

世界経済の潮流とアベノミクスの行方

熊谷亮丸

一、ポイント

ただいま御紹介にあずかりました大和総研の熊谷でございます。本日は、伝統のある講演会にお招きいただき心より光栄に存じます。少しでも皆様のお役に立つような話をさせていただきたいと思えます。どうぞよろしくお願い申し上げます。それでは、お手元の資料1ページをご覧ください。今日は大きく八つの点についてお話をさせていただきます。

(Brexitが日本経済に与える影響)

まず、一点目は、Brexit（英国のEU離脱）が日本経済にどれぐらいの影響を与えるかということです。これにつきましては、後で私どものマクロモデルを使った具体的な試算をお示しします。私が強調したいのは、Brexitの問題は、リーマン・ショックのような金融システムの危機と比べれば、当面の影響ははるかに小さいということです。他方、数十年という単位で考えますと、今まで拡大してきたEUが、これからの大きな流れとして分散の方向に向かう可能性があります。その

意味で、今まで以上にいろいろなところで地政学的なリスクが出てくる可能性も出てきます。今まで塊になって力を高めてきたEUが分散の方向に向かえば、相対的に中国の政治的なプレゼンスが高まっていくことは避けられません。このような点を含め、今まで進んできたエリート主導のグローバルゼーションが、大きな曲がり角を迎える可能性があるのではないか、これを一点目として申し上げます。

（中国「バブル」崩壊のリスク）

二点目は、中国のバブル崩壊のリスクです。結論としては、「短期Ⅱ楽観。中長期Ⅱ悲観」と考えています。中国は、しょせんは社会主義の国ですから、一、二年ぐらいならカンフル剤でいかようにでも問題を先送りすることが可能です。ただ、向こう三年から五年以上の時間軸で見たとき

には、かなり大きなバブル崩壊のリスクが存在します。これも後ほどデータに基づいて申し上げます。今、中国では、金融面での過剰が一千兆円以上存在します。過去の諸外国の事例を検証すると、この一千兆円のうち、少なくとも二百兆円、場合によっては三百兆円から四百兆円が不良債権化するリスクがあると見られます。日本のバブル崩壊後の不良債権が百兆円でしたので、中国では、少なくとも見てその二倍、場合によっては三倍から四倍ぐらいの不良債権が将来的に生じてくる可能性があるということです。これを二点目として申し上げます。

（日銀によるマイナス金利導入の影響）

三点目は、日銀によるマイナス金利導入の影響です。マイナス金利の導入は、それぞれの主体に対して一定程度のプラスの効果をもたらします。

金融機関にとつても、当面、日銀が国債を高く買ってくれますので、すぐに収益が急減するようなことにはなりません。その意味で、マイナス金利の導入には、一定程度の景気の下支え効果が存在します。

しかし、どこまでも緩和できるかと申しますと、そうではありません。OECDのレポートによりますと、現金を保有することには、盗まれたりなくしたりするコストが存在します。このコストを金利に換算しますと、マイナス〇・七五%からマイナス二%程度に相当するようです。現にスウェーデンは金利をマイナス一・二五%まで下げていますが、どこまでも金利を下げられるわけはありません。

特に日本の場合、ヨーロッパと比べてマイナス金利の引き下げ余地はおそらくかなり限定的なものになってくるように思います。なぜなら、日本

では治安が良いため、現金が盗まれるリスクは小さく、現金決済が一般的に普及していることが挙げられます。さらに、ヨーロッパでは、マイナス金利が導入されたとき、預金金利が一%程度でしたので、さらなる引き下げ余地があつたわけですが、日本では、預金金利がほとんどゼロのところ、マイナス金利が導入されましたので、下げたとしても、マイナス〇・五%から一%ぐらいのところがいずれではないかと思われます。

その意味で、日銀はこれまでかなり金融緩和のカードを使っており、残されたカードは少ないわけですが、それでも、マイナス金利には一定程度の景気の下支え効果が存在するというのが、三 puntiに申し上げたいことです。

(日本経済のメインシナリオ)

四項目として、日本経済を巡って、国内要因で

少し好材料が出てきているということを申し上げます。具体的には、実質賃金が増加している他、原油価格が下がったことによって交易条件が改善してきています。さらに、この秋には、十兆円を大幅に上回る規模の経済対策が策定される可能性があるとも言われています。他方、海外要因に関しては、かなり下振れを警戒しておく必要があるだろうと考えています。

（アベノミクスの成果と課題）

五項目として、アベノミクスの成果と課題を取り上げます。先ほど申し上げたことと若干重複しますが、従来のアベノミクスの三本の矢の中で、一本目の矢の金融政策に負担がかかり過ぎていることが非常に大きな問題です。黒田日銀総裁が孤軍奮闘するような状況になりつつあります。二本目の矢の財政政策は、大胆な財政政策ではなく

て、機動的な財政政策です。したがって、短期的には財政を出しても良いわけですが、中長期的には財政規律を維持することが重要であり、特に社会保障制度の抜本的な改革が必要です。

海外に行きますと、アベノミクスは、結局、クダノミクスではないかと言われることがあります。三本目の矢の成長戦略は、メニューとしては非常に良いものが出てきているわけですが、農業、医療・介護、とりわけ労働市場という最も大きな改革の効果が期待できる分野において、既得権に踏み込むことができず、結果的に、三本目の矢に関してはまだ取り組みが不十分であるというのが実情です。誰もが多くの文句を言わない一本目の矢の金融政策に過度な負担をかける一方で、国民にとって耳の痛い社会保障制度の抜本的な改革や岩盤規制の緩和などの本丸には踏み込めていないと言わざるをえません。

もう一つ、分配面で見て、アベノミクスの果実が一部の主体に偏っているという問題があります。非製造業、中小企業、地方の所得や資産の少ない人々や、若年層・子育て世代に、さらにきめ細かく所得の再分配を図っていく、これがこれからのアベノミクスの課題になると思います。

（米国の出口戦略の影響）

六点目は、米国の出口戦略と、これが世界経済に与える影響です。今、米国の金融政策が拙速に出口に向かう可能性は小さくなっており、年内にあと一回利上げするかしないかという程度と見られています。このように、米国の利上げがスローダウンすることは、為替のドル安への調整を通じて、アメリカの製造業やエネルギー価格を支える効果を持ちます。米国の利上げが見送られることを基点とする好循環が、世界経済の底割れを防い

でくれる可能性が高いと思われます。

（日本経済のリスク要因）

七点目は、日本経済のリスク要因です。リスクは、Brexitの悪影響の拡大、中国経済の下振れ、米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、地政学的なリスクを背景とするリスクオフ（円高・株安）など、もっぱら海外にあります。このように、地政学的なリスクが高まっている根底には、米国オバマ政権の消極的な外交姿勢があります。米国が世界の警察官であることをやめたことから、世界中でひずみが生じ、同盟の揺らぎのようなものが起きている状況です。

例えば、中国や北朝鮮が米国の足元を見て強硬策に出ています。テロに見舞われたフランスは、本来は米国に頼りたかったわけですが、もう米国は頼りにならないということでロシアに接近し、

そこからウクライナなどの問題が出てきました。サウジアラビアとイランが国交を断絶しましたが、これは、米国とイランが急接近したことが背景にあります。さらに、移民の増えたドイツがトルコと接近するなど、世界中の至るところで、米国の消極的な外交姿勢に端を発した同盟の揺らぎ、地政学的なリスクがくすぶっている状況です。

米国では、今、大統領選挙が行われています。仮に共和党のトランプ候補が政権を取りますと、米国は従来以上に内向きになる可能性があります。例えば、ジャパンバッシングのようなことが起きて、日米関係が悪化するリスクがあります。従来以上に地政学的なリスクが出てくる可能性もあります。もともと、トランプ候補が政権を取ったときにどうなるかは、なかなか読み切れないところがあり、常識的に考えますと、万一政権を取

れば、ある程度のスタッフをそろえて、それほど極端ではない政策を実施する可能性もあります。例えば大型の法人税減税や、古くなったインフラの整備などが行われるようなことも考えられます。いずれにしても、トランプ政権は、非常にハイリスク・ハイリターンの政権であるように思います。他方、民主党のヒラリー候補が政権を取ったとしても、サンダース候補に引張られて、政策が左寄りになってしまっている状況ですから、今の国際政治の情勢から見て、地政学的なリスクが落ちつくまで難しい状態が続いていくのではないかと考えています。

（金融市場の展望）

最後に、八点目の金融市場について申し上げますと、株価は、日経平均株価で、PBR一倍の一万四千五百円ぐらいのところが下値のめどとして意

識される可能性があります。他方、秋には大型の経済対策が出てきますし、日銀も、残されたカードは少ないとは言え、金融緩和を進めていくことを考えますと、上値の方は、一万七千円プラスアルファぐらいのレンジの中で進んでいく形になるのではないかと考えています。その際、株価の動きとしては、ちょうどノコギリの刃のように、上がるときはじりじり上がるが、落ちるときは一気に落ちることを繰り返していくことが想定されます。

長期金利は、日銀が市場に出てくる国債をほとんど買っておりますので、少なくとも一、二年は非常に低い状態が続きます。ただ、向こう三年から五年ぐらいで、日銀が出口に向かって進んでいきますと、そのときは長期金利が少なくとも二％を超えていく可能性が高いと見ています。さらに、向こう五年から一〇年ぐらいで日本の財政赤

字が解消しないようであれば、将来、五％レベルを超えて、非常に大きく金利が上がってしまう可能性が出てくるように思います。

今日は、以上の八つの点に関し、なぜそう考えているかということについて、残された時間で実際のデータを使ってお話をさせていただきます。

一、Brexitが日本経済に与える影響

（日本経済の見通し）

資料2ページは、日本の実質GDPの見通しです。これによりますと、二〇一六年度が〇・七％、二〇一七年度が〇・七％となっており、一％には届かない水準にとどまっています。なお、ここでは、まだBrexitの影響は織り込んでいません。一言で申しますと、非常に低いレベル

で緩やかな景気拡大が進むことをメインシナリオに据えているということです。

(Brexitが日本経済に与える影響——悲観的シナリオ)

資料3ページは、私どものマクロモデルを使って、Brexitによって日本のGDPがどれぐらい押し下げられるかを推計したものです。ここでは、日本経済への影響は、三つの要素によって決まると考えています。一つ目は為替で、表の縦軸は為替がどれだけ円高に進むかについて三つのケースを想定しています。二つ目は株価で、表の横軸は株価がどれだけ調整するかについてやはり三つのケースを想定しています。三つ目は世界経済の動向で、ケース①の悲観的シナリオでは、表の下(注2)のとおり、リーマン・ショックと同じぐらい世界経済が落ち込む場合を想定してい

ます。表の真ん中にありますが、この悲観的シナリオにおいて、為替が一五%の円高、株価が二〇%の下落と、ほぼリーマン・ショック並みのマーケットの動きを想定した場合で、日本のGDPはマイナス一%強程度の下押し圧力を受けるとになり、実質GDPは五兆円以上減少すると見込まれています。

(リーマン・ショックとの比較)

リーマン・ショックは、金融システムにおいて生じたショックであって、大事なポイントは予見可能性があるかどうかです。リーマン・ショックの際に問題になったのは、サブプライムローンを基に組成された証券化商品、言わば毒まんじゅうが世界中に配られ、どこに毒が入っておりどこに毒が入っていないか、誰にもわからなかったことです。その商品は、ドイツの片田舎ですら投げ売

りされ、価格も二割以下まで下落するという、あらゆる種の金融パニックが生じたわけです。

Brexit の場合も、今後の英国の選挙など不透明要因はありますが、二年かけてゆっくりと話し合いながら英国の離脱を進めていくということですから、リーマン・ショックのときと比べれば、金融システムが危機に陥る可能性は限定的であり、当時のようなパニックに至るリスクはそれほど大きなものではないと考えられます。

ただ、あえて申し上げれば、日本は英国に累積ベースで十兆円以上の直接投資をしています。日本から千三百八十社の会社が英国に出ています。金融業について申しますと、統一パスポートに基づき、ロンドンに拠点を置けばヨーロッパ全体で銀行業務を営むことができたわけですが、交渉の結果が出るまでは、この制度がどうなるかわからない状態が続きます。最近、ゴールドマンサック

