

# 2017年の日本経済・金融市場展望

---

2016年12月22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. **トランプ政権成立をどう捉えるか？**

II. **Brexitが世界経済に与える影響は？**

III. **中国における「バブル崩壊」のリスクをどうみるか？：「短期＝楽観。中長期＝悲観」**

IV. **日本経済のメインシナリオ：緩やかな景気回復を想定**

- ・**国内**では、①**実質賃金の増加**、②**原油安**、③**安倍政権による経済対策の策定等**が好材料となる一方で、**海外経済の下振れ懸念**は残存

V. **アベノミクスの成果と課題：労働システム改革が最大のカギ**

・**「社会保障制度の抜本的な改革」**や**「第三の矢(成長戦略)」の強化**などが課題

VI. **日本経済のリスク要因**

①**トランプ政権の行方**

②**中国経済の下振れ**

③**米国の「出口戦略」**に伴う**新興国市場の動揺**

④**地政学的リスク**を背景とする**「リスクオフ(円高・株安)」**の進行

⑤**イギリスのEUからの離脱**や**欧州金融機関のデレバレッジ**

VII. **金融市場の展望**

# トランプ新政権の評価

## 【好材料】 円安・株高要因

- ①短期的な景気刺激策: 大型減税・インフラ投資
- ②米国への資金還流策 cf. 米企業の利益 2.5兆\$
- ③金融規制の緩和
- ④金利上昇を支持？

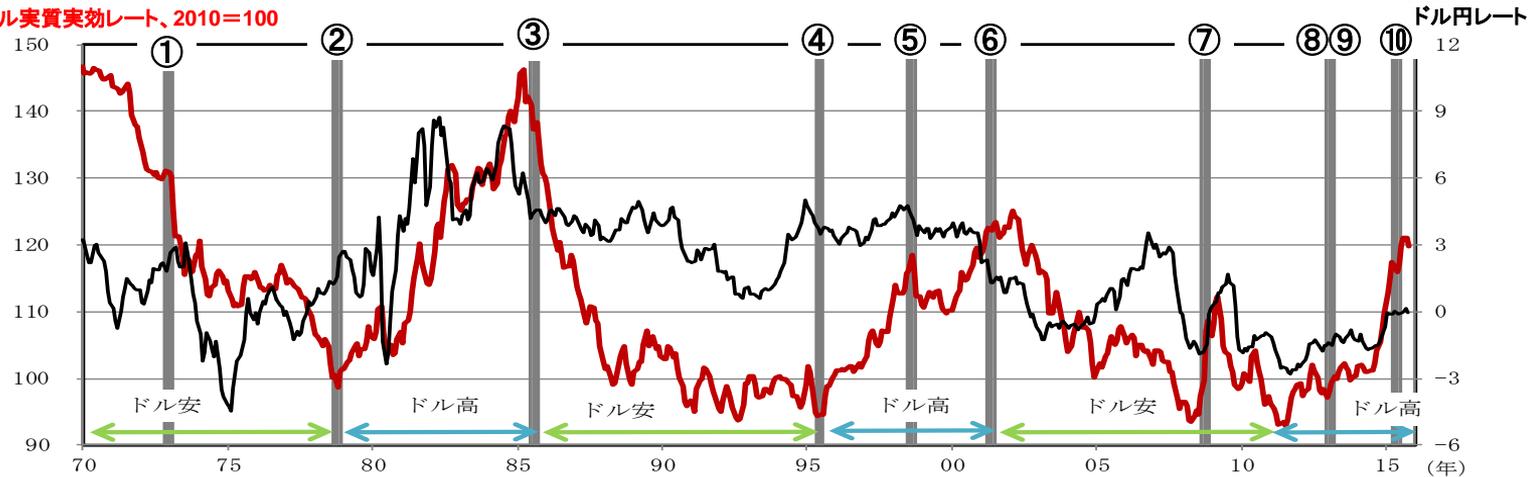
## 【悪材料】円高・株安要因

- ①「双子の赤字」(財政赤字・経常赤字)
- ②米通貨当局の通貨戦略: 「ドル安」カード?
- ③「孤立主義」? → 地政学的リスク
- ④「保護貿易主義」?

# ドル相場のサイクル

## 米国の通貨戦略と為替相場のサイクル

ドル実質実効レート、2010=100



	年月	出来事
①	73. 3	変動相場制へ移行
②	78. 11	米国カーター大統領「ドル防衛策」
③	85. 9	プラザ合意「ドル安」政策を採用
④	95. 4	ワシントンG7→7月日米協調介入、11月米国ドル買い介入
⑤	98. 6	日米協調円買いドル売り介入
⑥	01. 3	日銀による量的緩和開始 (-06.3)、日本政府による円売り介入 (01-02)
⑦	08. 9	リーマン・ショック→米国QE (08.11-10.6)、QE2 (10.11-11.6)、QE3 (12.9-13.12)
⑧	12. 12	日本、安倍政権誕生→量的・質的金融緩和 (13.4)、追加緩和 (14.10)
⑨	13. 5	バーナンキショック→12月、テーパリング開始
⑩	15. 3	ECBによる量的緩和開始

(出所) FRB、BIS、Haver Analyticsより大和総研作成

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

# 米国通貨戦略の決定要因

(1) ドル高政策

【弊害】企業業績圧迫→景気悪化(雇用環境悪化)

(2) ドル安政策

【弊害】①トリプル安の懸念(米国債の大部分は外国人が保有)  
②インフレ圧力(ドル1割下落→米CPI +0.8%)

(3) ドル安定化策

(出所)大和総研作成

# リスクシナリオ：日本経済に与える影響

ケース①：米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル 円 増 価 率	5%	▲0.37%	▲0.42%	▲0.48%	▲0.54%	▲0.60%
	10%	▲0.47%	▲0.53%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.70%
	15%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.71%	▲0.76%	▲0.82%
	20%	▲0.72%	▲0.78%	▲0.84%	▲0.89%	▲0.95%
	25%	▲0.86%	▲0.92%	▲0.98%	▲1.04%	▲1.10%

