個人は依然として資金余剰  
米国においてはコロナ禍以降の流動性預金残が高止まり

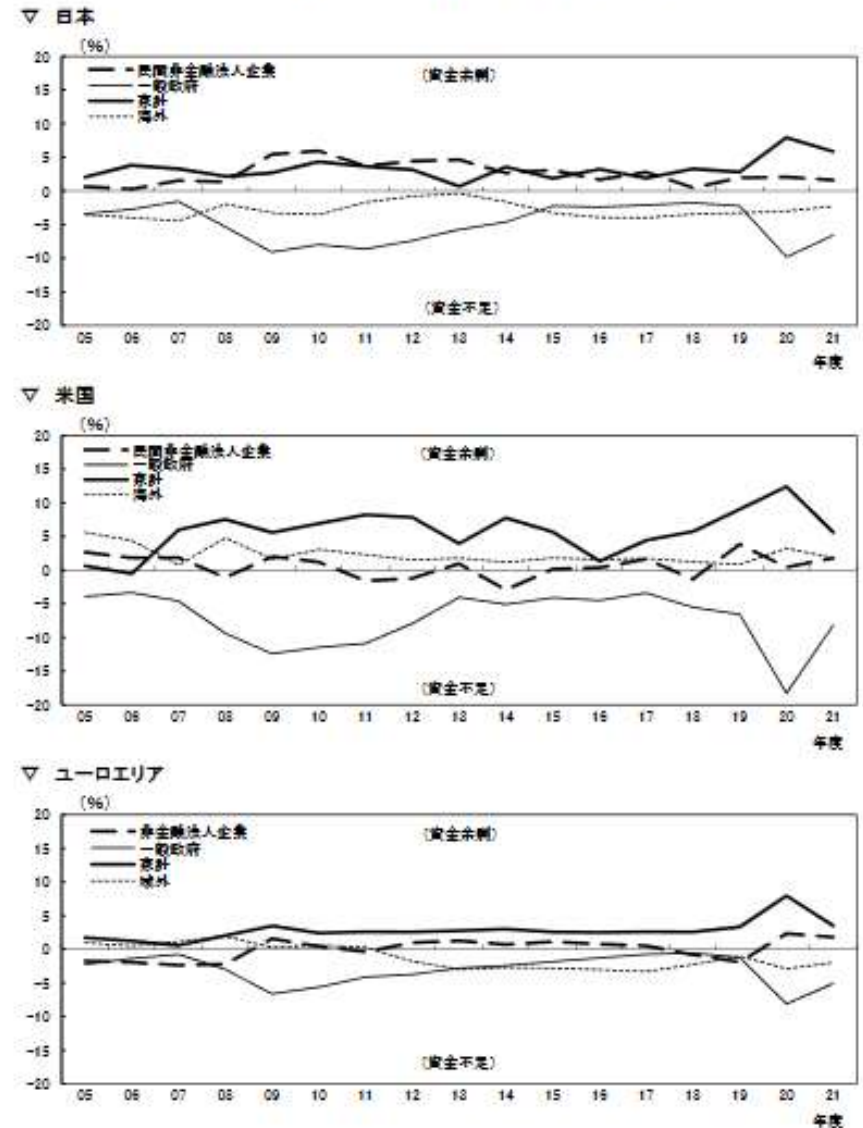
長期資金の投資家にとって、短期金利はリスクバッファの厚みとなり、リスク許容度を高め、運用に積極的になる

手元流動性を抱えている企業にとっては、キャッシュの有効活用への圧力となり、個人にとっては利配収入の増加となる

借金をしている主体 =  
現状は政府 と  
レバレッジを掛けている  
ファンド等にとっては  
マイナス



図表4 主要部門の資金過不足(名目GDP比)



