

# 内外経済と金融市場の展望

2013年1月21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. 日本経済はどこから立ち上がる？

- ・日本経済は景気後退局面入りの可能性が濃厚
- ・日本経済の回復をサポートする3つの要因

- ① 米国・中国経済の持ち直し
- ② 復興需要+補正予算
- ③ 日銀の追加金融緩和

## II. 今後の世界経済をどう見るか？

- ・先進国の内需低迷を新興国の政策発動で支えられるのか？

## III. 中国経済は「ハードランディング」に向かうのか？

- ① 日中関係の悪化が日本経済に与える影響
- ② 中国経済は当面緩やかに持ち直す見通し
- ③ 中国経済は中長期に大幅な調整が不可避

## IV. 日本経済のリスク要因

- ① 中長期的リスク: 経常収支赤字化
- ② 短期的リスク

- (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「財政の崖」
- (4) 地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰

⇒10ドル／bblの原油価格上昇で実質GDP▲0.2%

## V. 「アベノミクス」の評価と金融市場の展望

- ・日本株は上値を試す展開
- ・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)

# 世界経済の見通し

経済見通し(暦年ベース)					
実質GDP成長率(%)	2013	2014	2015	2016	2017
世界	3.6	4.1	4.4	4.4	4.3
先進国	1.5	2.3	2.6	2.6	2.5
日本	1.1	0.7	1.1	1.0	1.1
アメリカ	2.0	2.9	3.2	3.1	3.0
ユーロ圏	0.1	1.2	1.6	1.7	1.6
新興国	7.2	7.5	7.6	7.5	7.5
中国	8.2	8.5	8.0	7.7	7.5

(出所) 各種資料より大和総研作成

# 日本経済はどこから立ち上がる？①

## I. 過去8回の景気回復局面(1958年～1989年)の平均的な特徴

①在庫調整が一巡し、**在庫投資**が積み増しに転じる

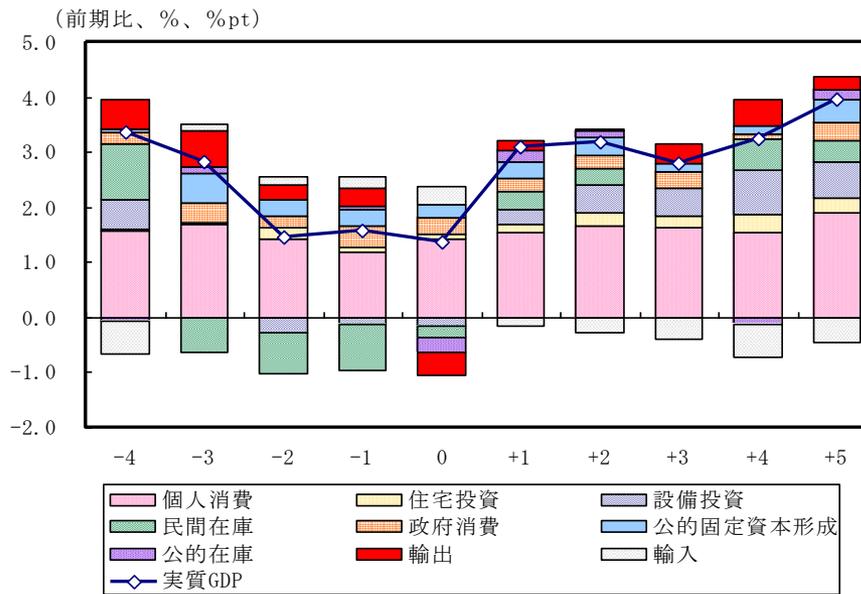
②金利低下等を受け**住宅投資・設備投資**が増加

③**公共投資(公的固定資本形成)**による景気下支えが継続

※なお、④**個人消費**の実質GDP成長率に対する寄与度は大きい、景気回復局面における限界的な景気押し上げ効果は限定的

⑤**輸出**による景気の牽引力は、近年の景気回復局面程には強くない

日本：景気回復局面のGDP内訳（1958年～1989年の8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。

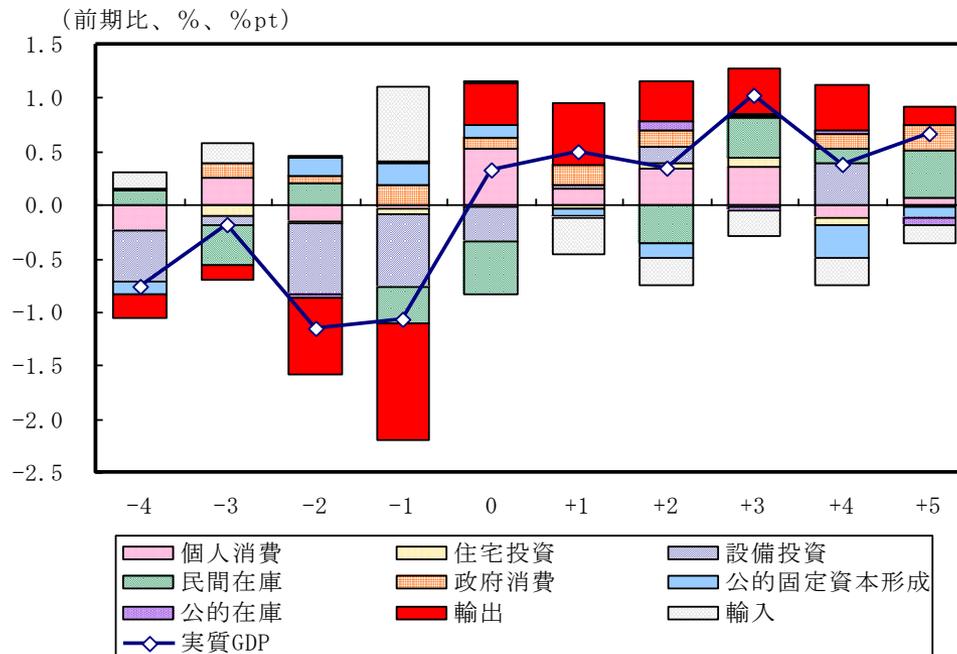
(出所) 内閣府統計より大和総研

# 日本経済はどこから立ち上がる？②

## 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

# 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	×	×	○	△

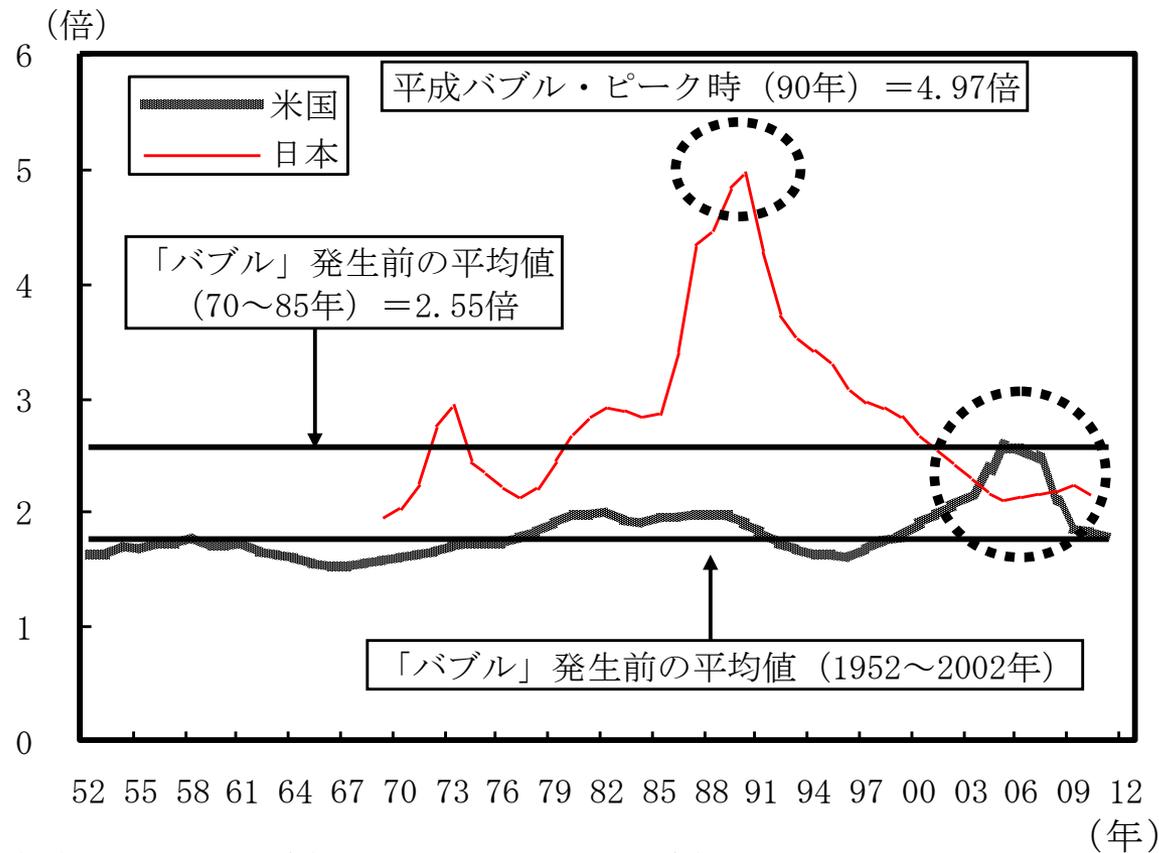
(注) 長期構造不況の条件について

× (=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

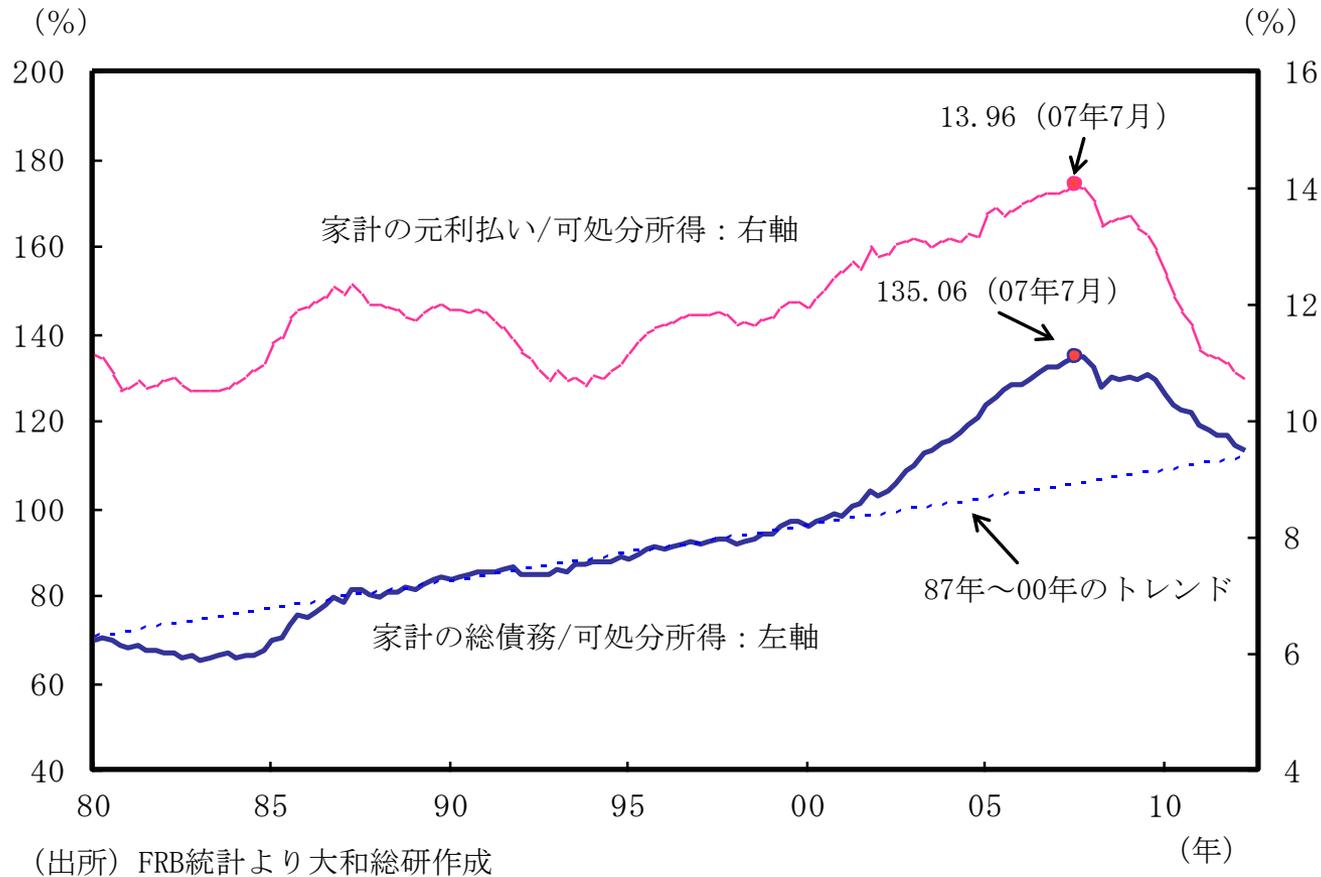


(注) 日本は土地時価総額、米国は不動産時価総額を使用している。

(出所) F R B、米商務省、内閣府統計より大和総研作成

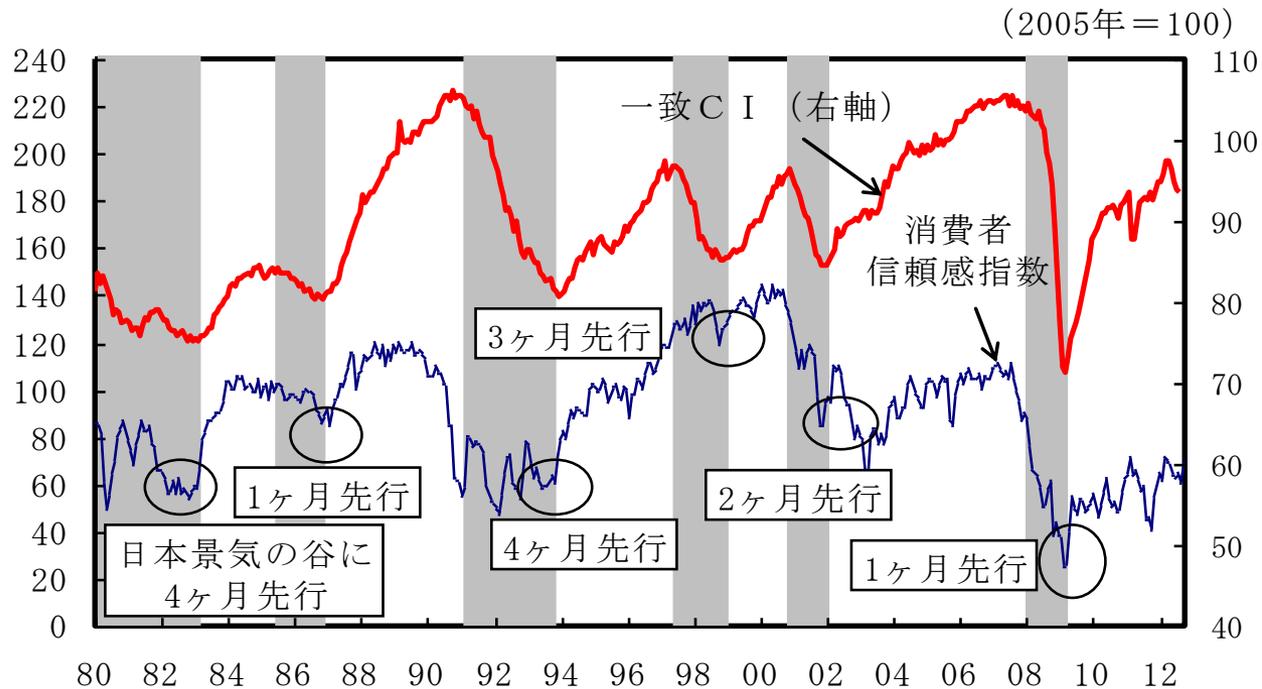
# 米家計のバランスシート調整は終盤へ

## 米国における家計部門のバランスシートなどの状況



# 米国の消費者コンフィデンスは悪くない

## 米国消費者コンフィデンスと日本景気



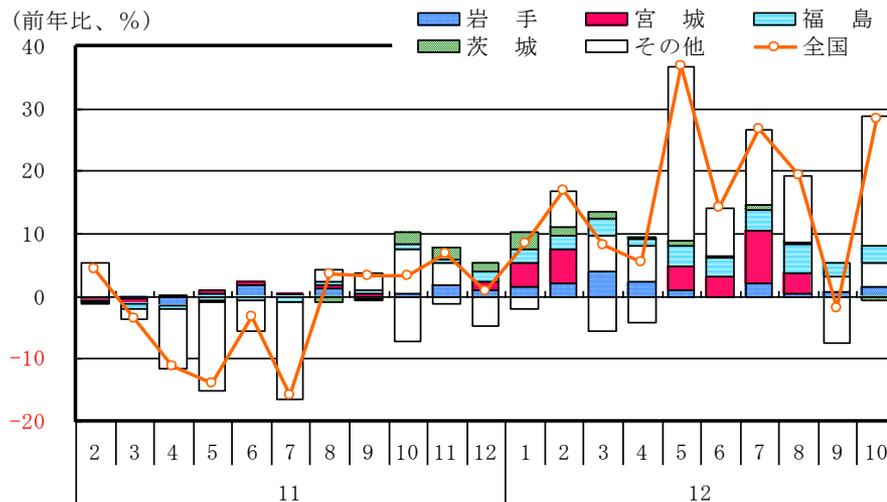
(注1) 85年以前の一致CIは旧基準

(注2) シャドーは日本の景気後退期。

(出所) 内閣府、Conference Board統計より大和総研作成

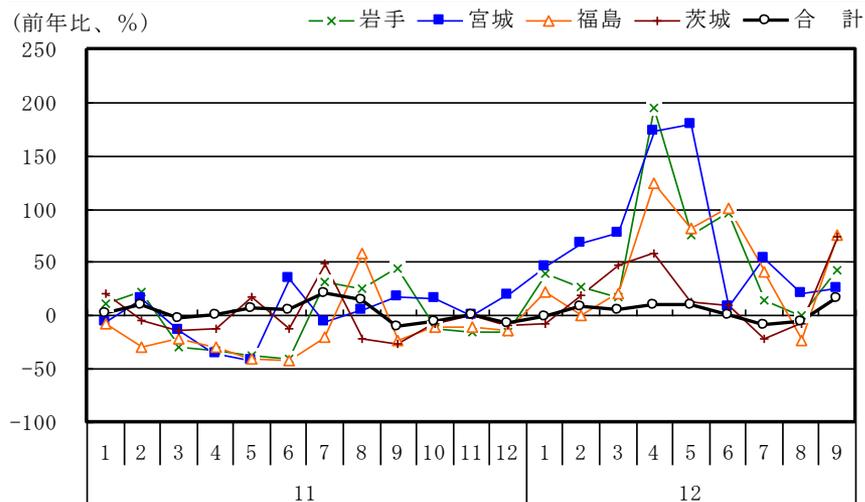
# 好材料②：復興需要＋補正予算

## 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（2000年基準のGDPでの試算）

	実質GDP	個人消費	設備投資	住宅投資	公共投資	政府消費	輸出	輸入
2012年度	0.98%	0.1%	-0.7%	0.1%	21.7%	0.1%	0.0%	1.0%
2013年度	0.94%	0.3%	-0.9%	0.5%	22.5%	0.4%	-0.2%	1.4%
2014年度	0.66%	0.1%	-1.5%	0.7%	23.5%	0.8%	-0.4%	1.4%

