

2016年の日本経済・金融市場展望

2015年12月21日

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

ポイント

I. 日本経済のメインシナリオ

・日本経済は「踊り場」局面入りしたものの、2016年にかけて回復軌道へ

- ① アベノミクスによる好循環は経済の底流で継続
- ② 米国向けを中心に輸出は緩やかに持ち直す見通し

II. アベノミクスの課題

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

III. 米国の「出口戦略」の影響は？

IV. 中国「バブル」崩壊のリスクをどう捉えるか？：「短期＝楽観。中長期＝悲観」

V. 日本経済のリスク要因

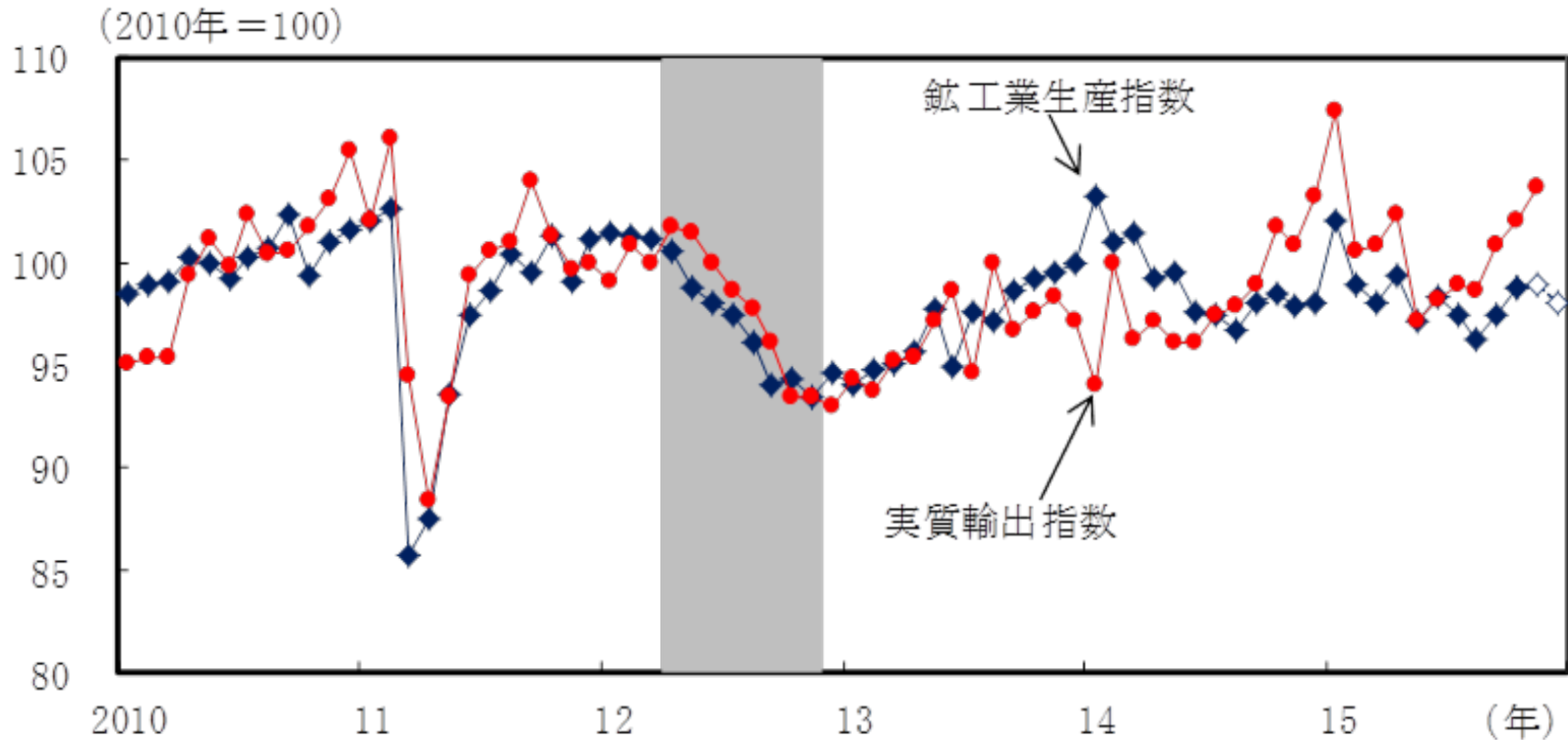
- ① 中国経済の下振れ ② 米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
- ③ 地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」の進行 ④ ユーロ圏経済の悪化
- ⑤ 財政規律喪失への懸念を受けた、将来的な「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行