出典:FRB、日銀「資金循環の日米欧比較」





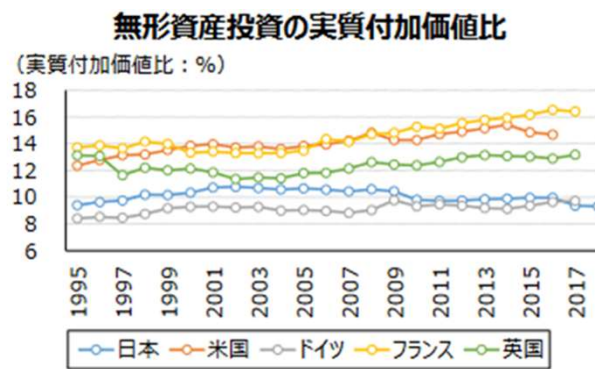
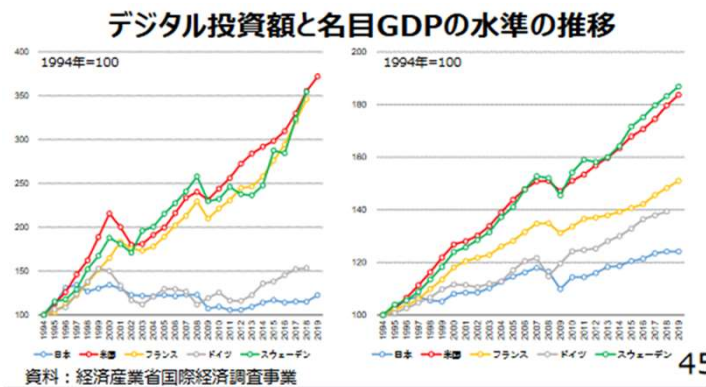
# ④ 国内経済における特定産業依存のリセット

## 日本とドイツの共通点

自動車産業のような既存の製造業が産業の中心にあり人的資源の受け皿になっている  
ハードが強く、ソフトが弱い  
デジタル投資が出遅れており、無形資産の付加価値も伸び悩んでいる  
非資源国であり、国際市況による交易条件の悪化を受けやすい

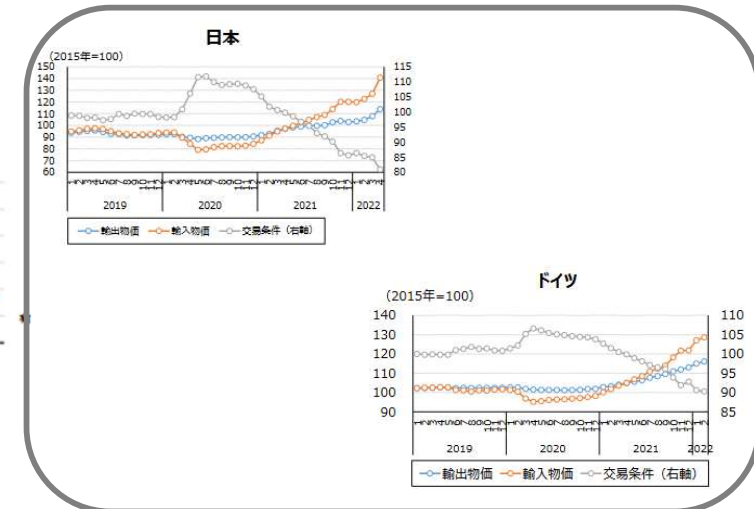
2023年3月、ドイツは2035年までにEU内でエンジンを搭載した新車の販売を禁じる規制への賛成を撤回した

リセットできない国は取り残される。日本は？



交易条件の変化

出典：経済通商白書2022



## ⑤ M&Aによる企業成長の曲がり角

イノベーションの時代における成長戦略はM&Aが中心

大手は自前の研究開発よりも、技術を持ったスタートアップを買う方が効率的

新規技術での異業種参入を図るには、既に参入先でシェアやブランドを持った企業を買う方が効率的

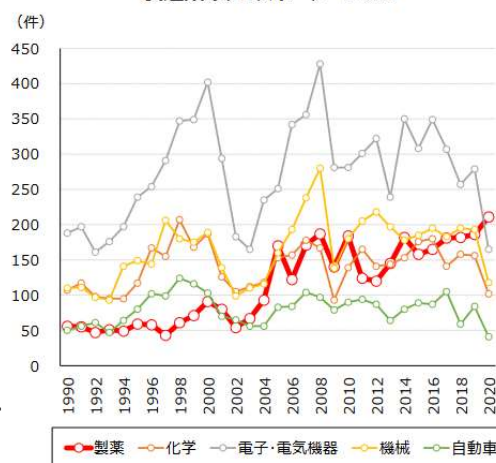
スタートアップは、手間と時間の掛かる上場市場を目指すより、特定資本と提携する方が効率的

