

「新春討論会—平成30年の経済展望」

平成30年1月15日

1

海津政信氏資料

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

2



図表1. 世界経済見通し(実質GDP成長率)

	(%)		
	2017年 (予)	2018年 (予)	2019年 (予)
世界	3.8	3.9	3.6
先進国	2.3	2.3	1.9
米国	2.3	2.7	2.3
ユーロ圏	2.3	2.4	1.8
日本	1.9	1.2	0.6
新興国	4.9	5.1	4.9
中国	6.8	6.4	6.1
インド	6.2	7.5	7.3

(注) 1月5日時点の野村による予測値。日本は1月11日時点、年度ベース。
(出所) 野村

図表2. 米トランプ政権の主な政策と想定される影響

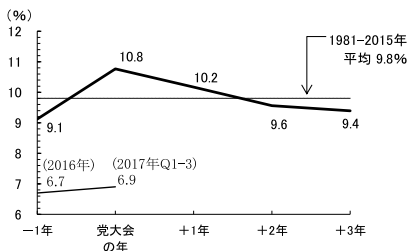
主な政策	想定される影響
1 成長戦略、税制改革、インフラ投資 実質成長率目標年3~4%と成長重視 法人税・所得税引下げ インフラ投資を今後10年で1兆ドル	税制改革でGDP年0.6%以上押し上げへ。 両院協議会を経て17年末に成立
2 通商政策 TPP(環太平洋パートナーシップ)協定から離脱 NAFTA(北米自由貿易協定)再交渉 中国、オシロからの輸入品に關稅 中国を為替操作国指定	NAFTA再交渉は難航。米離脱の確率は50%。離脱でも日系自動車メーカーへの影響は軽微。 日米経済対話は2回実施。 北朝鮮問題を優先し、当面様子見
3 移民規制、入国管理 不法移民の取り締まり強化 入国管理の強化	中東・アジア6か国からの入国制限の一部を連邦最高裁容認
4 金融規制、オバマケア(国民皆保険制度) ドット・フラグ法 (オール街改革・消費者保護法)の撤廃 オバマケアの撤廃	オバマケアの代替法案は下院を通過、ただ、上院を通過するがはなし

(出所) 各種報道等から野村

3

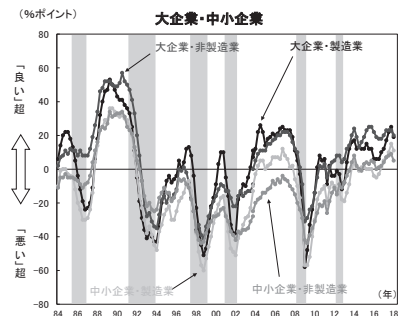


図表3. 共産党大会と連動する中国の景気循環



(注) 実質GDP成長率。太線は該当年の平均(対象期間は1981年~2015年)。例えば、共産党大会の年は、1982年、1987年、1992年、1997年、2002年、2007年、2012年の平均。細線は2016年以降の各年の値。なお、共産党大会は5年毎に開催され、最近(第19回)は2017年10月に行われた。
(出所) 中国国家统计局より野村資本市場研究所作成

図表4. 日本銀行短観業況判断DIの推移



(注) 2016年1~3月期は2017年12月調査時点での「先行き」。網掛け部分は景気後退期を表す。
(出所) 日本銀行。内閣府資料より野村作成

4

新春討論会—平成三〇年の経済展望



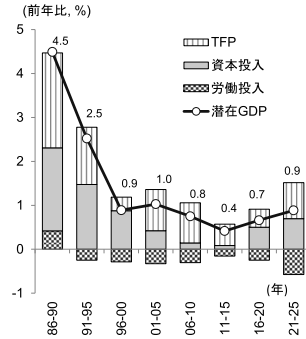
NOMURA

図表5. 日本の買上げ率の推計



(注) 1. 推計式は以下の通り。買上げ率=2.90+0.37*コアCPI前年比(-1)+0.49*失業率(-1)+0.03*経常利益前年比(-1)+0.44*買上げ率(-1)。自由度決定済み決定係数=0.89。推定期間1981~2001年度。係数はいずれも有意水準10%を満たす。2. 買上げ率は「民間主要企業春季買上げ率要求・要請状況」。(出所) 厚生労働省、内閣府、総務省、財務省資料より野村作成

