

## 新春討論会―平成二九年の経済展望

海津 政 信 熊谷 亮 丸  
嶋 中 雄 二 北岡 智 哉

はじめに

を代表する著名なエコノミストの方々四人に御議論いただくことになっています。

「新春討論会」は、平成二七年まで日本証券経済倶楽部が開催してこられました。その後、同年末を以て、倶楽部は業務を休止されましたが、なんとかこの会だけは残したいと考え、今般、当研究所が主催する形で実施することにしたものです。

今日は、多数の皆様に参加いただきまして、まことにありがとうございます。本年もどうぞよろしくお願いいたします。

今日は、いつもの「資本市場を考える会」とは趣向を変えまして、「新春討論会」と銘打って、今年の経済の見通し等につきまして、我が証券界

今回の討論会には、パネリストとして海津政信、熊谷亮丸、嶋中雄二、北岡智哉の四氏に御参加いただきました。今年、世界の政治経済の動

向に不透明なところが多く、先行きを予測することが難しい年ではないかと思えます。その意味でも、この後の四氏の御議論を伺うのを楽しみにしているところです。

それでは、司会をお願いしている海津様にマイクをお渡ししますので、どうぞよろしくお願いいたします。

**海津** この後、私が司会を務め、二時間ほど、四人のパネリストの間で議論を進めさせていただきます。

従来の討論会では資料を配付していなかったのですが、今回は、お手元に資料を用意しております。もつとも、時間の制約がありますので、特に強調したいところだけ、資料に基づいてお話しすることになっています。もう一点、従来の討論会との相違点として、今回は日本証券経済研究所が開催する初めての討論会ですので、前回の討論会で

の見通しと実績を対比する形での振り返りは行わないことにしています。

この後、まずアメリカ経済に焦点を合わせて議論を行います。トランプ政権の政策運営がもたらす影響、FRBによる利上げの見通しなどが議題になると思います。また、ヨーロッパや中国の経済に関しては、フランスの大統領選挙やドイツの総選挙の見通し、米中間の経済摩擦の動向などが論点になるかと思えます。

その後、日本経済に話題を移しまして、景気の見通し、名目GDP六〇〇兆円目標の捉え方、日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の評価、成長戦略の評価などを取り上げたいと考えています。

そして、その上で、平成二九年の株式、債券、為替の市場をどのように展望するかについて議論を進めていきます。

## 一、米国経済

海津 最初にアメリカ経済を取り上げることと

し、まず熊谷さんに、トランプ政権誕生の意味合  
いなども含めてお話しいただきたいと思ひます。

熊谷 大和総研の熊谷でございます。よろしくお  
願ひいたします。

資料6ページをご覧下さい。右下に掲げており  
ますように、昨年末に『トランプ政権で日本経済  
はこうなる』という本を出版しました。年初に安  
倍総理とお目にかかった際、この本をお渡ししま  
したら、本の帯にある「悪夢か？ 追い風か？」  
という文字をご覧になって、非常に喜んでおられ  
ました。

私は、トランプ政権について、当面は、プラス  
面の「円安・株高要因」が前面に出てくると見て

います。もつとも、その先、大統領就任、議会へ  
の予算教書提出を経て、今年後半にかけて、マイ  
ナス面の「円高・株安要因」が徐々に強まってい  
くのではないかと考えています。

まず、資料の上半分に掲げた好材料から御説明  
します。

一点目は、大型の景気刺激策が打たれるであろ  
うということですが。

二点目は、アメリカへの資金還流策が講じられ  
るであろうということです。現在、アメリカ企業  
が海外に持っている留保利益は二・五兆ドル程  
度、三〇〇兆円近くあるとされています。かつ  
て、二〇〇四年にも本国投資法が制定され、三〇  
〇〇億ドル程度、三〇兆円を超える資金がアメリ  
カに還流したと言われています。今後、トランプ  
政権の下で、このときを大きく上回る規模の資金  
環流が起きるかもしれないと見られています。

三点目は、金融規制の緩和です。オバマ政権の下でドッド・フランク法などが制定され、金融規制が強化されてきました。政権が交代したことに伴い、ボルカールなどの金融規制が緩和に向かい、少なくとも短期的には経済が活性化するという見方があります。

四点目は、金融政策や金利に関するものです。一般的に、共和党政権は、どちらかといえば金利が上がることを助長する、もしくは容認する傾向があると見られています。金利が低過ぎると、債権者から債務者に所得移転が起き、潰れるべき、ゾンビ企業のようなものが生き残ってしまうためです。

トランプ氏は不動産業者ですので、金利が上がることを嫌うという見方もあります。ただ、トランプ氏は、選挙期間中から一貫してFRBのイエレン議長を批判し、自分が大統領になったら更迭

するとほのめかしてきました。イエレン議長が、オバマ氏の命を受けて低い金利を続けたため、いろいろなゆがみを生んでいるというわけです。このため、市場では、トランプ政権は金利が上がることを容認していくのではないかと見られています。結果的に日米の金利差が拡大すれば、円安ドル高が進み、日本の株価にもプラスの影響が及ぶことが予想されます。

現状、以上で申し上げた四つの好材料への期待が先行している状況にあります。さらに、ミクロの政策で、トヨタやフォードなどをたたくことによつて、少なくとも短期的にはアメリカで雇用が増える可能性があります。

しかし、実際に政策を遂行するに当たっては、ミクロではなく、マクロ的に見た政策全体の整合性が問題になってきます。これに関連して、資料の下半分に悪材料となりうる要因を整理していま

す。

一点目は、最大の問題となる双子の赤字です。財政赤字は、これから一〇年間で六〇〇兆円以上拡大すると見られています。今後、財政赤字と経常赤字の双子の赤字が非常に深刻な問題になってきます。

二点目は、ドル安が進む可能性です。歴史的に見ますと、アメリカの通貨政策は、過去数十年間、ドル高政策、ドル安政策、ドルの安定化策の三つを繰り返してきました。レーガン政権では、最初、ドル高政策が採られました。その後、高いドルを維持しきれなくなり、プラザ合意を通じてドル安への転換が図られました。トランプ政権でも、ドル安カードを切ってくる可能性があるのではないかと思います。

三点目は、孤立主義です。オバマ政権の下で、アメリカが世界の警察官であることをやめてか

ら、世界中でトラブルが多発し、同盟の揺らぎが起きています。このように地政学的リスクが高まる中で、経常黒字国の円が買われ、円高が進むことになりました。トランプ政権の下で、今後、アメリカはさらに孤立を強めていく可能性があります。

四点目は、保護貿易主義です。現在、アメリカは年間二・三兆ドル、二五〇兆円以上の輸入をしておりますので、これが滞ることになります。世界経済に対し非常に大きなマイナスの影響が出てきます。

中国への影響に注目しますと、中国からアメリカへの輸出は年間四〇兆円以上に上ります。アメリカが中国に対する輸入関税を四五%まで引き上げますと、中国のGDPが少なくとも一%以上減少します。加えて、中国への直接投資が止まり、設備投資が滞ることになりますと、中国のG

D Pは五〇兆円程度の規模で落ち込む可能性が  
あります。

中国の成長率が一%下落しますと、日本の成長  
率は〇・二%ほど下落することになります。アメ  
リカの孤立主義や保護貿易主義が蔓延する最悪の  
ケースを想定しますと、日本のGDPも一〇兆円  
程度、GDP比で二%程度のオーダーで下落する  
可能性があります。

資料7ページのグラフをご覧ください。世界の景  
気サイクルにおける先行指標は、一番上の中国景  
気先行指数と二番目の米国ISM製造業景況指数  
です。これらは今、着実に回復に向っており、世  
界経済は循環的には明らかによくなっています。  
加えまして、当面は、トランプ政権の施策に対す  
る明るい見方があります。ただし、今年後半にか  
けて、先ほど申し上げた四つの悪材料に注目が集  
まる可能性があり、この点に相当程度警戒の目を

向けておく必要があると思います。

**海津** 次に、嶋中さんから、今の熊谷さんの意見  
と異なっているところ、あるいはFRBの金利政  
策等に重点を置いてお話しただけですであらう  
か。

**嶋中** 嶋中でございます。よろしくお願いいたし  
ます。私は、四〇年前の学生時代に、この建物で  
アルバイトをしたことがあります。青春時代を過  
ごした懐かしい場所で開催される討論会に出席さ  
せていただき、感慨深いものがあります。

