

2020年の世界経済の潮流と日本経済の行方

2020年1月20日

株式会社大和総研
常務取締役 調査本部 副本部長
チーフエコノミスト
熊谷亮丸

本日、お話する内容

I. 日本経済のメインシナリオ

- ・世界の在庫・ストック循環の状況は？
 - ・日本経済は緩やかな拡大が続く見通し
- 5つの要因が日本経済を下支え

II. 日本経済のリスク要因

III. 日本経済再生に向けて

IV. 金融市場の展望

実質GDP成長率：19年度＝＋0.9%、20年度＝＋0.5%

<<日本経済>>：（2019年12月9日）

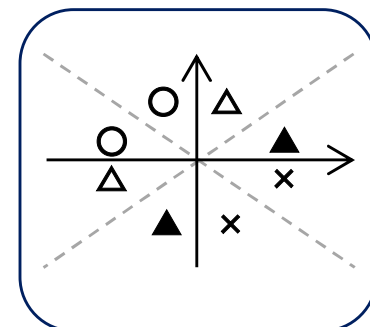
	前年比（%、%pt）				前年同期比（%、%pt）							
	FY17	FY18	FY19 (e)	FY20 (e)	FY17		FY18		FY19		FY20	
					上期	下期	上期	下期	上期	下期 (e)	上期 (e)	下期 (e)
実質GDP	1.9	0.3	0.9	0.5	2.2	1.7	0.4	0.3	1.3	0.4	▲0.0	0.9
内需寄与度	1.5	0.4	1.2	0.5	1.6	1.5	0.2	0.6	1.8	0.7	0.0	0.9
外需寄与度	0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.0	0.5	0.2	0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.2	▲0.0	0.0
民間消費	1.1	0.1	0.5	0.3	1.5	0.7	▲0.1	0.2	1.1	0.0	▲0.3	0.9
民間住宅投資	▲1.4	▲4.9	1.9	▲1.6	2.3	▲5.1	▲8.5	▲1.2	3.7	0.2	▲2.4	▲0.8
民間設備投資	4.3	1.7	1.9	0.9	4.7	3.9	1.8	1.7	2.9	0.9	▲0.0	1.7
政府最終消費	0.3	0.9	2.5	1.2	0.2	0.4	0.9	0.9	2.4	2.7	1.4	1.0
公共投資	0.5	0.6	3.1	0.4	1.0	0.1	1.3	▲0.0	2.5	3.6	0.6	0.2
財・サービスの輸出	6.5	1.6	▲1.7	0.1	7.0	6.0	3.8	▲0.5	▲1.6	▲1.8	▲0.6	0.7
財・サービスの輸入	3.9	2.2	0.4	0.2	3.5	4.4	2.9	1.5	1.2	▲0.5	▲0.3	0.7
名目GDP	2.0	0.1	1.6	1.0	2.1	1.9	0.3	0.0	1.8	1.5	0.7	1.2
名目民間消費	1.5	0.5	0.9	0.7	1.7	1.3	0.5	0.5	1.3	0.4	0.3	1.1
名目民間設備投資	5.0	2.5	2.2	1.2	5.5	4.6	2.6	2.4	3.3	1.4	0.4	1.9
全産業活動指数	1.8	0.8	0.4	0.5	1.9	1.8	0.8	0.7	0.6	▲0.1	0.3	0.9
鉱工業生産	2.9	0.2	▲2.6	0.2	3.5	2.4	0.8	▲0.3	▲1.2	▲4.0	▲1.7	2.2
第3次産業活動指数	1.1	1.1	1.2	0.7	0.9	1.2	1.0	1.3	1.8	0.9	0.3	0.7
コアCPI	0.7	0.8	0.6	0.3	0.5	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.4	0.1
国内CGPI	2.7	2.2	0.9	1.5	2.4	2.9	2.9	1.6	▲0.1	1.9	2.5	0.5
GDPデフレーター	0.1	▲0.2	0.8	0.5	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.3	0.4	1.0	0.7	0.3
<前提条件>												
ドル/円レート	110.8	110.9	108.6	108.5	111.0	110.6	110.3	111.5	108.6	108.6	108.5	108.5
原油価格（WTI）	53.6	62.9	57.5	57.5	48.2	59.1	68.7	57.1	58.2	56.9	57.5	57.5

（出所）各種統計より大和総研作成

世界の在庫・ストック循環

	世界	日本	米国	欧州	中国
＜在庫循環＞（短期）					
製造業	▲	×	▲	×	×
＜ストック循環＞（中長期）					
設備	△	△	△	○	▲
自動車	▲	△	×	▲	×
住宅	—	×	×	—	—

循環図の評価

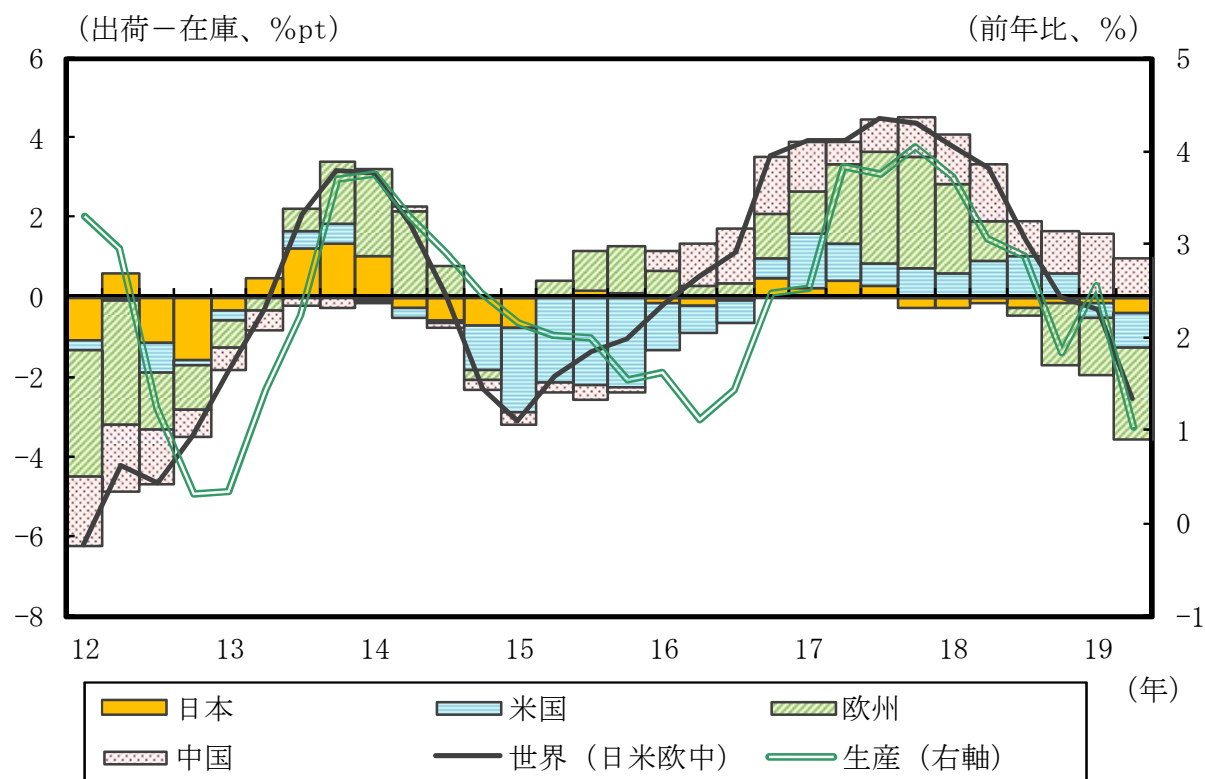


(注)「○、△、▲、×」の評価は大和総研による。

(出所) 大和総研作成

グローバルな出荷・在庫バランス

世界の製造業の出荷・在庫バランスと生産（日米欧中）



(注) GDPのウェイトで合算。欧州：EU28、在庫はDI、出荷は生産の値。

中国：出荷は生産の値、在庫は製造業のPPIで実質化。

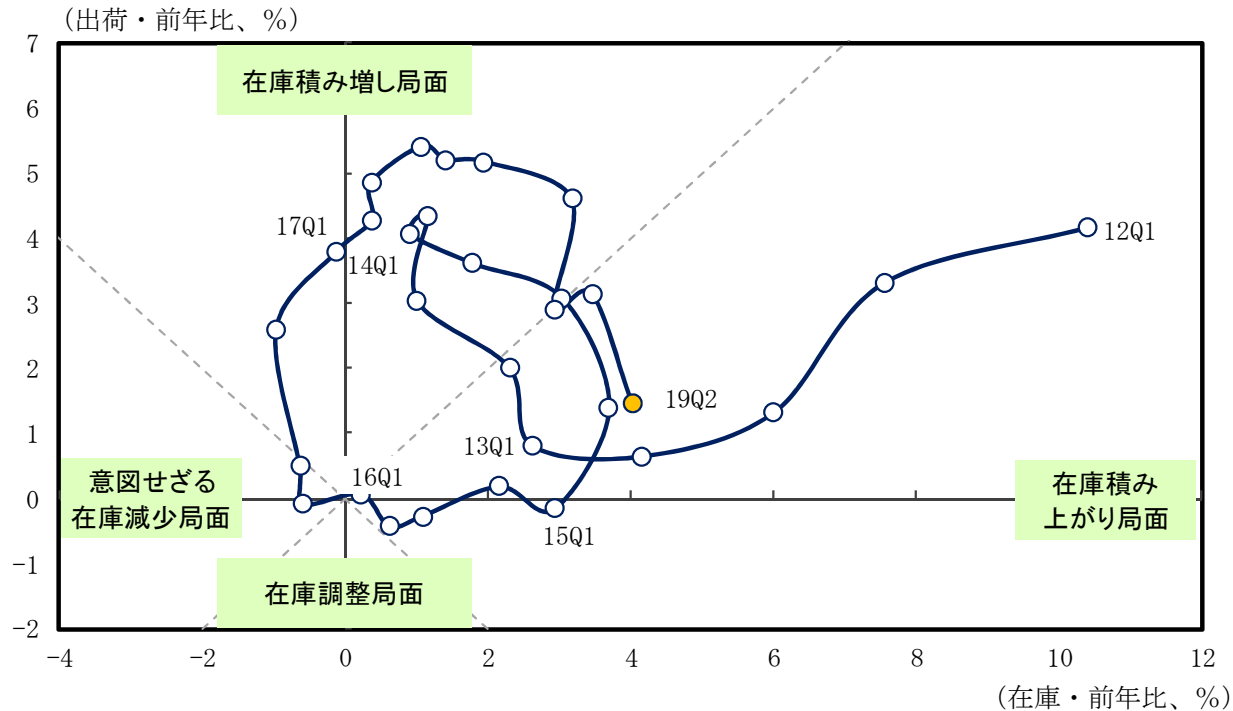
(出所) 経済産業省、米商務省、FRB、欧州委員会、Haver Analytics、中国国家統計局、CEICより大和総研作成