図表6. 日本の潜在成長率(アップサイドシナリオ)



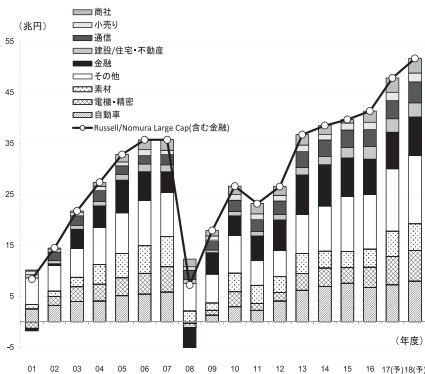
(注) 1. 各期間の平均伸び率。2. 潜在成長率の推計にあたり、以下のコブ=ダグラス型生産関数を利用した。Y=A^αK^βL^{1-α-β}。Y: 生産量 (GDP)、K: 資本ストック、L: 労働力、A: 全要素生産性 (TFP)、α: 労働分配率 (0.65で一定とした)。(出所) 「日本経済中長期見通し2018」より抜粋。内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

5



NOMURA

図表7. Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



(注) Russell/Nomuraは日本株式会社市場全体を代表する銘柄で構成されている。Large Capは大型株。予想は2018年1月11日時点。連結子会社は控除して集計している。(出所) 野村

図表8. 半期ベースの連結経常利益と日経平均株価



(注) 業績予想: 1月11日時点、株価: 1月11日時点。(出所) 日本経済新聞社、野村

6

熊谷亮丸氏資料

大和総研常務執行役員 調査本部副本部長
チーフエコノミスト

7

米国の通貨戦略のサイクルを決定する3つの要因

(1)ドル高政策 → (2)ドル安政策 → (3)ドル安定化策		
①米経常収支	赤字拡大	赤字縮小
②米インフレ	物価安定	インフレ懸念
③米金融市場	安定	混乱

(出所) 大和総研作成

8

EUに代わり得る通商関係の選択肢

	EFTAとEEAに加盟 (ノルウェー型)	EFTAに加盟し、 個別FTA締結 (スイス型)	関税同盟 (トルコ型)	二国間FTA締結 (カナダ型)	現状の英国	理想形
単一市場へのアクセス	○	△	△ (財市場のみ可)	×	○	○
単一免許制	△	×	×	×	○	○
EU法制定への参加	×	×	×	×	○	○
	(事前情報提供あり)					
独自の通商政策	○	○	△	○	×	○
EU予算への提出	○	△	×	×	△	×
人の自由移動	○	○	×	×	○	×

(注1) EFTA(欧州自由貿易連合)はノルウェー、スイス、アイスランド、リヒテンシュタインが加盟する自由貿易協定

(注2) YEEA(欧州経済領域)はEFTAとEUによる自由貿易協定だが、スイスは加盟していない

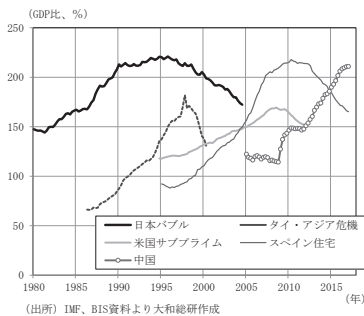
(出所) The CityUK 'A PRACTITIONER'S GUIDE TO BREXIT' などから大和総研作成