(注1) 公共投資は期間中4.8兆円ずつ発現すると仮定。

(注2) 所得税は2.1%増税を2013年1月からと仮定。増税期間は25年。

(注3) 個人住民税は1人当たり1,000円の増税を2014年6月からと仮定。

(注4) 退職課税の10%税額控除廃止を2013年1月から実施すると仮定。

(注5) 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。2012年度からと仮定。

(注6) 試算は内閣府短期モデルを基に行った。

(注7) 2012年11月15日時点で得られた情報を基に作成している。

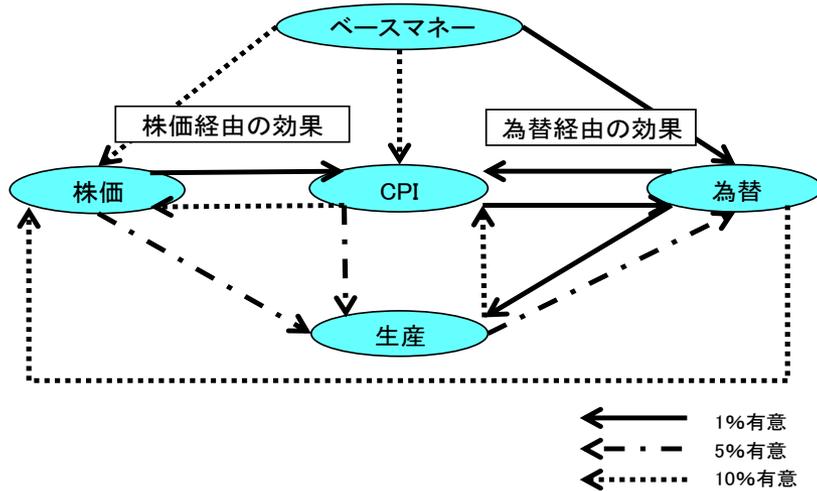
(出所) 内閣府、報道発表より大和総研作成

## 好材料③: 日銀の追加金融緩和

- 市場とのコミュニケーション能力向上
- 外債の購入
- リスク資産 (ETF等)の購入増
- インフレの「めど (goal)」を前年比+1%から同  
+2%へと引き上げ
- インフレターゲット政策
- インフレの「めど (goal)」を「目標 (target)」に変更

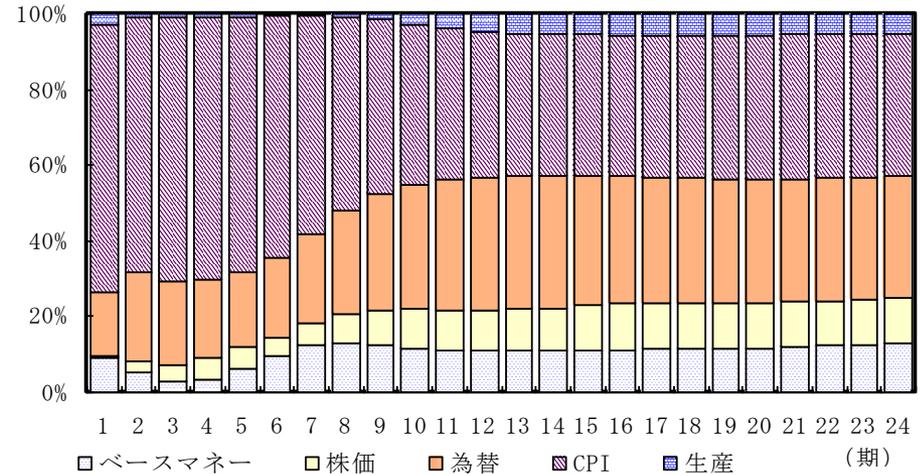
# 日銀が株価・為替に働きかけることが重要

## 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

## CPIの分散分解



(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

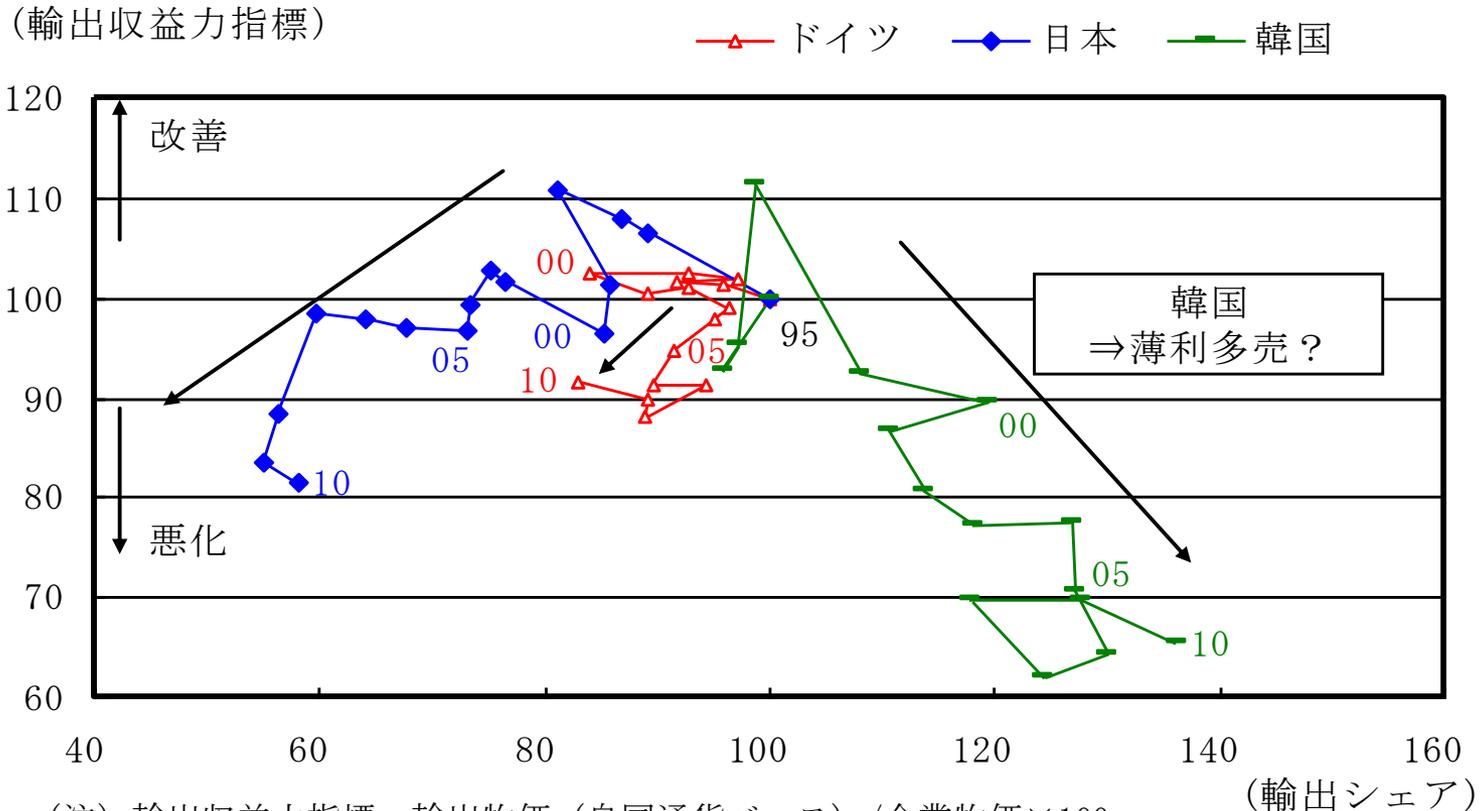
## モデルの詳細

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 株価 為替 生産 CPI マネタリーベース平均残高. 準備率調整後. 季節調整済み 日経平均株価. 東証225種. 月中平均 外国為替相場実効為替レート. 2010年基準. 名目(BIS方式) 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 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)



(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。

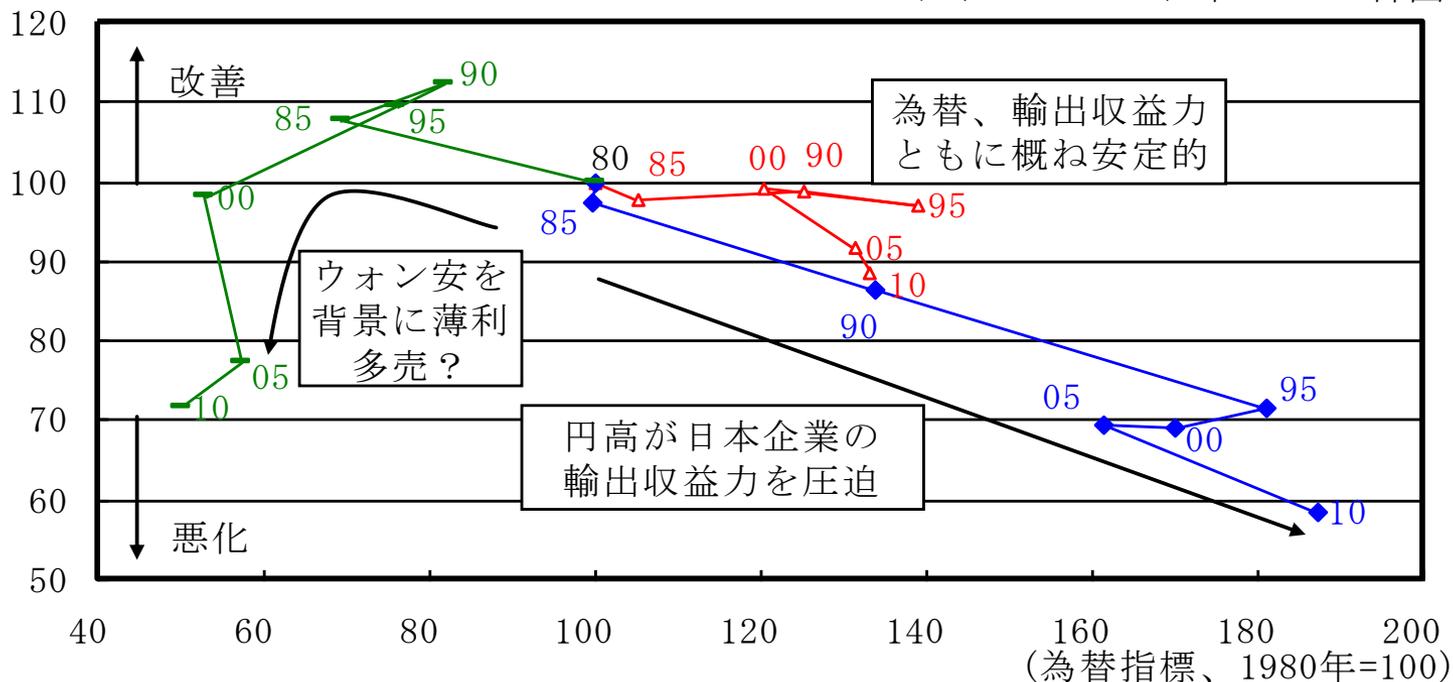
(出所) 日本銀行、韓国銀行、RIETI-TID、Statistisches Bundesamt統計より大和総研作成

# 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。

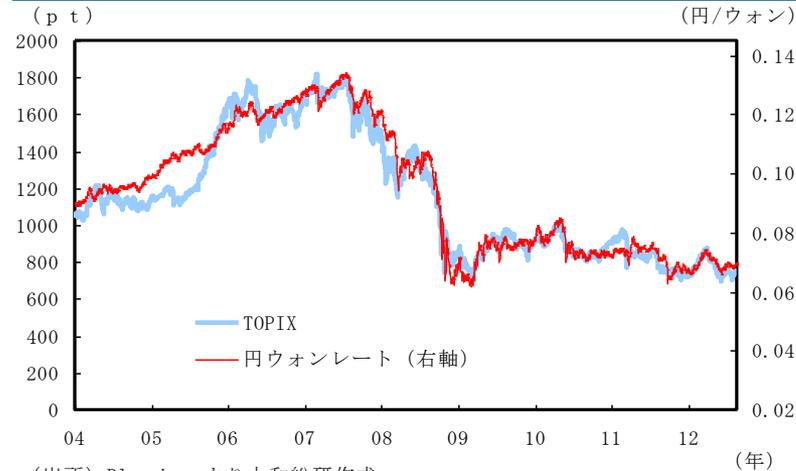
為替指標 = 輸出物価 (契約通貨ベース) / 輸出物価 (自国通貨ベース) × 100。

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

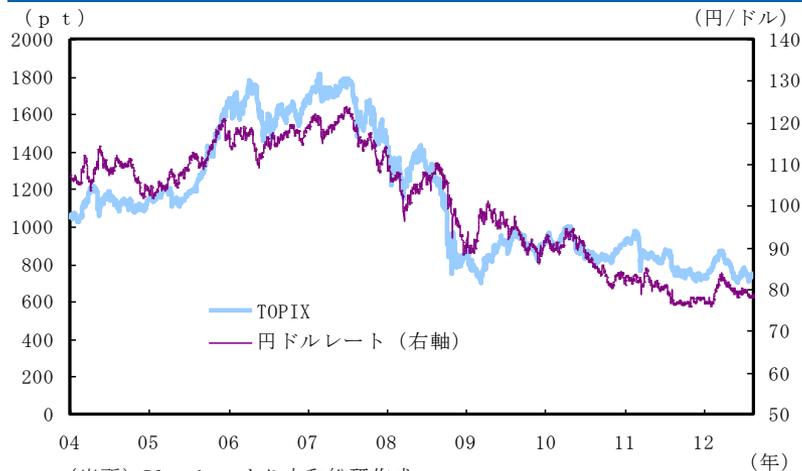
# わが国の株式市場は円ウォンレートを注視

TOPIXと円ウォンレート（日次）



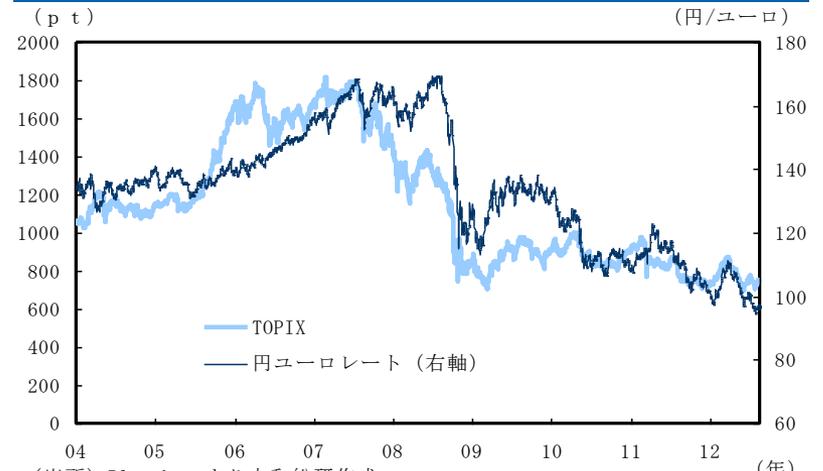
(出所) Bloombergより大和総研作成

TOPIXと円ドルレート（日次）



(出所) Bloombergより大和総研作成

TOPIXと円ユーロレート（日次）



(出所) Bloombergより大和総研作成

# 円高に対する「3つの防波堤」

## I. 円高に歯止めをかける

— 日銀の金融緩和。財務省の円売り介入等

## II. 円高抵抗力を高める

— サプライサイド政策を中核に据えた「成長戦略」の推進  
(法人税減税、TPPへの参加、科学技術の振興等)

## III. 円高を逆手にとった積極策

— 「円の国際化」

— 資源・レアアースの権益確保、海外企業買収積極化 等

◎熊谷亮丸著『日経プレミアシリーズ：消費税が日本を救う』

熊谷亮丸  
消費税が日本を救う

なぜ上げなくては  
ならないの？

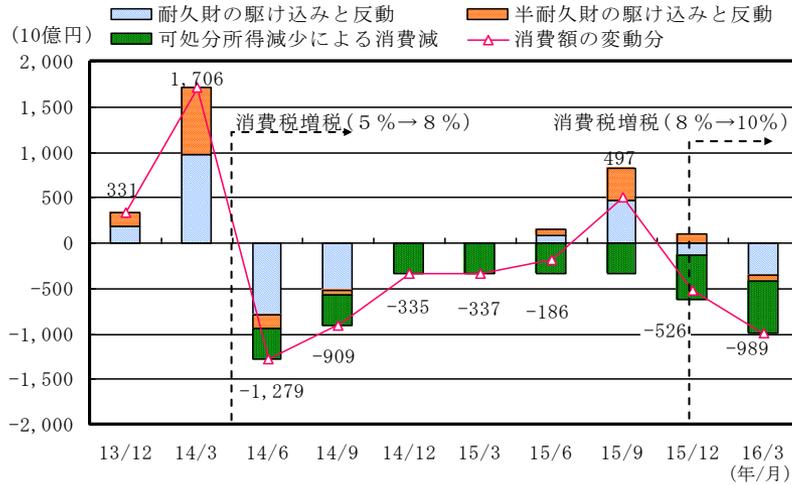
景気への影響は？ 逆進性の問題は？  
社会保障制度改革と財政再建の道筋は？  
国民の疑問にWBSレギュラーコメンテーターの  
トップエコノミストが答えます。

日経プレミアシリーズ 定価 本体890円+税



# 消費税増税の影響に関する試算

## 消費税増税の実質民間消費への影響



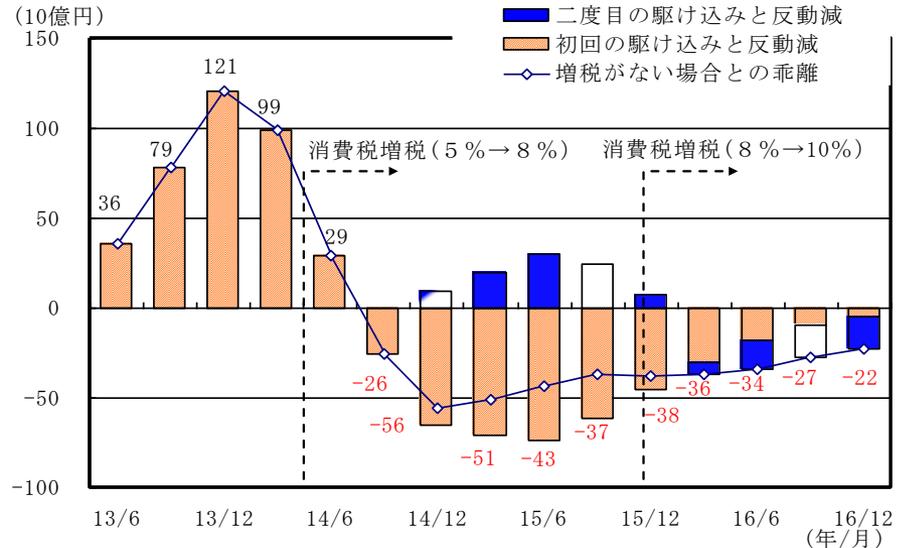
(注1) 以下の推計式と、1997年の消費税率引き上げ時の消費額の変化を元に推計した。  
 なお、2014年4月に8%、2015年10月に10%に消費税率を引き上げ、  
 消費税1%増税で2.5兆円民間所得が減少すると仮定している。

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

すべての説明変数が1%有意である。

(出所) 内閣府統計等より大和総研作成

## 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

## 消費税増税の影響 (%)

	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	0.92	-0.86	-0.71
実質民間消費	0.73	-1.06	-0.44
実質民間設備投資	0.00	-0.24	-1.04
実質民間住宅	19.95	-8.40	-13.11