世界

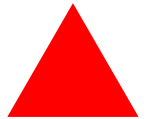


世界の在庫循環は悪化傾向

世界(日米欧中)の製造業 在庫循環



世界



(注) GDPのウェイトで合算。欧州：EU28、在庫はDI、出荷は生産の値。

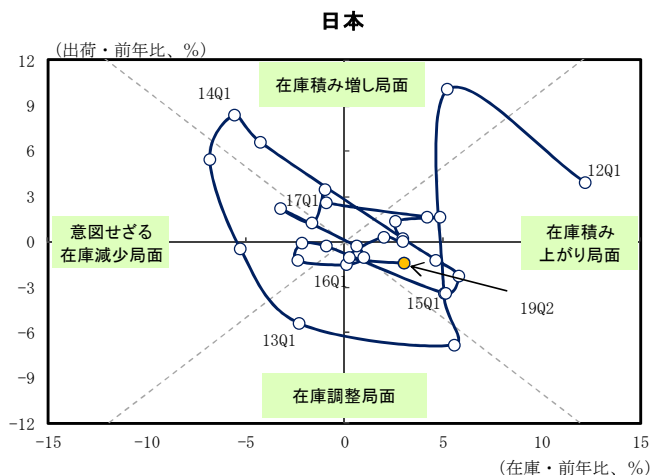
中国：出荷は生産の値、在庫は製造業のPPIで実質化。

(出所) 経済産業省、米商務省、欧州委員会、Haver Analytics、中国国家統計局、CEICより大和総研作成

日・米・欧・中の在庫循環

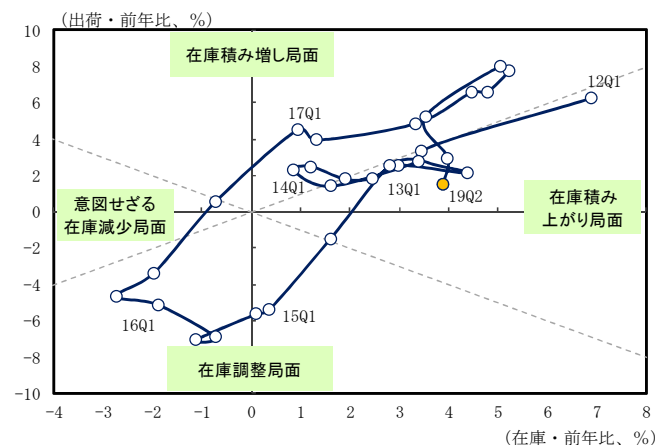
日・米・欧・中の製造業 在庫循環

日本

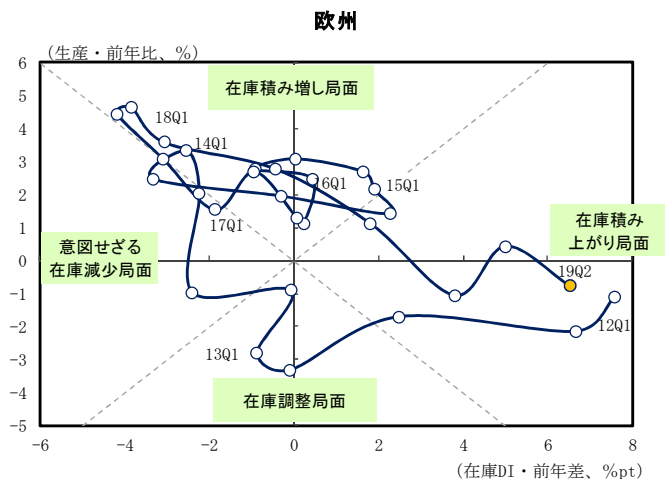


米国

米国

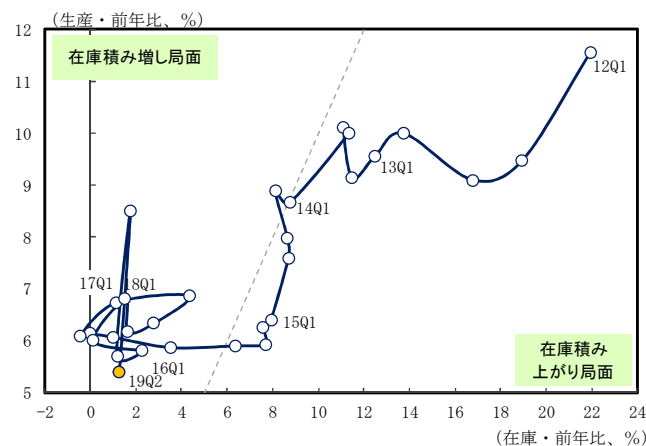


欧州



中国

中国

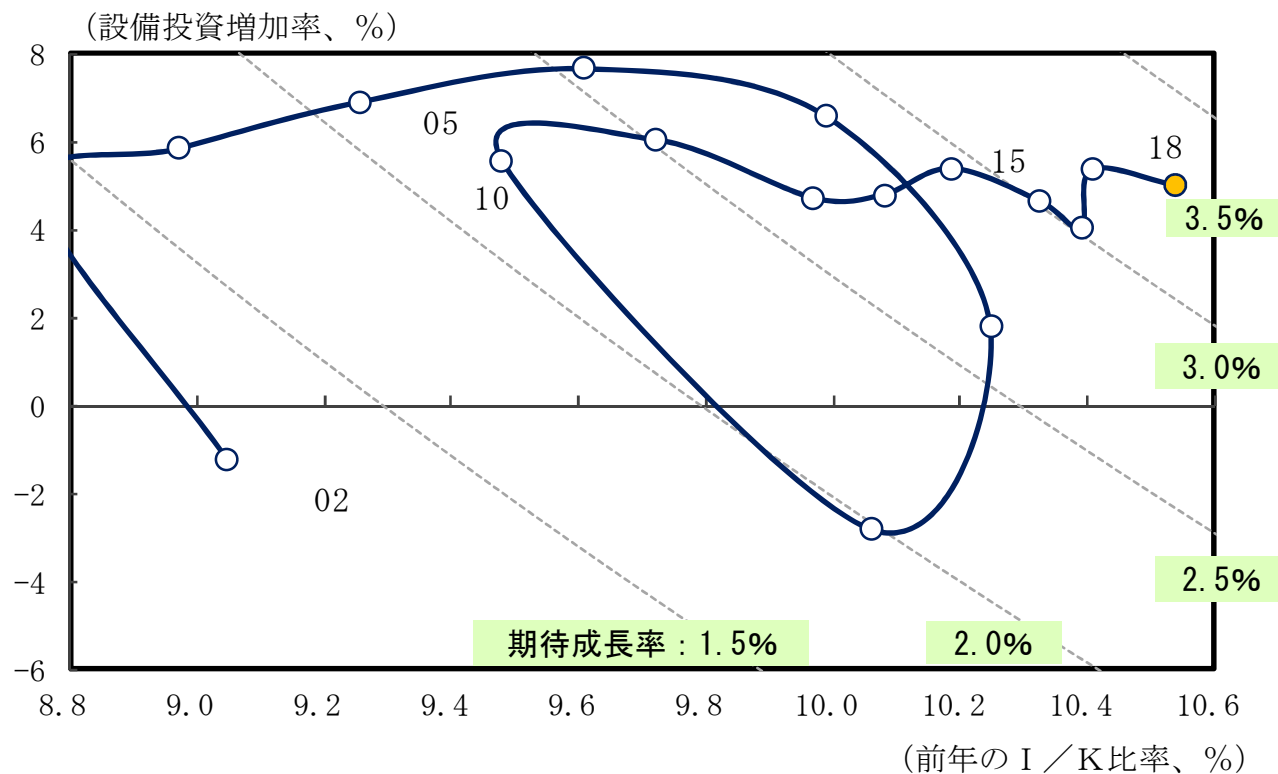


(注) 欧州はEU28、中国の在庫は製造業のPPIで実質化した。

(出所) 経済産業省、米商務省、欧州委員会、Haver Analytics、中国国家統計局、CEICより大和総研作成

世界の資本ストック循環は成熟

世界(日米欧中)の資本ストック循環図



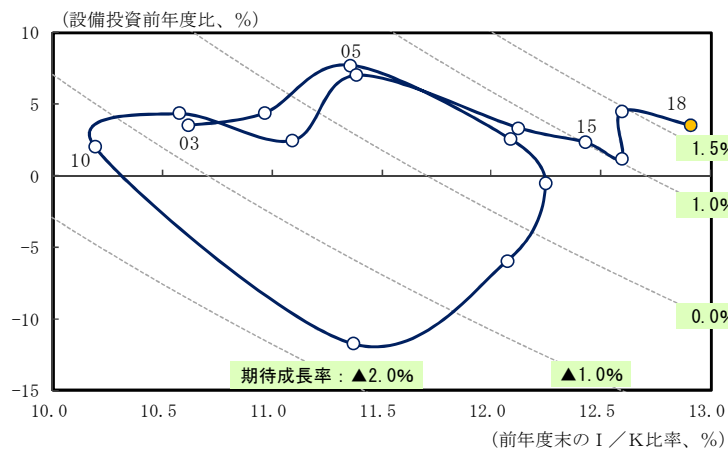
世界
△

(注) GDPのウェイトで合算。
(出所) 各国統計より大和総研作成

日・米・欧・中の資本ストック循環

日・米・欧・中の資本ストック循環図

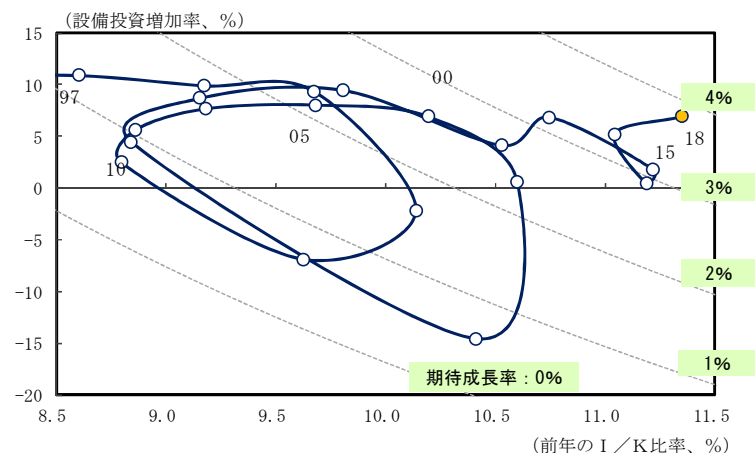
日本



日本



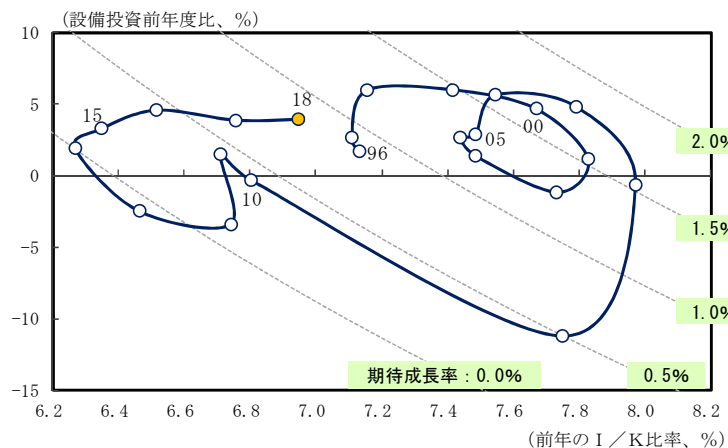
米国



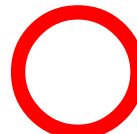
米国



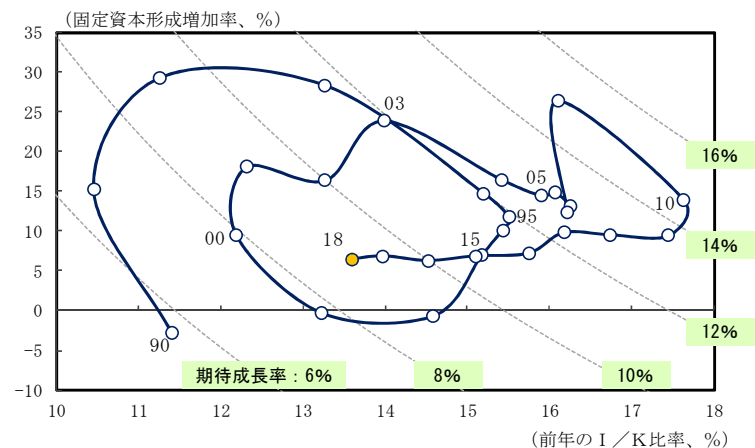
ユーロ圏



欧州



中国



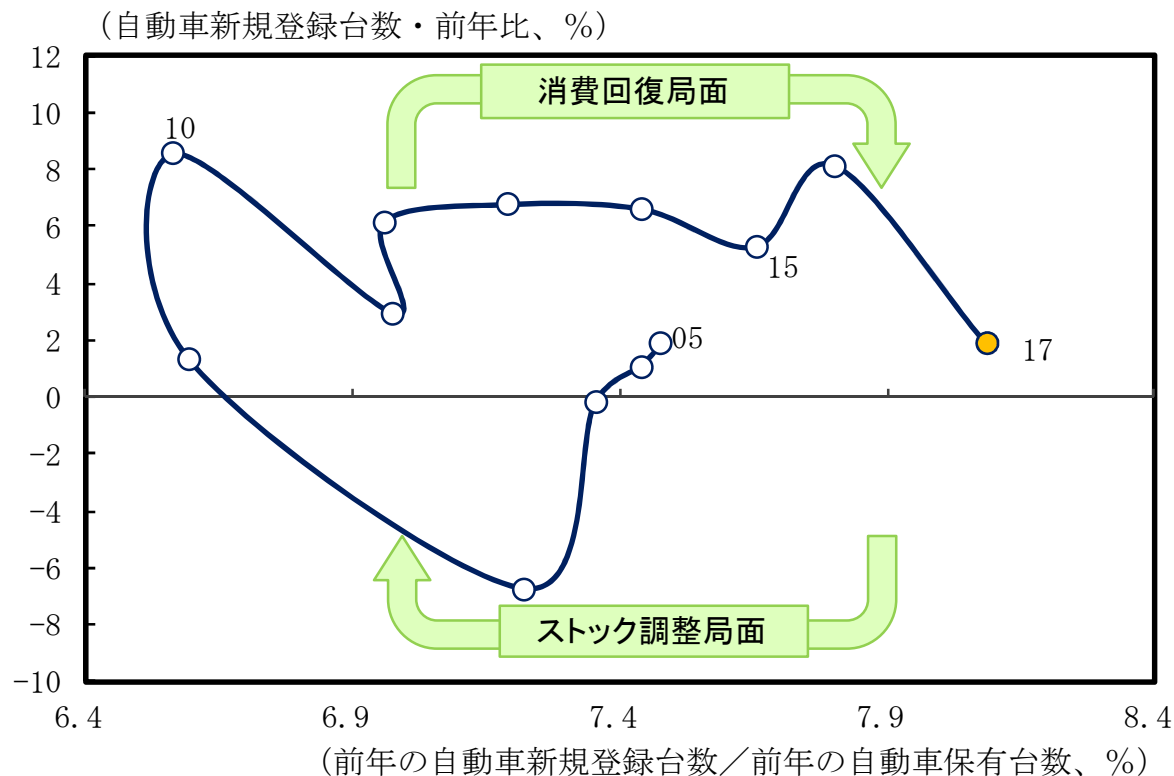