Copyright © 2018 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

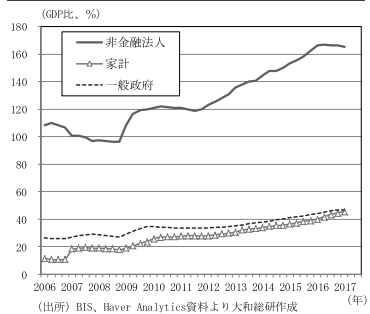
9

中国の債務残高は大幅に増加

民間非金融の債務残高 ～ 過去の危機と比較



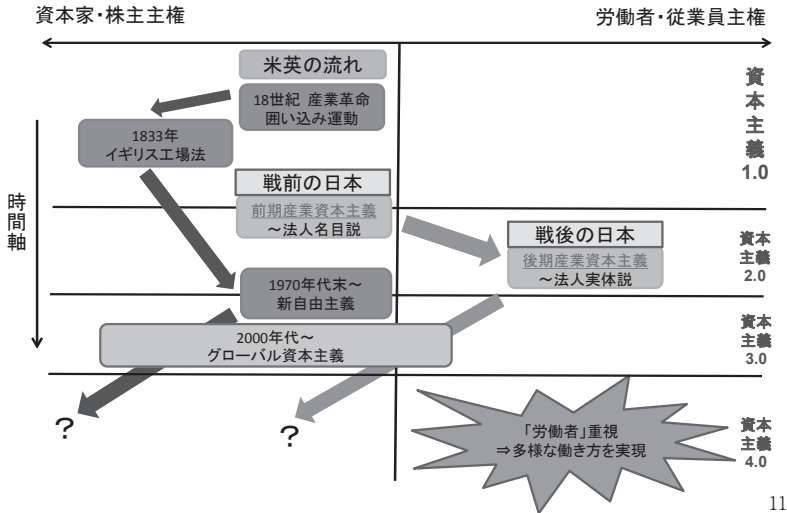
中国の部門別債務残高の推移



Copyright © 2018 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10

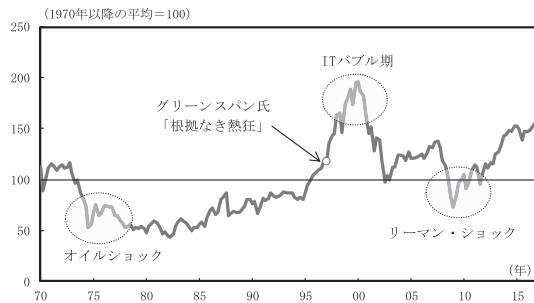
資本主義の歴史



11

米国株の動向

SP500対GDP比の推移



(出所) BEA、S&P、Haver Analyticsより大和

○大きかったアベノミクスの「第1の矢」（異次元金融緩和）の効果～名目GDP成長率が2年間で3%を達成。為替・株価・雇用に著しい成果。黒田日銀総裁の貢献は大だけれど、後任事も今後の焦点に。しかし、「第2の矢」（機動的な財政出動）が14～15年度は機能せず。それでも、需給・GDPギャップは、既に鮮明にブラ化し、直近でプラス幅を拡大。16、17年度の公共投資は拡大へ。～

図1. 1年半前のマネタリーベースの後を追う名目GDP
(修正マツカラム・ルールによる推定)

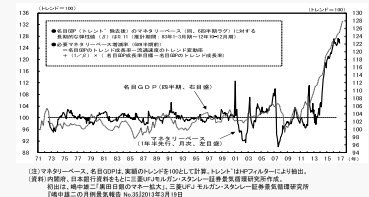


表3. アベノミクス直前と現時点の比較
～アベノミクスの成果は、為替・株価・雇用を中心に大。～

	1.前年相対増減の 実質的数値 (12月1日～12月1日)	2.増減 (12月1日～12月1日)	3.変化率(%) ①→②
日経平均株価 (円)	6,664.73	23,652.82	+173.0
ドル・円相場 (円)	79.51	111.23	+39.9
新株100円換価率 (円)	0.735	0.070	-0.665
消費教育費増減 (前年比、%)	-0.2	0.9	1.1
消費教育費増減 (消費教育費、前年比、%)	(12月1日～12月1日)		
自殺者数増減 (前年比、人)	(12月1日～12月1日)		
自殺者数増減 (自殺者数、前年比、%)	(12月1日～12月1日)		
有効求人倍率 (倍)	0.81	1.56	+22
有効求人倍率 (倍)	(12月1日～12月1日)		
現金消費増減 (前年比、%)	-0.8	0.9	0.7
現金消費増減 (現金消費、前年比、%)	(12月1日～12月1日)		
現金消費増減 (現金消費、前年比、%)	(12月1日～12月1日)		