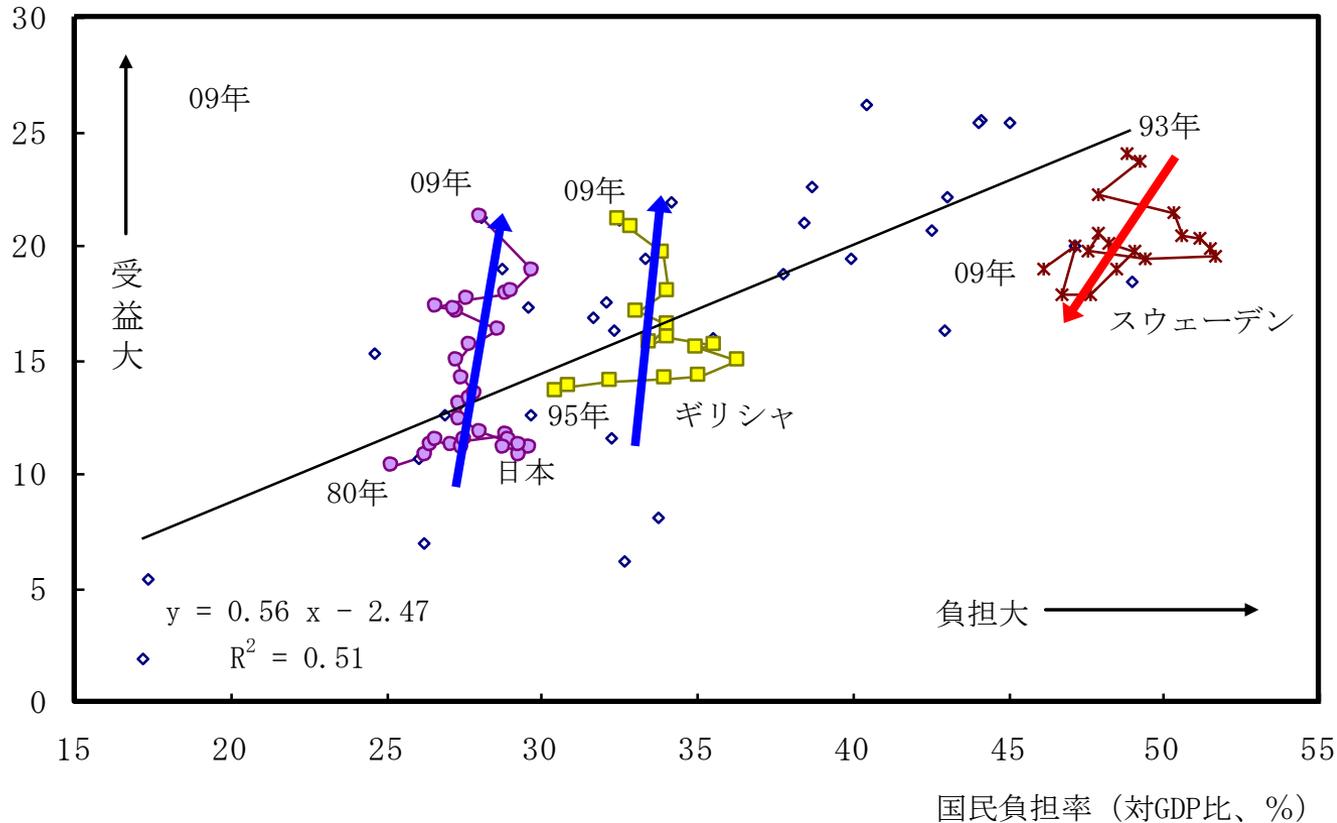
(注) 増税がないケースからの乖離幅。

(出所) 各種資料より大和総研作成

# 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、%）



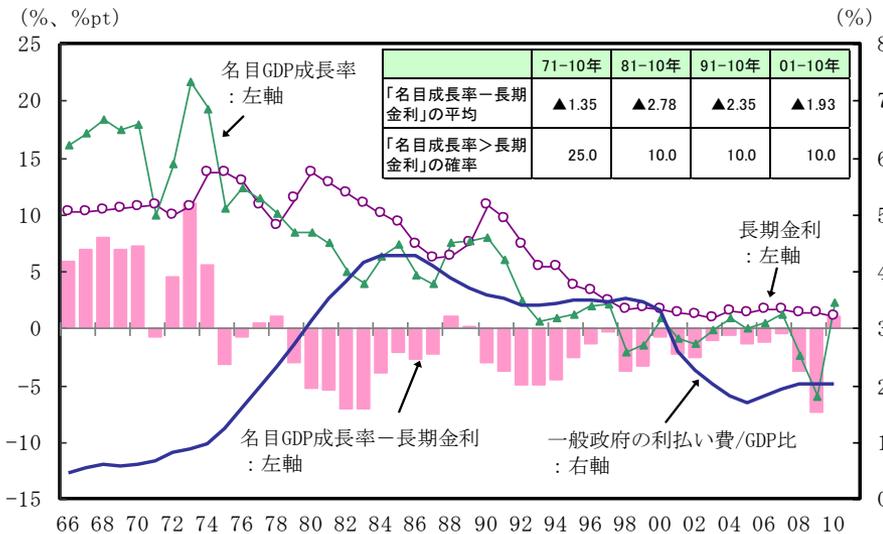
（注）日本の推移は80年、ギリシャは95年、スウェーデンは93年から09年まで。

（出所）OECD統計より大和総研作成

# 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

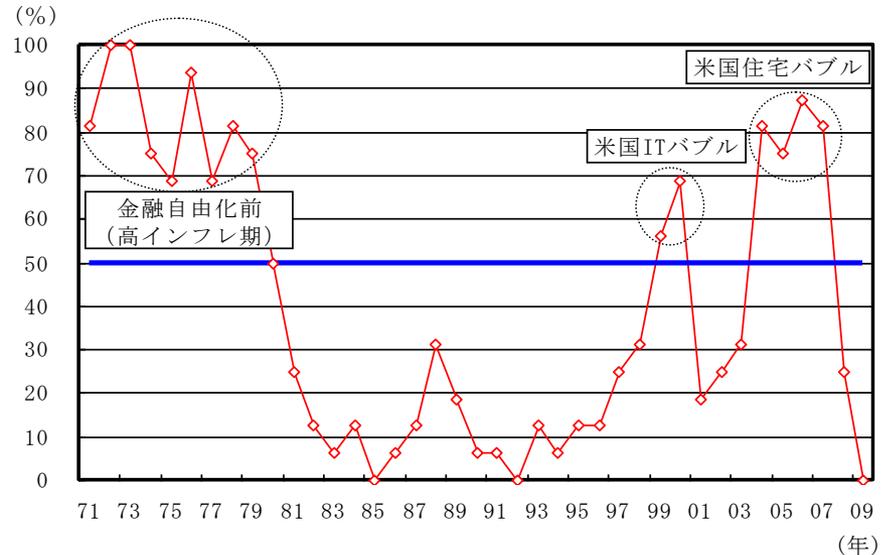
日本の名目GDP成長率、長期金利、利払い費



(注) 利払い費対GDP比は年度、その他は暦年。  
(出所) 内閣府、IMF統計より大和総研作成

(年)

OECD主要国でドーマー条件を満たす国の割合



(注) 利子率は10年債利回りを用了。

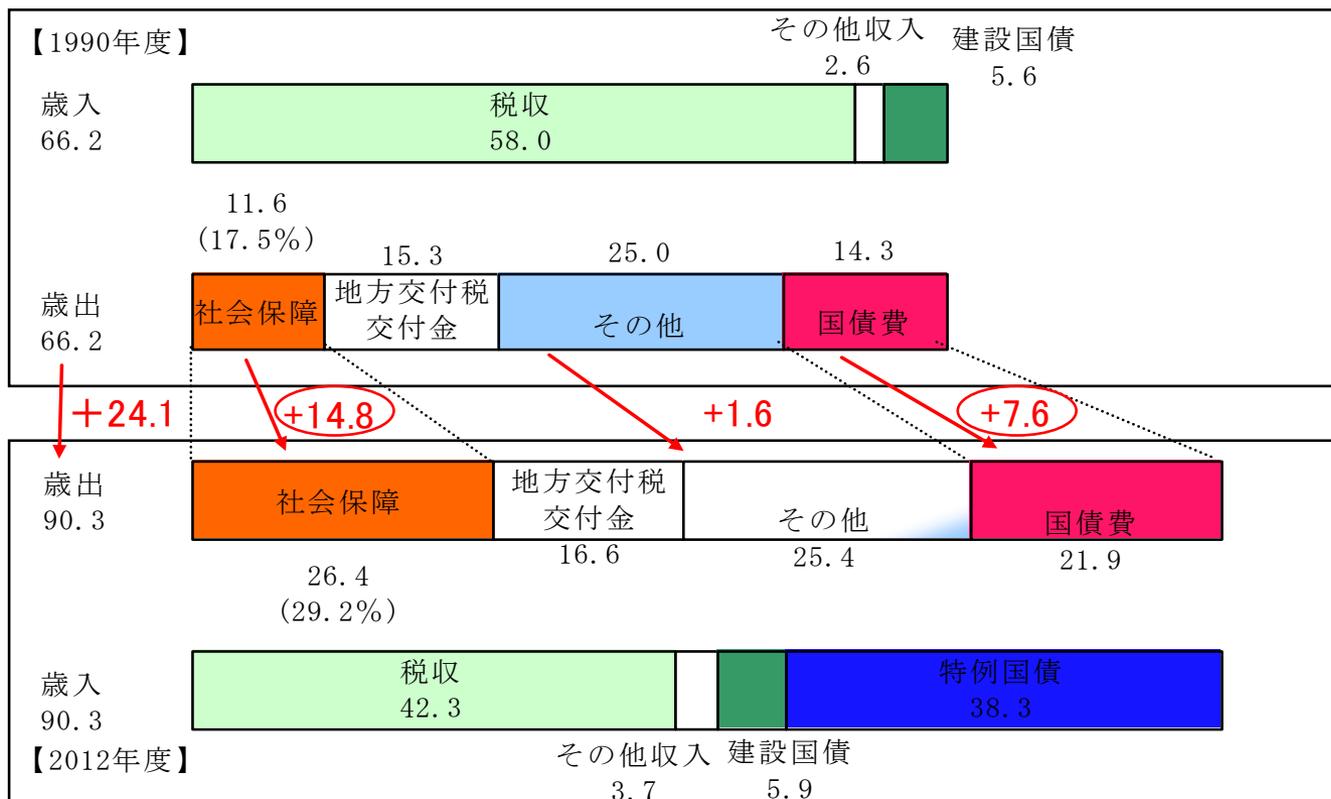
(注2) 1971年から利子率、名目成長率のデータが入手可能であった以下の16カ国を対象として集計した。  
オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、日本、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、イギリス、アメリカ

(出所) OECD、IMF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 (%)

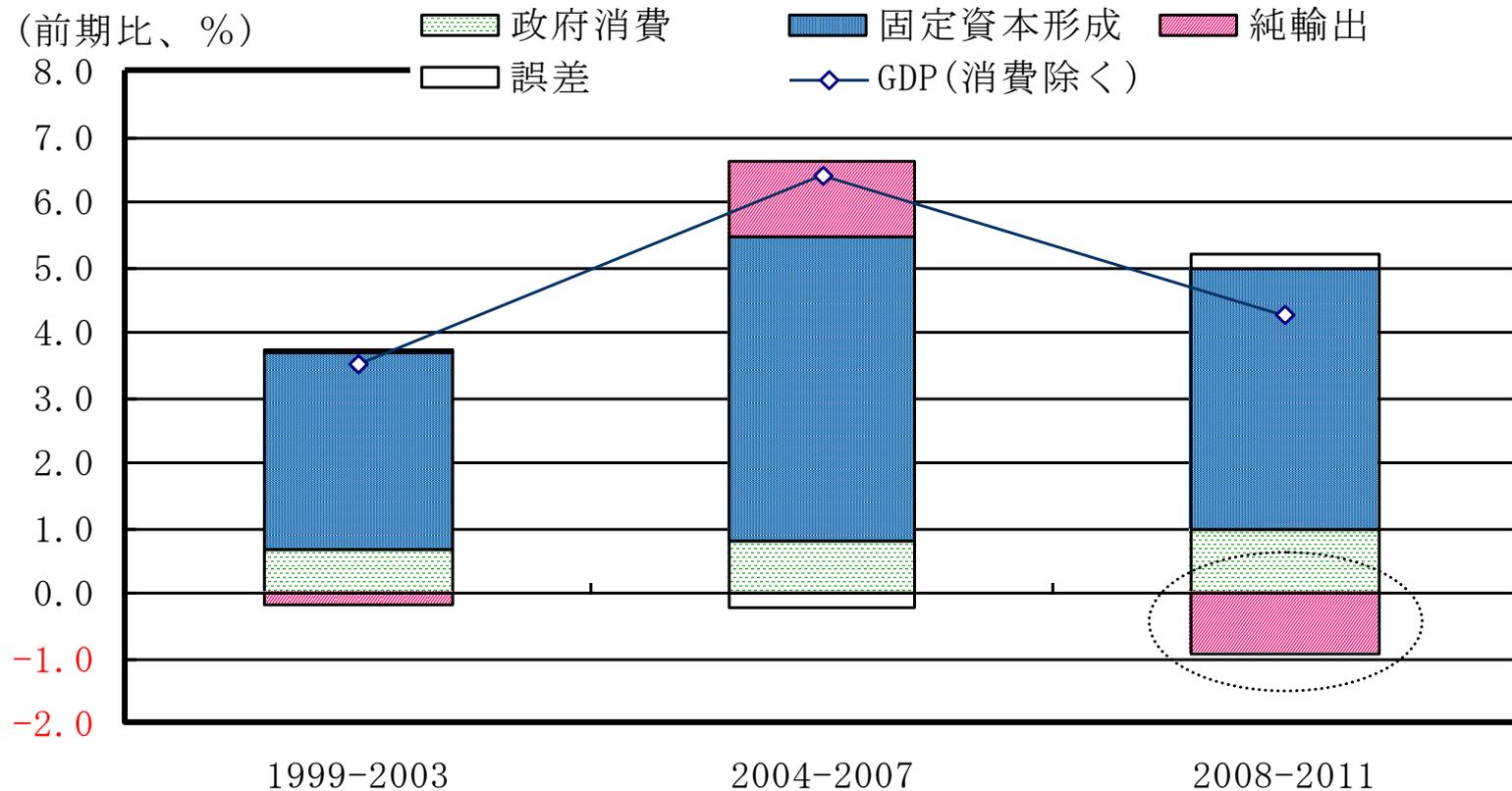
シナリオ	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	
名目成長率	+3.0%	+2.0%	+1.5%	+1.0%	+0.0%	▲1.1%	▲2.2%	
実質成長率	+2.0%	+2.0%	+1.0%	+1.3%	+0.6%	▲0.1%	▲0.7%	
社会保障費の伸び率	+4%	-3.0	-3.4	-4.1	-4.2	-4.9	-5.8	-6.6
	+3%	-2.6	-2.9	-3.6	-3.6	-4.4	-5.2	-6.0
	+2%	-2.1	-2.5	-3.1	-3.2	-3.9	-4.7	-5.4
	+1%	-1.7	-2.0	-2.7	-2.7	-3.4	-4.2	-4.9
	+0%	-1.3	-1.6	-2.2	-2.2	-2.9	-3.7	-4.4
	▲1%	-0.9	-1.2	-1.8	-1.8	-2.5	-3.2	-3.9
	▲2%	-0.5	-0.8	-1.4	-1.4	-2.0	-2.7	-3.4
	▲3%	-0.1	-0.4	-1.0	-1.0	-1.6	-2.3	-2.9
	▲4%	0.2	-0.0	-0.6	-0.6	-1.2	-1.8	-2.5

(注) 消費税率を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

# 先進国の内需低迷が新興国に波及

## BRICsの合成実質GDPの推移（消費を除く）



(注) 2000年のPPPベースのGDPを元にBRICsのGDPを合成した。

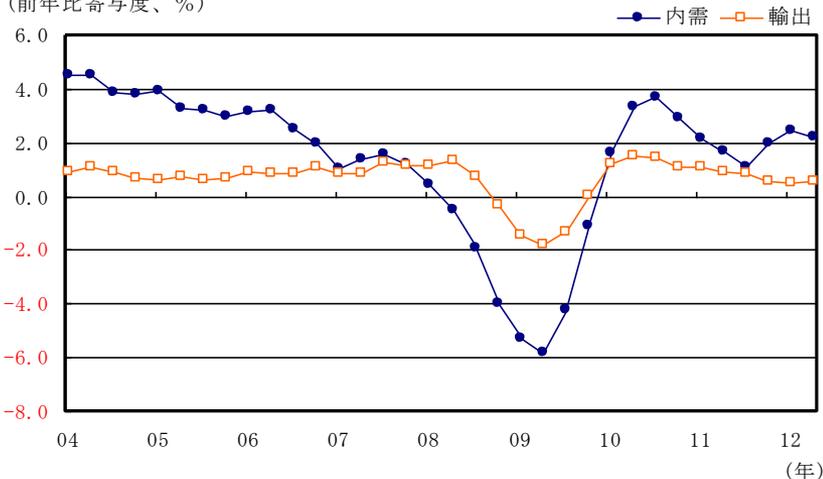
(出所) IMF、中国国家统计局、IBGE、GKS、CSO、Haver Analyticsより大和総研作成

(年)

# 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

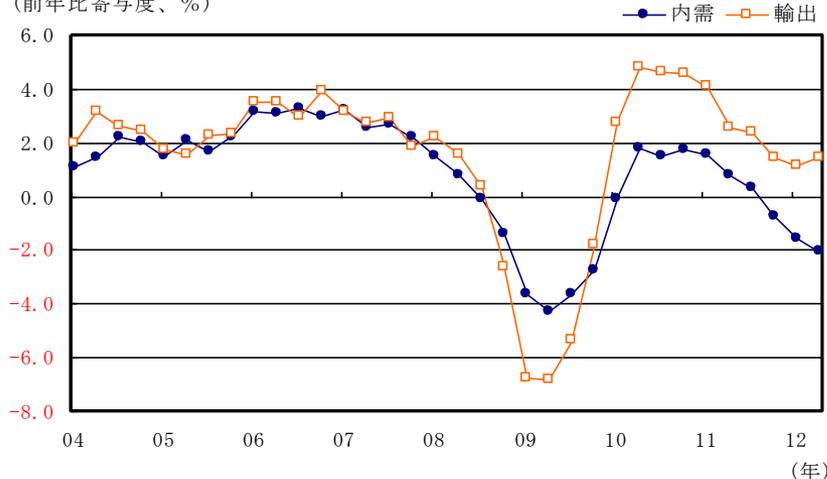
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## EUの内需と輸出

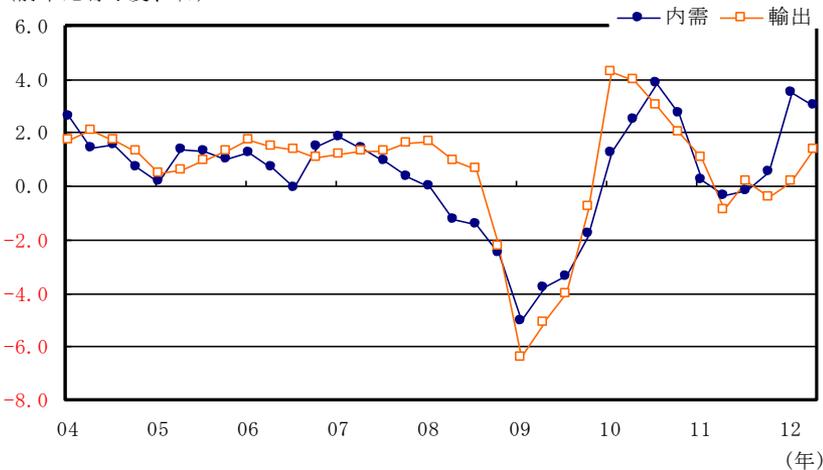
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## 日本の内需と輸出

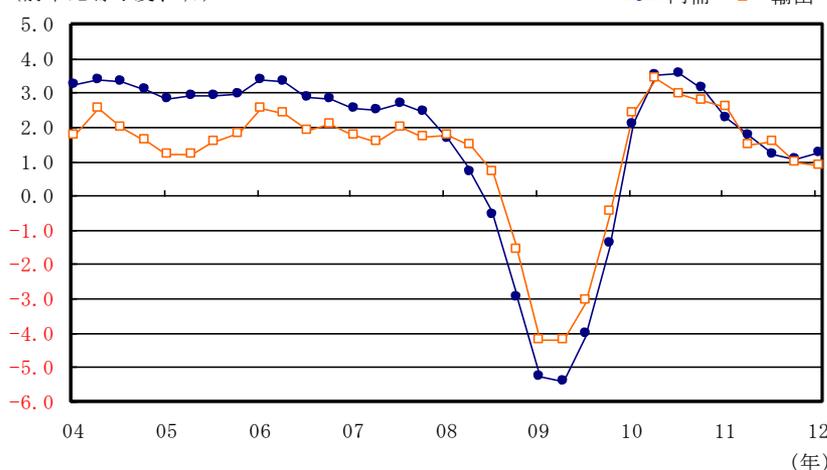
(前年比寄与度、%)



(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、%)