VI. 金融市場の展望

・メインシナリオでは、株高・円安を想定。長期金利は中長期的に見れば大きく上昇するリスクがある

日本経済は「踊り場」局面入り

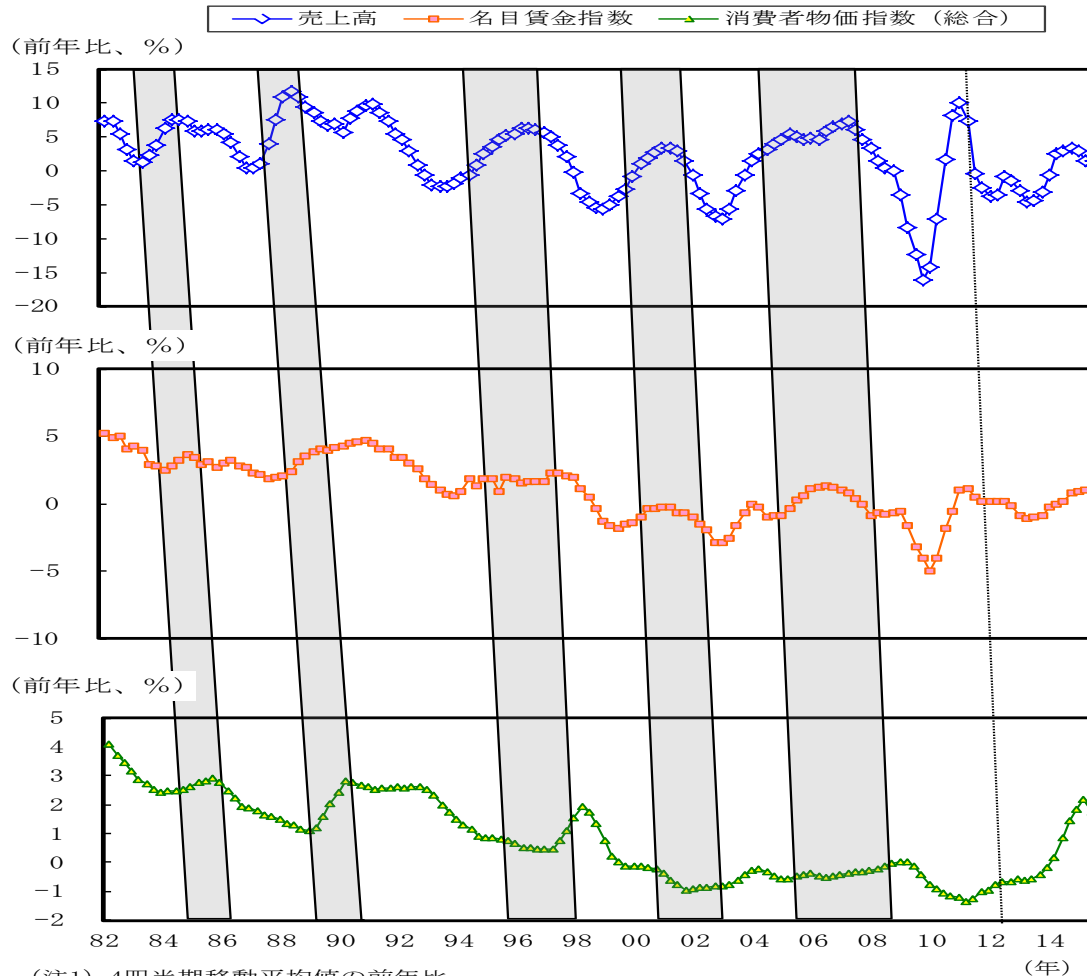
実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドーは景気後退期。鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。
(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

アベノミクスによる好循環は継続

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。

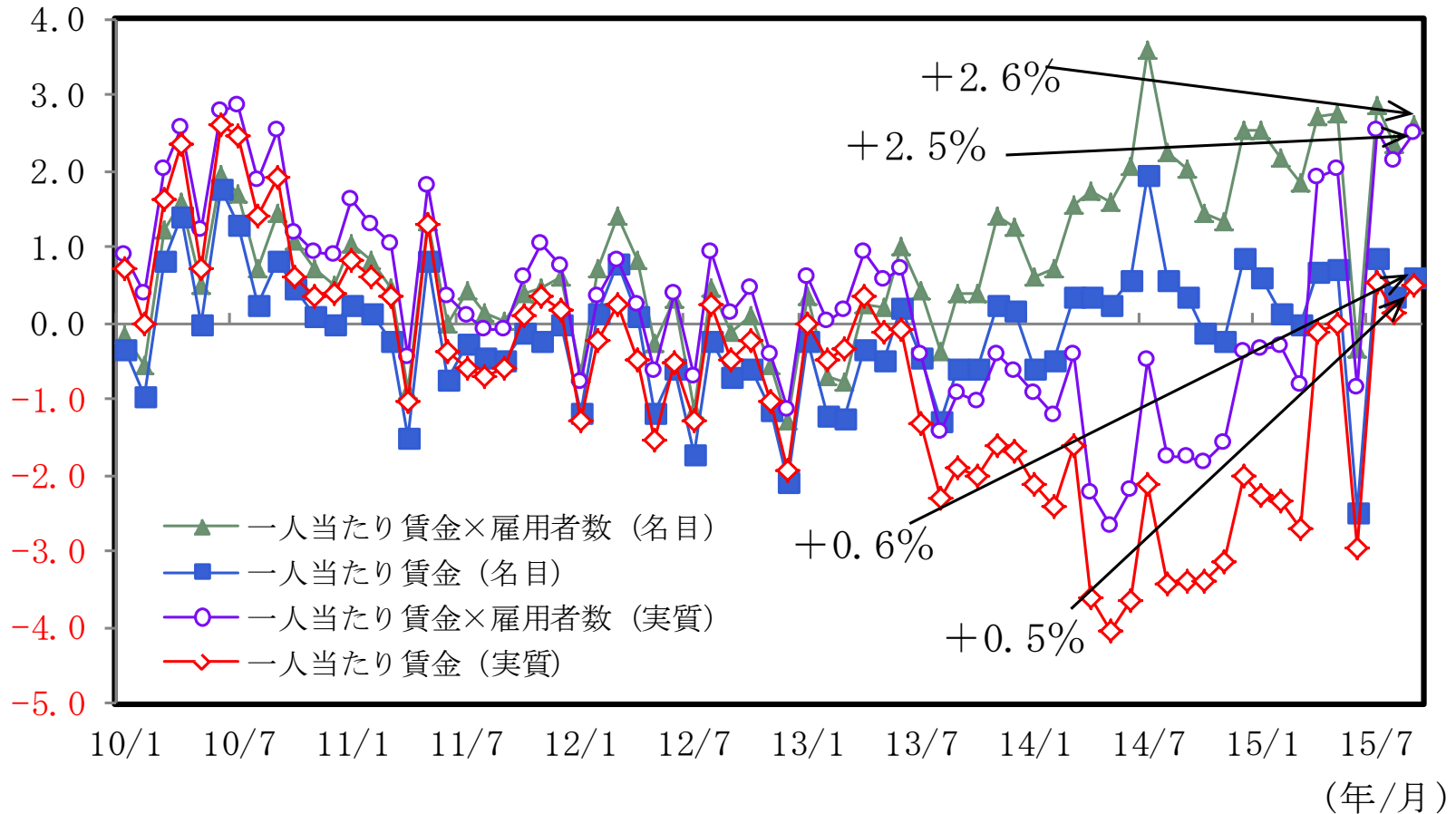
傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

