

RIETI BBL セミナー

# 「アベノミクス」で日本経済は再生するか？

---

2013年6月27日

株式会社大和総研  
チーフエコノミスト 熊谷亮丸

# ポイント

## I. 「アベノミクス」をどう捉えるか？

### ①「アベノミクス」の中間評価

- 金融緩和の効果は着実に浸透
- 今後は「財政規律の維持」「中長期的な経済体質の改善・構造改革」「雇用者所得の増加」の3点が課題

### ②金融政策:物価上昇率2%は達成できるのか？

### ③「アベノミクス」で日本経済はどこに向かうのか?:「アベノミクス」の定量分析

- 円安・株高・長期金利上昇時のシミュレーション
- フローの経済は当面好調だが、中長期的な財政赤字の問題は残る

## II. 「アベノミクス」が抱える3つの課題

### ①「財政規律の維持」に失敗すると、「トリプル安(債券安・株安・円安)」が進行？

### ②「中長期的な経済体質の改善・構造改革」が不十分？

### ③インフレが進行するなか、雇用者の所得が増加しない？

## III. 日本経済のメインシナリオ

・日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面入り。ただし、2012年11月を底に景気は底入れ

### ①米国・中国経済の持ち直し

### ②復興需要+大型補正予算

### ③日銀による「異次元の金融緩和」

## IV. 日本経済のリスク要因

### ①「欧州ソブリン危機」の深刻化⇒「リーマン・ショック」並みのインパクト？

### ②日中関係の悪化

### ③米国の財政赤字問題

### ④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰

## V. 金融市場の展望

・株高・円安基調は継続する見通し

・長期金利は中長期的に見れば大きく上昇する可能性(2015年前後までに財政再建に着手する必要)

# 実質GDP成長率：13年度＝＋3.1%、14年度＝＋0.7%

〈〈日本経済〉〉：（2013年6月10日予測）

	前年比 (%)				前年同期比 (%)							
	FY11	FY12	FY13(e)	FY14(e)	FY11		FY12		FY13		FY14	
					上期	下期	上期	下期	上期(e)	下期(e)	上期(e)	下期(e)
実質GDP	0.2	1.2	3.1	0.7	▲1.1	1.5	2.0	0.4	2.1	4.1	1.3	0.1
内需寄与度	1.3	1.9	2.7	▲0.3	▲0.0	2.5	2.8	1.0	1.8	3.6	0.6	▲1.1
外需寄与度	▲1.0	▲0.7	0.4	0.9	▲0.9	▲1.0	▲0.7	▲0.8	0.1	0.7	0.8	1.1
民間消費	1.5	1.6	2.3	▲0.6	0.5	2.5	2.2	1.1	1.7	2.9	▲0.1	▲1.1
民間住宅投資	3.7	5.3	7.5	▲4.5	5.9	1.6	3.0	7.5	8.2	6.9	▲2.7	▲6.2
民間設備投資	4.1	▲1.4	2.1	6.5	▲0.3	8.3	4.2	▲6.1	▲1.7	5.7	6.9	6.2
政府最終消費	1.4	2.2	1.6	1.1	1.2	1.6	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3	0.9
公共投資	▲2.2	15.0	11.2	▲16.9	▲3.5	▲1.2	13.3	16.2	12.4	10.4	▲9.7	▲22.0
財・サービスの輸出	▲1.6	▲1.3	5.4	9.8	▲2.3	▲0.9	1.8	▲4.3	1.3	9.5	9.4	10.2
財・サービスの輸入	5.3	3.8	3.1	4.5	4.4	6.2	7.1	0.7	0.5	5.6	5.1	3.9
名目GDP	▲1.4	0.3	3.0	2.0	▲3.1	0.2	1.1	▲0.5	1.7	4.2	2.3	1.6
名目民間消費	0.9	0.9	2.2	1.1	▲0.3	2.1	1.5	0.3	1.3	3.0	1.5	0.8
名目民間設備投資	3.1	▲1.7	2.7	7.5	▲1.7	7.7	3.7	▲6.4	▲1.4	6.5	7.8	7.4
全産業活動指数	0.2	0.3	2.6	2.4	▲1.1	0.9	1.1	▲0.4	1.4	3.8	2.9	1.9
鉱工業生産	▲1.0	▲3.1	4.3	5.8	▲3.6	1.3	0.1	▲6.3	0.4	8.3	6.2	5.4
第3次産業活動指数	0.7	0.9	1.9	1.6	▲0.2	1.0	1.3	0.4	1.1	2.7	2.2	1.1
コアCPI	▲0.0	▲0.2	0.3	2.9	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.2	0.1	0.6	2.7	3.0
国内CGPI	1.3	▲1.1	1.7	3.3	1.9	0.7	▲1.5	▲0.6	1.4	2.0	3.4	3.1
GDPデフレーター	▲1.7	▲0.9	▲0.1	1.3	▲1.9	▲1.4	▲0.9	▲0.8	▲0.4	0.0	1.0	1.5
ドル/円レート	79.0	83.1	100.0	100.0	79.7	78.3	79.4	86.7	100.0	100.0	100.0	100.0
原油価格 (WTI)	97.2	92.0	95.0	95.0	95.9	98.5	92.8	91.3	95.0	95.0	95.0	95.0

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 「アベノミクス」をどう捉えるか？

## ①大胆な金融政策：◎

## ②機動的な財政政策：△

### 【課題】

#### ・財政規律の維持

- 「国土強靱化」：「国民の生命・財産保護」の美名の下に、公共投資が肥大化？
- 「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

- TPPへの参加、規制緩和、法人税の実効税率引き下げ等への取り組みが必要

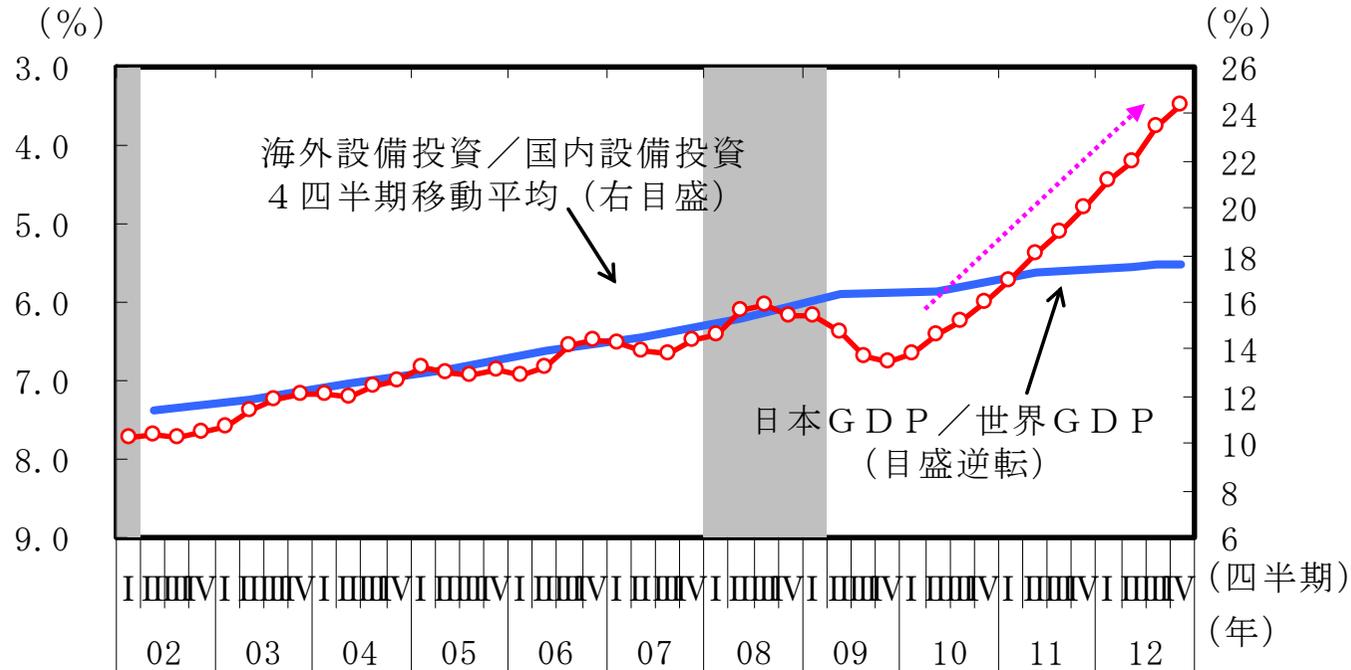
# 日本企業の「七重苦」

- 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

# わが国では「空洞化」が加速

## 海外設備投資比率（製造業）



(注1) GDP比はPPPベース。2011年以降はIMFの予測。

(注2) シャドーは景気後退局面。

(注3) 海外設備投資、国内設備投資はそれぞれ4四半期移動平均を取ったものを用いた。

(出所) 経済産業省、財務省、IMF統計より大和総研作成

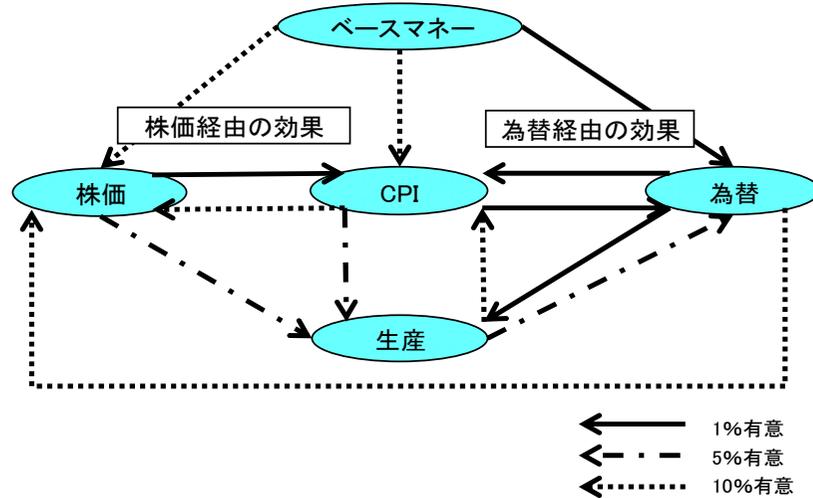
# 経済政策の全体像

	内需	外需
サプライサイド (供給側)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>規制緩和</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>TPP</u> -東アジアの成長力を活用</li> <li>・急激な<u>円高阻止</u></li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>成長戦略</u> -<u>科学技術の振興等</u></li> </ul>	
ディマンドサイド (需要側)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>少子化対策:子ども手当等</u></li> <li>・<u>雇用対策</u></li> <li>・<u>年金・社会保障制度改革</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外経済次第?</li> </ul>
重点分野		

(出所) 大和総研作成

# 日銀の大胆な金融政策

## 5変数モデルにおけるグレンジャー因果性



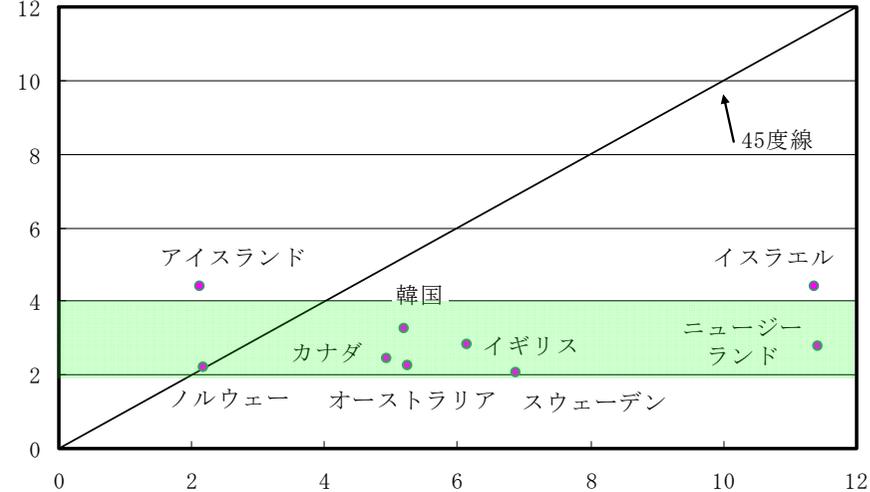
(注1) サンプル期間は2006年3月から2011年2月とした。

(注2) AICに基づき、4次のラグを選択した。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

## インフレ目標導入前後のインフレ率

(インフレ目標導入後5年平均)



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

(インフレ目標導入前5年平均)

## モデルの詳細

モデルの詳細		5変数モデル(対前年同月比)
サンプル期間		2006年3月～2011年2月
変数の定義	ベースマネー	マネタリーベース平均残高. 準備率調整後. 季節調整済み
	株価	日経平均株価. 東証225種. 月中平均
	為替	外国為替相場実効為替レート. 2010年基準. 名目(BIS方式)
	生産	全産業活動指数(農林水産業生産指数及び公務等活動指数を除く)(2005年基準)季節調整済指数
	CPI	消費者物価指数(2010年基準)全国. 基本分類指数. 生鮮食品を除く総合

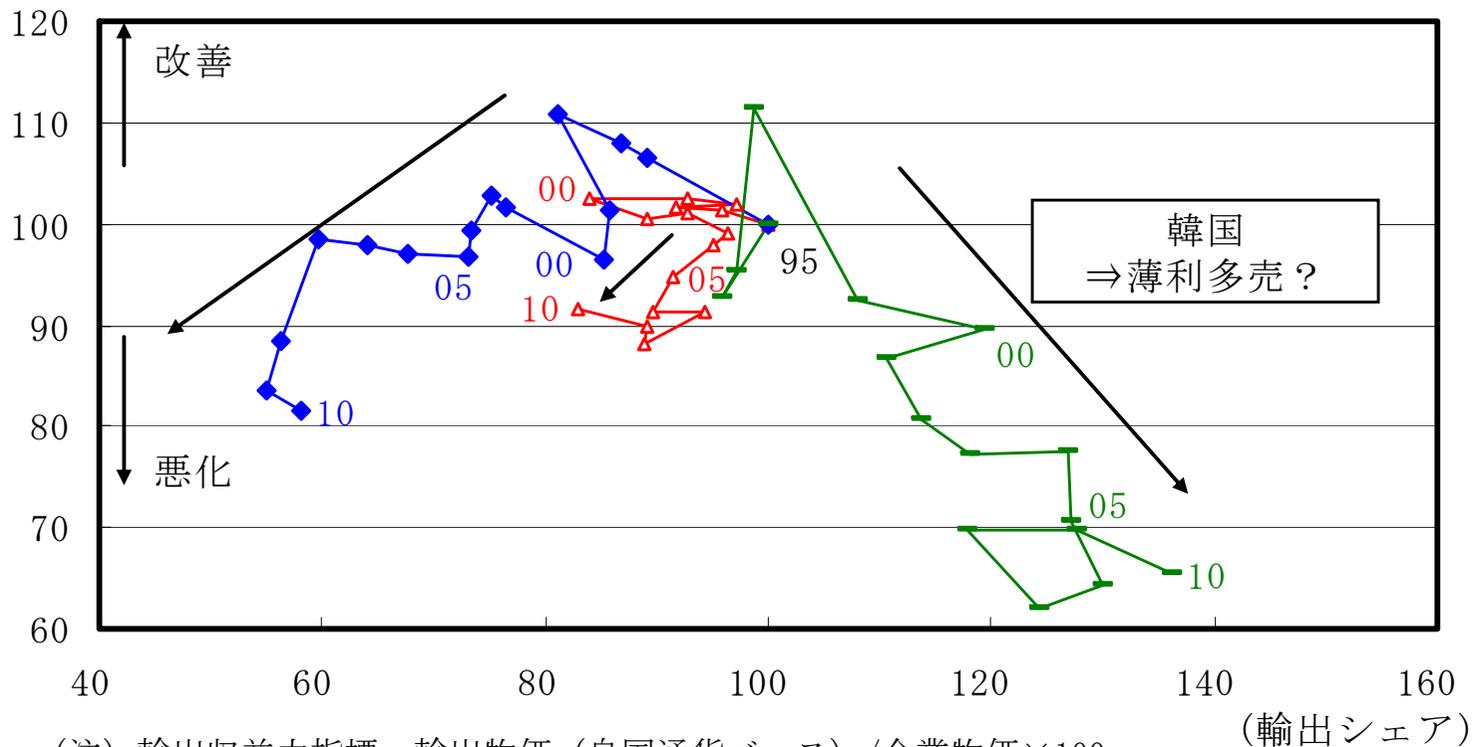
(出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

# 日本はシェアの低下と同時に輸出収益力も悪化

## 輸出収益力指標と輸出シェア (1995年=100)

(輸出収益力指標)

—△— ドイツ    —◆— 日本    —■— 韓国



(注) 輸出収益力指標 = 輸出物価 (自国通貨ベース) / 企業物価 × 100。

輸出シェアは、全世界の輸出金額総額に占めるその国の輸出金額の割合。

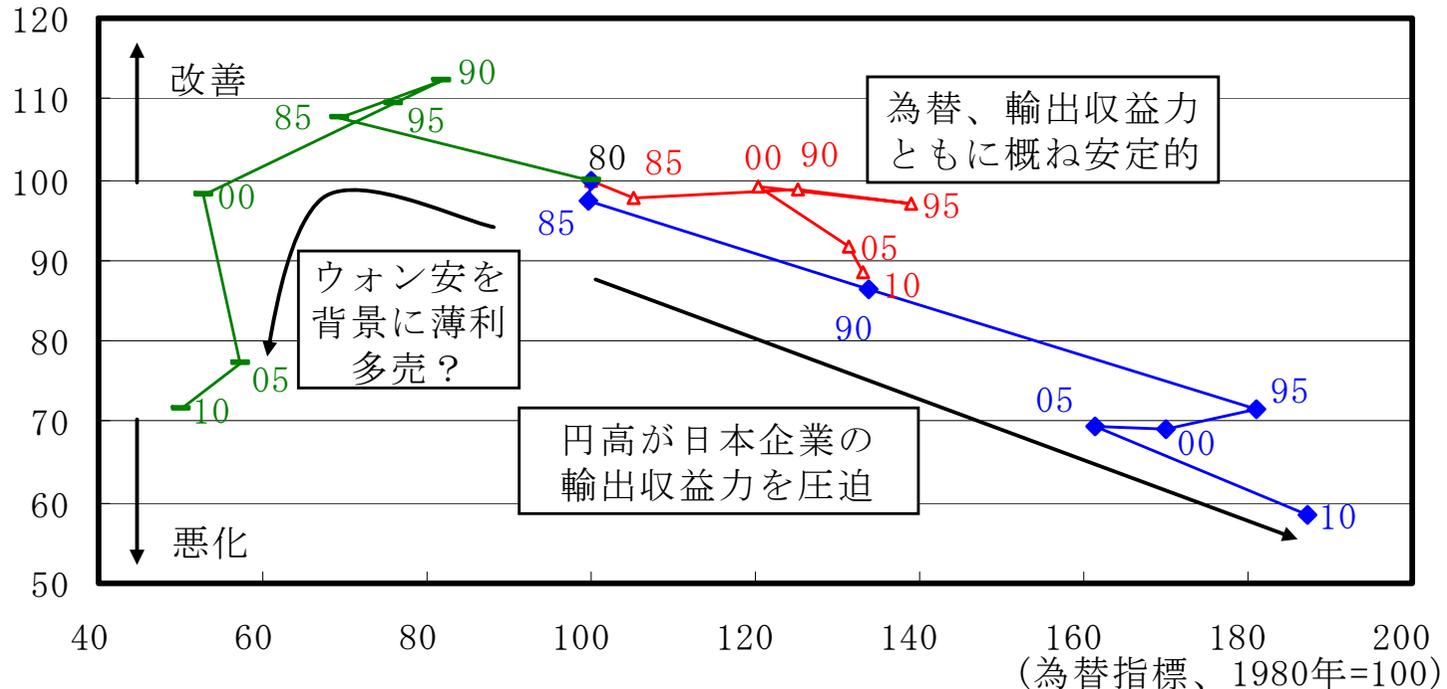
(出所) 日本銀行、韓国銀行、RIETI-TID、Statistisches Bundesamt統計より大和総研作成

# 為替と輸出収益力

## 為替と輸出収益力

(輸出収益力指標、1980年=100)

—△— ドイツ    —◆— 日本    —■— 韓国



(注) 輸出収益力指標 = 輸出物価 (自国通貨ベース) / 企業物価 × 100。

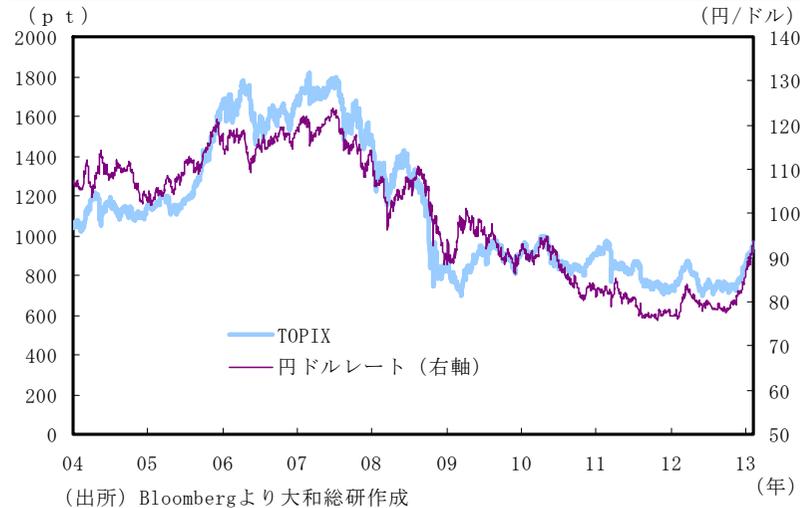
為替指標 = 輸出物価 (契約通貨ベース) / 輸出物価 (自国通貨ベース) × 100。

ドイツの為替指標は名目実効為替レート。

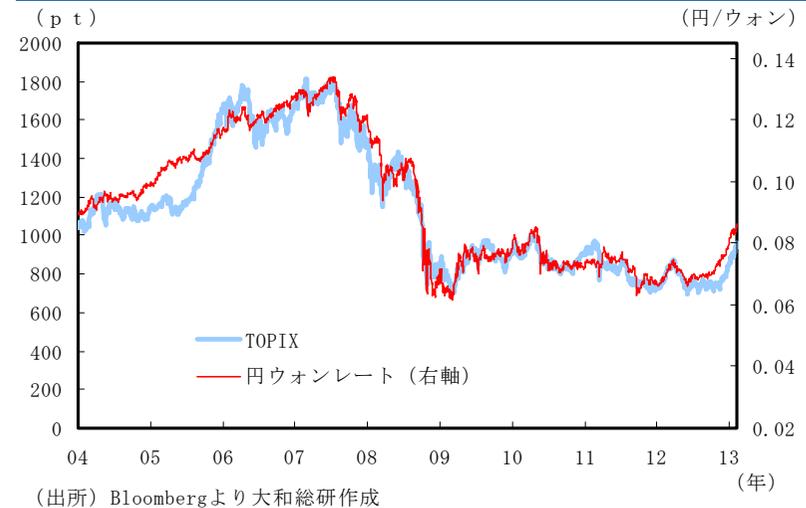
(出所) 日本銀行、韓国銀行、RIETI-TID、Statistisches Bundesamt統計より大和総研作成

# わが国の株式市場は円ウォンレートを注視

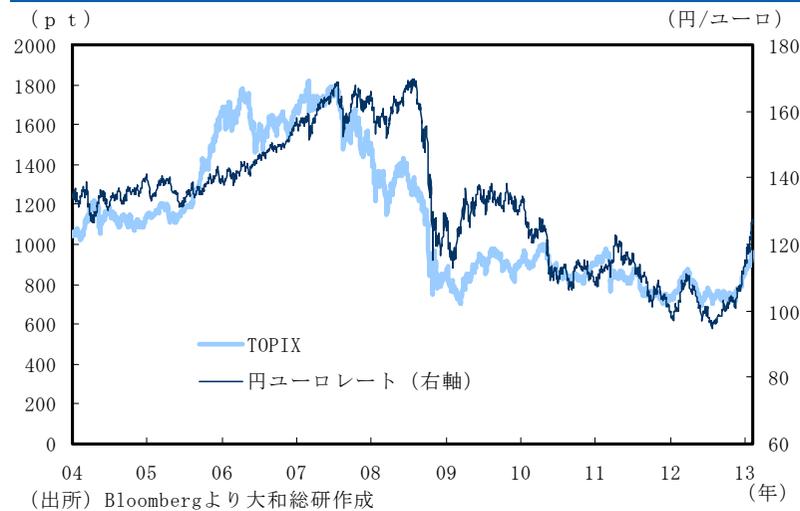
TOPIXと円ドルレート（日次）



TOPIXと円ウォンレート（日次）

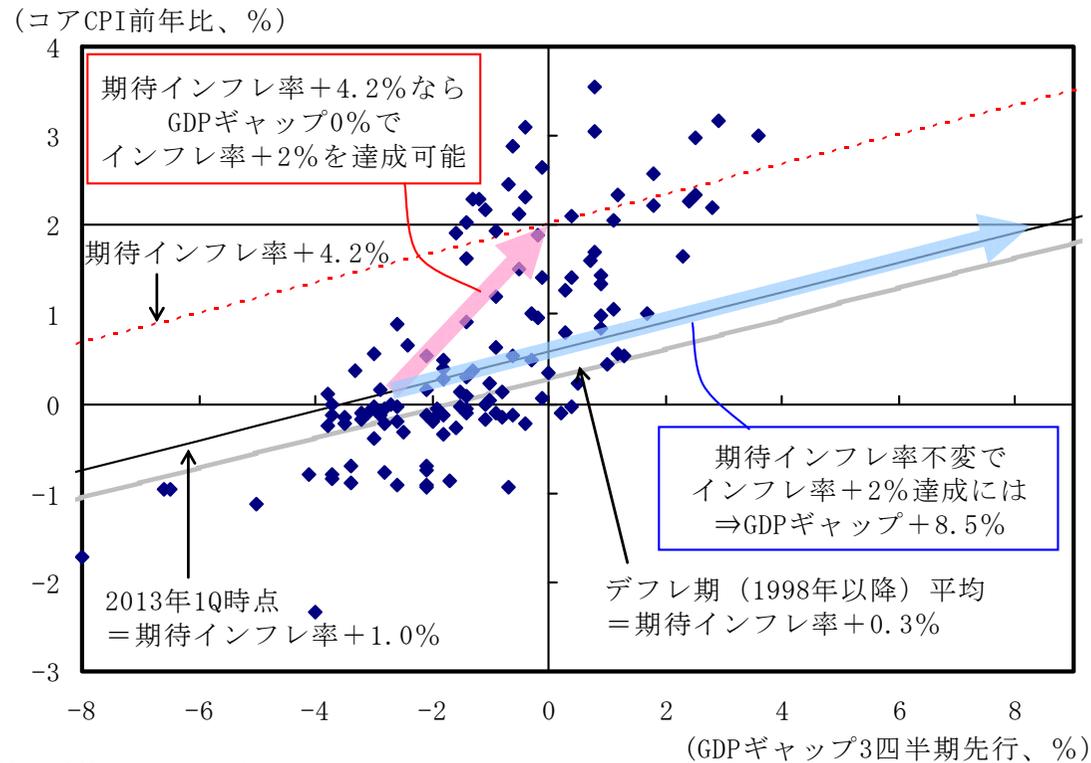


TOPIXと円ユーロレート（日次）



# 物価上昇率2%達成は可能か？

## 期待インフレ率を考慮したフィリップスカーブ



(注) 推計式は以下の通り。

$CPI = 0.15 + 0.44 * INFEX + 0.17 * GDPGAP(-3)$ 、カッコ内の数字はラグ次数。

修正済決定係数=0.84、推計期間：1980年10-12月期～2013年1-3月期

CPI：生鮮食品を除く消費者物価前年比（消費税調整済）、INFEX：期待インフレ率、GDPGAP：GDPギャップ

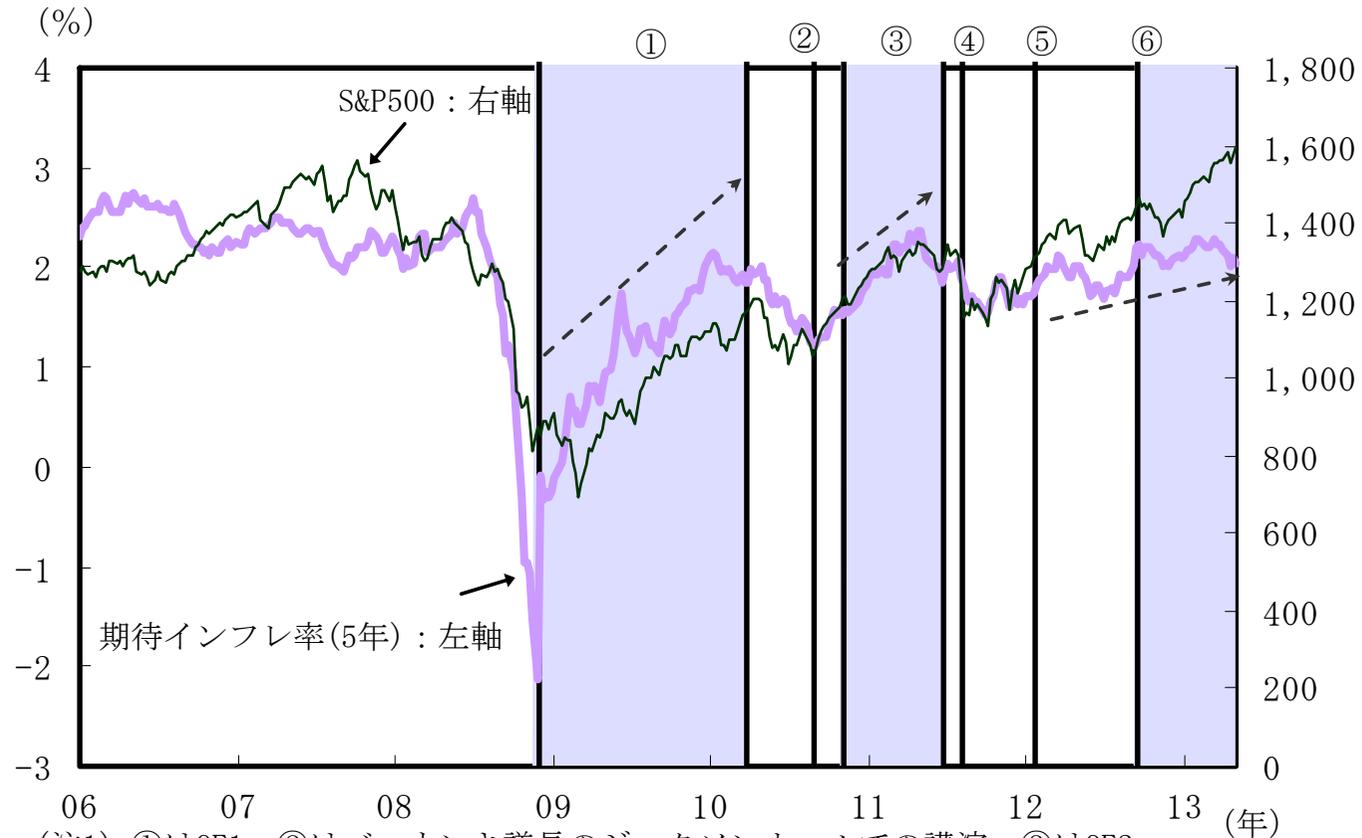
2004年1-3月期までの期待インフレ率はカールソン＝パーキン法により計測。

2004年4-6月期以降は消費動向調査（内閣府）の期待物価上昇率の加重平均値を段差修正した上で接続した。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

# 米国：期待インフレ率の動向

## 米国の期待インフレ率と株価



(注1) ①はQE1、②はバーナンキ議長のジャクソンホールでの講演。③はQE2。

④は米国国債格下げ。⑤インフレ目標を導入。⑥はQE3。

(注2) 期待インフレ率は物価連動債(5年)から算出したBEI。

(出所) FRB、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

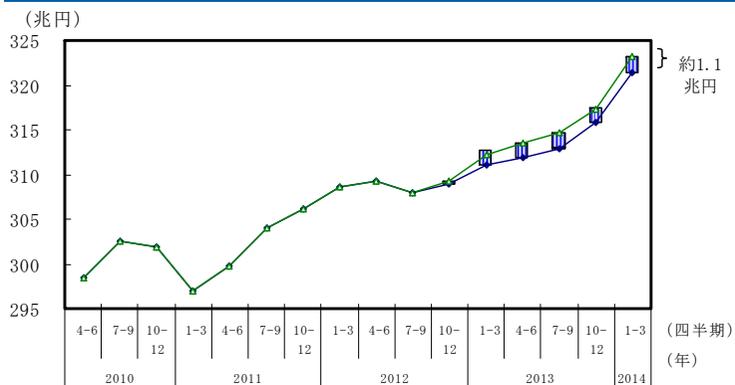
# 円安・株高・長期金利上昇の影響

基準ケースからの乖離幅(%)		GDP	個人消費	設備投資	輸出	輸入	CPI前年比
10%円安	1年目	0.30	0.08	1.13	0.51	0.26	0.21
	2年目	0.48	0.09	1.31	0.91	-0.46	0.04
	3年目	0.40	0.03	1.39	0.85	-0.61	0.08
TOPIX100pt上昇	1年目	0.09	0.13	0.00	0.00	0.06	0.00
	2年目	0.09	0.13	0.03	0.00	0.29	0.01
	3年目	0.08	0.12	0.04	0.00	0.27	0.01
金利1%上昇	1年目	-0.21	-0.04	-1.39	-0.01	-0.48	-0.00
	2年目	-0.22	-0.03	-1.58	-0.01	-0.53	-0.03
	3年目	-0.18	0.00	-1.58	-0.00	-0.45	-0.04

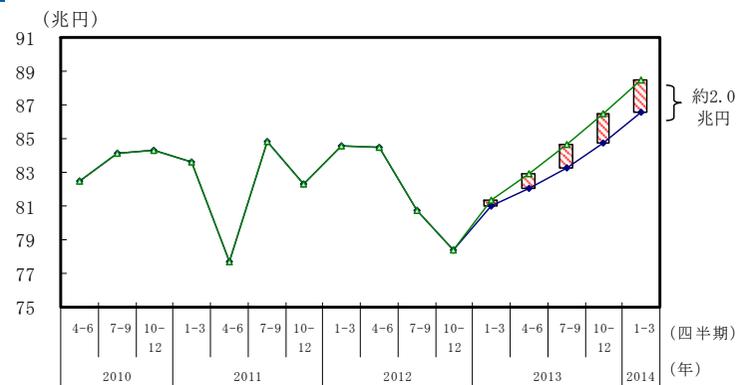
(出所) 大和総研作成

# 円安・株高の経済効果

## 民間最終消費



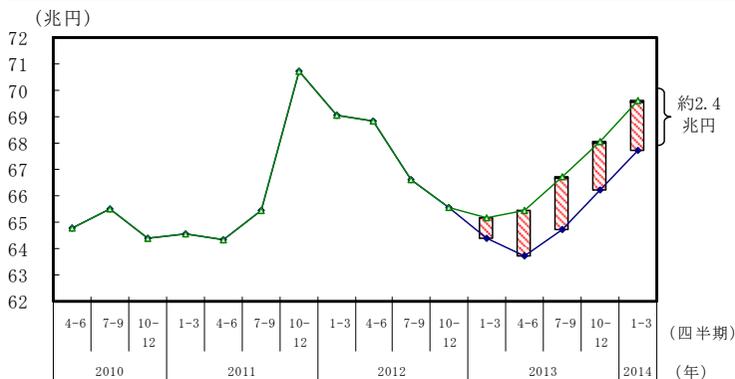
## 輸出



■ 円安効果 ■ 株高効果 ◆ 円安・株高がなかったケース ▲ 消費

■ 円安効果 ■ 株高効果 ◆ 円安・株高がなかったケース ▲ 輸出

## 設備投資



## GDP



■ 円安効果 ■ 株高効果 ◆ 円安・株高がなかったケース ▲ 設備投資

■ 円安効果 ■ 株高効果 ◆ 円安・株高がなかったケース ▲ 国内総支出

(注) 大和総研短期マクロモデルを用いた試算値。円安効果は当初の想定から為替が円安に振れたこと（ドル円レート：80円/ドル→100円/ドル）による効果。

株高効果はTOPIXが400pt上昇したことによる効果、また円安に伴う株高の影響は円安効果ではなく株高効果とした。

(出所) 内閣府統計等より大和総研作成

# 「アベノミクス」の影響に関するシミュレーション

円安・株高の効果と金利上昇の影響(1年間平均)