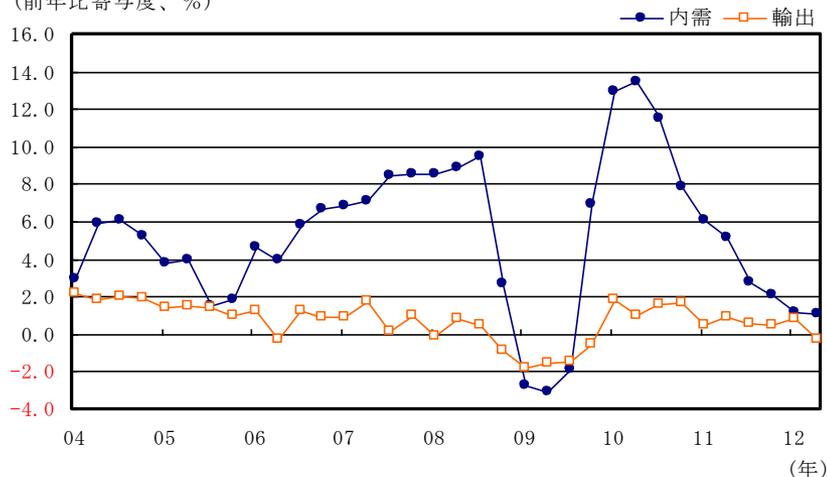


(出所) OECD統計より大和総研作成

# 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

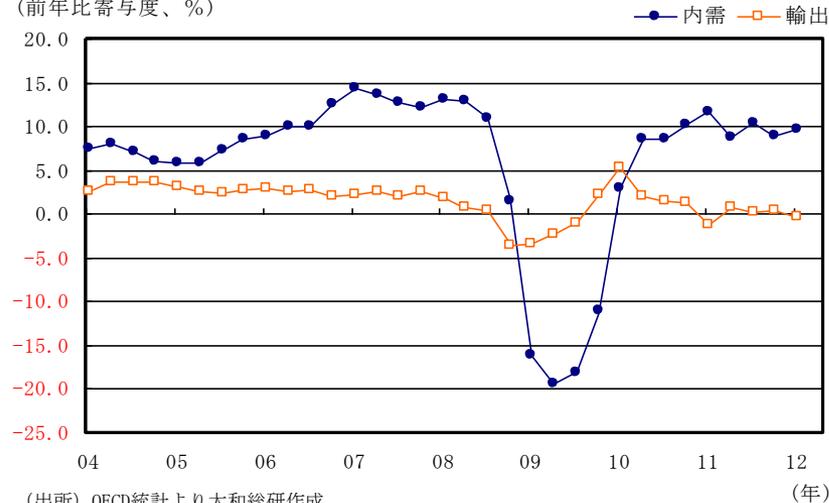
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## ロシアの内需と輸出

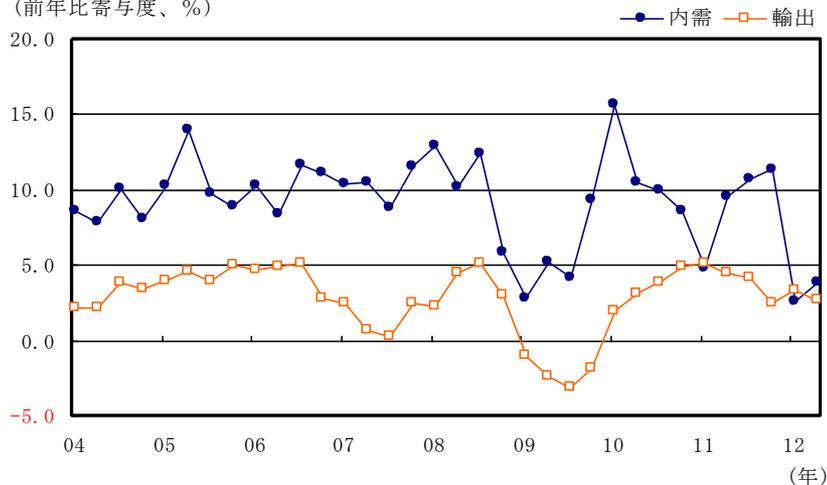
(前年比寄与度、%)



(出所) OECD統計より大和総研作成

## インドの内需と輸出

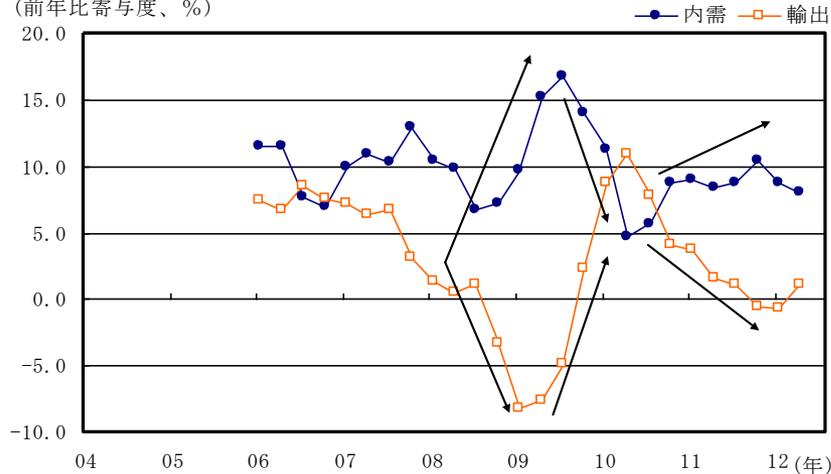
(前年比寄与度、%)



(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、%)

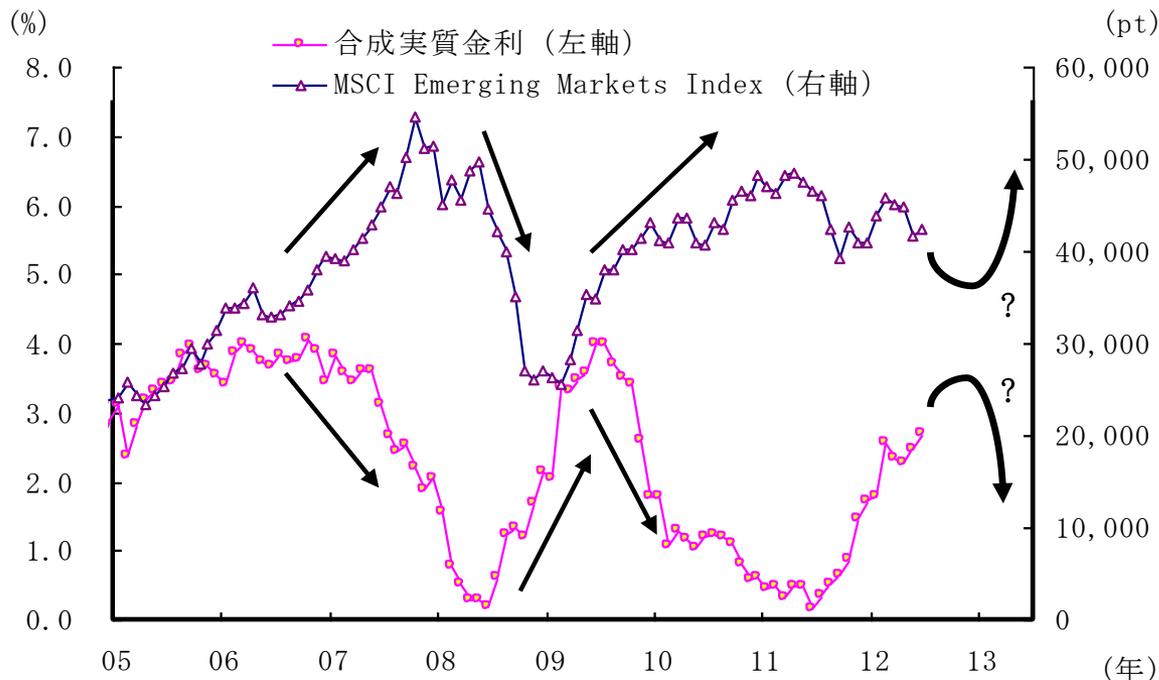


(注) 中国の内需の値は、実質GDPとIMFのBalance of Payments等を用いて大和総研作成。

(出所) OECD、IMF統計より大和総研作成

# 新興国では利下げが株価を下支え？

MSCI Emerging Markets Indexと新興国の合成実質金利の推移



(注1) MSCI Emerging Markets Index は新興国の自国通貨ベース。

(注2) 合成実質金利の構成国は、ブラジル、ロシア、インド、中国、香港、インドネシア、韓国、シンガポール、タイ。

(注3) 合成実質金利はCPIまたはWPIで実質化した政策金利に実質GDPに基づくウェイトをかけて算出。

(注4) ブラジル、韓国、台湾、タイについては各国の定義によるコアCPIを使用し、ロシア、中国、香港、インドネシア、シンガポールについてはヘッドラインCPI、インドについてはヘッドラインWPIを使用した。

(出所) MSCI、Haver Analyticsより大和総研作成

# 世界経済・日本経済のシミュレーション

先進国の内需ショック、新興国の政策が世界、日本のGDPに与える影響

ベースケースからの乖離幅		先進国の内需ショック			
		ベースシナリオ	欧州の内需：▲1.4% (金融危機の拡大)	米国の内需：▲2.2% (財政の崖)	欧州：▲1.4% 米国：▲2.2%
新興国の政策 対応	ベースシナリオ	世界GDP: +0.0% 日本GDP: +0.0%	世界GDP: ▲0.5% 日本GDP: ▲0.5%	世界GDP: ▲0.8% 日本GDP: ▲1.2%	世界GDP: ▲1.2% 日本GDP: ▲1.7%
	財政支出+5% (対名目GDP比)	世界GDP: +0.3% 日本GDP: +0.5%	世界GDP: ▲0.1% 日本GDP: ▲0.0%	世界GDP: ▲0.5% 日本GDP: ▲0.7%	世界GDP: ▲0.9% 日本GDP: ▲1.2%
	政策金利 ▲2%	世界GDP: +0.2% 日本GDP: +0.4%	世界GDP: ▲0.3% 日本GDP: ▲0.1%	世界GDP: ▲0.6% 日本GDP: ▲0.8%	世界GDP: ▲1.1% 日本GDP: ▲1.3%
	政策金利 ▲2% 財政支出+5% (対名目GDP比)	世界GDP: +0.5% 日本GDP: +0.9%	世界GDP: +0.0% 日本GDP: +0.4%	世界GDP: ▲0.3% 日本GDP: ▲0.3%	世界GDP: ▲0.7% 日本GDP: ▲0.8%

(注1) 政策金利には、物価上昇率を差し引いた実質金利を使用している。

(注2) 欧州の金融危機による内需の減少幅は、IMFのGFSR(2012年10月)をもとに想定している。

(注3) 米国の財政の崖による内需の減少幅は、CBOの見通しの数字をもとに想定している。

(出所) 各種統計より大和総研作成

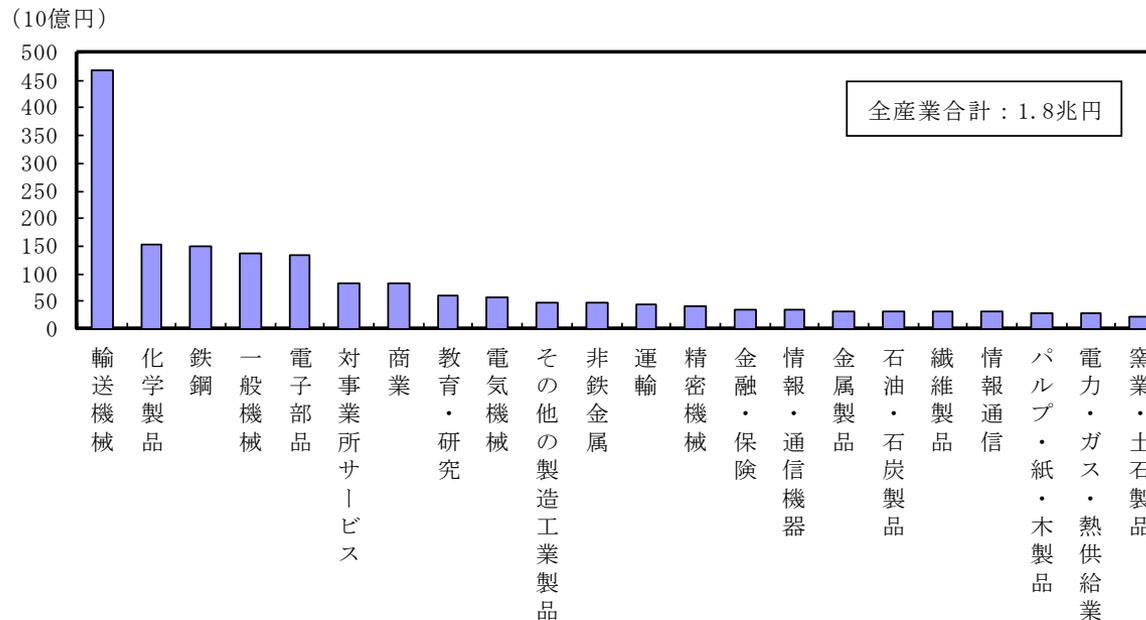
# 日中関係の悪化が日本経済に与える影響

①対中国輸出	②中国現地法人	③訪日中国人観光客
年間輸出額 約12兆円 (シェア19%)	年間売上高 約20兆円 (シェア5%)	年間訪日者数 約141万人 (シェア16%)
→半年 低迷 国内生産：-1.8兆円 GDP：-6,200億円	→1年間 1割減 売上高：-2.0兆円 経常利益：-1,440億円	→1年間 4割減 国内生産：-1,850億円 GDP：-940億円

(注) ②の中国現地法人は製造業。シェアは国内製造業の売上高に対する比率。

(出所) 財務省、総務省、経済産業省、日本政府観光局統計等より大和総研作成

## 中国向け輸出が半年低迷した場合の各産業への影響



(注) 中国向け輸出が2012年10月から6ヶ月間下振れした際の各産業の生産の減少額。

自動車では4割、自動車部品では3割、それ以外の品目では1割、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

(出所) 財務省、総務省統計より大和総研作成

# 中国向け輸出減少による影響

## 日中関係の悪化による輸出の減少がGDPに与える影響 シナリオ分析

		シナリオ1	シナリオ2	シナリオ3
中国向け輸出減少によるGDPの押し下げ額	2012年度（億円）	3,727	5,404	9,216
	（対GDP比、%）	(0.08)	(0.11)	(0.20)
	2013年度（億円）	0	839	10,317
	（対GDP比、%）	(0.00)	(0.02)	(0.22)
うち自動車・自動車部品による影響	2012年度（億円）	1,299	1,871	2,366
	（対GDP比、%）	(0.03)	(0.04)	(0.05)
	2013年度（億円）	0	286	2,578
	（対GDP比、%）	(0.00)	(0.01)	(0.05)

シナリオ1：中国向け輸出が2012年10月から3ヶ月間下振れすると想定したケース。

自動車では4割、自動車部品では3割、それ以外の品目では1割、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

シナリオ2：中国向け輸出が2012年10月から6ヶ月間落ち込むと想定したケース。

各品目の落ち込み幅はシナリオ1と同様。

シナリオ3：中国向け輸出が2012年10月から12ヶ月間落ち込むと想定したケース。

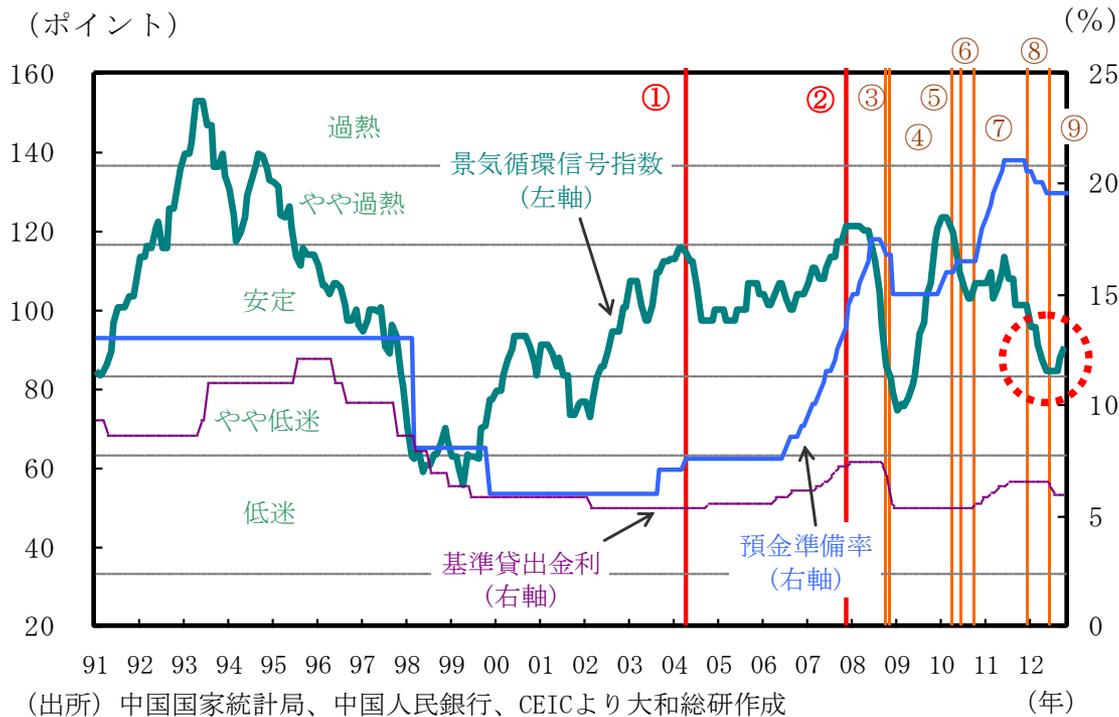
自動車では5割、自動車部品では4割、それ以外の品目では2割、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