実質賃金もプラスに転換

一人当たり賃金とマクロの賃金

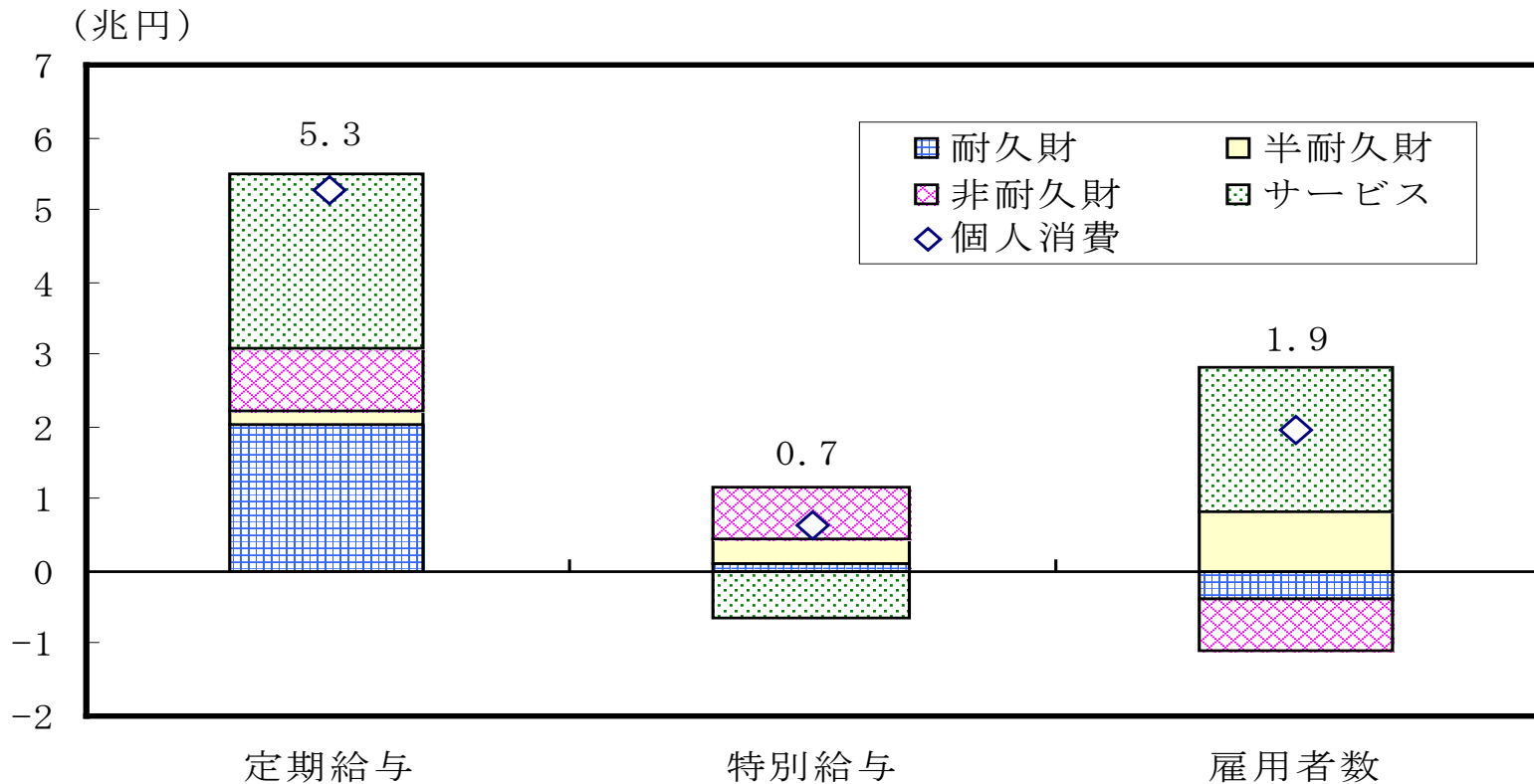
(前年比、%)



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

所定内給与増加による好循環

2%の雇用者所得増加が個人消費に与える影響



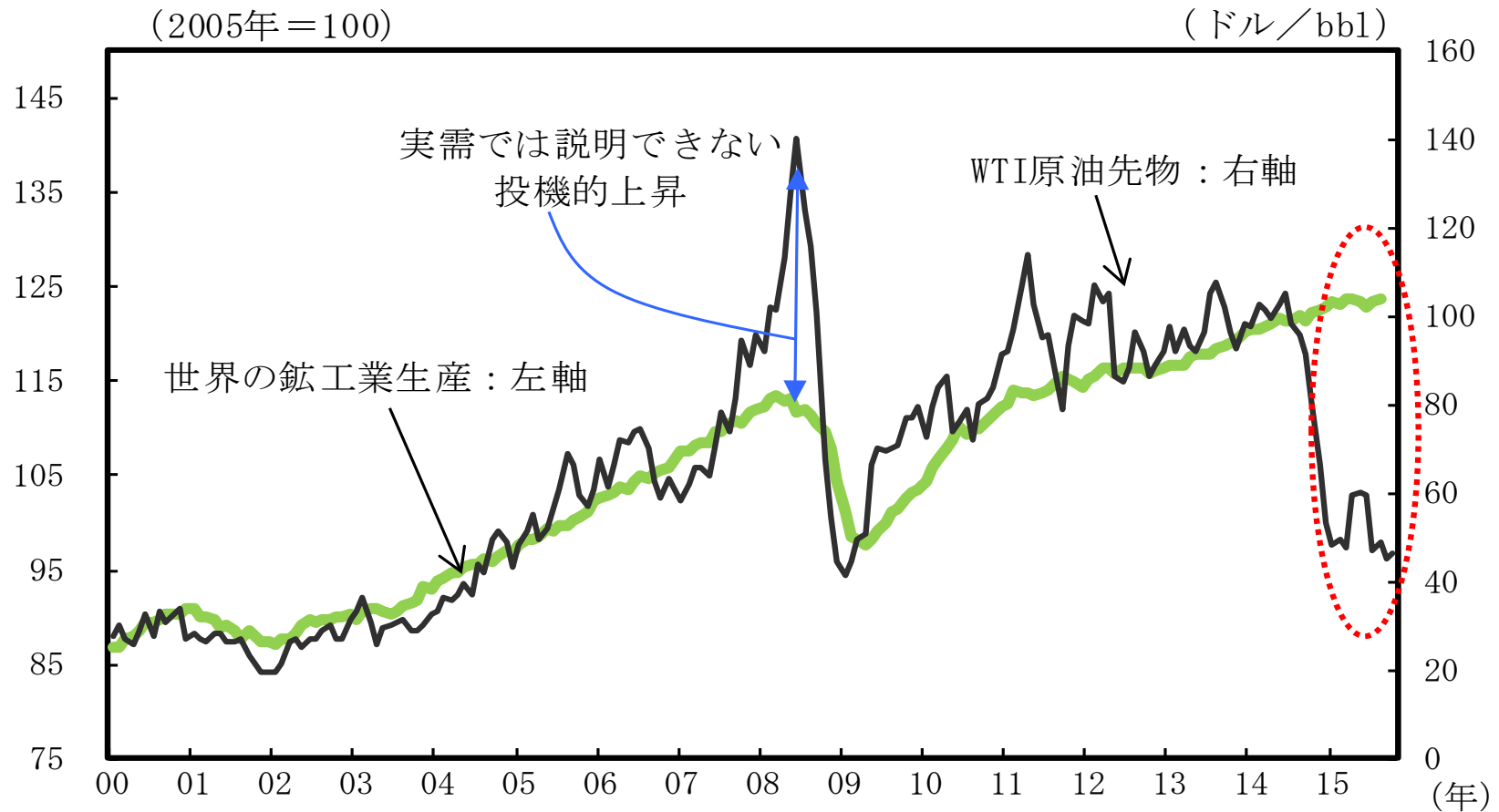
(注) 定期給与、特別給与、雇用者数の増加によって、雇用者所得 (=現金給与総額×雇用者数) が2%増加するときの、個人消費の増加額。