スその他幾つかの欧米系の投資銀行が一気に千人単位でロンドンから人を引き揚げる方向で動いています。これをきっかけに、バブルが生じていたロンドンの不動産価格が急落して、金融システムに影響するリスクに一定の注意を払う必要はありますが、リーマン・ショックと比べれば、かなり秩序立った調整になってくる可能性が高いように思います。

(Brexit が日本経済に与える影響——現実的シナリオ)

資料4ページは、ケース②の現実的シナリオを整理したものです。ここでは、為替と株価について、ケース①と同様に三つの場合を想定しています。他方、世界経済の動向については、表の下(注2)のとおり、IMFの試算等を考慮して、リーマン・ショックのときと比べかなり限定的な

落ち込みを想定しています。表の真ん中にありますのが、この現実的シナリオにおいて、為替が一五%の円高、株価が二〇%の下落となるケースで、このとき日本のGDPはマイナス〇・三%程度の下押し圧力を受けると見込まれています。

英国の国民投票の結果が明らかになった後、マーケットは一旦大きく落ち込みましたが、ここに来て、株価も為替もかなり戻ってきています。例えば株価は、離脱が決まる前日と比べて、今は大体三%前後の下落にとどまっています。また、為替も、離脱が決まる前日と比べて、今は三%ぐらいの円高にとどまっています。資料3ページ、4ページの表で見ますと、マーケットがこのまま収まるようであれば、Brexitの影響は、左上の欄（為替が五%の円高、株価が一〇%の下落）よりさらに軽微な、微々たるものとどまる可能性があるように思います。

このように、短期的な影響はそれほど大したものではありませんが、数十年という単位で考えますと、Brexitに伴って、今まで進んできたグローバルゼーションが大きな曲がり角を迎える可能性があり、そこから地政学的なリスクが生じたり、中国の台頭が起きたりするようなことを頭の片隅に置いておく必要があると考えています。

三、中国「バブル」崩壊のリスク

（中国経済を取り巻く環境）

資料5ページは、今日の二つ目のテーマである中国経済に関連して、これを取り巻く環境のイメージを整理したものです。冒頭でも申し上げましたように、中国経済には、全体として一千兆円以上の金融面での過剰が存在します。そして、そのコインの裏側として設備ストックの過剰が四百

兆円以上存在します。これに対して、やろうと思えば、まだ潜在的には六百兆円から八百兆円程度の財政出動の余地があります。したがって、少なくとも一、二年ぐらひは、カンフル剤で問題を先送りすることが可能ですが、早ければ三年から五年ぐらひ先のところで、非常に大きなバブル崩壊のリスクが生じてくる可能性があると見ています。一言で申し上げれば、「短期＝楽観。中長期＝悲観」という考え方です。

資料6ページは、社会融資総量残高のGDPに対する比率がトレンドからどれぐらひ乖離しているかを表しています。ここでも示されておりますように、二〇一六年の時点で、一千兆円以上の融資の過剰が存在する状況です。最終的な不良債権の規模としては、少なく見て二百兆円、場合によっては三百兆円から四百兆円に上ると見ています。

資料7ページの左側のグラフは、中国が過去数十年間、どのような経済発展の経路を描いてきたかをマクロ的に見たものです。このグラフの縦軸は労働係数（労働投入量をGDPで割ったもの）で、数値が大きくなるほど労働の効率が悪くなることを示しています。横軸は資本係数（資本ストックをGDPで割ったもの）で、数値が大きくなるほど資本の効率が悪くなることを示しています。グラフの中で、右上に移動して原点から遠ざかりますと、中国の技術レベルが後退していることを、他方、左下に移動して原点に近づきますと、技術レベルが進歩していることを表しています。改革・開放路線の後、中国のマクロ的な技術レベルは、基本的には上から下に向かって動いてきました。つまり、資本装備率を上げ労働の効率を良くすることによって、かなりの技術進歩を遂げてきたと言えます。その後、ここ数

年ぐらいは、左から右に向けてほぼ水平に動いています。このことは、ここ数年間、マクロ的な技術レベルが停滞していることを表しており、そのような中で、設備ストックが四百兆円過剰になって、急速に資本の効率が悪くなっているという状況にあります。

右側のグラフは資本係数の動きで、上に行くほど設備ストックが過剰であることを示しています。二〇一二年では、十九・四兆元の実質資本ストックの過剰が存在することになり、これを名目ベースに直して円に換算しますと、四百兆円以上、設備ストックが過剰な状況となっています。

このため、例えば自動車などでは、設備稼働率が五〇%にとどまり、半分しか設備が動いていない状況となっています。

資料8ページは、中国の財政出動余地を表しています。グラフの右端に中国①、中国②と書いて

あります。中国①は、米国、英国、ドイツ、フランスといった先進国と同程度まで財政が悪化してもよいと考えた場合です。このとき、中国の財政出動余地は三十二兆元、円貨に換算すると六百兆円程度となります。中国②は、イタリア、ポルトガル、スペインといった南欧諸国やアイルランドと同程度まで財政が悪化してもよいと考えた場合です。このとき、中国の財政出動余地は四十三兆元、円貨に換算すると八百兆円程度となります。このことから、中国では、潜在的にはまだ六百兆円から八百兆円ぐらいの財政出動余地があるということができるように思います。

(中国経済のシナリオ)

資料9ページの表は、こうした環境を踏まえて、今後の中国経済のシナリオを表しています。三つのシナリオがあり、①が六%台の成長を維持

する標準シナリオ、②が資本ストックの調整が行われる「資本ストック調整シナリオ」、③が自然体（レッセフェール）で放置したときの「メルトダウンシナリオ」です。三つ目のシナリオのとおり、自然体で放置しますと、瞬間風速でマイナス八%ぐらいまで、中国経済が減速するリスクがあります。

資料10ページが、「メルトダウンシナリオ」の概要です。経済成長は三つの要因で決まります。

一つ目が技術要因です。先ほど触れましたが、中国では、マクロ的に見た技術進歩が停滞しており、今後、技術要因の寄与はほぼ期待できなくなる可能性があります。二つ目が資本要因です。今まで中国では、外資を自転車操作的に呼び込み設備を増やすことによって、自己実現的に経済を支えてきました。しかし、今や、設備ストックが四百兆円の過剰となっており、設備のストック調整

の連立方程式を解きますと、グラフの資本要因で表されているところまで設備の寄与は落ちてしまう可能性があります。三つ目が労働要因です。三つのうち、労働要因だけがかるうじて経済を支える形で、潜在成長率は自然体では一・六%まで下がります。そのとき、瞬間風速では大幅なマイナス成長の可能性が存在することを、リスク要因として警戒していく必要があるということです。

資料11ページのグラフで、折れ線は景気循環信号指数を表しています。十個のデータを合成したもので、中国ウォッチャーが今非常に注目している指標です。このデータに基づいて、政策判断の局面を五つに分けることができます。すなわち、過熱、やや過熱、安定、やや低迷、低迷です。中国の政策当局は、これらの中でも、低迷に陥ることは何としても避けたいと思っており、短期で見れば、おそらくカンフル剤で支えていくことにな

るでしょう。今回も、低迷に陥る一ミリぐらい手前のところで、政策を転換し、中小企業に対する減税などが行われました。その結果、景気は、緩やかながらも、人為的に支えられて成長するという段階に入ってきています。

その中で、特にてこ入れをしているのが住宅投資です。資料12ページにありますように、中国の経済は、短期的にはほとんど株価と連動していません。他方、不動産価格が上がりますと、経済を刺激する効果がありますので、不動産価格と中国経済は非常に連動性が高いという構造になっています。棒グラフは、住宅価格指数の上昇都市数から下落都市数を引いたもので、これが動きますと、折れ線で表した住宅価格指数が、半年遅れて追随するという傾向があります。現状を見ますと、住宅価格指数が、大都市部を中心に上昇傾向にあり、不動産バブルとも言えるような様相を呈

しています。このことは、当面の中国経済の底割れを防ぐ要因として作用してくることになるように思います。

結論として、中国経済は、今後、一、二年ぐらいはカンフル剤でもたせることができますが、その後、早ければ向こう三年から五年ぐらいのところで、非常に大きなバブルの崩壊が起き始める可能性があると見ています。

四、日銀によるマイナス金利導入の影響

(ヨーロッパの経験)

資料13ページ以降は、日銀によるマイナス金利導入の影響に関連する資料です。

資料13ページは、左上がユーロ圏、左下がデンマーク、右上がスウェーデン、右下がスイスのそ

れぞれについて、金利と貸出の推移を整理したものです。これを見ますと、全体としては、金利をゼロに近いところ又はマイナスまで下げても、貸出が明確に伸びるところまでは至っていないことが読み取れます。

次に、先の四つの国・地域について、一〇年債利回り、実質実効為替レート、株価指数、住宅価格指数の関係を見ていきます。

資料14ページでは、縦軸に為替レートをとり、横軸に一〇年債利回りを取っています。これらのグラフから、概して、金融が緩和され金利が低下しますと、当該国・地域の為替レートは下がる傾向にあることが見てとれます。

資料15ページでは、縦軸に株価を取っています。金融が緩和され金利が低下する中で、株価は比較的底固く推移していることがわかります。

資料16ページでは、縦軸に不動産価格を取って

います。マイナス金利を導入しても、实体经济に対する直接的な刺激効果はそれほどないわけですが、不動産市場にお金が流れることにより、不動産価格は比較的底固い動きをしていることがわかります。

（マイナス金利が金融機関、企業、家計に与える影響）

資料17ページは、金融機関、企業、家計の各主体に対して、向こう一年程度で、マイナス金利がどれぐらいプラスマイナスの影響を及ぼすかを整理したものです。

表の下の注釈にありますように、ここでは二つのケースを想定しています。ケース①では、長期金利がマイナス〇・一％余りの場合を想定しています。今はマイナス〇・二％ぐらいですので、ケース①の想定よりもマイナス幅が大きくなって

います。ケース②では、長期金利がゼロ%まで戻ってしまう場合を想定しています。

左側の金融機関の欄を上から下に見ていただきますと、一番上のところで、マイナス六百五十六億円という数値が出てきます。これは、金融機関が日銀に当座預金を置いていたため、マイナス金利に伴うペナルティーが一年間で六百五十六億円発生することを示しています。日本では、金融機関の経営に配慮して、マイナス金利の適用範囲が狭くなっておりますので、ヨーロッパなどと比べますと、影響の大きさは四分の一以下にとどまっています。

なお、日本では、リーマン・ショックの後、日銀当座預金に対して臨時に〇・一%の付利がなされており、金融機関に対して一年間で二千百億円のプラスが発生しています。

もう一つ、日銀が高く国債を買ってくれますの

で、ケース①ですと、金融機関の収益に二兆六千億円程度プラスの影響が出てきます。この他、預金金利が下がることによるプラスの影響、貸出金利が下がることによるマイナスの影響にも留意する必要があります。これらを全部ネットアウトしますと、金融機関について、少なくとも当面はプラスの影響が出るのが想定されます。

もちろん、五年、一〇年という長い目で見れば、イールドカーブが潰れることなどの影響で、地銀の再編成等につながるような動きが出てくることも予想されます。

企業、家計につきましても、預金金利が下がったことによるマイナスより、貸出金利が下がったことによるプラスの方が大きいので、日銀のマイナス金利政策は、最終的にはすべての損を日銀がかぶる形で、金融機関、企業、家計の他、国債を発行する国に対してもプラスの影響をもたらし、

ある程度日本経済を支える効果を持つことが想定されるわけです。

五、日本経済のメインシナリオ

（日本経済は「踊り場」が継続）

資料18ページから22ページは、日本経済のメインシナリオに関する資料です。

資料18ページにおいて、輸出と生産の推移を表しています。このグラフからも見てとれますように、日本経済は、まさに一進一退の踊り場という状態が続いています。ただ、以下で申し上げますように、国内要因で三つのプラス材料が出てきています。