中国



(出所) 内閣府、日本銀行、BEA、欧州委員会、中国統計年報、世界銀行資料、Haver Analytics、CEICより大和総研作成

世界の自動車ストック循環に黄色信号

世界の自動車ストック循環（日米欧中）



世界



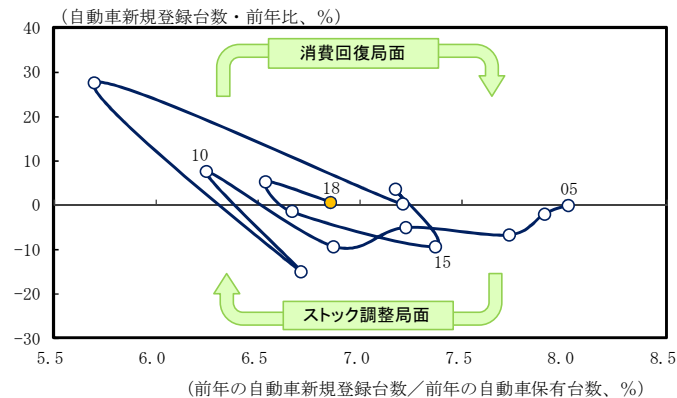
(注) 日米欧中の単純合計。欧州はEU28+EFTA。米国は新規販売台数。中国の2017年の新規登録台数は販売台数を基に大和総研推計。欧州の2004年・2016年の保有台数は大和総研推計。

(出所) 日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、FHWA、BEA、ACEA、OICA、中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

日・米・欧・中の自動車ストック循環

(日本)自動車ストック循環

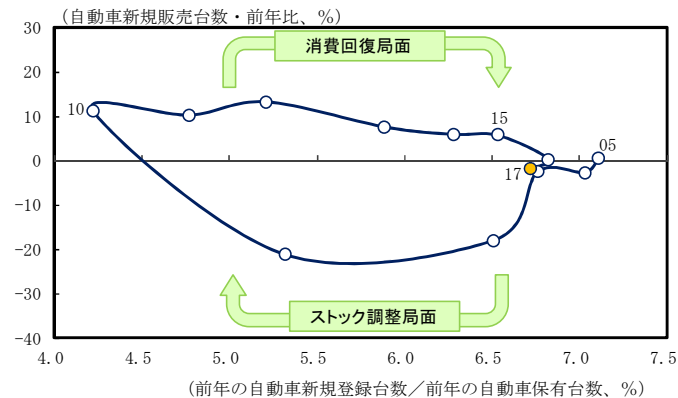
日本
△



(出所) 日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、Haver Analyticsより大和総研作成

(米国)自動車ストック循環

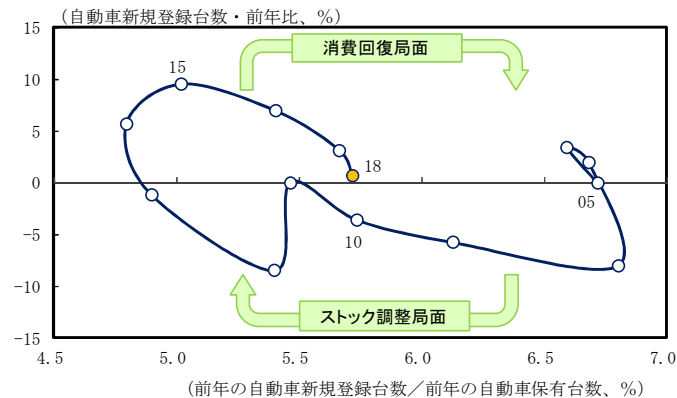
米国
×



(出所) FHWA、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

(欧州)自動車ストック循環

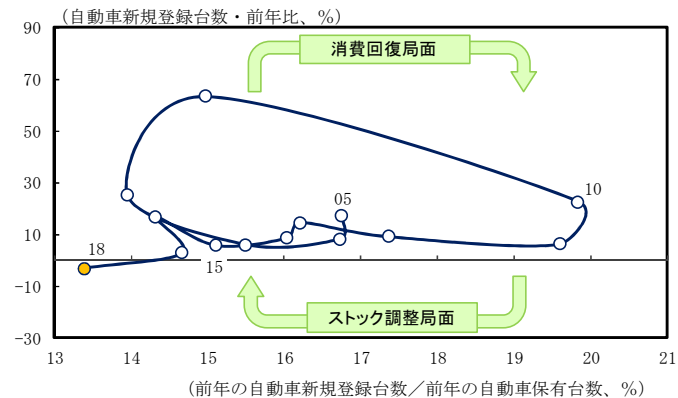
欧州
△



(注) EU28+EFTA. 2004・2016の保有台数は大和総研推計。
(出所) ACEA、OICA、Haver Analyticsより大和総研作成

(中国)自動車ストック循環

中国
×

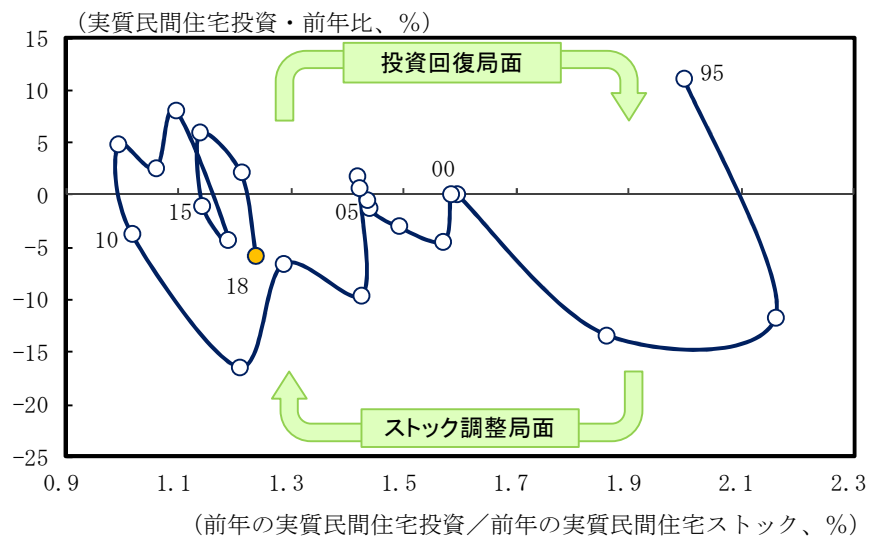


(注) 2017年の新規登録台数は販売台数を基に大和総研推計。
(出所) 中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