GDP	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.21	-0.42	-0.63	-0.84
10%円安+TOPIX200pt高	0.38	0.17	-0.04	-0.25	-0.46
20%円安+TOPIX400pt高	0.76	0.55	0.34	0.13	-0.08
30%円安+TOPIX600pt高	1.15	0.94	0.73	0.51	0.30

個人消費	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.04	-0.09	-0.13	-0.18
10%円安+TOPIX200pt高	0.20	0.16	0.12	0.07	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.41	0.36	0.32	0.28	0.23
30%円安+TOPIX600pt高	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44

名目雇用者報酬	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.08	-0.16	-0.25	-0.33
10%円安+TOPIX200pt高	0.36	0.28	0.20	0.12	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.72	0.64	0.56	0.48	0.40
30%円安+TOPIX600pt高	1.09	1.00	0.92	0.84	0.76

設備投資	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-1.39	-2.79	-4.18	-5.57
10%円安+TOPIX200pt高	1.13	-0.26	-1.65	-3.04	-4.44
20%円安+TOPIX400pt高	2.27	0.87	-0.52	-1.91	-3.30
30%円安+TOPIX600pt高	3.40	2.01	0.61	-0.78	-2.17

CPI前年比	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.00	-0.00	-0.01	-0.01
10%円安+TOPIX200pt高	0.21	0.21	0.21	0.21	0.20
20%円安+TOPIX400pt高	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42
30%円安+TOPIX600pt高	0.64	0.64	0.64	0.64	0.63

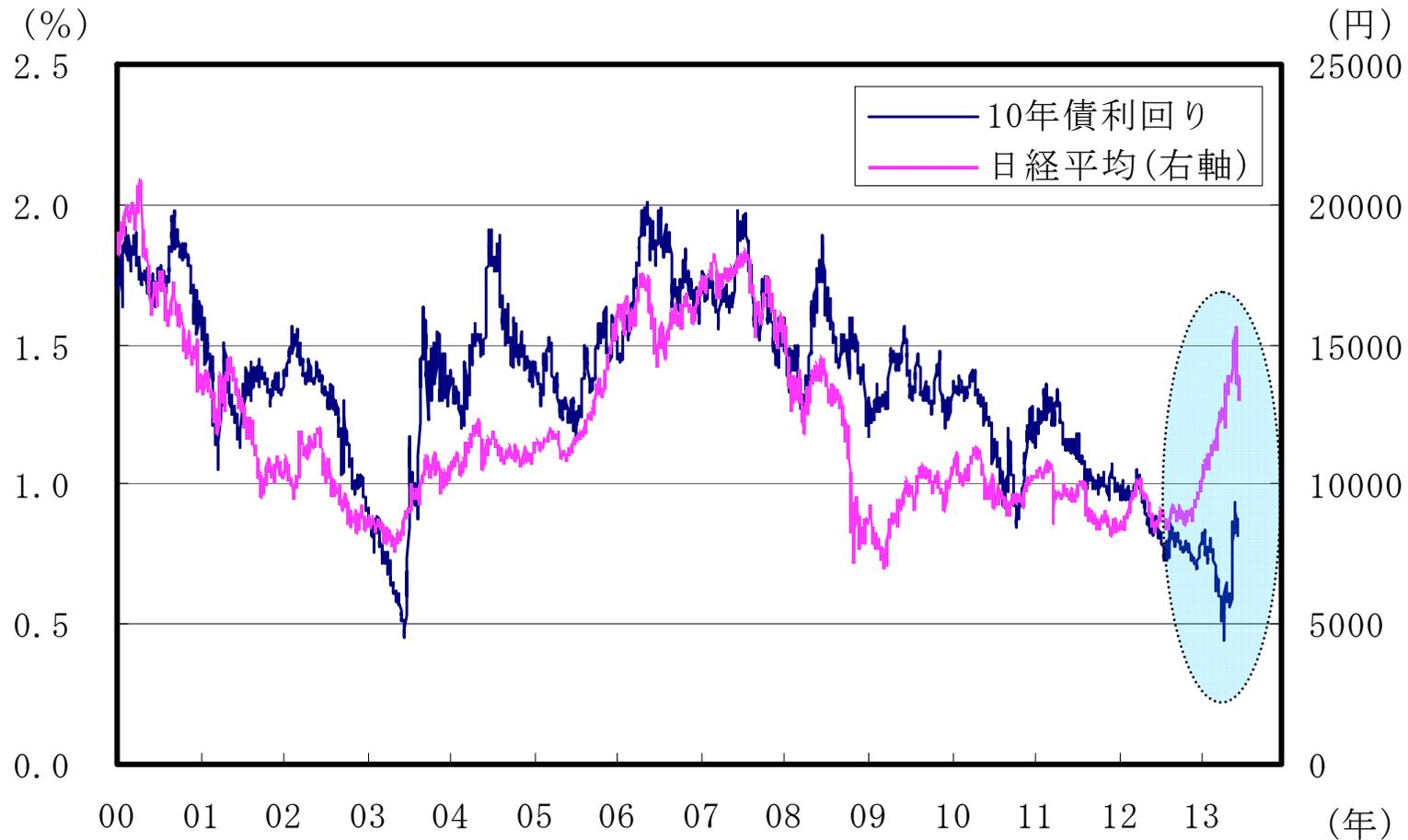
企業収益	ベースシナリオ	長期金利1%上昇	長期金利2%上昇	長期金利3%上昇	長期金利4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-2.05	-4.10	-6.14	-8.19
10%円安+TOPIX200pt高	6.45	4.41	2.36	0.31	-1.74
20%円安+TOPIX400pt高	12.91	10.86	8.81	6.76	4.71
30%円安+TOPIX600pt高	19.36	17.31	15.26	13.22	11.17

(注) 数値はベースシナリオからの乖離幅(%)。

(出所) 大和総研作成

# 株価と長期金利の関係

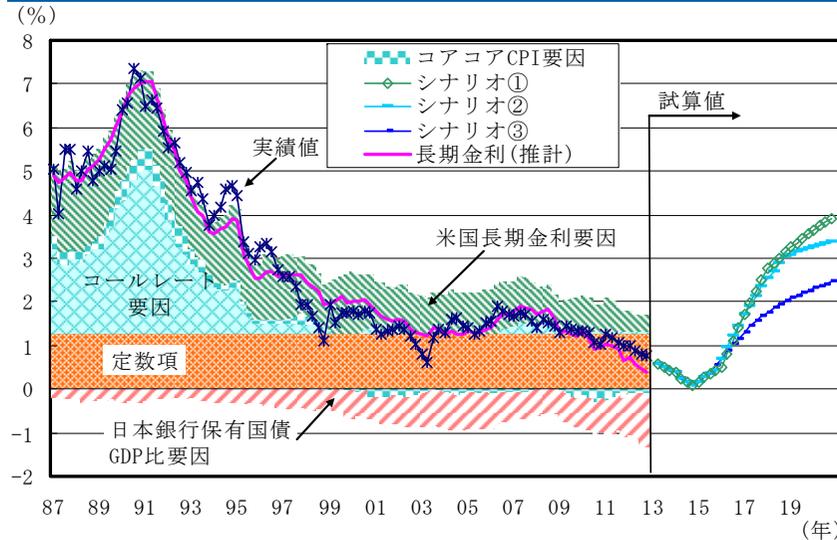
## 長期金利と日経平均の推移



(出所) 財務省、日本経済新聞社より大和総研作成

# 長期金利に関するシミュレーション①

長期金利の試算値



**【推計式】**

- 10年債金利=1.29+0.46\*コールレート+0.18\*コアコアCPI上昇率-0.06\*日本銀行保有長期国債対GDP比+0.21\*米国10年債金利  
(推計期間：1986Q3から2012Q4)
- コールレート=0.89\*コールレート(-1)+0.11\*((潜在GDP成長率+2)+1.05\*GDPギャップ+1.00\*(コアコアCPI上昇率-2))  
(推計期間：1985Q1から1995Q4)

**【シナリオ共通前提】**

- コアコアCPI上昇率は2015年末に2%となり、その後2%で一定。
- 名目GDPおよび実質GDPは2015年1-3月期までは大和総研予測値を使用。その後は名目GDPは年率+3%、実質GDPは同+2%で推移すると仮定。
- 2013Q1以降のコールレートについては、上記のコールレートの式に沿って推移すると仮定。
- コアコアCPI上昇率が2%未満の期間については、コールレートは0.1%と想定。
- 銀行券発行残高はトレンドで延長。
- バランスシートの圧縮を開始するまではコールレートは0.1%で推移。

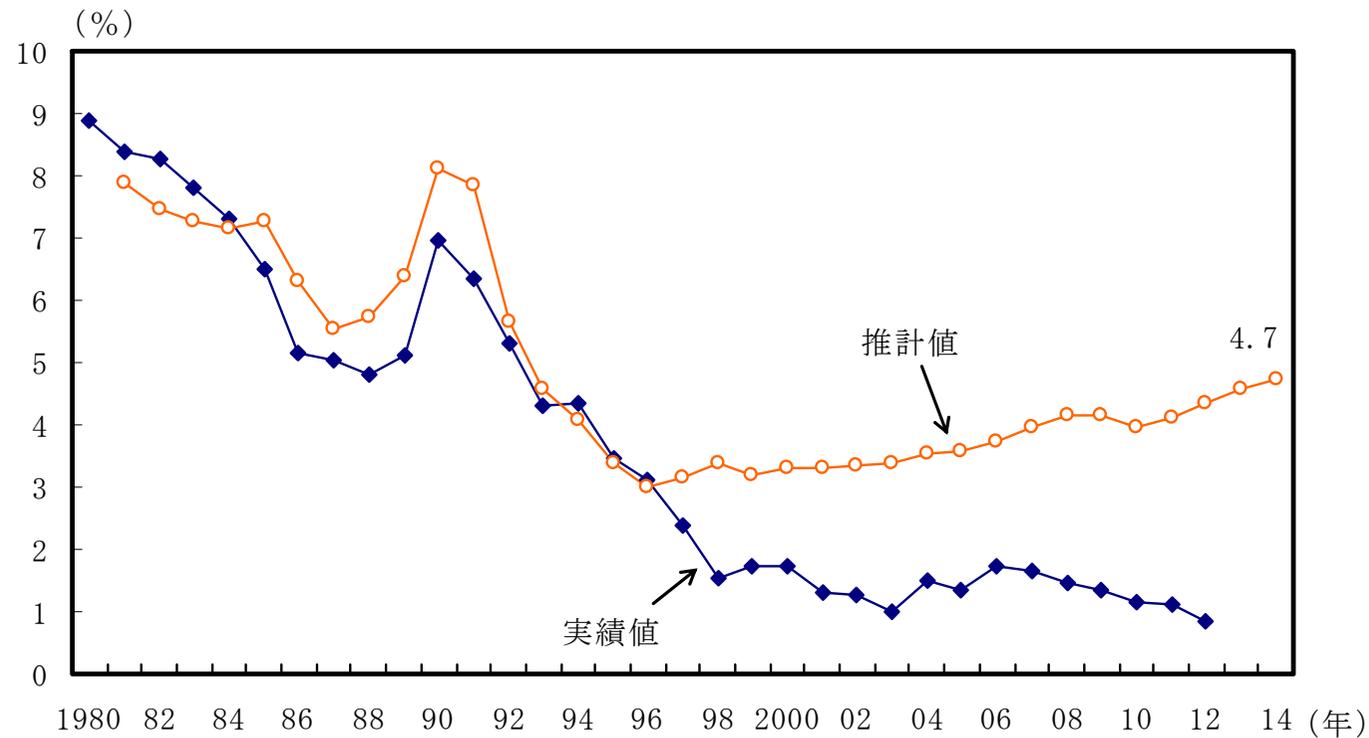
**【シナリオ別前提】**

- シナリオ①：2016年1-3月期に出口戦略を開始し、2018年1-3月期に日本銀行保有長期国債と銀行券発行残高が一致すると想定。  
その後、2019年1-3月期までに銀行券発行残高の半分まで日本銀行保有長期国債残高を圧縮すると想定。
- シナリオ②：2018年10-12月期に日本銀行保有長期国債と銀行券発行残高が一致すると想定。  
その後は銀行券発行残高と同額の国債保有残高を維持すると想定。
- シナリオ③：日本銀行が2017年1-3月期以降、毎四半期1%ずつ長期国債保有残高を減らすと想定。

(注) 日本銀行保有長期国債は2001年4月以前分については、日本銀行保有国債をもとに試算した値を使用。  
(出所) 日本銀行、総務省、内閣府、Bloombergより大和総研作成

# 長期金利に関するシミュレーション②

## 国際比較による日本の長期金利の推計値



(注1) 推計値は、日本を除くOECD21ヶ国による推計結果の係数を日本に当てはめたもの。

推計式は以下の通り。

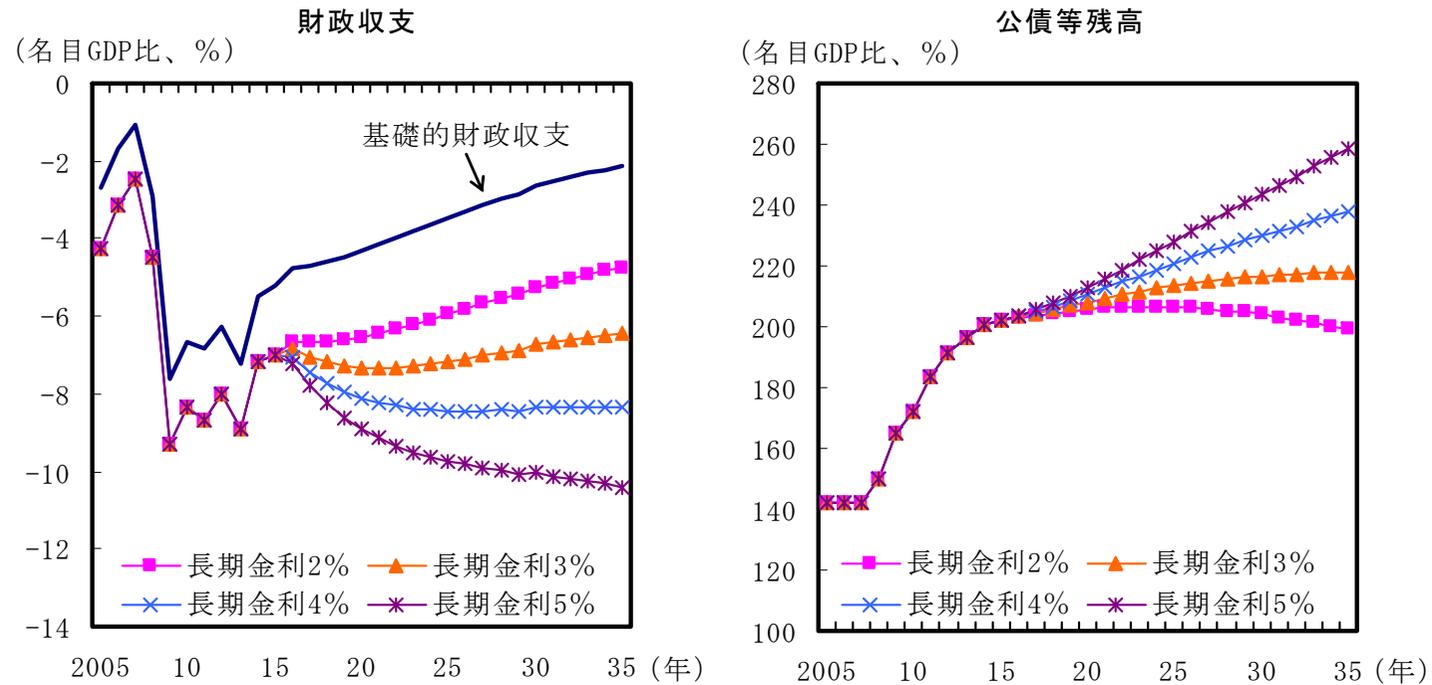
長期金利=1.24+0.75\*短期金利+0.01\*一般政府債務残高対名目GDP比+0.06\*GDPデフレーター前年比

推計期間は1981年～2011年。修正済決定係数=0.87。係数はすべて5%有意。

(出所) OECD統計より大和総研作成

# わが国の財政状況

## 金利変動による財政への影響試算



(注) 試算の前提は以下の通り。

- ・2012年度～2014年度の前提は大和総研予測。2016年度以降は、実質GDP成長率2%、名目GDP成長率3%。
- ・税収の租税弾性値は1.1、税収以外の歳入は名目GDP成長率で延長。
- ・利払いは、公債等残高×(長期金利と前年度の実効金利の加重平均)により算出。
- ・社会保障支出は、高齢者一人当たりの社会保障支出が現役世代一人当たり実質GDP成長率の半分の伸びで増加すると仮定。
- ・人口の前提は「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」の出生中位(死亡中位)推計。
- ・利払い、社会保障支出以外の歳出は名目GDP成長率で延長。

(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所統計より大和総研作成

# 金利上昇が金融システムに与える影響

## 金利上昇に伴う金融システムへの影響

		債券時価の変動			資金利益の変動			
		金利上昇幅	1%pt	2%pt	3%pt	1%pt	2%pt	3%pt
国際統一基準行	スティープ化		▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 3.6	3.9	4.0	4.2
	平行シフト		▲ 3.2	▲ 6.2	▲ 8.0	3.9	4.1	4.5
国内基準行	スティープ化		▲ 1.9	▲ 2.8	▲ 4.2	3.5	3.6	3.7
	平行シフト		▲ 3.4	▲ 6.3	▲ 8.6	3.4	3.4	3.6

(注) 単位は兆円。

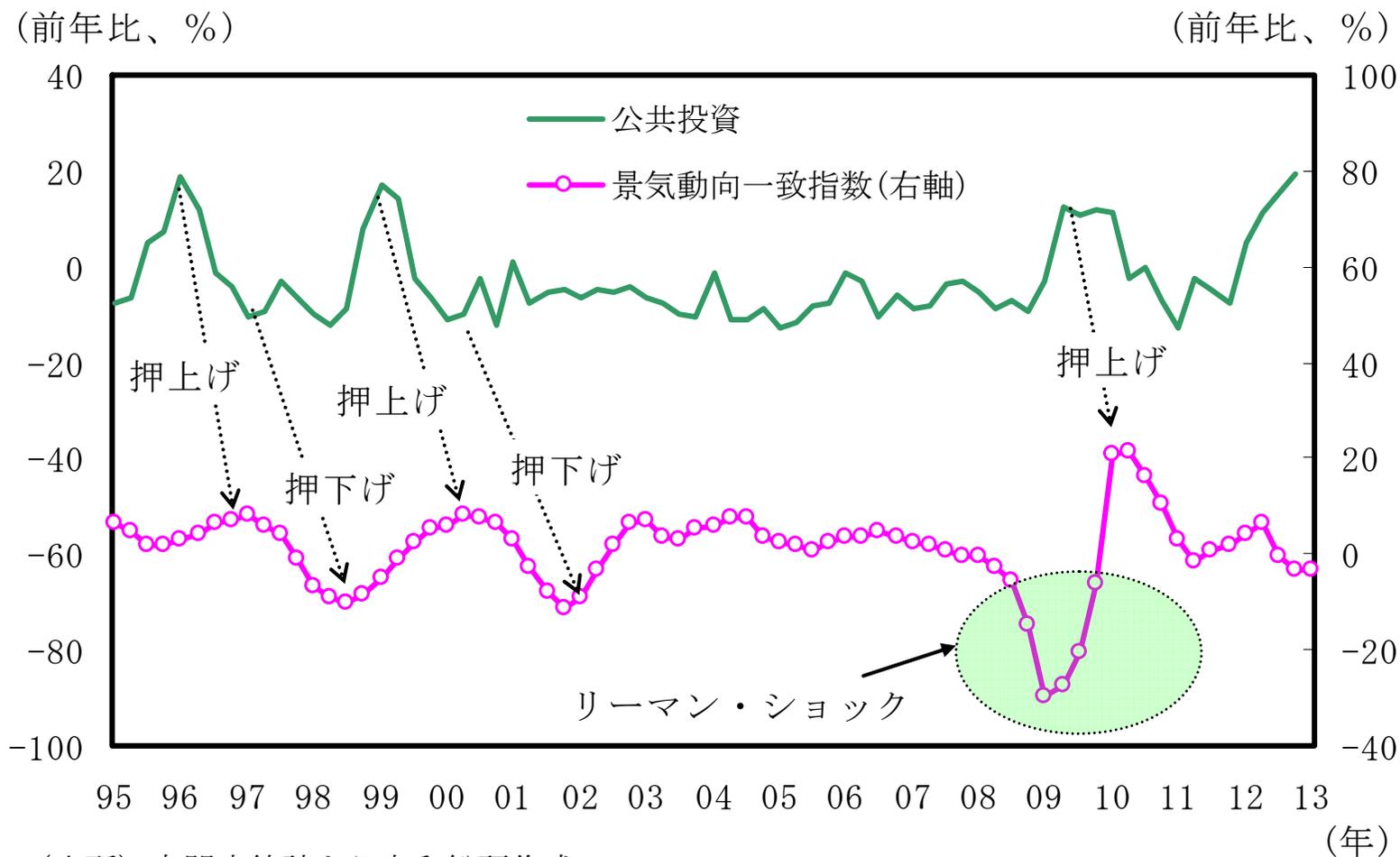
(出所) 日本銀行より大和総研作成

## アベノミクスが抱える3つの課題

- ① 「財政規律の維持」に失敗すると、「トリプル安（債券安・株安・円安）」が進行？
- ② 「中長期的な経済体質の改善・構造改革」が不十分？
- ③ インフレが進行するなか、雇用者の所得が増加しない？

# 公共投資による景気刺激効果は一時的

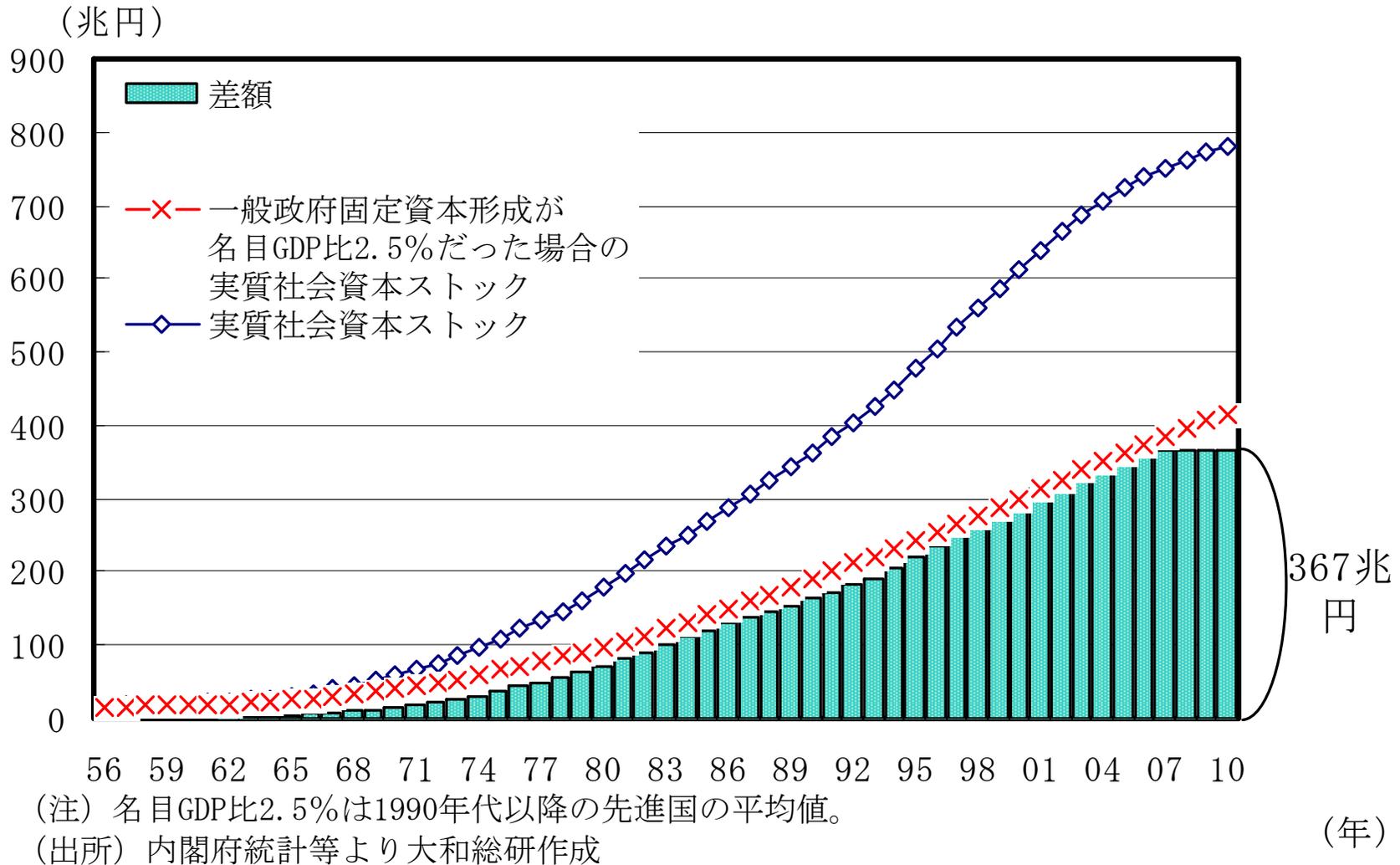
## 景気動向指数と公共投資の推移



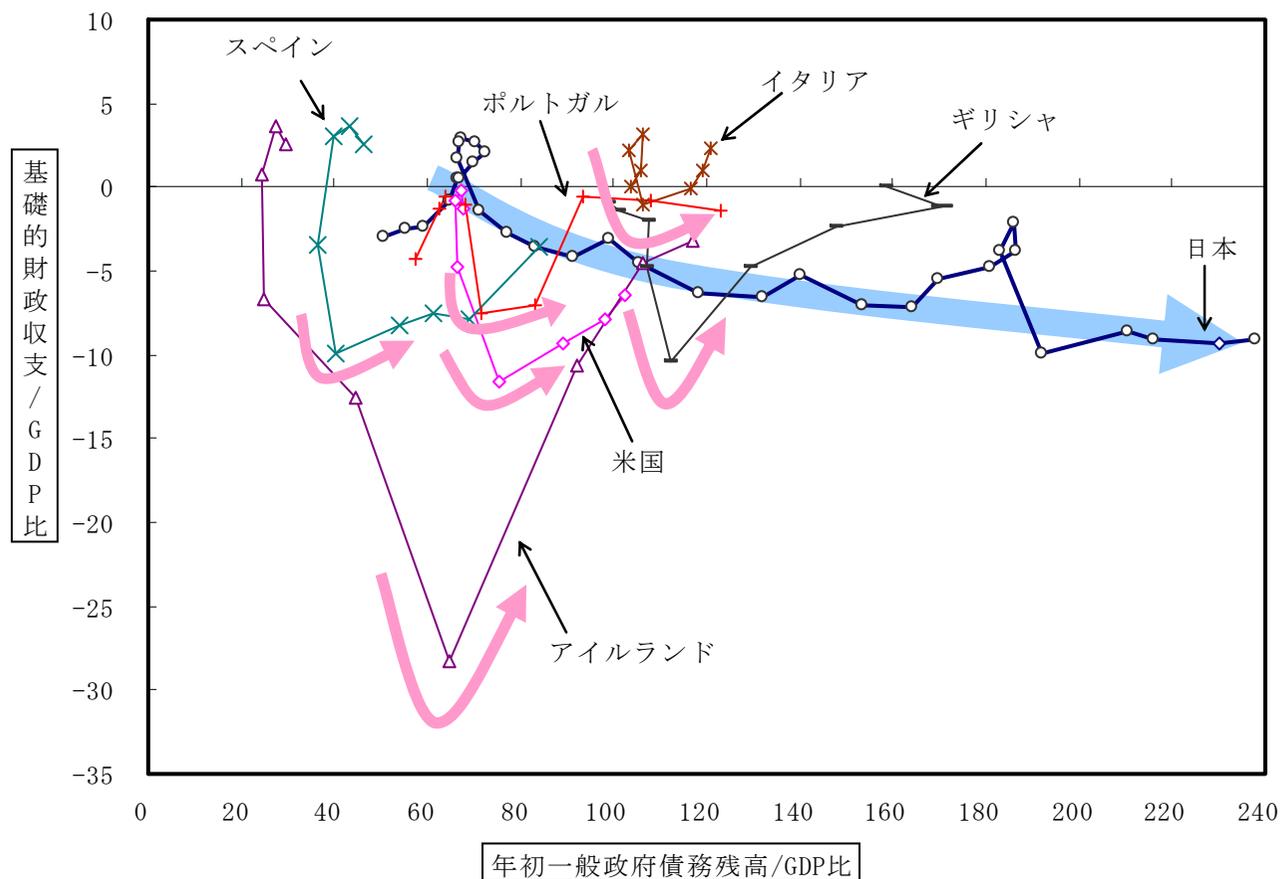
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

# 公共投資は累計367兆円過剰？

## 実質社会資本ストック



# 国際比較：財政の持続可能性

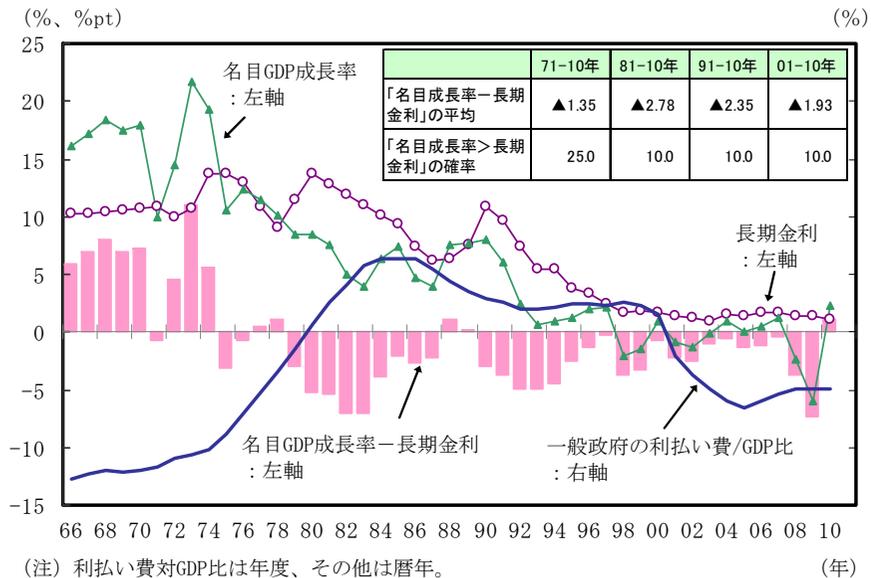


(注) 日本のデータは1981年～2013年、その他の国は2005年～2013年。  
 日本とポルトガルは2011年以降、その他の国は2012年以降IMF予測値。  
 (出所) IMF統計より大和総研作成

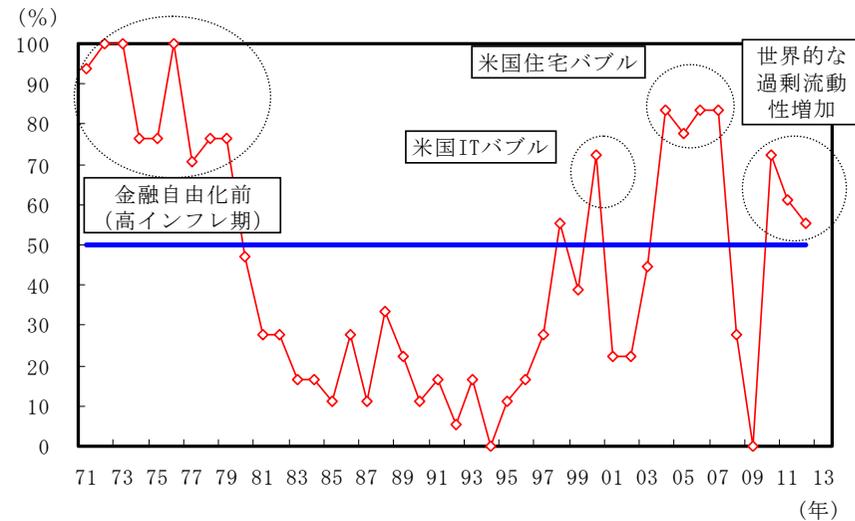
# 経済成長すれば財政再建できるのか？

**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

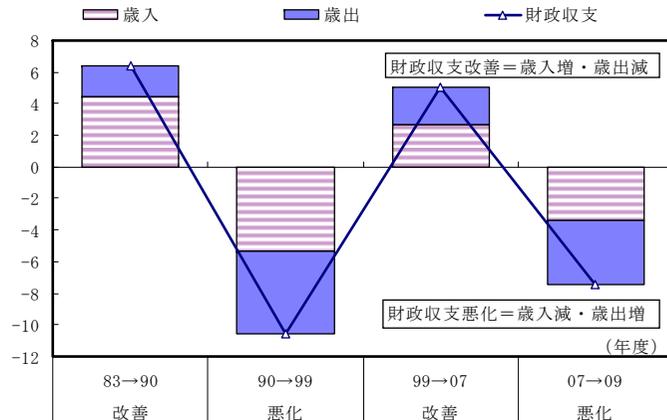


OECD主要国でドーマー条件を満たす国の割合



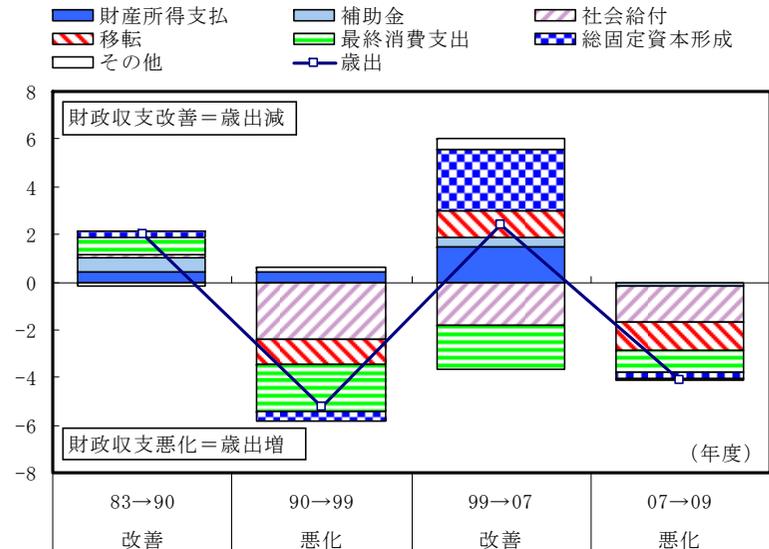
# 日本：財政収支変動の要因分析

日本：財政収支変動の要因分析（対名目GDP比、%）



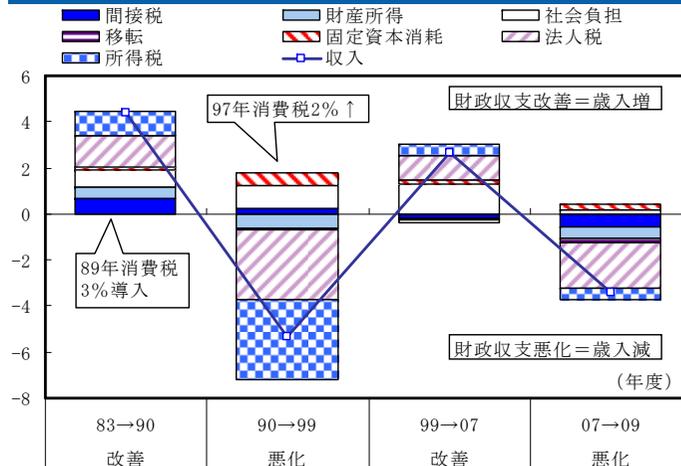
(注)「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(出所)内閣府より大和総研作成