ケース②：リーマン・ショック級の影響を想定したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル 円 増 価 率	5%	▲0.96%	▲0.99%	▲1.02%	▲1.05%	▲1.08%
	10%	▲1.01%	▲1.04%	▲1.07%	▲1.10%	▲1.13%
	15%	▲1.06%	▲1.09%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%
	20%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%	▲1.21%	▲1.24%
	25%	▲1.19%	▲1.22%	▲1.25%	▲1.28%	▲1.31%

(注1) 図表内の数値は、ベンチマークと比較した日本の実質GDPの押し下げ幅（発生後4四半期の平均値）。

(注2) ケース①は米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下（世界の実質GDPの水準が▲0.2%低下）したケース、ケース②はリーマン・ショック級の影響を想定（世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下）したケース

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

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

# 欧州金融機関に大きな負荷が生じた場合、 世界GDPは最大2.7%、日本のGDPは最大1.9%減少

## 欧州金融機関に負荷が生じた際の、金融市場を通じた世界経済への影響

		デレバレッジ 割合	貸し出し変化額			世界GDP 変化割合	日本GDP 変化割合
			合計	国内	海外		
			Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR	%	%
欧州金融機関に過度な負荷が生じたケース (EBAストレステストの adverse scenarioを想定。)	シナリオ①	100%	-3,453	-2,310	-1,142	-2.7	-1.9
	自己資本比率を	50%	-1,882	-1,259	-623	-1.5	-1.0
	2015年末の水準まで回復	30%	-1,224	-818	-405	-1.0	-0.7
	シナリオ②	100%	-2,034	-1,361	-674	-1.6	-1.1
	自己資本比率改善幅が	50%	-1,068	-714	-354	-0.8	-0.6
	シナリオ①の半分	30%	-671	-448	-222	-0.5	-0.4
	シナリオ③	100%	-1,118	-747	-370	-0.9	-0.6
	自己資本比率改善幅が	50%	-573	-383	-190	-0.4	-0.3
	シナリオ①の1/4	30%	-353	-236	-117	-0.3	-0.2

(注1) 貸出額は、BISのConsolidated banking statisticsのうち、Foreign ClaimsとDomestic Claimsの額を使用。

(注2) EBAストレステスト(2016年)では、①グローバル金融市場におけるリスクプレミアム拡大の巻き戻し、②低成長、低金利環境の継続に伴う銀行、保険業界の収益悪化、③公的機関、非金融民間企業の債務懸念の増幅、④急速に拡大するシャドーバンキング部門への波及、という負荷が想定されている。

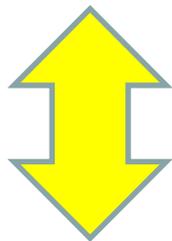
(注3) シナリオ①では、EBAストレステスト(2016年)のadverseシナリオにおける2018年末自己資本比率を、2015年末自己資本比率程度まで改善させるケースを想定。シナリオ②では、CET 1 ratioの改善幅がシナリオ①の半分、シナリオ③では1/4になるケースを想定。