(注) 対GDP比は、2011年度の名目GDPに対する比率。

(出所) 財務省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

# 中国：景気循環信号指数の動向

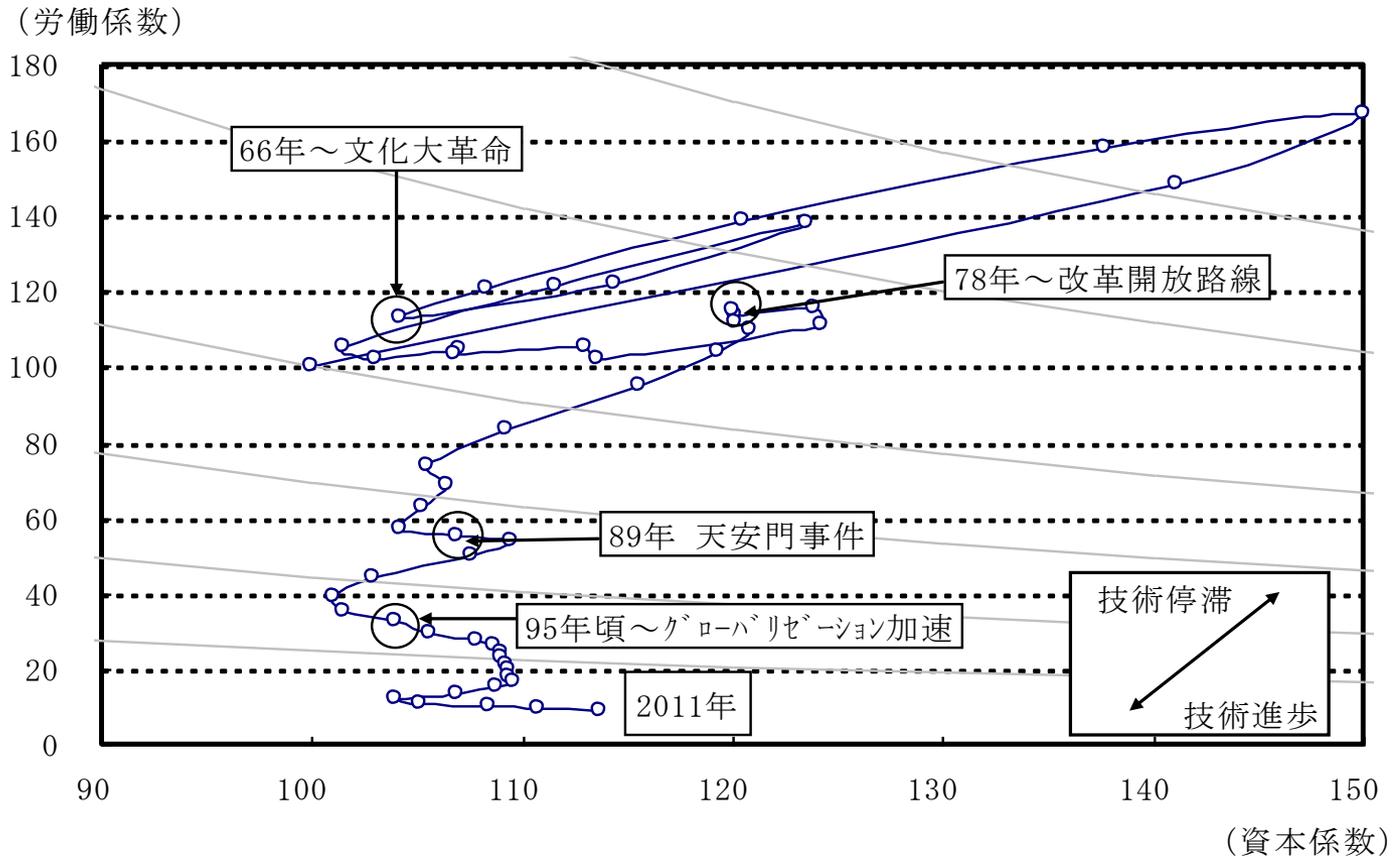
## 中国：景気循環信号指数



- 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

# 近年、中国の技術レベルは停滞

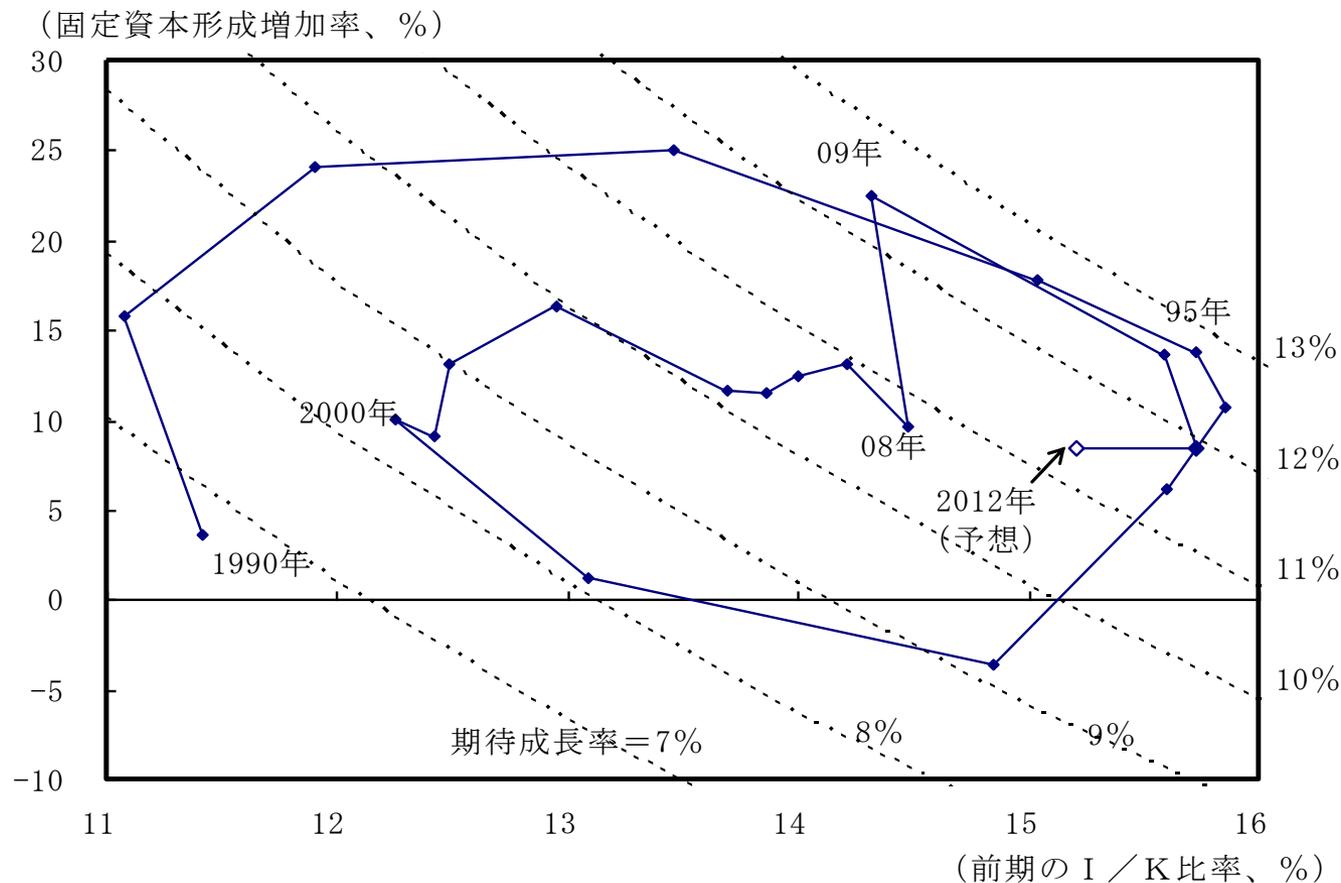
## 中国：労働係数と資本係数の推移



(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：資本ストックの過剰問題

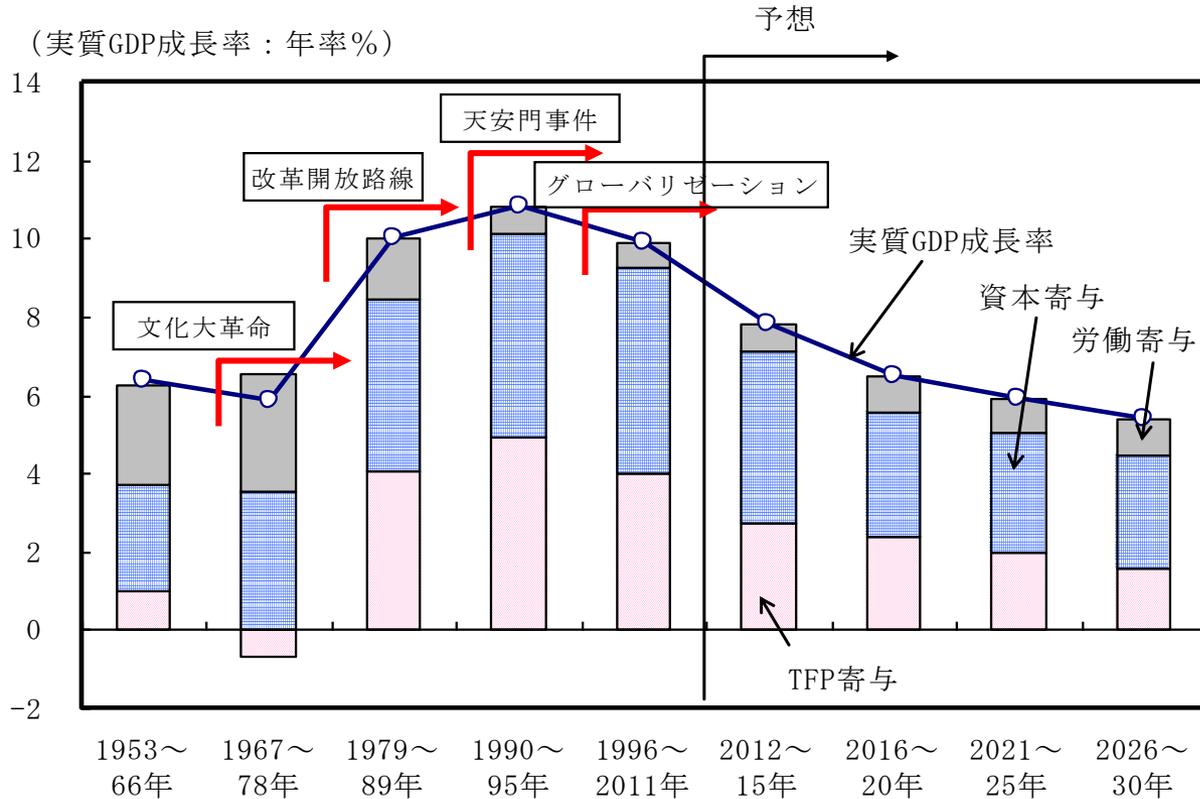
## 中国 資本ストック循環図



(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

# 中国の潜在成長率は低下へ？

## 中国：実質GDP成長率の要因分解

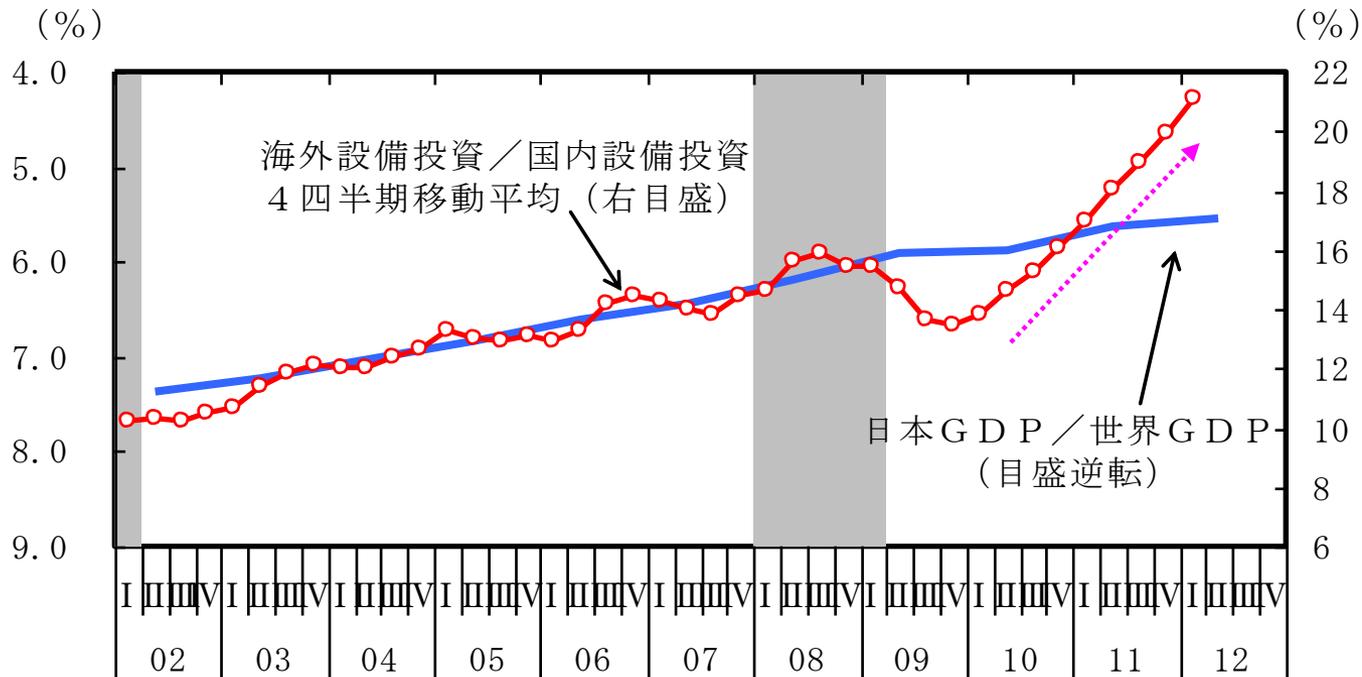


(注) 1966年：文化大革命、1978年：改革・開放路線開始、1989年：天安門事件。

(出所) CEIC Database、世界銀行資料等より大和総研作成

# わが国では「空洞化」が加速

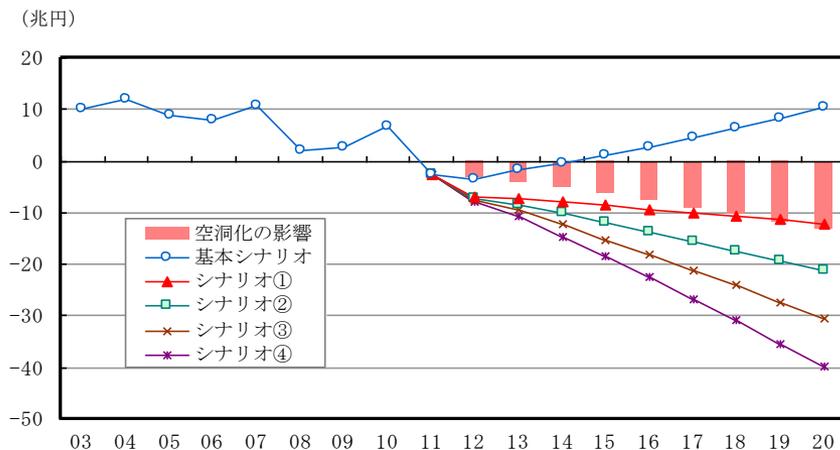
## 海外設備投資比率（製造業）



- (注1) GDP比はPPPベース。2011年以降はIMFの予測。  
 (注2) シャドローは景気後退局面。  
 (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

# 貿易収支・経常収支のシミュレーション:「空洞化」シナリオ

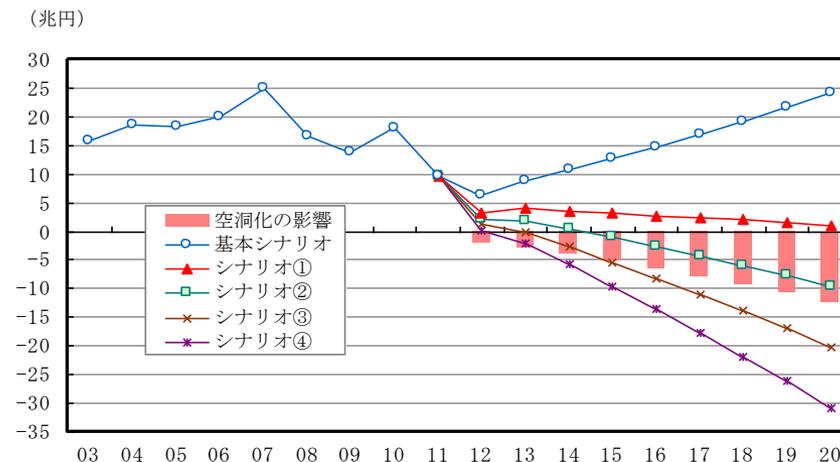
貿易収支見通し：空洞化の影響を加味したイメージ図



(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。

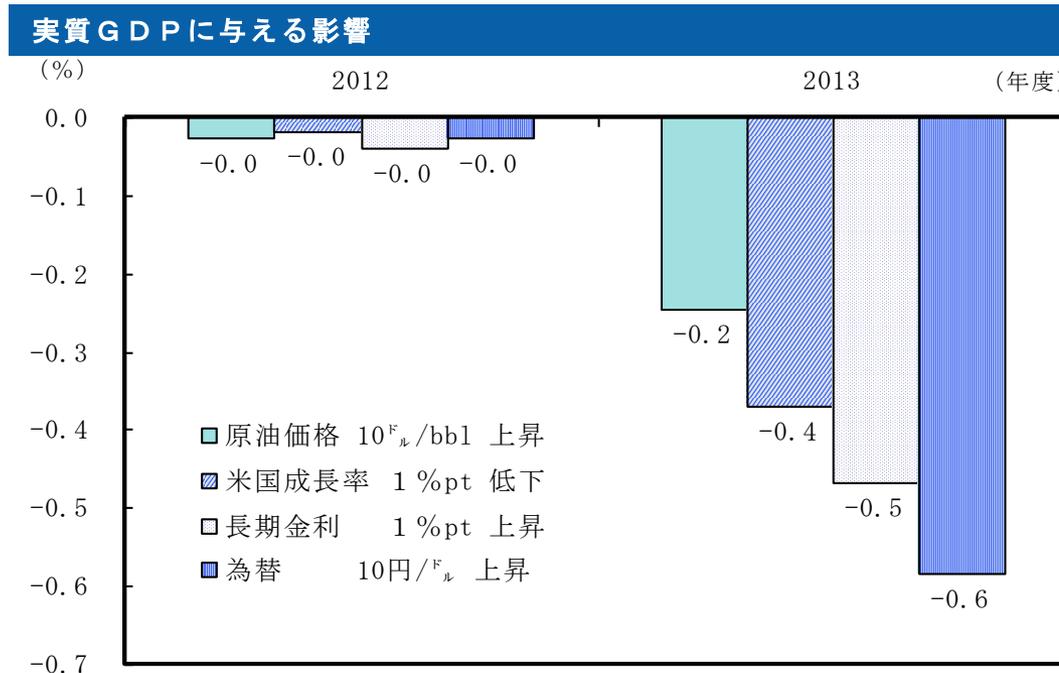
(出所) 各種統計より大和総研作成

## 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

# 日本経済が抱える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約▲0.1% ~ ▲0.4% (約5,000億円~2兆円)
- ③ 米国の「財政の崖」→実質GDP▲0.8% ~ 1.2% (4~5兆円)
- 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

# グローバルな財政引き締め政策の影響

GDP比1%の財政支出を削減した場合の各国・地域のGDP水準への影響

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
米国での削減	米国	-0.9	-1.0	-0.6	0.0	0.5
	日本	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1
	ユーロ圏	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
	OECD全体	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2
	OECD非加盟国	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1
	世界	-0.4	-0.4	-0.3	0.0	0.2

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
日本での削減	米国	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
	日本	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7
	ユーロ圏	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
	OECD全体	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
	OECD非加盟国	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	世界	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
ユーロ圏での削減	米国	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1
	日本	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
	ユーロ圏	-0.8	-0.8	-0.5	-0.3	-0.1
	OECD全体	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
	OECD非加盟国	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
	世界	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0

(出所) OECD "The OECD's New Global Model"より大和総研作成

# 原発停止の影響に関するシミュレーション

電力料金の 値上げ率	電力需要		鉱工業生産		実質GDP	
	楽観 シナリオ	悲観 シナリオ	楽観 シナリオ	悲観 シナリオ	楽観 シナリオ	悲観 シナリオ
<ケース1> +20%	▲2.4% ~ ▲5.0%		▲2.3% ~ ▲4.7%		▲0.7% ~ ▲1.4%	
<ケース2> +15%	▲1.8% ~ ▲3.8%		▲1.7% ~ ▲3.5%		▲0.5% ~ ▲1.1%	
<ケース3> +10%	▲1.2% ~ ▲2.5%		▲1.1% ~ ▲2.4%		▲0.3% ~ ▲0.7%	
<ケース4> +5%	▲0.6% ~ ▲1.3%		▲0.6% ~ ▲1.2%		▲0.2% ~ ▲0.4%	

(注) 電力料金と電力需要の弾性値は楽観シナリオが▲0.12、悲観シナリオが▲0.25。

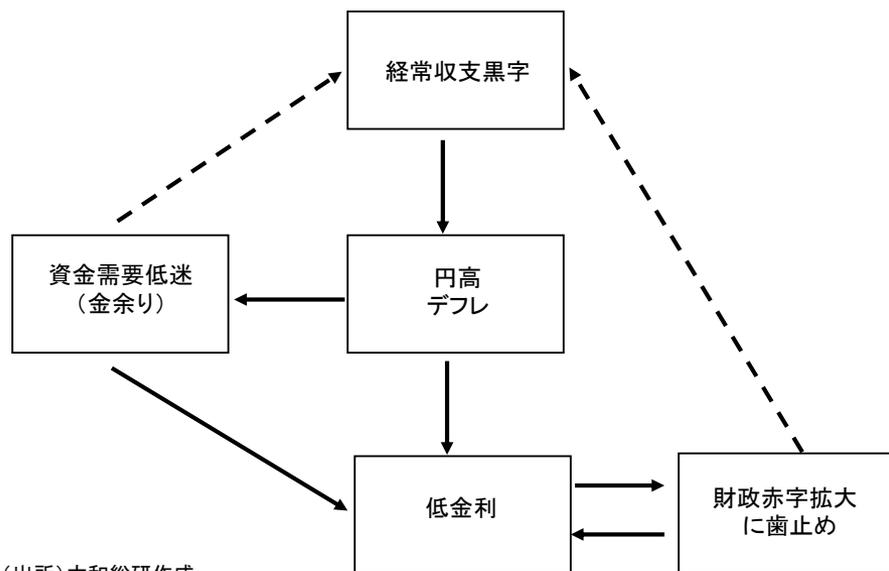
電力需要と生産の弾性値は0.94、生産と実質GDPの弾性値は0.30。

弾性値は全て大和総研推計。

(出所) 大和総研作成

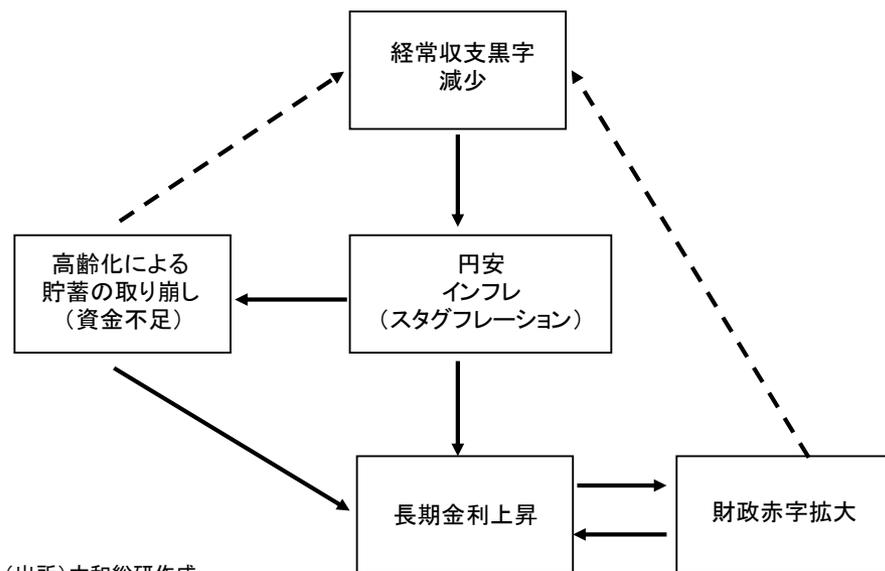
# 日本経済を取り巻く環境の変化(概念図)