日本：財政支出変動の要因分析（対名目GDP比、%）



- (注1) 社会給付とは、現物社会移転以外の社会給付（現金による社会給付、無基金雇用者社会給付、社会扶助給付）。
  - (注2) 最終消費支出には、現物社会移転が含まれる。内容は、現物社会給付（払戻しによる社会給付やその他の現物社会保障給付）で、医療支出も含まれる。
  - (注3) 財産所得支払には、利払いが含まれる。
  - (注4) 補助金とは、企業に支払われる経常交付金。
  - (注5) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。一般政府ベース。
- (出所) 内閣府より大和総研作成

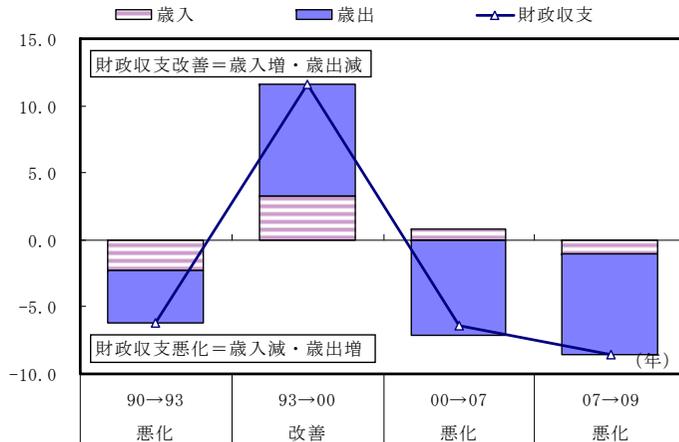
日本：財政収入変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注)「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(出所) 内閣府より大和総研作成

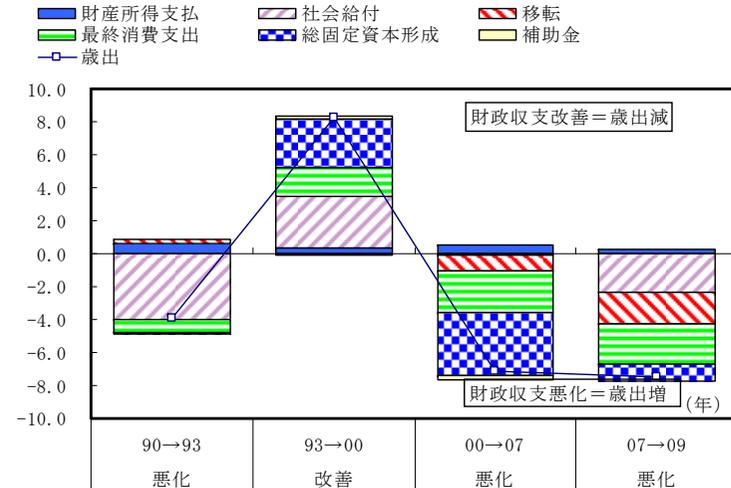
# 英国：財政収支変動の要因分析

英国：財政収支変動の要因分析（対名目GDP比、%）



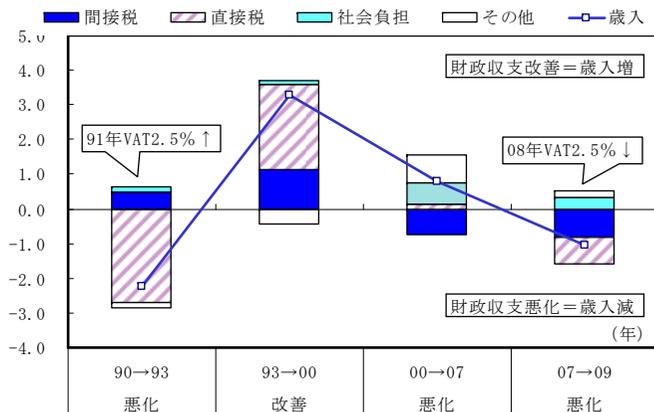
(注) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(出所) OECDより大和総研作成

英国：財政支出変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 社会給付とは、現物社会移転以外の社会給付（現金による社会給付、無基金雇用者社会給付、社会扶助給付）。  
(注2) 最終消費支出には、現物社会移転が含まれる。内容は、現物社会給付（払戻しによる社会給付やその他の現物社会保障給付）で、医療支出も含まれる。  
(注3) 財産所得支払には、利払いが含まれる。  
(注4) 補助金とは、企業に支払われる経常交付金。  
(注5) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。一般政府ベース。  
(出所) OECDより大和総研作成

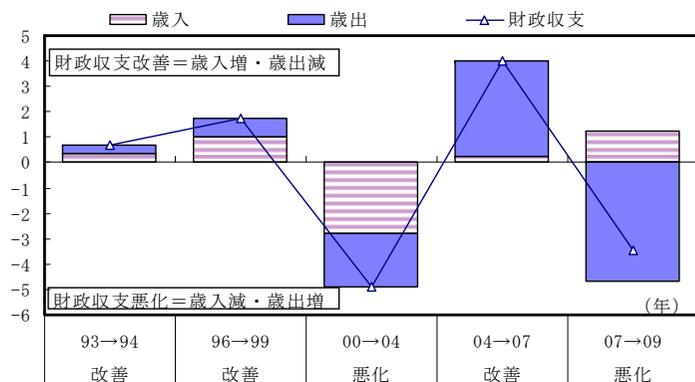
英国：財政収入変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(注2) その他には、資本税、経常・資本移転、財産所得などが含まれる。  
(出所) OECDより大和総研作成

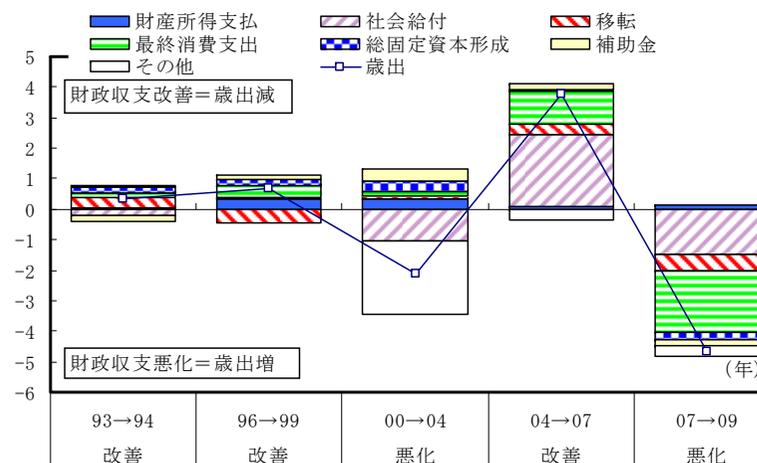
# ドイツ: 財政収支変動の要因分析

ドイツ: 財政収支変動の推移 (対名目GDP比、%)



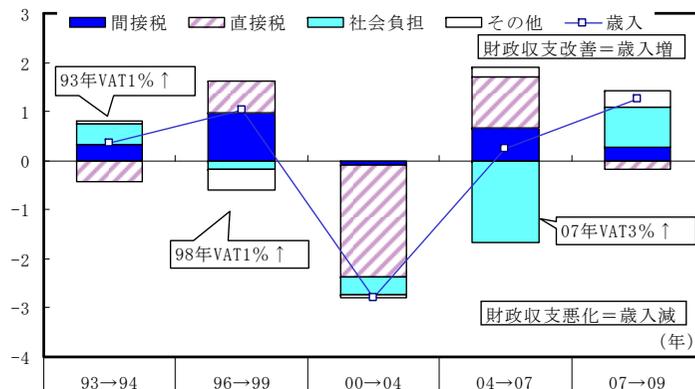
(注1) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
 (注2) 1995年は特殊要因により振れが大きいため、除いた。  
 (出所) OECDより大和総研作成

ドイツ: 財政支出変動の要因分析 (対名目GDP比、%)



(注1) 社会給付とは、現物社会移転以外の社会給付（現金による社会給付、無基金雇用者社会給付、社会扶助給付）。  
 (注2) 最終消費支出には、現物社会移転が含まれる。内容は、現物社会給付（払戻しによる社会給付やその他の現物社会保障給付）で、医療支出も含まれる。  
 (注3) 財産所得支払には、利払いが含まれる。  
 (注4) 補助金とは、企業に支払われる経常交付金。  
 (注5) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。一般政府ベース。  
 (注6) 1995年は特殊要因により振れが大きいため、除いた。  
 (出所) OECDより大和総研作成

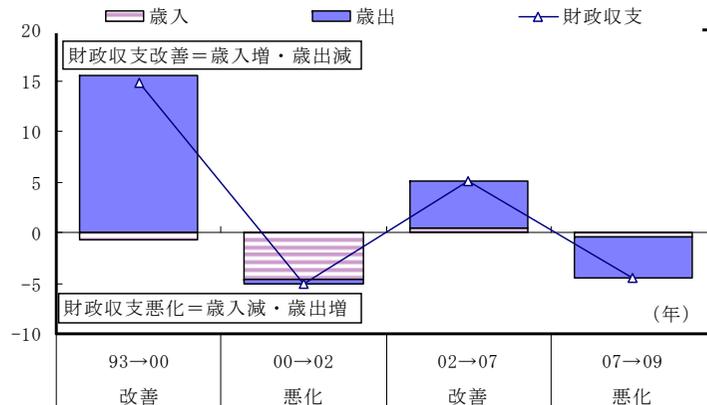
ドイツ: 財政収支変動の要因分析 (対名目GDP比、%)



(注1) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
 (注2) その他には、資本税、経常・資本移転、財産所得などが含まれる。  
 (注3) 1995年は特殊要因により振れが大きいため、除いた。  
 (出所) OECDより大和総研作成

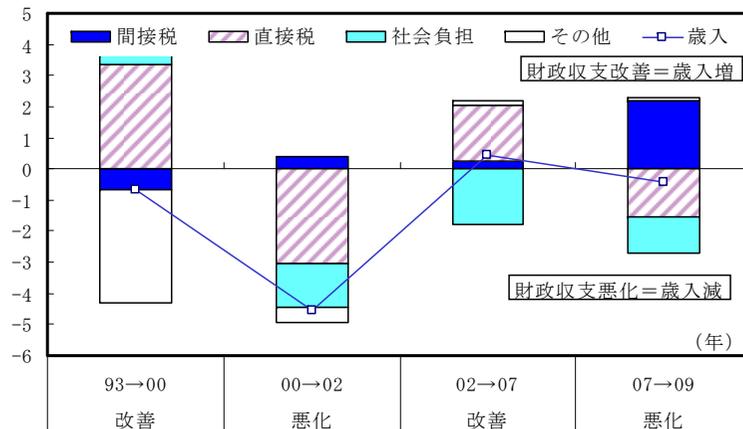
# スウェーデン：財政収支変動の要因分析

スウェーデン：財政収支変動の推移（対名目GDP比、%）



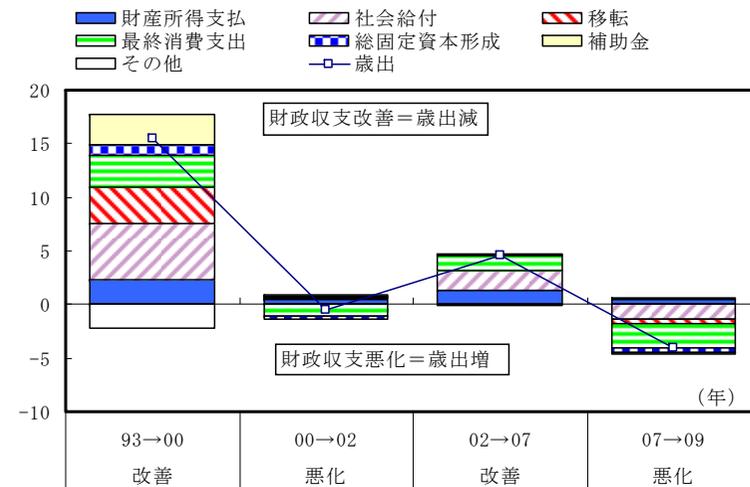
(注) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(出所) OECDより大和総研作成

スウェーデン：財政収入変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(注2) その他には、資本税、経常・資本移転、財産所得などが含まれる。  
(出所) OECDより大和総研作成

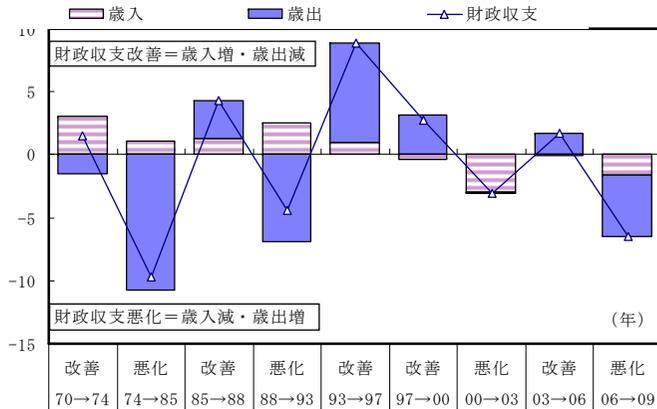
スウェーデン：財政支出変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 社会給付とは、現物社会移転以外の社会給付（現金による社会給付、無基金雇用者社会給付、社会扶助給付）。  
(注2) 最終消費支出には、現物社会移転が含まれる。内容は、現物社会給付（払戻しによる社会給付やその他の現物社会保障給付）で、医療支出も含まれる。  
(注3) 財産所得支払には、利払いが含まれる。  
(注4) 補助金とは、企業に支払われる経常交付金。  
(注5) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。一般政府ベース。  
(出所) OECDより大和総研作成

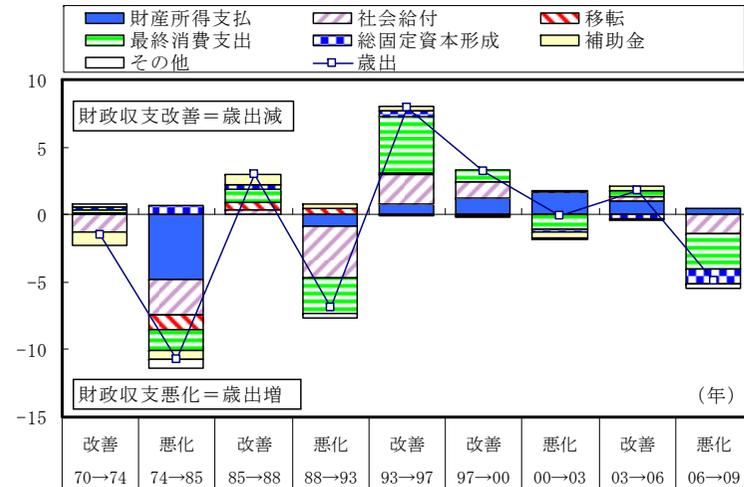
# カナダ：財政収支変動の要因分析

カナダ：財政収支変動の推移（対名目GDP比、%）



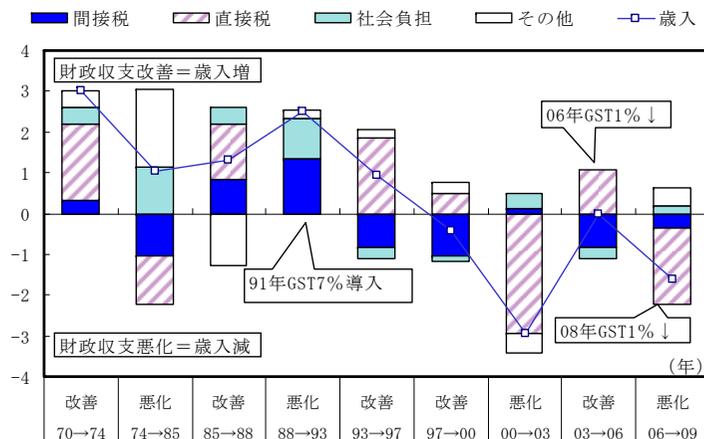
(注) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(出所) OECDより大和総研作成

カナダ：財政支出変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 社会給付とは、現物社会移転以外の社会給付（現金による社会給付、無基金雇用者社会給付、社会扶助給付）。  
(注2) 最終消費支出には、現物社会移転が含まれる。内容は、現物社会給付（払戻しによる社会給付やその他の現物社会保障給付）で、医療支出も含まれる。  
(注3) 財産所得支払には、利払いが含まれる。  
(注4) 補助金とは、企業に支払われる経常交付金。  
(注5) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。一般政府ベース。  
(出所) OECDより大和総研作成

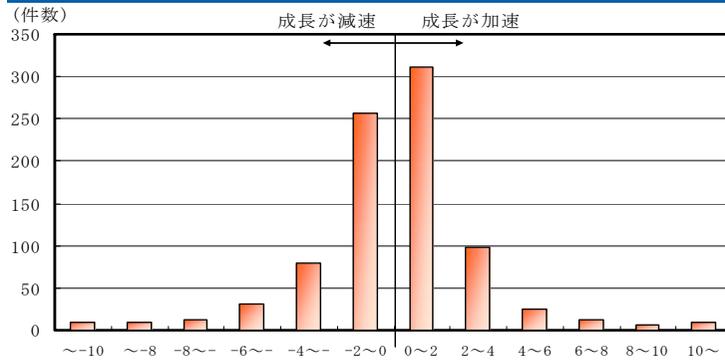
カナダ：財政収支変動の要因分析（対名目GDP比、%）



(注1) 「改善」「悪化」とは、財政収支の基調を示す。データは一般政府。  
(注2) その他には、資本税、経常・資本移転、財産所得などが含まれる。  
(出所) OECDより大和総研作成

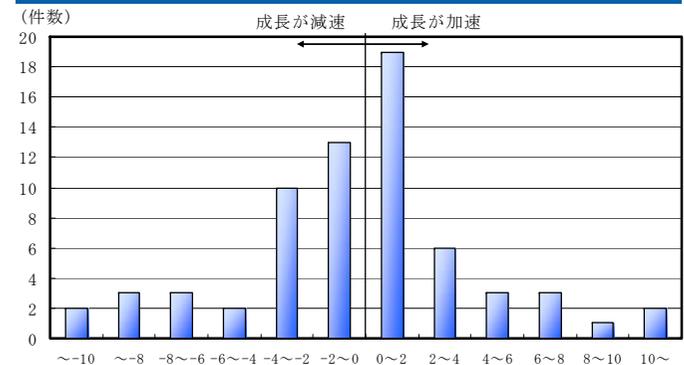
# 海外の事例：消費税引き上げの悪影響は限定的

通常期の経済成長率加速度



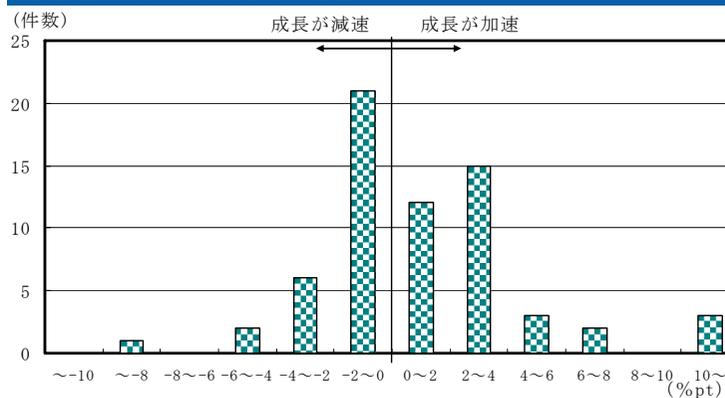
(注) 経済成長率加速度は、消費税増税年の経済成長率-前年の経済成長率。  
(出所) IMF統計、欧州委員会資料より大和総研作成

消費税増税年の経済成長率加速度



(注1) 経済成長率加速度は、消費税増税年の経済成長率-前年の経済成長率。  
(注2) 1980年以降欧州で消費税増税があった67件を対象としている。  
(出所) IMF統計、欧州委員会資料より大和総研作成

消費税増税翌年の経済成長率加速度



(注1) 経済成長率加速度は、消費税増税翌年の経済成長率-消費税増税年の経済成長率。  
(注2) 1980年以降欧州で消費税増税があった67件を対象としている。  
(出所) IMF統計、欧州委員会資料より大和総研作成

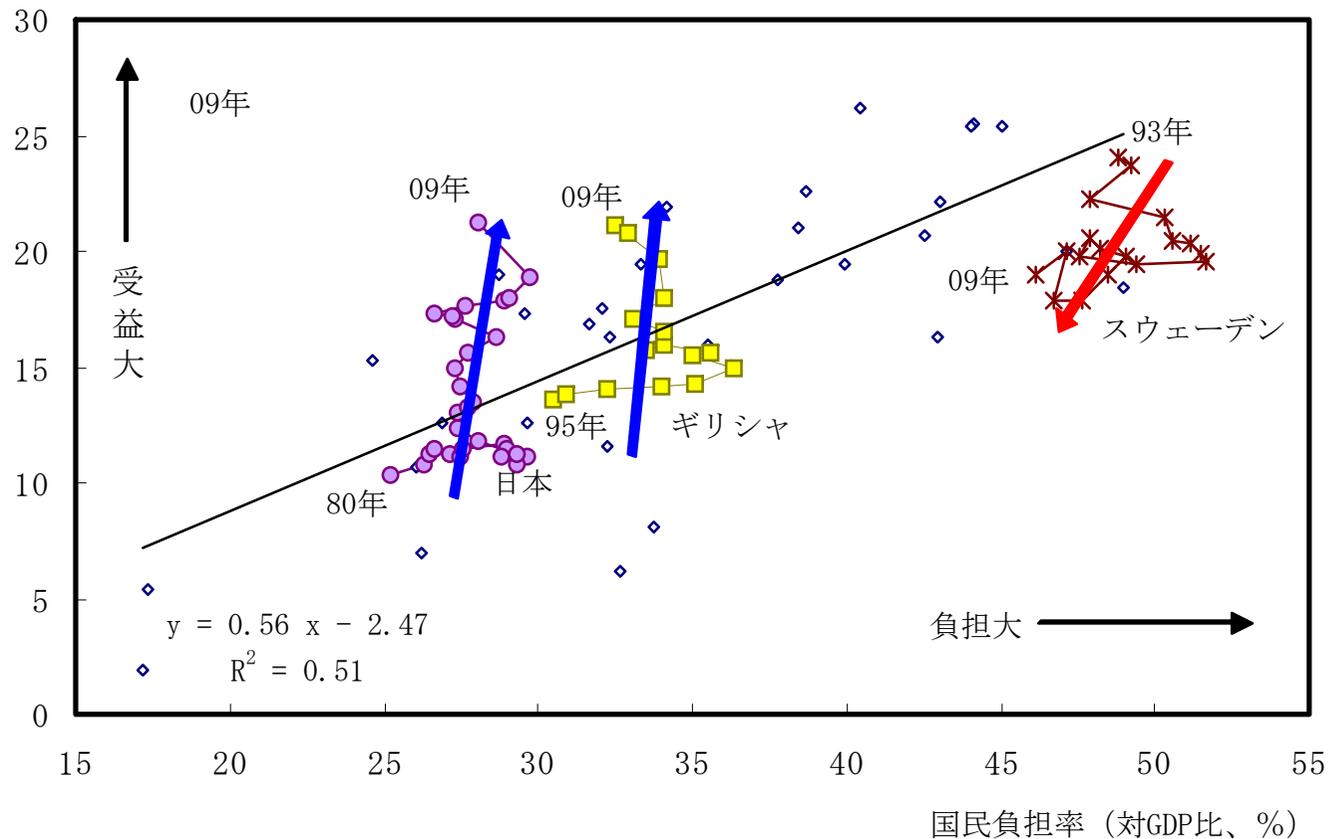
対象国は以下の27国

オーストリア ベルギー ブルガリア キプロス チェコ デンマーク エストニア フィンランド フランス ドイツ ギリシャ  
ハンガリー アイルランド イタリア ラトビア リトアニア ルクセンブルク マルタ オランダ ポーランド ポルトガル  
ルーマニア スロバキア スロベニア スペイン スウェーデン イギリス

# 日本:「中福祉・低負担」の構造は限界に

## OECD諸国の国民負担と社会負担（2009年）

一般政府の社会保障支出（対GDP比、%）



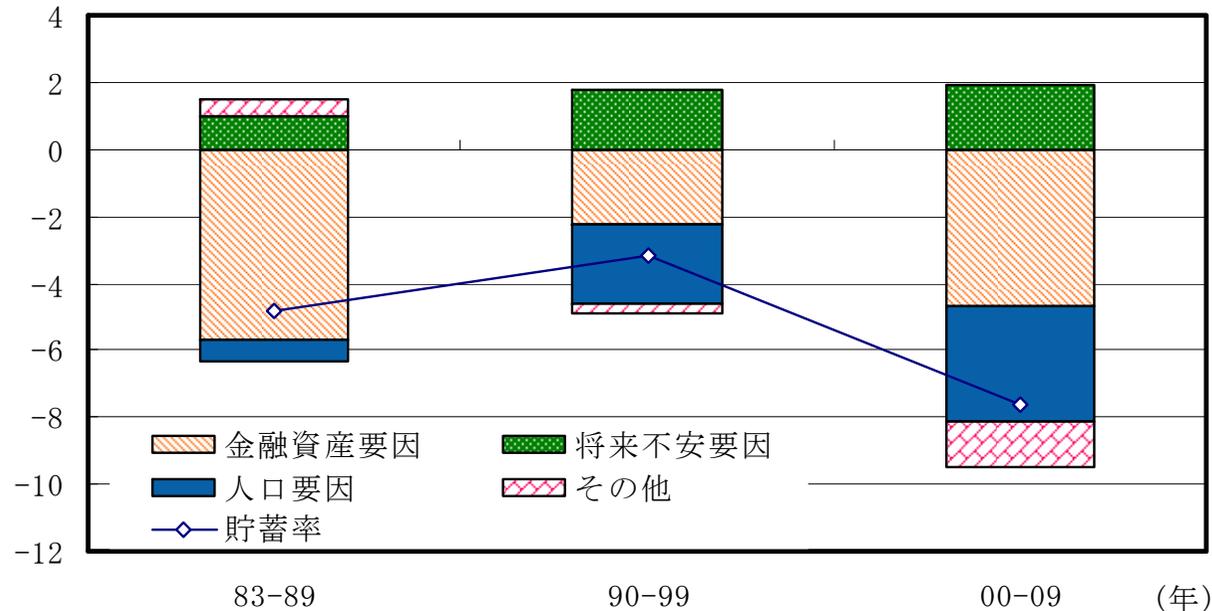
(注) 日本の推移は80年、ギリシャは95年、スウェーデンは93年から09年まで。

(出所) OECD統計より大和総研作成

# 日本：将来不安が貯蓄率を押し上げ②

## 貯蓄率の要因分解

(前期差、%pt)



(注1) 金融資産要因は家計金融資産対GDP比を、人口要因は従属人口比率を、将来不安要因は金融広報中央委員会調査において、金融資産の保有目的として「老後の生活資金」を挙げた人の割合を用いている。貯蓄率は2000年度基準のSNAベース。

(注2) 推計式は以下の通り。

$$\text{貯蓄率} = 30.2 - 10.3 * \text{家計資産対GDP比} (-1) + 0.25 * \text{老後のための貯蓄割合} (-1) - 0.33 * \text{従属人口比率}$$

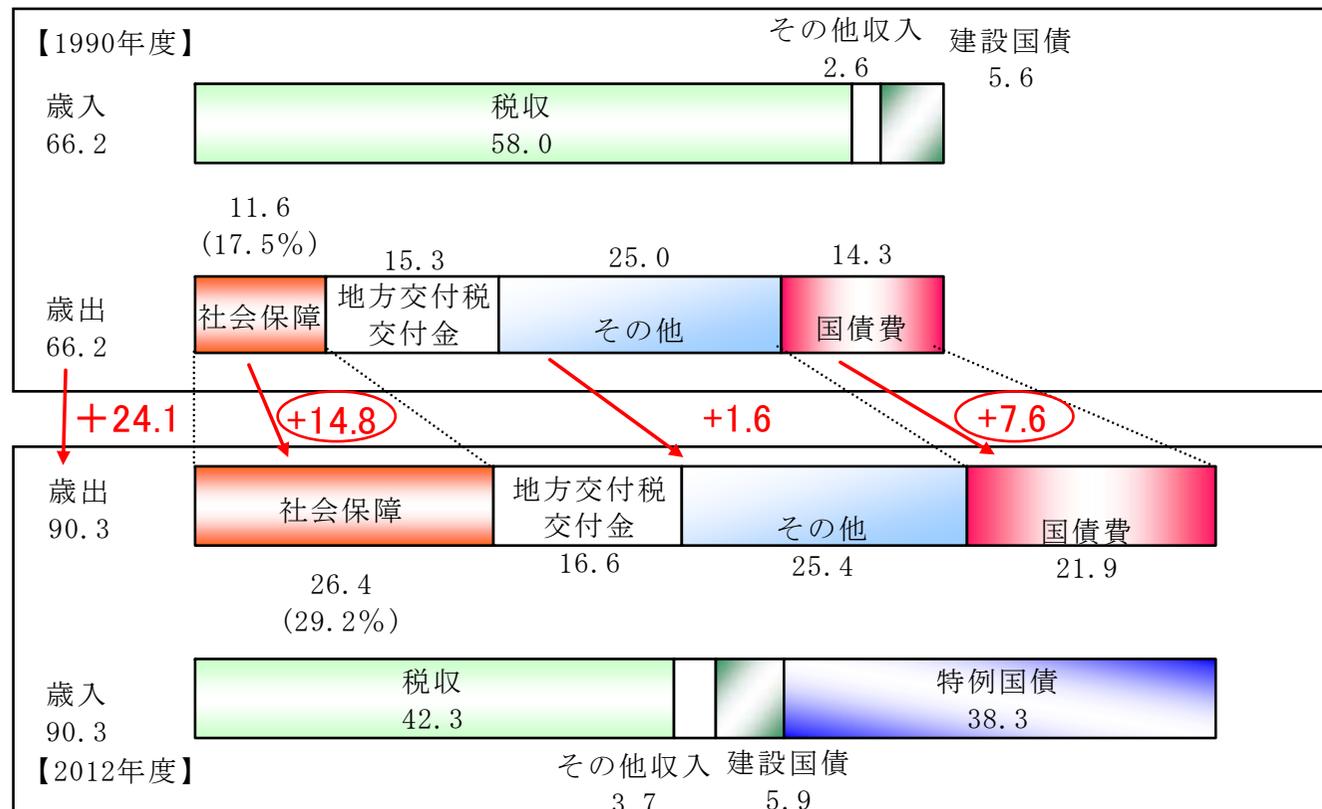
家計資産対GDP比、将来不安要因は1%有意。従属人口比率は5%有意。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、金融広報中央委員会統計より大和総研作成

# 財政収支悪化の主因は社会保障の増大

## 1990年度と2012年度における国の一般会計歳出歳入の比較

(兆円)



(注) 1990年度は当初予算、2012年度は政府案ベース。

(出所) 財務省資料より大和総研作成

# 財政再建達成の鍵は社会保障費の削減

## 2020年度の基礎的財政収支/GDP (%)

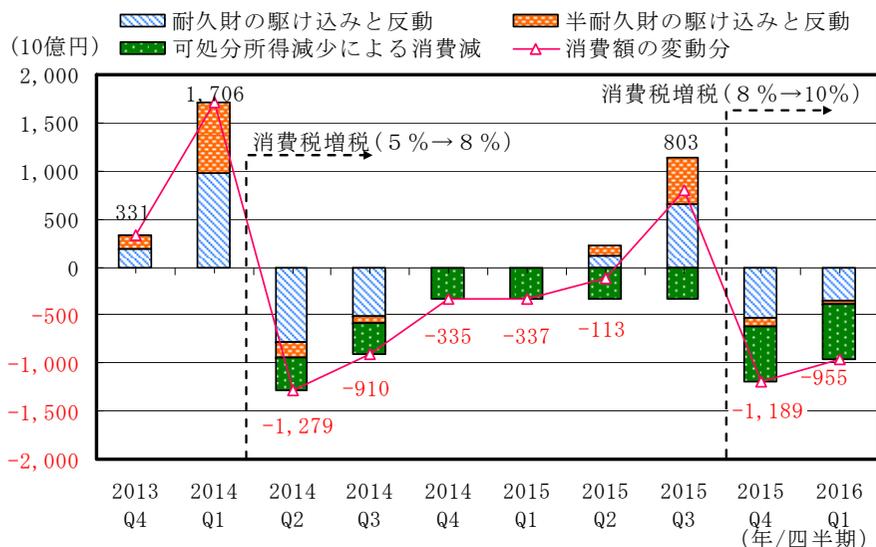
シナリオ		①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
名目成長率		+3.0%	+2.0%	+1.5%	+1.0%	+0.0%	▲1.0%	▲2.0%
実質成長率		+2.0%	+2.0%	+1.0%	+1.3%	+0.6%	▲0.1%	▲0.7%
社会保障費の伸び率	+4%	-3.0	-3.4	-3.9	-4.1	-4.8	-5.6	-6.4
	+3%	-2.5	-3.0	-3.4	-3.6	-4.3	-5.0	-5.8
	+2%	-2.1	-2.5	-3.0	-3.1	-3.8	-4.5	-5.2
	+1%	-1.6	-2.1	-2.5	-2.7	-3.3	-4.0	-4.7
	+0%	-1.2	-1.6	-2.1	-2.2	-2.8	-3.5	-4.1
	▲1%	-0.8	-1.2	-1.6	-1.8	-2.4	-3.0	-3.6
	▲2%	-0.5	-0.8	-1.2	-1.4	-1.9	-2.5	-3.1
	▲3%	-0.1	-0.4	-0.8	-1.0	-1.5	-2.1	-2.7
	▲4%	0.3	-0.1	-0.5	-0.6	-1.1	-1.7	-2.2