推計期間は1994年第1四半期～2013年第2四半期。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

原油安も日本経済を下支え

世界経済と原油価格



(出所) オランダ経済政策分析局、NYMEXより大和総研作成

従来の「アベノミクス」の3本の矢

①大胆な金融政策

②機動的な財政政策

【課題】

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

③民間投資を喚起する成長戦略

【課題】

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

アベノミクスが抱える課題

- 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 「家計部門の所得」には改善の余地？

何故、賃金が低迷しているのか？

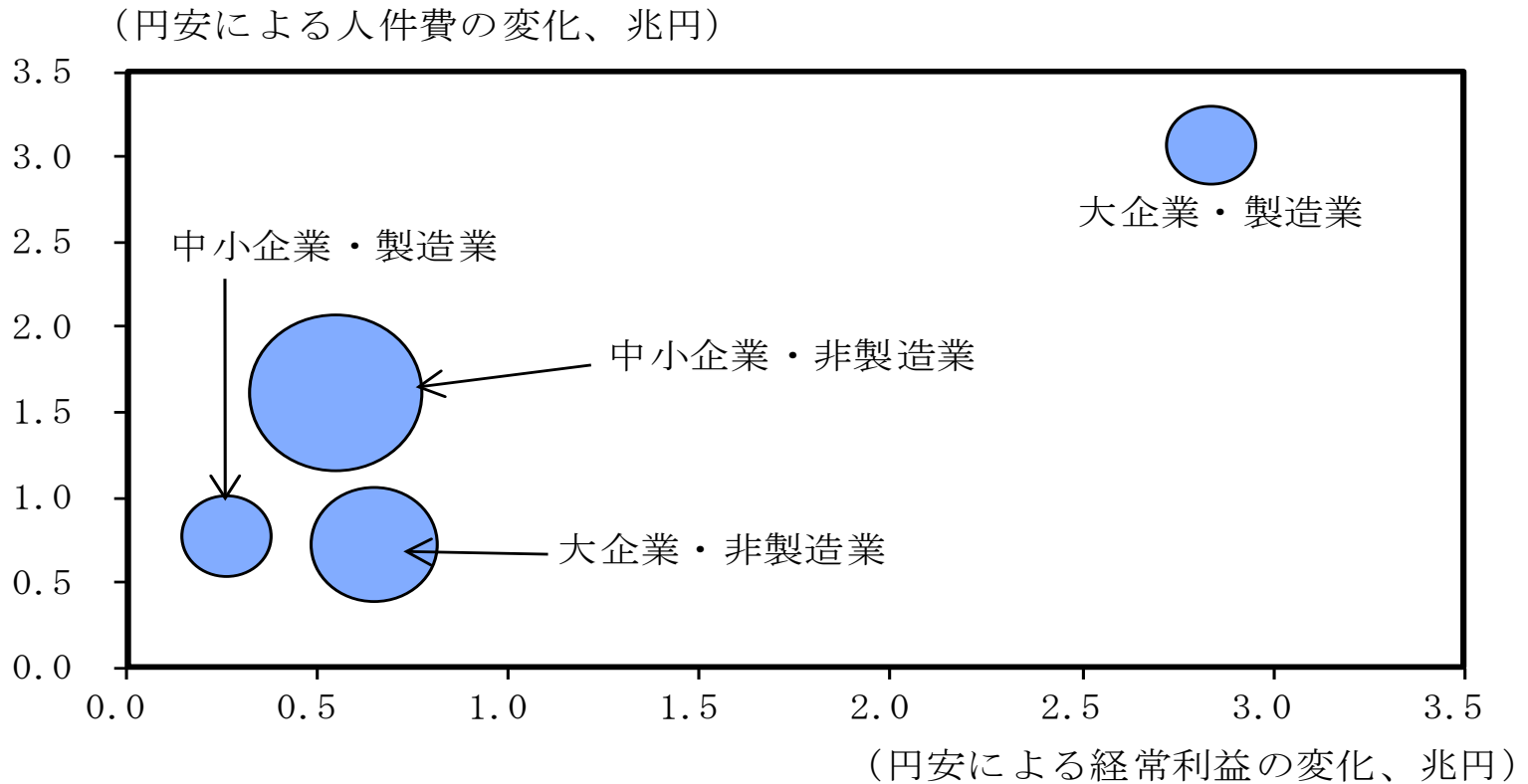
時間当たり実質賃金の要因分解

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

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

アベノミクスの成果に関する試算

アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年10-12月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数(2014年10-12月期時点)を表す。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