（好材料①——実質賃金はプラスに転換）

一つ目は、実質賃金がプラスに転換したことで

す。今、参議院議員選挙が行われており、その中で、与野党間で賃金が上がったかどうかという議論がなされています。ここで、賃金には四つの種類があることに留意する必要があります。すなわち、名目で見るか実質で見るか、さらには、一人当たりで見えるか、一人当たり賃金に雇用者数を掛け合わせた賃金総額で見えるかということです。

これらの中で、国民経済にとって最も重要なのは、一人当たり賃金に雇用者数を掛け合わせた、国民の懐に入るお金の総額を実質化したものです。

例えば、私と家内の二人の家計があり、これまで私が一人で働いて三十万円もらっていたとします。その後、アベノミクスで景気が良くなつて、家内がパートに出て十万円もらうようになったとします。そうしますと、私の家全体の収入は、今まで私一人が稼いでいた三十万円から、私と家内

が二人で稼ぐ四十万円に増えて、明らかに稼ぐ
いが良くなったことになります。他方、一人当
りの賃金は、四十万円を二で割って、二十万円
ということになります。景気が良くなるがゆえに、
一人当たりの賃金が減ってしまうという数字のマ
ジックが存在するわけです。ここで大事なのは、
国民の懐に入るお金の総額であり、言い換えれ
ば、一人当たり賃金に雇用者数を掛け合わせた金
額を実質化したものです。

資料19ページのグラフを見ますと、前年比で
二・五%増加しています。十ヶ月連続で増えてい
るわけですから、徐々に国民の懐ぐあいは最悪期
を脱し、改善してきていると言えましょう。

(好材料②)——原油安が日本経済を下支え)

二つ目は、原油安がもたらすメリットです。資
料20ページの上の表の左上に○が書いてありま

す。ここで示されておりますように、私どものマ
クロモデルで計測しますと、原油安に伴い、原油
価格が百五ドルで高どまりしていたときと比べ、
二〇一七年度の日本のGDPが〇・九%程度、五
兆円近くかさ上げされる効果があります。

資料21ページのグラフにおいて、縦軸は、各国
の中国依存度、すなわち、各国のGDPに対する
中国向け輸出の比率を表しています。上に行くほ
ど中国への依存度が高く、中国経済の減速に弱い
国を表しています。横軸は、各国の資源依存度、
すなわち、各国のGDPに対する資源輸出の比率
を表しています。右に行くほど資源輸出への依存
度が高く、資源安に弱い国を表しています。この
ように、世界の国を、中国依存度と資源依存度
によって四つのタイプに分類して整理しています。

ご注目いただきたいのは、各国の○の大きさで
す。日本からその国に向けた輸出の規模を○の大

きさで表しています。一目で、○の大きな国は、左上の象限に集中していることがわかります。つまり、日本の貿易相手国の多くは、中国の減速には弱い、資源安には強い国であるということです。ここから、資源価格の下落は、日本経済に与える影響から見れば、それほど心配する必要はなく、むしろ日本経済にとってはプラスであると言うことができましょう。ただ、中長期的には、中国経済が減速することに伴う悪影響について、細心の注意を払って警戒していく必要があるように思います。

(好材料③)——平成二七年度補正予算の進捗

資料22ページの左側の表の一番下の欄に、平成二七年度補正予算によって、GDPを○・三%程度押し上げる効果があることが示されています。今年度も、補正予算で十兆円を大幅に上回る規模

の経済対策が策定される可能性があるとも言われています。

以上で申し上げてきた三つの要因が、今後、日本経済を支えていく展開が想定されています。

六、アベノミクスの成果と課題

(日本企業の「七重苦」)

ここからアベノミクスの成果と課題に入っていきます。私はアベノミクスの基本的な方向性は正しいと考えています。

資料22ページには、これまで日本企業を苦しめてきた七つの問題点を掲げています。ここでは、日本企業を海外に追いやって空洞化を進める五つの問題点——これをわが国の財界首脳は「追い出し五点セット」と命名しました——に、電力不足・電力価格の上昇と日中関係の悪化を加えて、

日本企業の「七重苦」として整理しています。

安倍政権は、基本的にこれらを全て反対の方向に転換しようとしています。民主党政権下で行われたような、企業の足を引っ張るアンチビジネス的な政策から、まずは企業を元気にすることによって、日本経済を良くしていくというプロビジネズ的な政策への転換が図られました。それから三年が経ち、今は、次のステップとして成長と分配を両目でにらむ方向に動いてきている状況です。

（従来の「アベノミクス」の三本の矢）

資料24ページでは、アベノミクスの三本の矢について整理しています。一本目の矢は金融政策ですが、これに負担がかかり過ぎている状況です。

二本目の矢は機動的な財政政策ですが、社会保障制度の抜本的な改革などによる財政規律の維持が

求められています。三本目の矢の成長戦略に關しては、下から二行目にありますように、岩盤規制の緩和が課題となっています。農業、医療・介護、労働市場など、既得権が強い分野に踏み込んで、規制緩和を強化していく必要があります。

これらの点に照らしますと、これまでのアベノミクスの取り組みはややポピュリズム的な傾向があり、国民にとって耳の痛い社会保障制度の改革や岩盤規制の緩和に踏み込めていないと言わざるをえません。これらがこれからの安倍政権の最大の課題になっています。

（アベノミクスが抱える課題）

今申し上げた点を整理したのが、資料25ページの三項目です。一つ目が、社会保障制度の抜本的な改革、二つ目が、従来の三本目の矢の成長戦略の強化、三つ目が、家計部門の所得の改善です。

今日私が強調したい大きなポイントは、国民の所得を伸ばそうとするとき、分配政策だけでは限界があるということです。二つ目の成長戦略と三つ目の分配政策は一体の課題であり、これらを同時並行的に行っていくことこそ、持続的に国民の所得を伸ばしていくための鍵になります。企業が無理に従業員への分配を増やそうとしますと、いずれ企業経営が傾いてしまい、長い目で見てむしろ国民の賃金が減ってしまうおそれがあります。言葉を変えれば、企業が横取りをしているから国民の賃金が伸びないわけではありません。国民の賃金が伸びない背景には、企業の稼ぐ力、競争力が落ちてきていることがあります。三本目の矢の成長戦略によって、もう一度企業の稼ぐ力、競争力を取り戻すことと、きめの細かい分配政策を同時並行的に行うことがポイントになります。

（何故、賃金が低迷しているのか）

何故、そのように考えているのかを、資料26ページの表に基づいて説明します。日米独の三ヶ国について、二〇〇〇年から二〇〇九年の時間当たり実質賃金上昇率の平均値を比較しますと、日本だけがマイナスになっています。表では、この数字を、労働生産性、企業の競争力等、労働分配率という三つの要因に分解して整理しています。これを見ることで、これまでどこに問題があつて賃金が伸びなかったのか、これからどこにてこ入れをすれば賃金が伸びていくのかを定量的に議論することが可能になります。

最初にご覧いただきたいのは、三つ目の労働分配率で、企業が稼いだお金のうち国民の懐に入るお金の割合です。日本はマイナス〇・三％ポイント、実質賃金を下げる方向で働いています。ただし、他の国もほとんど同じぐらいのマイナス寄与

になっており、労働分配率を高めることによって実質賃金を高めようとすることは、国際的な潮流に逆らうような面があります。そもそも、国際的に見れば、日本の労働分配率は決して低いわけではなく、真ん中もしくは真ん中より若干高いぐらいの状況となっています。これらの点を踏まえれば、労働分配率を引き上げることによる実質賃金の伸びしろは、残念ながらかなり限定的なものにならないと考えられます。

他方、一つ目の労働生産性の寄与度に関しては、日本は米国やドイツを下回っています。二つ目の広い意味での企業の競争力等の寄与度もマイナス幅が最大になっています。これらの二つは、分配政策によって向上するようなものではありません。そこで三本目の矢の成長戦略が重要になってきます。岩盤規制の緩和、法人税の減税、TPPへの参加など、三本目の矢の成長戦略によつ

て、労働生産性を上げ、企業の競争力等を高めていくことが、これから国民の賃金を持続的に伸ばすための鍵になるということです。

これらの中で、特に伸びしろが大きいのは、サービス業の労働生産性を上げることです。今、日本のサービス業の労働生産性は、米国の半分ぐらいのレベルにとどまっています。サービス業は、日本経済の七割を占めているわけですから、仮にサービス業の労働生産性が一割上がれば、それによって、日本のGDPは単純計算で七%ぐらい、金額で三十兆円程度高まります。さらに、もし、日本のサービス業の労働生産性が米国のレベルまで上がれば、日本の労働生産性は六割ほど上がり、GDPの金額で二百数十兆円拡大します。他方、農業が成長戦略の柱であると言っても、日本のGDPベースの農業の付加価値はわずか五六兆円しかありません。仮に、これを三倍にして

十一兆円余り増やしたとしても、たかが知れています。これに対して、サービス業の労働生産性を一割上げるとは、もともとのレベルが極めて低いわけですから、それほど難しい話ではありません。サービス業の労働生産性を上げることが、これからの日本の成長戦略にとって宝の山になってくると言うことができます。

（日本の労働システムの問題点）

そのときに重要になってくるのが、労働市場の抜本的な改革を行うことです。資料27ページのとおりに、日本の労働市場は極端に二極化した状況にあります。非常に恵まれたメンバーシップ型正社員と不安定な非正規雇用の二つしか働き方がなく、多様な働き方ができない状況になっています。

これらのうち、メンバーシップ型正社員について

では、二つの問題があります。一つは、雇い主の人事権が非常に強く、正社員は、何でも屋のような形であちこちに異動させられ、自分の専門分野を持ってないことです。過重労働の問題や社員の健康問題なども生じがちです。

もう一つ、正社員には雇用保障が存在するため、日本企業は、判例の四要件が満たされない限り、つまり、経営が徹底的に追い込まれない限り、リストラすることができません。本来は、景気が良いときに、円滑に成長分野に人を異動させる攻めのリストラが必要となるわけですが、現実には、そのような形でリストラを進めることは困難です。結果的に、生産性の低いところに人が張りついてしまい、産業構造の変化が妨げられて、国全体の生産性も上がらないことになってしまいます。また、雇用保障の裏側には定年制がありますので、高齢者の活用なども進みません。

二つ目の非正規雇用については、非正規労働者が不十分な職業訓練しか受けられず、スキルの向上を図ることが難しいという問題があります。このことと、先ほど来申し上げてきたことが相まって、労働生産性の低迷、国際競争力の低下といった問題が生じています。

さらに、非正規雇用に関しては、格差の固定化やブラック企業の問題なども出てきており、将来不安から、なかなか結婚に踏み切れなかったり、消費を手控えたりするような現象が生じています。結婚が進まないことは、少子化の問題にも結び付いてきます。

定量的に検証を行った結果、将来が不安なこと、消費のレベルが、一九八三年からの累計で四％程度押し下げられていることがわかりました。裏を返しますと、労働市場の改革を進め、社会保障制度の抜本的な改革を行うことなどによつ

て、将来不安をなくすることができれば、消費を四％程度拡大することが可能になると想定されるわけです。

（労働システム改革の全体像）

七月一〇日に投票が行われる参議院議員選挙では、与党が勝利を収めることになると思われます。その勝利で得たポリティカルキャピタルを、メディアも含めて最も反対の強い労働システムの改革に集中的に投入することができれば、我が国の労働生産性を上げることが可能になります。労働市場の改革を進め、サービス業の労働生産性を上げるところに、大きな経済成長の魚影が存在するということです。

具体的にどうすればよいかという点に関しては、資料28ページで整理しています。まずは、メンバーシップ型正社員と非正規労働者の間の格差

をなくし、同一労働同一賃金の原則で多様な働き方を実現することが考えられます。労働時間の規制を強めることで、ワークライフバランスを改善するようなことも考えなければなりません。解雇に関しては、あっさりと懲戒解雇を認める一方、事業所の閉鎖に伴う集団解雇は企業が破綻する直前まで認めないなど、バランスの悪いものとなっておりますので、関連する規制を正常化することが必要です。職業訓練を充実させたり、セーフティーネット等で貧困の連鎖を断ち切ったりすることも重要です。

こうした取り組みを進めることを通じ、国際競争力を上げ、将来不安をなくすることによって、個人消費を増やし、出生率を上げていくことが、これからの安倍政権に課せられた、ある意味で最大の課題であると言えます。