(注) 消費税を2014年4月に3%、2015年10月に2%引き上げるケース。

(出所) 各種資料より大和総研作成

# 消費税増税の影響

## 消費税増税の実質民間消費への影響



(注1) 以下の推計式と、1997年の消費税率引き上げ時の消費額の変化を元に推計した。  
 なお、2014年4月に8%、2015年10月に10%に消費税率を引き上げ、  
 消費税1%増税で2.5兆円民間所得が減少すると仮定している。

(注2)  $\text{Log}(\text{実質消費}) = -1.8 + 0.44 \times \text{Log}(\text{一人当たり雇員報酬}) + 0.30 \times \text{Log}(\text{雇員数})$   
 $+ 0.04 \times \text{Log}(\text{家計純金融資産}) + 0.23 \times \text{Log}(\text{平均世帯人員数})$   
 $+ 0.02 \times \text{Log}(\text{消費者態度指数}) + 0.67 \times \text{Log}(\text{実質消費(-1)})$

すべての説明変数が1%有意である。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、日本銀行統計等より大和総研作成

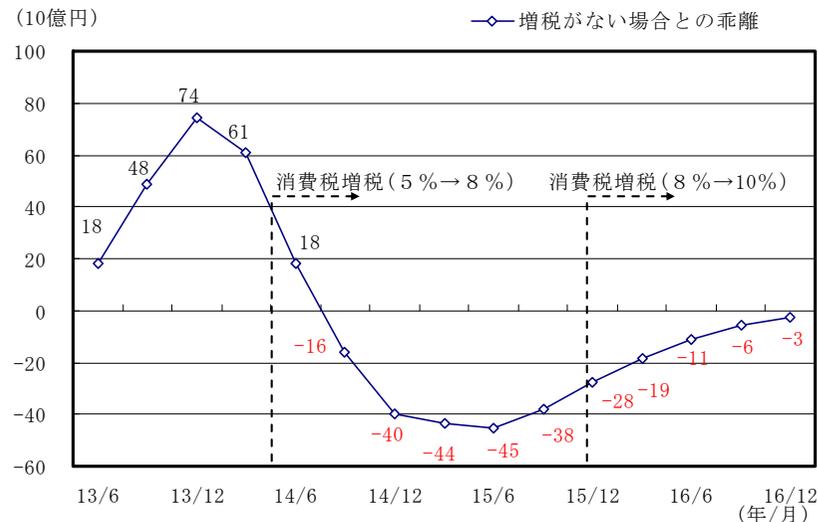
### 消費税増税の影響 (%)

	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	0.73	-0.81	-0.71
実質民間消費	0.73	-1.06	-0.52
実質民間設備投資	0.00	-0.24	-1.04
実質民間住宅	12.20	-6.70	-11.13

(注) 増税がないケースからの乖離幅。

(出所) 各種資料より大和総研作成

## 消費税増税の実質民間住宅投資への影響



(注) 2014年4月に8%、2015年10月に10%へ増税すると仮定。  
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

### 消費税増税が実質GDP成長率に与える影響 (%pt)

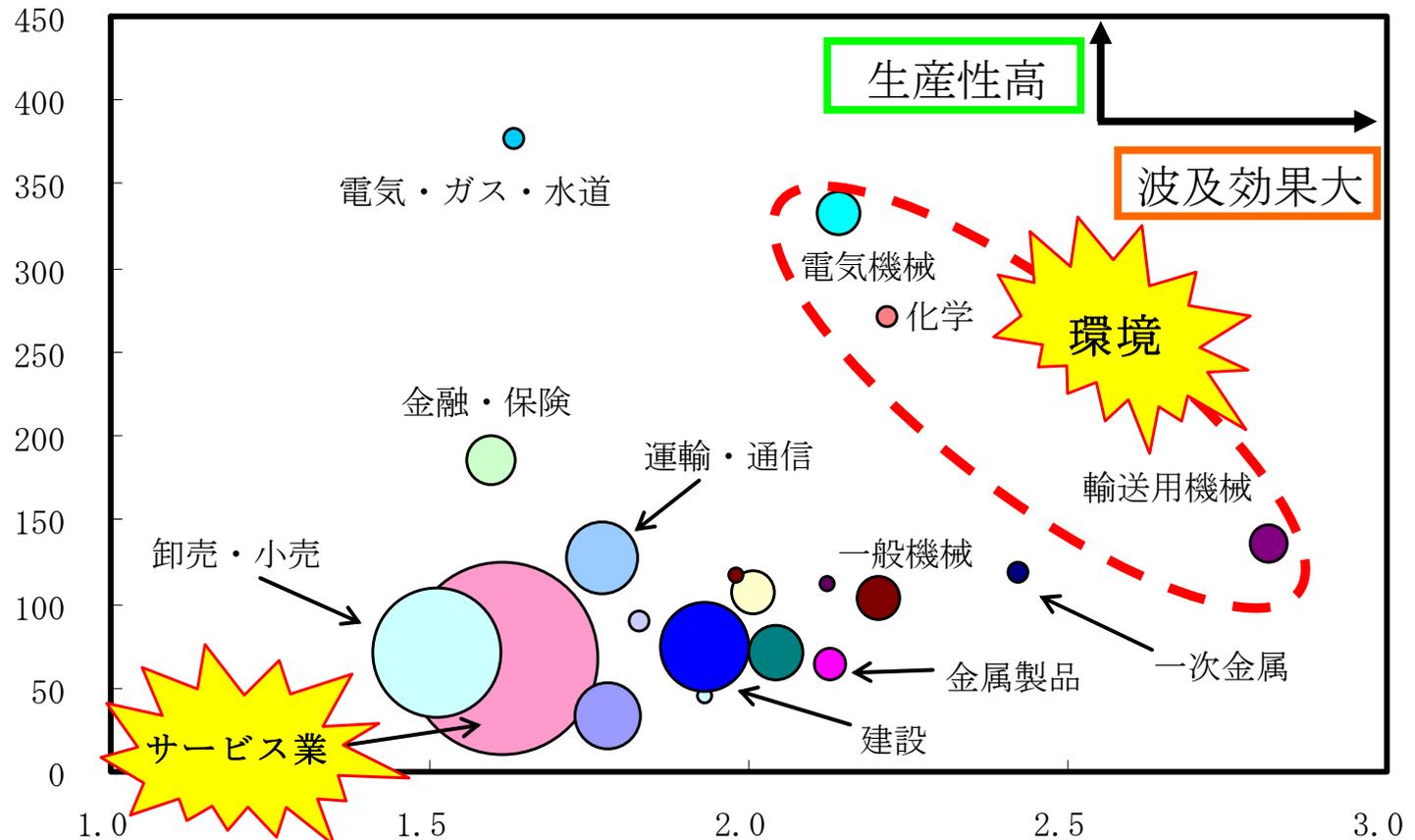
	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	0.71	-1.49	0.10
実質民間消費	0.71	-1.72	0.53
実質民間設備投資	0.00	-0.24	-0.79
実質民間住宅	11.96	-14.71	-4.99

(出所) 各種資料より大和総研作成

# 重点分野：環境関連＋サービス業（医療・介護等）

## 労働生産性と乗数効果

（労働生産性、産業平均＝100）



（注）乗数は一部推計。丸の大きさは就業者数を示す。

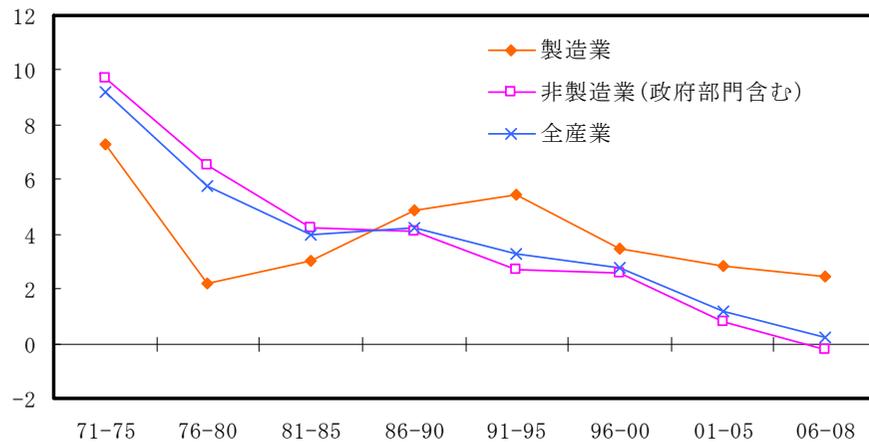
（出所）経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

（乗数効果）

# 非製造業の低生産性は資本装備率低迷に起因

## 資本装備率の推移

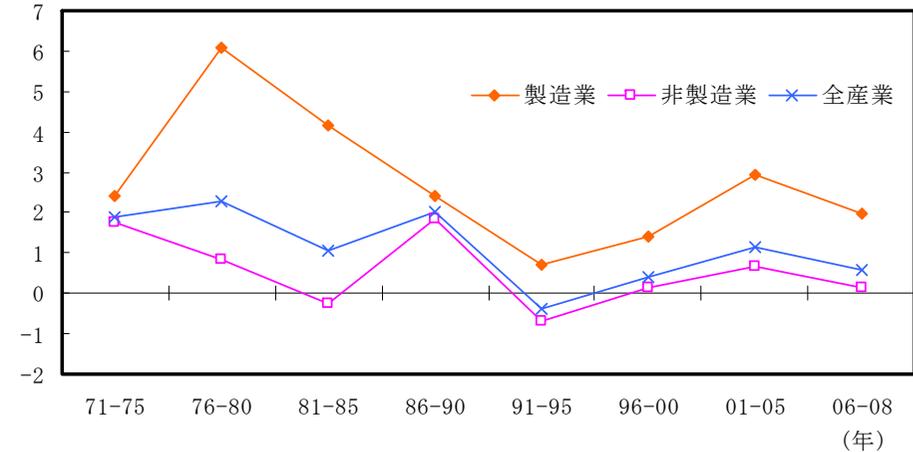
(5年間平均変化率、%)



(注1) 非製造業(政府部門含む)は全体から製造業を除いたベース。  
 (注2) 直近は3年間平均。  
 (出所) 経済産業研究所統計より大和総研作成

## TFPの推移

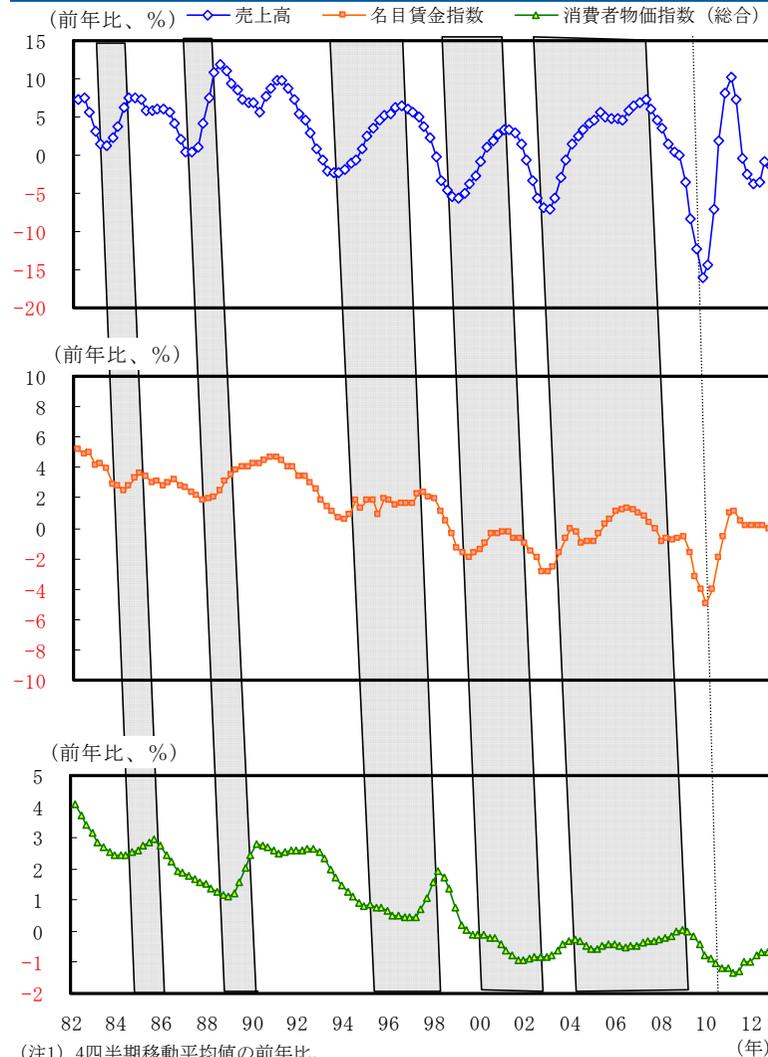
(5年間平均変化率、%)



(注1) 全産業と非製造業は住宅・分類不明を除くベース。  
 (注2) 直近は3年間平均。  
 (出所) 経済産業研究所統計より大和総研作成

# 「売上増→賃金増→物価上昇」のサイクル

売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

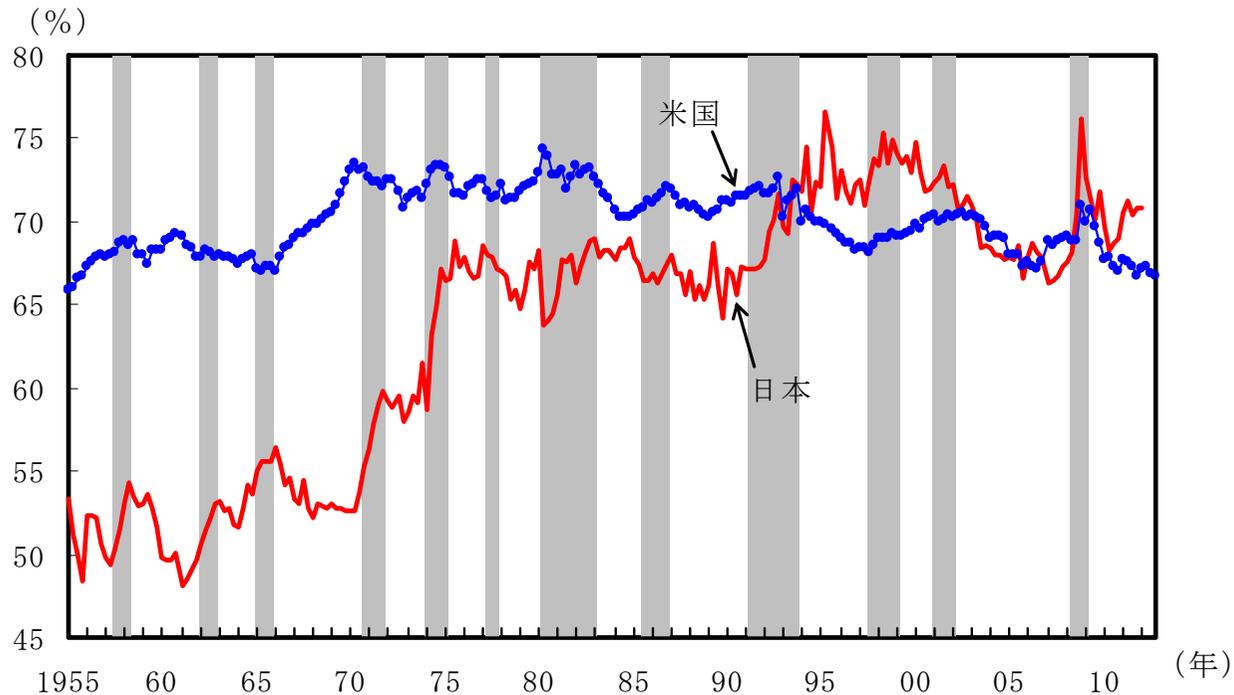
(注2) シャドローは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

# 日本の労働分配率は下がっていない

## 日米労働分配率の長期推移

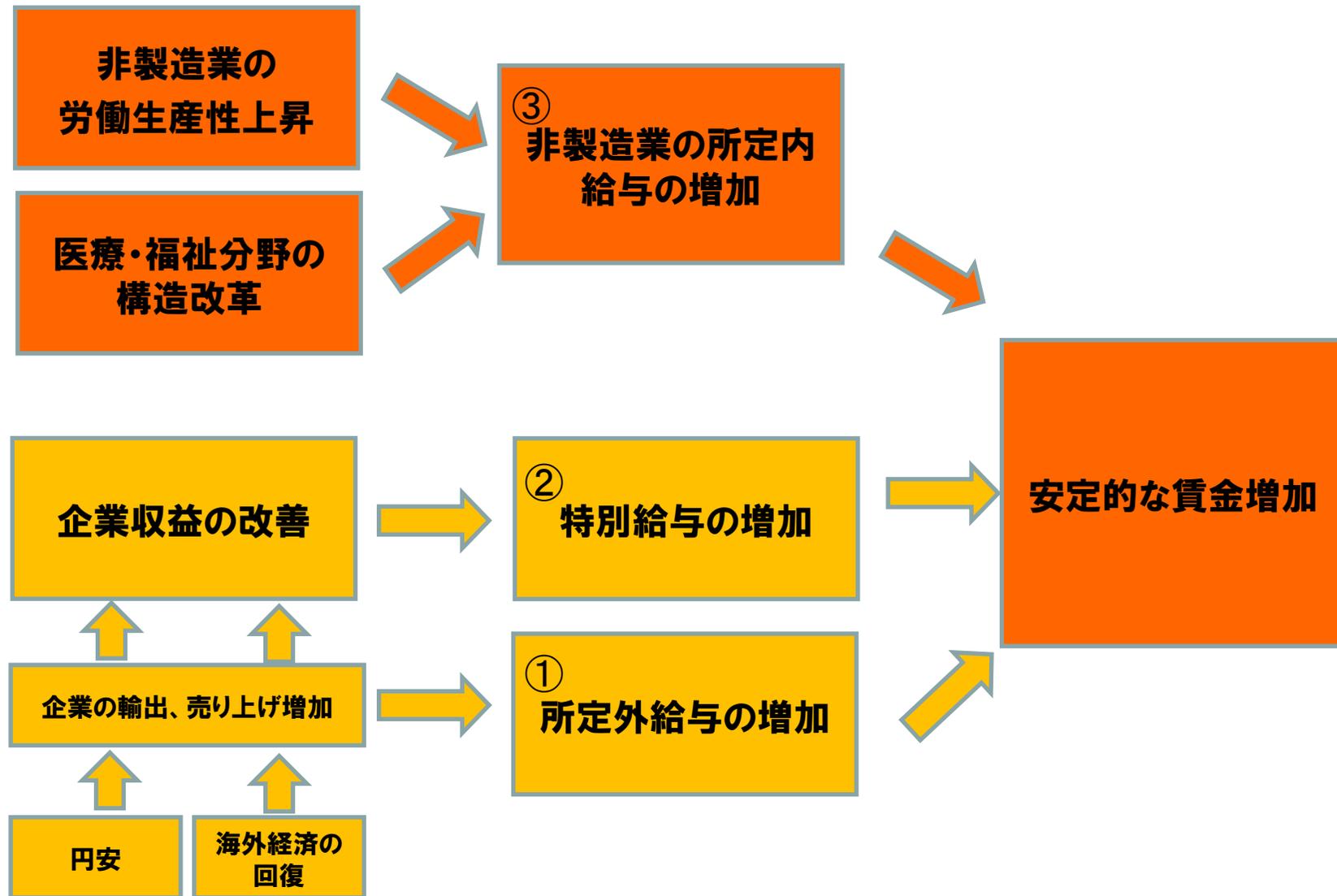


(注1) シャドーは日本の景気後退期。

(注2) 日本の労働分配率は、1955年～1979年は国民経済計算1990年基準、1980年～1993年は国民経済計算2000年基準による。1955年～1979年は大和総研による季節調整値。

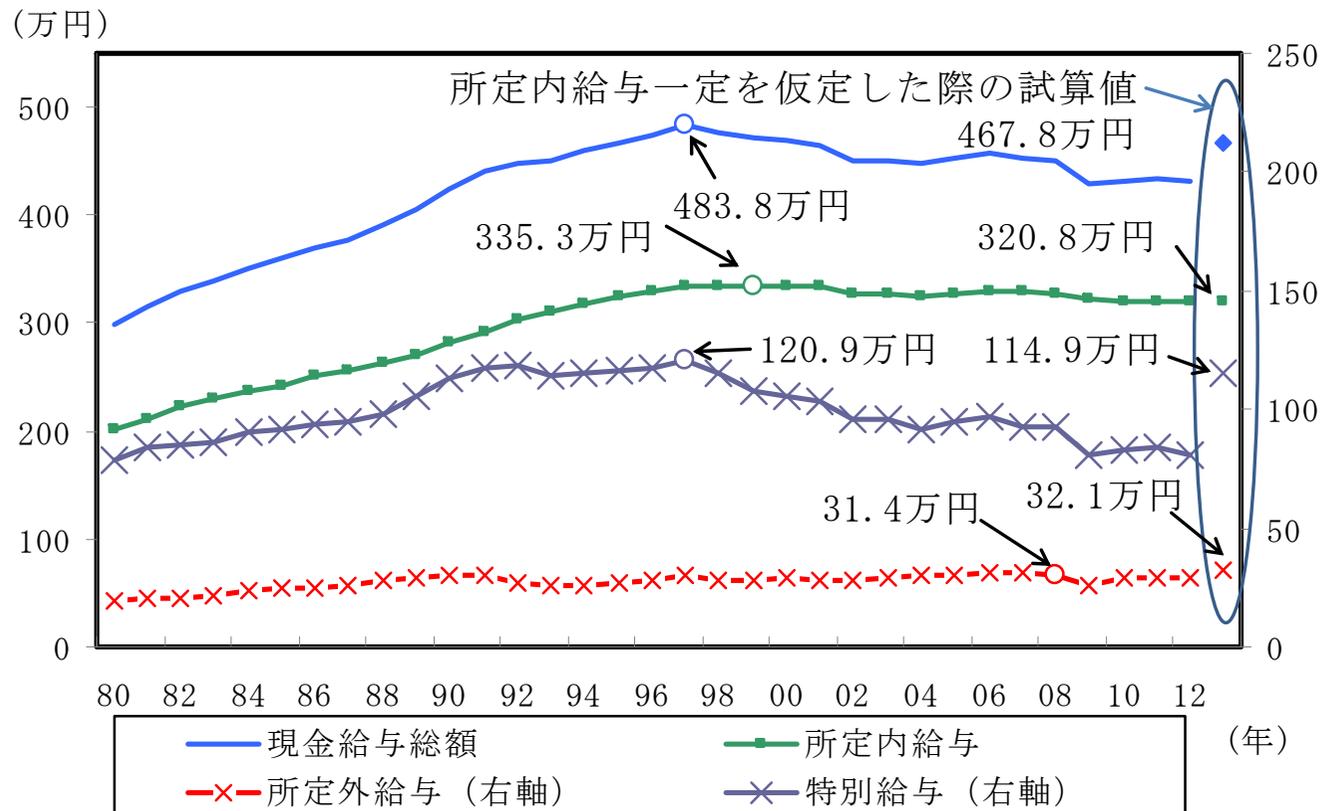
(出所) BEA、内閣府統計より大和総研作成

# 安定的な賃金増加への道



# 一人当たり賃金に関するシミュレーション

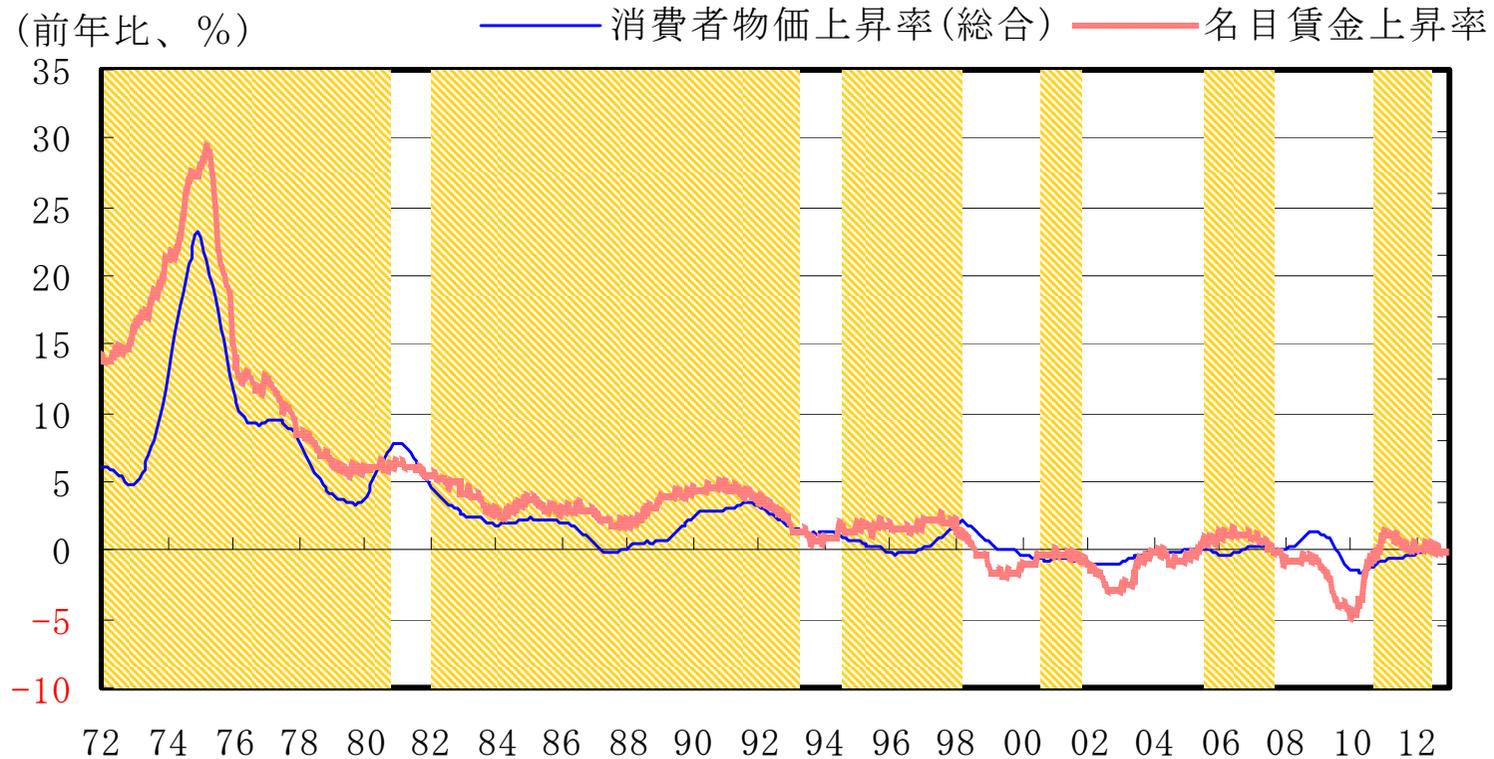
## 現金給与総額の推移



(注) 白抜き丸は各系列の過去最高額。  
 (出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

# 物価と賃金の推移

## CPI上昇率と名目賃金上昇率



(注1) 12ヶ月移動平均の前年比。

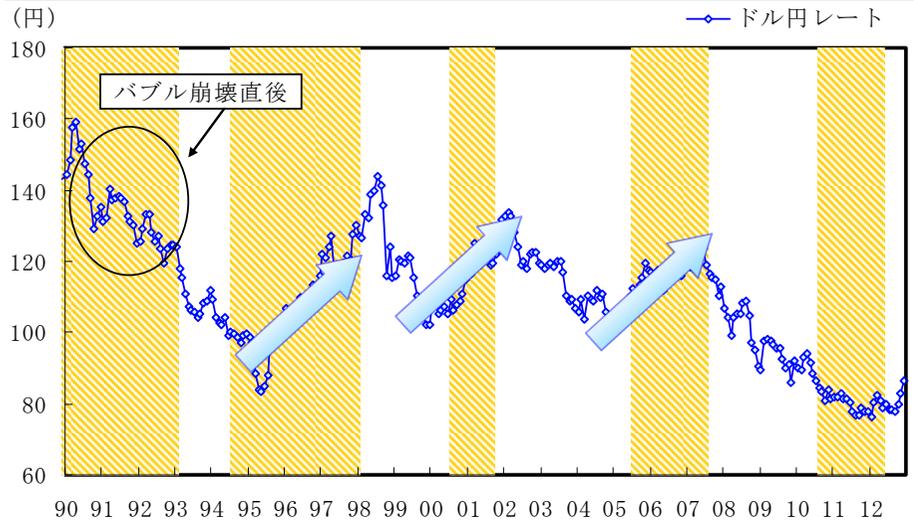
(年)

(注2) 網掛け部分は名目賃金上昇率が物価上昇率を上回っている局面。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

# 実質賃金が上昇しやすい環境とは？

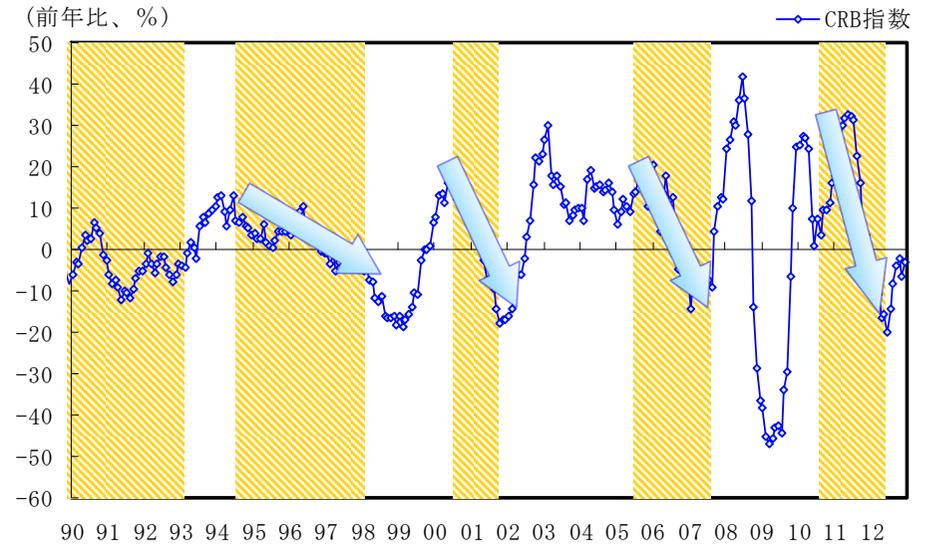
実質賃金上昇局面と為替



(注) 斜線部は名目賃金上昇率が物価上昇率を上回っている局面。  
(出所) 日本銀行、総務省統計等より大和総研作成

(年)

実質賃金上昇局面とコモディティ価格



(注) 斜線部は名目賃金上昇率が物価上昇率を上回っている局面。  
(出所) 日本銀行、総務省統計等より大和総研作成

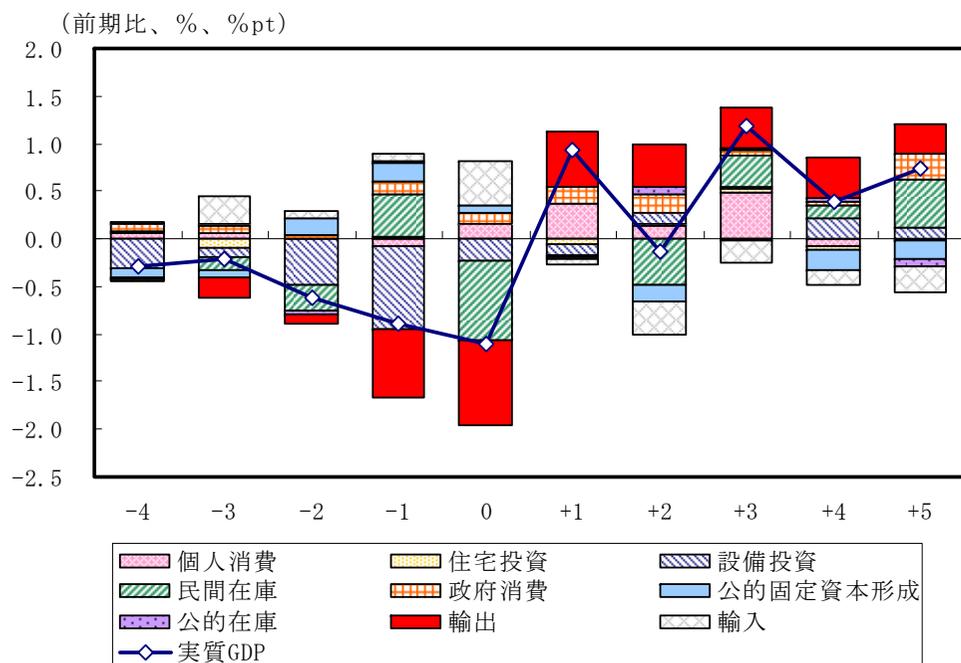
(年)

# 日本経済はどこから立ち上がる？

## II. 1990年代以降(過去4回)の景気回復局面の特徴

- ①景気回復のドライバーは、**輸出**の増加(特に直近2回(2002、2009年)の景気回復局面)
- ②景気の谷の約2~3四半期後に、**設備投資**と**在庫投資**の増加が顕著に(特に、外需に牽引された加工組立産業)
- ※他方で、③**個人消費・公共投資・住宅投資**による景気押し上げ効果は従来と比べ大きく低下している

日本：景気回復局面のGDP内訳（1990年代以降の4回の平均）

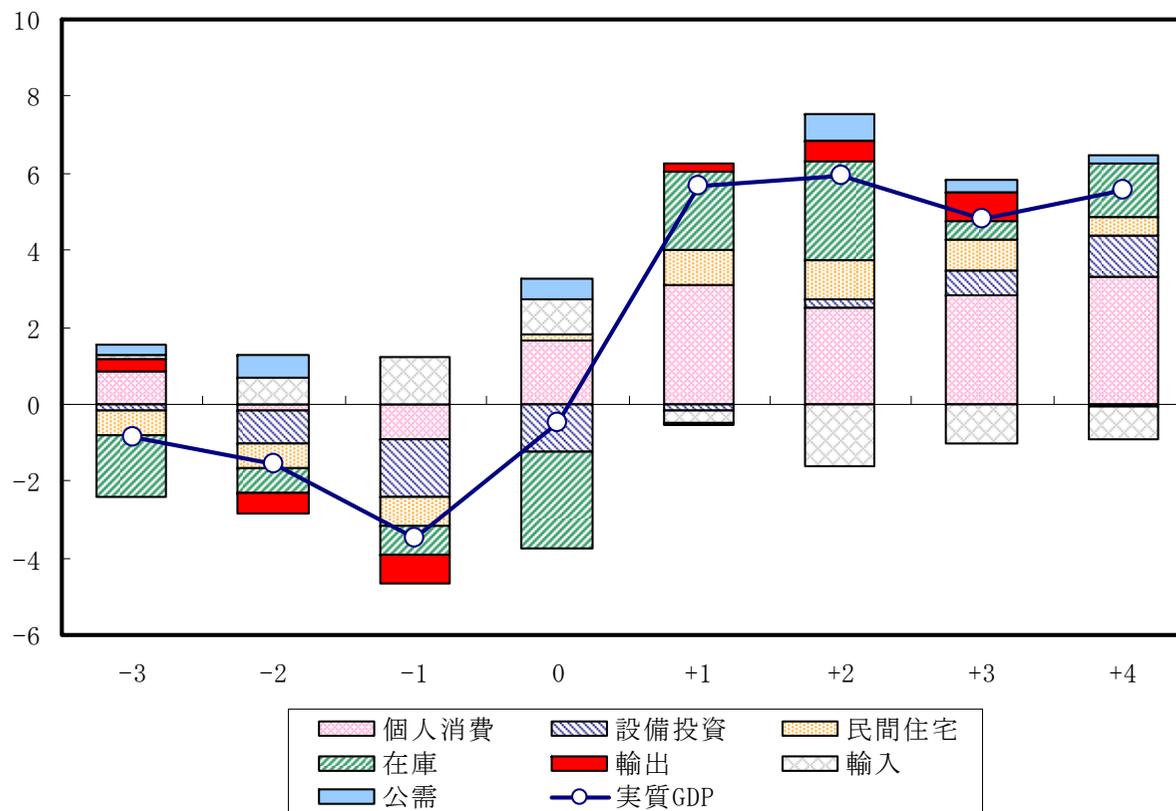


(注) 横軸の目盛りは、景気の谷 (=0) を基点とする経過四半期数。  
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