国境を越えたM&A戦略は従前から、買収側の政府の干渉を受けやすかったが、今後はこの傾向は更に強まる。

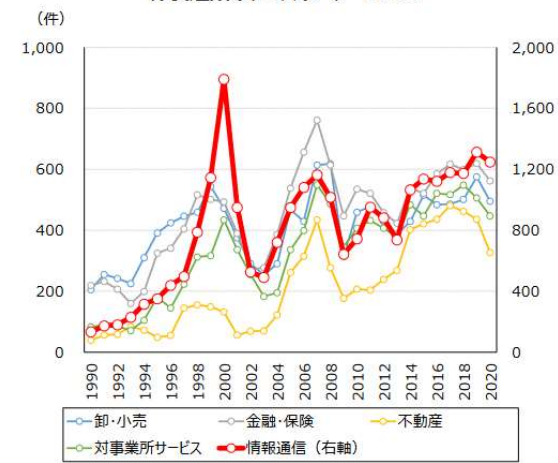
また、各国政府の安定性が損なわれている中政府の許認可の方針が短期的に変更するリスクも高まっている

また、足元までのM&Aの急伸の影響からS&P500採用企業の「のれん代ー営業権」は3.3兆ドルと総資本の50%弱とリーマンショック直前の1.3兆ドルの2.5倍まで膨らんでいるなど、M&A戦略はやや曲がり角に差し掛かっている

製造業のクロスボーダーM&A



非製造業のクロスボーダーM&A





## ⑥ 地産地消の本当と嘘

グローバル化の次は地産地消？

地産地消の二つの意味

- ①地域で消費するものを地域で産出する  
特定重要品目・食糧安保
- ②消費者のいる地域で生産を行う  
アップルの熊本工場(日本は唯一androidよりiphoneシェアが高い国)  
自動車産業 (日本の新車販売台数は世界第4位)
- ③エリア内サプライチェーンの一角としての生産拠点  
各種貿易協定 日韓の急速な雪解け

①のキープロダクトは半導体。市場規模はあるが立ち上がるのに時間が掛かる

②については人口減少が大きなネック。消費者の居ない国には工場がなくなる

単純な労働コストだけであれば日本に工場が回帰する可能性があるが、原材料とコストと物流リスクの最適解とするなら、製造業の海外生産は今後むしろ加速する

③については外交力が重要

出典: 経済通商白書2022

重要品目の輸入依存度と代替可能性 (2020年)

産業連関表の品目	国内生産額 (A) (億円)	輸出額 (B) (億円)	輸入額 (C) (億円)	輸入依存度 C/(A+C) : (%)	代替可能性 C/B : (倍)
半導体素子	8,108	7,474	4,007	33.1	0.54
集積回路	41,939	27,246	23,460	35.9	0.86
電池	10,651	4,627	1,845	14.8	0.40
その他の 非鉄金属地金(※)	14,066	9,528	11,888	45.8	1.25
医薬品	70,370	5,919	28,548	28.9	4.82

代替可能性：  
数値が大きいほど国内での代替可能性が低くなることを示す



## 本日のまとめ

- ✓ コロナ禍前から既に始まっていた社会構造の劇的な変化はコロナ禍とウクライナ戦争でその方向性が決定付けられた
- ✓ 冷戦終結以来30余年に亘り、企業や金融市場にとってのルールブックであったグローバリゼーションはウクライナショック後に大きく姿を変えることとなった
- ✓ ポストグローバリゼーションにおいては、「利益の最大化」という共通項が失われ、あらゆる主体が対立関係になり得る  
「個人対国家」「企業対政府」「国対国」「利害と理念」「成長と安定」「自由対安全」
- ✓ 昨日から明日を予測することは危険
- ✓ 今のインフレもボラティリティも一時的なものではない
- ✓ 市場の分散、時間の分散、理念の分散、リスクシナリオの分散  
新たな視野での分散戦略を構築する必要がある



- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI(総合)」は野村証券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村証券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会