（消費増税の実体経済への影響）

資料29ページの表は、二〇一七年四月の消費税率引き上げの延期が実体経済に及ぼす影響を試算したものです。右端の部分に示したとおり、二〇一六年度の経済成長率は、駆け込み需要がなくなるため、〇・三%ポイント下がります。他方、二〇一七年度は、経済成長率が〇・七%ポイント高まります。ただし、長い時間軸で見ますと、朝三暮四という話ではありませんが、増税を先送りすることによって、いずれはもっと大きな負担増が生じてくることになります。消費税率の引き上げを先送りして、目先の経済状態を少々良くしたぐらいで、日本の財政が再建できるような甘い状況ではありません。長期のシミュレーションを行ってみますと、一%ポイント経済成長率が上がることにプラス効果より、一%ポイント長期金利が上がることにマイナス効果の方がはるかに

大きくなります。ストックベースの財政赤字がここまで積み上がっておりますので、財政再建のためには、経済成長に加えて、社会保障制度の抜本的な改革と消費税率の引き上げを三位一体で実施する必要があります、それによって、やっと財政再建の入り口に立てるぐらいの状況であると言えます。この点に照らし、消費税率の引き上げを先送りしたことは、将来に非常に大きな禍根を残したと思っております。安倍政権は目先の景気を重視し過ぎているところがありますが、本来は五年、一〇年、あるいはもっと長いスパンで、財政赤字や少子高齢化などの問題に取り組まなければなりません。目先の景気を気にし過ぎて、ある種ポピュリズム的な要素が強くなっていることが、私の安倍政権に対する不安材料です。

七、米国の出口戦略の影響

（米国を中心とした「世界経済サイクル」）

資料30ページは、米国を中心とした「世界経済サイクル」を表しています。米国の金融政策の動向によって、大きな世界経済の流れが決まってきます。昨年末の時点で、米国では、年明け後、少なくとも四回の利上げが行われると予想されていきました。しかし、年が明けて、今の時点では、年内にあと一回利上げできるかどうかという状況になっています。米国の利上げペースが落ちれば、為替のドル安への調整が生じ、結果的に米国の製造業が支えられることになります。新興国からお金が流出する不安も小さくなります。ドルと商品市況は総じて逆相関の傾向がありますので、商品価格の極端な下値不安もなくなってきました。米国

の利上げペースが落ちることが、世界経済に対してさまざまな側面で一定の下支え効果を持つことになります。

（世界生産の先行指標に改善の動き）

資料31ページにおいて、一番下の線は世界鉱工業生産の推移を表しています。さらに、これに先行して動く指標を徹底的に調べ、大きく二つの先行指標の推移を取り上げています。一つ目は、一番上の中国の景気先行指数です。先ほども申し上げましたように、中国では、景気刺激のためのカインフル剤が打たれ、不動産価格が底入れする中で、当面、最悪期を脱する兆しが出てきています。二つ目は、その下にある米国のISM指数（製造業景況感指数）です。これも、ドル安等の影響があつて、緩やかながらも底入れする方向が出てきています。

もちろん、Brexitが金融システムに波及するリスクを見ておく必要はありますが、米国と中国という二大巨頭の状況から、自然体で見ますと世界経済は底入れする兆しが出てきているように思っています。

（米欧金融政策が世界経済に与える影響）

資料33ページの表は、米国が利上げを行う一方、ヨーロッパが金融緩和で立ち向かうという形で、米国とヨーロッパの中央銀行が頂上決戦をしたときに、どちらに軍配が上がるのか、グローバルなマクロモデルを使つて検証したものです。

まずご覧いただきたいのは、左下の①です。これは、米国が拙速な利上げを行い、ヨーロッパが量的金融緩和を行ったときのシミュレーション結果で、米国の利上げの効果が強く現れ、世界経済には一定の下振れ圧力がかかる形になっています。

す。

他方、より重要なのは右下の②です。米国が慎重な利上げスタンスを採る場合には、ヨーロッパの量的金融緩和の効果もあつて、世界経済への悪影響はほとんどゼロにとどまる形になっていきます。

もう一つ、③は、米国の利上げが新興国経済に及ぼす影響を表しています。一定のマイナスの影響は避けられませんが、メルトダウンするほど極端な下振れ圧力には至らないという結果になりました。

（新興国のファンダメンタルズは改善）

最後の点に関し、何故そうなるのかを整理したのが、資料34ページの図です。縦軸が危機に耐える力を表しており、上に行くほど危機に耐える力が強くなります。横軸が健全性を表しており、右

に行くほど健全性が高まります。過去の危機のときは、ほとんどの新興国が左下にありました。また、○の大きさは、満期一年以内の対外借入残高に対する外貨準備の比率を表していますが、過去の危機のときは、この○が小さいものにとどまっていました。外貨準備のバッファが小さかったわけです。その後の動向を見ますと、アルゼンチンを除いて、いずれの新興国も左下から右上に動いています。しかも、○が大きくなっており、外貨準備のバッファが大きくなっていることがわかります。これらのことから、米国がゆっくりと利上げをしたぐらいで、新興国が危機に陥るほど、脆弱な状況ではなくなっているということです。

八、日本経済のリスク要因、金融市場の展望

（日本経済のリスク要因）

資料35ページは、日本経済の四つのリスク要因を整理したものです。一つ目がBrexitの悪影響です。Brexitが世界の金融システムにどのような波及するかがポイントになります。二つ目が中国経済の下振れリスクです。特に、中長期で見ますと、中国経済が大きく下振れするおそれがあります。三つ目が、米国の出口戦略に伴って、新興国市場が動揺するリスクです。四つ目が、地政学的リスクを背景としてリスクオフ（円高・株安）が進行するリスクです。特に、米国の大統領選挙の状況等を見ますと、この地政学的リスクがくすぶり続ける可能性があります。このように、日本

経済のリスク要因は、国内ではなく、専ら海外にあるという状況です。

（金融市場の展望）

資料36ページのグラフでは、日本株の株価（TOPIX）の推移に加えて、三本の線で名目GDPの二ヶ月分、四ヶ月分、八ヶ月分の推移が描かれています。歴史的に見ますと、日本株の株価は、これらの三本のGDPのバンドの中で動いてきました。日本株の株価が下限に接したのは、一九七四年のオイルショック、二〇〇三年の金融危機、リーマン・ショック後の二〇〇九年から民主党政権の三年間です。二〇一二年に政権が交代し、まともな経済政策がとられるようになってから、ようやく株価が正常化してきている状況です。

その意味で、当面の日本株の下値のめどは、日

経平均株価で、P B R 一倍の一万四千五百円と見られます。日本株のP E Rを見ますと、現在、十二倍前後となっており、諸外国のP E Rが十四倍から十五倍であることと比較しますと、若干割安なゾーンにあります。今後、大型の経済対策が打ち出されることも見込まれますので、日本株の上値は、一万七千円程度を超えていく可能性もあるのではないかと考えています。

九、まとめ

最後に、改めて資料1ページにお戻りいただきたいと思います。今日のお話のポイントです。

第一に、Brexitが日本に与える影響は、リーマン・ショックより小さいと思いますが、中長期の一〇年、二〇年単位で見ますと、大きな歴史の曲がり角であったと見られる可能性があるように

思います。

第二に、中国経済に関しては、「短期」楽観。中長期「悲観」と見ています。

第三に、日銀の金利引き下げの余地はかなり小さいと考えられますが、景気の底割れを防ぐ効果は、一定程度存在すると言えます。

第四に、日本経済のメインシナリオとして、国内要因で良い材料が出ておりますので、緩やかな景気回復を想定しています。

第五に、アベノミクスの基本的な方向性は正しいと思っています。しかし、若干ポピュリズム的な傾向が出てきておりますので、社会保障制度の抜本的改革や第三の矢の成長戦略の強化が課題になっていきます。国民に耳の痛いことを言えるかどうかが問われています。

第六に、米国の出口戦略はゆつくりと進められると見込まれますので、世界経済の底割れを一定

程度防ぐ効果が期待できるように思います。

第七に、日本経済のリスク要因としては、当面は Brexit の悪影響、長い目では中国経済の下振れなどがあります。

第八に、金融市場において、日本株の株価の値のめどは、日経平均株価で一万四千五百円程度、上値としては一万七千円を超えていく展開を想定しています。

若干長くなりましたが、私からのご説明は以上でございます。今日申し上げたことが少しでも皆様のお役に立てばと考えております。ご清聴ありがとうございます。(拍手)

増井理事長 熊谷さん、ありがとうございます。経済の先行きについて明快なご説明をいただき、目の前が少し開けたような感じがいたします。

若干お時間が過ぎますので、ご質問がございましたら、お手を挙げていただければと思います。

質問者 A お話ありがとうございました。おっしゃられたことはそのとおりだと思いますが、一点教えていただきたいと思います。資料19ページに、一人当たり実質賃金×雇用者数、すなわち実質個人所得が出ており、このところ改善が見られるという姿になっています。他方、資料25ページにおいて、家計部門の所得を改善する必要があるとの指摘がなされています。これらを見て、国民の所得を全体としてもつと増やす必要があるとお考えか、それとも、国民の所得は全体として増えているが、分配を改善する必要があるとお考えか、もう少しご説明いただけないでしょうか。

熊谷 資料25ページの③は、理屈から言えば、国民の懐に入る所得が全体として増えればよいとい

うことを述べたものですが、政治的な側面、あるいは国民感情との関係で申しますと、最も厳しいバーである、一人当たりの実質賃金までしっかりと上がるような状況にしなければならないと考えています。

その意味で、今もご指摘いただいたように、分配の問題があると考えています。資料41ページをご覧下さい。これは、私どものマクロモデルを使って、アベノミクスの円安による累積的な恩恵がどのような主体に及んでいるかを整理したものです。縦軸が円安による人件費の変化、横軸が経常利益の変化を表しています。これをご覧いただきますと、大企業・製造業に圧倒的に恩恵が及んでいることがわかります。ここで注目いただきたいのは、○の大きさです。この○の大きさがその分野で働いている人の数を示しています。大企業・製造業の○は小さめで、ここで働いている人

はそれほど多くありません。多くの人は、あまり円安の恩恵を受けていない、左下の中小企業・非製造業で働いているのが実情です。

資料42ページに具体的な数字を載せています。一番上の段にありますように、アベノミクスによる円安で、全産業ベースで四・三兆円のメリットがありました。このうち、製造業は三・一兆円に上りますが、非製造業は一・二兆円しかありません。企業の規模別では、大企業が三・五兆円に上る一方、中小企業は〇・八兆円にとどまっています。その意味で、アベノミクスの恩恵は一部に偏っているのが実情です。この点を踏まえ、今後、非製造業、中小企業、地方の所得や資産の少ない人々、若年層・子育て世代などにきめ細かく分配を行っていかれるかどうか、アベノミクスの課題になります。

同じようなことは、資料43ページからも窺えま

す。左側のグラフにおいて、縦軸は家族関係支出の、また、横軸は高齢関係支出の、それぞれ名目GDPに対する比率を表しています。四十五度線は両方に同程度の支出が行われていることを表しています。この図において、日本は極端に右下に位置しており、高齢者に多額のお金を注ぎ込む一方、家族関係支出が非常に少ないことがわかります。この背景には、一票の格差が存在することや若者の投票率が低いことなどの問題があるように思います。

右側のグラフにおいて、縦軸は出生率、横軸は家族関係支出の高齢関係支出に対する比率を表したものです。国際的に見て、この二つの間には緩やかな相関があります。先ほども申し上げましたように、日本では、家族、つまり子育て世代や若年層にきめ細かくお金が行っていない状況であり、このことが少子化を招いている面があるよう

に思います。

これらの点を踏まえ、国民の所得を全体として増やすとともに、一人当たりの所得という最も厳しいハードルも越えられるように、国民所得の分配を変えていく必要があると考えています。