日・米の住宅ストック循環

日・米の住宅ストック循環

日本

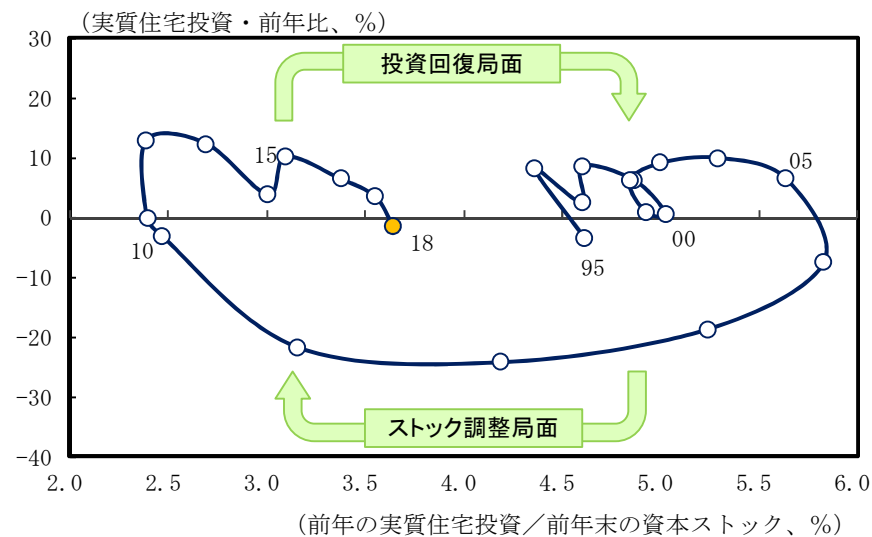


(出所) 内閣府統計、BEAより大和総研作成

日本



米国



米国

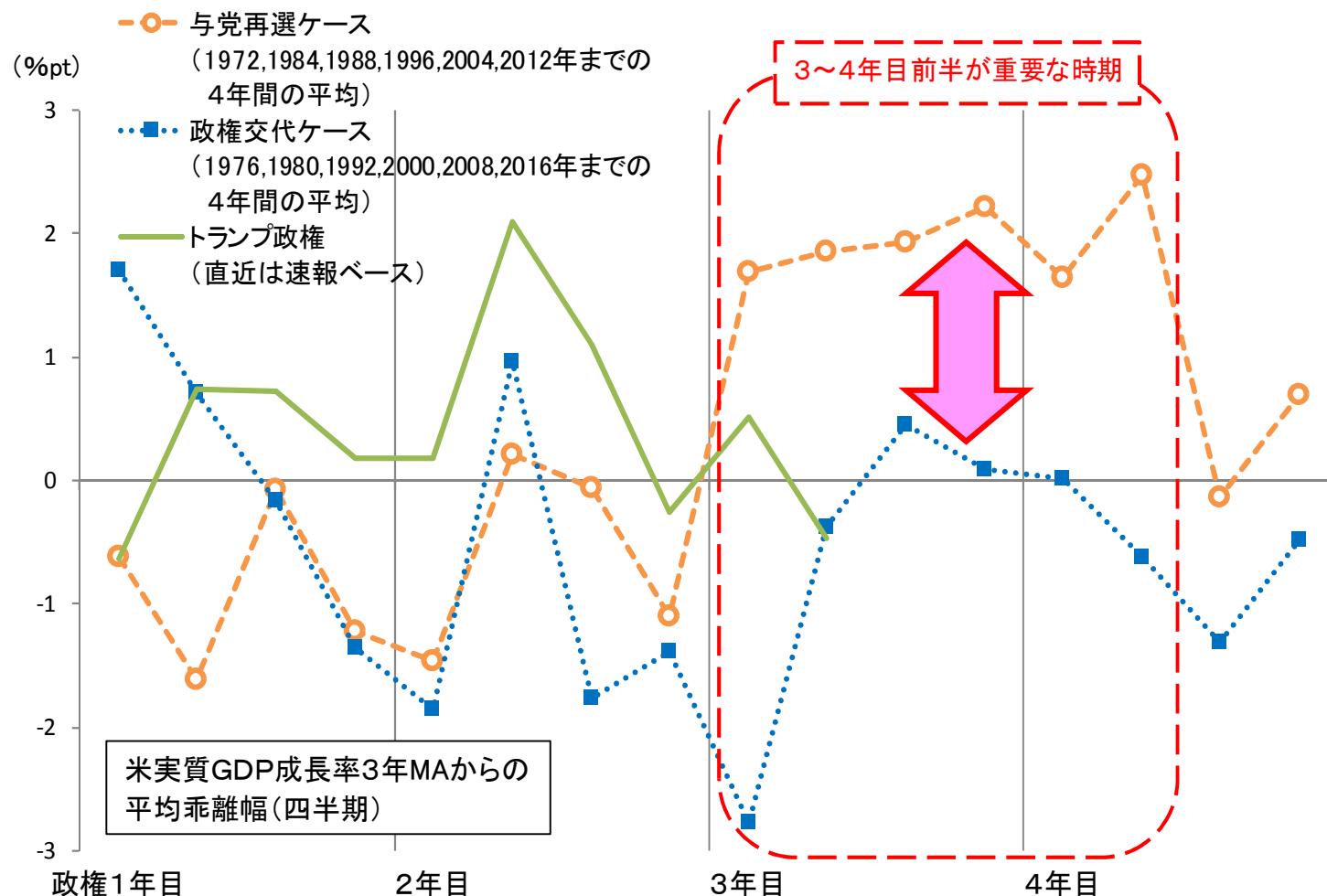


日本経済を下支えする要因

- ① グローバルな政治的ビジネスサイクル
- ② 所得・雇用環境の改善は継続
- ③ 消費増税に伴う景気対策
- ④ 設備投資は概ね底堅く推移する公算
- ⑤ グローバルなITサイクルには底入れの兆し

トランプ再選に向けては成長の再加速がポイント

政権3～4年目前半の成長率が、次期大統領選の結果を分ける傾向

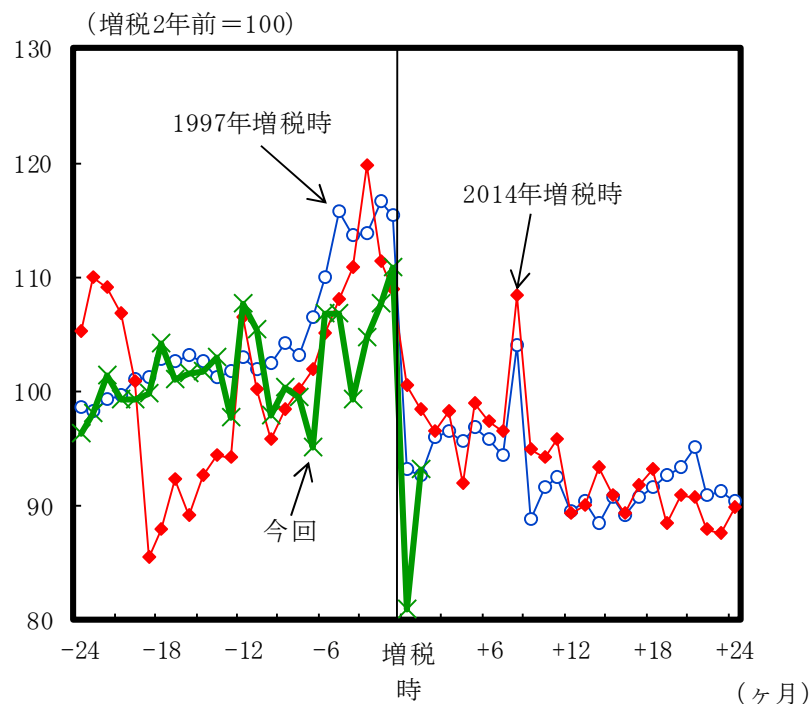


(出所) Bloombergより大和総研作成

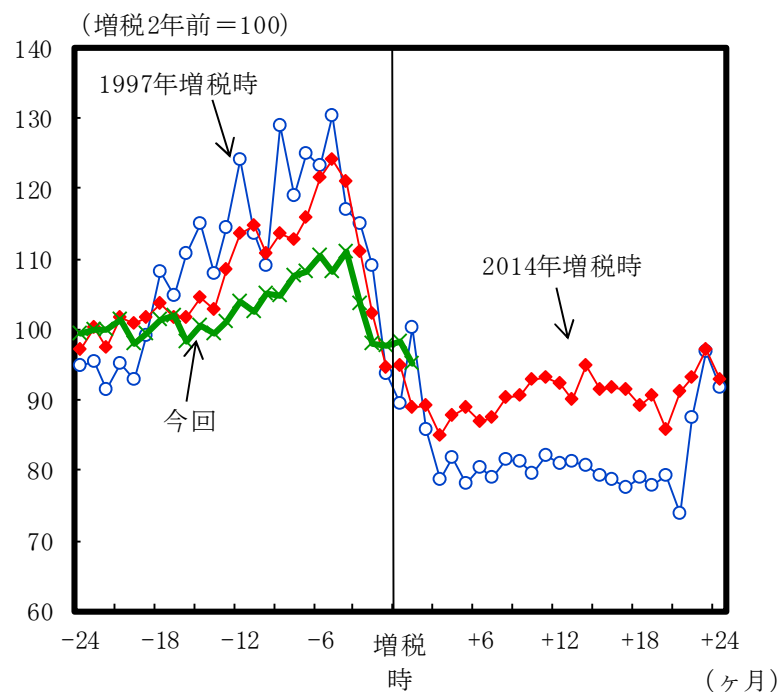
日本：駆け込み需要の発生状況

増税対象項目の需要の推移（前回、前々回の増税時との比較）

新車販売台数



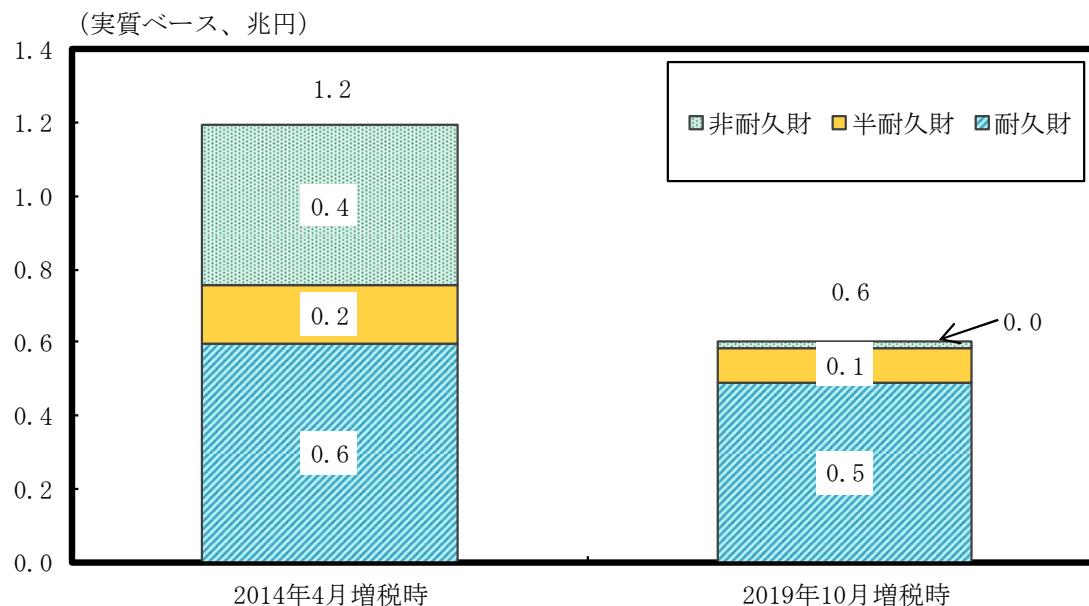
新設住宅着工戸数（持家）



(注) 季節調整値。新車販売台数の季節調整は大和総研。それ以外については消費者物価指数を用いてデフレートした実質値。
(出所) 一般社団法人日本自動車販売協会連合会、総務省、国土交通省より大和総研作成