新しい「アベノミクス」の3本の矢

①希望を生み出す強い経済

成長戦略

②夢をつむぐ子育て支援

分配政策

③安心につながる社会保障

米欧金融政策が世界経済に与える影響

| | | 米国利上げ＋欧州量的緩和 | | | 「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量的緩和 |
|------|-------|--------------|----------|--------|-----------------------------|
| | | | 米国利上げ | 欧州量的緩和 | |
| 米国 | 2015年 | 0.01% | 0.00% | 0.02% | 0.00% |
| | 2016年 | -0.09% | -0.14% | 0.09% | 0.00% |
| | 2017年 | -0.27% | -0.34% | 0.13% | 0.00% |
| ユーロ圏 | 2015年 | 0.02% | 0.00% | 0.04% | 0.01% |
| | 2016年 | -0.06% | -0.15% | 0.14% | 0.02% |
| | 2017年 | -0.25% | -0.39% | 0.20% | -0.01% |
| 新興国 | 2015年 | 0.01% | 0.00% | 0.02% | 0.00% |
| | 2016年 | -0.08% | ③ -0.12% | 0.09% | -0.01% |
| | 2017年 | -0.24% | -0.31% | 0.12% | -0.05% |
| 世界 | 2015年 | 0.01% | 0.00% | 0.03% | 0.00% |
| | 2016年 | ① -0.08% | -0.13% | 0.10% | ② 0.00% |
| | 2017年 | -0.25% | -0.34% | 0.14% | -0.02% |

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値（世界のGDPの約82%をカバー）。

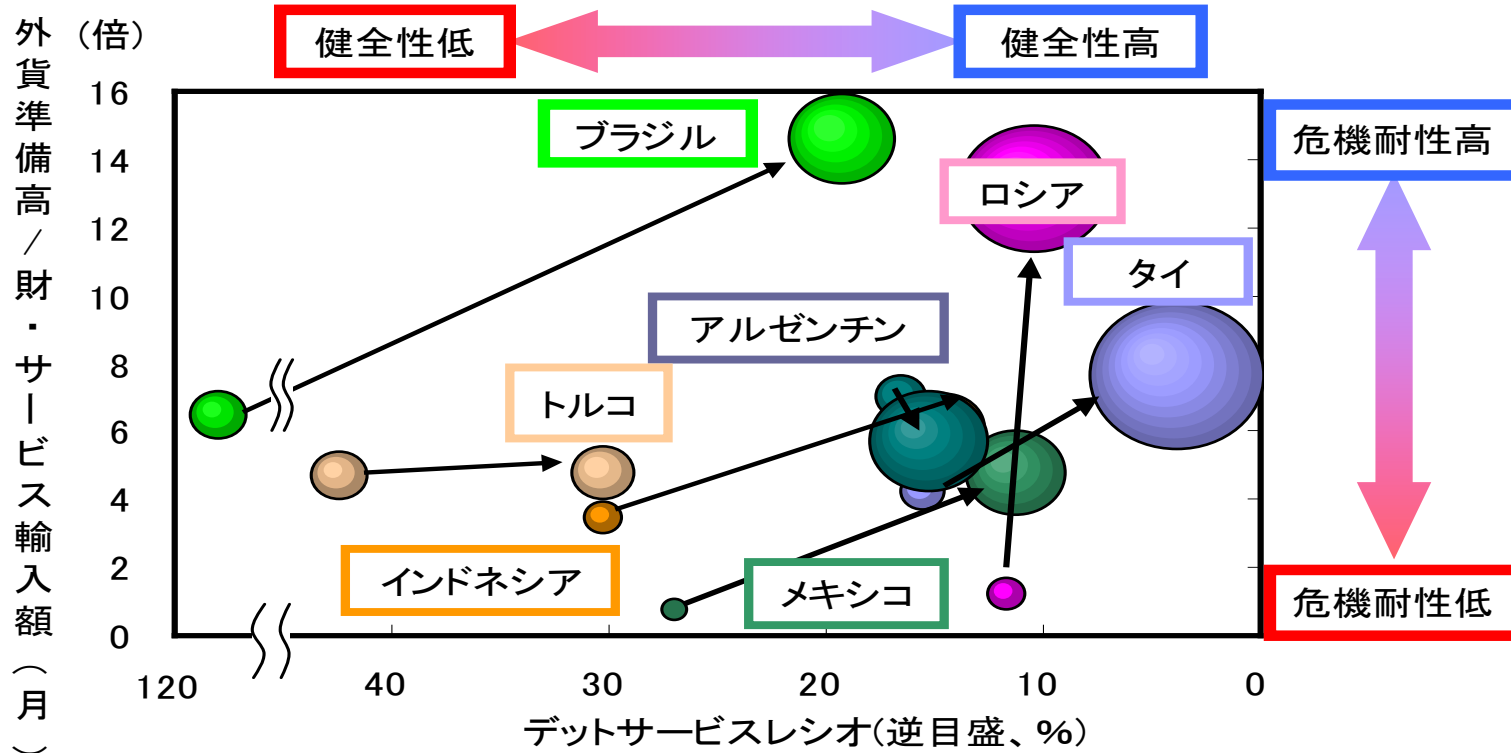
(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

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

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

新興国のファンダメンタルズは改善

新興国の危機耐性



(注1) 矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。

(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

(注3) 丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。
(丸が大きいくほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

中国経済を取り巻く環境(イメージ)

◎金融面での過剰: 1000兆円?

◎設備ストックの過剰: 400兆円?



◎財政出動余地: 600~800兆円?