(資料) 日本経済新聞、Bloomberg、財務省、厚生労働省、内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券
景気循環研究所作成

表1. 14～16年度における財政・金融政策の実質成長率に与えた影響

	消費税率 引上げ上	公共投資の 減少	軽自動車 増	合計	マナリー ベース償還	(%ポイント、%) 実質成長率
14年度	▲1.4	▲0.1	-	▲1.5	0.7	▲0.3
15年度	0.5	▲0.1	▲0.0	0.4	0.9	1.4
16年度	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	0.6	1.2
累計	▲0.9	▲0.2	▲0.0	▲1.1	2.2	2.3

(注)2016年度の公共投資、成長率は景気循環研究所予測。マナリーベース増加の効果は、マナリーベース変動の実質GDPに
対する弾性値(0.06、1963年度上期～2016年度上期)をもとに推計。項目ごとに四捨五入しているため、内訳と合計は一致しない。
(資料)内閣府資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 公共投資・前年比の推移

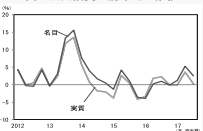
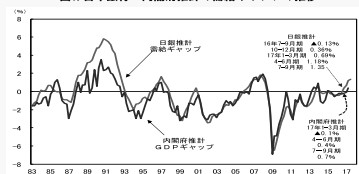


表2 公共投資の推移（年度）

実質公共投資		
	兆円	前年比(%)
12年度	24.5	1.3
13年度	26.6	8.6
14年度	26.1	-2.3
15年度	25.7	-1.5
16年度	25.9	0.8
17年度上期	26.6	1.9

(資料)図2、表2:内閣府資料をもとに三菱UFJ
モルガン・スタンレー証券気候環境研究所作成

図3. 日本銀行・内閣府推計の需給ギャップの推移



(資料) 日本銀行「賃金ギャップと潜在成長率」、内閣府「GDPギャップ」をもとに三菱UFJリサーチ・コンサルティング「証券価値研究所」

●株価と長期金利・為替の見通し～北朝鮮・中東リスク・米国金融政策、米政権のロシア疑惑等に伴う不透明感が払拭されれば、18年末27,000円、18年度末29,000円も十分可能か？長期金利は、やがしリ上げで増殖した、米欧の金融引き締めの後退し、日銀が19年1-3月期にもマイナス金利・YCCを解除するとなれば、上昇ビツチを上げる可能性も。為替は、直近のやドル円・円高の後、18年夏までドル高・円安(1ドル=115円)も、その後年末に比べ、円高(1ドル=110円)へ。今のところ、先行指数は円安を示唆。～

表1. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券
景気循環研究所のGDP予測

	2017年度 (千億円) (前年度比増減率)	2018年度 (千億円) (前年度比増減率)	2019年度 (千億円) (前年度比増減率)	2020年度	
				7-9月 (千億円)	10-12月 (千億円)
実質GDP (推定値) (前年度比増減率)	2.1	1.8	0.8	0.6	0.5
個人消費 (推定値) (前年度比増減率)	1.1	0.7	0.4	-0.5	-0.3
法人消費 (推定値) (前年度比増減率)	-1.1	-1.9	-2.3	-1.0	-1.0
政府消費 (推定値) (前年度比増減率)	3.1	5.4	1.2	1.1	0.1
民間在庫増減 (推定値) (前年度比増減率)	(0.1)	(0.2)	(-0.2)	(0.4)	(0.1)
投資消費 (推定値) (前年度比増減率)	0.5	0.7	1.6	0.9	0.2
貯蓄 (推定値) (前年度比増減率)	2.1	6.4	6.0	-2.4	-3.3
純輸出 (推定値) (前年度比増減率)	-0.6	(-0.0)	(-0.1)	(0.5)	(0.3)
輸入 (推定値)	6.7	5.1	-0.9	1.5	2.8
輸出 (推定値)	3.0	5.2	1.3	1.8	1.4
名目GDP (推定値)	2.6	3.1	2.0	0.8	0.9
GDPデフレーター (推定値)	0.6	1.3	1.2	0.1	0.9