**海津**さんから、熊谷さんの意見と異なっている  
ところに重点を置いて話してほしいと言われまし  
た。この関連で申しますと、私は、熊谷さんより  
もう少しトランプ政権の政策を評価していると申  
し上げてよいと思います。

資料10ページをご覧ください。表1は、トランプ  
次期大統領の「就任一〇〇日行動計画」の主な内

容です。ここで、エネルギー規制の緩和、連邦法人税率の引き下げ、そして、今後一〇年間にわたる一兆ドルのインフラ投資の三つに○を付けました。これらは、一九八〇年代のレーガノミクスや現在の日本のアベノミクスに似ており、経済成長を目指している点で評価できるのではないかと思います。

ただ、表3にありますように、今後一〇年間で、減税やインフラ投資等が全て実施されますと、財政赤字は利払い費も含めて八・三兆ドル増加します。これに伴い、ネットの政府債務残高のGDP比が八六%から一一五%まで、二九ポイント上昇することになります。これだけの財政出動を行えば、景気がよくなり、長期金利が上昇して、円安ドル高が生じると考えられ、そのため、トランプ氏の当選が決まった後、日本の株価が上昇することになったのだと思います。

昨日のトランプ氏の記者会見では、すべての問題の原因を不正貿易に帰しているように窺われました。これに伴って、今後、保護主義的な傾向が強くなり過ぎますと、心配なところが出てきます。トランプ氏は、貿易赤字との関連で、中国、メキシコとともに、日本にも二回ほど言及していました。しかし、実際は、日本の対米貿易黒字は、ドイツとほぼ同程度の年間六〇〇億ドル程度で、決して多いとは言えません。ドイツを含むEUの対米貿易黒字はさらに巨額に上ります。もっと数字をよく見て、正確に議論してほしいと感じます。

熊谷さんから、今年後半頃から、徐々に悪材料が出てきて、円高株安要因が強まってくるという御指摘がありました。この点に関連して、資料10ページの図2に、アメリカの景気先行指数の推移を掲げています。図2では、景気先行指数のピー

クのところを丸を付けています。また、箱の上ですが、景気のピークのところを丸を付けています。アメリカでは、八〇年代以降、三回の景気後退がありました。その三回を見ますと、景気先行指数のピークと景気のピークの間には、平均一年半の間隔が空いていました。足元、昨年一月までアメリカの景気先行指数は上昇してきました。

ここから、少なくとも二〇一八年春までは、アメリカの景気は拡大を続けると考えてもよいのではないかと考えています。さらに、トランプ政権の政策が加わることで、景気の拡大はより強いものになると思います。私は、今年のアメリカの実質経済成長率は二・八%ぐらいになると見ています。

金融政策につきましては、イエレンFRB議長は利上げのタイミングを窺っているわけですが、現状、ドル高の影響が出て、物価は伸び悩んでいる

る状況です。もともと、雇用は順調に拡大しておりますので、今年は、おそらく複数回、利上げをすることになるでしょう。具体的に申しますと、今年六月に〇・二五%、一二月に〇・二五%、そして、一八年の六月にさらに〇・二五%というテンポで、慎重に利上げを進めていくのではないかと見ています。

このように、今年は、アメリカの景気はゆっくりと拡大し、ドル高傾向が続くと見られますので、日本にとっては、円安の中で株価も上がるのではないかと楽観的に考えています。

**海津** それでは、北岡さん、お願いします。

**北岡** みずほ証券の北岡です。今日、このような場で、尊敬する三人の先輩と討論できることを非常に光栄に思っています。

私は、大統領選挙の翌週の昨年一月半ばに、アメリカの投資家を回ってきました。また、一一



月末にはワシントンのシンクタンクの方が訪日され、意見交換する機会がありました。そこで出てきた意見をかいつまんで御紹介します。私が多少共感しますのは、トランプ氏の当選でレジームが変わったのではないかということです。これまで、低成長・低インフレの悲観論で凝り固まっていたのが、上下どちらにも変わりうると考えられるようになり、その点でレジームが変わったように思われます。移民排斥、高関税、賃金引き上げなどのインフレ的な政策の可能性が出てきたことよって、デフレマインドが修正され、インフレ期待が一ノツチ高まったと見られます。

今年のアメリカ経済は、基本的にはよくなると見えています。しかし、上下両方向で留意すべき要因があります。

一つが、減税を中心とする財政刺激よって、長期金利が上昇することです。嶋中さんは、先ほ

ど景気先行指数の動向から景気の拡大が続くとおっしゃりましたが、長期金利の上昇が、どれほどのラグを伴って、どの程度経済に影響を与えるかが問題になります。同様に、ここまで進んだドル高が、今後のアメリカの企業収益、ひいては設備投資にマイナスの影響を及ぼさないかも問題になってきます。

他方、こうしたマイナスが出てくる頃に、減税やインフラ支出などの財政刺激がなされれば帳尻が合うことになります。もう少し具体的に申し上げますと、今年四―六月期頃に金利上昇やドル高の悪影響が出てきてひやっとした後に、八月頃から減税の効果が出てきてほっとする、そのようなイメージを描いているところです。

昨年一月の大統領選挙の直後にニューヨークで会った投資家は、先行きについて意外に楽観的で、マーケットもそのような見方を反映して動い

ていました。楽観論の一つは、「要はプロレスだ。言っていることはあくまでネゴシエーションのためのポーズなので、全て額面どおり受け止めなくてもよい。ただし、誰にもトランプの本音はわからない」というものです。他方、悲観論の一つは、先ほど申し上げた金利上昇やドル高の悪影響がどこで出てくるかということです。さらに、いつかトランプ氏がツイッターで、為替レートがおかしいと言つて攻撃してこないかという心配もあります。

以上とは別次元の問題が、これまでお二方がおっしゃった保護主義の問題です。OECDやアメリカのピーターソン国際経済研究所の分析によりますと、今後、貿易競争的な状況が起きた場合、長い目で見て、アメリカの経済が二%ほど下振れするのではないかと試算されています。

昨日のトランプ氏の会見で、日本に言及すると

ころを聞いて、不安になったことは否定できません。他方、先週以降の個別企業への介入の模様を見ておきますと、ミクロで成果を挙げることができればよいと考えているようにも見えます。マクロに悪影響が出ない範囲で、ミクロで手柄を立てようとするなら、それはそれでよいと言えるのかもしれません。しかし、果たしてそれで止まるのかどうか、心配なところもあります。

今後のアメリカの通商交渉は、個々の国ごとにバイラテラルに、安全保障や相手国の財政・金融政策に注文をつけるようなことも含め、これまでとは異なった発想で行われることになるのではないかと思います。異なった発想ということで、場合によっては、財政政策と金融政策を一体運用するような考え方が出てくるかもしれません。今年の夏以降、FRBの議長人事、場合によっては副議長人事が合わせて行われる可能性が

ありますので、注意して見ていく必要があると考  
えています。

**海津** 今まで出てこなかった点を中心に、私の見  
方を申し上げますと、アメリカが財政拡張に転じ  
たことによって、金融政策を担う世界の中央銀行  
の負担が軽くなった点を重視してもよいのではな  
いかと思っています。アメリカの景気は、二〇一  
七年、一八年と拡大した後、早くて一九年の後半  
頃から後退に転ずることになるとは思います。そ  
のときには政策金利の引き下げで対応し、量的緩  
和策で景気対策を打つことになる可能性はかなり  
小さくなったように思います。

私は、三つの理由で、二〇一八年いっぱいまで  
アメリカの景気拡大が続く公算が高いと思ってい  
ます。

資料3ページの図表2をご覧ください。アメリカ  
は利上げを始めたばかりで、実質のFF金利はマ

イナス1%程度となっています。ゼロ%程度まで  
下がってきた中立の実質FF金利水準と比べます  
と、まだかなり低い水準にとどまっています。F  
RBとしては、二〇一七年に二回か三回、一八年  
にも二回か三回引き上げて、一八年末に中立水準  
に近づけるように金融政策を運営する余地が出て  
きました。政府が財政拡張を行うことで、ここま  
で名目金利を引き上げることができるようになっ  
たわけです。その意味で、アメリカが財政拡張に  
転じた意味は小さくないと思われ、先行き二年ほ  
ど、アメリカの成長見通しはかなりよくなったと  
思います。

図表1に、野村の「世界経済見通し」を掲載し  
ています。ニューヨークのエコノミストが作成し  
たこの表の数値は、やや控え目なものとなってお  
り、アメリカの実質経済成長率は、二〇一七年が  
二・〇%、一八年が一・八%と予測されていま

す。しかし、私自身は、アメリカの実質経済成長率はこれよりも少し高くなるのではないかと見ています。特に二〇一八年は、財政拡張の効果がより鮮明になってきますので、二・〇%を超える可能性が高いのではないかと思っています。その点で、アメリカの景気については、嶋中さんと同様、比較的楽観的に見る事ができるのではないかと思います。