短期的にはカンフル剤で景気を下支え？

中国：景気循環信号指数

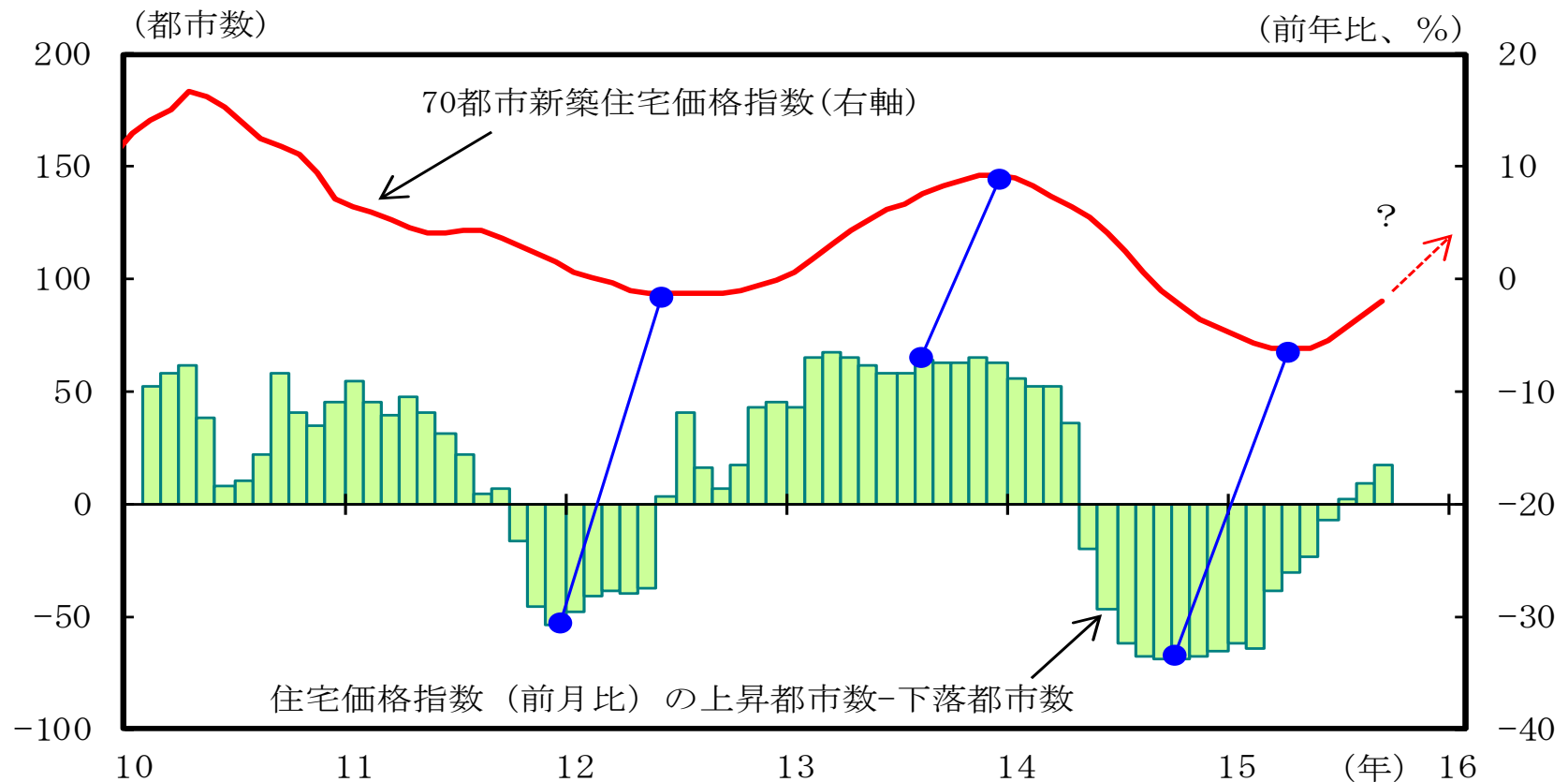


(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

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

中国の住宅価格には一旦底入れの兆し

中国の70都市新築住宅価格指数



(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。

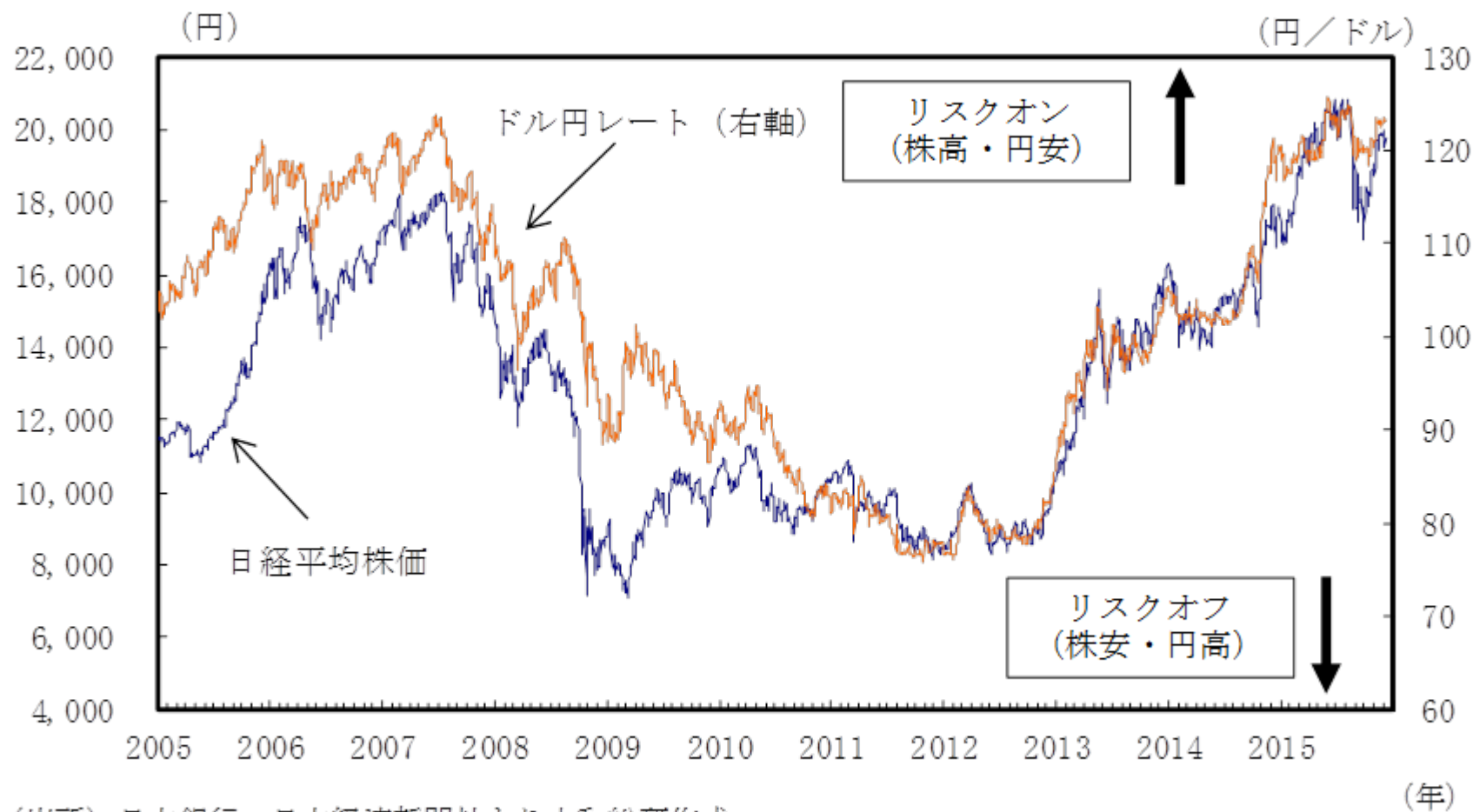
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