## 現状までの日本の経済・金融環境



(出所)大和総研作成

## 将来的に予想される日本の経済・金融環境



(出所)大和総研作成

「茹で蛙」構造？ ⇒「ハードランディング」？

# 安倍新政権に期待される経済政策

## 【総論】

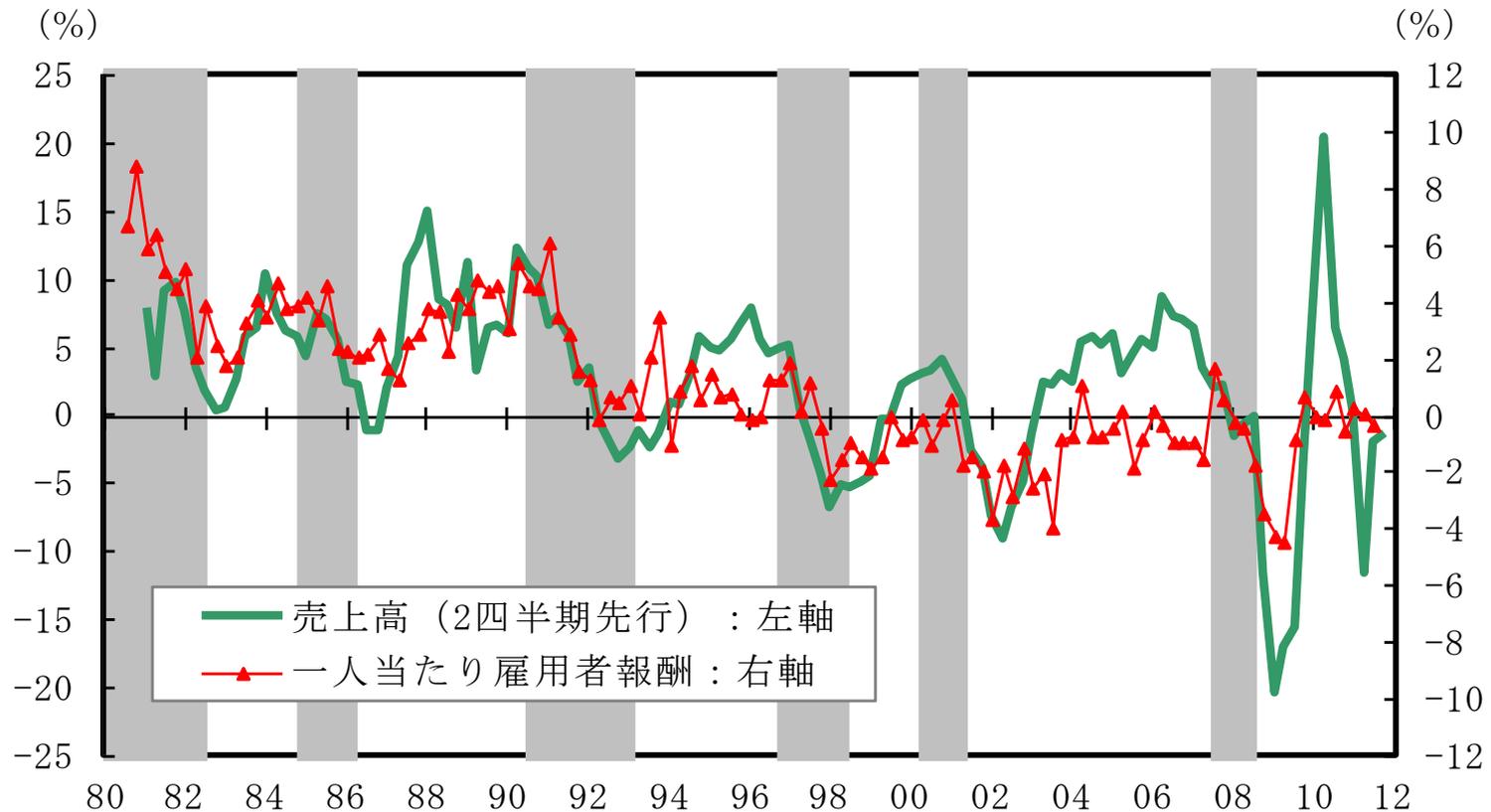
- ◎ 強固なビジョン(国家観・哲学)に基づいた体系性のある政策を行う
- マクロ経済の基本シナリオ、中長期的な財政シナリオ、経済政策の工程表等を提示

## 【各論】

- ① 中長期的な財政規律の維持(消費税引き上げ)
  - 歳入改革が鍵: わが国の財政赤字の主因は歳入(税収)が過少なことにある
  - 現状: 「中福祉・低負担」→ 今後: 社会保障制度を充実させ国民の将来不安を除去 + 受益に見合った負担
  - 特に、社会保障制度改革は、「超党派」の議論が不可欠
- ② 内需やディマンドサイドを過度に重視するのではなく、外需やサプライサイドにも目配りしたバランスのとれた経済政策を行う
  - 自由貿易の推進、規制緩和、科学技術の振興等を中核とするサプライサイド政策が鍵
  - 政府が「アンチビジネス」ではなく「プロビジネス」の姿勢を鮮明化することが最大の景気対策
    - cf. 「追い出し5点セット」: 円高、EPA等の遅れ、環境規制、労働規制、高い法人税
- ③ 政府・日銀がより一層、緊密に連携して円高・デフレを阻止

# 雇用者報酬の改善には、売上高の増加が必要

## 日本企業の売上高と一人当たり雇用者報酬（前年比）



(注1) シャドーは景気後退期。

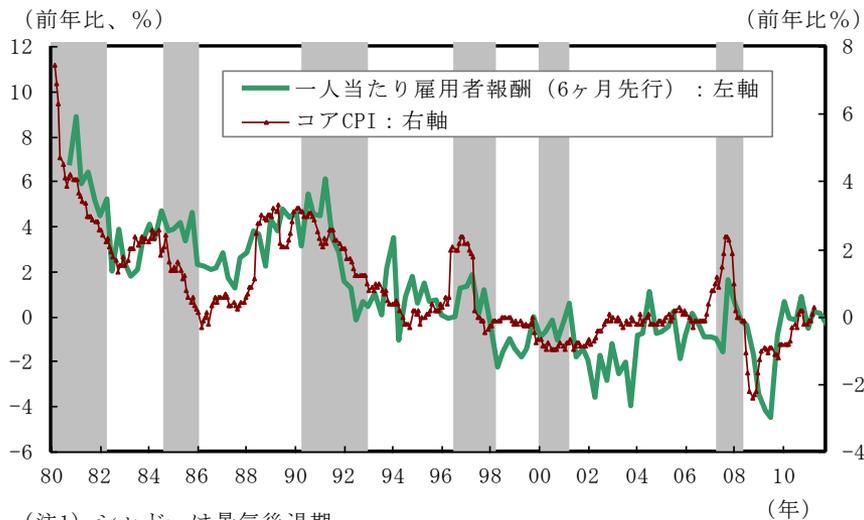
(注2) 売上高は金融・保険を除く全産業ベース。

(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

(年)

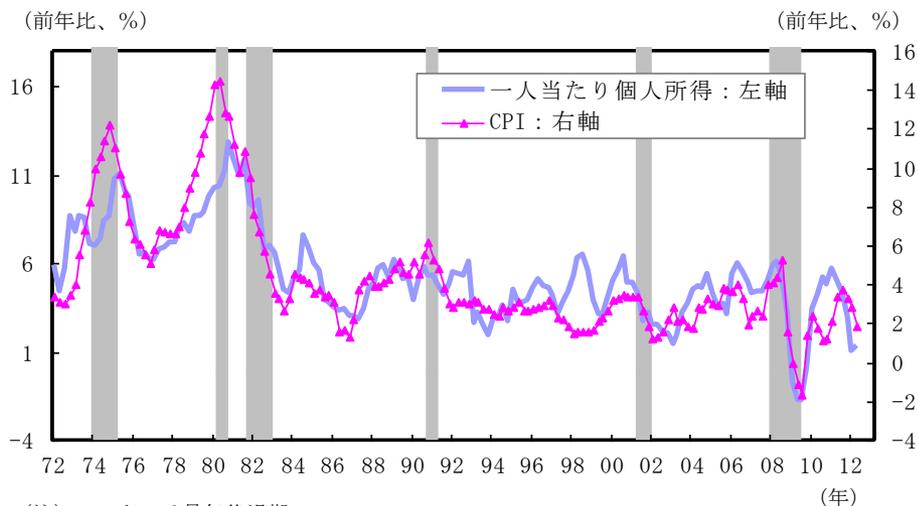
# 日米の雇用者所得とインフレの先行関係

日本の一人当たり雇用者報酬とコアCPI



(注1) シャドーは景気後退期。  
(注2) コアCPIは生鮮食品を除く総合。  
(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

一人当たり個人所得とCPI : 米国



(注) シャドーは景気後退期。  
(出所) 米国BEA、米国BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

# 経済政策の全体像

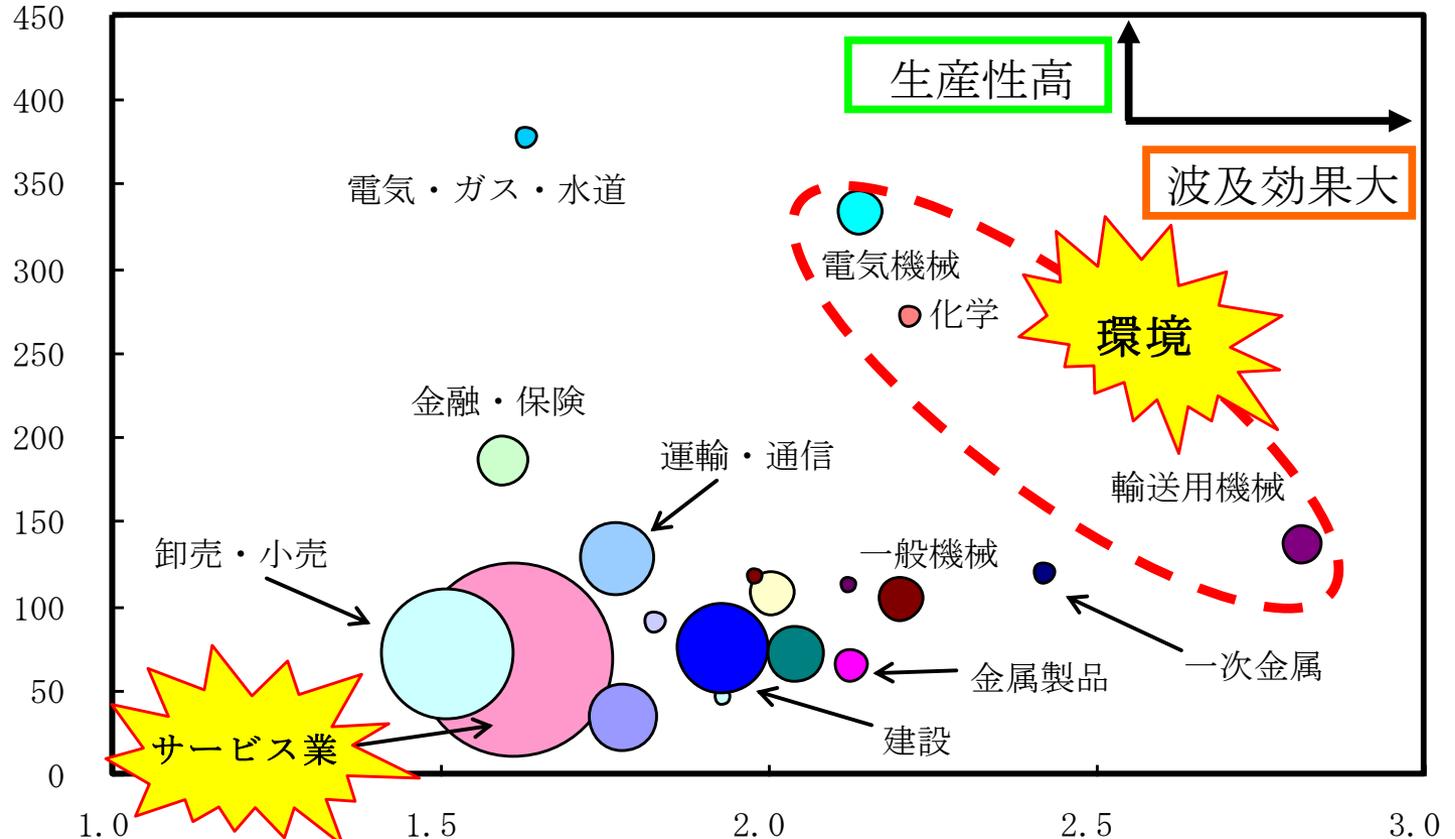
	内需	外需
サプライサイド (供給側)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>規制緩和</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>FTA,EPA</u> -東アジアの成長力を活用</li> <li>・急激な円高阻止</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>成長戦略</u> -<u>科学技術の振興等</u></li> </ul>	
ディマンドサイド (需要側)	<ul style="list-style-type: 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	医療・介護等	環境