それに対して、通商問題に関しては、幾つか考えなければならぬ要素を孕んでいます。特に中国とアメリカの通商摩擦がかなり先鋭化するのではないかと見えています。日本にとっては、それに日本が巻き込まれるか否かが重要です。アメリカが保護主義的な政策を採り、通商摩擦が生じるようなことになりましたと、日本経済に悪影響を及ぼすことは避けられませんが、日本政府は、そうした事態に陥らないよう、政策対応を図っていくの

ではないかと思っています。

一月二十六日、二七日に、安倍総理がワシントンでトランプ大統領と正式な首脳会談を行う方向で、調整が進められていると伝えられています。しかし、実はまだ日程が決まっていません。これには、トヨタがメキシコに新工場の建設を予定し、それをトランプ氏がツイッターで非難したことが関係していると見られています。USTRの新代表のライトハイザー氏も、対中国強硬派であると同時に、日本にも厳しい人物であると言われています。日本は、アメリカの保護主義に立ち向かうため、米国国債を大量に買うとか、一〇年間で一兆ドルのアメリカのインフラ投資のファイナンスを支援するなど、踏み込んだ対応を行うことになって、中国と同一視されないよう努めることになると思います。その上でアメリカの財政出動に伴う世界経済の成長のメリットを、日本が享受

する方向で政策対応を行えば、それほど悪いシナリオにはならないのではないかと思っています。条件付きではありますが、トランプ大統領の登場は、決して悪くはないと考えているところです。

## 二、欧州・中国経済

**海津** 次に、ヨーロッパと中国の問題を簡単に取り上げたいと思います。今度は、北岡さん、嶋中さん、熊谷さんの順に、懸念されているヨーロッパの政治リスクに対する見方なども含めてお話しただきたいと思います。

**北岡** ヨーロッパにおいては、今年は各国で選挙が予定されています。具体的には、三月一五日のオランダの総選挙、五月七日に決選投票が行われるフランスの大統領選挙、九月前後とされるドイツの総選挙、加えて、場合によってはイタリア議

会の解散総選挙などがあり、かなりの政治リスクがあるというのが通説です。

二〇一六年のブレグジットやトランプの当選などを見て、マーケットも、いつ何時それと同様のことが起きるか警戒していると思います。もともと、リスクには高いものから低いものまで、いろいろなものがあります。個人的には、無視できないリスクがあるのがフランスの大統領選挙だと思っています。逆に申しますと、三月のオランダ、九月前後のドイツに関しては、悪夢のようなことは起こらないのではないかと見ています。オランダ、ドイツは議会制民主主義を採っており、比例代表制で議席が配分されます。オランダでは、極右政党が第一党になるリスクはありますが、ドイツでもオランダでも、そうした政党が単独で過半数を取る可能性は現時点では低いと見ています。

フランスに関しては大統領制で、御承知のとおり、国民戦線のルペン党首がおそらく決選投票まで行くだろうと見られています。他方、決選投票では、フランス人も冷静になるので、ルペン党首が勝つことはないだろうというのがコンセンサスになっています。なお、決選投票に向かう時期に、例えば、トルコからEUに難民が流入してきたり、難民によるテロ事件などが起きたりしますと、万一のことが起きないとは言えないという見方もあります。その辺りに少し怖いところがあるというのが、現在のヨーロッパの政治の状況です。

**嶋中** 現状、ヨーロッパの景気は堅調に推移しており、物価も、原油価格上昇の影響もあって底堅く推移している中で、ヨーロッパについては政治リスクが心配な状況です。

資料11ページの表1に、北岡さんが言及された

各国の選挙の予定を整理しています。これらの中では、私も、フランスの大統領選挙に注目する必要があると思っています。この選挙では、おそらくルペン氏以外の候補が当選する可能性が高いと思います。しかし、仮にルペン氏が大統領になつたとしても、トランプ氏と同様、それで世の中が崩壊するとまで考える必要はないと思っています。ルペン氏は、移民問題に対して厳しいスタンスで臨むことになるでしょうし、多少は保護主義的になると思いますが、他方で、経済成長重視の政策を採ることが見込まれますし、実際に政権を取りますと、かなり妥協するところも出てくるのではないかと考えています。

ヨーロッパでは、ECB（欧州中央銀行）が、四月以降、金融緩和のためのユーロ資産の買い入れを、月額八〇〇億ユーロから六〇〇億ユーロに減額することになっています。ゆっくりとテーパ

リングに入っていくこととなります。そのような中でも、景気はしつかりと推移し、今年の実質経済成長率は、昨年と同水準の一・七％程度になるのではないかと見えています。

次に中国について申し上げます。資料12ページをご覧ください。

中国も景気の先行指数が非常によくなっています。図1の指数は、中国経済景気観測センターが作成しているもので、表1のとおり、八個の指標から構成されています。図1のグレーで示した先行指数を見ますと、昨年七月以降、五ヶ月連続して前月比プラスとなっています。図2のOECD景気先行指数の中国版も、昨年一月まで好調に推移しています。図4に掲げた物流関係の指標も同様に好調です。

問題は、図3のとおり、人民元が急落していることです。資本流出に伴うもので、これが行き過

ぎますと、中国経済の崩壊につながるのではないかと懸念する向きもあります。もともと、元が安くなりますと、中国の輸出が持ち直すという面があります。今秋に共産党大会を控えていることもあり、中国当局としても、あえて人民元の下落を止めようとはしないのではないかと思われます。

この点を踏まえ、中国の実質経済成長率は、IMFや世界銀行の見通しと異なり、やや加速するのではないかと思っています。具体的には、二〇一六年の六・七％から、一七年は六・九％ぐらいまで上昇するのではないかと予測しています。

**熊谷** まず、ヨーロッパについて、私どもが行ったシミュレーションを御紹介します。一つ目のケースは、イギリスで不動産価格が急落する場合、二つ目のケースは、イタリアで不良債権処理が加速する場合、三つ目のケースは、ドイツの金融機関の信用不安が広がっていく場合です。この

三つのケースについて、どれぐらい経済成長が低下するかというシミュレーションを行ったものです。

結論を申し上げますと、一つ目のイギリスで不動産価格が急落する場合、二つ目のイタリアで不良債権処理が加速する場合には、日本のGDPに対する下押し効果は、〇・一%以下、概ね五〇〇〇億円以下の極めて軽微な影響にとどまると見込まれます。しかし、それがドイツに飛び火して、ドイツの金融機関で信用不安が起きますと、世界のGDPが二・七%、二〇〇兆円程度下落し、日本のGDPも一・九%、一〇兆円程度下落することになると見込まれます。今後、ヨーロッパを見ていく上で、問題がドイツまで飛び火していくかどうか非常に大きなポイントになると考えています。

ヨーロッパの政治については、常識的に考えれ

ば、おそらくそれほどひどいことにはならないと思います。ただ、現在起きている問題の底流には、大げさに言えば「民主主義と資本主義の離婚」という深刻な問題があります。民主主義と資本主義は、数百年間非常に相性がよくて、手を携えてやってきました。一九九一年にソ連を崩壊に追い込んだところまではよかったのですが、その後、国民の間の格差が拡大し、民主的な政府では格差の問題を解消することができないと見る向きが増加しました。そこから、今のポピュリズム（大衆迎合主義）が広がってきていると言うことができます。ポピュリズムの影響で保護主義が蔓延するようになりますと、世界経済に対して、おそらく数%レベルの下押し圧力が生じるようになります。

中国については、基本的には、従来と同様に実態は極めて悪く見えています。金融面の貸し出し



過剰が一〇〇兆円以上、設備の過剰が五五〇兆円程度存在していると考えられます。ただ、財政出動を行おうとすれば、そのための資金は、計算上六〇〇兆円から八〇〇兆円ほどあります。中国は社会主義国であり、国が六%成長を目標に掲げている以上、なんとしてもそれを達成しようとするでしょう。今秋は、五年に一度の指導者人事に注目が集まる時期でもあり、当面はカンフル剤によって景気を支えることになると思います。しかし、早ければ向こう三年から五年ぐらいのところ、極めて大きなバブル崩壊の可能性が生じてくると見ています。

中国とアメリカの間で貿易摩擦が激化しますと、ストリートな影響だけで、中国のGDPが一〇兆円程度、日本のGDPが二兆円程度下落するの見込まれます。さらに、中国に直接投資が入らなくなると、中国のGDPは概ね五〇兆円ほ