(注1)年度は前年度比、四半期は前期比(実質GDPについては上段が前期比、下段が前期比年率)。
(注2)カッコ内の数値は前期比(前年度比)率年度、GDPデフレーターは前年比。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券経済研究所作成

図1. 日経平均株価225種と10年国債利回り
(日本)の推移

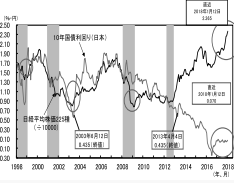
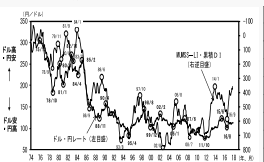


図2. ドル・円レートと10年国債利回り
(日本)の推移



図3. MUMSS先行指数・為替（ドル・円レート）版
の累積DIとドル・円レートの推移



(注)ドル・円レートの直近は2018年1月4～12日平均値。
(資料)日本経済新聞、三菱UFJリサーチ&コンサルティング証券気候調査研究所(MUMISS先行指数)

表2. MUMSS-L I 為替(ドル・円レート)版
・個別指標の推移

	10	11	12
MUMSS-LI D I	45	29	
1 日本経済工業生産比率	O	▲	▲
2 米国の対日輸出比率	O	▲	▲
3 日本対米貿易対比	▲	▲	▲
4 日本対米貿易長期金利差 (日本一米国)	-1.15	-1.17	
5 コンテン金価格 (1月米)	O	O	O
6 日本経済品貿易総額(7月 1月米)	-0.1	8.2	-11.6
7 円相場対米相場	151.668	151.788	155.746

(注) 累積の上昇の表示について：各データ上の表示について、○…32月前より上昇、…32月前と同じ、▲…32月前より低下。但し、連年対比の系列については、
円レート加減はドル・円レートの前年比変化率の前年値。
(資料) FPIB、米商務省、経済産業省等、各種公表資料より三菱UFJモルガン・スタンレー

表3. 10年国債利回りの予測

	1997-1998	1998-1999	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	2005-2006
上 限	0.194 %	0.075 %	0.085 %	0.078 %	0.188 %	0.158 %	0.175 %	0.215 %	0.588 %
平 均	0.072 %	0.028 %	0.040 %	0.046 %	0.055 %	0.088 %	0.185 %	0.123 %	0.258 %
下 限	0.046 %	0.008 %	-0.018 %	0.028 %	0.018 %	0.025 %	0.025 %	0.058 %	0.118 %

表4. 日経平均株価の予測

	18年1-3月	18年4-6月	18年7-9月	18年10-12月	19年1-3月	19年4-6月	19年7-9月	19年10-12月	19年1-3月
上 限	16.934	20.228	20.386	22.928	25.000	25.500	26.500	27.000	29.000
平 均	16.216	19.260	19.836	21.678	23.000	23.500	24.250	24.750	26.000
下 限	15.707	18.336	19.276	20.400	21.000	21.500	22.000	22.500	23.000

〔注〕表2-3: 10年債利回り、日経平均株価とも経緯ベースで作成。

(注) ■ は量産後退換(内閣府調べ)

○名目設備投資/GDP比率のトレンド偏差で見た、日本経済の複合循環～2016年までは短期循環が停滞したが、2017年から18年にかけて、明治以降で6回目、高度成長期のいざなぎ景気以来のゴールデン・サイクルに突入しているとみられる。19～23年には、シルバーないしブロンズ・サイクルとなるが、24年に再びゴールデン・サイクルに復帰へ。～

【1:1904~05（日露戦争景気）、2:1916（第一次世界大戦景気）、3:1957（神武景気）、4:1960~61（岩戸景気）、5:1967~69（いざなぎ景気）、6:2017~18（アベノミクス景気）、7:2024（大阪万博・リニア景気？）】