日本経済のリスク要因

- ① 中国経済の下振れ
- ② 米国の「出口戦略」に伴う
新興国市場の動揺
- ③ 地政学的リスクを背景とする
「リスクオフ(円高・株安)」の進行
- ④ ユーロ圏経済の悪化
- ⑤ 財政規律喪失への懸念を受けた、
将来的な「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行

リスクオン vs. リスクオフ

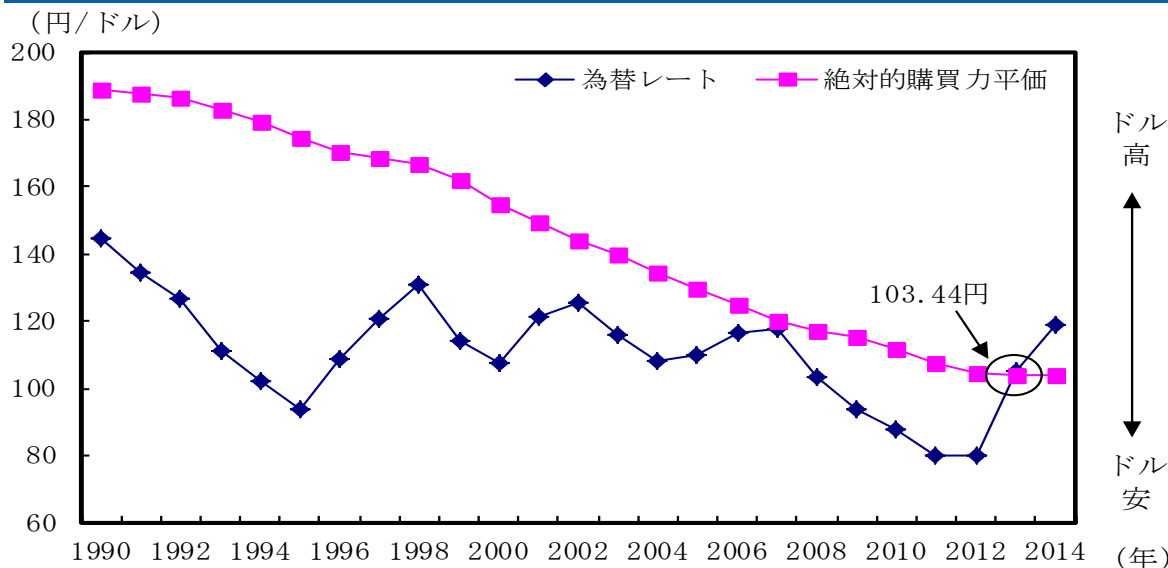
ドル円レートと日経平均株価



(出所) 日本銀行、日本経済新聞社より大和総研作成

円安・ドル高トレンドは継続

絶対購買力平価と為替レート（ドル/円）



(注) 為替レートの直近値は2014年11月末時点。
(出所) OECD統計より大和総研作成

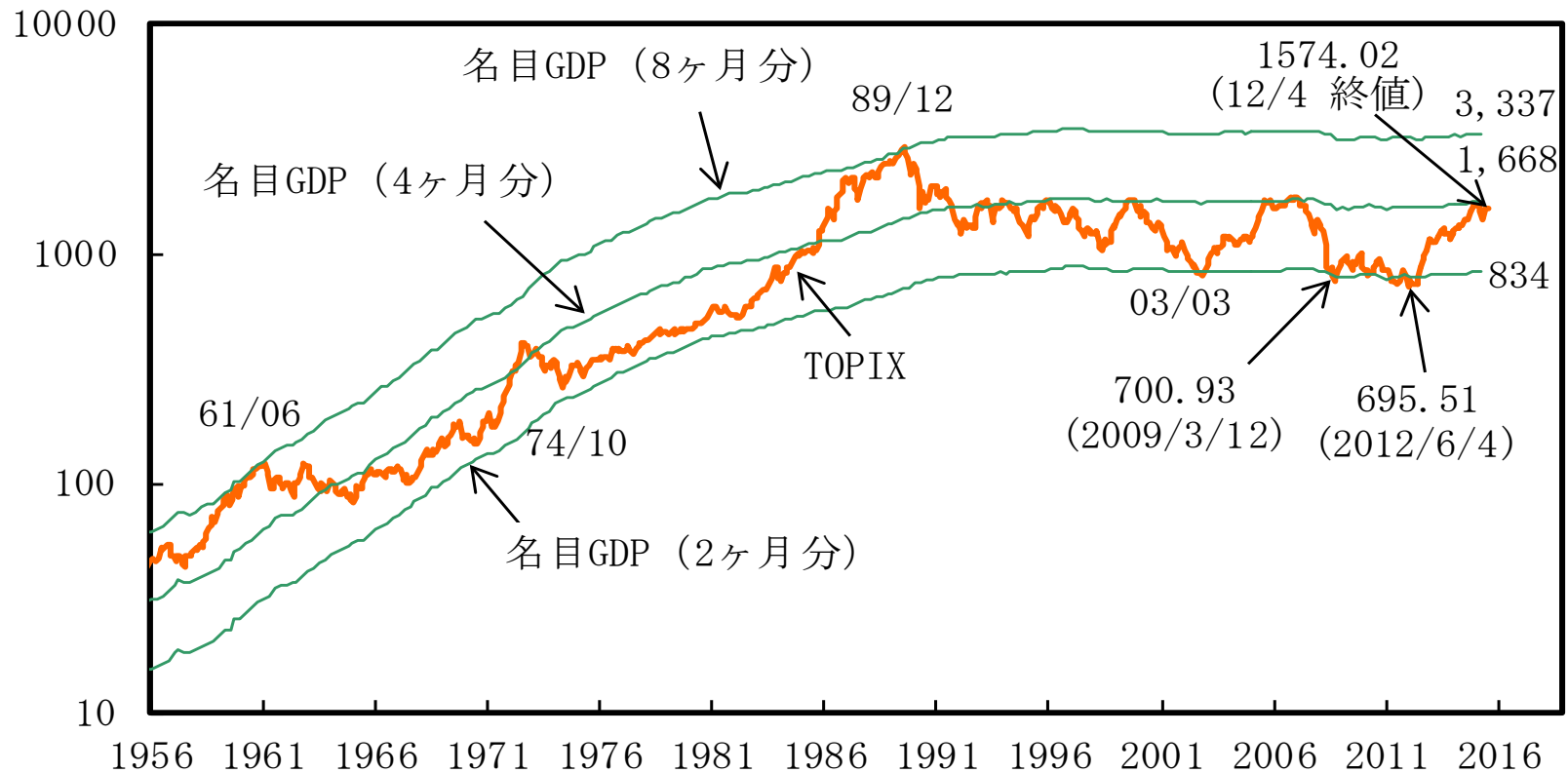
◎円安・ドル高要因

- 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**

現状は「逆バブル」の修正局面