駆け込み需要は前回の半分程度か？

消費増税の駆け込み需要・反動減の規模

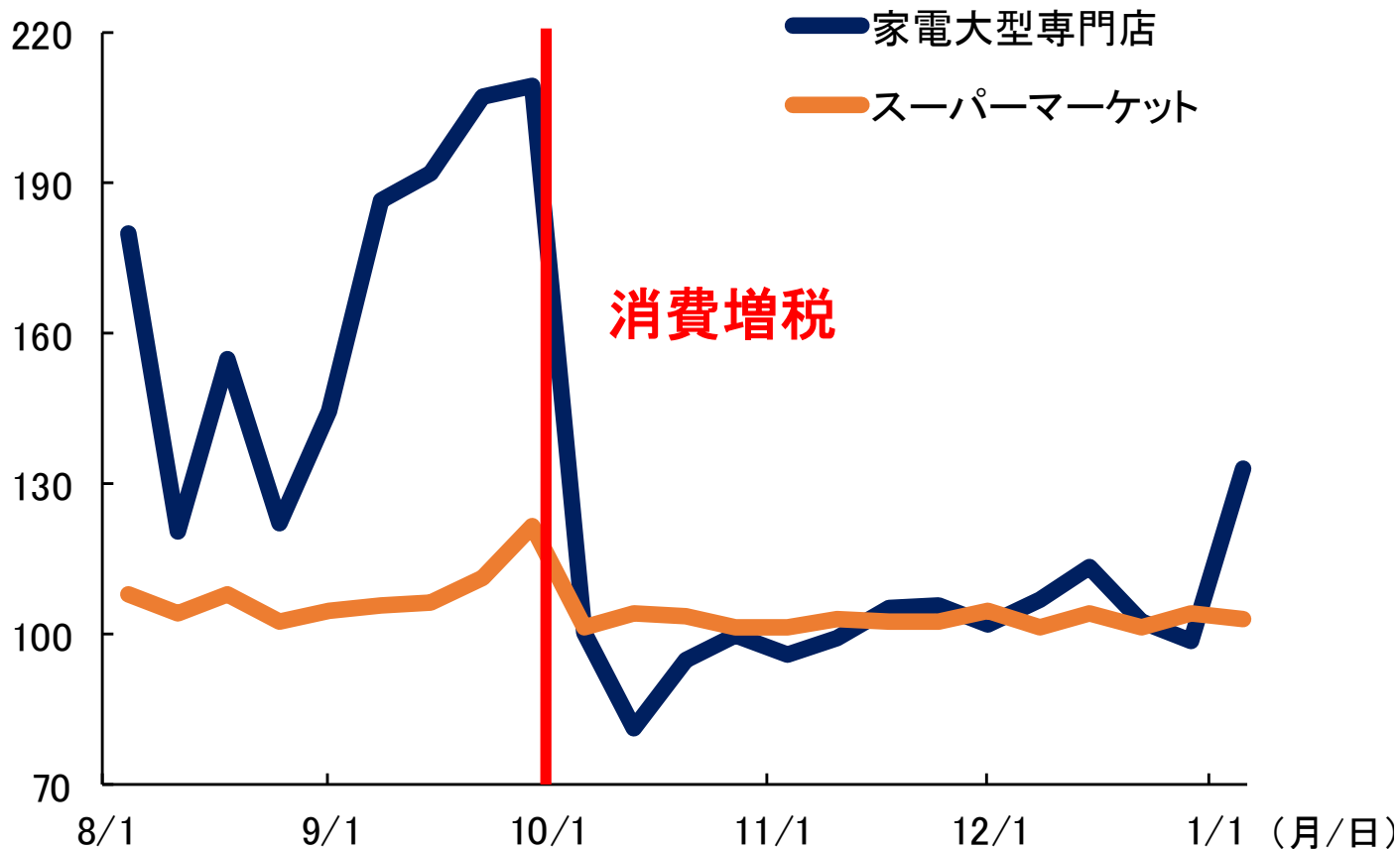


(注) 消費性向トレンド(4四半期中心化移動平均)からの乖離幅をもとに算出。

(出所) 内閣府、日本銀行より大和総研作成

消費増税の影響

(2015年=100)



(注1) 大和総研による季節調整値。

(注2) 直近値は2020年1月5日。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

増税対策と社会保障充実策の実施時期

施策		実施期間						
		2019年	2020年					2021年～
		10月	3月	6月	9月	12月	3月	
消費増税対策	プレミアム付商品券							
	自動車税(環境性能割)の引き下げ							
	自動車税(種別割)の引き下げ	恒久措置						
	住宅ローン減税の減税期間延長							
	すまい給付金の拡充	2021年末まで						
	次世代住宅ポイント							
	キャッシュレス決済時のポイント還元制度							
	マイナンバーカードを利用したポイント還元				2020年9月			
	防災・減災、国土強靱化(公共投資の拡大)							
社会保障の充実策	年金生活者支援給付金、介護保険料の軽減	恒久措置						
	幼児教育・保育の無償化	恒久措置						
	私立高校・高等教育(大学等)の無償化			恒久措置				

(出所) 各種政府資料より大和総研作成

消費増税対策・社会保障の充実策の恩恵

		現役世代							高齢者世帯	
		低所得者				中・高所得者			低所得者	中・高所得者
		子供あり			子供なし	子供あり		子供なし		
		未就学児	小学生 ～高校生	大学生		未就学児	小学生～			
対象者 限定	プレミアム付商品券(2019/10～2020/3)	○	○	○	○	○	×	×	○	×
	幼児教育無償化(2019/10～)	○	×	×	×	○	×	×	×	×
	高等教育無償化(2020/4～)	×	×	○	×	×	×	×	×	×
	私立高校実質無償化(2020/4～)	×	○	×	×	×	○ (注1)	×	×	×
	年金生活者支援給付金・ 介護保険料の軽減(2019/10～)	×	×	×	×	×	×	×	○	×
全員 対象	軽減税率(2019/10～)	購入額の多い世帯ほど恩恵が大きい								
	キャッシュレス決済時のポイント還元 (2019/10～2020/6)									
購入者 対象	自動車関連減税(2019/10～2020/9)									
	住宅関連施策									

(注1) 私立高校実質無償化の対象者は、「道府県民税所得割額」と「市町村民税所得割額」の合算額が50万7,000円未満の世帯。目安として、年収590万未満の世帯とされる。

(注2) 上記の対策の他、マイナンバーカードを利用したプレミアムポイントも導入予定である。

(出所) 各種資料より大和総研作成

テールリスクの日本経済への影響

テールリスクが実質GDPに与える影響度（内訳）

リスクシナリオ	%
①トランプ政権の迷走（保護貿易主義、「ドル安カード」等）	▲0.3
②中国経済の想定以上の減速	▲0.9
③Brexitの悪影響等による欧州経済の悪化	▲0.7
④中東情勢の深刻化	▲0.8
計（①～④）	▲2.7

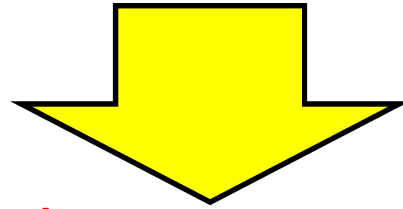
（注1） 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。

（注2） 厳密には、各リスクシナリオの影響度を単純に合算できない点に留意が必要。

（出所） 大和総研作成

米中摩擦について

- ①一般論としては、経済構造から見て、中国の分が悪い
- ②「関税のブーメラン効果」→米国に不利
- ③米国には多様な政策カード・交渉カードが残る



◎米中摩擦は二層構造

- ①二国間の貿易赤字の問題
- ②体制間の争い: 資本主義vs共産主義
 - 産業補助金、国有企業のサポート、強制的な技術移転、データ利活用のルール、サイバーテロ、不公正な貿易慣行、知的財産権の保護 等

米中貿易摩擦

- 中国のデメリットが大きい理由

①経済規模

②製造業のウェイト

③GDPに占める相手国への輸出額の割合

④中国経済は加工貿易型

米中経済構造の比較

	米国	中国
経済規模(名目GDP、10億ドル、2017年)	19,391	12,022
付加価値に占める製造業のウェイト(%、2017年)	11.6	29.9
GDPに占める対米/中輸出の割合(%、2017年)	0.7	3.6
中間財、原料輸入がGDPに占める割合(%、2016年)	5.2	9.2

(出所)BEA、中国国家统计局、IMF、CEIC、Haver Analytics、RIETI-TID2016より大和総研作成

中国側の3つの選択肢

① 屈服

② 本気の反撃

③ 持久戦（籠城戦）

【中国側のねらい】

① 関税のブーメラン効果

GDPへの影響	米国	中国
第1弾+第2弾	-0.06%	-0.10%
第3弾	-0.29%	-0.25%
第4弾（10%）	-0.40%	-0.30%
第4弾	-0.55%	-0.36%

（出所）大和総研作成

② 民主主義国家の制約

一米大統領の任期は最長8年

米中摩擦の影響

米中関税引き上げの影響試算

	第3弾		第4弾			
			10%関税		25%関税	
米中 財政出動	なし	あり	なし	あり	なし	あり
米国	▲0.29	0.00	▲0.40	0.01	▲0.55	0.01
中国	▲0.25	▲0.04	▲0.30	▲0.08	▲0.36	▲0.13
日本	▲0.13	▲0.01	▲0.17	▲0.01	▲0.22	▲0.02

(注1) 制裁関税の内容は下記の通りと仮定する。

第3弾 米国：2,500億ドルに25%、中国：500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%

第4弾 (10%) 米国：2,500億ドルに25%、3,000億ドルに10%、中国：500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%

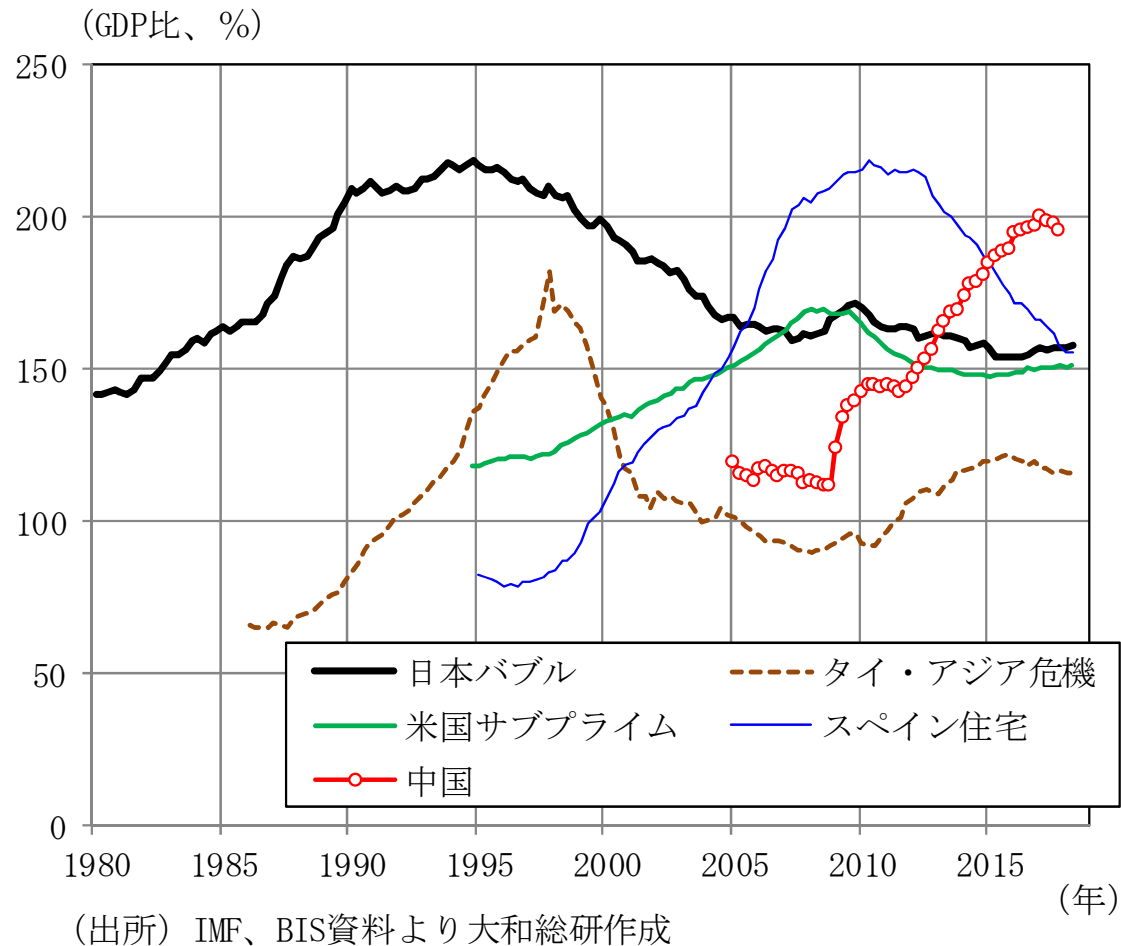
(25%) 米国：医薬品・レアアースを除くすべてに25%、中国：500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%