(出所) EBA資料、BIS統計等より大和総研作成

# 中国経済を取り巻く環境（イメージ）

◎金融面での過剰：1000兆円弱？

◎設備ストックの過剰：550兆円以上？

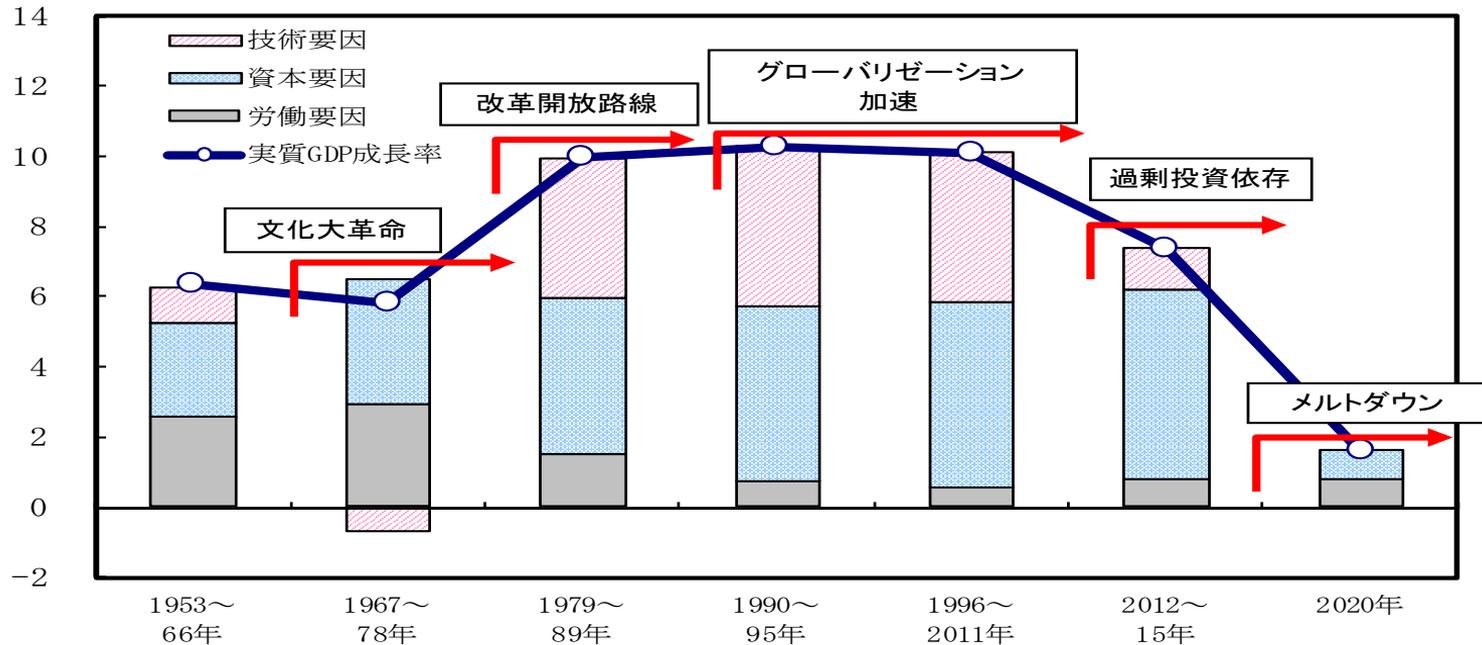


◎財政出動余地：600～800兆円？

# 「メルトダウン」シナリオ：潜在成長率が1.6%まで低下

## 中国：実質GDP成長率の要因分解

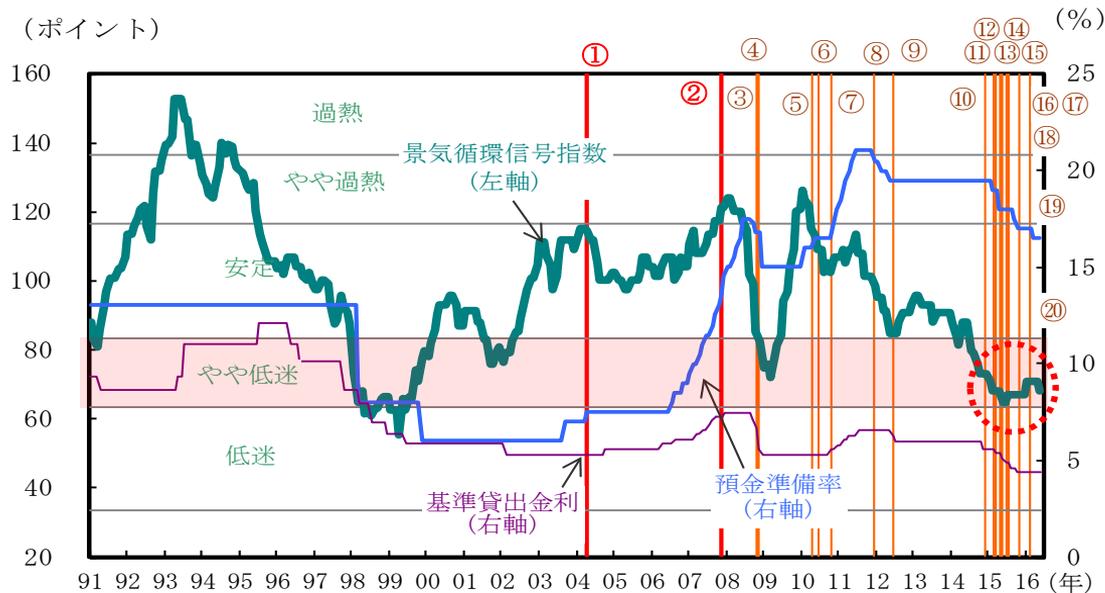
(実質GDP成長率：年率%)



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

# 中国：短期的にはカンフル剤で景気を下支え

## 中国：景気循環信号指数

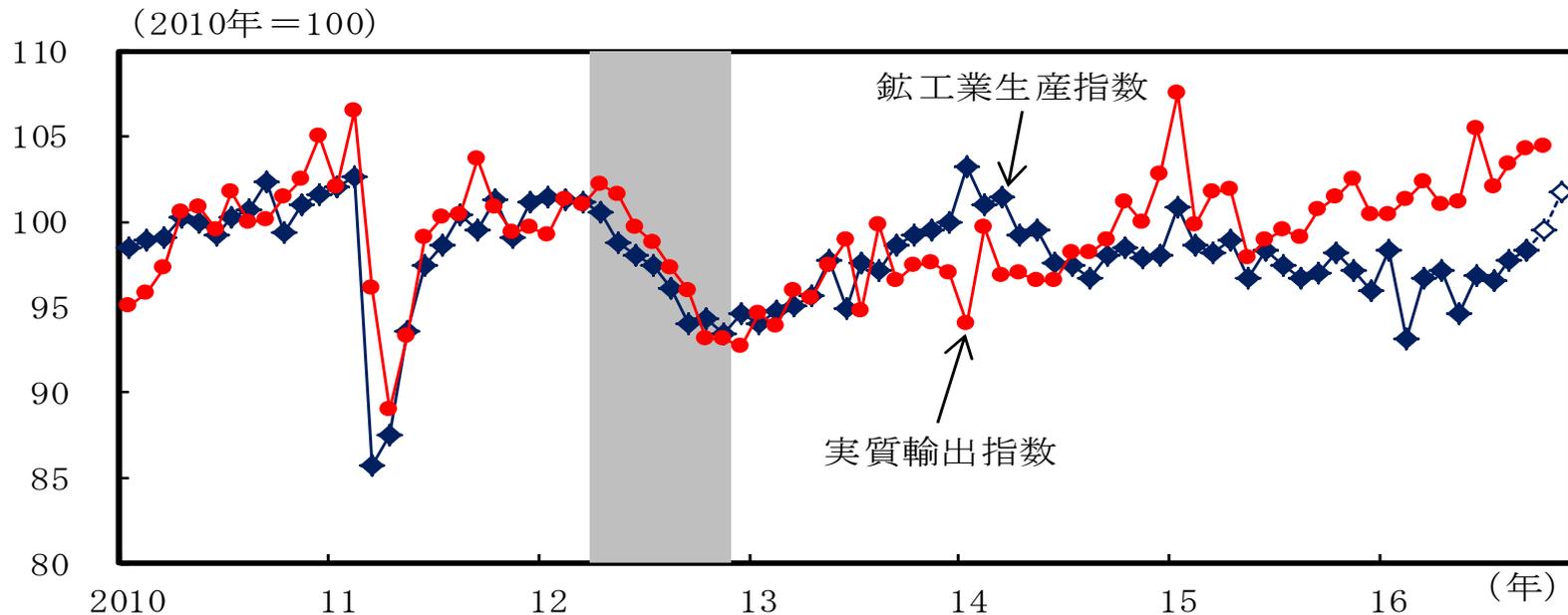


(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

- ①2004/4 総量規制強化
- ②2007/10 総量規制強化
- ③2008/10 総量規制緩和
- ④2008/11 4兆元の財政政策を発表
- ⑤2010/4 不動産規制強化
- ⑥2010/6 人民元の弾力化
- ⑦2010/10~2011/7 利上げ
- ⑧2011/12 預金準備率引き下げ
- ⑨2012/6 利下げ
- ⑩2014/11 利下げ
- ⑪2015/2 預金準備率引き下げ
- ⑫2015/3 利下げ
- ⑬2015/4 預金準備率引き下げ
- ⑭2015/5 利下げ
- ⑮2015/6 利下げ
- ⑯2015/6 預貸率上限撤廃
- ⑰2015/7 株価維持策実施
- ⑱2015/8 預金準備率引き下げ、利下げ
- ⑲2015/10 預金準備率引き下げ、利下げ
- ⑳2016/2 預金準備率引き下げ