# 米国経済はどこから立ち上がる？

米国：景気回復局面のGDP内訳（1950年以降10回の平均）

(前期比年率、%)

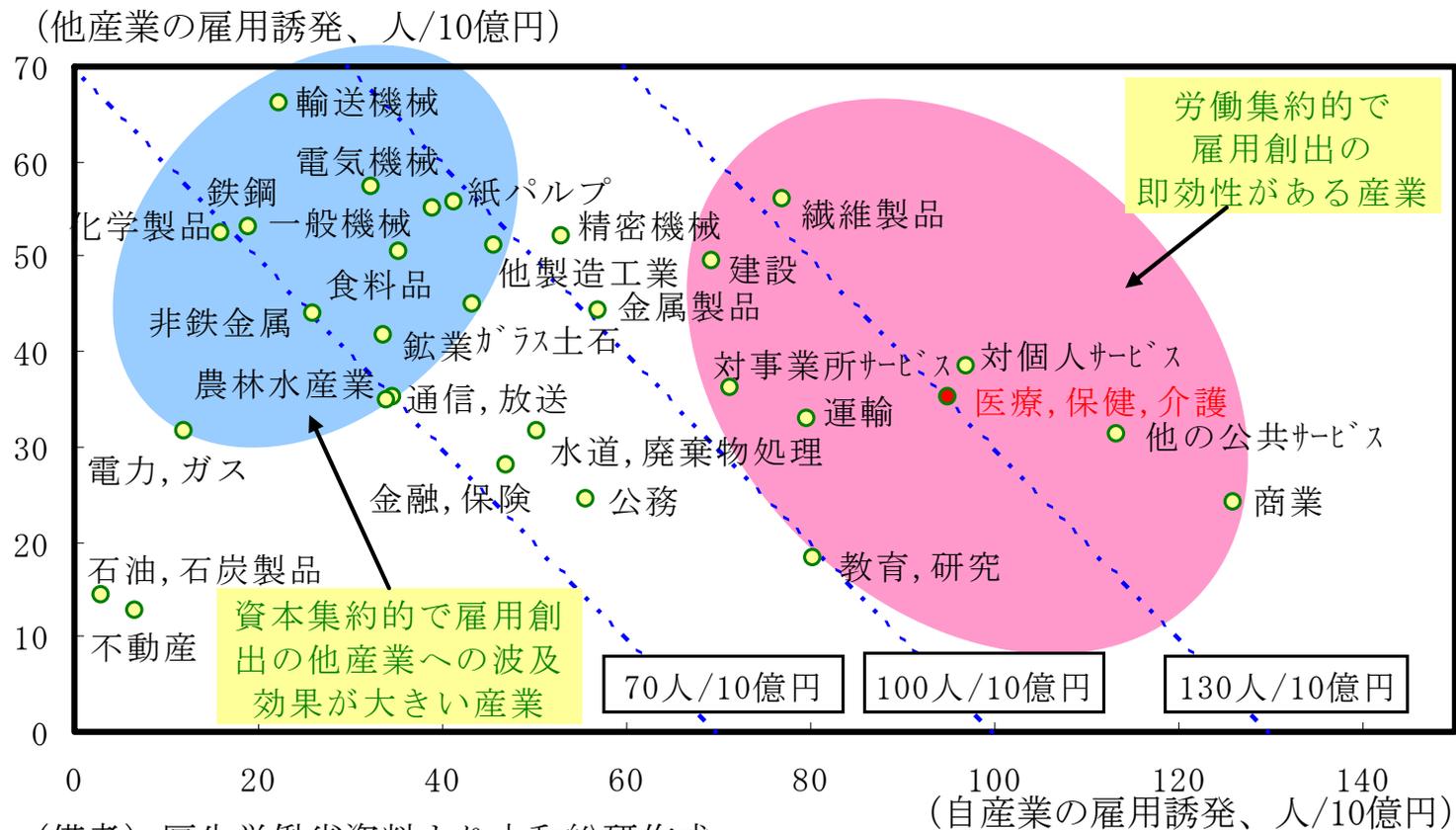


(注) 横軸の目盛りは、景気の高 (=0) を基点とする経過四半期数。

(出所) BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

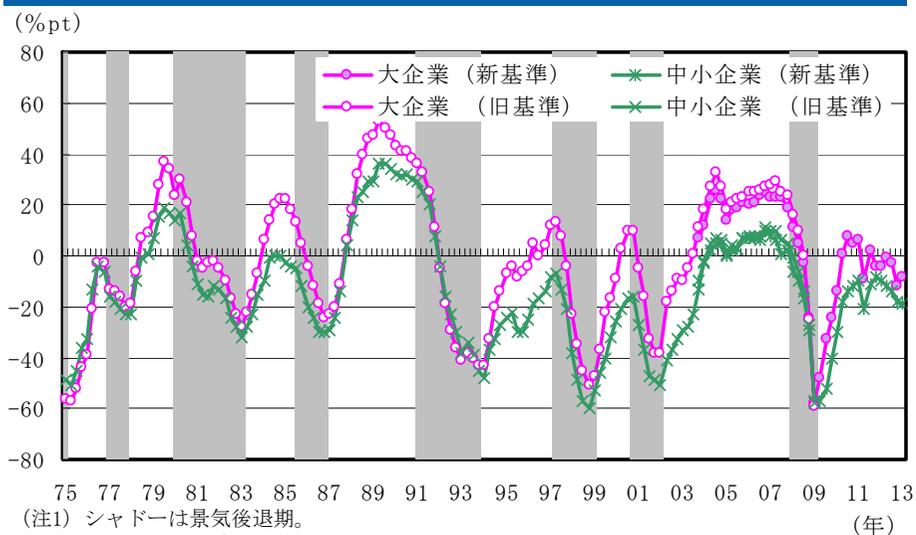
# 主要産業の雇用創出効果

## 雇用誘発係数



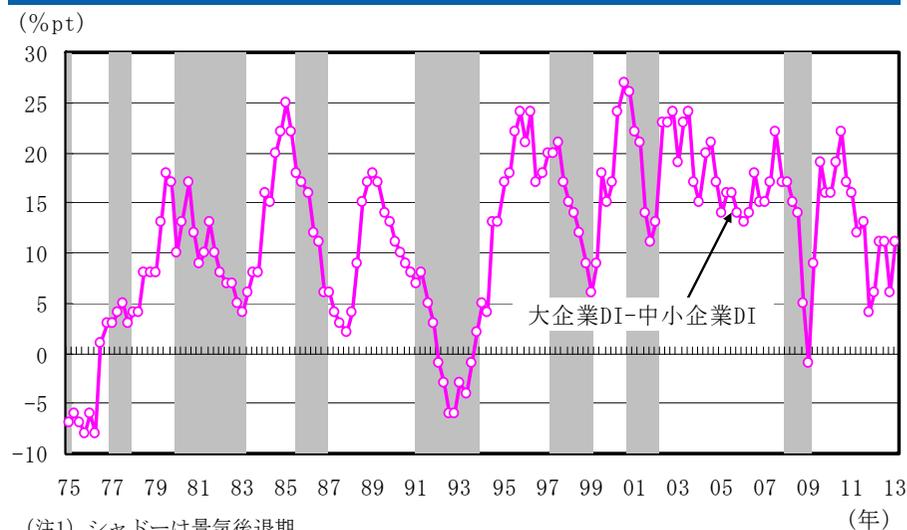
# 大企業と中小企業の格差が拡大したとは明言できず

製造業の規模別業況判断DIの推移



(注1) シャドローは景気後退期。  
(注2) 2003年12月以前は旧基準。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

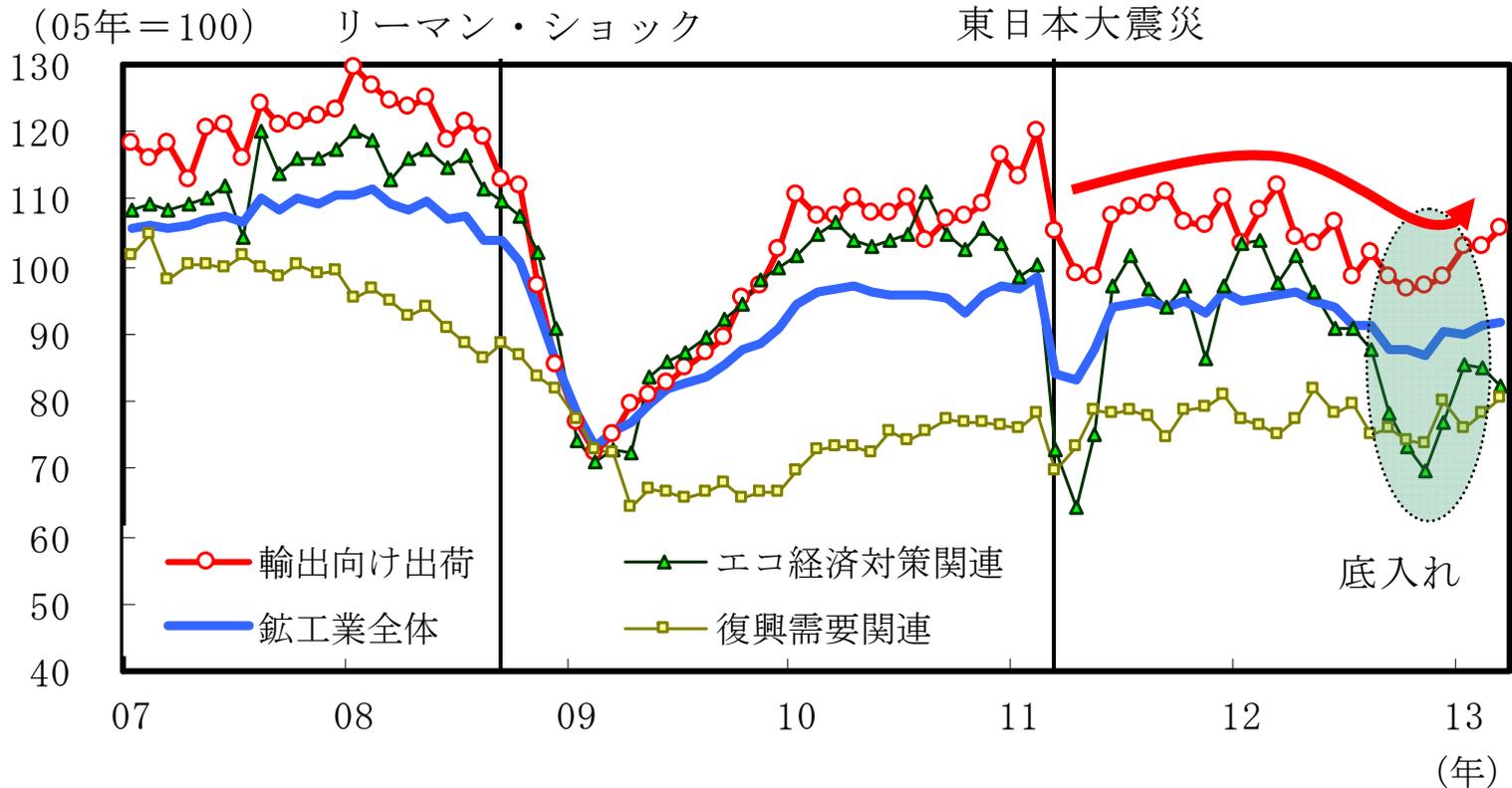
大企業DIと中小企業の業況判断DIの差の推移(製造業)



(注1) シャドローは景気後退期。  
(注2) 2003年12月以前は旧基準。  
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

# わが国の鋳工業出荷の内訳

## 鋳工業出荷の内訳



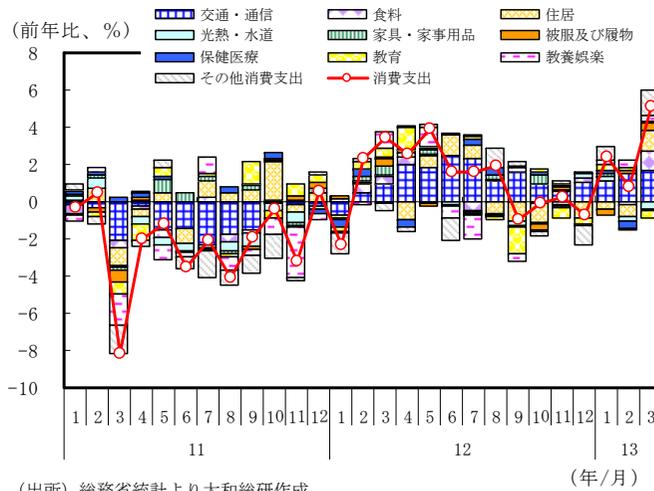
(注1) エコ経済対策関連はエコカー減税・エコポイントの対象となる国内向け耐久消費財。

(注2) 復興需要関連は「建設財」と「資本財（除く輸送機械）」。

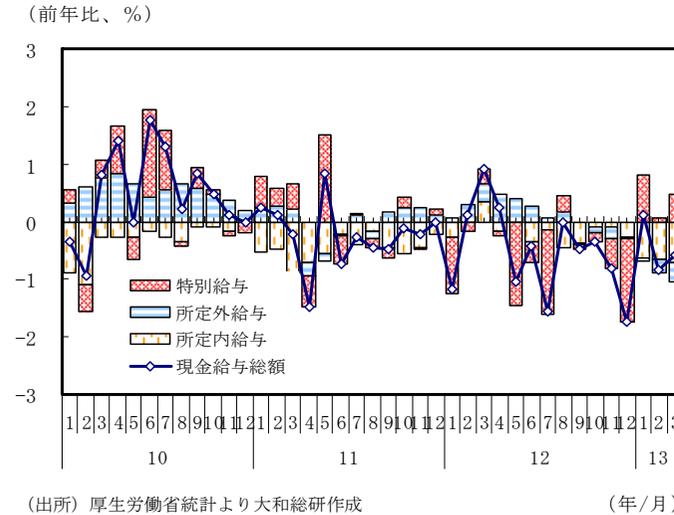
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

# 個人消費は持ち直し

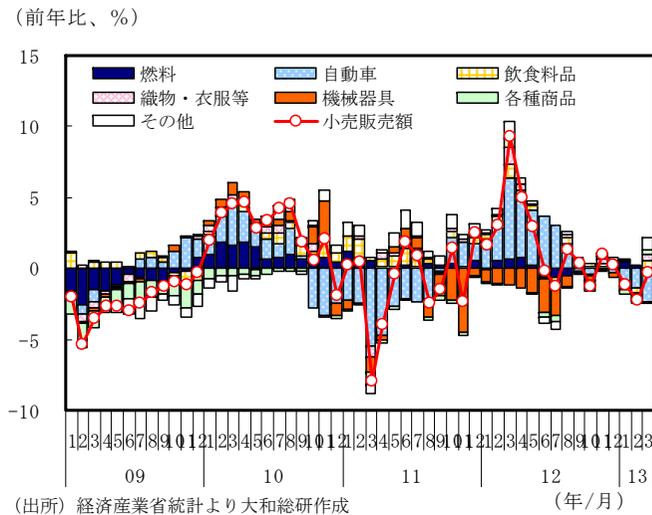
消費支出内訳 (全世帯・実質)



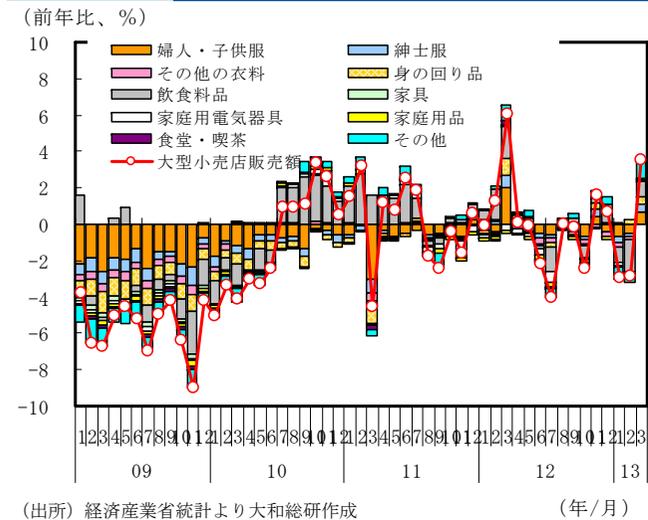
現金給与総額 要因分解



小売業業種別販売額の推移

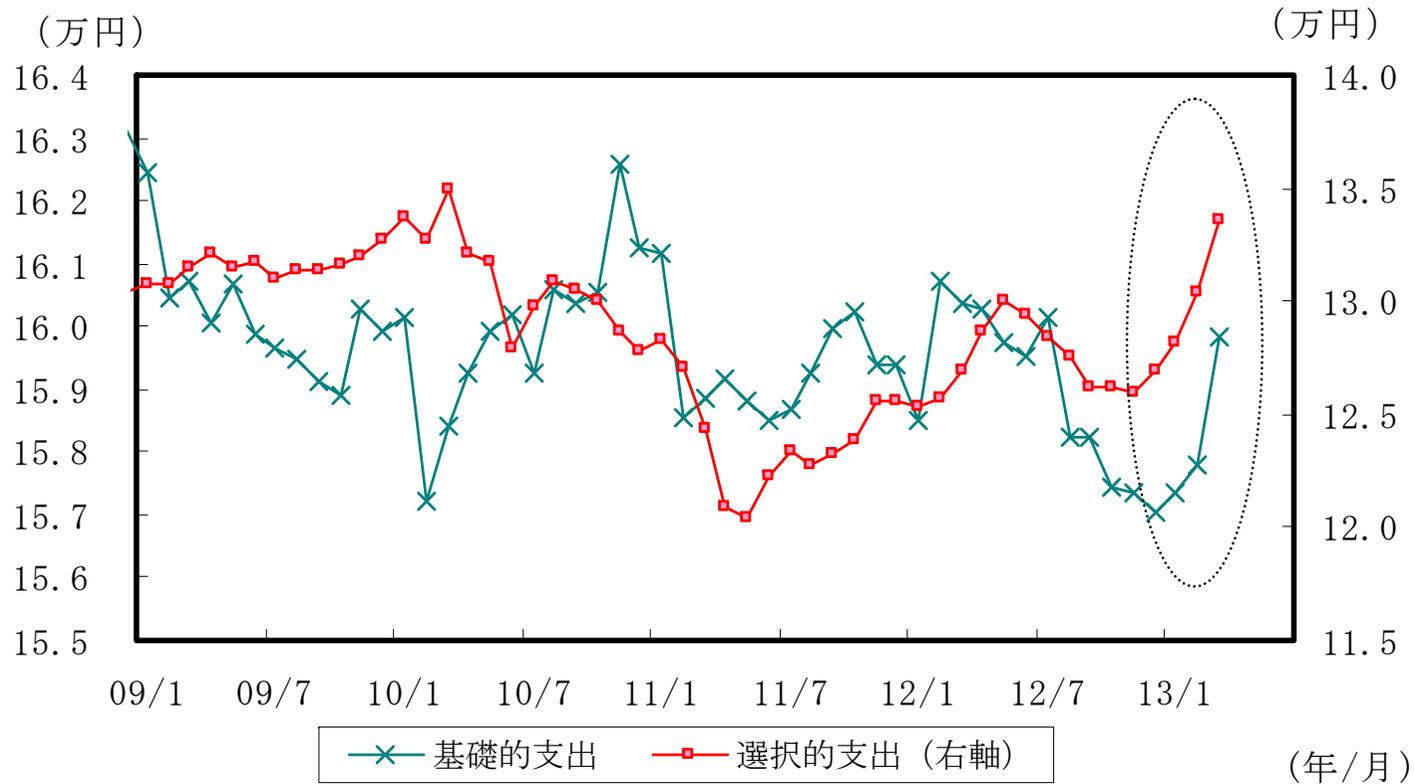


大型小売店販売額の推移



# 個人消費の裾野は着実に拡大

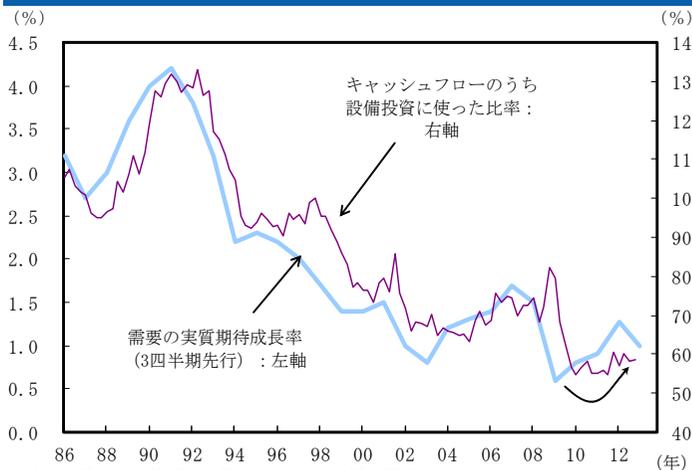
基礎的支出（必需品）と選択的支出（贅沢品）の推移



(注) 季節調整値の3ヶ月移動平均。季節調整は大和総研。  
 (出所) 総務省統計より大和総研作成

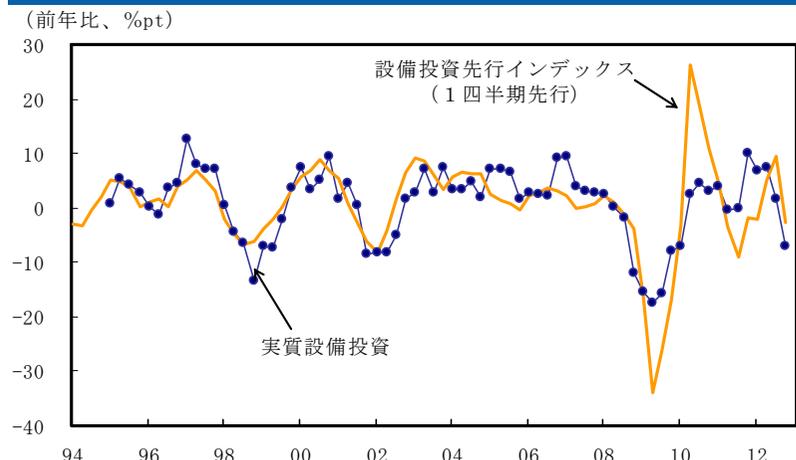
# 日本：設備投資関連指標は「まだら模様」

設備投資／キャッシュフロー比率と期待成長率（全産業）



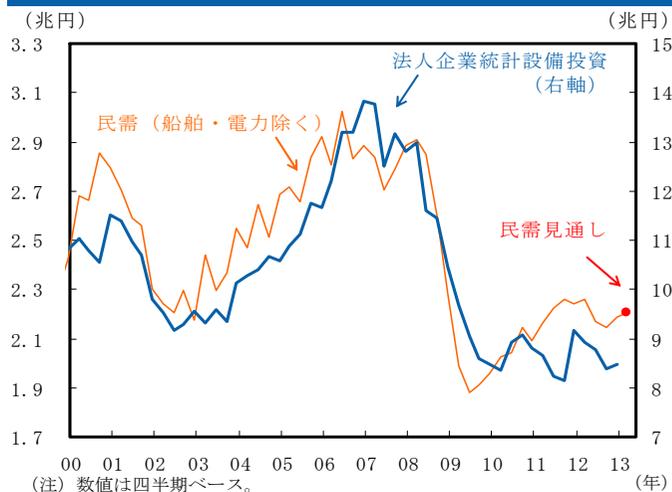
(注1) 需要の実質期待成長率は、今後5年間の見通し。  
 (注2) 期待成長率の2010年度調査は震災前に実施。  
 (出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

日本：設備投資と先行インデックス



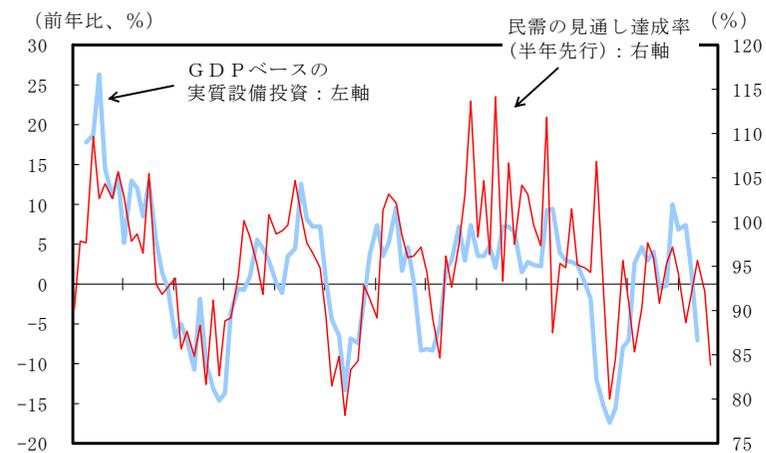
(注) 設備投資先行インデックス＝出荷前年比-生産能力前年比。  
 (出所) 内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

機械受注（船舶・電力除く民需）と法人企業統計設備投資



(注) 数値は四半期ベース。  
 (出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

機械受注の見通し達成率と実質設備投資（GDPベース）

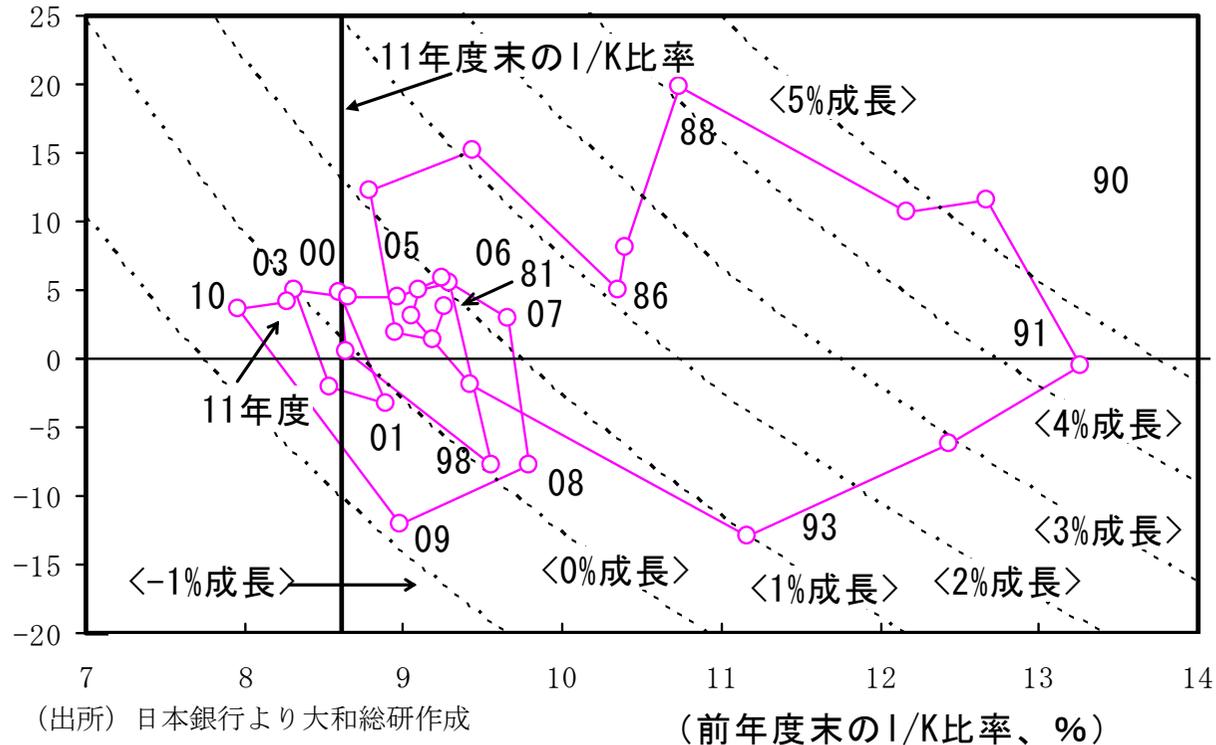


(出所) 内閣府統計より大和総研作成

# 資本ストック循環の状況

## 資本ストック循環

(設備投資前年度比、%)

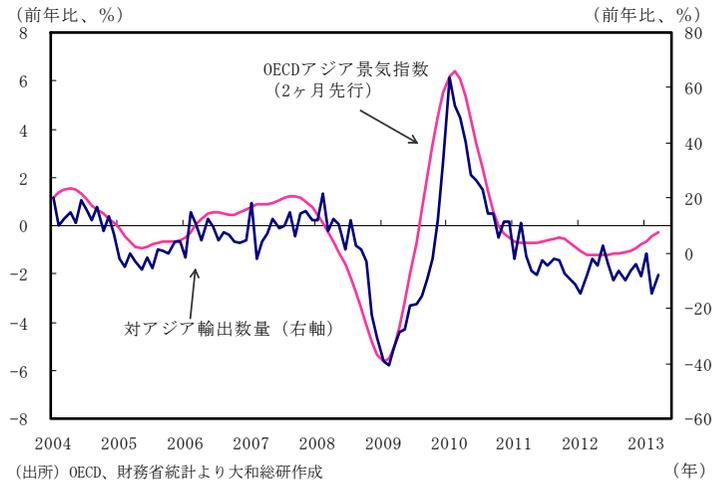


- 資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率 (I/K比率) と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。
- 両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。  

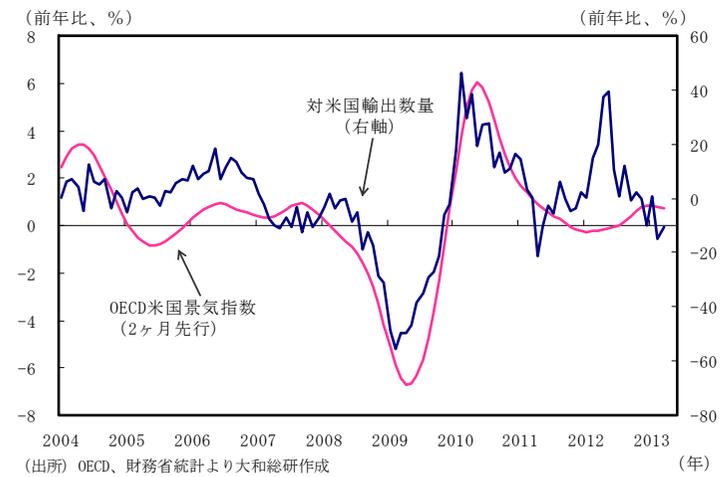
$$\text{設備投資前年度比} \times \text{前年度末のI/K比率} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$
- このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

# わが国の地域別輸出動向

アジアの景気と輸出



米国の景気と輸出



中国の景気と輸出

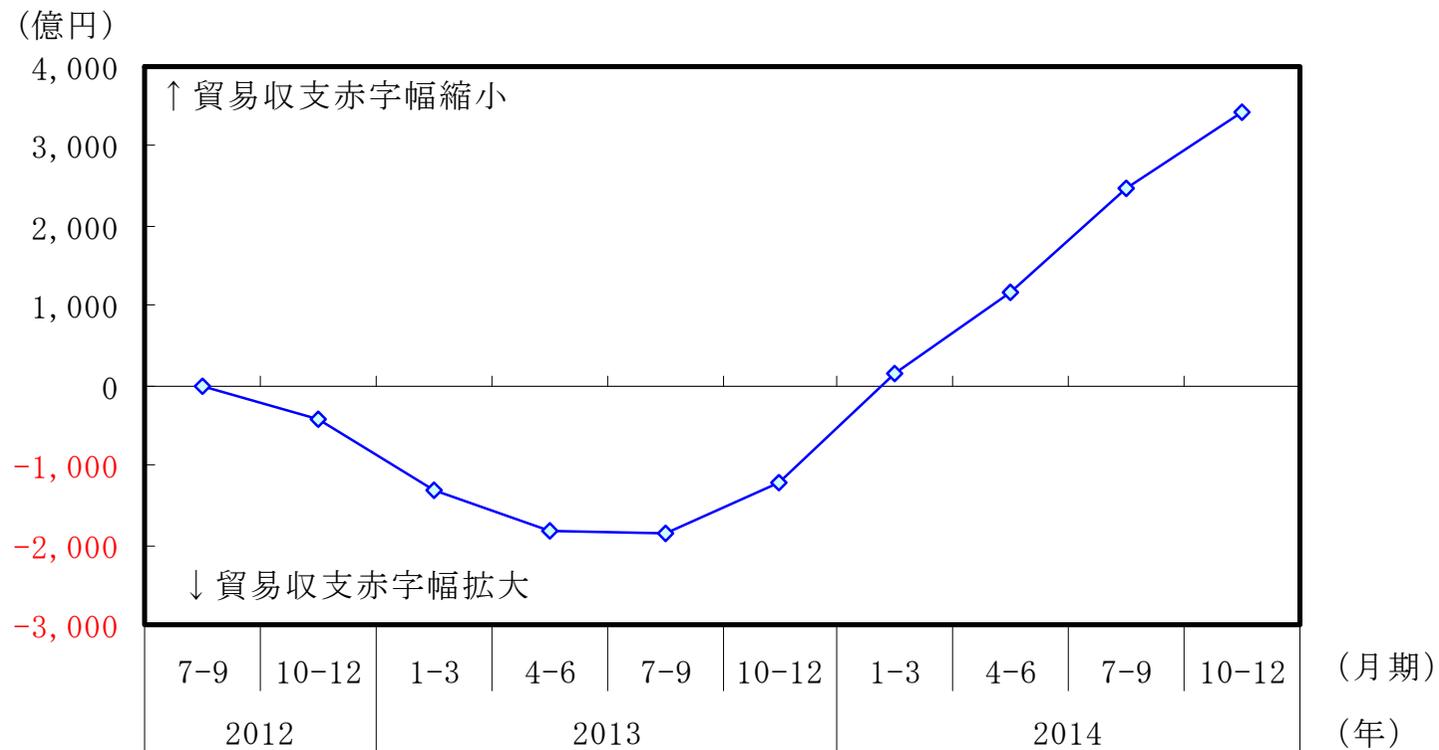


EUの景気と輸出



# 円安に伴う「Jカーブ効果」

## Jカーブ効果の見通し



(注) 当初想定していた為替レート (80円/ドル) から円安に振れた影響。

大和総研短期マクロモデルによる試算値。

(出所) 大和総研作成

# 好材料①：海外経済の持ち直し

## ◎「米国の日本化」は回避

長期構造不況の条件	世界恐慌	平成不況	米国の現状	欧州の現状
① 政策対応の失敗	×	×	○	△
② 実質賃金高止まり → 設備投資の長期低迷	×	×	○	△
③ 金融システムの毀損	×	×	○	△