質問者B 今日はどうもありがとうございます。熊谷さんの話を聞いておりますと、企業経営に携わる立場からは、全くそのとおりだと痛感します。他方、参議院議員選挙での各党の主張を見てもおりますと、野党は、アベノミクスは失敗であるということを盛んに言っています。そして、その理由として、格差が拡大している、非正規労働者の割合が増えている、貧困家庭が増えているといったことが指摘されています。一部の大企業の従業員は良いが、それ以外の一般の中小企業や非製造業の従業員の生活は苦しくなっている、あるいは、大企業の法人税の引き上げ、最低賃金の引

き上げが必要であるといった主張もなされていきます。資料41ページは、こうした野党の主張を裏付けるものになっているように思います。

分配の問題は大変難しいと思いますが、今後、どのように分配の議論を進めていけばよいのか、お考えの一端をお示しいただければと思います。

熊谷 与野党の議論を見ておりますと、政策の順番が非常に重要であると思います。民主党政権では、子ども手当等を通じて分配を見直すことで、景気も好くなると考えられていたように思います。他方、アベノミクスにおける政策の順番は、成長戦略によってまずは分配の原資を作り、それを国民の各層に振り向けようとするものです。アベノミクスが始まって三年が経過し、今、分配のステージに入っているわけですが、こうしたアベノミクスの基本的な手順は正しいと考えています。

資料42ページの資料のデータに基づいて、野党やメディアは、中小企業や非製造業が全体としてデメリットを受けたと主張しています。しかし、中小企業や非製造業を全体として見たとき、いずれにおいても、わずかではありますがプラスの効果が出ていることも事実です。全体が改善する中で、製造業や大企業が受けた恩恵が大きいために、これらと中小企業、非製造業の間の格差が拡大しているというのが現状であると思います。

Brexitの影響もこれに似たようなところがあります。イギリスは、一九七三年にEC（現EU）に入ったことで、一人当たりで最も高い経済成長を享受しました。イギリスが一・八%成長する一方、ドイツは一・七%、フランス、イタリアは一%台前半の成長にとどまりました。ECへの加盟によって、イギリス経済は全体として恩恵を受けたわけです。しかし、その恩恵は金持ちのと

ころに集中しますので、経済全体が良くなる中で、格差が拡大するという問題がありました。

BrexitによってEUを抜ければ、格差は小さくなり、ジェラシーがなくなつて、国民はみんな仲良くなるかもしれません。しかし、全体の経済状況は明らかに悪くなります。EUに入っていたときと、EUを出たときを比べれば、国民の間の格差は縮小しますが、最も底辺の人々、非常に不満を持っている人々の生活は、むしろ悪くなつてしまふと思います。

そのように考えますと、アベノミクスでは、第一ステップとして、全体を底上げすることに成功しました。次のステップは、成長戦略をさらに推進することと、きめの細かい分配政策を進めることです。なお、分配に関し、一部で言われるトリクルダウンは自然には起きません。円安によって海外での売り上げが伸びて、輸出企業の収益が上

がったとしても、輸出数量が伸びない中で、中小企業にはなかなか恩恵が行き渡りません。トリクルダウンが起きにくい構造があるわけです。分配の問題については、アベノミクスの別の次元と申しますか、次のステップの課題として、きめの細かい対応を図っていく必要があると思います。成長と分配の二兎を追うことが、これからのアベノミクスの課題になると考えています。

増井理事 まだまだお伺いしたいことがたくさんあると思いますが、やや時間もオーバーしましたので、このあたりで、今日の講演会は終了させていただきますと思います。最後に、熊谷さんに盛大なる拍手をお願いいたします。（拍手）（了）

（くまがい みつまる・株式会社大和総研執行役員
調査本部 副本部長
チーフエコノミスト）

（本稿は、平成二八年七月四日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

熊谷亮丸氏

略 歴

1989年東京大学法学部卒業後、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年株式会社大和総研・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。東京大学大学院法学政治学研究科修士課程修了（旧興銀より国内留学）。総務省「情報通信審議会」委員（2015年～）、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」有識者委員（2013年～）、内閣府「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」メンバー（2013年）、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員（2002年～2011年）、参議院予算委員会調査室 客員調査員（2010年。2012年）などの公職を歴任。大阪経済大学客員教授（2013年～）。株式会社財界研究所「財界賞・経営者賞」選考委員会 選考委員（2011年～）。著書は、『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』（KADOKAWA。監修・共著）、『この一冊でわかる世界経済入門』（日経BP社。監修・共著）、『パッシング・チャイナ～日本と南アジアが直接つながる時代』（講談社）、日経プレミアシリーズ『消費税が日本を救う』（日本経済新聞出版社）、『世界インフレ襲来』（東洋経済新報社）、『2003年マーケット大予測』（日本経済新聞社。共著）、『2002年度トップアナリスト大予測』（日本経済新聞社。共著）、『1996年日本経済はこう変わる』（NHK出版。共著）など多数。各種アナリストランキングで、エコノミスト、為替アナリストとして、合計7回、1位を獲得。現在、テレビ東京「ワールドビジネスサテライト」レギュラーコメンテーターとして活躍中。NHK「日曜討論」「ニュース7」「ニュースウオッチ9」「NHKスペシャル」「週刊ニュース深読み」、テレビ朝日「報道ステーション」、フジテレビ「新報道2001」、読売テレビ「ウェークアップ! ぷらす」などにも、頻繁に出演している。

世界経済の潮流とアベノミクスの行方

2016年7月4日

株式会社大和総研
執行役員 調査本部 副本部長
チーフエコノミスト
熊谷亮丸

Japanese Economic Research

ポイント

I. Brexitが日本経済に与える影響は？

II. 中国「バブル」崩壊のリスクをどう見るか？：「短期＝楽観。中長期＝悲観」

III. 日銀によるマイナス金利導入の影響は？

IV. 日本経済のメインシナリオ：緩やかな景気回復を想定

・日本経済はメインシナリオとして緩やかな景気回復を見込むが、海外発の景気下振れリスクは残存
一国内では、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行等が好材料となる
一方で、中国を中心とした海外経済の下振れ懸念は残存

V. アベノミクスの成果と課題：労働システム改革が最大のカギ

・「社会保障制度の抜本的な改革」や「第三の矢（成長戦略）」の強化などが課題
・分配面では、非製造業、中小企業、地方の方々、若年層（子育て世代）などへのきめ細かい配慮が必要

VI. 米国の出口戦略の影響をどう見るか？

VII. 日本経済のリスク要因

①Brexitの悪影響が拡大 ②中国経済の下振れ ③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
④地政学的リスクを背景とする「リスクオフ（円高・株安）」の進行

VIII. 金融市場の展望

実質GDP成長率:16年度=+0.7%、17年度=+0.7%

<<日本経済>>: (2016年6月8日)

	前年比 (%)				前年同期比 (%)							
	FY14	FY15	FY16(e)	FY17(e)	FY14		FY15		FY16		FY17	
					上期	下期	上期	下期	上期(e)	下期(e)	上期(e)	下期(e)
実質GDP	▲0.9	0.8	0.7	0.7	▲0.9	▲1.0	1.3	0.4	0.5	1.0	0.8	0.6
内需寄与度	▲1.6	0.7	0.5	0.5	▲1.0	▲2.1	1.0	0.3	0.2	0.9	0.7	0.3
外需寄与度	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3	1.3	0.3	▲0.1	0.3	0.2	0.1	▲0.2
民間消費	▲2.9	▲0.2	0.2	0.4	▲2.6	▲3.1	0.2	▲0.7	▲0.1	0.4	0.5	0.4
民間住宅投資	▲11.7	2.4	▲0.2	0.4	▲7.6	▲15.5	1.3	3.4	▲0.7	0.3	0.5	0.4
民間設備投資	0.1	2.0	0.9	1.1	1.0	▲0.8	2.0	2.0	1.3	0.5	1.2	1.1
政府最終消費	0.1	1.5	1.6	1.5	▲0.2	0.4	1.2	1.8	1.8	1.3	1.5	1.5
公共投資	▲2.6	▲2.7	0.8	▲5.8	▲1.5	▲3.3	0.6	▲5.0	▲3.5	4.1	▲3.0	▲7.9
財・サービスの輸出	7.9	0.4	2.0	3.8	6.5	9.2	2.5	▲1.7	1.5	2.5	3.4	4.1
財・サービスの輸入	3.4	▲0.1	0.7	3.2	5.5	1.4	1.2	▲1.4	▲0.4	1.8	3.3	3.2
名目GDP	1.5	2.2	1.4	1.1	1.2	1.8	2.9	1.6	1.2	1.6	1.3	1.0
名目民間消費	▲0.8	▲0.5	▲0.0	0.8	▲0.1	▲1.6	0.1	▲1.0	▲0.5	0.5	0.9	0.7
名目民間設備投資	1.5	2.5	1.1	2.2	2.5	0.7	3.1	1.9	0.9	1.3	2.3	2.1
全産業活動指数	▲1.1	0.7	0.3	1.2	▲0.9	▲1.2	1.4	0.1	0.1	0.6	0.9	1.5
鉱工業生産	▲0.5	▲1.4	0.0	2.0	1.2	▲2.0	▲0.6	▲2.2	▲0.8	0.9	1.6	2.3
第3次産業活動指数	▲1.1	1.3	0.4	1.0	▲1.4	▲0.8	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.3
コアCPI	2.8	▲0.0	0.1	0.9	3.2	2.4	0.0	▲0.0	▲0.2	0.5	0.9	0.9
国内CGPI	2.8	▲3.2	▲1.1	1.1	4.2	1.4	▲2.9	▲3.6	▲2.7	0.4	1.1	1.0
GDPデフレーター	2.4	1.4	0.6	0.5	2.2	2.7	1.6	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4
ドル/円レート	109.9	120.1	107.0	107.0	103.0	116.8	121.8	118.4	107.0	107.0	107.0	107.0
原油価格 (WTI)	80.5	45.0	50.0	50.0	100.1	60.9	52.2	37.9	50.0	50.0	50.0	50.0

(出所) 各種統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

2

Brexitが日本経済に与える影響①

ケース①:リーマン・ショック級の影響を想定したケース

		TOPIX騰落率		
		▲10%	▲20%	▲30%
ドル 円 増 価 率	5%	▲0.95%	▲1.01%	▲1.07%
	15%	▲1.05%	▲1.11%	▲1.17%
	25%	▲1.18%	▲1.23%	▲1.29%

(注1) 図表内の数値はベンチマークと比較した日本の実質GDPの減少幅(発生後4四半期の平均値)。

(注2) リーマン・ショック級の影響を想定(世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下)したケース。

(注3) 赤枠線内は、各金融市場において、リーマン・ショック直後(2008年10-12月期、14%の円高(対ドル)、TOPIXが21%下落)相当の影響があったケースの想定。

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

3

Brexitが日本経済に与える影響②

ケース②: IMFの試算等を考慮したケース

		TOPIX騰落率		
		▲10%	▲20%	▲30%
ドル 円 増 価 率	5%	▲0.17%	▲0.23%	▲0.29%
	15%	▲0.28%	▲0.34%	▲0.40%
	25%	▲0.42%	▲0.48%	▲0.54%

(注1) 図表内の数値はベンチマークと比較した日本の実質GDPの減少幅（発生後4四半期の平均値）。

(注2) IMFの試算等を考慮（世界の実質GDPの水準が▲0.04%低下）したケース。

(注3) 赤枠線内は、各金融市場において、リーマン・ショック直後（2008年10～12月期、14%の円高（対ドル）、TOPIXが21%下落）相当の影響が
あったケースの想定。

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

4

中国経済を取り巻く環境（イメージ）

◎金融面での過剰: 1000兆円？

◎設備ストックの過剰: 400兆円？



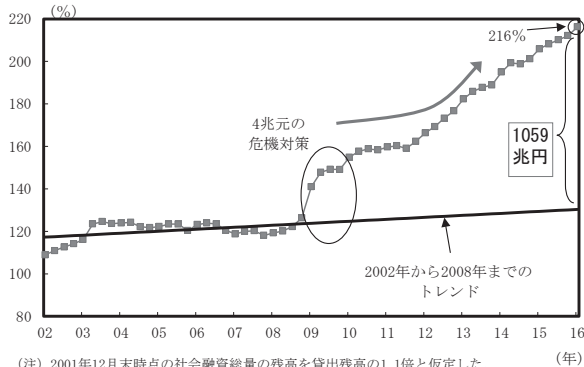
◎財政出動余地: 600～800兆円？

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

5

中国：融資は1000兆円以上過剰

中国の社会融資総量残高GDP比



(注) 2001年12月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。

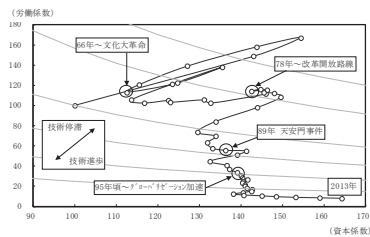
(出所) 中国人民銀行、中国国家统计局より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