ど下落し、日本のGDPも一〇兆円ほど下落するの見込まれます。

また、いずれ、ドル高元安を是正するため、第二のプラザ合意がなされるようなこともありうると思います。アメリカと中国の間で何らかの政治合意がなされますと、日本などにしわ寄せが及ぶ可能性があります。トランプ政権は、「取引」によって問題を処理しようとするので、うまく立ち回らないと、日本にツケが回ってくるリスクがあり、この点を警戒する必要があるのではないかと思います。

**海津** ヨーロッパに関しては、フランスとドイツがポイントになると思います。フランスの大統領選挙について申しますと、第一回投票では、相対的な善し悪しで、ルペン氏が票を集める可能性があります。決戦投票では、相手候補がフィヨン氏だろうと誰だろうと、フランス国民がルペン氏

を選ぶとは思えません。

ドイツの総選挙に関して申しますと、メルケル首相が負けて、ドイツが財政拡張に転じた方が世界経済にとって良いのではないかと思っております。従来 of 討論会でも、私は、「ドイツの経済政策は間違えている」と言い続けてきました。ドイツは、高い競争力を背景に、他の国々からカネを集めているにもかかわらず、そのカネを積極的に使おうとしていません。このことがヨーロッパの内需の弱さをもたらし、イタリアなどでの反ユーロ・反EU意識を高めています。ドイツはこれまでの財政政策を変えた方が良く考えており、メルケル首相が辞めた方がかえってよくなるかもしれないとさえ思っています。したがって、欧州リスクが今年や来年のマーケットを大きく崩すとは考えていません。

リスクがあるとすれば中国です。中国とアメリカ

カの間 of 貿易関係及び安全保障関係はかなり厳しくなっていくと思います。数年先になると思いますが、これが中国の不動産バブルの崩壊と重なった場合、中国経済はかなり悪くなり、それが世界経済に波及していくリスクがあります。なお、中国では今年一月に共産党大会が開催され、財政の出動余力もまだかなりありますので、今年中にそうした大きなリスクが顕在化するようなことはないと考えています。

これまで、アメリカのトランプ政権の評価から始めて、世界経済の見通しについて議論してきました。日本経済の議論に移る前に、これまでの議論を要約しておきたいと思えます。

まずアメリカについては、金融政策がまだ景気刺激的であり、かつ、大きな投資面での不均衡がない中で、今後、財政の一定程度の拡張が行われることとなります。財政出動の規模は、GDPを

○・三〇・五％程度押し上げる程度のものになると思います。これが二〇一八年頃までアメリカ経済を支え、アメリカ経済が引つ張る形で、世界経済の拡大が続くと考えています。

トランプ政権の下で、通商政策、保護貿易主義がどれぐらい過激なものになるかは、トランプ政権の発足はこれからですので、今の時点でははっきりとはわかりません。しかし、あまり過激になりますと、財政出動のプラス効果が帳消しになってしまふという意味で、リスク要因となります。この点に関しては、アメリカ経済の拡大基調を維持しようという基本観に照らし、「アメリカ・ファースト」を唱える保護貿易主義には一定の歯止めがかかるのではないかと思っています。

ヨーロッパについては、楽観論、悲観論を含め、いろいろな見方がありますが、共通しておりますのは、ヨーロッパの政治リスクによって、世

の中が暗転するようなことは考えにくいということであつたと思います。

中国については、嶋中さんは非常に強気な見通しを表明されましたが、私や熊谷さんは、中国の潜在的なリスクはかなり大きいと思っています。ただ、そのリスクが表面化するのには数年先で、その間、財政である程度もたせることができますので、今年の大きなリスクにはならないと考えています。

あえて共通項をまとめますと、そのようなところではないかと思えます。

### 三、日本経済

#### (1) 日本経済の見通し

海津 以上のような世界経済の見通しを前提にして、今後の日本経済の見通しについて、お三方に

お話を聞いていきたいと思えます。

まず、二〇一七年度と一八年度の実質経済成長率の見通しを紹介していただいた上で、重要と考えられるポイントや財政金融政策などについて皆さんの考えを述べていただければと思います。

それでは、順番を変えて嶋中さんからお願いいたします。

**嶋中** 私の見方はやや楽観的ということになります。資料13ページをご覧ください。

図5に、日本経済の出荷・在庫バランスの推移を掲げています。鉱工業出荷の伸びから製品在庫の伸びを引いたものです。太線が前期比、細線が前年比を表しています。前期比は、瞬間風速の、ビビッドな変化を表し、前年比は、循環そのものを表していると言えます。

表1において、前期比の丸を付けたところをご覧いただきますと、昨年の四・六月期から七・九

月期、一〇一二月期まで、ホップ・ステップ・ジャンプという形で、出荷が在庫を大きく上回る形になっています。それが前年比に反映したのが、昨年七・九月期からです。ここには、メーカーが増産体制に入るという明確なサインが出ています。

このようなことから、二〇一七年度の日本の実質経済成長率は、一・七%まで行くのではないかと見ています。内訳別に見ますと、設備投資は五%台の増加、個人消費は〇・九%程度の増加と予想しています。賃金は、物価があまり上昇しておりませんので、過年度物価上昇率を前提とした春闘の賃上げ方式からは、あまり多くを望めないように思います。もともと、生産が拡大し給与収入は増加していますので、消費は安定的に増えると見込まれます。世界経済の拡大に伴って輸出が増加し、経済対策による公共投資も出てきます

で、日本の実質経済成長率は、二〇一八年度も二％に達すると考えています。

海津 それでは、北岡さん、お願いします。

北岡 今のお話は、実質経済成長率の議論だと思えます。ただ、トランプ政権では、中枢に経営者出身者が多いこともあって、名目成長率が重視されるのではないかと思います。日本でも、このところ名目GDP六〇〇兆円の目標が掲げられておりますが、今後、経済を見るときの共通目線として、名目成長率の数値が注目されるようになるのではないかと思います。

日本の場合、二〇一六年度の名目成長率は一・五％、実質成長率は一・三―一・四％と見込んでいます。一七年度の名目成長率は二％台半ば、実質成長率は一・四％と予想しています。一八年度の名目成長率は一％台半ば、実質成長率は一・一％と予想しており、やや減速しますが、日本の

基準に照らしますと、まずはというところで。改めて、直近と先行きの実質成長率を見ますと、一五年度が一・三％、一六年度が一・四％、一七年度が一・四％、一八年度が一・一％となり、かなりよい四年間であると言えます。この間のベストシナリオは、よい環境の下で、さまざまな改革を進めることです。しかし、逆に、よい環境に安住して全く改革が進まない可能性もあります。この点は、非常に重要な論点であると考えています。

ここでもう一つお伝えしたいことがあります。資料18ページをご覧ください。これは、日本の他、主要な先進国、新興国について、名目成長率と一〇年国債利回りを対比したものです。長期金利は金融の体温を表すとよく言われますが、それと同様に、名目成長率は経済の体温を表していると言えるように思います。先進国についてこれらの関

係を見ますと、名目成長率が長期金利を上回っています。アメリカは利上げに向かっていますが、まだかなり緩和的ですし、日本とヨーロッパは緩和政策を続けています。一般的には、金融面から経済を温めるような環境になっているように思います。

新興国のうち、中国のGDPは、実際には図のグラフより下にありますが、現在、そこから回復してきているところです。私どもは、中国の電力使用量、鉄道貨物輸送量、自動車販売台数など、うそをつかない統計に注目しています。これらの指標によりますと、中国のGDPの伸びは公式統計よりも高い可能性があり、自動車販売などは中長期的にもっと上に行く可能性があると考えています。ちなみに、自動車販売台数は、日本が五〇〇万台に届かず、アメリカもせいぜい一七〇〇万台ほどですが、中国では実に二七〇〇万台に上って

います。

先ほど、嶋中さんが、日本の在庫循環に言及されました。私も、日本の在庫循環はよいところにきていると思います。もつとも、正直に申し上げると、よすぎるようにも思います。誰が見てもよい局面ですので、これ以上よくなるかどうかは不安なところがありますが、いずれにせよ、目先は生産活動が活発になると見込まれます。

資料19ページに、鋳工業生産とドル円レートの推移を載せています。やや忸怩たるところがありますが、鋳工業生産と為替レートがエコノミスト、アナリストの予想に先行して動く傾向があります。アナリストのTOPIX予想EPSにせよ、エコノミストのGDP成長率予想にせよ、一年先を見越した予想ですから、本来は生産に先行すべきところですが、実際は生産のサイクルに連動して動いています。場合によっては、生産の動