(出所)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）



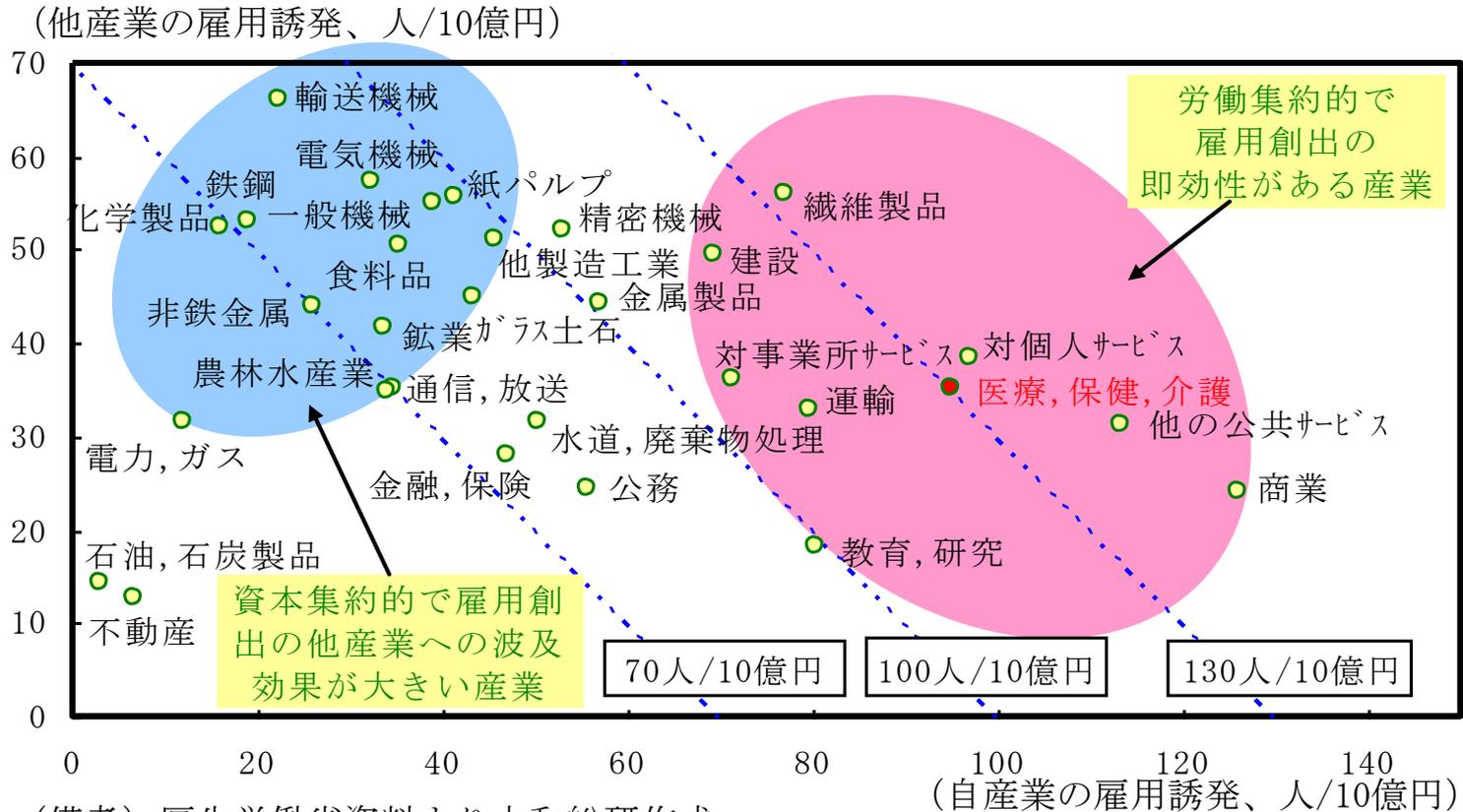
（注）乗数は一部推計。丸の大きさは就業者数を示す。

（出所）経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

（乗数効果）

# 主要産業の雇用創出効果

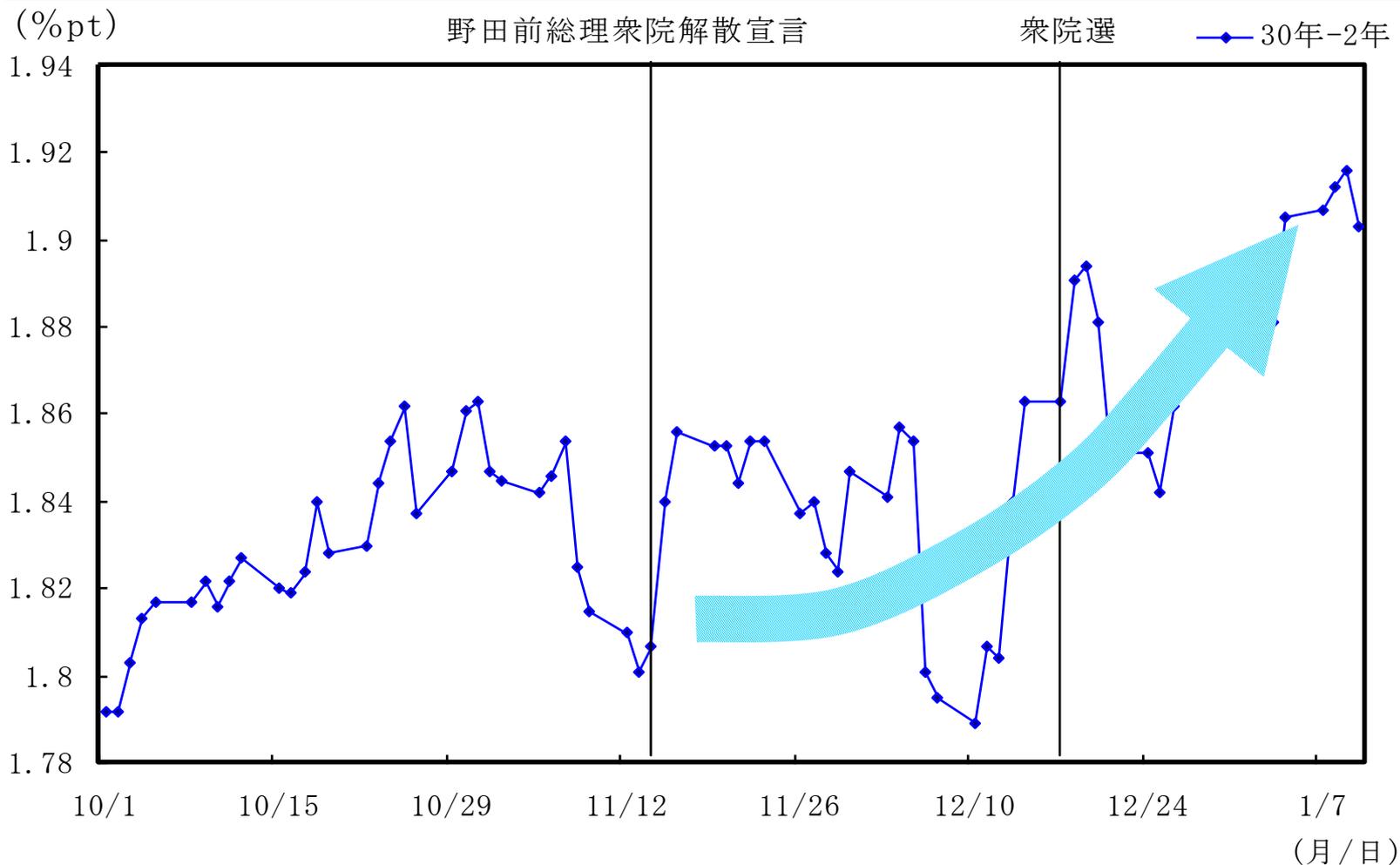
## 雇用誘発係数



(備考) 厚生労働省資料より大和総研作成。  
生産10億円の変化に対する雇用者数の変化。

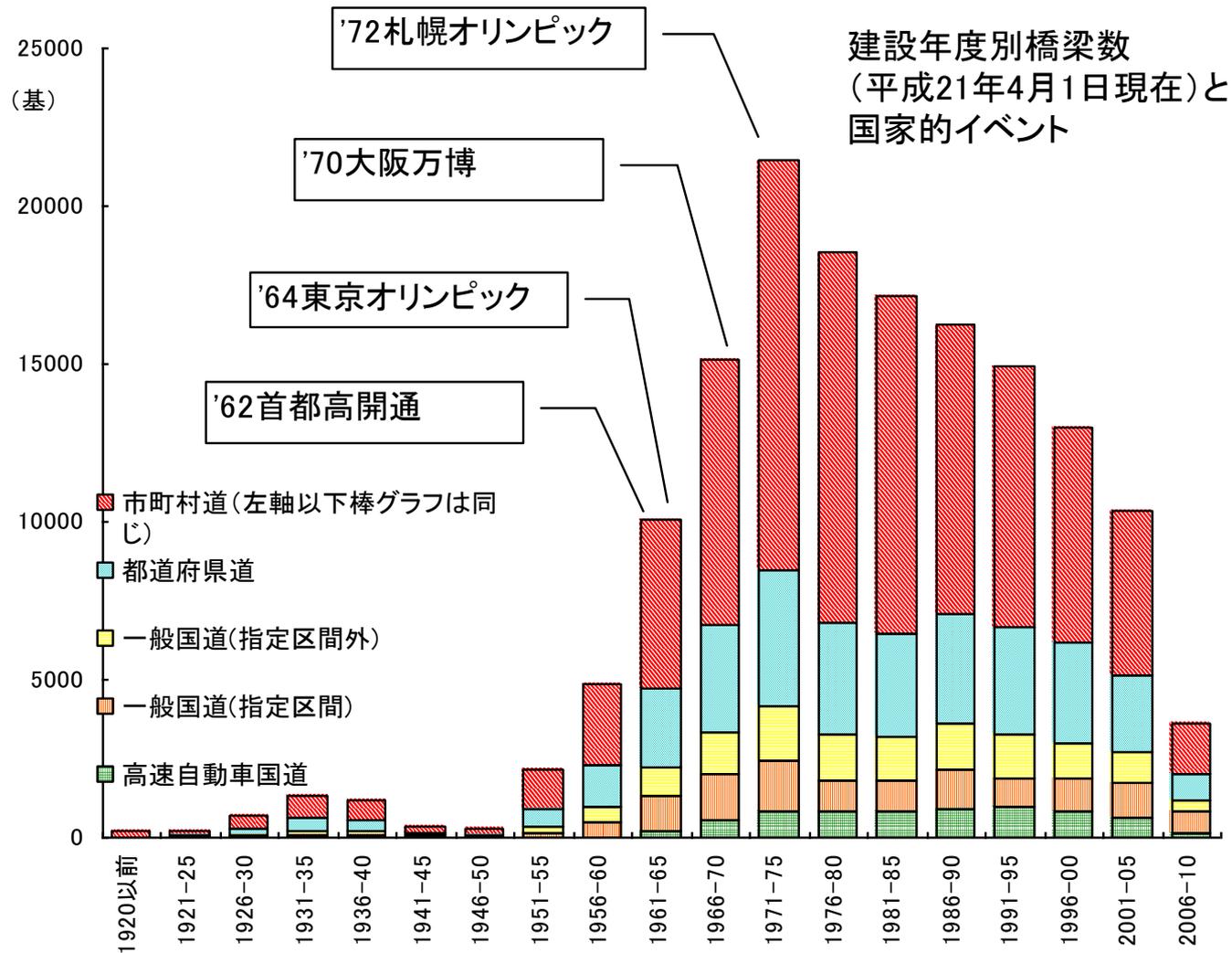
# 長短金利差の動向

## 日本国債長短金利差



(出所) Bloombergより大和総研作成

# インフラの更新需要

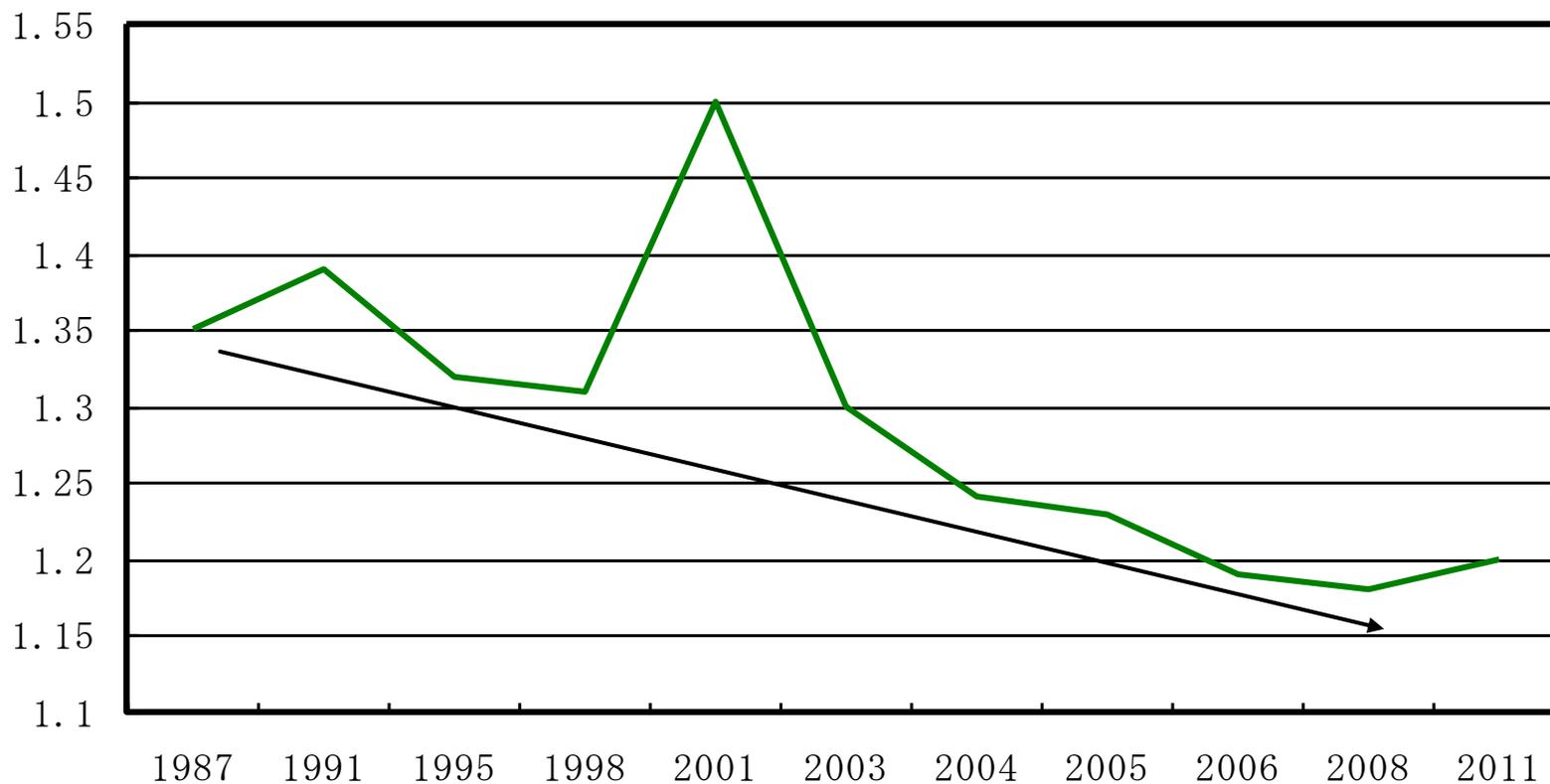


出所: 道路施設現況調査「橋梁現況調査」より大和証券作成

# 公共投資の経済効果

## 名目公共投資乗数の推移

(乗数)



(注) 名目公共投資が名目GDPに与える1年目の効果。

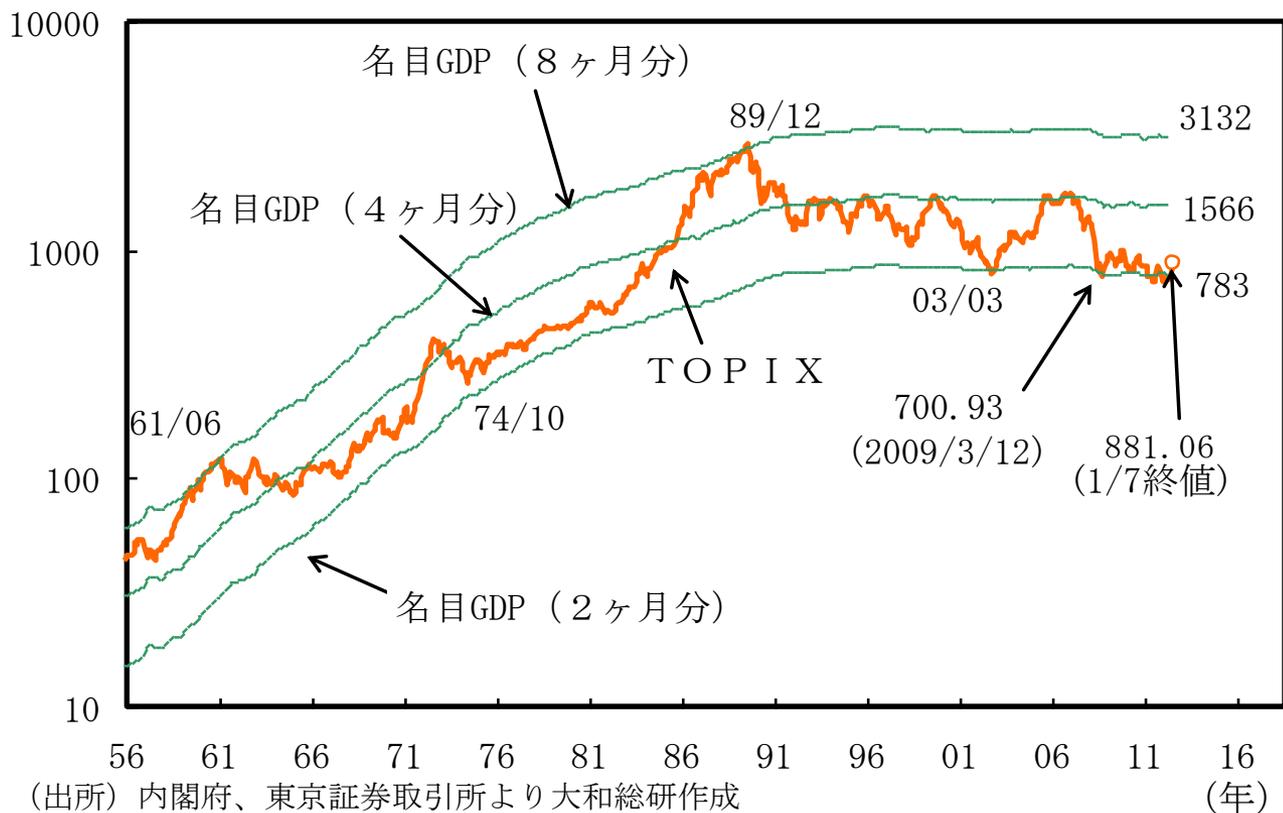
(出所) 内閣府資料より大和総研作成

(年)

# 中長期的に見れば、日本株は割安？

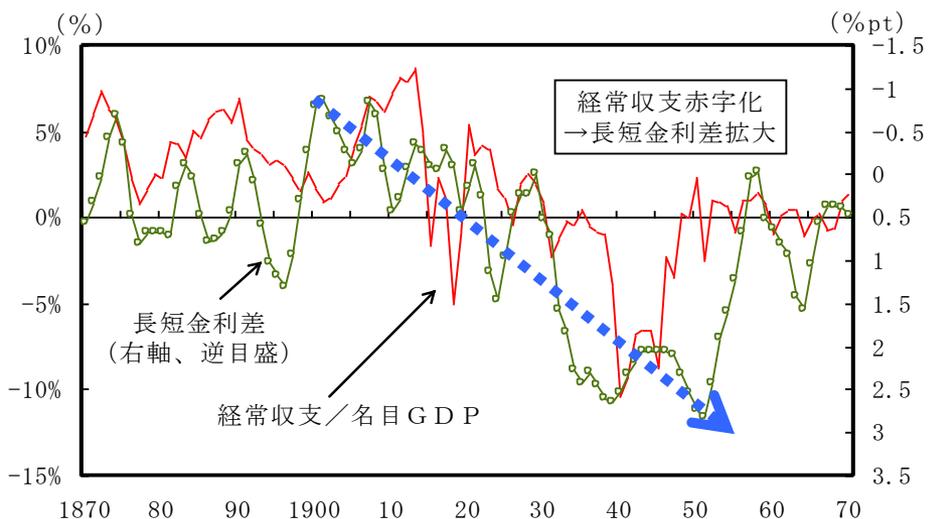
## TOPIXと名目GDP

(TOPIX : pt、GDP : 千億円)



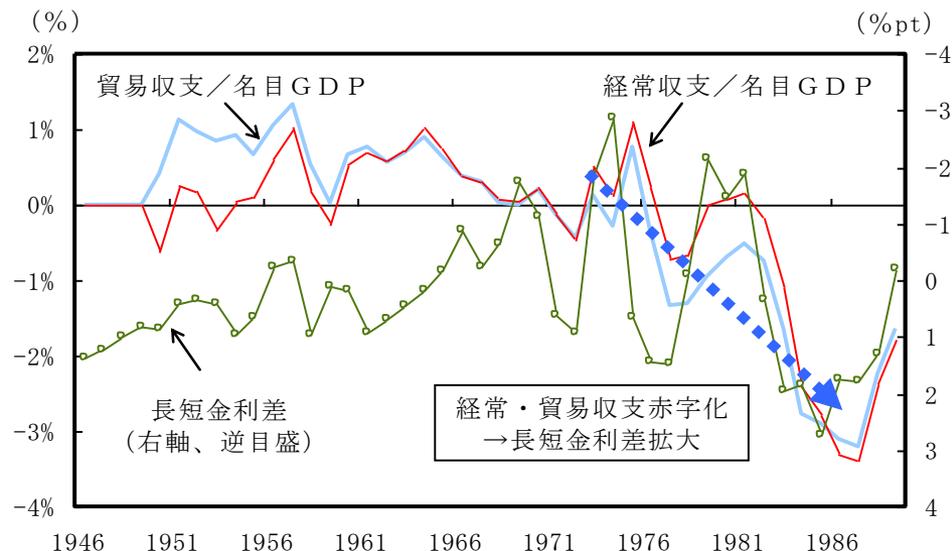
# 中長期的な「経常収支悪化→国債暴落」のリスク

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)