# 日本経済には「踊り場」脱却の兆し？

## 実質輸出と鉱工業生産

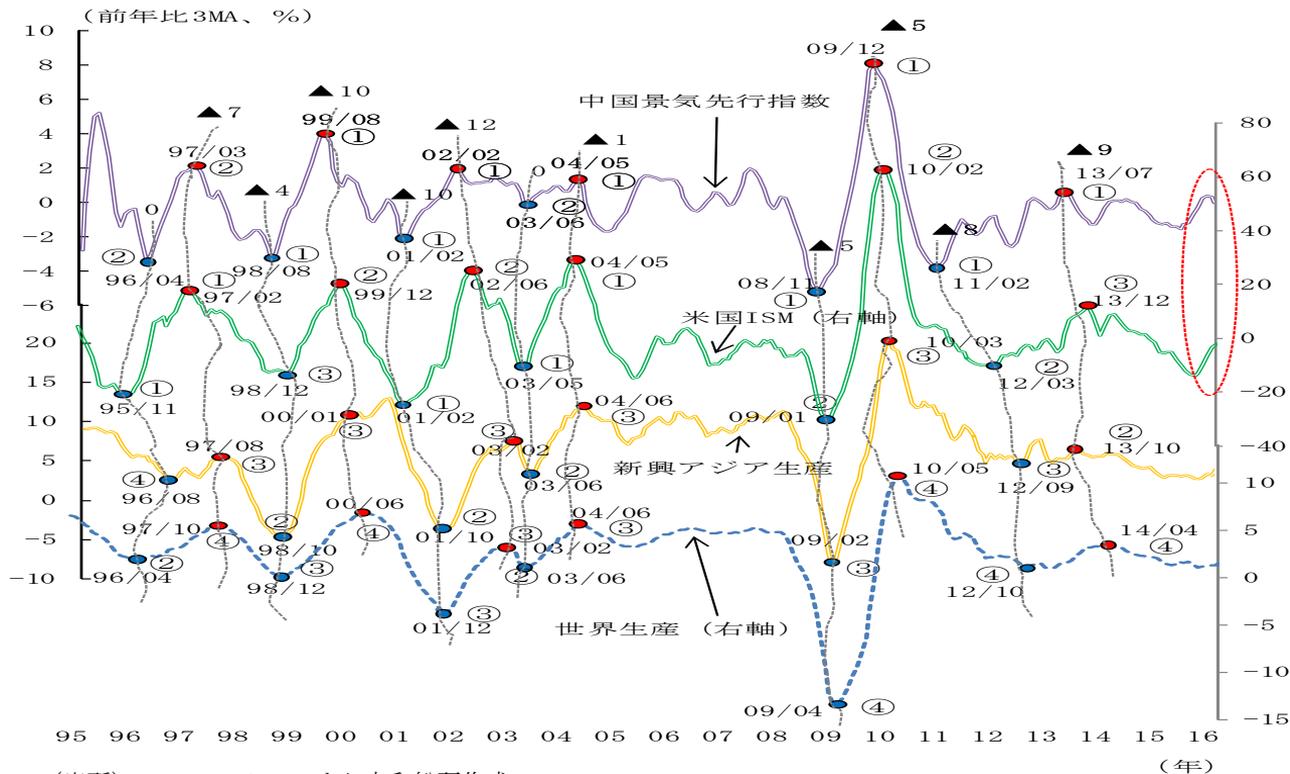


(注) シャドーは景気後退期。鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

# 世界生産の先行指標に改善の動き

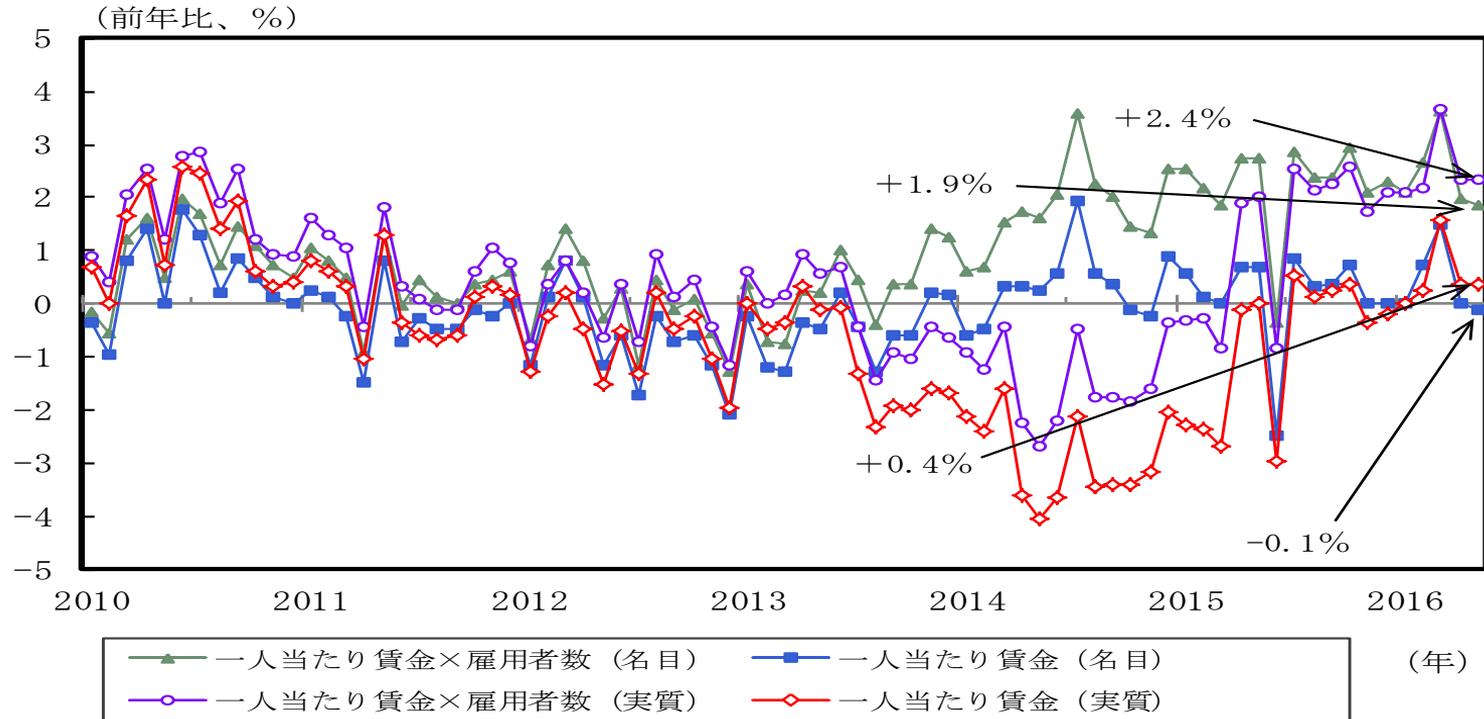
## 世界生産に先行する中国景気先行指数と米国ISM製造業景況感指数



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

# 好材料①: 実質賃金はプラスに転換

## 一人当たり賃金とマクロの賃金



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

# 好材料②：原油安が日本経済を下支え

## 原油価格の変動が日本経済に与える影響

		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入	名目GDP	GDPデフ レーター	GDP成長率