きに遅れて動いているように見えるところもあります。昨年半ばまで、生産も下向き、為替も下向きで、どうしても予想が下振れしやすいところがありました。その後、まず生産が戻り、少し遅れ為替が戻りました。過去のパターンに照らし、このことは、今後一年ほど、経済や企業業績の上方への修正が続くことを表しているのではないかと見られます。

生産活動が活発になりますと、残業の増加につながります。それが、さらに賃金上昇につながっていくのが通常のパターンです。働き方改革の関連で残業規制が議論されており、今後は、生産活動の活発化がそのまま賃金上昇につながる新しいサイクルが生まれるかもしれません。この場合は、生産から賃金へのラグが短くなりますので、むしろプラスと受け止めるべきでしょう。いずれにせよ、賃金上昇が起点となって、二〇一七年

度、一八年度の消費は比較的堅調に推移すると見えています。

**海洋** では、次に熊谷さんをお願いします。

**熊谷** 私どもは、二〇一七年度の日本の実質経済成長率をプラス〇・九%と予測しています。一八年度の予測は、まだ公式には出しておりませんが、概ね一%前後になると見えています。

先ほども御説明しましたとおり、今、世界経済のサイクルは明らかに好転しています。資料7ページの図で、一番下の点線が世界の鉱工業生産の前年比の推移を表しています。これに先行するものとして、最も重要な指標は、一番上の中国景気先行指数とその下にあるアメリカのISM指数です。これらの二大先行指数が明らかに底入れしておりますので、循環的に見れば、世界経済はかなり良くなってきていると言えます。

資料8ページの左上に、日本の実質輸出指数と

鉱工業生産指数の推移のグラフを載せています。

日本は、輸出主導型の経済構造となっておりますので、やはり輸出の動向が重要になってきます。

現状、輸出が底入れしていることを見ますと、今後、鉱工業生産なども上がってくるのが予想されます。

左下は、四種類の賃金の推移を表しています。

一人当たり賃金と雇用者報酬（一人当たり賃金×雇用者数）があり、それぞれに名目と実質がありますので、二掛ける二で四通りの賃金が存在することになるわけです。これらの中で、マクロ経済にとつて重要なのは、雇用者報酬を実質化したものです。前年と比べ、この実質雇用者報酬がプラス一・九%となっております。足元を見ますと、国民の懐ぐあいはよくなっており、これが個人消費を支えることになるでしょう。

もう一つ、今まで出なかつた論点として、一時

期、原油価格は一〇〇ドルを超えていましたが、

足元、やや上昇したとは言え、まだ五〇ドルか六

〇ドルぐらいの比較的低目の水準にとどまっています。

私どものマクロモデルで計算しますと、原油

価格が下がったことよつて、二〇一七年度の

GDPは、率で〇・九%程度、金額で五兆円弱、

それぞれ上振れすることになります。加えまし

て、今年度補正予算によつて、二〇一六年度と一

七年度の実質経済成長率は、いずれも〇・二%ポ

イントずつ上振れると見込まれます。さまざま

な海外リスクを孕みながらも、大きな流れとして

は、日本経済は、緩やかな景気拡大が続くのでは

ないかと考えています。

**海津** 資料3 ページの図表1に、日本の実質経済

成長率に関する野村の予測を掲載しています。二

〇一六年度が一・三%、一七年度が一・二%、一

八年度が〇・四%となっております。ただし、個人



的には、二〇一七年度が一・三―一・五%、一八年度が〇・八%程度になってもおかしくないと思っっています。

野村の予測は、二〇一七年度の補正予算を織り込んでおらず、また、中国経済がやや減速ぎみになることを前提としています。このため、二〇一八年度の実質経済成長率予測は〇・四%で、かなり控え目なものになっています。しかし、おそらく二〇一七年度も補正予算が行われるでしょうし、二〇一八年の米国の実質経済成長率は野村の予測の一・八%よりも少し高くなると見込まれます。このようなことを踏まえ、個人的には、二〇一八年度の日本の実質経済成長率は、〇・八%程度までではないかと見ています。名目成長率は、ある程度実質成長率を超える水準になるでしょう。

これらを総合的にして、二〇一七年度、一八年度

の日本経済は概ね良好というのが私の意見です。

## (2) 名目GDP六〇〇兆円目標

海津 この後、日本経済の幾つかの論点について

お聞きしたいと思います。まず、名目GDP六〇〇兆円の目標について、皆さんはどのように判断されているでしょうか。

私の個人的な意見ですが、名目GDPと株式の時価総額の間には一定の関係があります。名目GDP六〇〇兆円が達成できると、株式時価総額で七二〇兆円ないし七三〇兆円が実現する可能性があります。日経平均株価では二万五〇〇〇円が視野に入ってきます。

したがって、名目GDP六〇〇兆円の達成が可能か、可能とすればそれはいつ頃かということ、我が国の資本市場を考える上でも非常に重要です。このようなことも念頭に置いて、今後の

名目GDPについてどのような見通しを持つておられるのかを伺いたいと思います。

まず熊谷さん、お願いします。

**熊谷** これは、政策対応次第というところがあると思います。雇用制度の改革がきちんと行われないうちであれば、名目GDP六〇〇兆円は、かなり高めの厳しい目標と言えるのではないかと考えています。

日本は、今、農業改革に懸命に取り組んでいます。しかし、GDPベースの農業の産出額は五・六兆円に過ぎません。仮に農業の産出額を三倍まで拡大したとしても、GDPの増加額はせいぜい一一兆円程度にとどまります。六〇〇兆円と比べますと、限界的な効果しかないとがわかります。

改革の「宝の山」が何かと申しますと、労働市場の改革です。今、日本が抱えている問題の一つ

は、労働生産性が低迷し、国際競争力が低下していることです。我が国の労働市場では、判例の積み重ねでできた四要件が壁になって、企業は、経営が追い込まれて破綻に瀕するまで、リストラができない状況に置かれています。企業が成長する上で、やらなければならぬのは「攻めのリストラ」です。景気がよいときに、伸びている分野に円滑に人を移せるような、攻めのリストラができる仕組みを作らなければなりません。加えて、職業訓練の強化等を図ることを通じて、全体の労働生産性を上げていくことが重要です。

経済の七割を占めるサービス業の生産性を見ますと、日本はアメリカの半分にとどまっています。もし日本のサービス業の生産性をアメリカと同じレベルまで引き上げることができれば、計算上は、二百数十兆円のGDP押し上げ効果が働きます。労働市場は全国民にかかわってきますの

で、農業改革などと比べ、桁違いの波及効果が得られるわけです。安倍総理が、今のポリティカルキャピタルを労働市場の改革に集中的に投入できるかどうか、これが最大のポイントになると思います。

もう一つの問題は、将来不安からなかなか結婚ができず、そのために少子化が進んで、消費が低迷していることです。私どもの推計では、一九八三年からの累計で、消費性向は、将来不安によって四％程度下落しています。年金制度や雇用制度の抜本的な改革によって将来不安を解消することができれば、理屈の上では消費の水準が四％程度上昇します。消費支出は三〇〇兆円程度ありますので、それが四％上がりますと、相当なGDP押し上げ効果が生じることは明らかです。

**嶋中** 私は、もう少し技術的な観点からお話ししたいと思います。結論的には、名目GDP六〇〇

兆円は十分に達成可能な目標であると考えています。資料14ページをご覧ください。

名目GDPと日本銀行が政策運営の目標にしてきたマネタリーベースの間には、かなり密接な相関があります。図1で、点線は名目GDPのトレンドからの乖離、実線はマネタリーベースのトレンドからの乖離を一年半先行させたグラフです。両者の間には非常に密接な関係がありまして、二〇一三年四月以降の量的・質的金融緩和の下で、着実にマネタリーベースが増えてきているのに合わせ、名目GDPも一年半のラグを伴って同じように増大してきています。

日銀の量的・質的金融緩和は効果がなかったと言う人がいます。物価が思うように上がらなかったという点では、そのとおりかもしれません。物価が上がリませんので、政府や経団連が賃上げの旗を振っても、なかなか賃金は上がりません。し

かし、雇用者数は増加しており、このため、一人当たり賃金に雇用者数を掛け合わせた名目雇用者報酬は増加しています。名目GDPも、この名目雇用者報酬に合わせて増加してきている状況にあります。

昨年一二月八日にGDPの基準改定が行われ、研究開発投資や兵器の購入などがGDPに算入されることになりました。これらを算入する前の二〇一五年度のGDPは五〇〇・六兆円でしたが、算入後は五三二・二兆円になりました。この結果、二〇二〇年度に名目GDP六〇〇兆円を実現するための道のりが変わることになります。改定前ですと、二〇一六年度以降、三・七%のペースで成長しなければなりませんでしたが、改定後は、これが二・四%でよいことになりました。