TOPIXと名目GDP

(TOPIX : pt、GDP : 千億円)

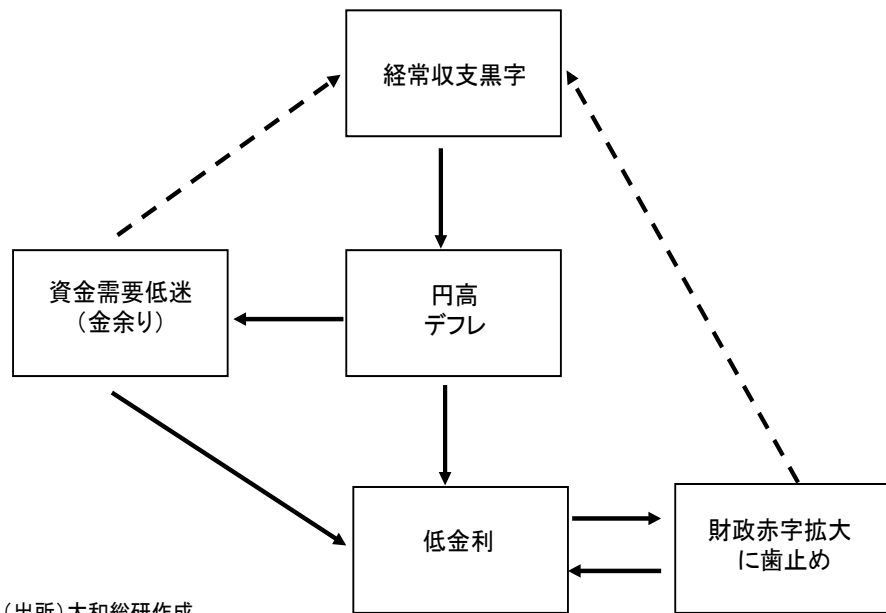


(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成

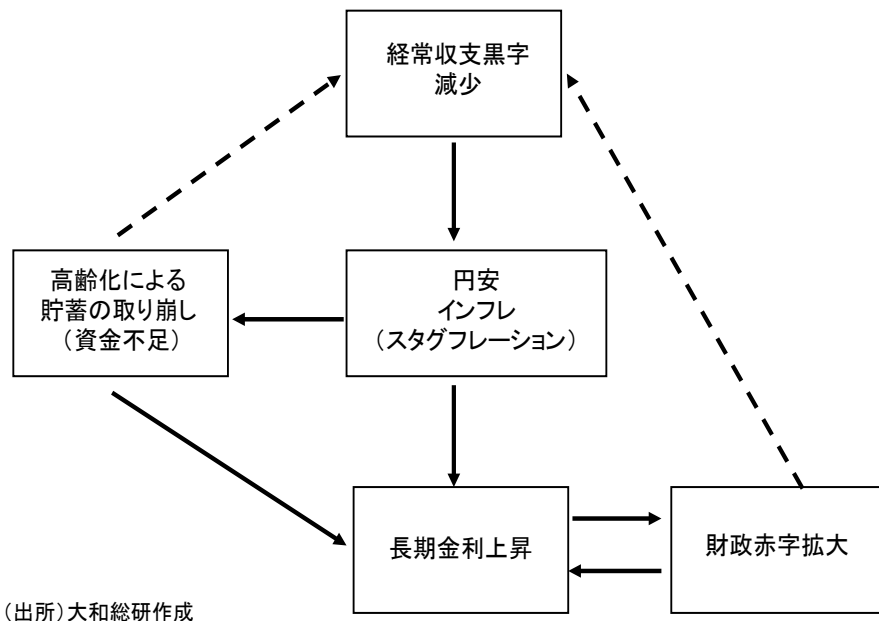
(年)

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」？

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1.24200% (但し、最低2,700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、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。
- 債券を募集・売出し等により、又は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