		%	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオ との差	2015年度	0.69	1.11	2.64	2.88	0.47	3.51	3.16	2.45	0.49
	2016年度	0.85	1.28	2.98	4.04	0.66	4.43	4.23	3.35	0.16
	2017年度	0.90	1.32	3.35	4.66	0.73	4.78	4.77	3.84	0.05
WTI=70ドルシナリオ との差	2015年度	0.34	0.59	1.32	1.15	0.24	1.72	1.22	0.88	0.27
	2016年度	0.51	0.84	1.72	2.07	0.42	2.66	2.09	1.57	0.18
	2017年度	0.56	0.88	1.96	2.57	0.49	2.97	2.50	1.93	0.05

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

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

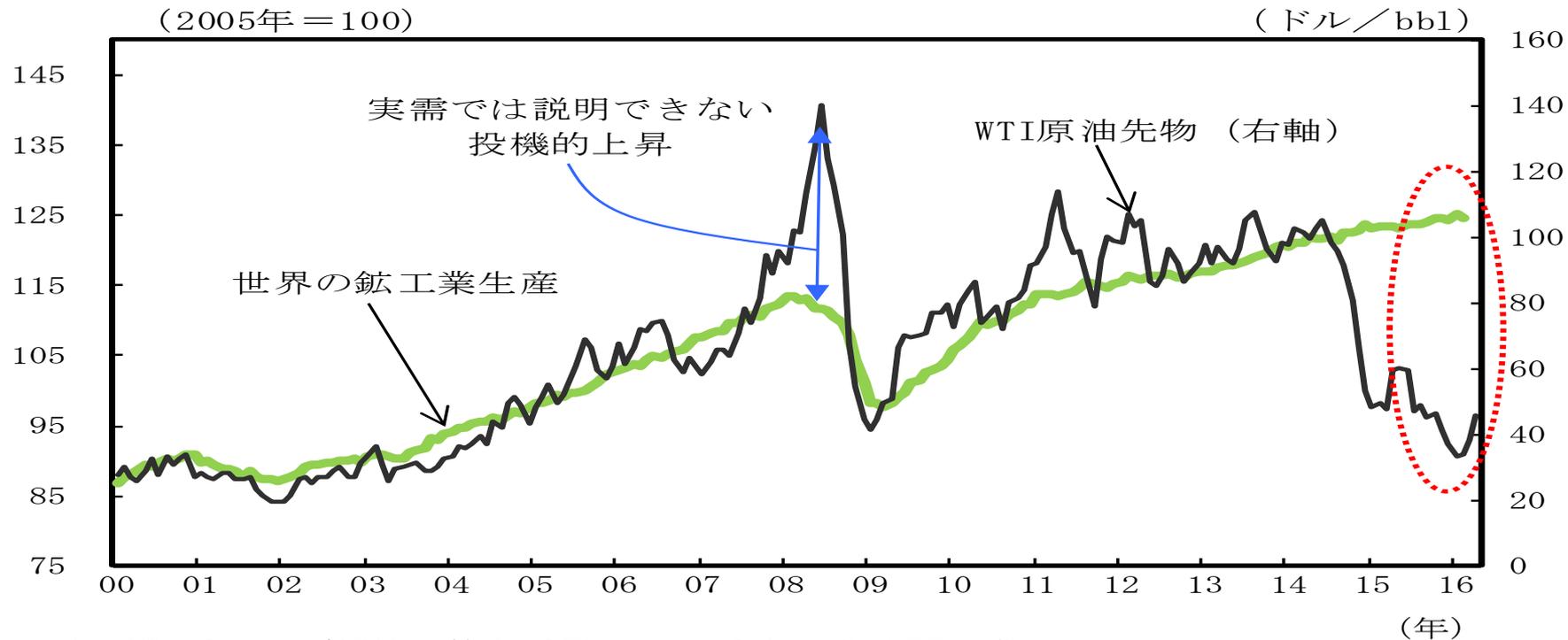
(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