図4は、マネタリーベースの推移を表しています。昨年九月の「総括的な検証」の結果、マネタ

リーベースは、それまでのような目標ではなく、めどとして位置付けられることになりました。政策の呼び方も、従来の「量的・質的金融緩和」から「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に変わりました。しかし、引き続き英語ではQQEと呼ばれており、依然として量的緩和の要素があると思っっています。図4のとおり、新しい名目GDP六〇〇兆円を二〇二〇年度の下期に実現するためには、一年半のラグを考慮して、一九年度上期までにマネタリーベースを六二九兆円まで増やす必要があります。一六年度上期のマネタリーベースが三九〇兆円ですので、めどとされている八〇兆円の年間増加額は、二〇年度下期に六〇〇兆円を達成するのに必要なマネタリーベースの増加額とちようど一致しています。

私は、以前から追加金融緩和が必要であると言ってきました。しかし、マイナス金利が導入さ

れるとは思っていませんでした。昨年一月にマイナス金利が導入された結果、長期金利が短期金利を下回る逆イールドになり、金融機関の経営が圧迫されるなど、不都合が出てきました。マイナス

金利が導入される前は、長期金利はゼロ以下に下がらず、金融機関もある程度の利ざやが得られる状況でした。したがいまして、私は、追加の量的緩和を行い、それによって名目GDPを上げていけばよいと考えていました。なお、マイナス金利の不都合を是正するために、長期金利にキャップをかぶせるという今のやり方は正しいと考えています。

今後、FRBの利上げやECBのテーパリングが行われる一方、日本で長期金利にキャップをかぶせる政策が続けられますと、かなり円安が進む可能性ががあります。それを見て、トランプ氏に「日本は為替操作を行っている」などと言われた

ら大変です。したがいまして、日本の長期金利の目標を、例えば夏頃に、今の〇%近辺から〇・二%ぐらいまで引き上げていくことが考えられるのではないかと思っています。

日本では、一九九七年、九八年に金融危機があり、その前と比べ経済成長率が低下しました。その低下分をリーマンショック後の成長率に加えますと、名目GDPは二〇二〇年度頃に六〇〇兆円ほどになります。二〇二〇年度名目GDP六〇〇兆円の目標にはこのような意味もあり、決して不自然な目標ではありません。

なお、このところ、政策面では金融政策や消費税が注目されていますが、図2のとおり、公共投資も、二〇一七年度は四年ぶりにプラスになると見込まれています。さらに成長戦略に注力することによって、名目GDP六〇〇兆円を達成することは可能ではないかと考えています。

北岡 嶋中さんがおっしゃられたように、GDPの基準改定によって、三〇兆円ほど名目GDPが上振れました。このうち、約三分の二が研究開発です。この部分は、熊谷さんが指摘された成長戦略の強化にかなうものと言えます。政府としては、IOT等の分野を強化するため、規制緩和や減税等を通じて研究開発を促進することが求められているように思います。

GDPの基準改定によって、実質経済成長率の数字もかなり変わりました。例えば、アベノミクスが開始された二〇一三年度から二〇一五年度までの三年間の実質経済成長率は、平均で、改定前は〇・七%前後でしたが、改定後は一・二%となり、〇・五ポイント高くなりました。日本銀行が〇・二%、内閣府が〇・四%と言っている潜在成長率も、いずれかの段階で上方に見直される可能性があります。それだけで人々のマインドが変わ

るとは言えないかもしれませんが、少なくとももう少し自信を持って前に進んでいくことができるようになるように思います。

なお、今、GDPも含めた経済統計の見直しに関する議論が行われていますが、私は、GDPはかなりあらのある統計であるという一部の方の意見に共感しています。GDPは、二次統計、三次統計ですので、場合によっては、五〇一〇兆円のブレがあることを理解した上で、六〇〇兆円目標の可否を判断すればよいのではないかと思います。

最後のハードルは、二〇一九年度に予定されている消費増税の影響をどう見るかということだと思います。私は、二〇一九年度、二〇二〇年度は、消費増税の影響に苦しんで、実質経済成長率はマイナスに落ち込むのではないかと見ています。ただし、賃金が上がるといふのであれば、あるいは、アメリカか

らの追い風が四〜五年間続くようなことがあれば、状況が変わる可能性はあります。

経済政策を見直して、先ほど嶋中さんがおっしゃったように、日本銀行も政府も、名目GDPに目標を定めて政策を運営するようなことも考えられます。一月六日に、投資家のジョージ・ソロス氏と、イギリスの元金融庁長官のアデア・ターナー氏が安倍首相に会いました。この二年間、彼らはいわゆるヘリコプターマネーを提案しています。実質的に、金融緩和を続けるとともに、財政拡張も続けようとするものです。また、場合によつては、何らかの形で消費増税を延期・凍結するという考え方もあります。例えば、浜田宏一先生は、二％インフレが達成できるまで消費増税を延期することを提案しています。このような経済政策の見直しも、今後の重要な論点になるのではないかと思っています。

**海津** 私は、二〇二〇年度は無理でも、二一年度か二二年度あたりまで視野に入れれば、何とか名目GDP六〇〇兆円を達成するのは可能ではないかと思っています。北岡さんもおっしゃられたように、GDPの基準改定で、潜在成長率が、日本銀行の〇・二％、内閣府の〇・四％より、少なくとも〇・四ポイントほど高くなるのではないかと言われています。政策対応によつて、潜在成長率を上回る実質一％程度の成長を図り、名目で二％から二・五％の成長を複数年続けることができれば、六〇〇兆円に達する可能性は十分あるかと思っています。それを資本市場に翻訳しますと、七二〇兆円〜七三〇兆円の株式時価総額と、二万五〇〇〇円程度の日経平均株価を、それほど無理なくとも達成できる可能性があると考えています。

## (3) 二〇一七年度補正予算

**海津** 市場の見通しに入る前に、これとも関係することとして、二〇一七年度の補正予算の見通しについて伺いたいと思います。私自身は、今秋にあるかもしれない衆議院解散総選挙とセットで、秋の臨時国会に補正予算を提出し、二〇一八年度にかけて景気の持続的な拡大を図ろうとされるのではないかと考えています。この点についてのどのように考えておられるか、熊谷さんから順番にお話しただければと思います。

**熊谷** 二〇一七年度の経済見通しの前提として、私どもはまだ一七年度の補正予算を織り込んでいません。このため、二〇一七年度の実質経済成長率の予測値は、私どもが最も低くなっています。ただ、現実には、補正予算の編成は「季節の風物詩」のようになっておりますので、二〇一七年度もある程度の補正が行われることになると見てい

ます。

もう一つ注目されるのは、今年のダボス会議のアジェンダにも織り込まれている世界の流れです。すなわち、世界的に見て、財政をある程度出さなければならぬという流れが出つつあるように思います。そのような大きな流れが出てくれば、日本でも、財政出動の規模がさらに拡大する可能性もあると思っています。

**嶋中** 資料15ページの表2にありますように、二

〇一七年度の我が国の当初予算の規模は、九七兆四五七億円となっております。この規模は、第三次補正まで織り込んだ二〇一六年度の予算規模と比較して、二・七兆円ほど小さくなっています。したがって、今秋、二・七兆円規模の補正予算が編成される可能性は否定できないと思います。補正予算なしでは、政府として、予算規模が前年度比マイナスになっていることについて説明



を求められるでしょうし、解散総選挙の可能性が絡んできますと、この点がより強く意識されるようになると思います。

私は、二〇一九年一〇月の消費税増税は、予定どおり実施すべきであると考えています。それを可能にするためにも、十分な政策対応を行って、名目成長率を引き上げておかなければなりません。そして、その先、オリンピック・パラリンピックが開かれる二〇二〇年を迎えることになるのだろうと思っています。

**北岡** 昨年八月に政府が決定した総合的な経済対策では、複数年度を想定して、真水相当で七〜八兆円の歳出が予定されています。二〇一六年度の三回の補正で、これまで四・九兆円ほど歳出が追加されましたので、今後、二〇一七年度の補正予算で、残る二・五兆円程度の歳出が追加されることになると思います。タイミングの予想は難しい

のですが、過去の例を見ますと、一〇―一二月期に解散が行われることが多いため、そこに向けて、経済をよくするような絵が描かれることになるのではないかと考えています。

なお、それはそれとして、従来と比べ政策当局の姿勢が大きく変わったという印象を受けています。これまでの発想ですと、失業率が三%に低下し、ここ三年間、実質経済成長率が一%台で推移する中で、景気対策を実施するようなことはそもそも考えられなかったと思います。従来とは経済政策のレジームが大きく変わったように思われ、この点も非常に重要な論点ではないかと思っています。