図1. 日本の名目設備投資/GDP比率の複合循環～2017～18年にゴールデン・サイクルに突入。～

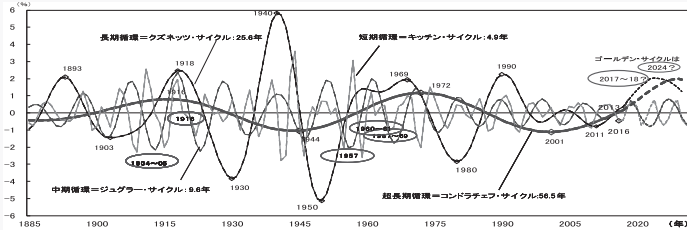


表1. ジャパン・サミット2014 安倍内閣総理大臣基調講演：2014年4月17日（一部抜粋）

最近30年は、30年以前、日本経済の発展を象徴した鉄道のエポスに似ると、ひとつの分析を日にした。「コンクリートの波」として知られる、技術革新やインフラ更新が有する超長期的の循環、また、建設投資を要因とする、長期の循環に当たる「クズネツツの波」。それから、中期、短期の循環である「ケラーの波」、「ケナチの波」。

これらの超長期から短期に及ぶものの波の、いま、日本経済では、揃いも揃って、みんな上向きだと、その意味で、珍しい現象が日本経済に起きている、という分析です。

[illegible]

17

高田創氏資料

みずほ総合研究所専務執行役員 調査本部長
チーフエコノミスト

2018年にかけて世界経済は堅調地合いが継続

- 予測対象地域計の成長率は、2018年も底堅い推移を見込むが、中国経済減速の影響や地政学的リスクには留意

【世界経済見通し総括表】

国・地域	(前年比、%)				(前年比、%)		(%ポイント)	
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2017年 (11月予測)	2018年 (11月予測からの修正値)	2017年 (11月予測からの修正値)	2018年 (11月予測からの修正値)
予測対象地域計	3.6	3.4	3.9	3.9	3.8	3.9	0.1	-
日米ユーロ圏	2.4	1.5	2.2	2.0	2.1	2.0	0.1	-
米国	2.9	1.5	2.2	2.3	2.2	2.2	-	0.1
ユーロ圏	2.1	1.8	2.4	2.0	2.3	1.9	0.1	0.1
日本	1.4	0.9	1.7	1.4	1.5	1.4	0.2	-
アジア	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1	6.0	-	0.1
中国	6.9	6.7	6.8	6.4	6.8	6.4	-	-
NEEs	2.1	2.2	3.1	2.6	3.0	2.5	0.1	0.1
ASEANS	4.8	4.9	5.3	5.3	5.2	5.2	0.1	0.1
インド	7.5	7.9	6.3	7.3	6.6	7.3	▲0.3	-
オーストラリア	2.5	2.6	2.3	2.8	2.3	2.8	-	-
ブラジル	▲3.5	▲3.5	1.0	2.2	0.7	2.0	0.3	0.2
メキシコ	3.3	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0	-	-
ロシア	▲2.8	▲0.2	1.5	1.5	1.5	1.5	-	-
日本(年度)	1.4	1.2	1.8	1.3	1.5	1.2	0.3	0.1
原油価格(WTI\$/bbl)	49	43	51	59	51	59	-	-

(注)予測対象地域計はIMFによる2015年GDPシェア(PPP)により計算。
(資料)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