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

(出所) 大和総研作成

# 世界経済と原油価格

## 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

# 好材料③：安倍政権による経済対策

## 「未来への投資を実現する経済対策」の中身と財政規模

	事業規模	財政措置	国・地方の歳出	
			国・地方の歳出	財政投融资
I. 一億総活躍社会の実現の加速	3.5兆円程度	3.4兆円程度	2.5兆円程度	0.9兆円程度
II. 21世紀型のインフラ整備	10.7兆円程度	6.2兆円程度	1.7兆円程度	4.4兆円程度
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性 などのリスクへの対応並びに中小企業 ・小規模事業者及び地方の支援	10.9兆円程度	1.3兆円程度	0.6兆円程度	0.7兆円程度
IV. 熊本地震や東日本大震災からの 復興や安全・安心、防災対応の強化	3.0兆円程度	2.7兆円程度	2.7兆円程度	0.0兆円程度
合計	28.1兆円程度	13.5兆円程度	7.5兆円程度	6.0兆円程度

(出所)内閣府資料より大和総研作成

## 2016年度補正予算の見込みとGDP押し上げ効果

	2016年度補正予算	GDP押し上げ効果
I. 一億総活躍社会の実現の加速	0.5兆円前後	0.0%程度
II. 21世紀型のインフラ整備	1.5兆円前後	0.1%程度
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性 などのリスクへの対応並びに中小企業 ・小規模事業者及び地方の支援	0.5兆円前後	0.0%程度
IV. 熊本地震や東日本大震災から の復興や安全・安心、防災対応の強化	2兆円前後	0.1%程度
合計	4.5兆円程度	0.2%程度

(出所)内閣府資料より大和総研作成

# 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 社会保障制度の改革などによる、  
中長期的な財政規律の維持
- ② 経済体質の改善・構造改革（従来の第三の矢）
- ③ 家計部門の所得を改善