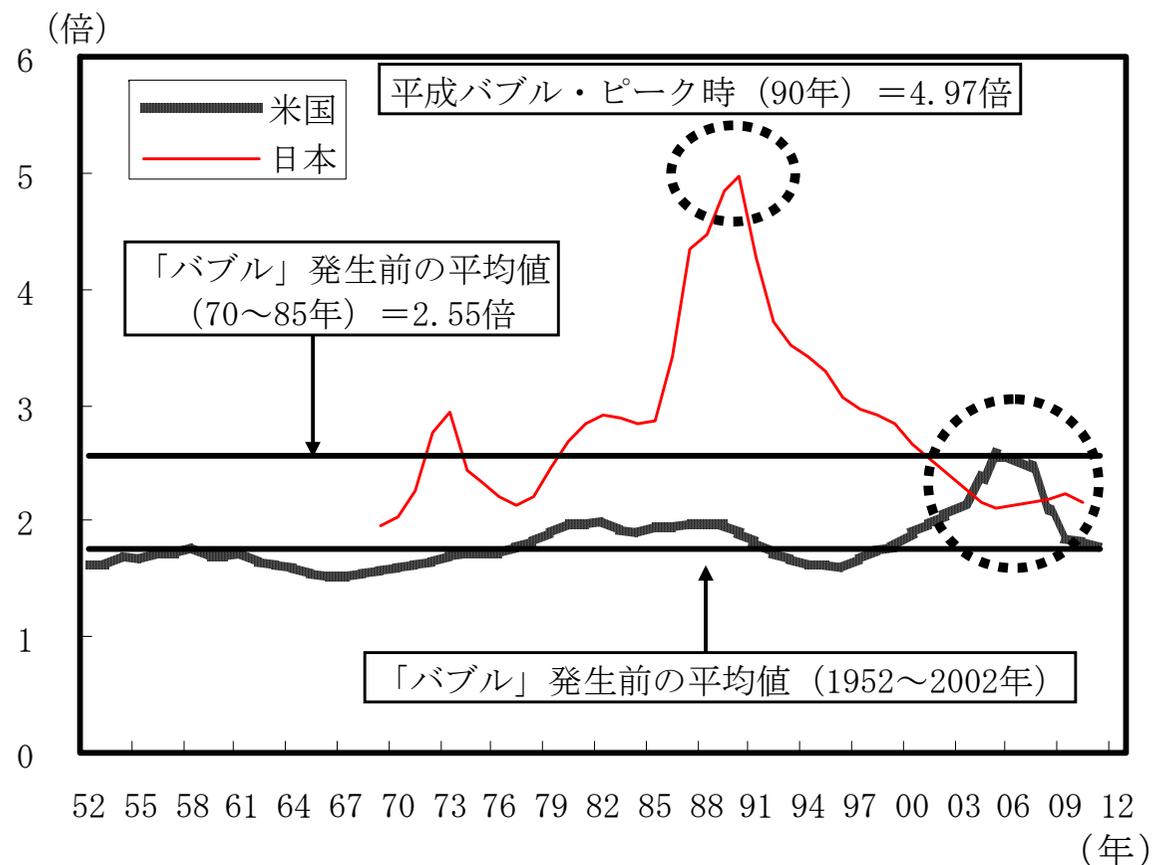
(注) 長期構造不況の条件について

× (=満たしている)、△ (=ある程度満たしている)、○ (=満たしていない) を付した。

(出所) 大和総研作成

# 米国:不動産価格の調整は終盤へ

## 日米の不動産価格の対名目GDP比



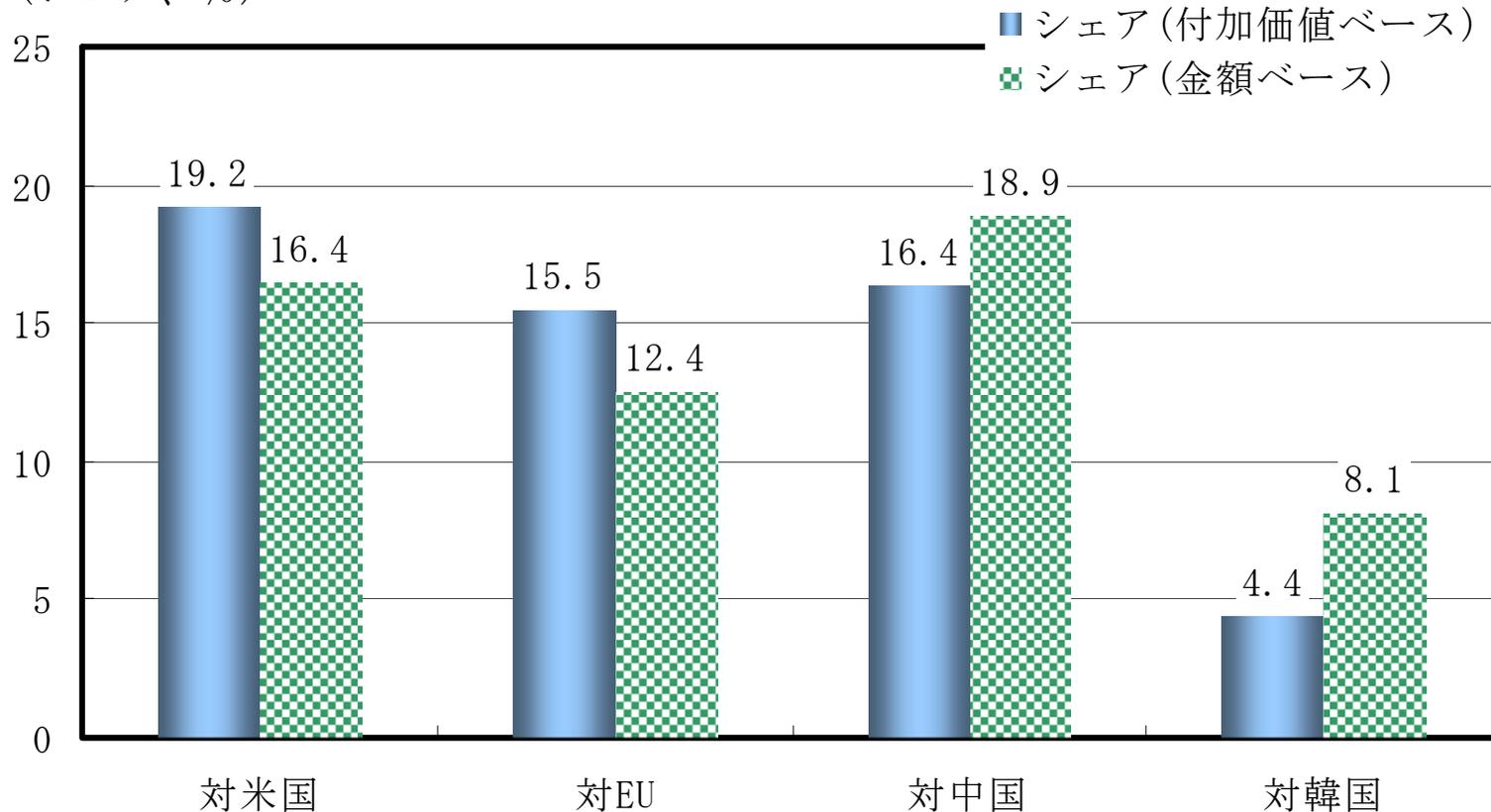
(注) 日本は土地時価総額、米国は不動産時価総額を使用している。

(出所) F R B、米商務省、内閣府統計より大和総研作成

# 日本にとって米国の重要性は揺るがず

## 付加価値ベース及び金額ベースの財輸出シェア（日本）

（シェア、％）



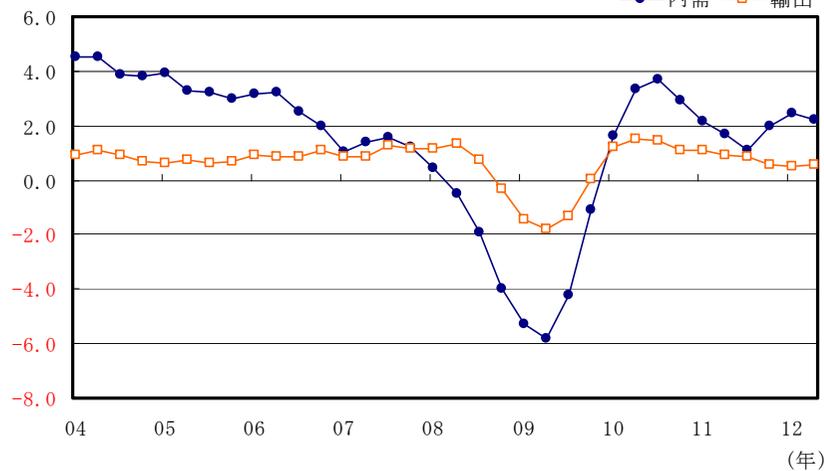
（注）2009年の財輸出ベース。

（出所）OECD、Haver Analyticsより大和総研作成

# 先進国:内需と輸出の連動性が高い

## アメリカの内需と輸出

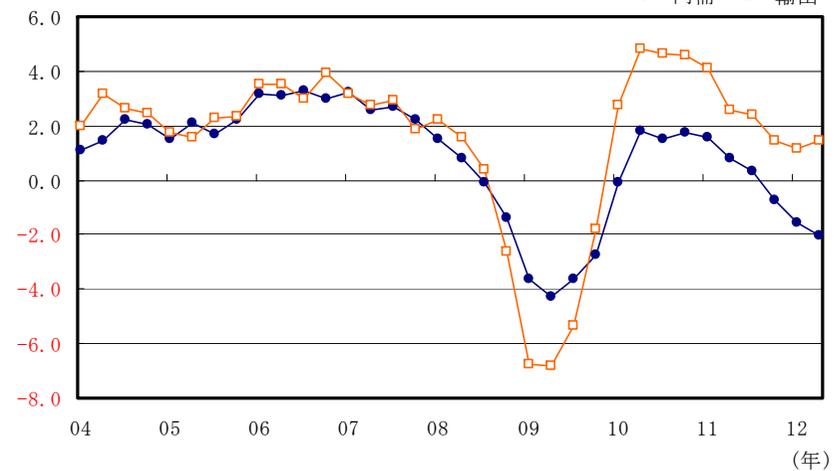
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## EUの内需と輸出

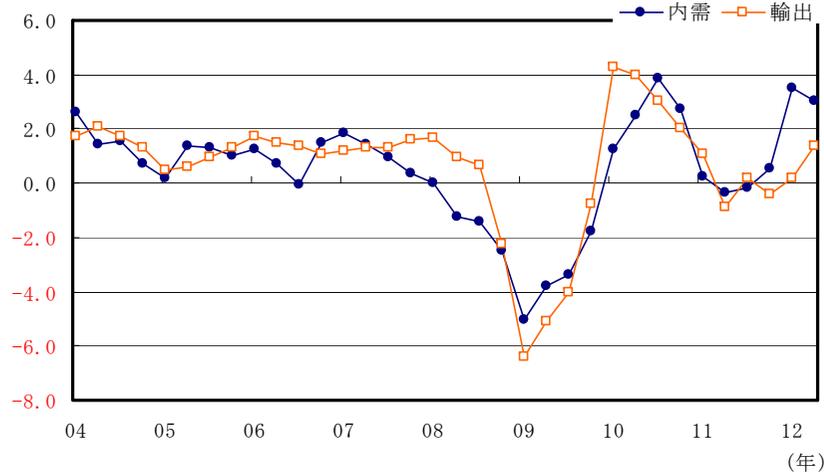
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## 日本の内需と輸出

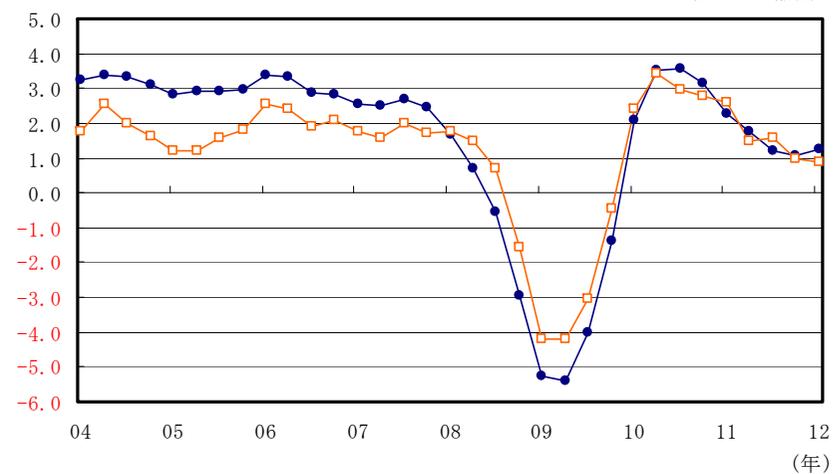
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## OECDの内需と輸出

(前年比寄与度、%)

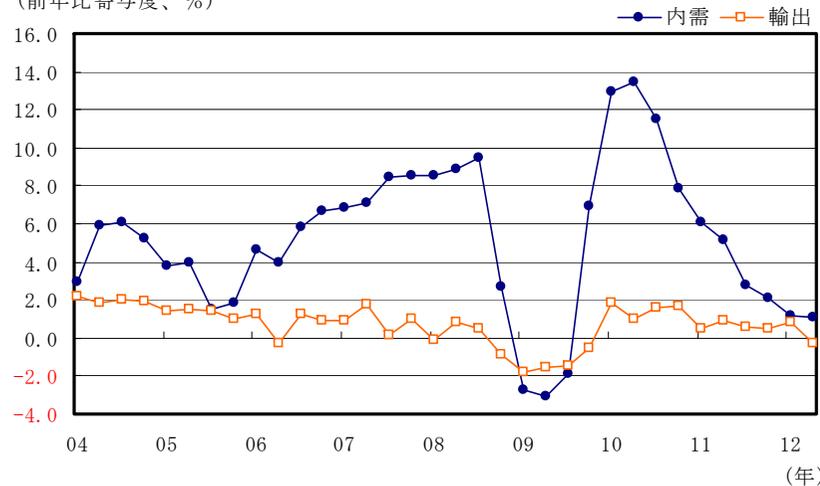


(出所) OECD統計より大和総研作成

# 新興国：内需と輸出の連動性は低い

## ブラジルの内需と輸出

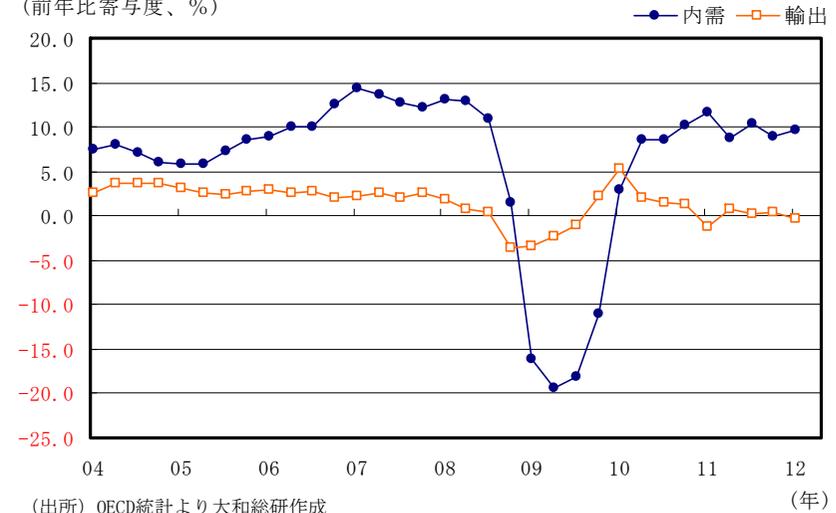
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## ロシアの内需と輸出

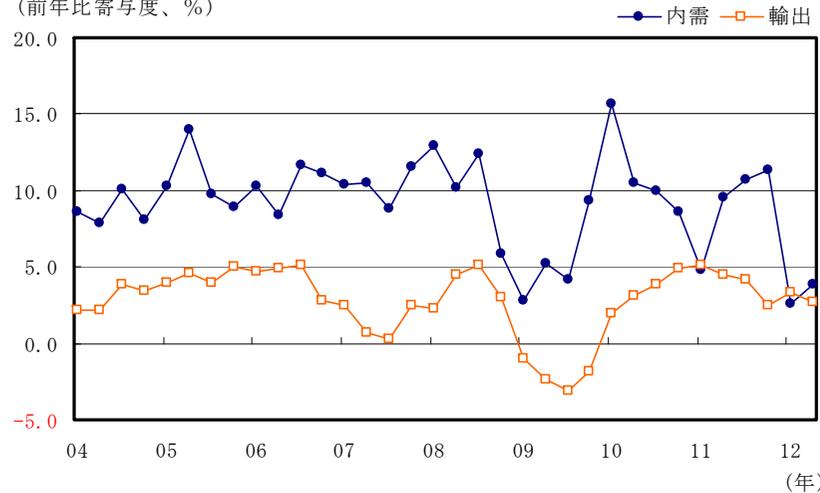
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## インドの内需と輸出

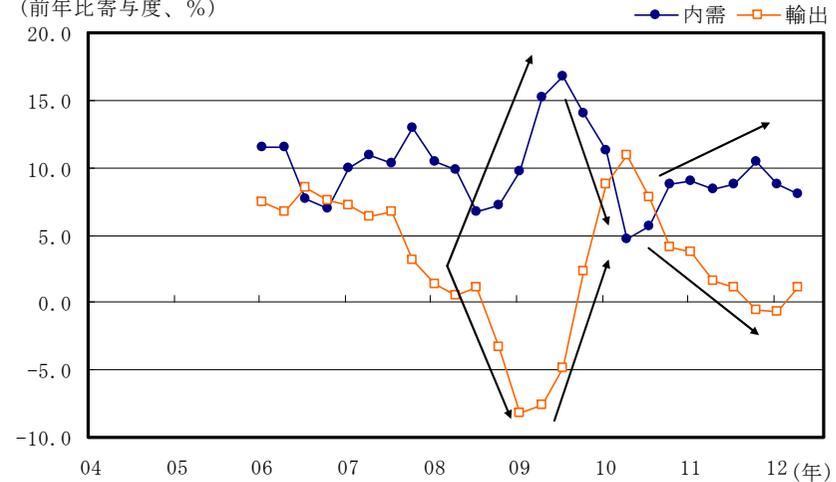
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## 中国の内需と輸出

(前年比寄与度、%)

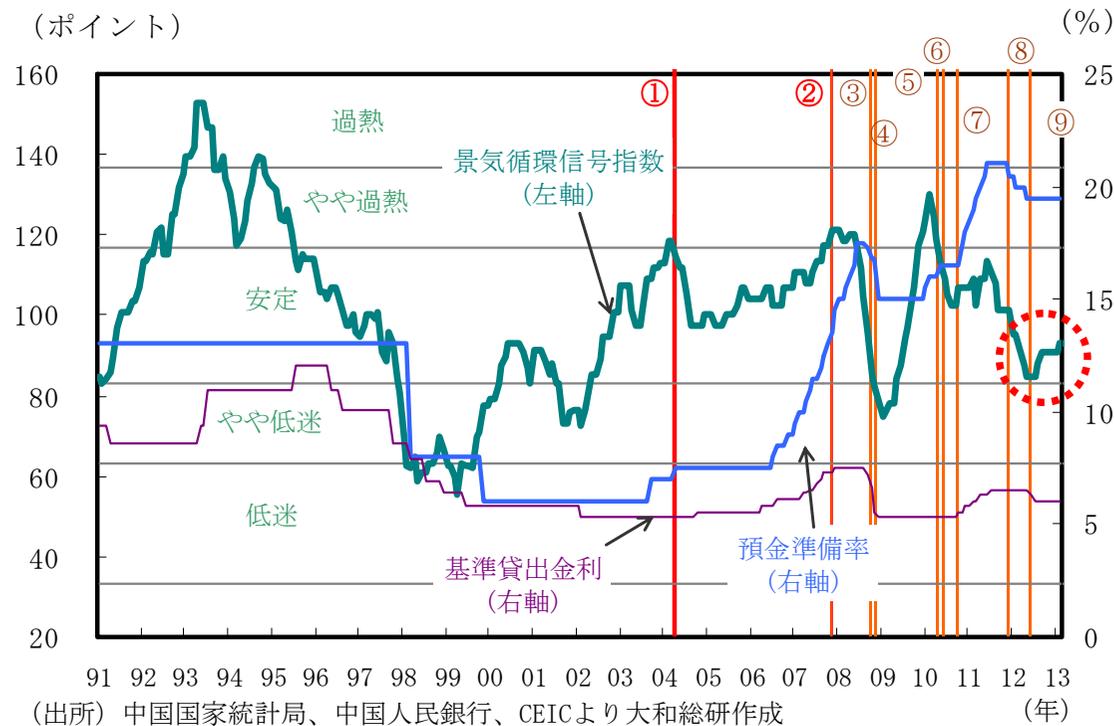


(注) 中国の内需の値は、実質GDPとIMFのBalance of Payments等を用いて大和総研作成。

(出所) OECD、IMF統計より大和総研作成

# 中国：景気循環信号指数の動向

## 中国：景気循環信号指数



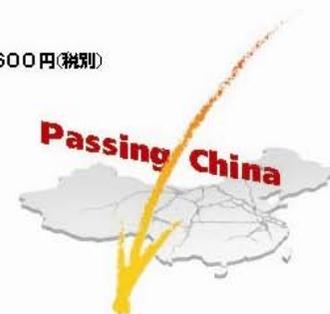
- ①2004/4 総量規制強化
- ②2007/10 総量規制強化
- ③2008/10 総量規制緩和
- ④2008/11 4兆元の財政政策を発表
- ⑤2010/4 不動産規制強化
- ⑥2010/6 人民元の弾力化
- ⑦2010/10～ 利上げ
- ⑧2011/12～ 預金準備率引き下げ
- ⑨2012/6～ 利下げ

# ◎熊谷亮丸著『パッシング・チャイナ』(講談社)

丸善・丸の内本店 ベストセラーランキング(2月28日~3月6日) 第1位



講談社  
定価:本体1600円(税別)



- 第一章「反日プロモ」中国の深層
- 第二章 中国バブル崩壊の必然
- 第三章 南アジア「親日国」の異力
- 第四章 日本企業は必ず復活する
- 第五章 世界に及ぶ影響を与えている国第1位
- 第六章 日中対立で困るのはどっちだ
- 第七章 中国の五倍の海が日本の武器

講談社

人気エコノミストランキング  
1位を7回獲得!

**2015年、  
中国バブル崩壊!  
また、日本の時代が来る!!**



**熊谷亮丸**

講談社

「ワーストシナリオ」は、日中関係が現状からさらに悪化し、1年程度こうした状態が続くシナリオ。しかし最悪のケースでも、日本のGDPを、2012年度と2013年度にそれぞれ約0・2%押し下げる程度だ。取るに足らない影響であるといえよう。——「第6章 日中対立で困るのはどっちだ」より

# 中国が抱えるリスク要因

---

I. 「一人っ子政策」による少子高齢化

II. 一党独裁の崩壊

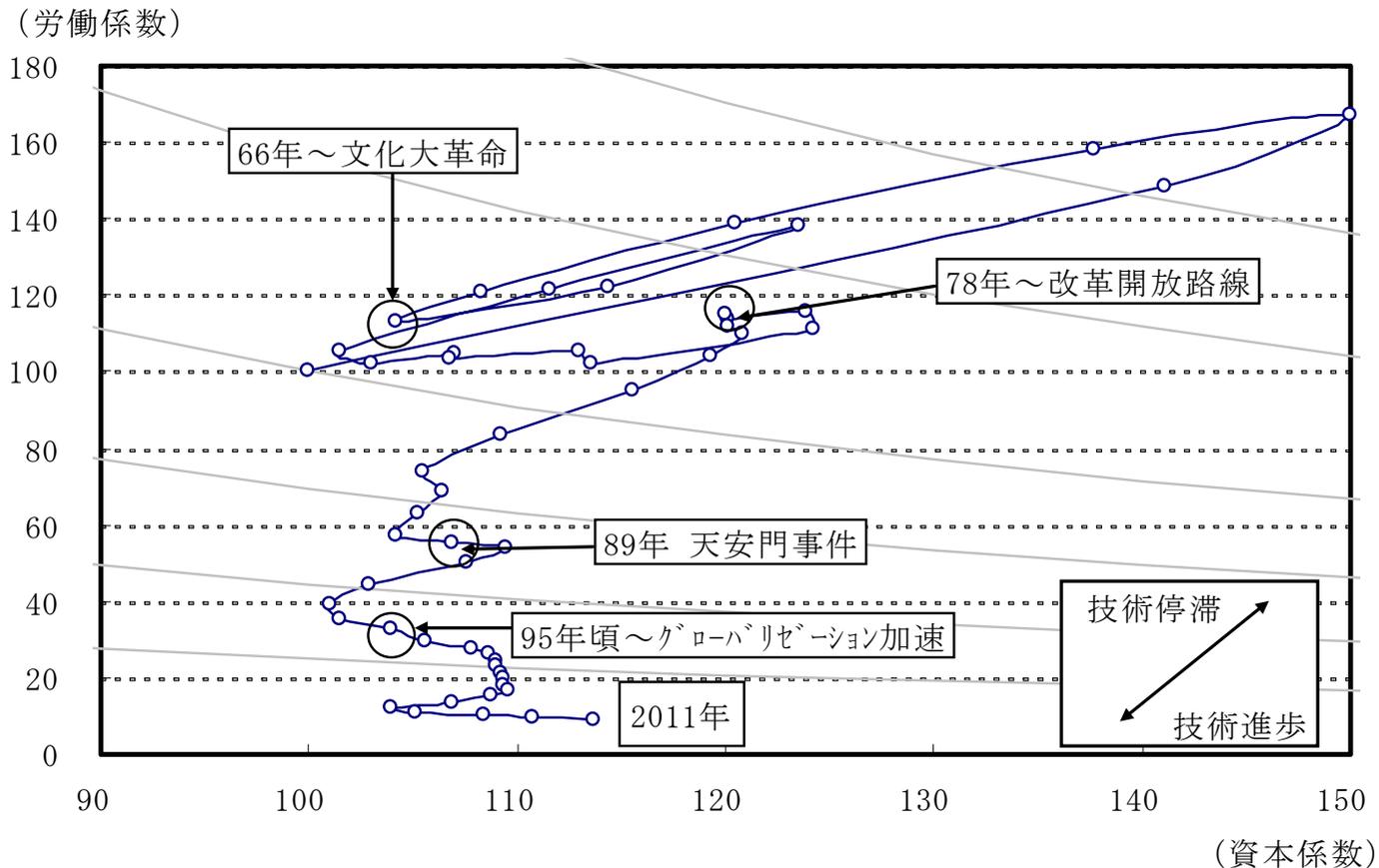
III. 不動産バブル

IV. 設備の過剰

V. 賃金インフレの進行

# 近年、中国の技術レベルは停滞

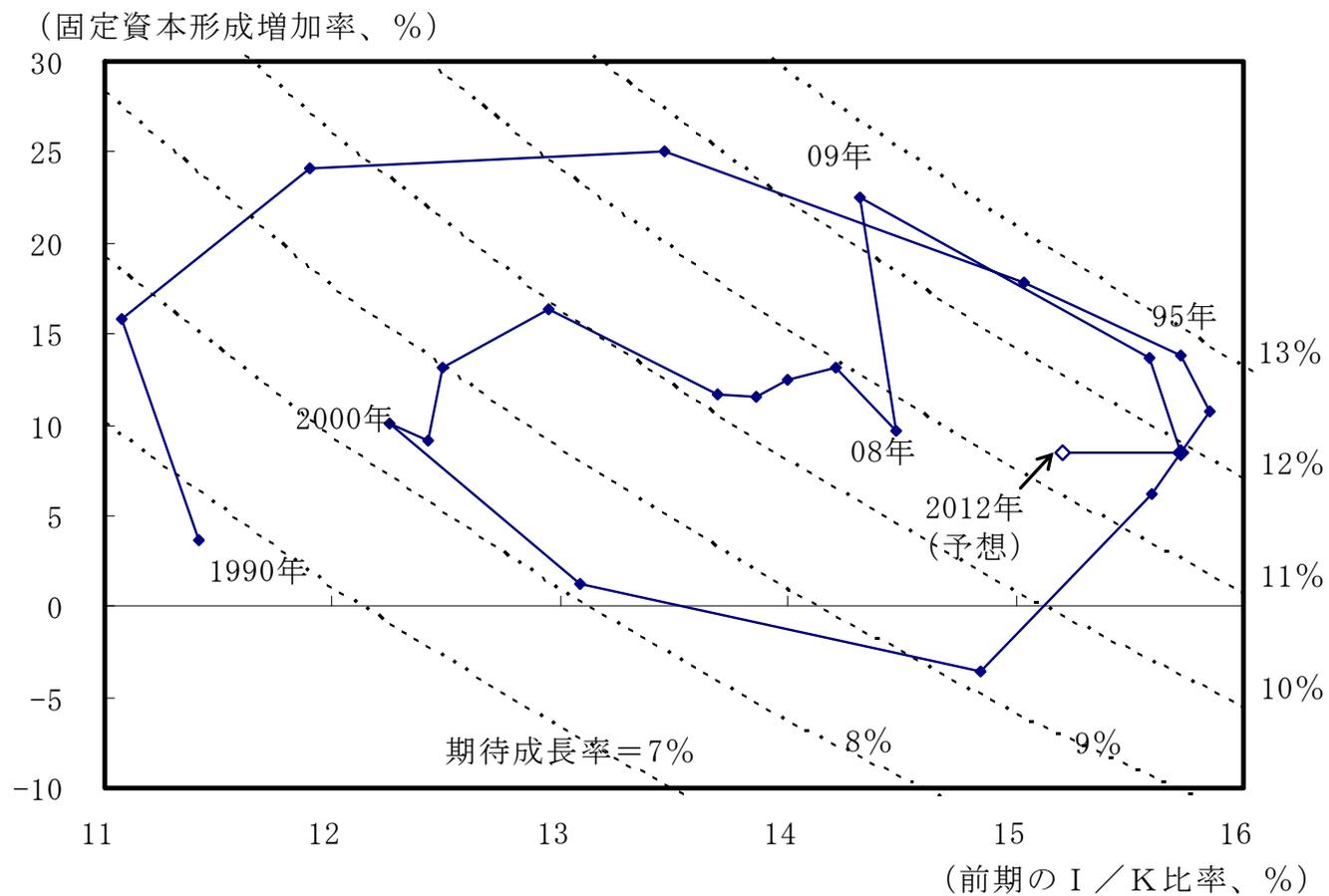
## 中国：労働係数と資本係数の推移



(注) 労働係数=労働/実質GDP。資本係数=実質設備ストック/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：設備の過剰感

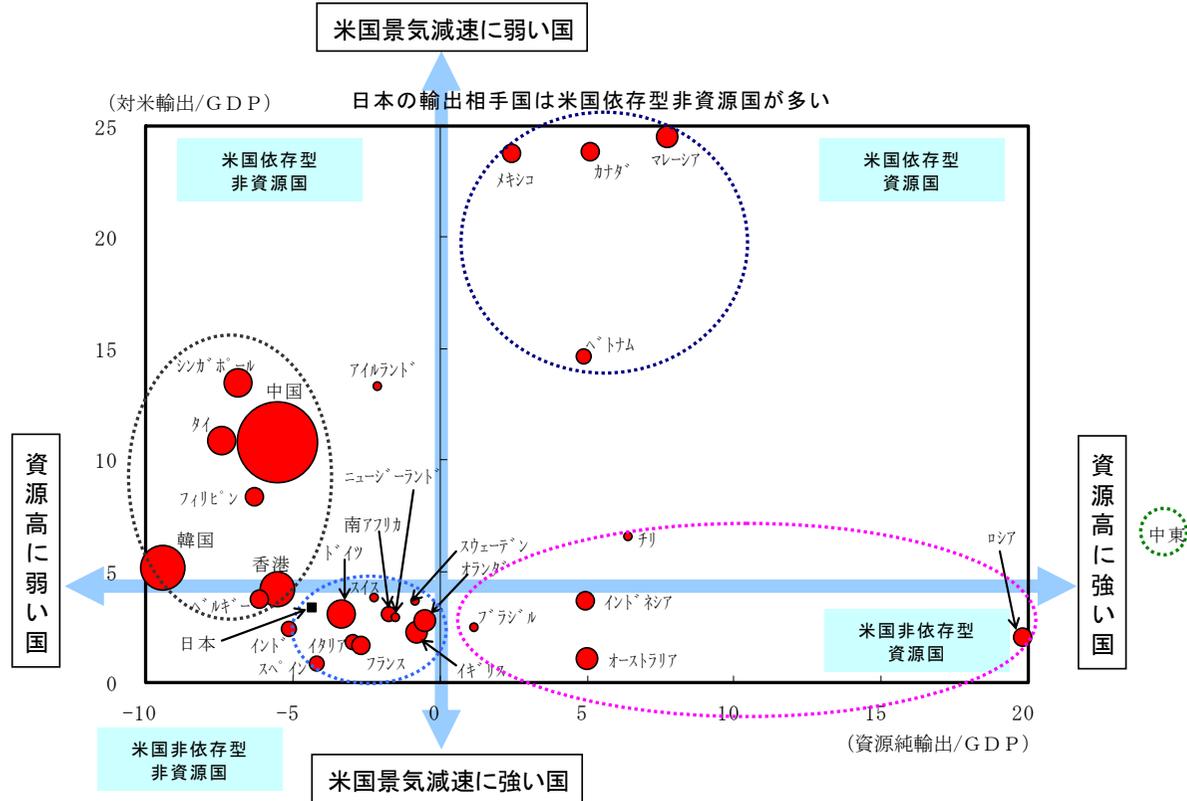
中国 資本ストック循環図



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

# 中国にとって「インフレ」は天敵

世界各国の米国経済、資源価格からの影響の受けやすさ

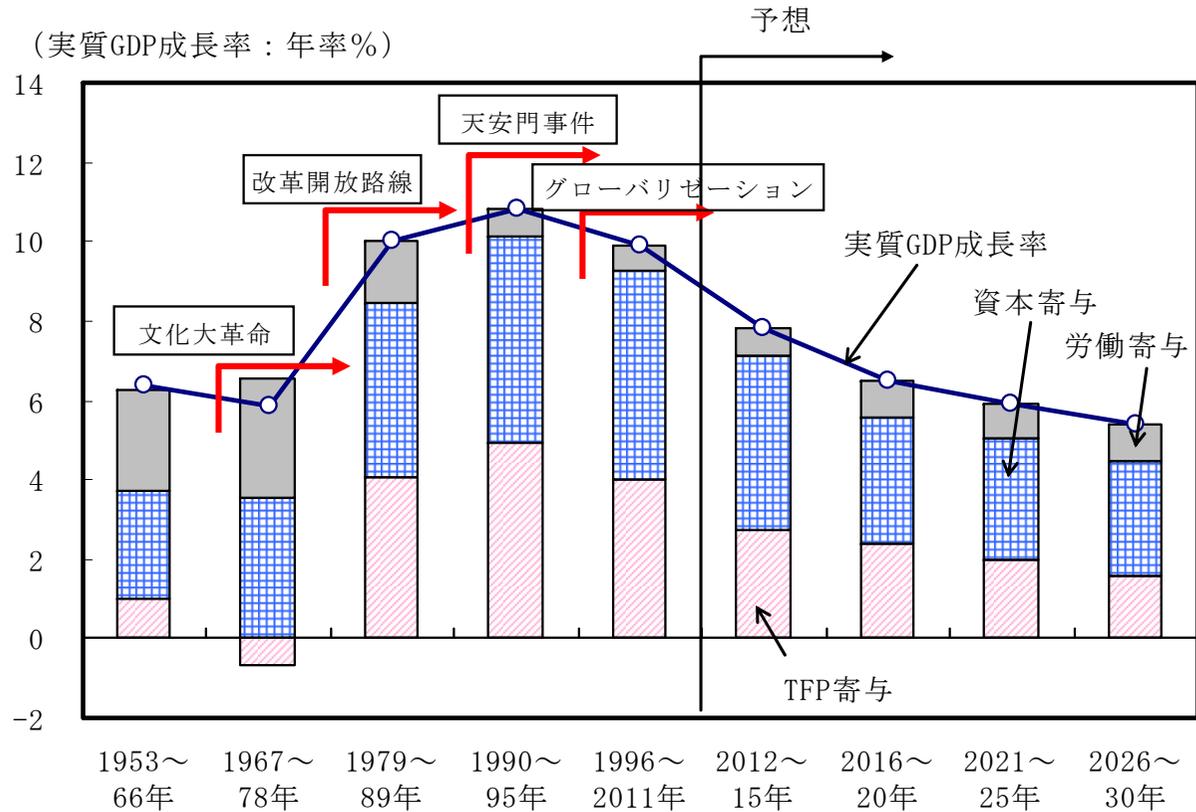


(備考)