6

中国：資本ストックは400兆円以上過剰

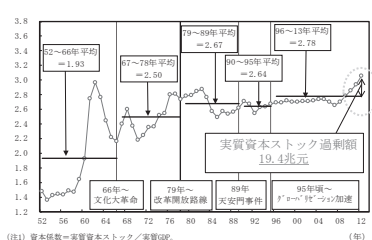
中国：労働係数と資本係数の推移



(注) 労働係数＝労働／実質GDP、資本係数＝実質資本ストック／実質GDP、いずれも60年＝100として指数化。

(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

中国：資本係数の推移



(注1) 資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。

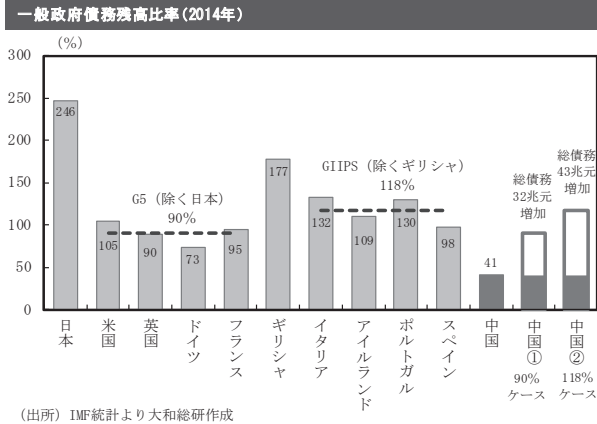
(注2) 実質資本ストック、実質GDPともに2010年価格。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

7

中国：財政出動余地は600～800兆円規模



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

8

中国経済のシナリオ

中国のGDP成長率見通し (前年比、%)						
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
①標準シナリオ	7.0	6.8	6.6	6.5	6.5	6.3
②「資本ストック調整」シナリオ	6.8	2.8	0.7	0.9	1.2	3.2
③「メルトダウン」シナリオ	6.8	0.0	-4.4	-8.4	-3.6	-1.7

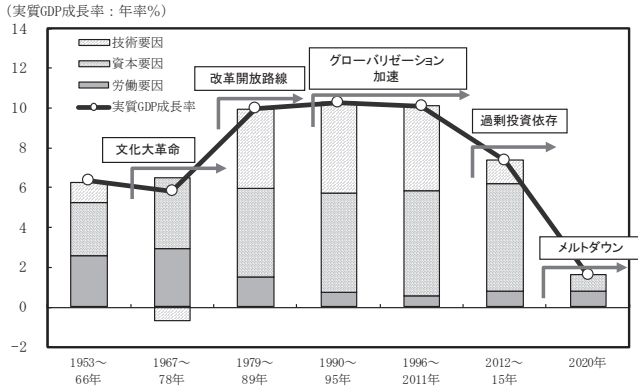
(出所) 大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

9

③「メルトダウン」シナリオ：潜在成長率が1.6%まで低下

中国：実質GDP成長率の要因分解



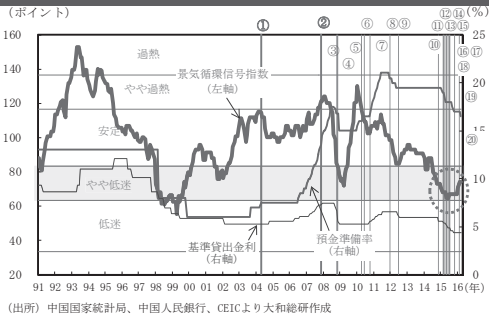
(備考) 1. 1966=文化大革命、1978改革・開放路線開始、1989年=天安門事件。
2. CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成。

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10

中国：短期的にはカンフル剤で景気を下支え

中国：景気循環信号指数



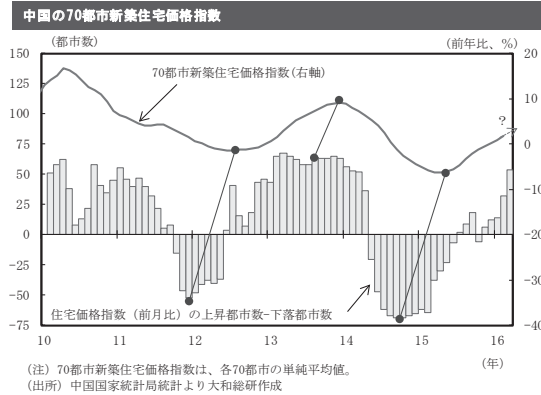
(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

- ①2004/4 総量規制強化
- ②2007/10 総量規制強化
- ③2008/10 総量規制緩和
- ④2008/11 4兆元の財政政策を発表
- ⑤2010/4 不動産規制強化
- ⑥2010/6 人民元の弾力化
- ⑦2010/10～2011/7 利上げ
- ⑧2011/12 預金準備率引き下げ
- ⑨2012/6 利下げ
- ⑩2014/11 利下げ
- ⑪2015/2 預金準備率引き下げ
- ⑫2015/3 利下げ
- ⑬2015/4 預金準備率引き下げ
- ⑭2015/5 利下げ
- ⑮2015/6 預金準備率引き下げ
- ⑯2015/6 預貸率上限撤廃
- ⑰2015/7 株価維持策実施
- ⑱2015/8 預金準備率引き下げ、利下げ
- ㉑2015/10 預金準備率引き下げ、利下げ
- ㉒2016/2 預金準備率引き下げ

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

11

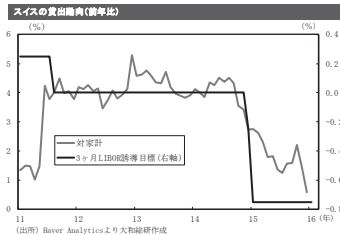
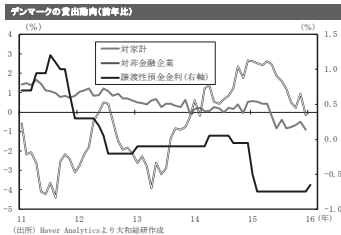
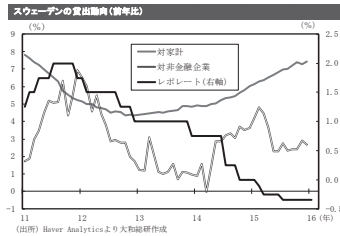
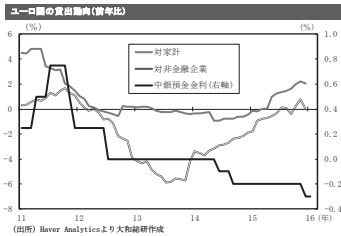
中国:住宅価格は一旦底入れ



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

12

欧州各国の貸出動向

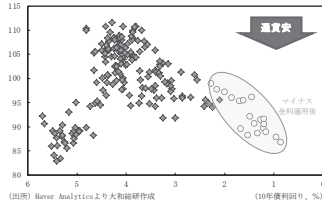


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

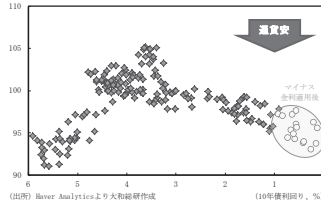
13

10年債利回りと実質実効為替レート

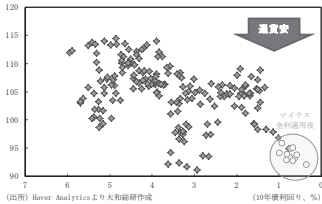
ユーロ圏10年債利回りとユーロの実質実効為替レート



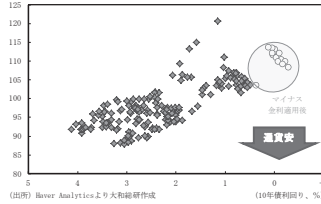
デンマーク10年債利回りとデンマーククローナの実質実効為替レート



スウェーデン10年債利回りとスウェーデンクローナの実質実効為替レート



スイス10年債利回りとスイスフランの実質実効為替レート

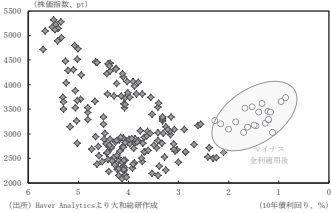


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

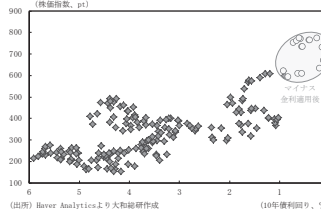
14

10年債利回りと株価指数

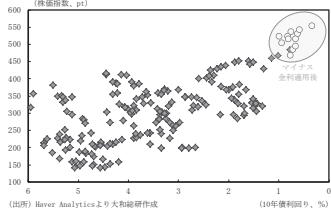
ユーロ圏10年債利回りとユーロ圏株価指数



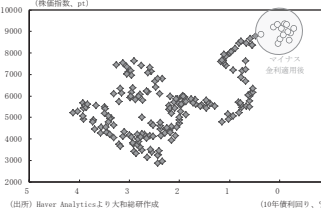
デンマーク10年債利回りとコペンハーゲン株価指数



スウェーデン10年債利回りとストックホルム株価指数



スイス10年債利回りとS&P指数

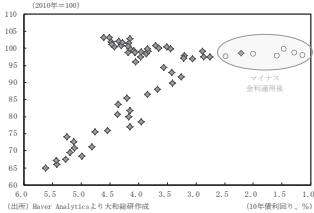


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

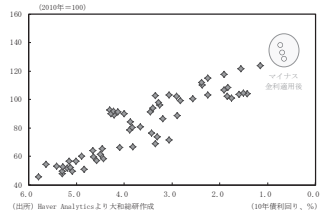
15

10年国債利回りと住宅価格指数

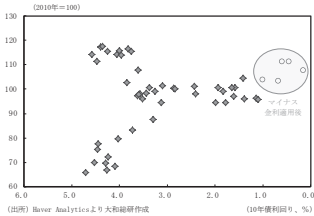
ユーロ圏10年債利回りとユーロ圏住宅価格指数



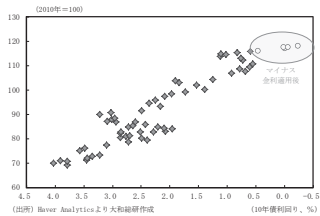
スウェーデン10年債利回りとスウェーデン住宅価格指数



デンマーク10年債利回りとデンマーク住宅価格指数



スイス10年債利回りとスイス住宅価格指数



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

16

日本: マイナス金利の影響

マイナス金利が金融機関、企業、家計に与える影響

	金融機関	企業	家計
中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額 (億円)	▲656 ¹	-	-
金融機関による日銀への国債売却額の変化 (億円)			
ケース①	26,240	-	-
ケース②	16,976	-	-
預金金利の低下 (億円)			
ケース①	2,587	▲1,850 ¹	▲737
ケース②	1,758	▲1,169 ¹	▲590
貸出金利、住宅ローン金利の低下 (億円)			
ケース①	▲9,532	4,599 ¹	5,584
ケース②	▲6,263	3,011 ¹	3,681
影響 (億円)			
ケース①	18,639	2,749 ¹	4,847
ケース②	11,815	1,843 ¹	3,091

(注) 金融機関による日銀への国債売却額は、マイナス金利の導入がなかったと仮定した場合との価格変化で算出
当初一年間の影響についての試算値。なお、試算結果については幅を持つ必要がある

【前提条件】

ケース①: 足元の10年債利回り (5/8時点、▲0.12%) のケース
 預金金利 企業向け…▲0.12%、家計向け…▲0.02% 貸出金利 ▲0.17%
 住宅ローン金利 変動金利…▲0.52%、変動・固定ミックス…▲0.24%