# 何故、賃金が低迷しているのか？

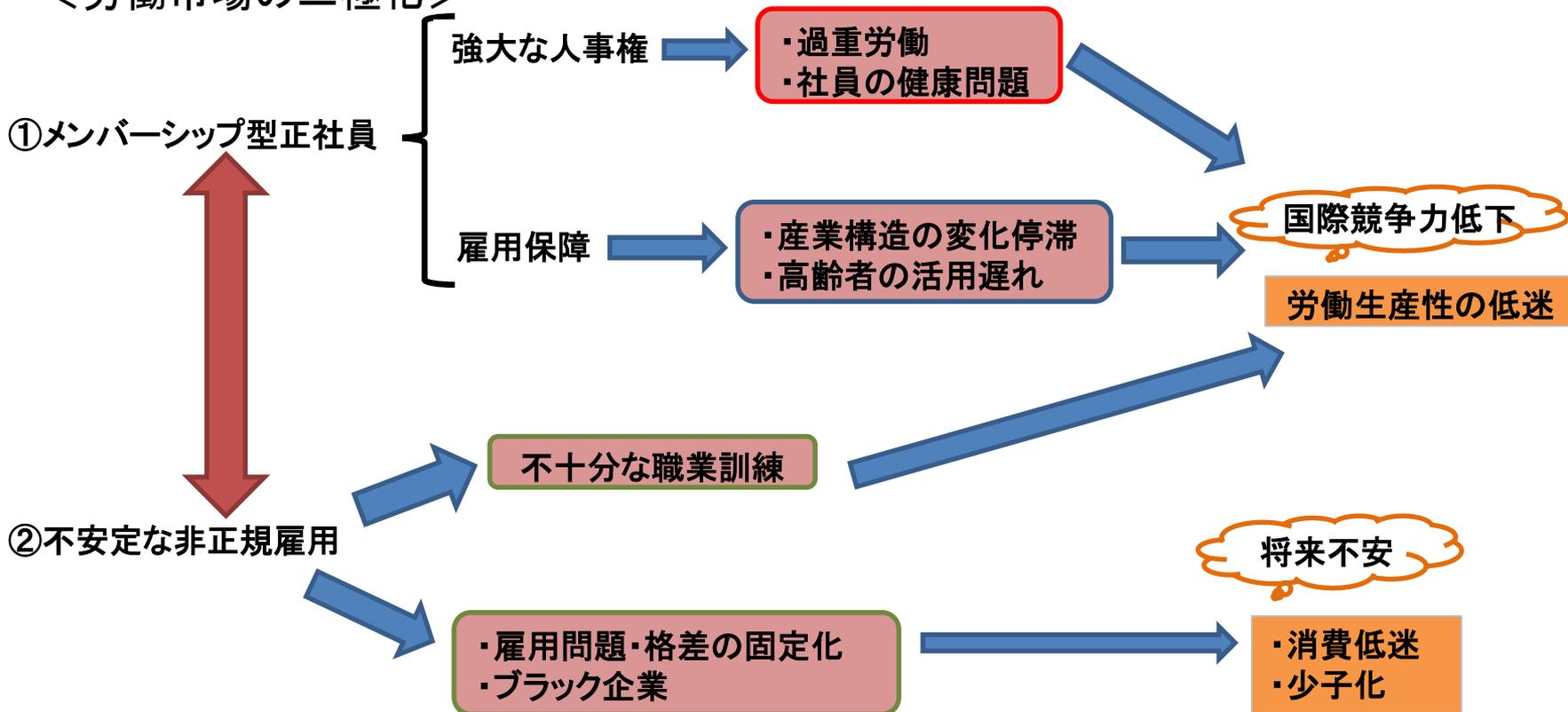
## 時間当たり実質賃金の要因分解

(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

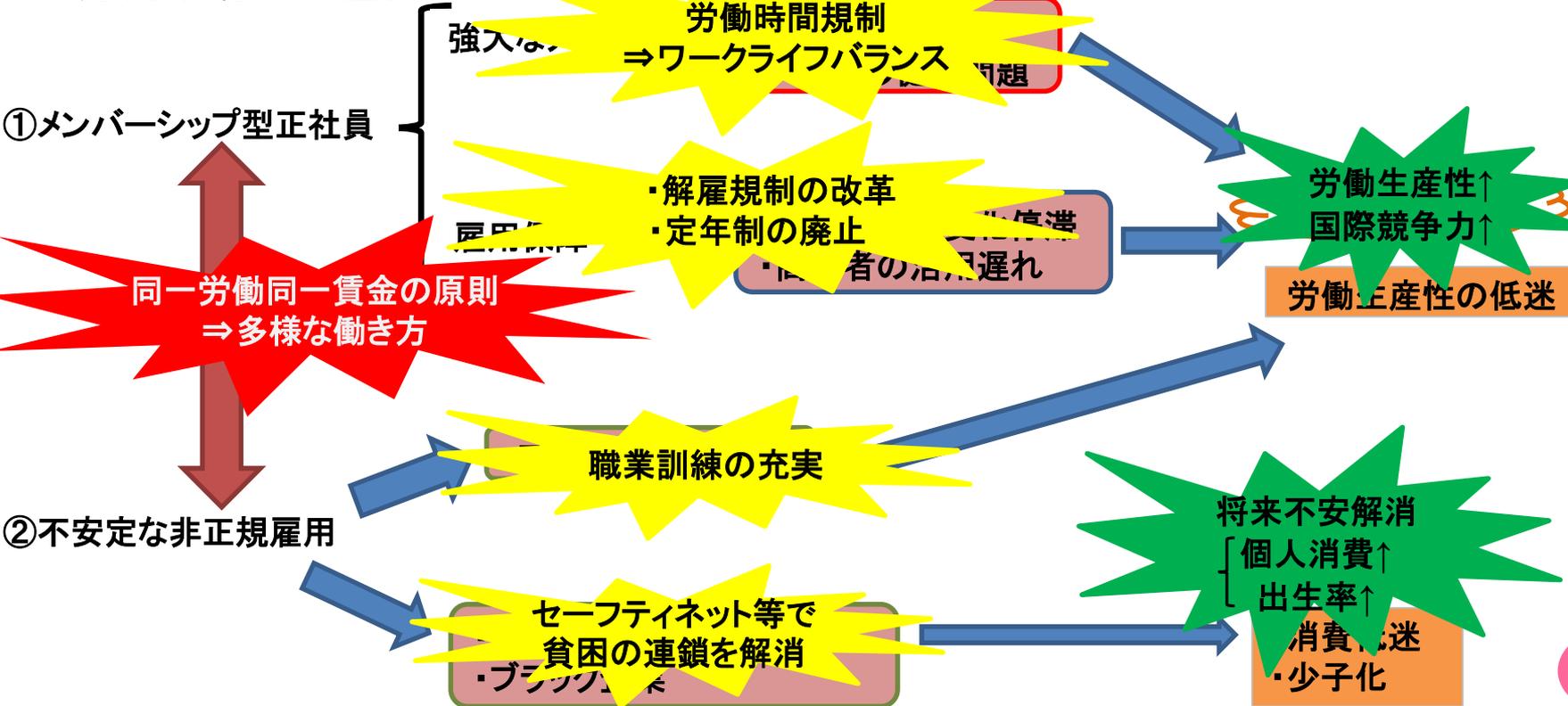
# 日本の労働システムの問題点

## <労働市場の二極化>



# 労働システム改革の全体像

## <労働市場の二極化>



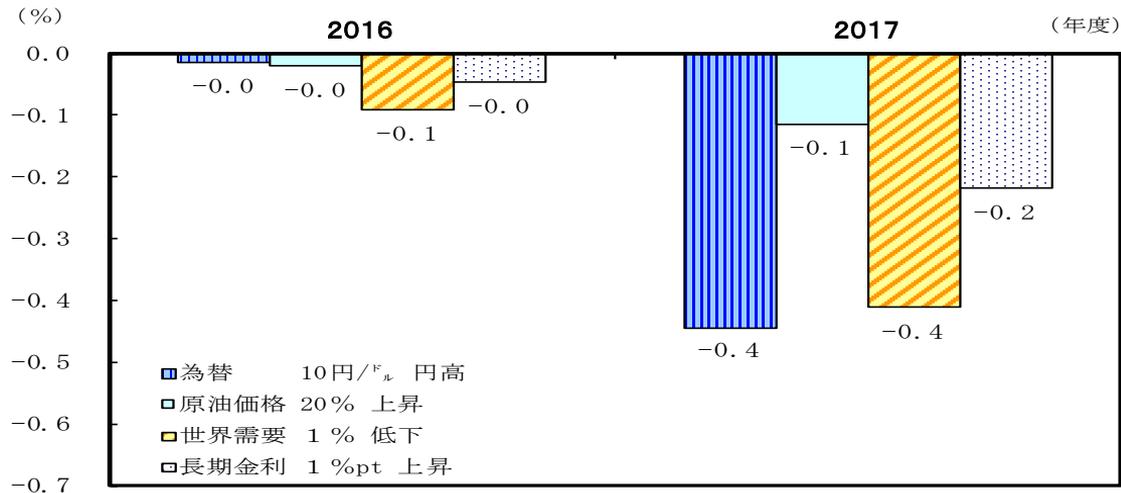
教育費等の支援、税制・社会保障制度改革

安心安全

# 日本経済のリスク要因

- ① トランプ政権の行方
- ② 中国経済の下振れ
- ③ 米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
- ④ 地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」の進行
- ⑤ イギリスのEUからの離脱や欧州金融機関のデレバレッジ