1. 国連、米国センサス局統計より大和総研作成。
2. 資源純輸出は鉱物性燃料（原油等）と非食料原材料（鉄鉱石等）の純輸出を表す。
3. 対米輸出や資源純輸出をGDPで割るのは各国の経済への影響度を見るため。
4. ドットの大きさは日本からの輸出額の大きさに比例している。
5. なお、図の外にある主な国としてサウジアラビア(53, 9)、クウェート(39, 4)、ベネズエラは(31, 20)。ただし、日本の輸出に占めるこれらの国のシェアはいずれも1%未満で図中の最も小さなドットに相当する。

# 中国の潜在成長率は大幅に低下

## 中国：実質GDP成長率の要因分解

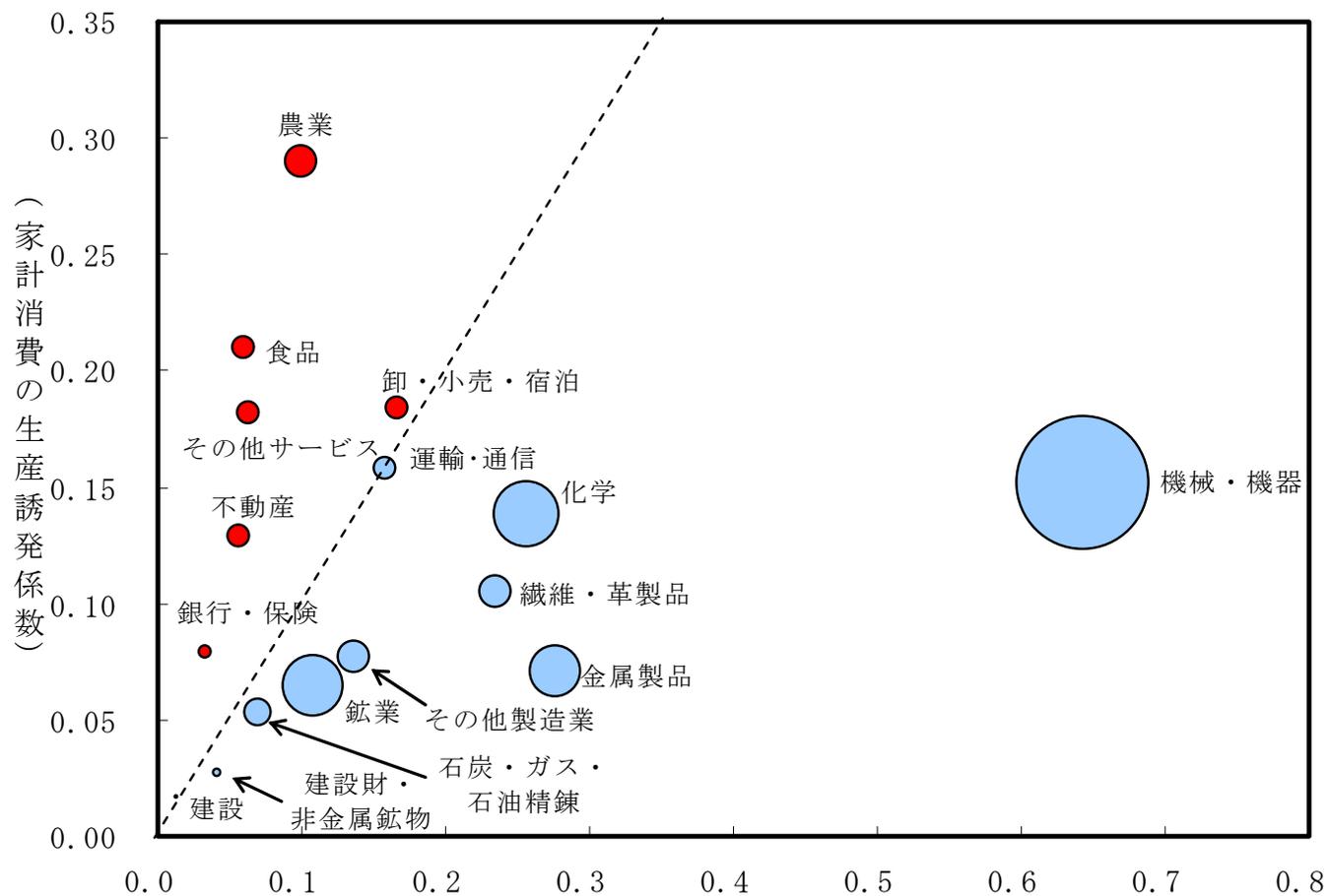


(注) 1966年：文化大革命、1978年：改革・開放路線開始、1989年：天安門事件。

(出所) CEIC Database、世界銀行資料等より大和総研作成

# 中国:「輸出主導」から「内需主導」へ

中国 輸出・家計消費の生産誘発

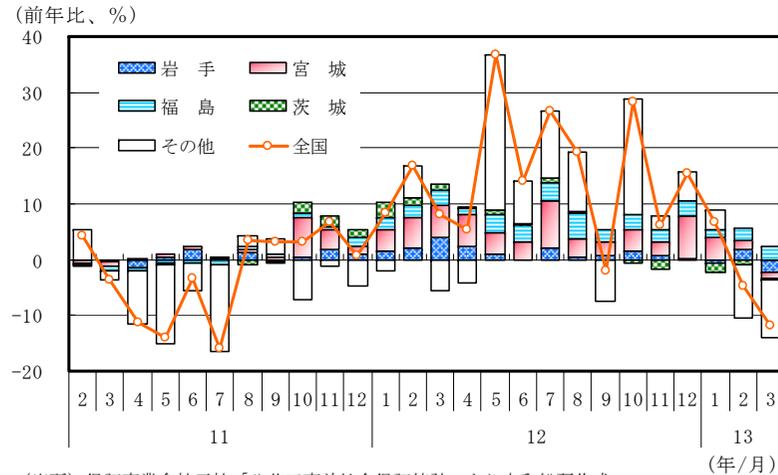


(備考) 1. プロットの大きさは各産業の輸入金額。  
2. 中国国家统计局統計より大和総研作成。

(輸出の生産誘発係数)

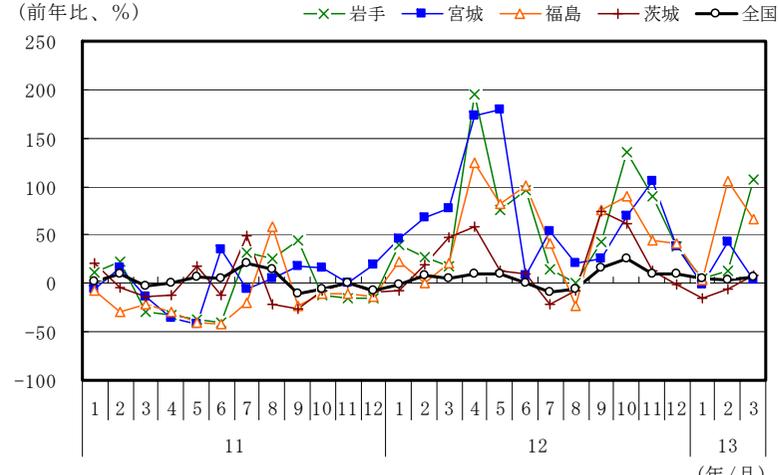
# 好材料②：復興需要＋大型補正予算

地域別公共工事前払保証請負金額の推移



(出所) 保証事業会社三社「公共工事前払金保証統計」より大和総研作成

県別新設住宅着工戸数（総数）



(出所) 国土交通省統計より大和総研作成

## 復興増税、復興需要のGDPへのインパクト

基準ケースからの乖離幅 (%)	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質国内総生産	0.1	0.9	1.5	0.4	-0.3
実質家計最終消費支出	0.0	0.1	0.3	0.2	-0.4
実質民間住宅	0.1	1.2	3.3	3.7	1.3
実質民間企業設備	0.1	1.2	3.2	3.3	0.9
実質政府最終消費支出	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.4
実質公的固定資本形成	3.3	19.3	32.1	8.5	0.8

(注1) 所得税は2.1%増税を2013年1月から実施。増税期間は25年。

(注2) 個人住民税は一人当たり1,000円の増税を2014年6月からと仮定。

(注3) 退職課税の10%税額控除廃止を2013年1月から実施。

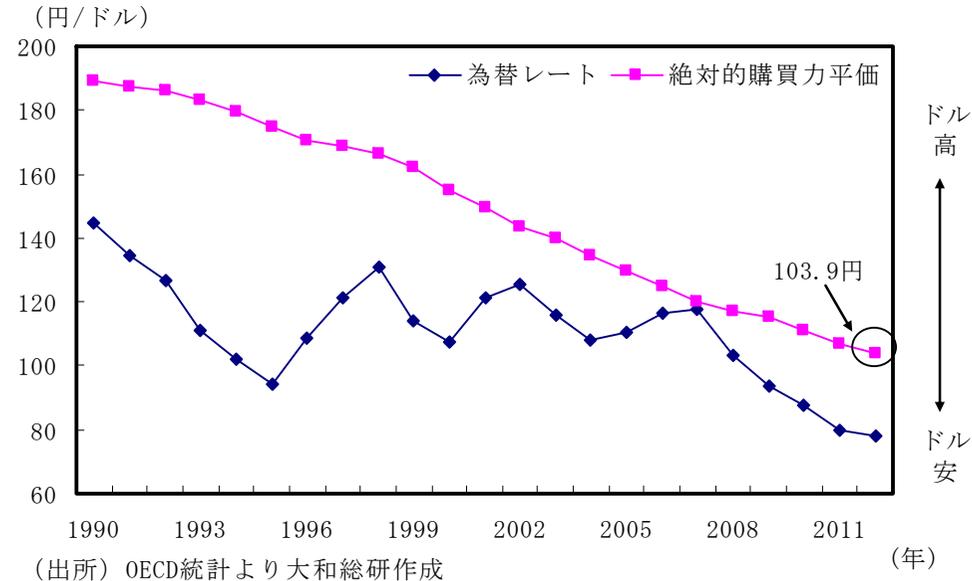
(注4) 子ども手当から児童手当への移行で年間約0.5兆円の所得減を想定。

(注5) 大和短期マクロモデルによる試算値。

(出所) 内閣府、報道発表より大和総研作成

# 円安・ドル高トレンドが継続

絶対購買力平価と為替レート（ドル/円）

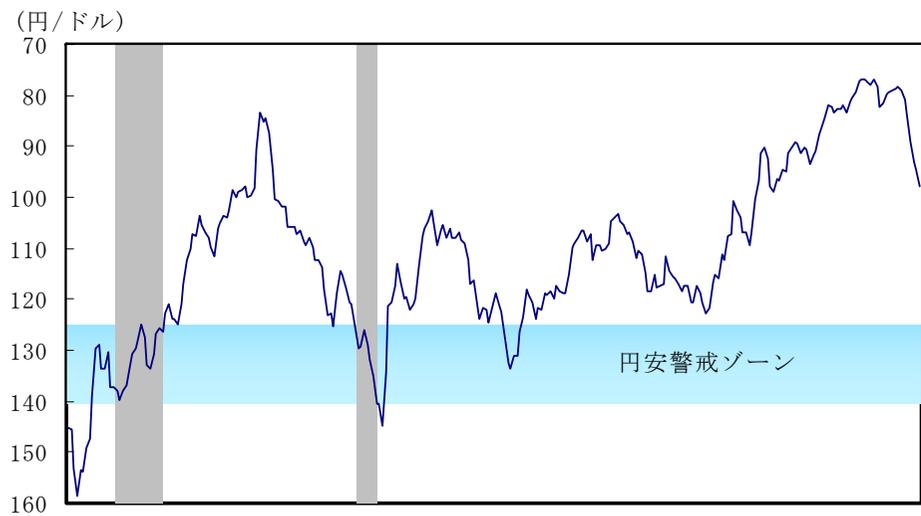


## ◎円安・ドル高要因

- ① 日銀の大胆な金融緩和
- ② 米国経済の回復
- ③ わが国の貿易収支赤字化

# わが国の「円買い介入」の歴史

円買い介入と為替レート

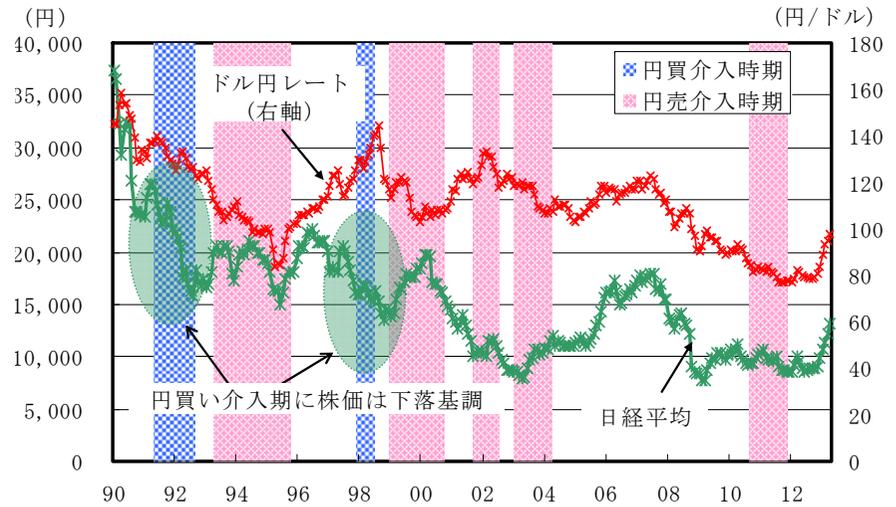


90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13  
(年)

(注) シャドーは円買い介入の期間。

(出所) 日本銀行、財務省統計より大和総研作成

日経平均と為替介入

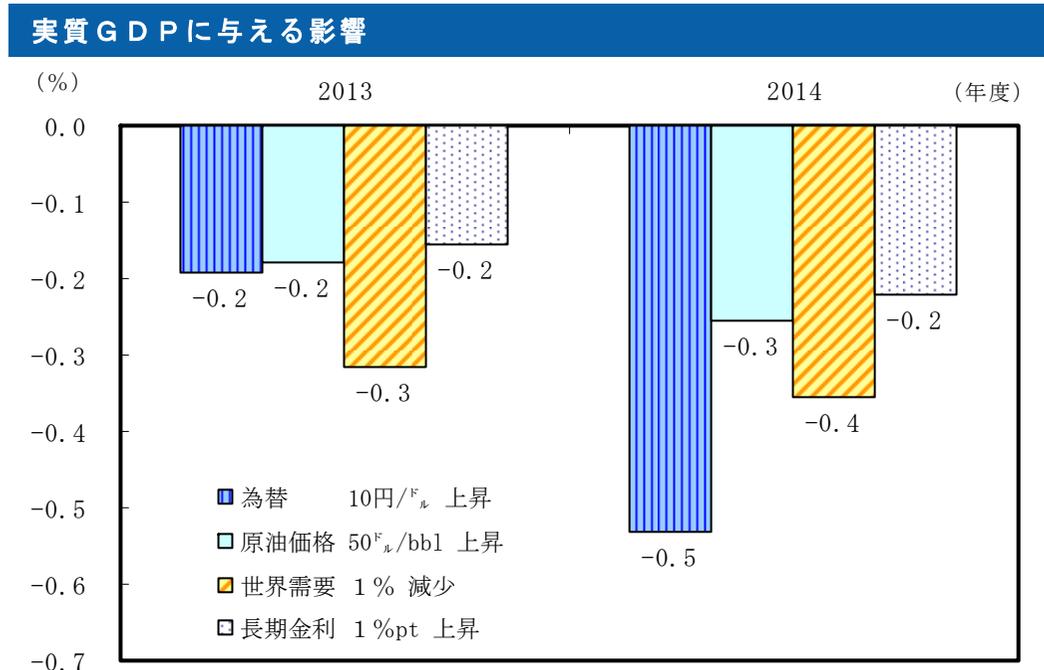


(注) 円買い、円売りのシャドーはそれぞれ頻繁に行われた期間を意味する。

(出所) 財務省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

# 日本経済：4つのリスク

- ① **「欧州ソブリン危機」**の深刻化→実質GDP▲4.1%（約21兆円）
- ② **日中関係の悪化**→実質GDP 最大▲0.1%程度（5,000億円強）
- ③ **米国の財政を巡る問題**→実質GDP▲0.3～▲0.4%（約1.5兆～2兆円）
- ④ **地政学的リスクを受けた原油価格の高騰**→実質GDP▲1.0%（5兆円）



(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。  
 (出所) 大和総研作成

# 「欧州ソブリン危機」vs.「リーマン・ショック」

## ● 好材料

- ① 国債の保有先は判明⇔「毒まんじゅう」問題
- ② ドイツ、フランス等による救済姿勢
- ③ ECB（欧州中央銀行）による流動性供給

## ● 悪材料（リスク要因）

- ① 民主主義の壁（ポピュリズム）
- ② 「財政危機」と「金融危機」の悪循環
- ③ 新興国のインフレ懸念

## 欧州問題の本質は？

◎「欧州統合の父」といわれたフランスの政治家ジャン・モネの言葉

「欧州は危機によって形成され、危機に対する解決策の積み重ねとして構築されていく」

# 「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

## 「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

	各国のヘアカット率						必要自己資本額 (億ユーロ)	リスク資産 圧縮割合	世界の銀行 貸出(ドル) 変化率	世界の名目 GDP(ドル) 変化率	日本の実質 GDP(円) 変化率
	ベルギー	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン					
ケース1	0%	60%	40%	10%	40%	10%	1,274	7.0%	-1.7%	-1.6%	-0.6%
ケース2	15%	80%	50%	30%	50%	30%	2,233	13.9%	-3.4%	-3.2%	-2.2%
ケース3	30%	100%	60%	50%	60%	50%	3,240	24.9%	-6.0%	-5.7%	-4.1%

(注1) 試算にあたっての主な仮定は以下の通りである。

- ① 不足するコアTier1比率の半分をリスク資産の圧縮で対応。
- ② リスク資産圧縮割合と同じ比率で欧州銀行の貸出が減少。
- ③ 円ドルレートは、ケース1では変化なし、ケース2では5%円高、ケース3では10%円高と想定。

(注2) 弾性値から試算していること等から、試算結果は一定程度の幅を持って見る必要がある。

(出所) 世界銀行、EBA、内閣府統計より大和総研作成

## グローバル・マネーフローが「逆流」すると？

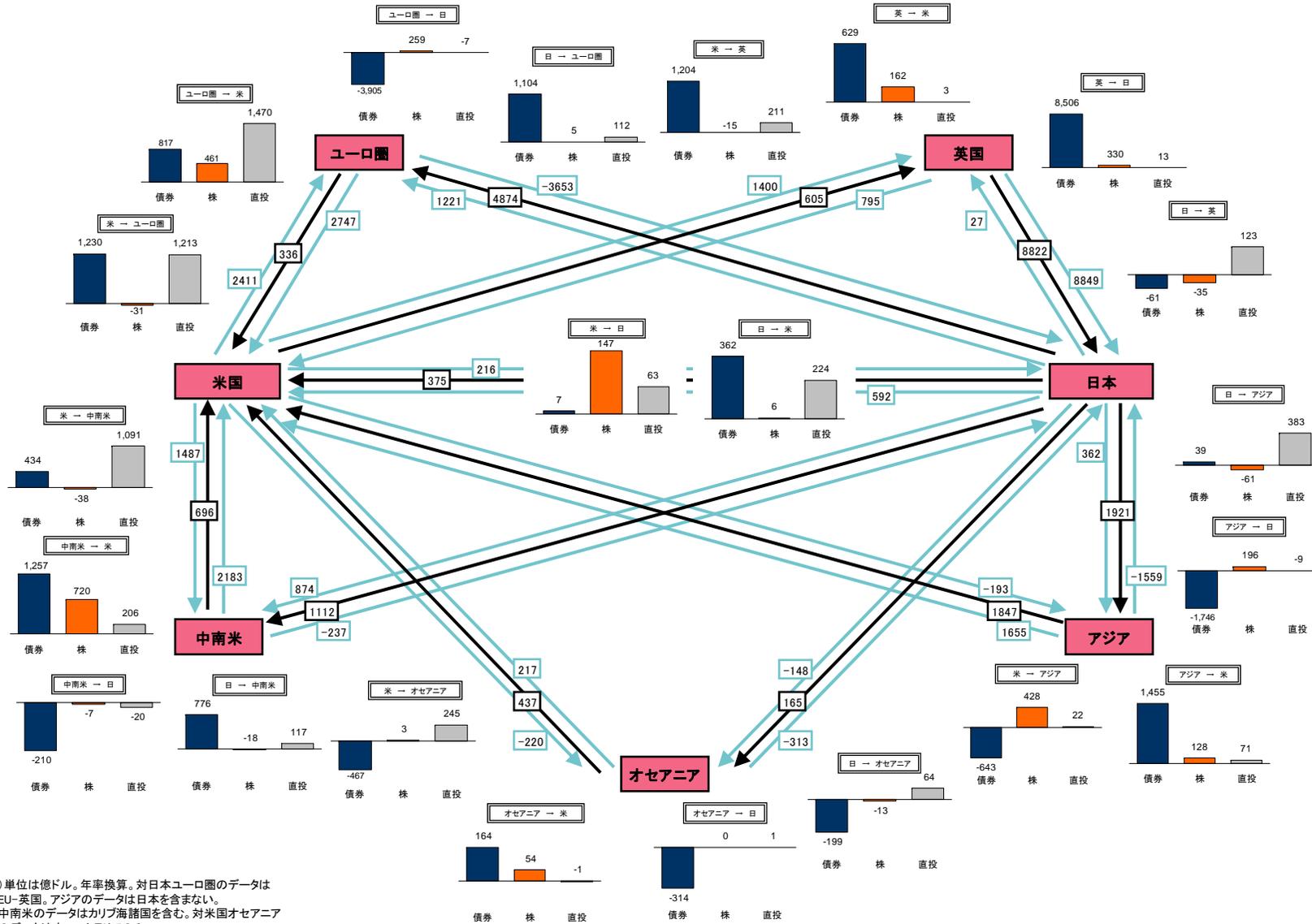
① 米国の債券相場下落？

② 世界的な株価下落？

③ 日本の債券相場下落？

④ ユーロ安？

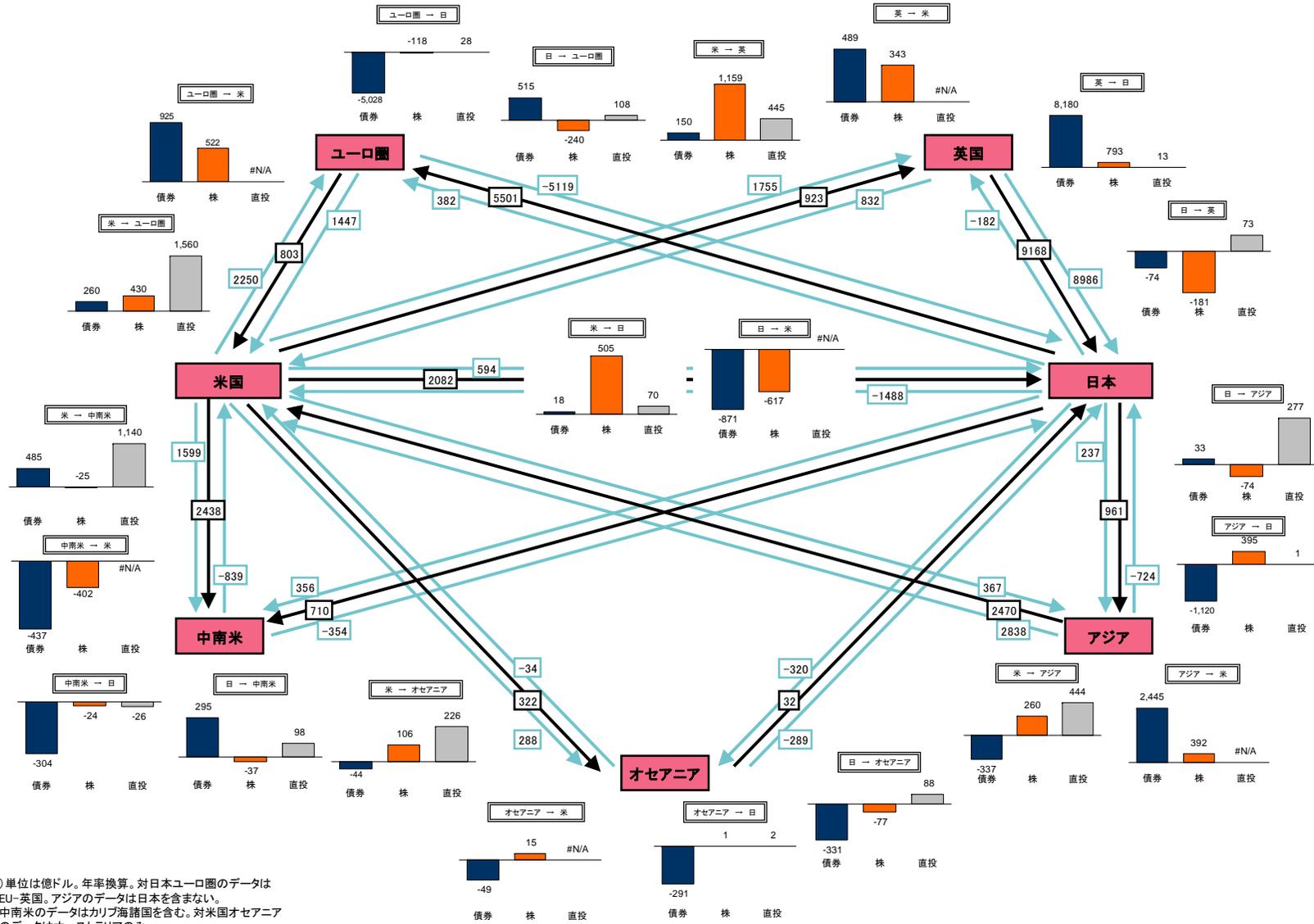
# グローバルマネーフロー (2012 4Q)



(注) 単位は億ドル。年率換算。対日本ユーロ圏のデータはEU-英国。アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。

(出所) 米財務省、米商務省、財務省、大和総研

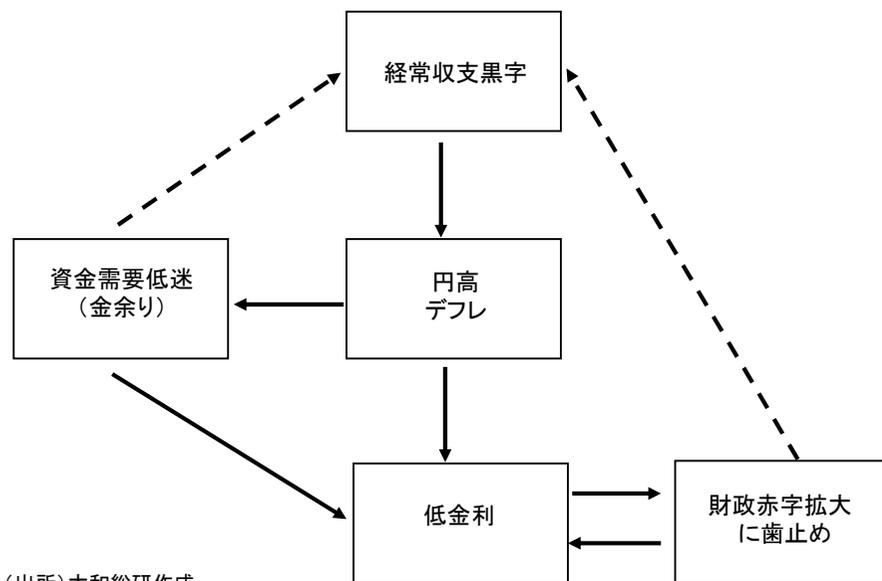
# グローバルマネーフロー (2013 1Q)



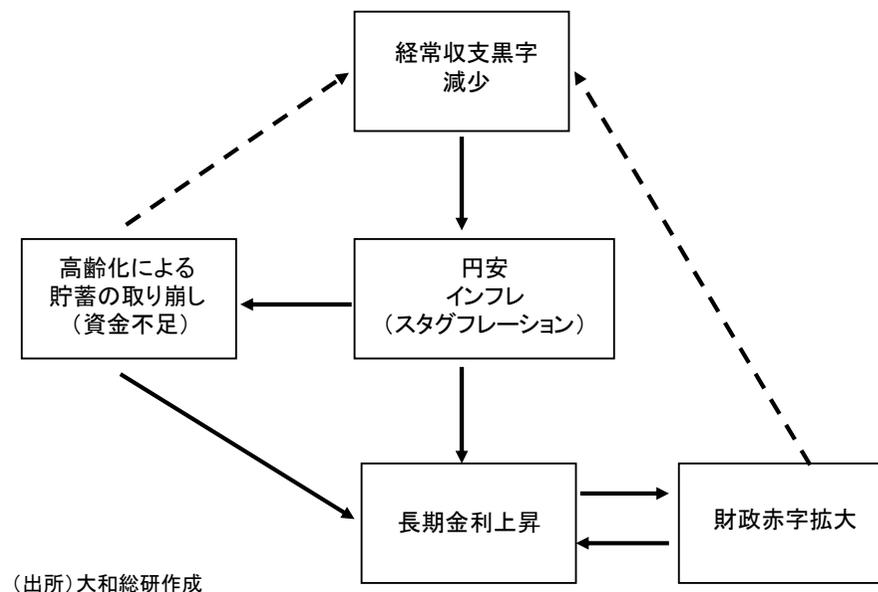
(注)単位は億ドル。年率換算。対日本ユーロ圏のデータはEU-英国。アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。  
(出所)米財務省、米商務省、財務省、大和総研

# 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

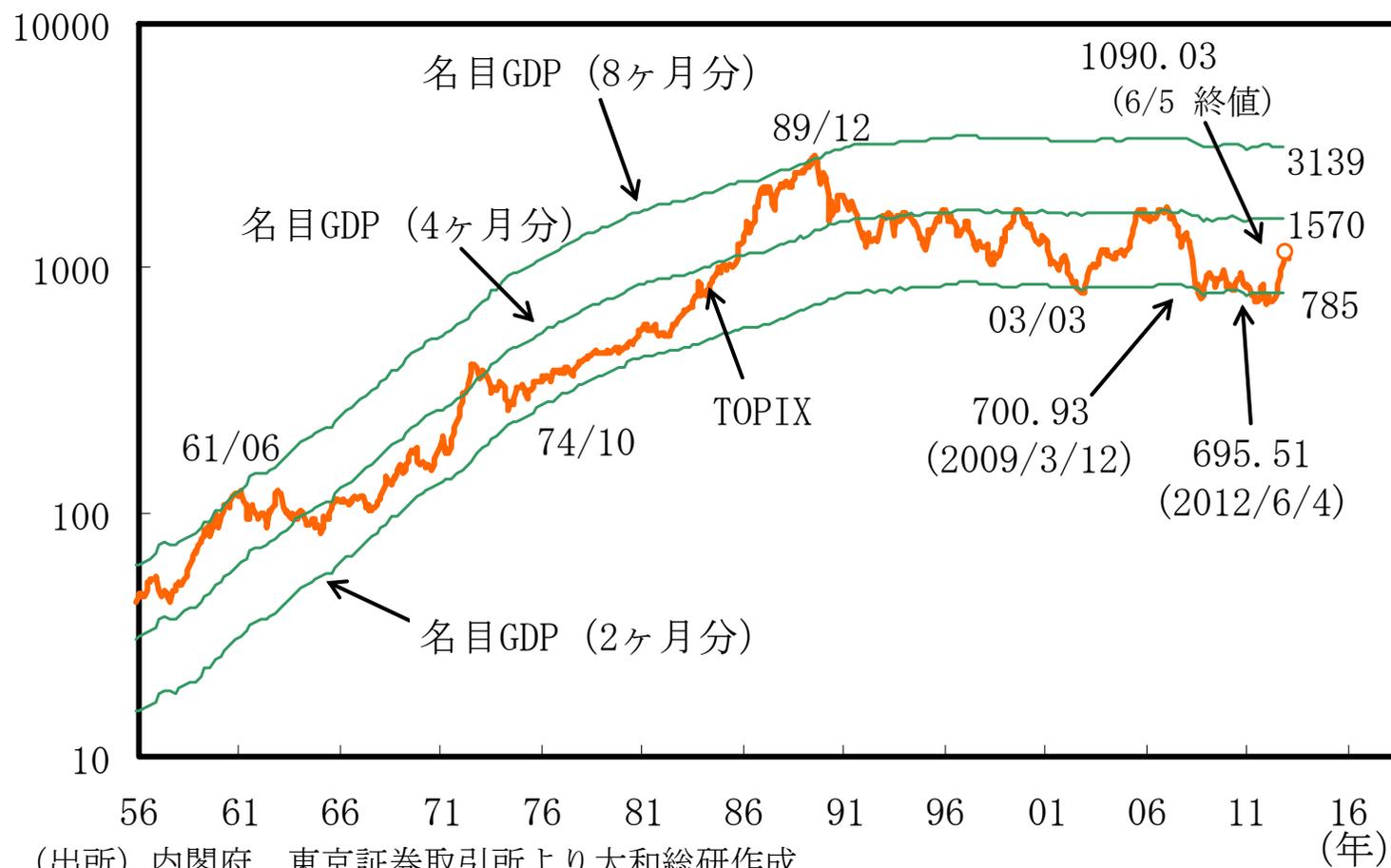


「茹で蛙」構造？ ⇒「ハードランディング」？

# 中長期的に見れば、日本株は割安？

## TOPIXと名目GDP

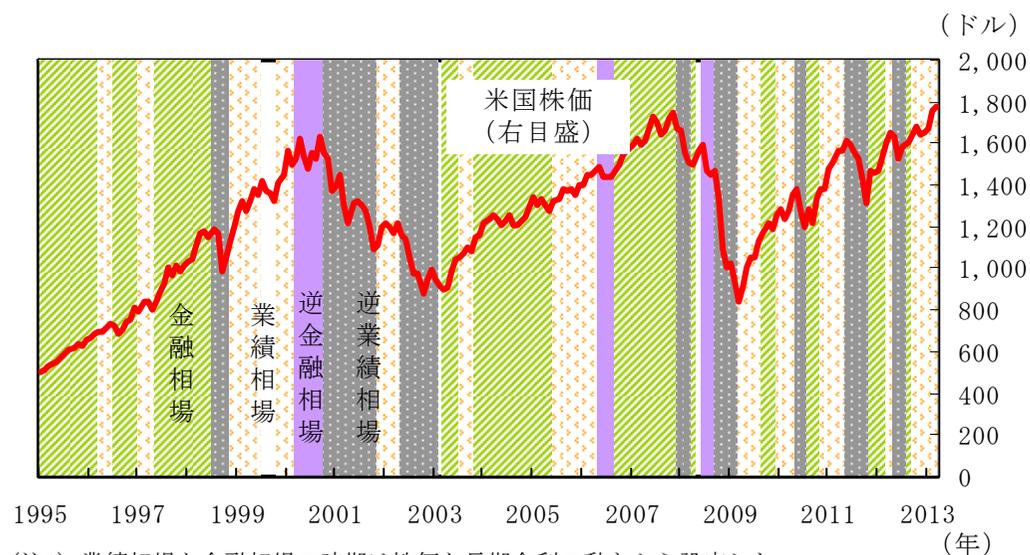
(TOPIX : pt、GDP : 千億円)