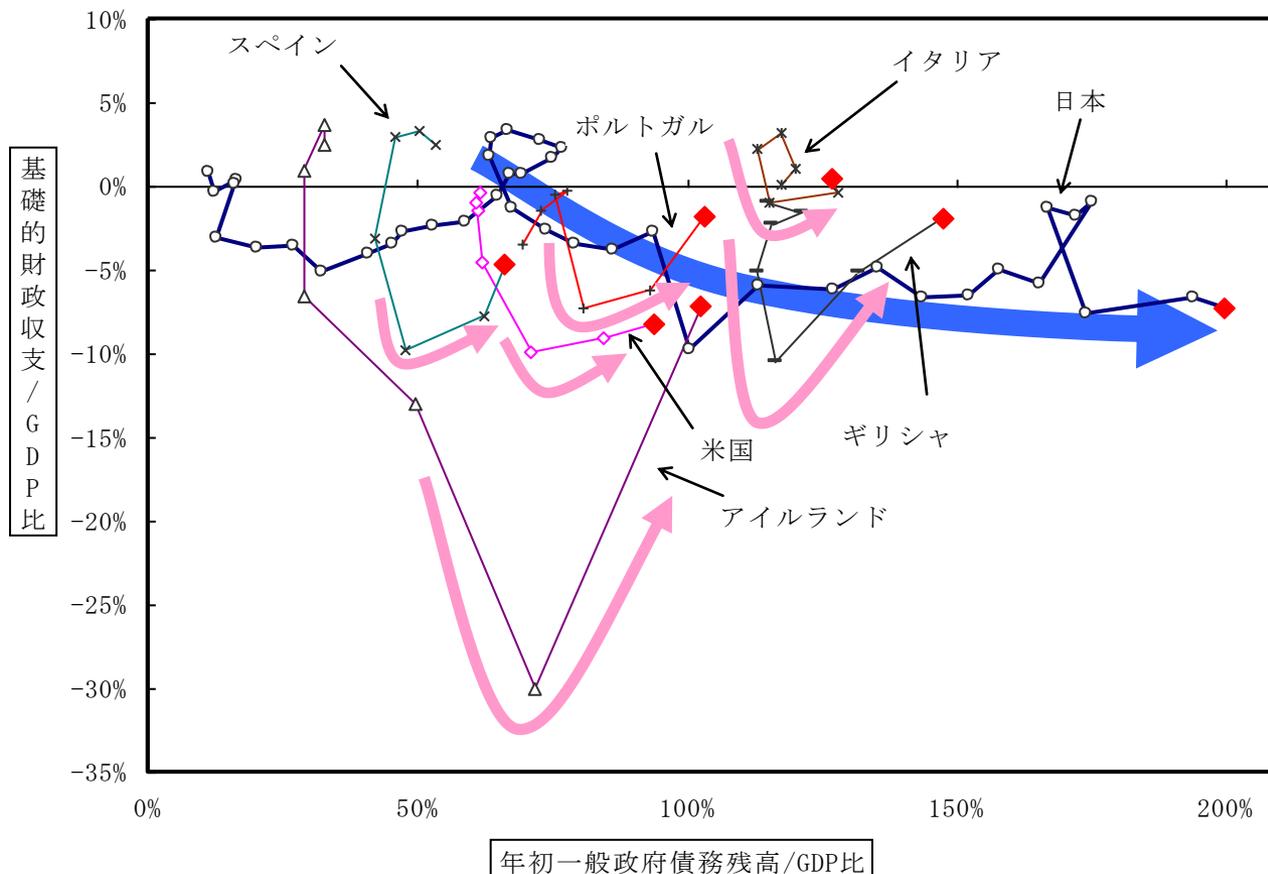
⇔ cf. **日本**は経常黒字国

(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**

# 国際比較：財政の持続可能性

各国基礎的財政収支と一般政府債務残高のGDP比

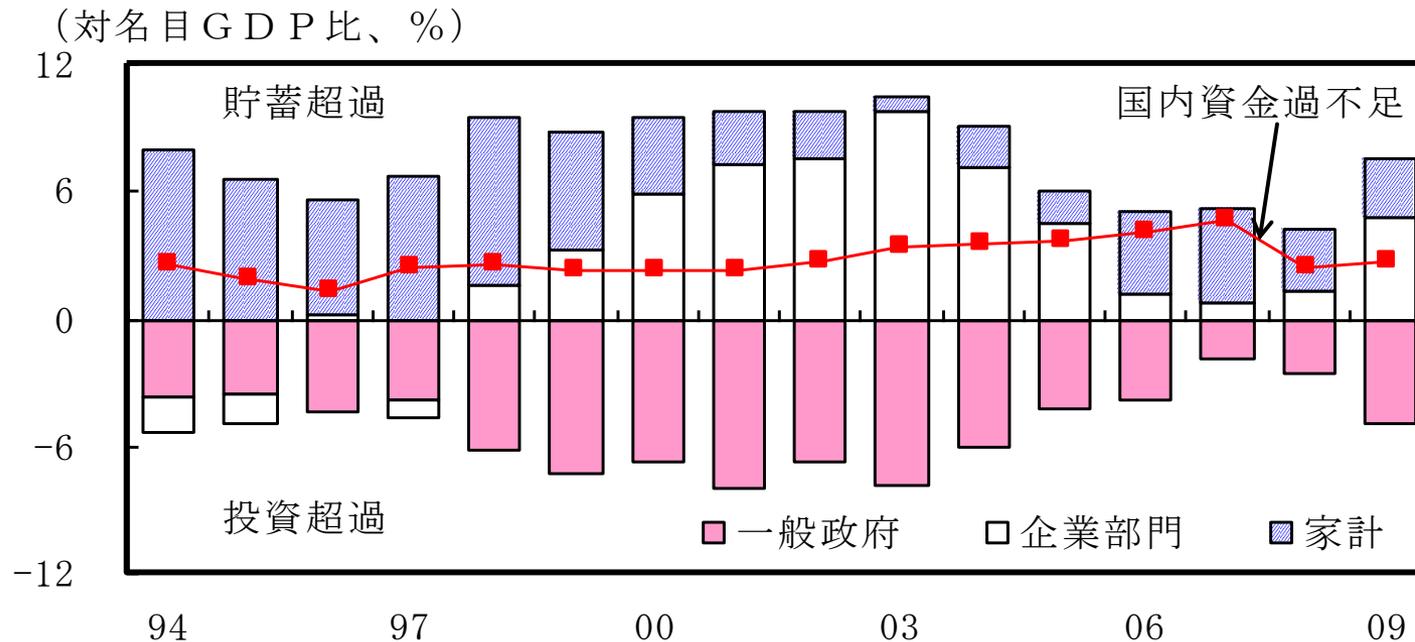


(注) データは、日本は1971年～2010年、その他の国は2005年～2010年。09、10年はOECD予想値。

(出所) OECD統計、Thomson Reutersより大和総研作成

# ISバランスの動向

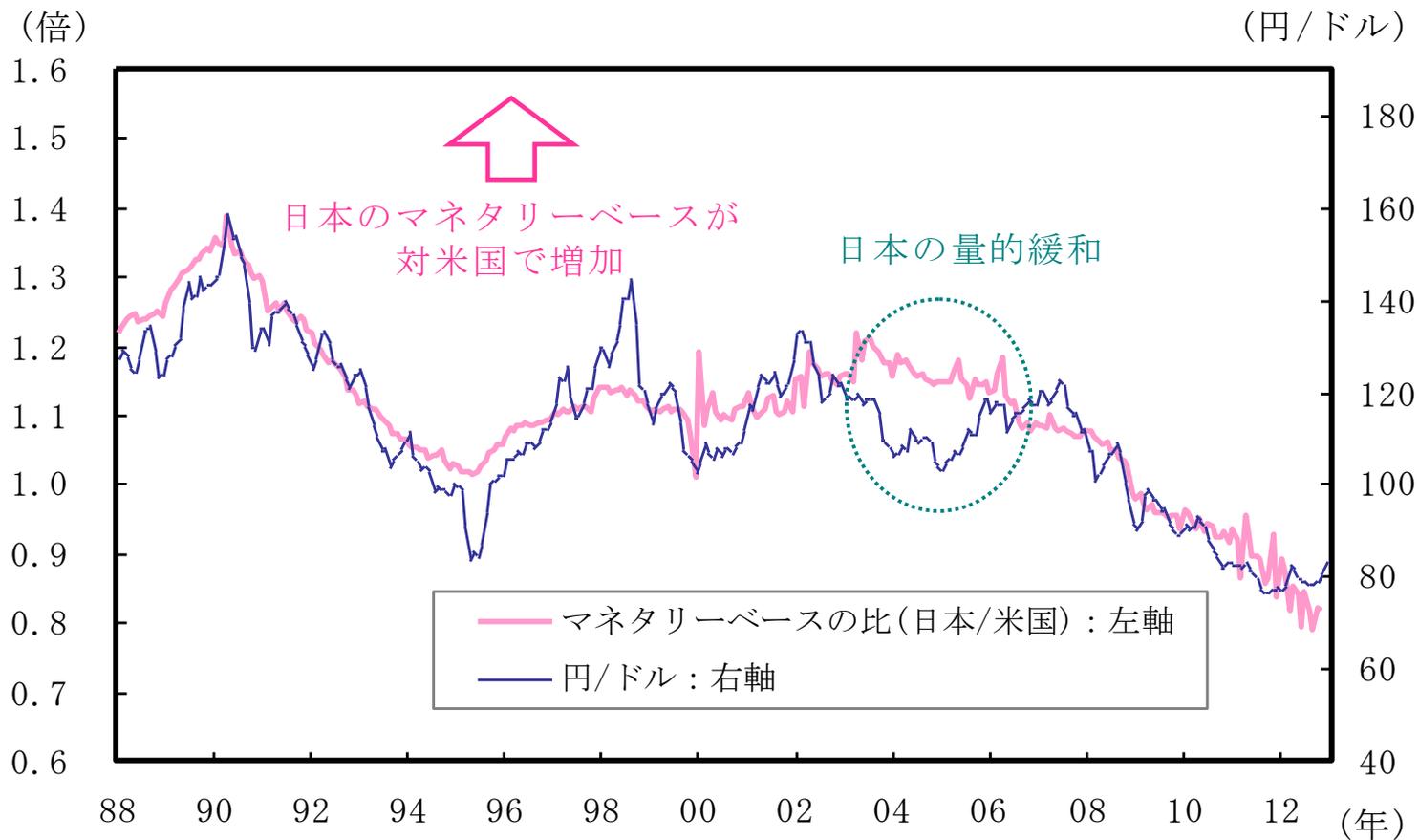
## ISバランス



(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。

# 修正ソロスチャート

## 日米の修正ソロスチャート

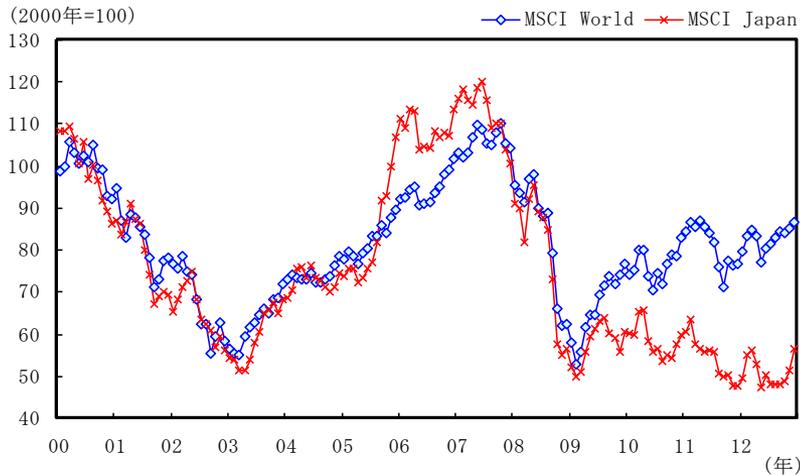


(注) 超過準備額を除くベース。

(出所) FRB、日本銀行統計より大和総研作成

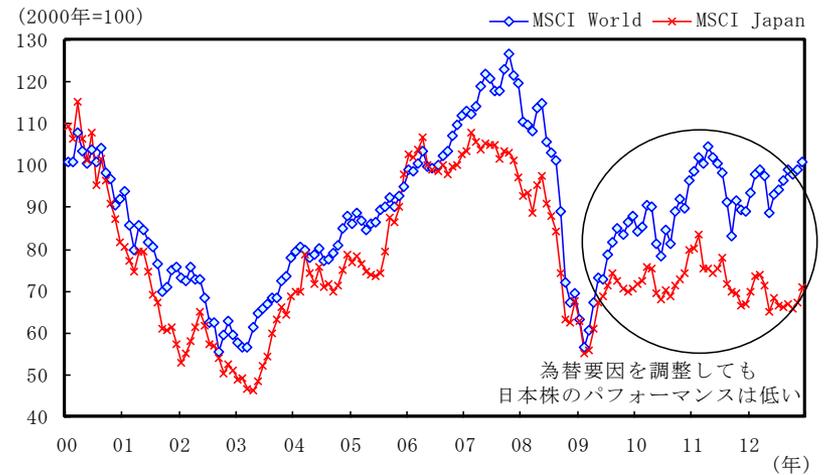
# 世界と日本の株価は足下で乖離する傾向

世界と日本の株価動向（現地通貨建て）



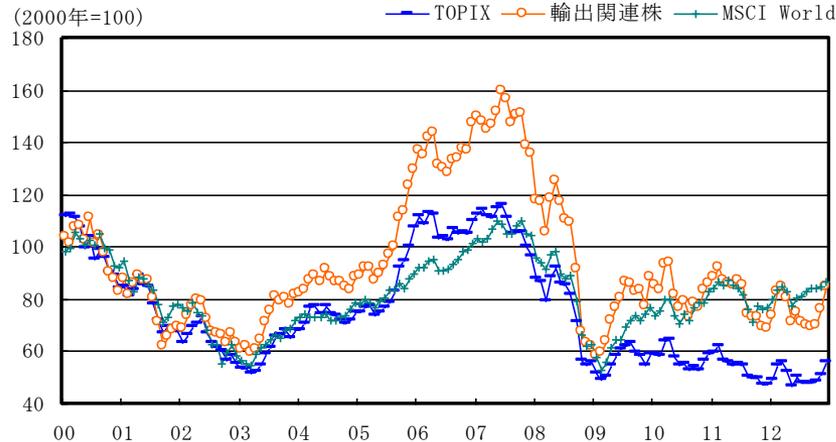
(出所) MSCIより大和総研作成

世界と日本の株価動向（米ドル建て）



(出所) MSCIより大和総研作成

TOPIXと輸出関連株とMSCI World



(注) 輸出関連株は東証一部の電気、機械機器、輸送用機器、精密機器の株価指数の平均。(年)

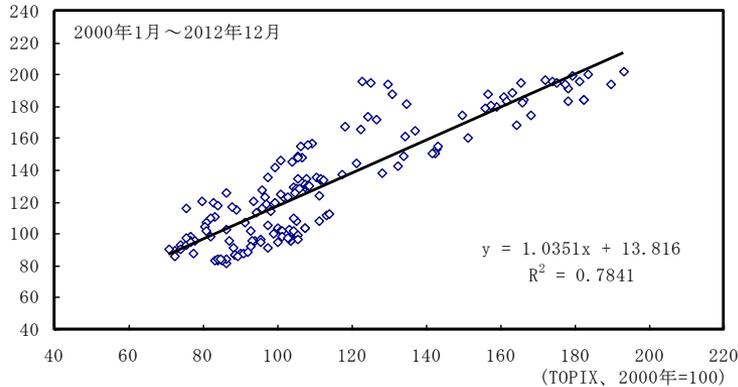
(出所) MSCI、東京証券取引所統計より大和総研作成

# 輸出関連株と海外株

長期で見れば輸出関連株と海外株には相関がみられるが、足下ではほぼ無相関。

## TOPIXと輸出関連株

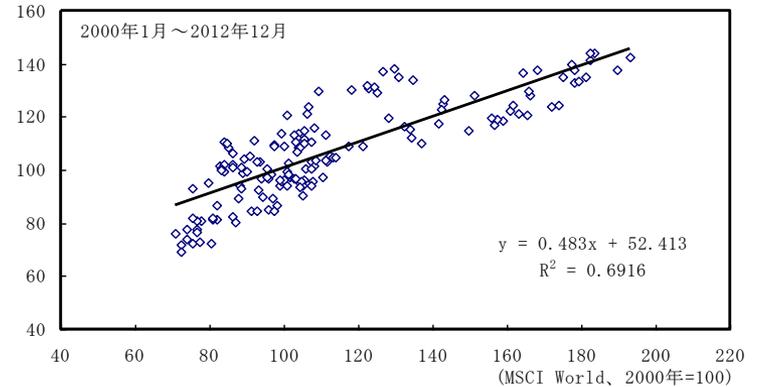
(輸出関連株、2010年=100)



(注) 輸出関連株は東証一部の電気、機械、輸送用機械、精密機械の株価指数の平均。  
(出所) 東京証券取引所統計より大和総研作成

## MSCI Worldと輸出関連株

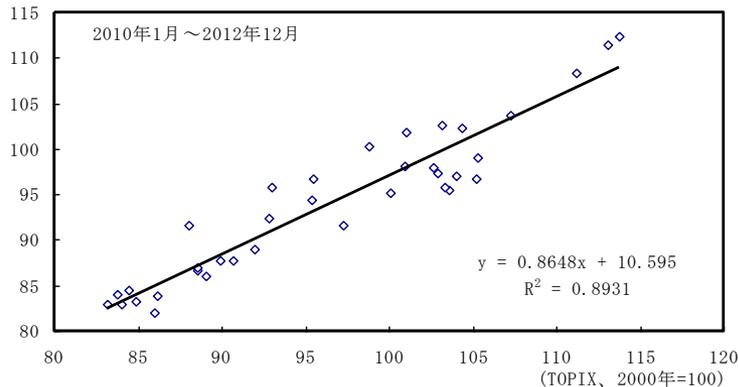
(輸出関連株、2010年=100)



(注) 輸出関連株は東証一部の電気、機械、輸送用機械、精密機械の株価指数の平均。  
(出所) MSCI、東京証券取引所統計より大和総研作成

## TOPIXと輸出関連株

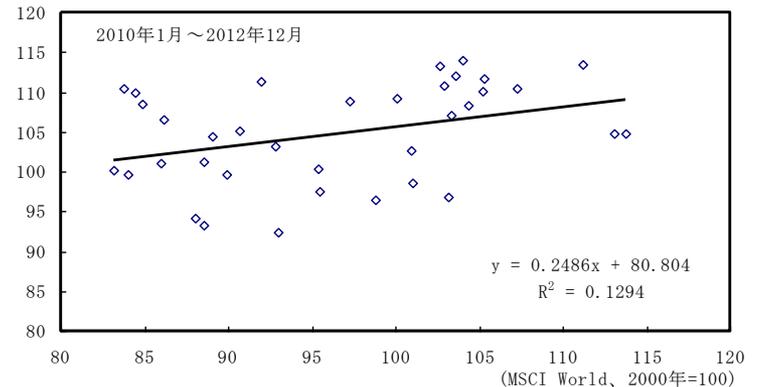
(輸出関連株、2010年=100)



(注) 輸出関連株は東証一部の電気、機械、輸送用機械、精密機械の株価指数の平均。  
(出所) 東京証券取引所統計より大和総研作成

## MSCI Worldと輸出関連株

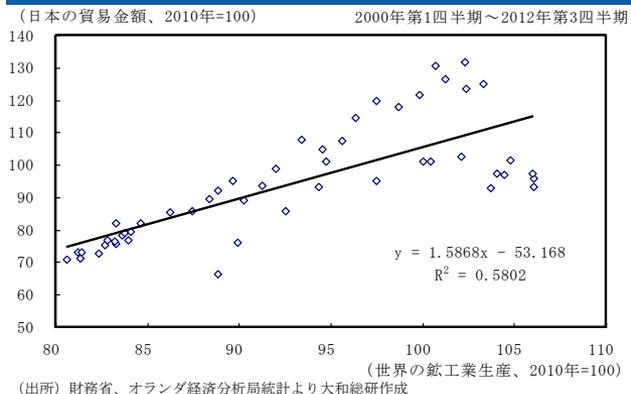
(輸出関連株、2010年=100)



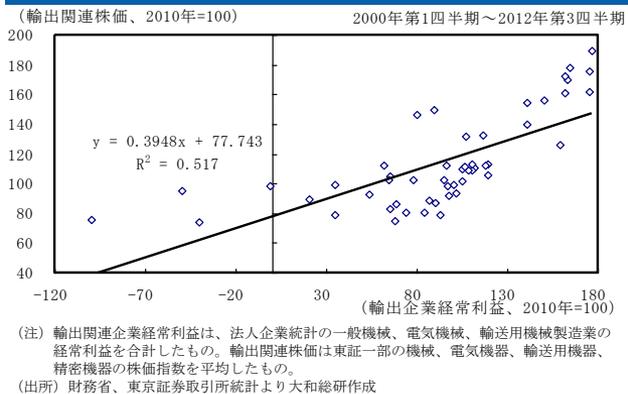
(注) 輸出関連株は東証一部の電気、機械、輸送用機械、精密機械の株価指数の平均。  
(出所) MSCI、東京証券取引所統計より大和総研作成

# 世界景気と輸出関連株の相関は低い

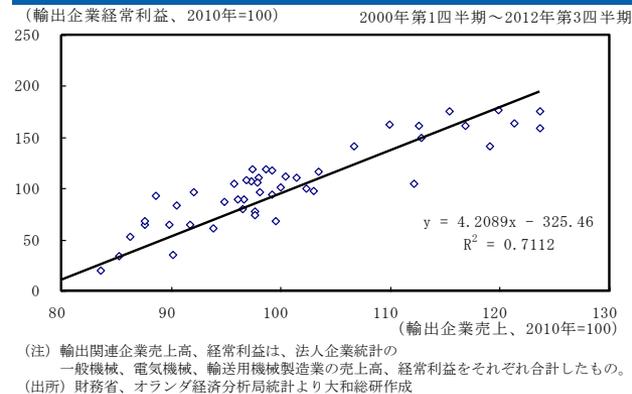
## 世界生産量と貿易



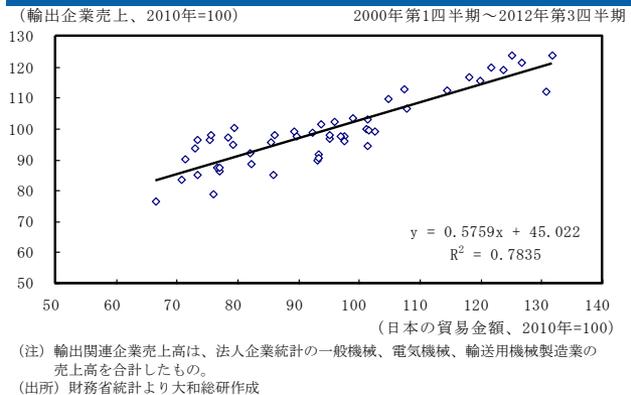
## 輸出企業の収益と株価



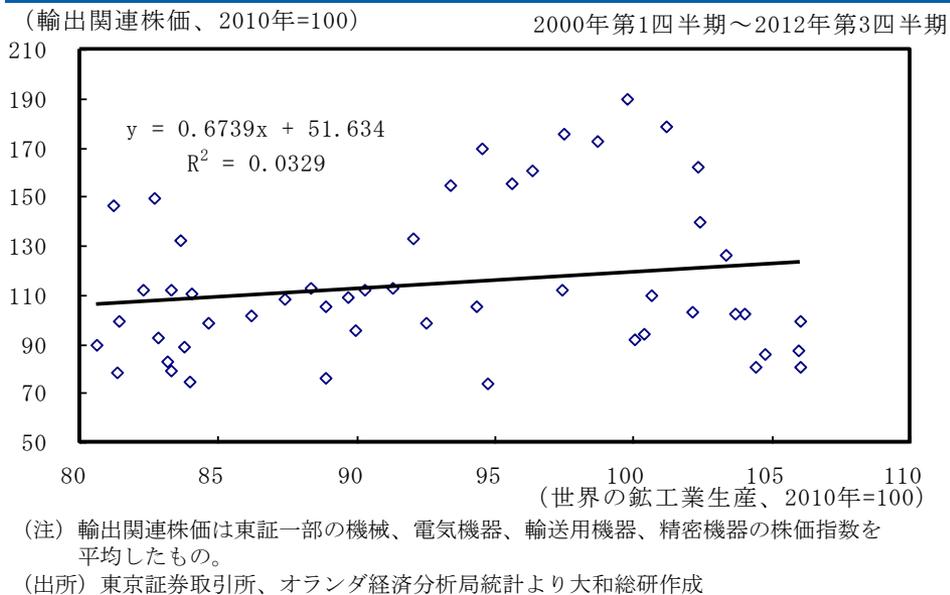
## 輸出企業の売上と収益



## 貿易と輸出企業の売上



## 世界生産量と輸出関連株



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。