ケース②: 10年債利回りが0%まで上昇するケース
 預金金利 企業向け…▲0.08%、家計向け…▲0.016% 貸出金利 ▲0.11%
 住宅ローン金利 変動金利…▲0.34%、変動・固定ミックス…▲0.16%

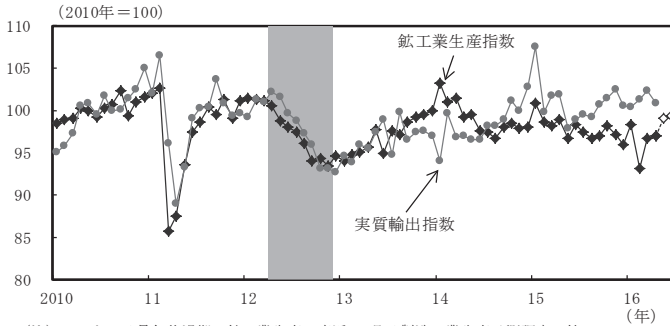
(出所) 日本銀行統計等より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

17

日本経済は「踊り場」が継続

実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドーは景気後退期。鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

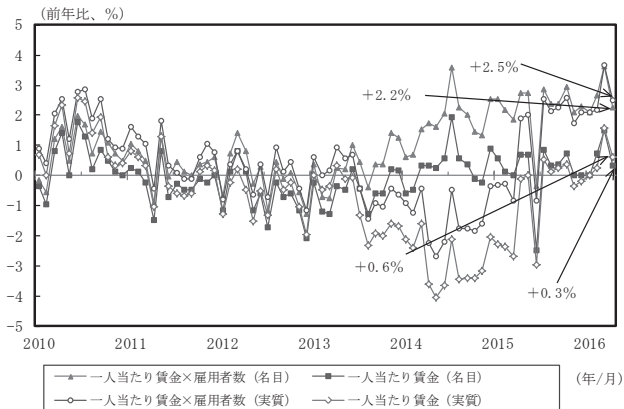
(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

18

好材料①: 実質賃金はプラスに転換

一人当たり賃金とマクロの賃金



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

19

好材料②：原油安が日本経済を下支え

原油価格の変動が日本経済に与える影響

		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入	名目GDP	GDPデフレーター	GDP成長率
		%pt	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオとの差	2015年度	0.69	1.11	2.64	2.88	0.47	3.51	3.16	2.45	0.49
	2016年度	0.85	1.28	2.98	4.04	0.66	4.43	4.23	3.35	0.16
	2017年度	0.90	1.32	3.35	4.66	0.73	4.78	4.77	3.84	0.05
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	0.44	0.59	1.32	1.15	0.24	1.72	1.22	0.88	0.27
	2016年度	0.51	0.84	1.72	2.07	0.42	2.66	2.09	1.57	0.18
	2017年度	0.56	0.88	1.96	2.57	0.49	2.97	2.50	1.93	0.05

		経常収支/名目GDP	輸入物価	輸出物価	CPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業活動指数	全産業活動指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
WTI=105ドルシナリオとの差	2015年度	2.87	-19.21	-2.27	-3.18	-1.30	1.37	0.71	0.79
	2016年度	3.90	-24.17	-3.11	-4.39	-1.65	1.75	0.93	1.01
	2017年度	4.38	-25.81	-3.45	-4.95	-1.70	1.91	1.04	1.13
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	1.13	-9.07	-1.14	-1.57	-0.72	0.65	0.32	0.37
	2016年度	1.97	-14.55	-1.99	-2.76	-1.11	1.02	0.52	0.58
	2017年度	2.35	-16.41	-2.34	-3.29	-1.20	1.15	0.61	0.67

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準値との水準の乖離率・幅。

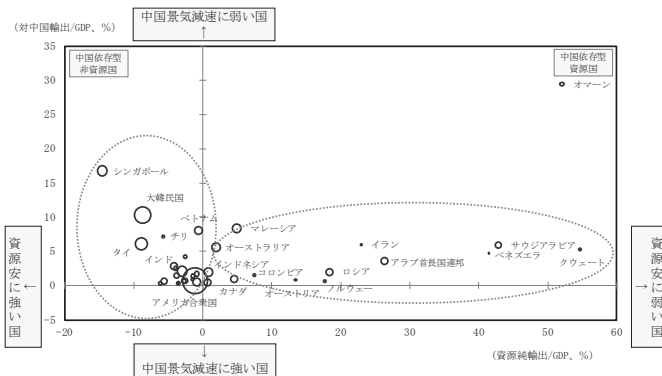
(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

WTI=70ドルシナリオでは、WTIが2015年1-3月以降、70ドル/bblで横ばいと仮定。

(出所) 大和総研作成

日本の主要輸出相手は非資源国が多い

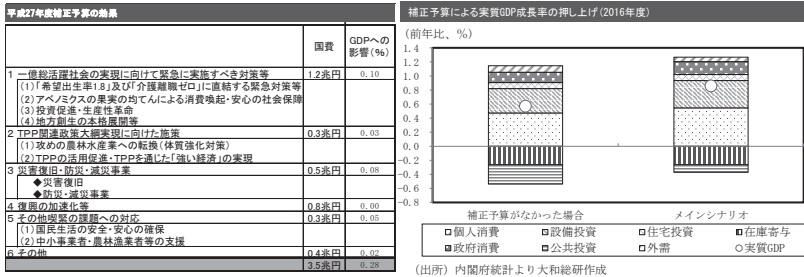
世界各国の中国经济と資源価格からの影響の受けやすさ



(注) サウジアラビアとベネズエラの資源純輸出は2013年、イランの資源純輸出は2011年、その他は2014年。

(出所) IMF、UN、財務省統計統計より大和総研作成

好材料③: 平成27年度補正予算の進捗



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

22

日本企業の「七重苦」

- ①円高
 - ②自由貿易の遅れ
 - ③環境規制
 - ④労働規制
 - ⑤高い法人税
 - ⑥電力不足・電力価格の上昇
 - ⑦日中関係の悪化
- 「追い出し5点」セット

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

23

従来の「アベノミクス」の3本の矢

①大胆な金融政策

②機動的な財政政策

【課題】

・社会保障制度の抜本的改革などによる財政規律の維持
－「財政赤字拡大→国債暴落(長期金利上昇)→円安・株安」のリスク(＝「トリプル安」)

③民間投資を喚起する成長戦略

【課題】

・中長期的な経済体質の改善・構造改革
－(1)「岩盤規制」の緩和、(2)法人税の実効税率引き下げ等への取り組みが必要

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

24

アベノミクスが抱える課題

①社会保障制度の改革などによる、中長期的な財政規律の維持

② 経済体質の改善・構造改革(従来の第三の矢)

③家計部門の所得を改善

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

25

何故、賃金が低迷しているのか？

時間当たり実質賃金の要因分解

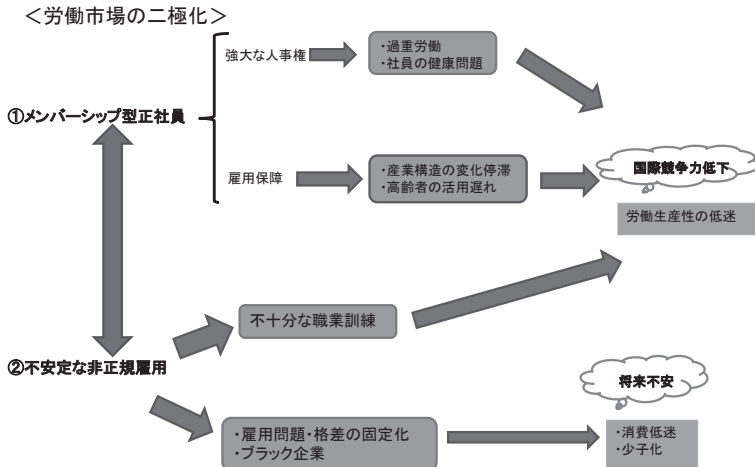
(2000年から2009年の上昇率の平均値、%)		日本	米国	ドイツ
時間当たり実質賃金		▲ 0.5	1.3	0.2
①労働生産性		0.7	2.0	1.2
②企業の競争力等		▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.7
③労働分配率		▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3

(出所)内閣府、BEA、BundesBank、EU KLEMS統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

26

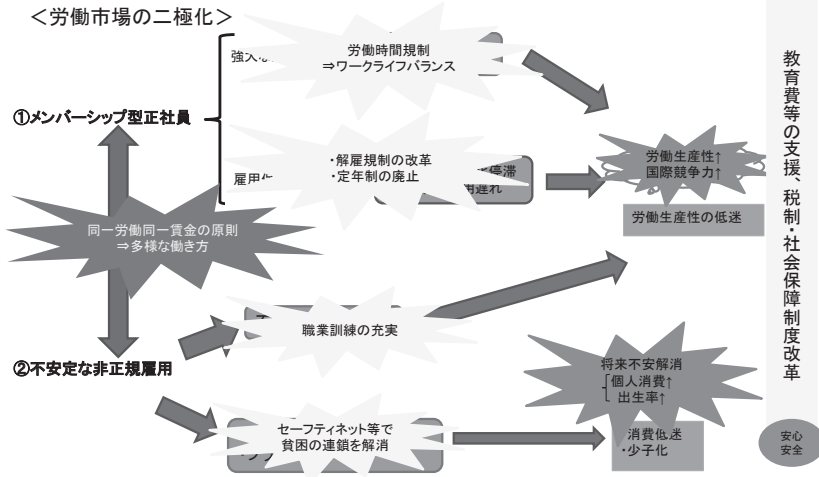
日本の労働システムの問題点



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

27

労働システム改革の全体像



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

28

消費増税の実体経済への影響

2017年4月の消費税率引き上げが延期された場合の実体経済の影響

	①メインシナリオ		②増税延期シナリオ		差分(②-①)	
	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)
実質GDP成長率(2005暦年連換価格)	0.8	-0.1	0.5	0.7	-0.3	0.7
内需寄与度	0.7	-0.6	0.3	0.5	-0.4	1.1
外需寄与度	0.2	0.5	0.2	0.2	0.1	-0.3
民間消費	0.6 (0.4)	-1.4 (-0.8)	0.0 (0.0)	0.4 (0.3)	-0.6 (-0.3)	1.9 (1.1)
民間住宅投資	2.2 (0.1)	-4.8 (-0.1)	-0.2 (-0.0)	0.4 (0.0)	-2.4 (-0.1)	5.2 (0.1)
民間設備投資	1.4 (0.2)	0.4 (0.1)	0.3 (0.0)	1.1 (0.2)	-1.1 (-0.1)	0.7 (0.1)
政府最終消費	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)
公共投資	0.3 (0.0)	-6.0 (-0.2)	0.3 (0.0)	-5.8 (-0.2)	0.0 (0.0)	0.2 (0.0)
財貨・サービスの輸出	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)
財貨・サービスの輸入	1.3 (-0.2)	1.0 (-0.2)	0.7 (-0.1)	3.2 (-0.5)	-0.6 (0.1)	2.2 (-0.3)

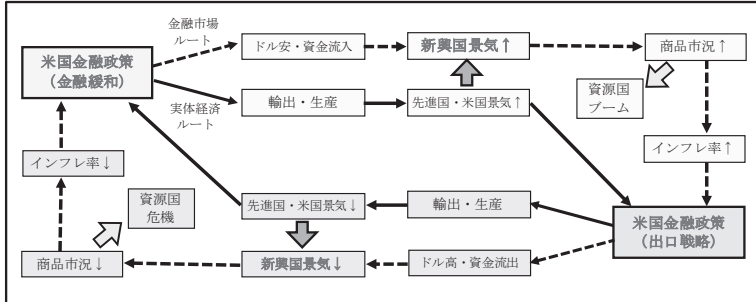
(注1) () 内は寄与度。
(出所) 大和総研

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

29

米国を中心とした「世界経済サイクル」

米国を中心とした世界経済のサイクル



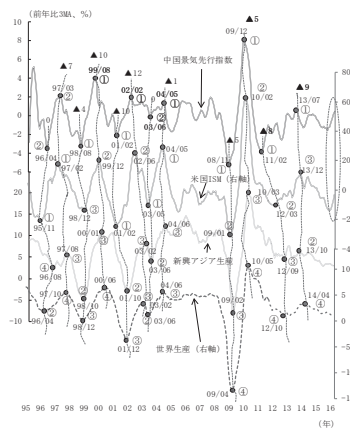
(出所) 大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