# グローバルな株式相場のサイクル

- 金利と株価の方向性から相場を4つに区分
- 通常は、金融相場⇒業績相場⇒逆金融相場⇒逆業績相場⇒金融相場・・・というサイクル

## 業績相場と金融相場



(注1) 業績相場と金融相場の時期は株価と長期金利の動きから設定した。

(注2) 米国株価はMSCI US Broad Market Index。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します。

(出所) MSCI、Haver Analyticsより大和総研作成

### ◎相場判定方法

金利と株価それぞれが前月より上昇すれば各1点、下落すれば各▲1点とすると、ともに上昇する局面は2点(業績相場)、逆方向の局面は0点(金融相場または逆金融相場)、ともに下落する局面は▲2点(逆業績相場)。

# 日本国債は当面暴落しない？

## 国際収支の発展段階

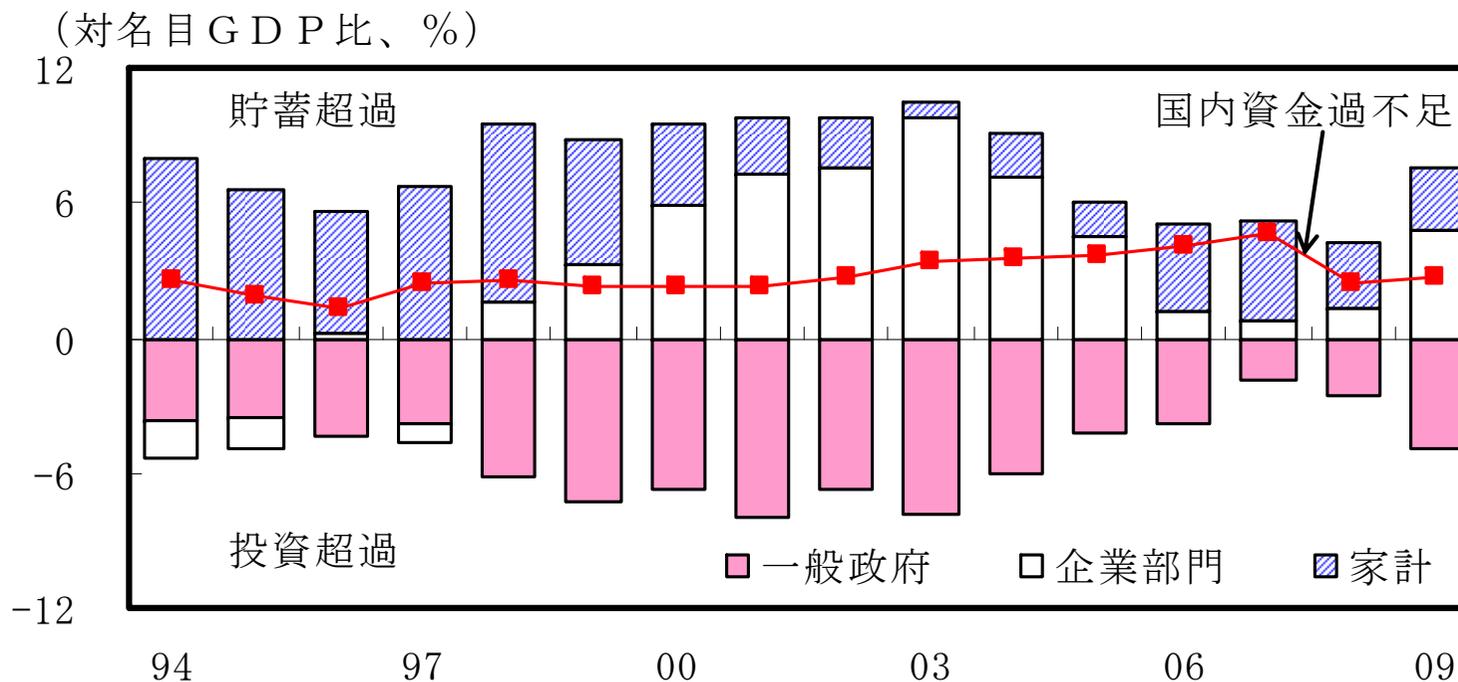
	財・サービス 収支	投資収益 収支	経常収支	長期資本 収支	戦前 (上段) 戦後 (下段)	イギリス	アメリカ	西ドイツ	日本
I.未成熟の債務国	-	-	-	+	前				(1868-1880)
II.成熟した債務国	+	--	-	+	後		(1871-1890)		(1881-1914)
III.債務返済国	++	-	+	-	前		(1891-1910)		1955-1964
IV.未成熟の債権国	+	+	++	--	後	(1851-1890)	(1911-1940)	1951-1970	(1914-1920)
V.成熟した債権国	-	++	+	-	前	(1891-1925)	1946-1970	1971-	1965-1969
VI.債権取崩し国	--	+	-	+	後	1948-1983	1971-1981		1970-
					後	(1926-1944)	1982-		
						1984-			

(出所)内閣府「昭和59年度年次経済報告」を参考に大和総研作成

(注) 戦前の経常収支GNP比率のデータについては制約があり、必ずしも国際収支の段階に合致していないところもある

# ISバランスの動向

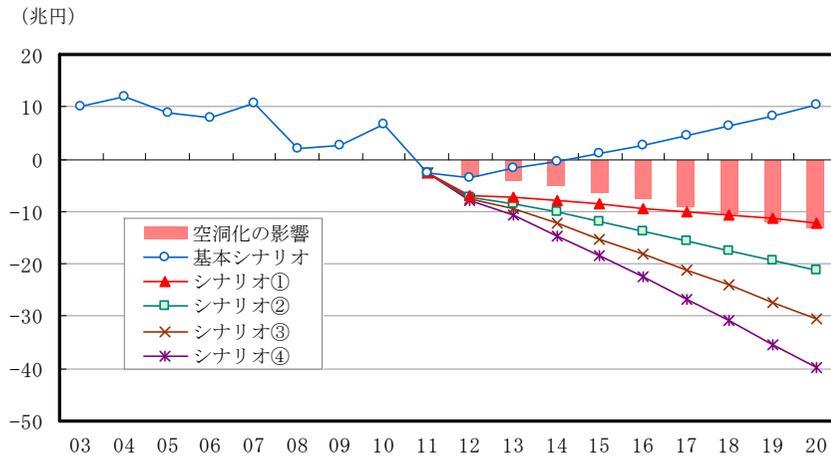
## ISバランス



(備考) 日本銀行統計、内閣府資料より大和総研作成。09年のみ暦年。  
 国鉄清算事業団・国有林野事業特会の債務継承要因、日本高速道路保有・債務返済機構の発足要因、財政融資資金特会から国債整理基金特会への積立金繰り入れ要因、中央政府による日本郵政への出資金増加等の要因を調整した。

# 貿易収支・経常収支のシミュレーション:「空洞化」シナリオ

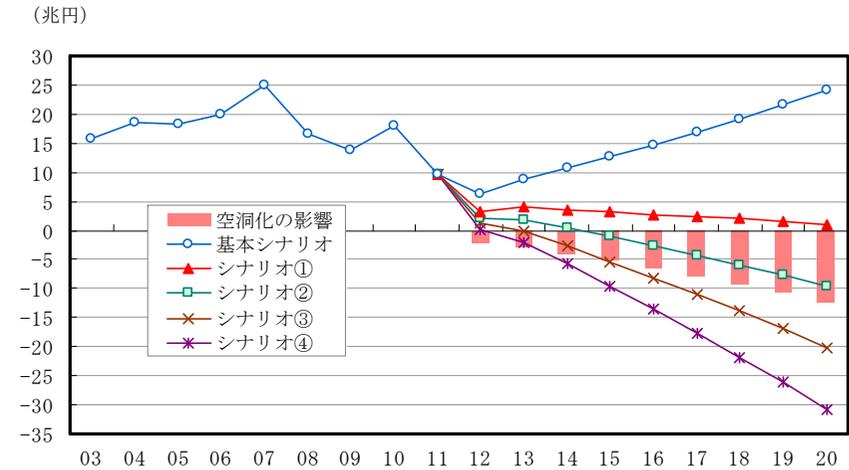
貿易収支見通し：空洞化の影響を加味したイメージ図



(注) シナリオ①～④に空洞化の影響を加算している。なお、空洞化の影響は、シミュレーション結果に別途推計したものを加算しているため、厳密な推計結果とは異なる。

(出所) 各種統計より大和総研作成

経常収支見通し：空洞化の影響を加味したイメージ図



(注) シナリオ①～④に空洞化の影響を加算している。なお、空洞化の影響は、シミュレーション結果に別途推計したものを加算しているため、厳密な推計結果とは異なる。

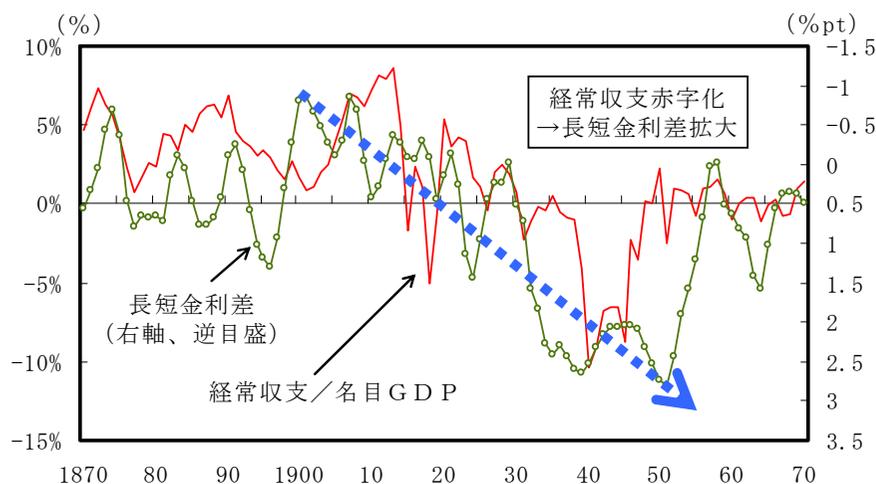
(出所) 各種統計より大和総研作成

## 主要前提

		基本シナリオ	シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③	シナリオ④
円/ドル	2012年2Q	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル
	2020年4Q	80円/ドル	75円/ドル	70円/ドル	65円/ドル	60円/ドル
WTI原油先物価格	2012年2Q	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル
	2020年4Q	100ドル/バレル	125ドル/バレル	150ドル/バレル	175ドル/バレル	200ドル/バレル
貿易加重世界成長率		IMFの世界経済見通しを基に作成	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ
投資収益率		2011年と同水準	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ

# 中長期的な「経常収支悪化→国債暴落」のリスク

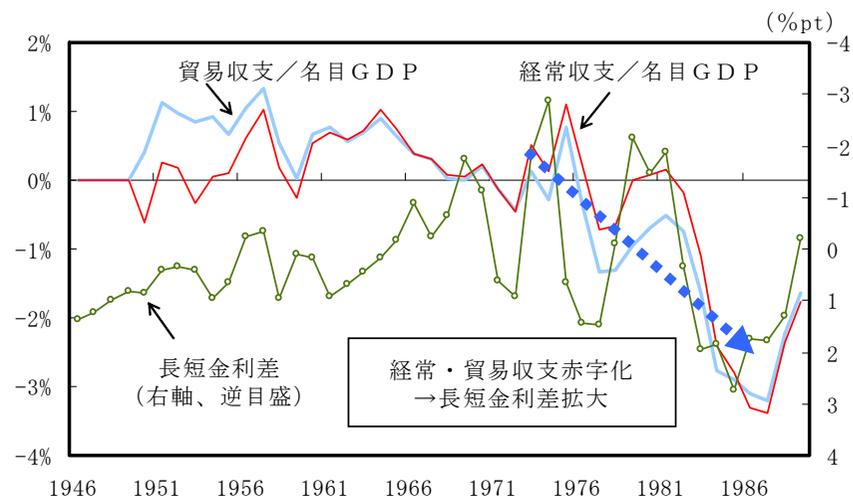
英国：経常収支と長短金利差



(注) 長短金利差は3期移動平均。

(出所) マクミラン世界歴史統計、A History of Interest Ratesより大和総研作成

米国：貿易収支と長短金利差



(出所) Historical Statistics of the United Statesより大和総研作成

## ◎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)

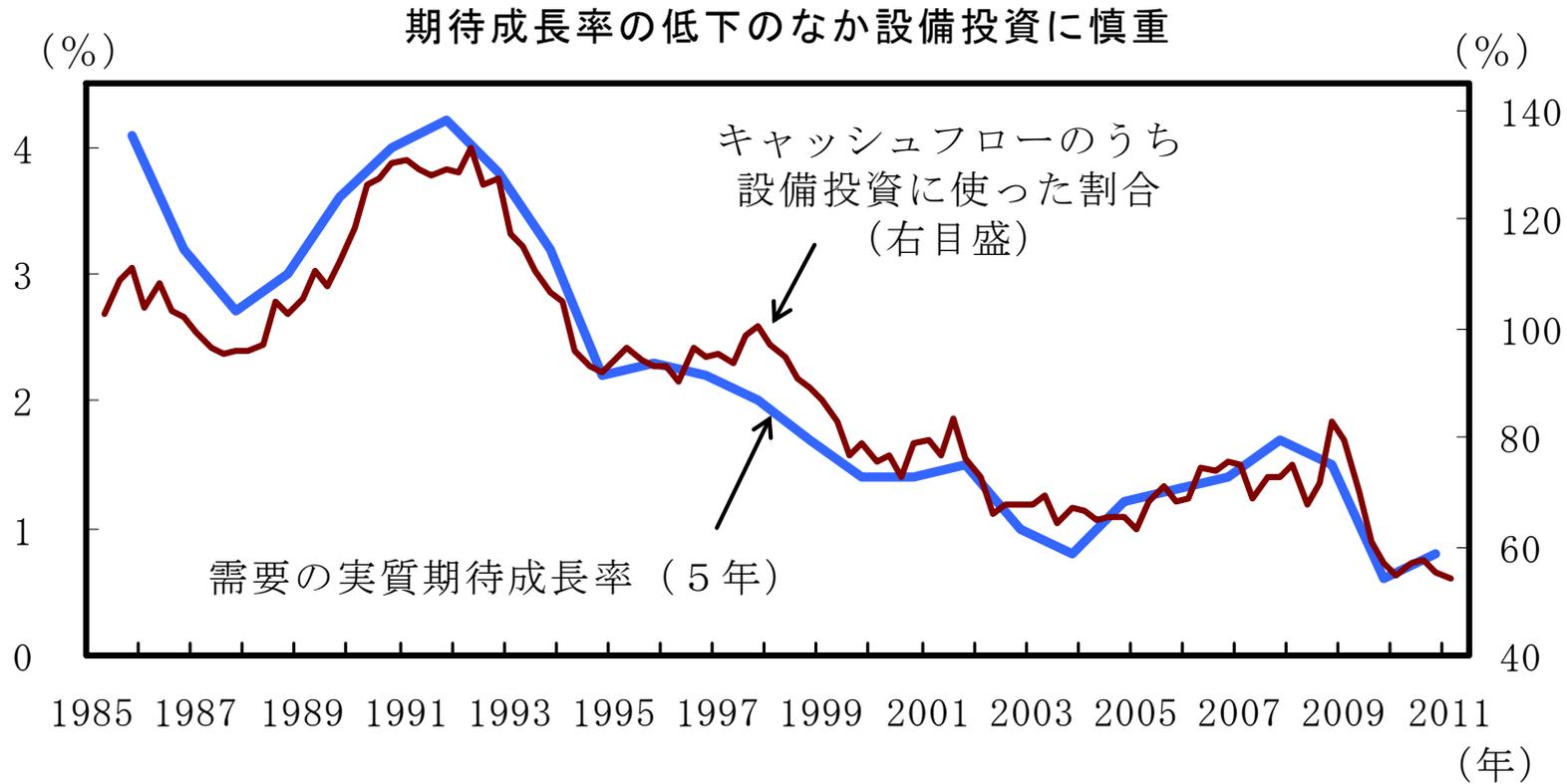
⇔ cf. **日本**は経常黒字国

(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**9%程度**

# 設備投資とキャッシュフロー(「200兆円問題」)

## 設備投資／キャッシュフロー比率と期待成長率



(注) 需要の実質期待成長率は今後5年の見込み成長率の平均。

(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

# 企業収益の動向分析

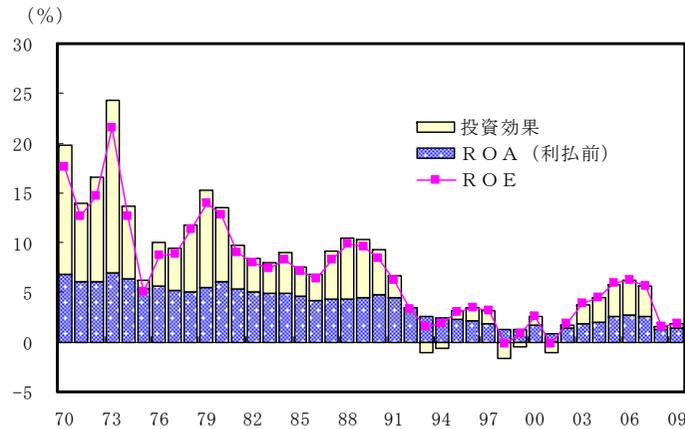
$$\begin{aligned} \text{ROE (Rate of Return on Equity)} \\ &= \text{当期純利益} / \text{自己資本} \\ &= \text{ROA (利払い前)} + \underbrace{[\text{ROA (利払い前)} - \text{負債利率}] * \text{負債} / \text{自己資本}}_{\text{[投資効果]}} \end{aligned}$$

[投資収益率]                      [負債比率]

$$\begin{aligned} \text{ROA (総資本当期利益率)} \\ &= \text{当期純利益} / \text{売上高} * \text{売上高} / \text{総資本} \\ &\quad \text{[売上高当期純利益]} \quad \text{[総資本回転率]} \end{aligned}$$

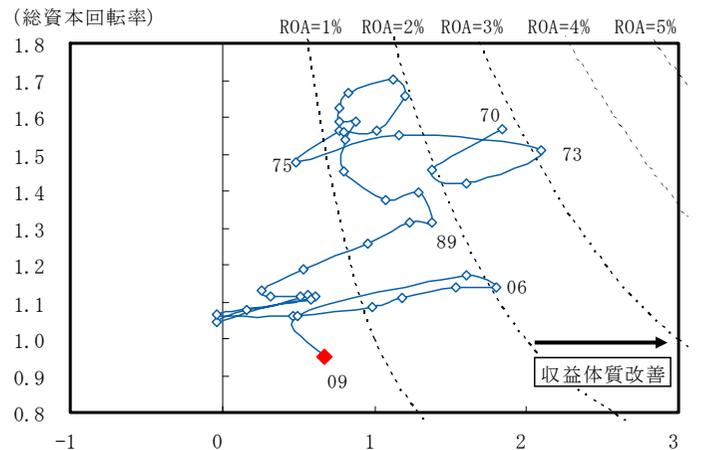
# 日本企業：ROEの要因分析

日本：企業のROEの要因分解



(注) データは年度。  
(出所) 財務省統計より大和総研作成

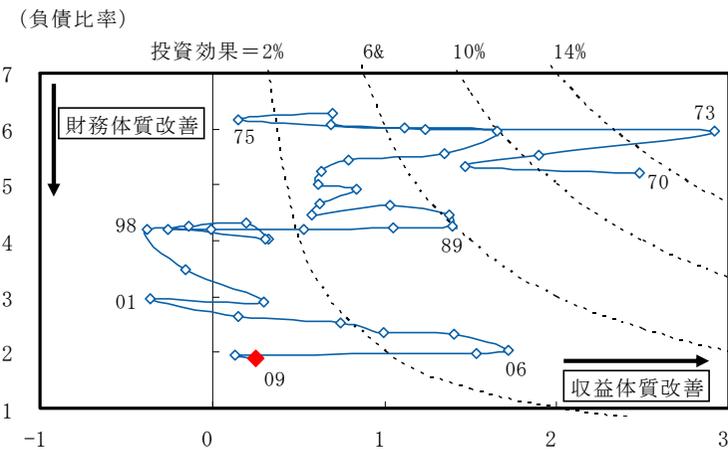
日本：企業のROAの要因分解



(注) データは年度。  
(出所) 財務省統計より大和総研作成

(売上高純利益率、%)

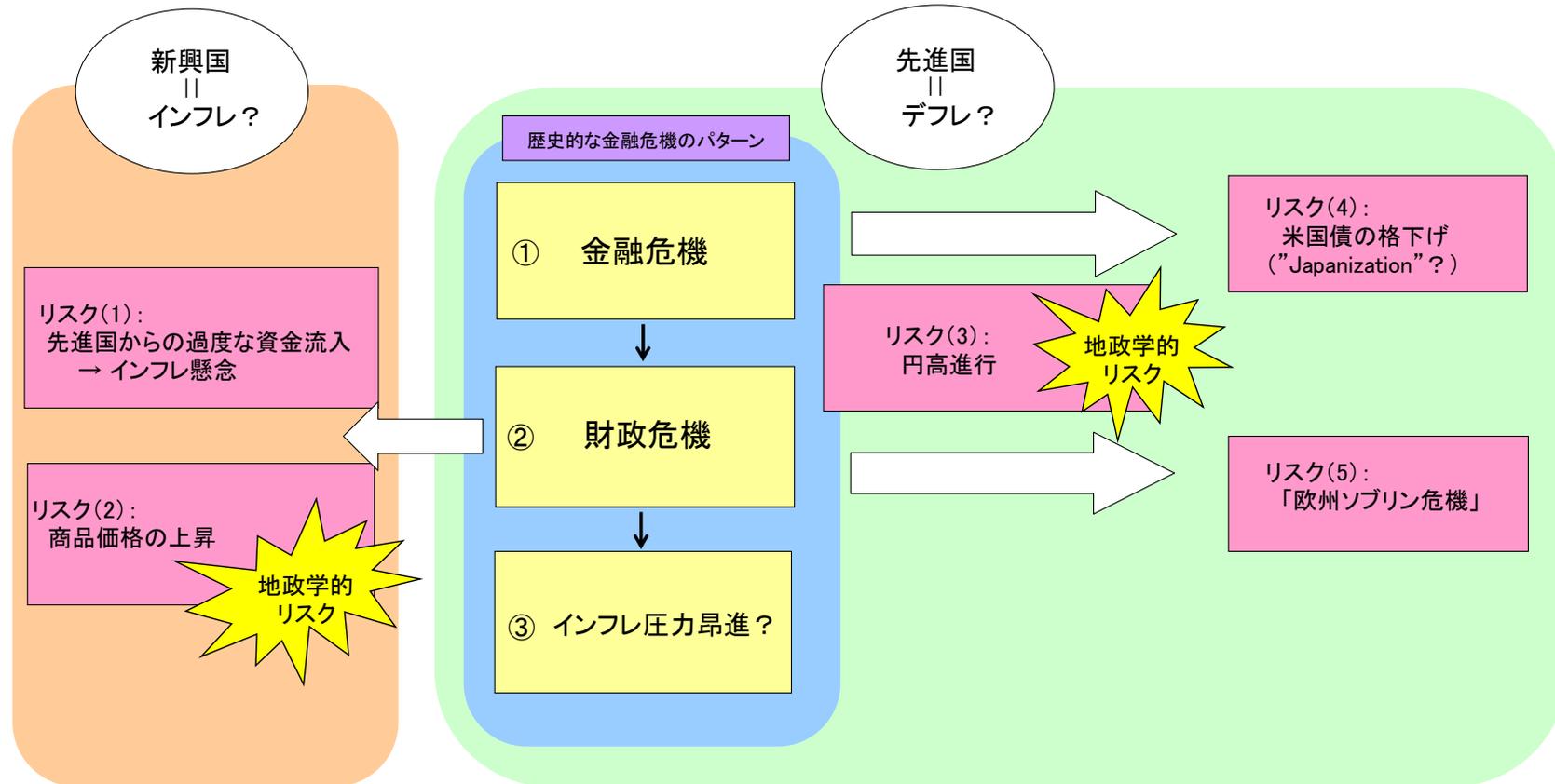
日本：企業の投資効果の要因分解



(注) データは年度。  
(出所) 財務省統計より大和総研作成

(投資収益率、%)

# 世界経済の潮流



(出所) 大和総研作成

# 何故、スタグフレーションが起きるのか？

## I. 供給ショックの発生(外生的要因)

—原油価格高騰や農作物凶作等の「供給ショック」が発生 → 生産調整による景気悪化＋供給能力低下によるインフレ加速

## II. 各国経済における構造問題の存在(内生的要因)

- (1) (設備投資伸び悩みや技術革新停滞による)労働生産性の低下→単位労働コストの上昇
- (2) 賃金決定メカニズムの硬直化(労働運動激化→不況下での恒常的な賃上げ等)
- (3) 中銀による過度なマネーサプライ拡大政策
- (4) 財政収支悪化による期待インフレ率の高止まり
- (5) 債務の累増→本国通貨のスパイラル的な下落(輸入物価の上昇)

※先進国の事例では、「I = 主因。II = 副次的要因」。ブラジル、トルコ、アルゼンチンといった発展途上国の事例(「国家破産」が懸念されたケース)では、II(特に(5))が主因

# 日本企業の得意分野

## I. 「コモディティ化」が起こりにくい分野

－「モジュール型」vs. 「すりあわせ型」

## II. 製品サイクルが長い分野

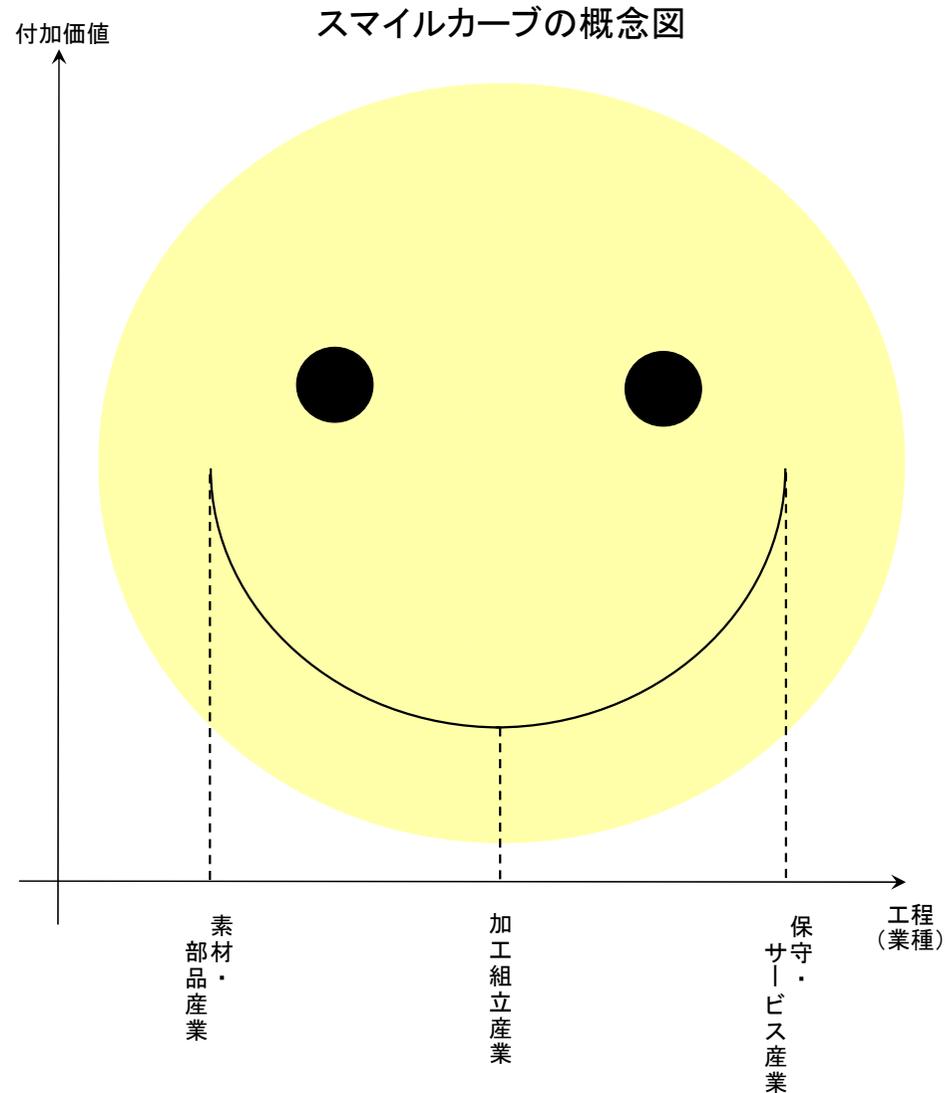
－重電・環境・鉄道などのインフラ関連。産業機械

－「白物家電」と「黒物家電」の違い

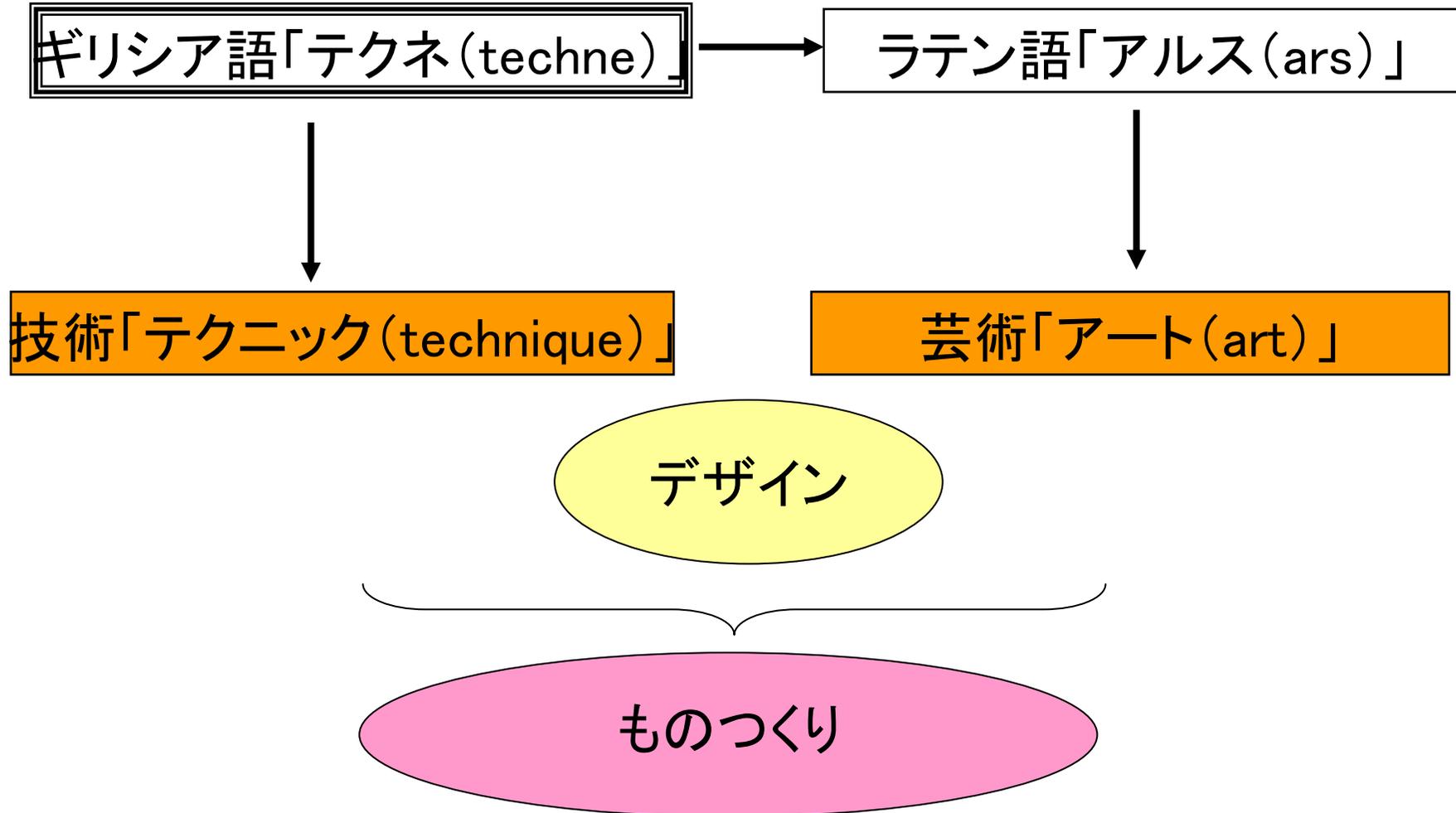
## III. 素材分野

－「スマイルカーブ」

# スマイルカーブ



# 「技術」と「芸術」の語源は同一



## 二十世紀の予言(23項目)

### ◎実現・一部実現:17項目

- 7日間世界一周
- 人声十里に達す
- 写真電話
- 買物便法
- 暑寒知らず

### ◎未実現:6項目

- 人と獣の会話自在

(出所)1901年1月2日・3日付「報知新聞」



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・転送等をご遠慮ください。

**【重要な注意事項】**

**お取引にあたっての手数料等およびリスクについて**

**手数料等およびリスクについて**

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.20750%（但し、最低 2,625 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

**ご投資にあたっての留意点**

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号  
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会