(注2) すべて実質GDP、ベースラインからの乖離率。

(出所) OECD、IMF、中国国家統計局、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

中国が抱える過剰債務問題

民間非金融の債務残高 ～ 過去の危機と比較



原油高が日本経済に与える影響①

10ドルの原油価格上昇が日本経済に与える影響

10ドル上昇

		実質GDP %	実質 個人消費 %	実質 住宅投資 %	実質 設備投資 %	実質輸出 %	実質輸入 %	名目GDP %	GDPデフ レーター %
原油価格10ドル/bbl上昇	1年目	-0.11	-0.18	-0.34	-0.43	-0.09	-0.55	-0.48	-0.37
	2年目	-0.13	-0.22	-0.51	-0.48	-0.09	-0.66	-0.45	-0.32
	3年目	-0.12	-0.20	-0.41	-0.52	-0.09	-0.62	-0.49	-0.37

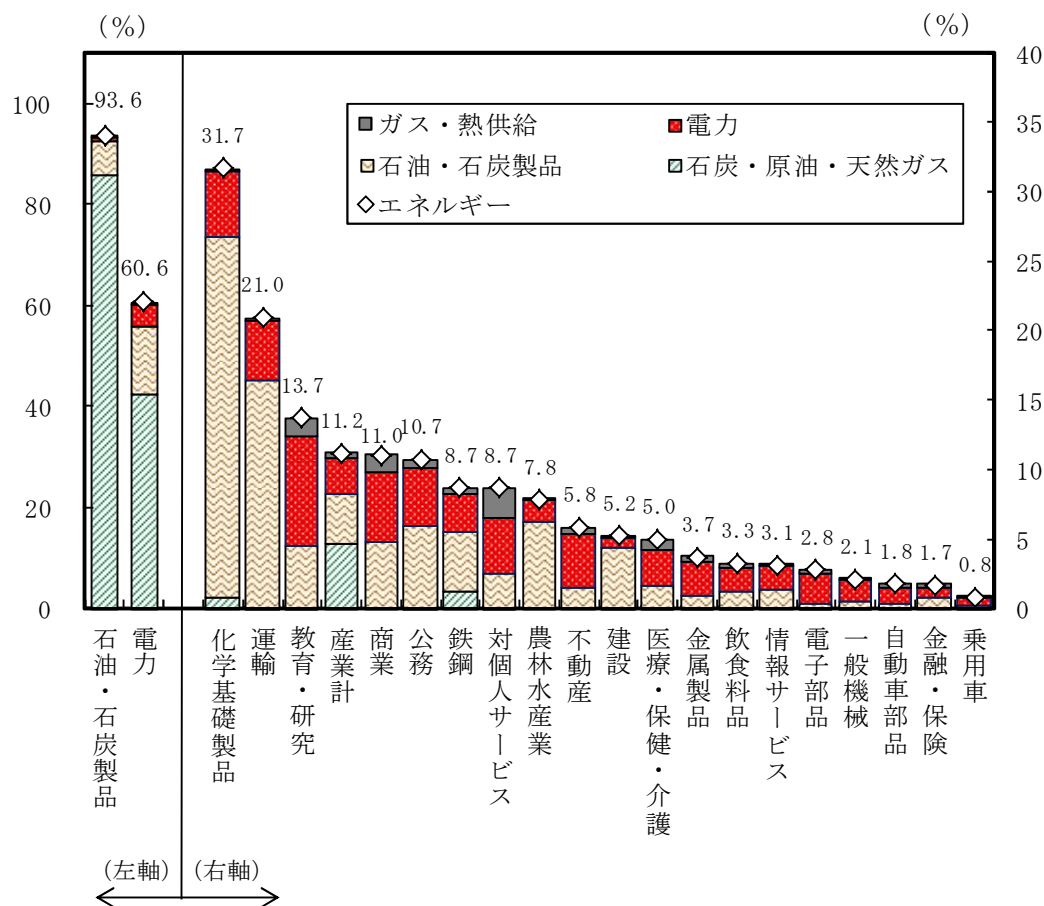
		経常収支/ 名目GDP %pt	輸入物価 %	輸出物価 %	CGPI %	コアCPI %	鉱工業生産 %	第三次産業 活動指数 %	全産業活 動指数 %
原油価格10ドル/bbl上昇	1年目	-0.45	3.76	0.45	0.60	0.21	-0.21	-0.11	-0.12
	2年目	-0.43	3.79	0.45	0.61	0.31	-0.25	-0.13	-0.15
	3年目	-0.48	3.80	0.45	0.62	0.29	-0.24	-0.13	-0.14

(注) 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。

(出所) 大和総研作成

原油高が日本経済に与える影響②

エネルギー投入が各産業の中間投入に占める割合



(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

10ドルのWTI価格上昇が企業収益(営業余剰)に与える影響

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	-779	-0.9
製造業	-211	-2.0
飲食料品	-11	-0.3
繊維・衣料	-2	-3.7
製材・木製品・家具	-2	-0.8
パルプ・紙・紙加工品	-7	-1.7
印刷・製版・製本	-2	-0.3
化学	-103	-7.3
石油・石炭製品	20	13.1
プラスチック製品	-2	-1.8
窯業・土石製品	-10	-2.6
鉄鋼	-61	-12.9
非鉄金属	-4	-3.1
金属製品	-4	-1.1
一般機械	-6	-0.5
電気機械	-2	-0.8
情報通信機械	-1	-0.8
電子部品	-3	-3.6
輸送機械	-9	-1.2
精密機械	-1	-0.5
非製造業	-568	-0.8
農林水産業	-15	-0.5
鉱業	-3	-11.4
石炭・原油・天然ガス	7	62.5
建設	-47	-10.3
電力	-101	-12.4
ガス・熱供給	-86	-
水道・廃棄物処理	-9	-1.4
卸売・小売	-70	-0.5
金融・保険	-4	-0.1
不動産	-4	-0.1
運輸	-106	-5.0
情報通信業	-11	-0.3
教育・研究	-23	-22.6
医療・保健・社会保障・介護	-22	-0.8
広告	-2	-0.4
物品賃貸サービス	-2	-0.3

(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

目標とする国家像は？

日本の伝統

現状の日本

①社会の安定性

－安心・安全。協力・協働（共存共栄）。遵法意識。格差・健康問題が限定的等

○

○

②個人の自立（活力ある社会）

△

×

③多様性（ダイバーシティ）

○

×

④持続可能性（サステナビリティ）

－自然との共生、社会保障制度の持続可能性等

○

△

⑤スピード

△

×

日本経済再生のブレークスルーは？

①社会の安定性

- 分厚い中間層の回復(就職氷河期世代の支援等)
- 教育投資の拡充(リカレント教育等)等

②個人の自立(活力ある社会)

- 第三の矢・成長戦略の加速(規制改革、輸出の振興等)
- 労働生産性の改善(労働市場の流動性向上、中小企業のM&A促進等)等

③多様性(ダイバーシティ)

- 外国人労働力の活用・女性の活躍等

④持続可能性(サステナビリティ)

- 社会保障制度改革等を通じて、国民の将来不安を解消
- 「SDGs大国」:わが国の歴史・文化・伝統の延長線上に位置付ける
- 日本銀行の出口戦略:「OKルール」? 等

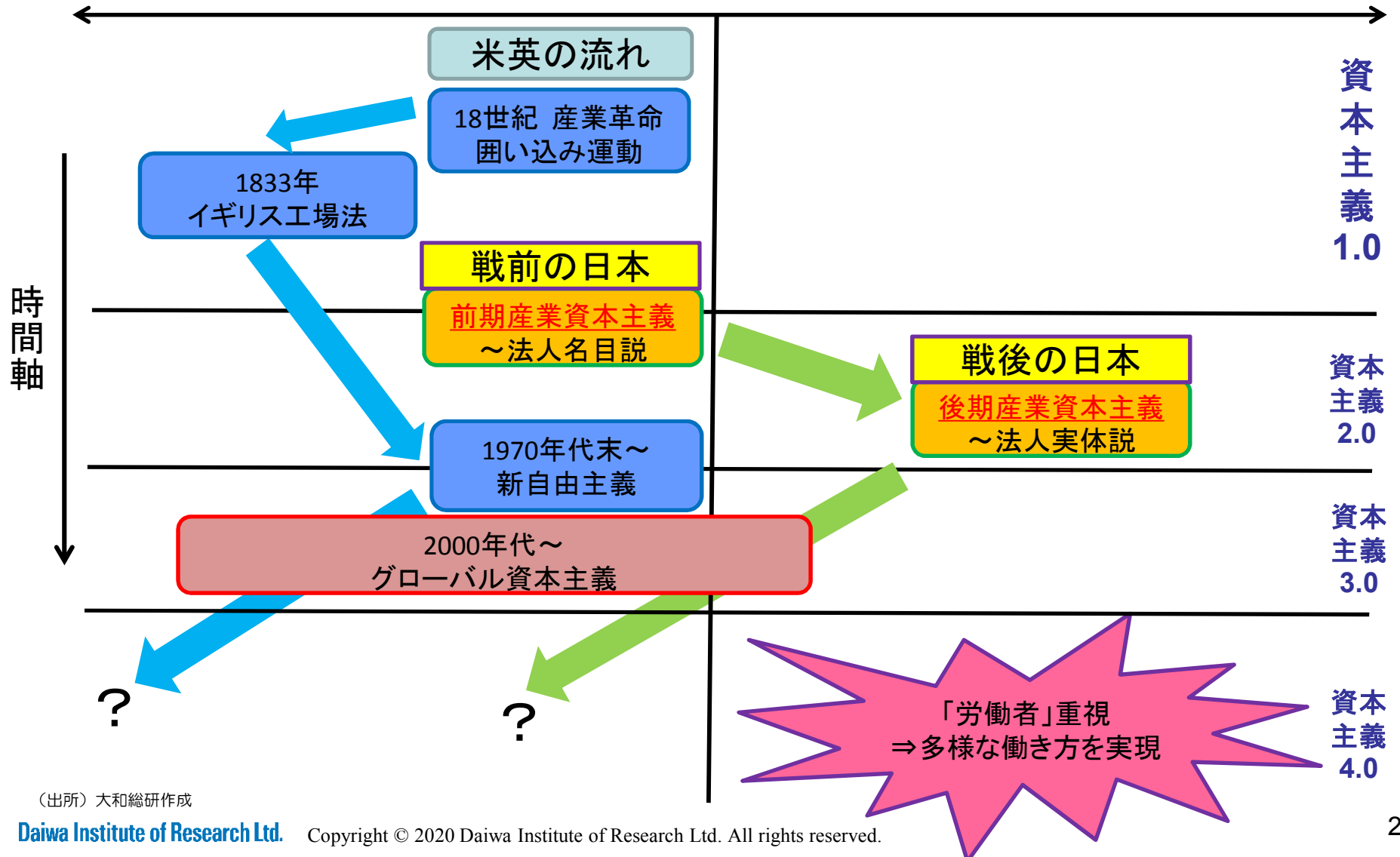
⑤スピード

- 「無謬性」の克服

資本主義の歴史

資本家・株主主権

労働者・従業員主権



(出所) 大和総研作成

歴史・文化・哲学・勤労観から見た日本の立ち位置

◎西洋

- ・一神教
- ・事実上の身分制(エリート主義)
- ・主観客観の二元論、論理的(デカルト等)
- ・労働は「苦役」(←キリスト教の「原罪」)