30

世界生産の先行指標に改善の動き

世界生産に先行する中国景気先行指標と米国の製造業景気先行指標



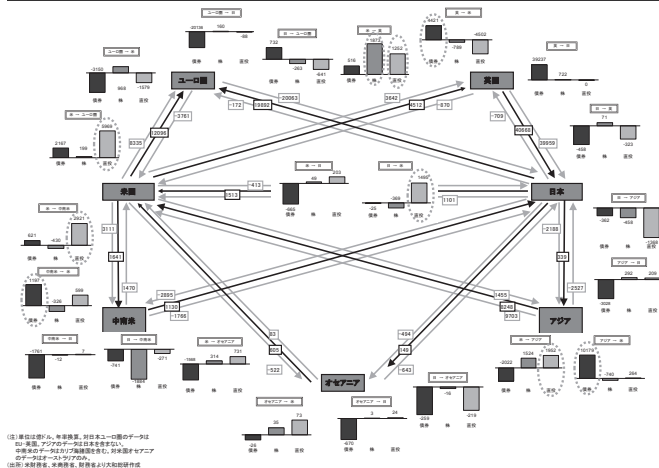
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

31

「世界の銀行」としての米国

グローバルマネーフロー（2014年）



Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

32

米欧金融政策が世界経済に与える影響

		米国利上げ＋欧州量の緩和		「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量の緩和
		米国利上げ	欧州量の緩和	
米国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%
	2016年	-0.09%	-0.14%	0.09%
	2017年	-0.27%	-0.34%	0.13%
ユーロ圏	2015年	0.02%	0.00%	0.04%
	2016年	-0.06%	-0.15%	0.14%
	2017年	-0.25%	-0.39%	0.20%
新興国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%
	2016年	-0.08%	-0.12%	0.09%
	2017年	-0.24%	-0.31%	0.12%
世界	2015年	0.01%	0.00%	0.03%
	2016年	-0.08%	-0.13%	0.10%
	2017年	-0.25%	-0.34%	0.14%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値（世界のGDPの約82%をカバー）。

(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

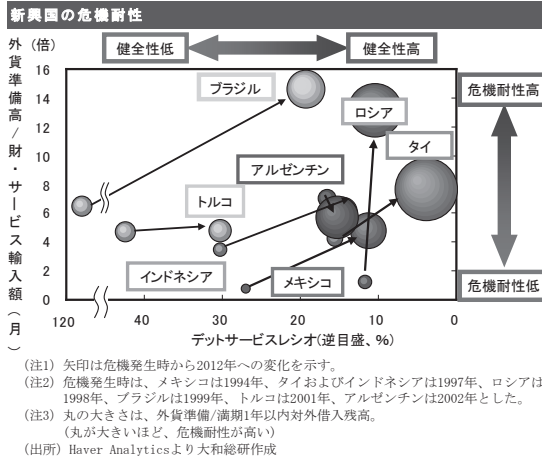
(注4) 「欧州量の緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

33

新興国のファンダメンタルズは改善

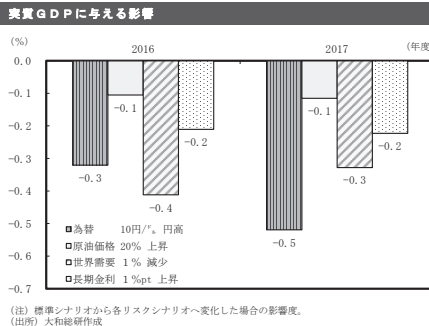


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

34

日本経済のリスク要因

- ① Brexitの悪影響が拡大
- ② 中国経済の下振れ
- ③ 米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
- ④ 地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」の進行



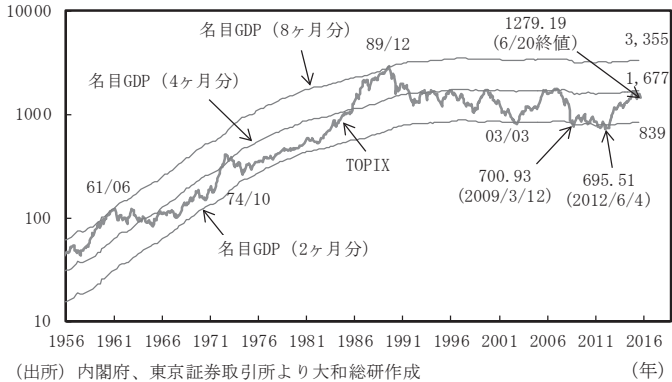
Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

35

現状は「逆バブル」の修正局面

TOPIXと名目GDP

(TOPIX : pt、GDP : 千億円)



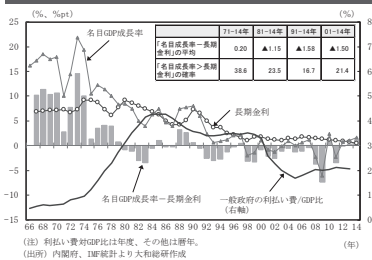
Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

36

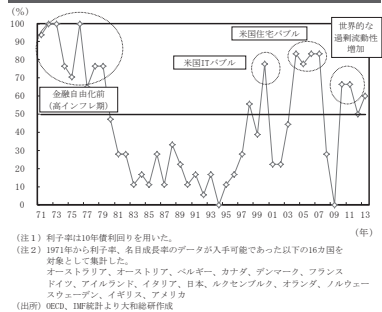
経済成長すれば財政再建できるのか？

ドーマー条件: 名目GDP成長率 > 長期金利

日本の名目GDP成長率、長期金利、利払い費



OECD主要国でドーマー条件を満たす国の割合

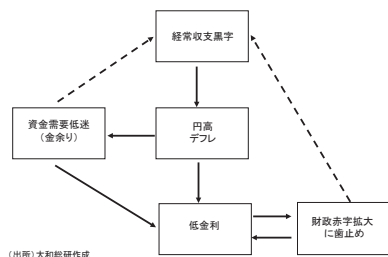


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

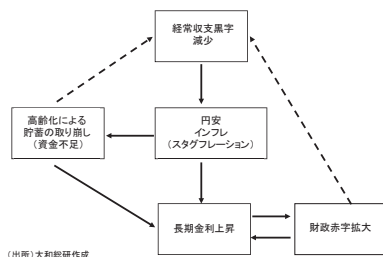
37

日本経済を取り巻く環境の変化(概念図)

現状までの日本の経済・金融環境



将来的に予想される日本の経済・金融環境

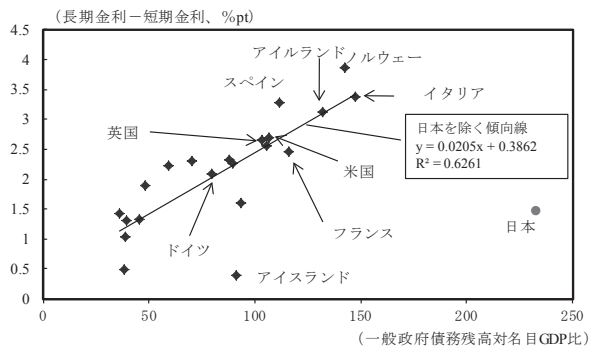


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

38

政府債務残高と長期金利の関係

OECD諸国の一般政府債務残高と長短スプレッド(2015年)

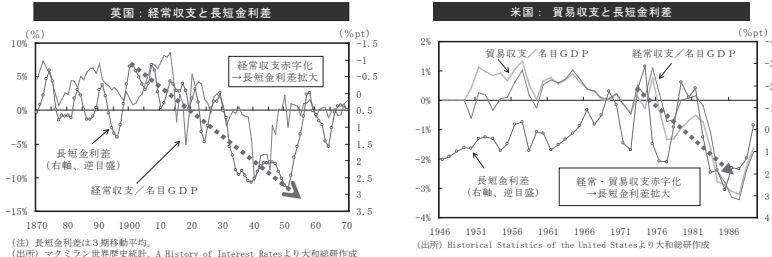


(出所) OECD統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

39

将来的な「経常収支悪化→国債暴落」のリスク？



◎欧州の「ソブリンリスク」と、日本の財政赤字問題の比較

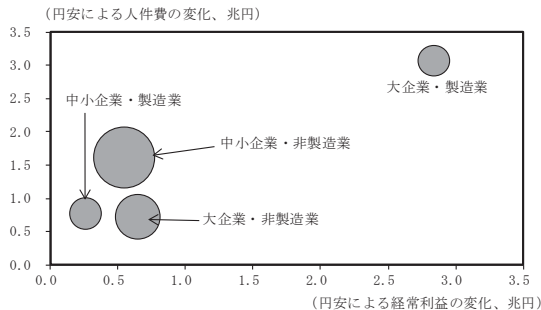
- (1) 欧州：「双子の赤字」の存在(財政赤字・経常赤字)
⇒ cf. 日本は経常黒字国？
- (2) 欧州：「外国人の国債保有比率」が高い
⇒ cf. 日本は「外国人の国債保有比率」は僅か1割程度？

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

40

アベノミクスの成果と課題：企業部門

アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年10-12月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数(2014年10-12月期時点)を表す。
(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

41

円安による企業部門への影響

アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響の試算

		全規模全産業									
		製造業				非製造業					
		大企業		中小企業		大企業		中小企業		大企業	中小企業
経常利益	変化額 (10億円)	4,303	3,105	2,840	265	1,198	648	550	3,488	815	
	経常利益に対する割合 (%)	3.4	6.7	7.2	3.7	1.5	1.3	2.0	3.9	2.3	
直接効果	変化額 (10億円)	-1,284	1,306	1,418	-112	-2,591	-2,025	-565	-607	-677	
	経常利益に対する割合 (%)	-1.0	2.8	3.6	-1.6	-3.3	-4.0	-2.0	-0.7	-1.9	
波及効果	変化額 (10億円)	-5,588	1,799	1,422	377	3,789	2,674	1,115	4,095	1,492	
	経常利益に対する割合 (%)	4.4	3.9	3.6	5.2	4.8	5.2	4.0	4.5	4.2	
人件費	変化額 (10億円)	6,175	3,844	3,072	772	2,331	724	1,607	3,796	2,379	
	人件費に対する割合 (%)	1.9	3.7	4.7	2.0	1.0	0.8	1.2	2.4	1.4	
設備投資	変化額 (10億円)	1,118	779	697	81	339	197	142	894	224	
	設備投資に対する割合 (%)	1.6	3.2	3.6	1.5	0.7	0.6	1.0	1.7	1.2	

(注1) マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年10-12月期の効果の累積値。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

(注3) 人件費、設備投資に対する影響は、労働分配率、および設備投資/キャッシュフロー比率を一定と仮定した試算値。

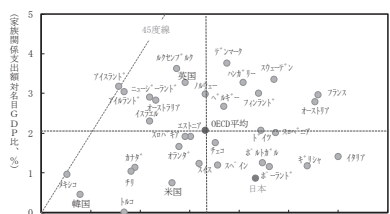
(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

42

日本の財政支出は高齢者向けのウェイトが高い

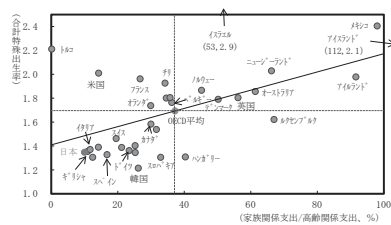
OECD各国の高齢関係支出額、家族関係支出額の対名目GDP比



(注) データは2000-11年の平均。

(出所) OECD統計より大和総研作成

OECD各国の家族関係支出/高齢関係支出と合計特殊出生率



(注) 家族関係支出/高齢関係支出は2000-11年の平均、合計特殊出生率は2000-13年の平均。

(出所) OECD、世界銀行統計より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

43

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等にご遠慮ください。