## 実質GDPに与える影響

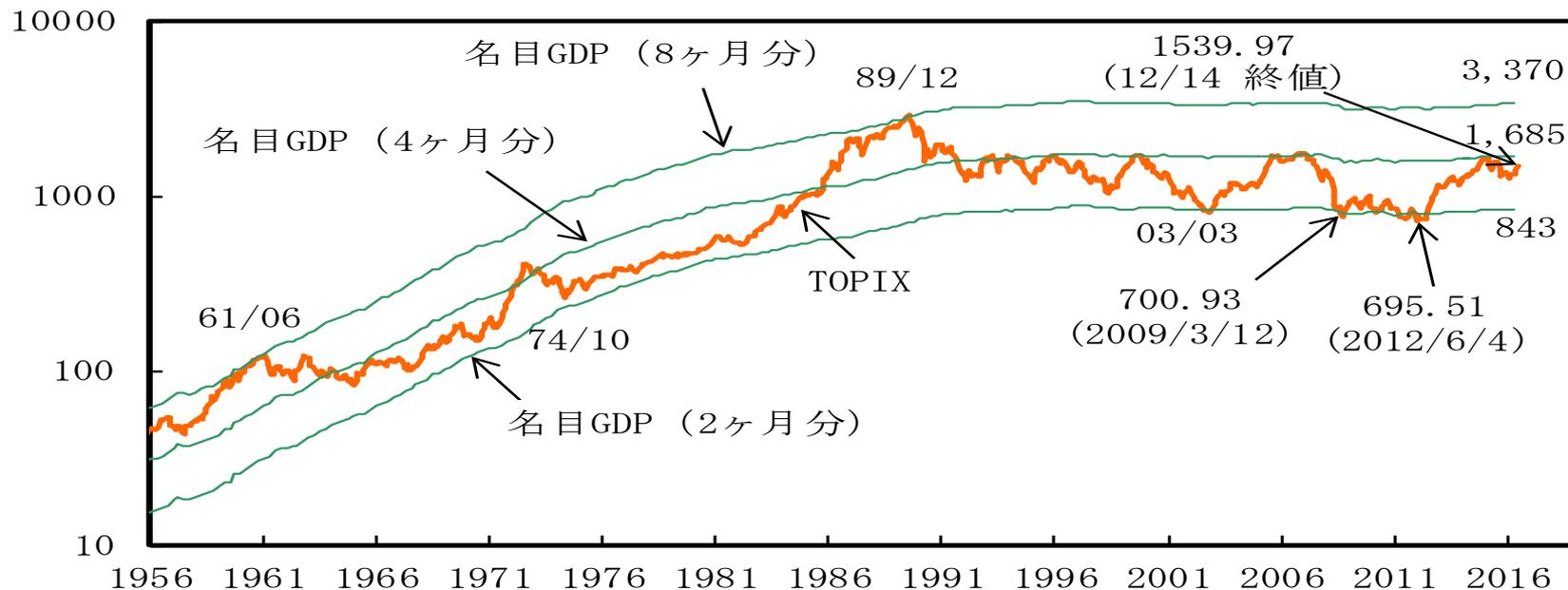


(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。  
 (出所) 大和総研作成

# 現状は「逆バブル」の修正局面

## TOPIXと名目GDP

(TOPIX : pt、GDP : 千億円)

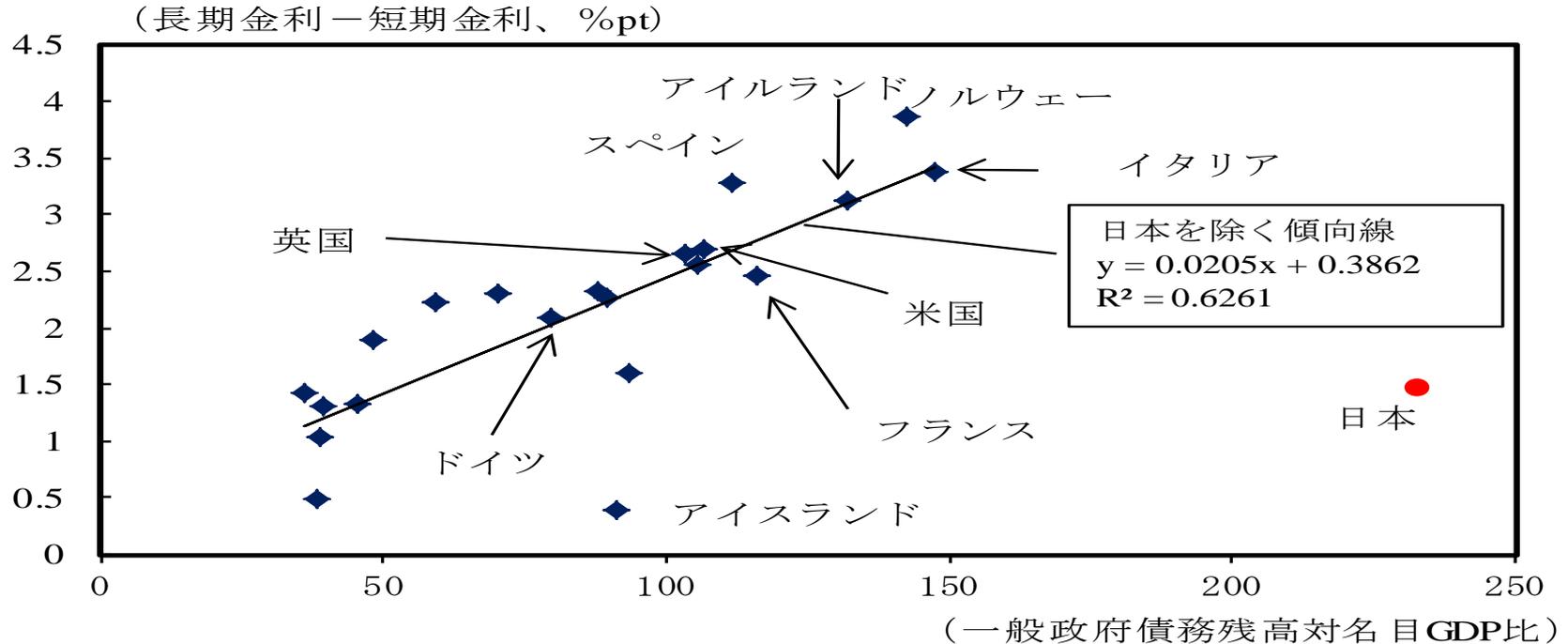


(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成

(年)

# 政府債務残高と長期金利の関係

## OECD諸国の一般政府債務残高と長短スプレッド(2015年)



(出所) OECD統計より大和総研作成

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運用管理費用(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