職種制・スペシャリスト的

資本主義3.0と親和性

【理由】

社会の専門化⇒「職種制」の適用範囲拡大

◎日本

- ・多神教
- ・平等な社会
- ・主客一体、実践的(西田幾多郎等)
- ・労働は「神事」。余暇より労働を賛美
- ・協力・熟議の伝統(←「天の岩戸」の神話)

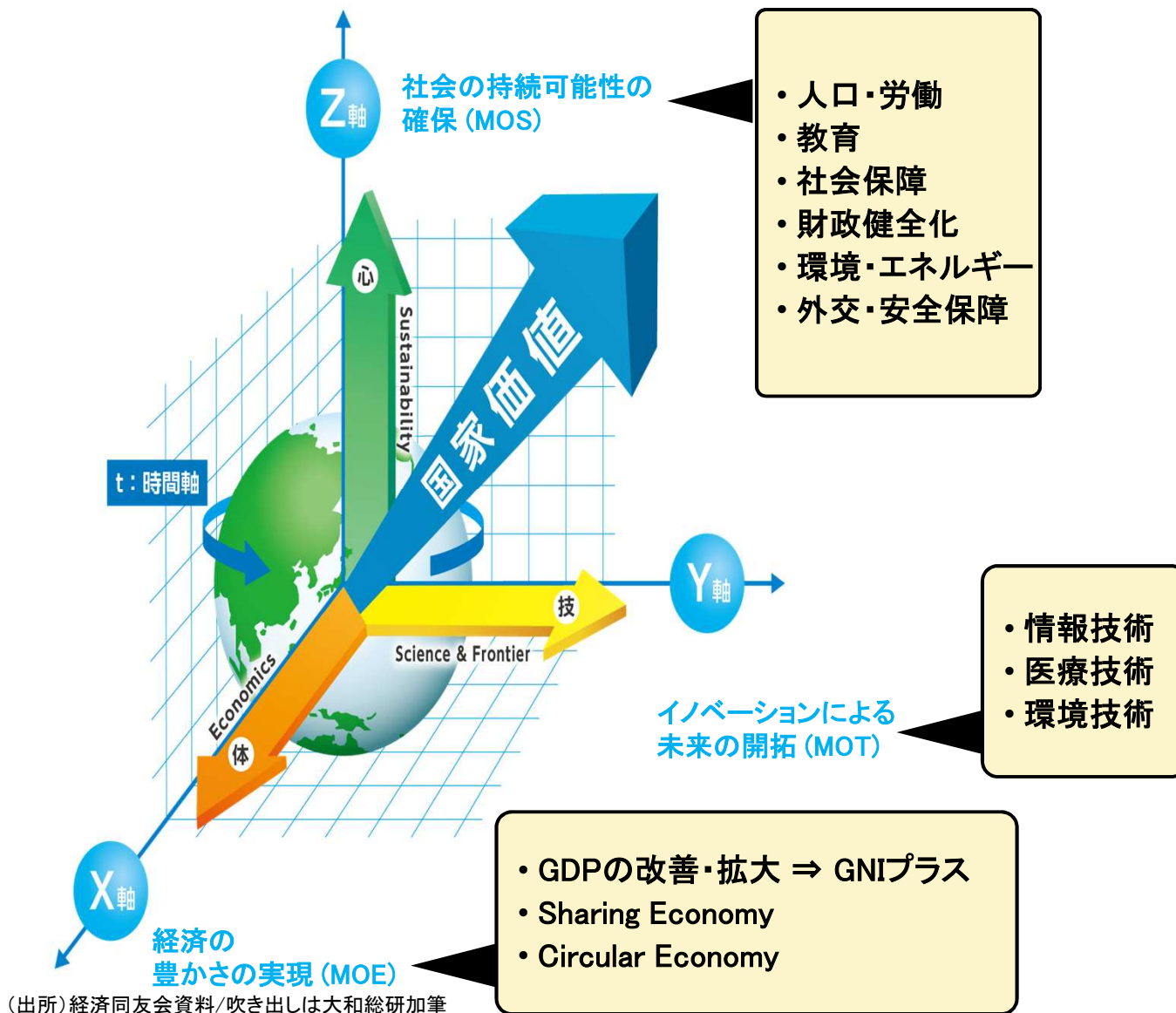
現場主義・ゼネラリスト的

資本主義4.0と親和性

【理由】

誰もが「創造性」を発揮⇒現場主義・ゼネラリスト的仕組みやわが国の勤労観に適合

国家価値の解析

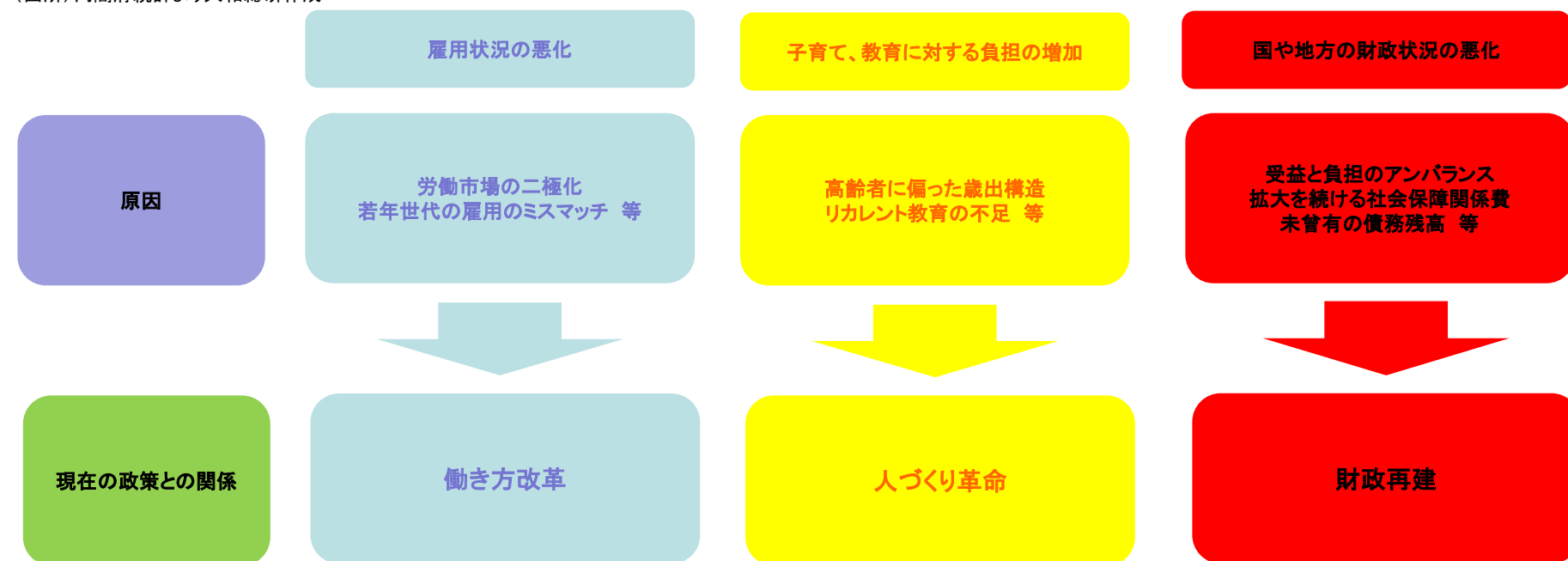


将来不安の要因

	20～29歳	(%)	30～39歳	(%)	40～49歳	(%)
1位	雇用状況の悪化	48.6	子育て、教育に対する負担の増加	55.9	雇用状況の悪化	51.5
2位	子育て、教育に対する負担の増加	47.7	雇用状況の悪化	46.8	社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	45.5
3位	所得や資産の格差の拡大	39.6	国や地方の財政状況の悪化	42.6	自分や家族の健康状態の悪化	45.5
4位	日本経済の停滞、衰退	38.7	自分や家族の健康状態の悪化	38.8	国や地方の財政状況の悪化	39.6
5位	国や地方の財政状況の悪化	36.0	社会保障や教育などの公的サービスの水準の低下	37.8	子育て、教育に対する負担の増加	37.9
					所得や資産の格差の拡大	37.9

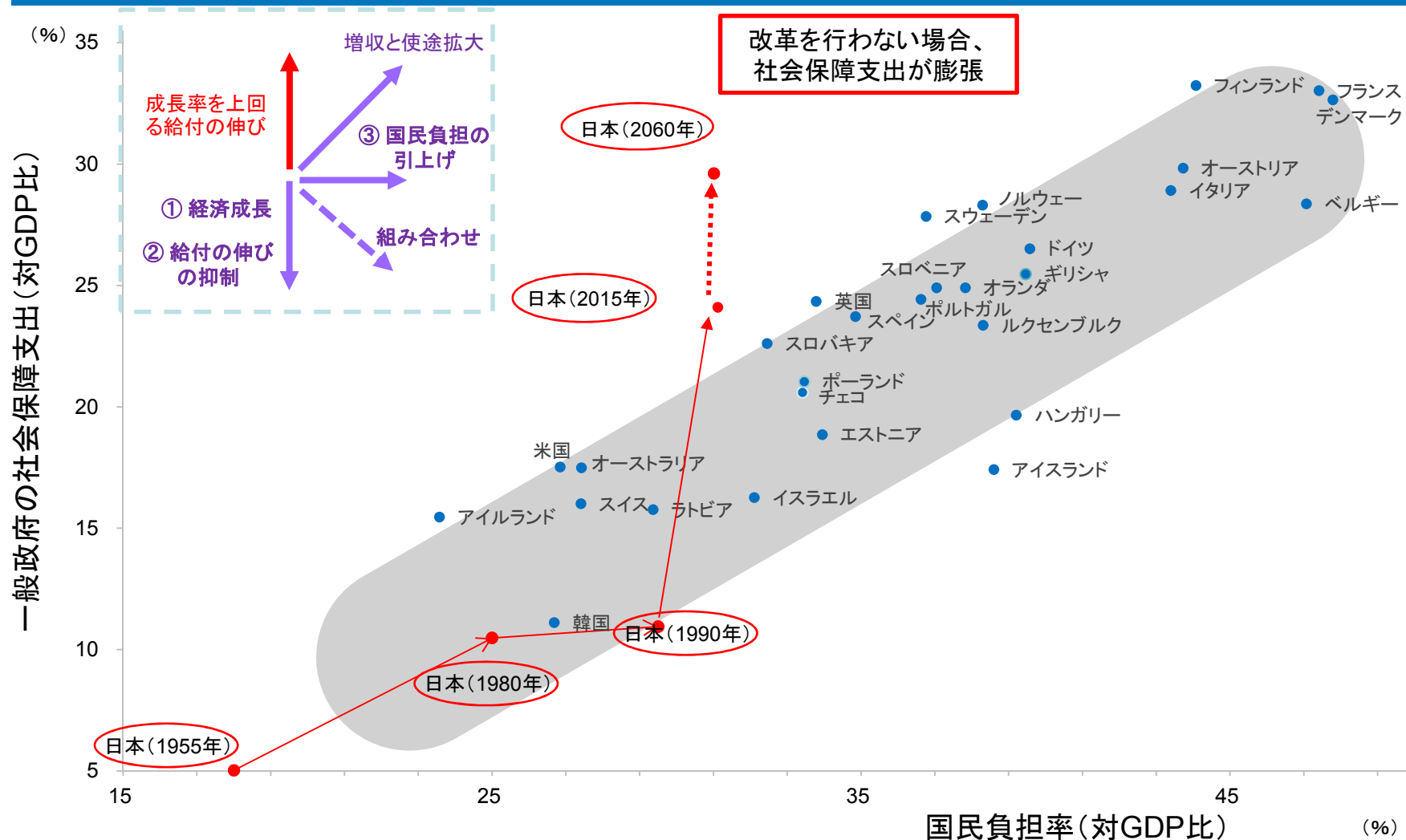
(注1)「大地震などの大規模な自然災害の発生」を除く項目を抜粋。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成