#### 四、市場見通し

**海津** 次に、今年の市場見通しに入らせていただ

きます。

株式、債券、為替の三つの市場のうち、債券市場は、日本銀行が一〇年債の金利を〇%に釘付けしておりますので、ほとんど予測のしようがない状況です。そこで、以下では、株式と為替を中心に、今年の市場の見通しについて、なぜそう考えるかの理由も含めてお話しただけだと思います。

**熊谷** 資料8ページをご覧ください。右側のグラフで、右上りの三本の線は、上からそれぞれ、名目GDPの八ヶ月分、四ヶ月分、二ヶ月分の推移を表しています。これらにはさまれた折れ線は、TOPIXの推移です。歴史的に見ますと、TOPIXは、過去六〇年ほど、この三本のバンドの中で動いてきました。下の線まで落ちましたのが、一九七四年のオイルショックのとき、二〇〇三年の日本の金融危機のとき、そして、二〇〇九年の

リーマンショックから民主党が政権にあった三年間の三回です。その後、アベノミクスというまともな政策が採られることになり、ようやく株価が正常化してきています。エコノミストの中には、今の株価を指してバブルだと言う方もおられますが、むしろ民主党政権の下での逆バブルが是正され、正常化したというのが正しい捉え方であると思います。

日経平均株価の上値のめどは、二万三〇〇〇円程度と見ています。現状、日本株のPERは一五倍前後ですが、世界平均は一六倍前後、アメリカは一七倍前後となっています。したがって、世界平均の一六倍まで行きますと二万一〇〇〇円程度、アメリカ並みの一七倍まで行きますと二万三〇〇〇円程度となり、これが今年の日経平均株価の上値のめどになります。他方、トランプ氏の政策によっては、今年後半にかけて、日経平均株

価が一七七〇〇〇円もしくはそれを割る可能性も、一定のリスクとして考えておく必要があるのではないかと思えます。

為替レートは、当面、一二〇円を超えて円安が進む可能性があります。もつとも、購買力平価は一〇五円程度と見られますので、アメリカが利上げをする一方、日本が金融緩和を続けて、若干ブレミアムが付いたとしても、正当化できるのはせいぜい一一〇円前後ではないかと思えます。その意味で、一旦円安ドル高に振れた後、今年後半は、再び一一〇円程度まで円高が進む可能性があるのではないかと見ています。

冒頭の議論で、トランプ氏がいつ円高ドル安カードを切るかという問題が提起されました。実質実効ドルレート（インデックス）を振り返りますと、例えばレーガン氏が大統領に就任したときは一〇五程度でした。一九八五年のプラザ合意の

直前には、これが一三八程度まで上がっていました。一〇五から一三八まで上がったところで、円高ドル安カードが切られたということです。今回はトランプ氏の当選が決まった時点で既に一二六程度となっており、そこからさらにドルが上がってきています。レーガン氏のとくと比べ、かなり高いところでドルが動いており、それほど「のりしろ」が大きいわけではありません。結論として、これからもドルが上がるようであれば、徐々に円高ドル安カードが切られる可能性が高まるのではないかと思われます。

債券相場は、「管理相場」の状況にありますので、少なくとも一〜二年、もしくは数年間にわたって、〇%の近傍に張りついた状態が続いていくと見られます。もつとも、向こう五年から一〇年ぐらいの時間軸で見ますと、財政状態が大きく改善されないようであれば、5%を超えるところ

まで国債が売られる可能性があると考えています。

北岡 資料20ページをご覧ください。

昨年七月頃、新債券王と呼ばれるガンドラック氏が「三〇年来の債券ブルマーケットは終わったのではないか」と言い始めました。一月のアメリカ大統領選挙の後、マクロヘッジファンドのレイ・ダリオ氏も、これに乗っかる形で、債券から株式への流れが出てくるだろうと言っています。アメリカでは、それを裏づけるような資金の流れが確認されるようになりました。もともと、数字で見る限り、このような動きはまだ始まったばかりですので、今後、かなり長期的な動きになると思っています。

次に、日本の株式市場について標準シナリオから御紹介します。東証一部上場企業の二〇一七年度の企業収益は、一〇〇程度の増益になると見込

んでいます。来年度も交易条件の改善が続くようですと、一五〜二〇%の増益になると言いたいのですが、足元、交易条件の改善が止まってきておりますので、増収でも意外に利益が出ない会社が出てくるのではないかと考えています。二〇一七年度の企業収益が一〇〇程度の増益になるとしますと、これに見合った水準として、今年の年末の日経平均株価は二万一〇〇〇円程度になると見込んでいます。ただ、当然、この上下にある程度の幅を見込んでおく必要があります。トランプ政権の政策が日本に厳しい影響を及ぼす場合は、一万七〇〇〇円程度を覚悟する必要がありますし、逆に、日本で、経済の好循環を生かして中期的な成長率を改善するような政策が打たれる場合には、二万三〇〇〇円を超えるシナリオもありうるように思います。

為替レートを見るに当たって、私は、アメリカ

と日本の金利差、特に実質金利差を重視しています。この点を踏まえて、最も収まりがよい為替レートが、一一五円を中心に五〇一〇円前後の水準です。

長期金利に関しては、海外発の上振れ圧力がかかってくる可能性があるように思います。国内経済もよくなってきましたので、現状よりやや上の〇・一〇〇・二%が長期金利の目安になると考えています。

なお、今、特に注目しておりますのが、株価のバリュエーションです。日本、アメリカのいずれにおいても、一〇%程度の企業収益の増加が見込まれており、加えて、先ほど申し上げましたように、債券から株式に資金が動いていくだろうという見通しが語られるようになっていきます。具体的には例えば、昨年二月初頭に、ノルウェーのソブリンファンドが、一兆ドルのファンドのうち、

これまで六割を株式に振り向けていたのを、今後、数年間かけて、七五%まで引き上げていく方針を明らかにするような動きがありました。このようなことが他にも広がっていきますと、株価収益率（P E R）が切り上がっていく可能性があると考えています。

**嶋中** 資料15ページの表4で為替レートの予測を整理しています。

今年一―三ヶ月は、円高ですと一〇九円、円安ですと一一九円の間で動く予想しています。また、一〇―一二月期は、一一一円―一二一円とドルの上値を試そうとする動きになるだろうと予想しています。F R Bが二回の利上げを行っても、アメリカの景気が腰折れするような状況ではないと見ています。

日本とアメリカのマネタリーベースの動向に注目しますと、アメリカでは既にマネタリーベース

が前年割れしている一方、日本は引き続きマネタリーベースを拡大する政策を採っており、前年比で二三・五%ほど増えています。マネーを多く出している日本の通貨の方が、マネーを少なく出しているアメリカの通貨より安くなるのは道理であると言え、両国の金利差で考えましても、同じようなことが言えます。ただし、トランプ氏がツイッターで円安を非難するようなことをつぶやきますと、一〇円程度の幅で為替レートが振れる可能性もないわけではありません。

表6で日経平均株価の予測を整理しています。最も強気のシナリオでは、株価は二万三五〇〇円程度まで上昇すると見えています。ただし、金融政策、財政政策、成長戦略が適切に運営され、名目GDP六〇〇兆円の実現に向けて動いていくようであればなりません。また、円安の為替水準が続くことも前提になります。なお、成長戦略に関

しては、二〇二〇年の訪日外国人四〇〇〇万人を実現するため、ビザの緩和、LCCの便数の増加、免税店の拡大、日本の魅力の発信などに努めていく必要があると考えています。

最後に、資料16ページに、図1として、私の持論であるゴールデン・サイクル論に関する資料を載せています。これは、二〇一四年四月に安倍総理にもお話ししたものです。図1にありますように、景気循環には、四・六年周期の短期の在庫循環（キッチン・サイクル）、九・六年周期の中期の設備投資循環（ジューグラ・サイクル）、二五・六年周期の長期の建設投資循環（クズネット・サイクル）、五七・〇年周期の超長期のインフラ投資循環（コンドラチェフ・サイクル）の四つがあります。残念ながら、二〇一六年まで在庫調整があり、短期循環が停滞してしまいました。在庫調整が終わったことにより、二〇一七年から

一八年にかけて、短期から超長期まで全てが上昇するというゴールデン・サイクルに入ることになります。このようなことは、過去を振り返っても、一九〇四年～〇五年の日露戦争景気、一九一