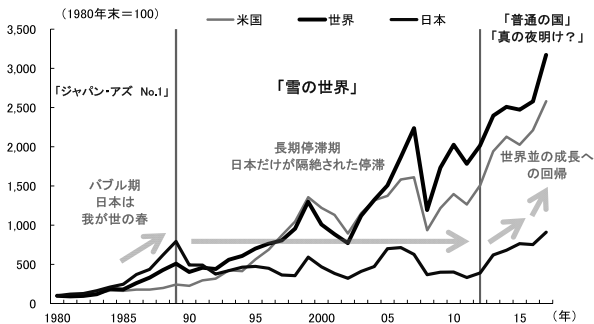
MIZUHO

19

日本に「真の夜明け」は来るのか、「雪の世界」から「普通の国」へ

- 1980年代「ジャパン・アズNo.1」、90年代以降の「雪の世界」、足元は「普通の国」への転換

【株式時価総額の推移】



(注)2017年は日本を除き推計値。

(資料)WFE、Bloomberg、東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

MIZUHO

20

有史初の世界の金利「水没」、米国浮き輪に世界中の運用難民が集まる

- 欧州と日本のマイナス金利による通貨切り下げの行方
- ・ 米国だけが沈まぬ「浮き輪」として運用難民が頼る運用手段に

【世界の金利水没マップ】

	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	-0.98	-0.78	-0.63	-0.51	-0.43	-0.33	-0.27	-0.20	-0.12	-0.07	-0.03	-0.03	0.04	0.11	0.18	0.25	0.42	0.44
日本	-0.15	-0.18	-0.11	-0.10	-0.08	-0.07	-0.03	0.00	0.04	0.07	0.10	0.18	0.22	0.25	0.30	0.53	0.84	1.01
ドイツ	-0.59	-0.61	-0.53	-0.37	-0.20	-0.08	0.00	0.19	0.32	0.47	0.51	0.58	0.60	0.65	0.70	0.89	1.32	
オランダ	-0.60	-0.63	-0.53	-0.38	-0.25	-0.03	0.13	0.28	0.41	0.56	0.63	0.70	0.77	0.84	0.91	1.01	1.31	
フィンランド	-0.55	-0.58	-0.42	-0.32	-0.12	0.00	0.16	0.34	0.34	0.63	0.68	0.75	0.80	0.86	0.92	1.08	1.40	
オーストリア	-0.48	-0.58	-0.46	-0.39	-0.11	0.04	0.20	0.35	0.45	0.62	0.71	0.81	0.91	1.00	1.10	1.25	1.55	
スウェーデン	-0.71	-0.78	-0.58	-0.34	-0.12	0.12	0.36	0.60	0.39	0.78	0.85	0.91	0.98	1.05	1.12	1.47		
デンマーク	-0.55	-0.41	-0.27	-0.12	0.03	0.13	0.23	0.33	0.43	0.53	0.58	0.63	0.69	0.74	0.78	1.04		
アイルランド	-0.52	-0.48	-0.44	-0.09	0.00	0.10	0.27	0.46	0.56	0.68	0.76	0.85	0.95	1.04	1.13	1.36	1.80	
フランス	-0.54	-0.47	-0.24	-0.15	-0.02	0.10	0.33	0.48	0.66	0.82	0.87	0.92	0.97	1.03	1.08	1.39	1.79	
スペイン	-0.48	-0.39	-0.06	0.01	0.30	0.55	0.80	1.08	1.28	1.52	1.64	1.77	1.90	2.03	2.16	2.37	2.78	
ポルトガル	-0.42	-0.28	-0.14	0.00	0.48	0.71	0.87	1.44	1.66	1.86	1.95	2.05	2.14	2.23	2.32	2.75	3.09	
イタリア	-0.45	-0.32	0.00	0.24	0.69	0.88	1.28	1.67	1.80	2.04	2.16	2.29	2.41	2.54	2.68	2.84	3.25	
ギリシャ	0.39	0.64	0.78	0.88	1.07	1.17	1.28	1.39	1.48	1.58								
ブルガリー	0.46	0.54	0.58	0.62	0.80	0.94	1.01	1.10	1.19	1.28	1.34	1.41	1.47	1.53	1.59	1.81	1.82	1.67
カナダ	1.60	1.80	1.85	1.93	2.01	2.04	2.10	2.15	2.18	2.20	2.22	2.24	2.25	2.27	2.29	2.37	2.41	
韓国	1.78	1.97	2.08	2.20	2.33	2.40	2.47	2.49	2.50	2.55	2.57	2.59	2.60	2.64	2.64	2.72	2.80	
オーストラリア	1.79	2.00	2.10	2.22	2.32	2.45	2.53	2.58	2.62	2.67	2.72	2.77	2.82	2.86	2.91	3.16		
中国	3.61	3.65	3.72	3.78	3.89	3.90	3.90	3.93	3.96	4.00	4.02	4.04	4.06	4.08	4.10	4.22	4.23	
インド	6.39	6.58	6.78	7.04	7.20	7.21	7.30	7.32	7.34	7.37	7.55	7.26	7.56	7.44	7.58	7.60	7.62	



(注)2018年1月9日の値
(資料)BloombergLPI、みずほ総合研究所作成