六年の第一次大戦景気、一九五七年の神武景気、一九六〇～六一年の岩戸景気、一九六七～六八年のいざなぎ景気の五回しかありません。今年から来年にかけて、六回目のゴールデン・サイクルに巡り会うことになるわけです。そのような循環局面に突入することを考えますと、株価もそれに見合っ上ることが考えられます。

図2は、アメリカについて、この四つの景気循環の波を整理したものです。二〇一五年に山本幸三地方創生・行革担当大臣がイエレンFRB議長に会われた際、この資料を御紹介いただき、議長から「このような議論は目にしたことがなく、大変興味深い」とおっしゃっていたと聞いて

います。これによりますと、アメリカでも、二〇一七年～一八年は、短期、中期、長期、超長期の四つの循環が全て上昇するゴールデン・サイクルに入ることになります。

**海津** 久しぶりに嶋中節を聞かせていただきました。ここで、私自身が市場の先行きをどのように見ているかをお話しします。資料4ページをご覧ください。

ドル円レートは、トランプ氏周辺の口先介入で、五～一〇円幅でブレる可能性があるとは思いますが、基本的には日米の一〇年債の利回り差で規定されていると思っています。私どもは、今年のアメリカの一〇年国債の利回りを二・二～二・八%と予想しています。日本銀行は、〇～〇・一%で一〇年債の利回りを釘付けしています。仮にこれを〇・一%として、日米の利回り差が二・一～二・七%になるとしますと、一一〇円～一二

○円をやや超えたぐらいが、基本的なドル円レートの見通しになると思います。

アメリカでは、今年後半に、FRBの利上げが二〜三回行われ、来年も二〜三回行われると思っています。したがって、今年末のアメリカの一〇年債利回りは二・八%近くになると思います。なお、一二五円の円安水準が実現するかと申しますと、米国サイドからの牽制が入ることも考えられますので、一二〇円程度まで行くのがせいぜいではないかと考えています。

そこで、平均的な為替レートを一一五円程度として、二〇一七年度の企業収益を予想しますと、図表4のようになります。アナリストの予想には、中間決算直後の一ドル一〇三円を前提とするものがまだかなり含まれています。現在、一一五円程度を前提に、企業収益の見通しを徐々に見直しているところです。したがって、前提の異

なるものが含まれておりますが、二〇一七年度の増益率は概ね一四%程度となっております。これを全て一一五円程度を前提として見直しますと、おそらく一八%程度の増益見通しになってくるのではないかと考えています。北岡さんが述べられた一〇%の増益見通しと比べますと、私の方が八ポイントほど強く見ていることとなります。

私どもは、二〇一八年度も、七%程度の増益が続くと見ています。TOPIX換算の一株当たり利益は、二〇一七年度が一〇八、一八年度が一五五となっております。二〇一八年度の予想EPSは一五円を視野に入れ、予想PERを一五倍としますと、TOPIXは一七三〇となります。また、NT倍率を一二・五五倍としますと、日経平均株価は二万一七〇〇円となります。私は、いろいろなところで、今年一二月の高値を二万二〇〇円とお答えしておりますが、これは、以上で申し上げ



げてきた企業収益や為替レートの見通しを前提として算出したものです。

ここで付け加えなければならないのは、日本銀行が、少なくとも今年いっぱい、六兆円のETFの買い取りを続けることが、年末に二万二〇〇〇円を実現するための前提であるということです。

昨年九月の「総括的な検証」において、黒田日本銀行総裁は、物価上昇率が二%を超えるまで、金融緩和を続けるというオーバーシュート・コミットメントを表明されました。今年中に物価上昇率が二%を超えていくとは思えませんので、日本銀行の金融緩和は少なくとも年内いっぱいは続くと見られます。したがって、企業収益が上振れていけば、年末に二万二〇〇〇円に到達することは十分可能だと考えています。

先ほども申し上げましたように、二〇二〇年度あるいは二一年度に、名目GDP六〇〇兆円が達

成されることになりますと、相応に企業収益も伸びていくと思います。中長期的には、二万五〇〇〇円の日経平均株価が実現する可能性が出てきつつあると思っています。

## 五、英国のEU離脱

海津　ここで会場の皆様から御質問をいただきましたと思いますが、いかがでしょうか。——御質問はないということでしょうか。

それでは、残り時間で、イギリスのEU離脱問題を取り上げることとし、パネリストを代表して北岡さんにお話しただけだと思います。EU離脱とイギリス経済の先行きについて、どのようにご覧になっていますか。

北岡　昨年六月の国民投票でイギリスのEU離脱が決まった直後、私の同僚のロンドンのエコノミ

ストは、EUはリセッションになると予想していました。その後の動きを見ますと、そのときの見通しとはかなり違ったものになっています。私自身、昨年七月にロンドンに行つて、ブレグジットが決まった後、プロジェクトが滞っているというような話も聞いたのですが、むしろ、観光客の増加やポンドの下落など、マクロの影響の方が大きかったように思います。

今年一―三月中に、イギリスはEUに正式に離脱を通告することになっています。その後はまさにネゴシエーションで、イギリスとEUがどのように陣取り合戦をするかということになります。金融機関がまず気にしますのは、ロンドン・シティが金融センターとして生き続けることかできるかどうかということです。この点に関しては、大きな変化は回避できるのではないかという見通しが持たれるようになってきています。今、私ど

もが最も気にしておりますのは、ヨーロッパ全体で資本市場のルールがより厳しくなっていくのではないかということです。

先週、ソロス氏が来日されたとき、トランプ氏への懸念を表明されるとともに、ブレグジットでかなりショックを受けたという話があつたそうです。ソロス氏のような自由主義の信奉者からは、ブレグジットは昨年の象徴的な出来事になつたのではないのでしょうか。ブレグジットが他の国々に波及しないよう、EU全体でこのような動きを止められるかが今後の注目点になってきます。

今年、G7の議長国がイタリア、G20の議長国はドイツです。良いシナリオで申しますと、全員野球でまとまることのできる可能性があります。しかし、イタリアは首相の交代がないかどうか問題になりますし、ドイツは他の国に対して

財政支援を行わないという姿勢を貫いています。

全員野球を実現するために、ブレグジットをブラスの材料として生かすようなことが考えられるかもしれませんが、この点は道半ばで未知数と言わざるをえません。今は、イギリスそのものについて、大きなリスクとして警戒しているようなことはありませんが、底流には心配な点が残るように思います。さらに、もしトルコが政治的なリスクに直面するようなことがありますと、ヨーロッパの政治不安は今より二ノツチほど高まります。

**海津** 会場の皆様から、何か追加的な御質問はございますでしょうか。——それでは、概ね皆様の御関心事にお答えできたと受け止めまして、予定の時間も来ておりますので、以上で討論を終わらせていただきます。

**増井理事長** 海津さんの名司会でちょうど時間内

に終わっていただき、ありがとうございます。

四人のパネリストの皆様は今年の一年を占っていただきました。一年後に振り返ったときに、これがどうなっているか楽しみです。この討論会は毎年開催したいと思いますので、皆様、どうぞよろしく願います。

本日はこの辺りで終わらせていただきしたいと思います。最後にパネリストの皆様は盛大なる拍手をお願いいたします。(拍手)

かいづ まさぶ 野村證券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー  
くまがい みつまる 大和総研執行役員 調査本部副部長チーフエコノミスト  
しまなか ゆうじ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与 環境循環研究所長  
きたおか ともちか みずほ証券シニアエコノミスト

(本稿は、平成二九年一月一二日に開催した「新春討論会」での討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

略 歴

**海津政信氏** 野村証券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー

1975年野村総合研究所入社。同社企業調査部次長、投資調査部長などを経て、1997年野村証券金融研究所投資調査部長。2000年同社金融研究所副所長兼企業調査部長。2002年同社経営役金融研究所長。2007年同社経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー。2012年より現職。

**熊谷亮丸氏** 大和総研執行役員 調査本部副本部長 チーフエコノミスト

1989年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行調査部などを経て、2005年メリルリンチ日本証券チーフ債券ストラテジスト。2007年大和総研シニアエコノミスト。2010年同社チーフエコノミスト。2014年同社執行役員チーフエコノミスト。2015年より現職。

**嶋中雄二氏** 三菱UFJ モルガン・スタンレー証券参与 景気循環研究所長

1978年三和銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱UFJリサーチ&コンサルティング主席研究員 投資調査部長。2007年三菱UFJ証券参与 景気循環研究所長。2010年より現職。

**北岡智哉氏** みずほ証券シニアエコノミスト

2000年野村証券（金融研究所）入社。2007年みずほ証券エクイティ調査部シニアストラテジスト。2012年より現職。