(出所) 大和総研作成

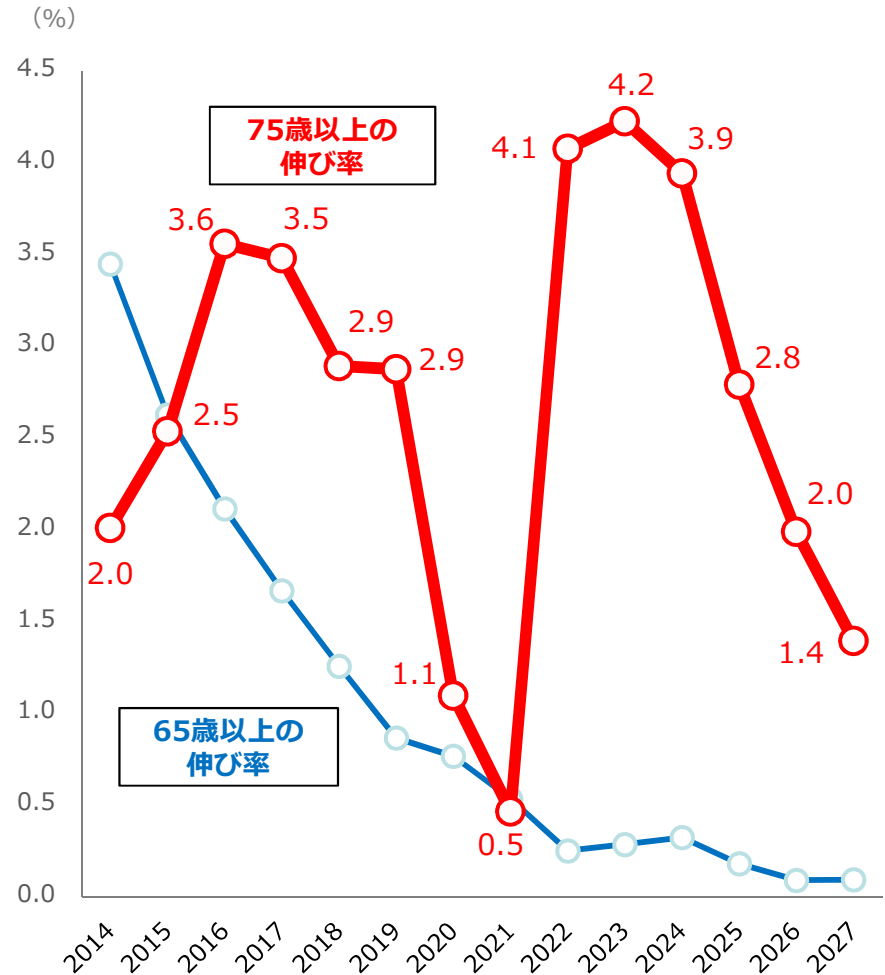
OECD諸国における社会保障支出と国民負担率の関係



(出典) 国民負担率: OECD “National Accounts”、“Revenue Statistics”、内閣府「国民経済計算」等より大和総研作成。
 社会保障支出: OECD “National Accounts”、内閣府「国民経済計算」、国立社会保障・人口問題研究所「社会保障統計」より大和総研作成。
 (注1) 数値は、一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの)ベース。
 (注2) 日本を除く各国は2014年実績。
 (注3) 日本の2060年度は、財政制度等審議会「我が国の財政に関する長期推計(改訂版)」(2018年4月6日 起草検討委員提出資料)より作成。

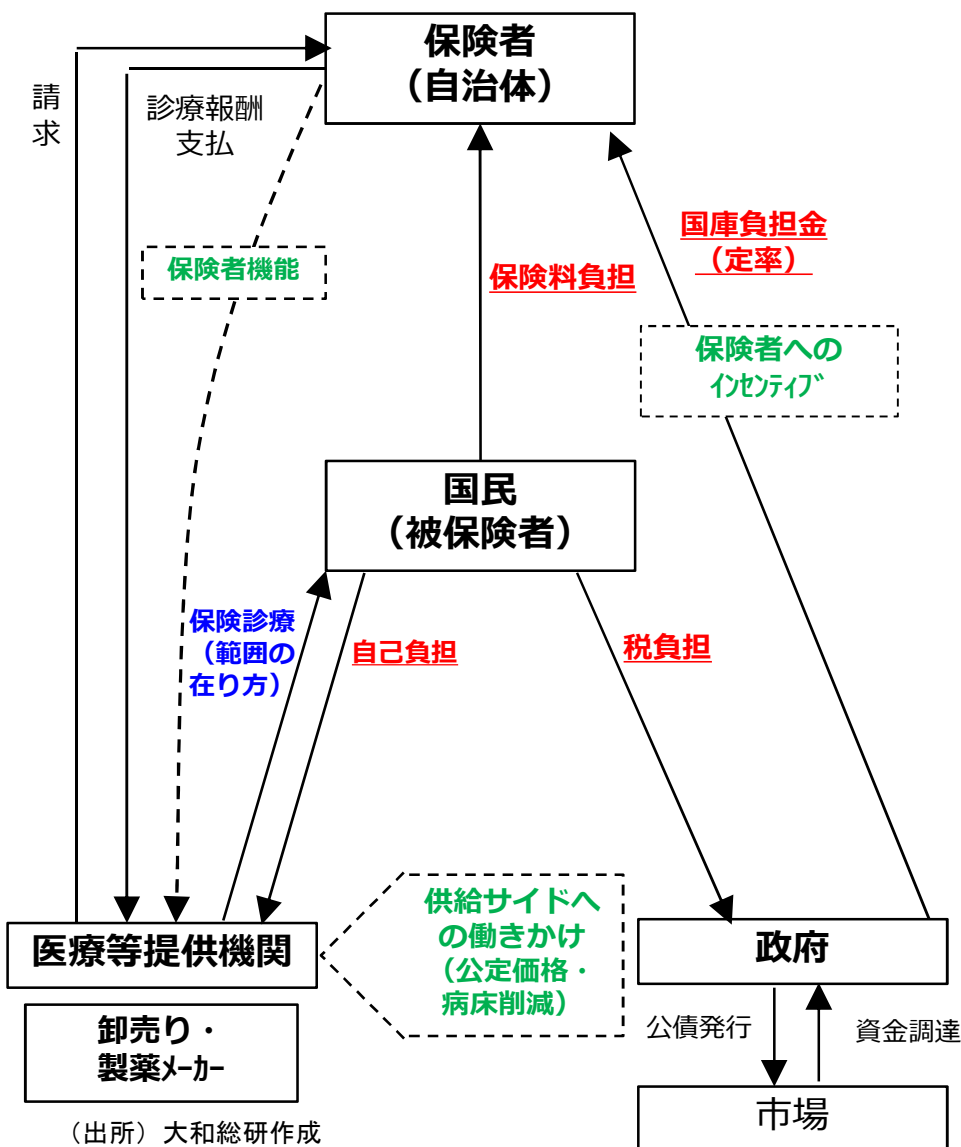
もう一段の社会保障給付の効率化が不可避

	社会保障の充実（主な例）	自然増の圧縮（主な例）
2014年度	- 子ども・子育て支援の充実 - 地域医療介護総合確保基金（医療分） - 国保等の低所得者保険料軽減の拡充 - 難病・小児慢性特定疾病の医療費助成 - 診療報酬本体改定	- 薬価改定 7対1入院基本料の見直し (▲1,700億円)
2015年度	- 子ども・子育て支援新制度の創設 - 地域医療介護総合確保基金（介護分） - 国保の財政支援の拡充 - 被用者保険の支援拡充 - 介護保険料の軽減強化 - 介護報酬改定	- 介護報酬改定（適正化分） - 協会けんぽ国庫補助特例減額 (▲1,700億円)
2016年度	- 子ども・子育て支援の充実 - 国保の財政支援の拡充	薬価改定等 (▲1,700億円)
2017年度	- 子ども・子育て支援新制度の充実 - 国保の財政支援の拡充 - 被用者保険の支援拡充 - 年金受給資格期間の短縮	- オプジーボ薬価引下げ - 高額療養費の見直し - 介護納付金の総報酬割の導入 - 後期高齢者の保険料軽減特例の見直し (▲1,400億円)
2018年度	地域医療介護総合確保基金（医療分）	薬価制度の抜本改革 (▲1,300億円)
2019年度	- 幼児教育・保育の無償化 - 介護人材の処遇改善 - 医療情報化支援基金の創設 - 介護保険料の更なる軽減強化 - 年金生活者支援給付金の支給	- 薬価改定等 - 介護納付金の総報酬割の拡大 (▲1,200億円)



（出所） 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（出生中位・死亡中位）」より大和総研作成

今後の社会保障改革の考え方(保険診療の概念図)



(出所) 大和総研作成

○ 少子高齢化による支え手減少、人口減少等の構造変化が進む中、保険料の上昇を少しでも抑制しつつ、国民皆保険制度を持続可能なものとするため、下記の対応が必要。

① 社会保障制度の「支え手」不足への対応

- ・ ロボット化・AI活用などによる生産性向上
- ・ 健康・予防の推進による高齢者の就労促進
- ・ 保育の受け皿や介護人材の確保を通じた女性の就労促進

② 人口減少にあわせた効率的な医療・介護提供体制の構築

- ・ 過剰なベッド数を減らしていく地域医療構想の実現
- ・ 医師の地域偏在解消策と働き方改革
- ・ 知事の責任明確化等による医療費の地域差の縮小

③ 給付と負担のバランスの回復

各ステークホルダーによる「支え合い（三方一両損）」により、高齢者にとっても安心な社会保障制度を維持していく必要。

- 業者＝製薬企業：薬価の適正化（国民負担の軽減）
 - ・ 毎年薬価改定の実現 など
- 医療提供側＝医者・薬剤師：「必要にして適切な医療」の範囲の見直し
 - ・ 外来受診時における少額の定額負担の導入 など
- 需要側＝患者（高齢者）：現役世代との公平性
 - ・ 後期高齢者に係る窓口負担の引上げ など

日本の強みは何なのか？

I. 安定的な社会

- ・人を大切にする、協力・協働（「共存共栄」の思想）、自然との共生、安心・安全（治安のよさ）、遵法意識の高さ等
- ・格差、健康問題等も限定的
- ・社会は柔軟性に富み、異文化に対して総じて寛容

II. 「長寿企業」が多くサステナビリティの面で優れる

III. 「ものづくり」の伝統→IoT社会で一定の強み？

IV. ユーザーの要求基準の高さ

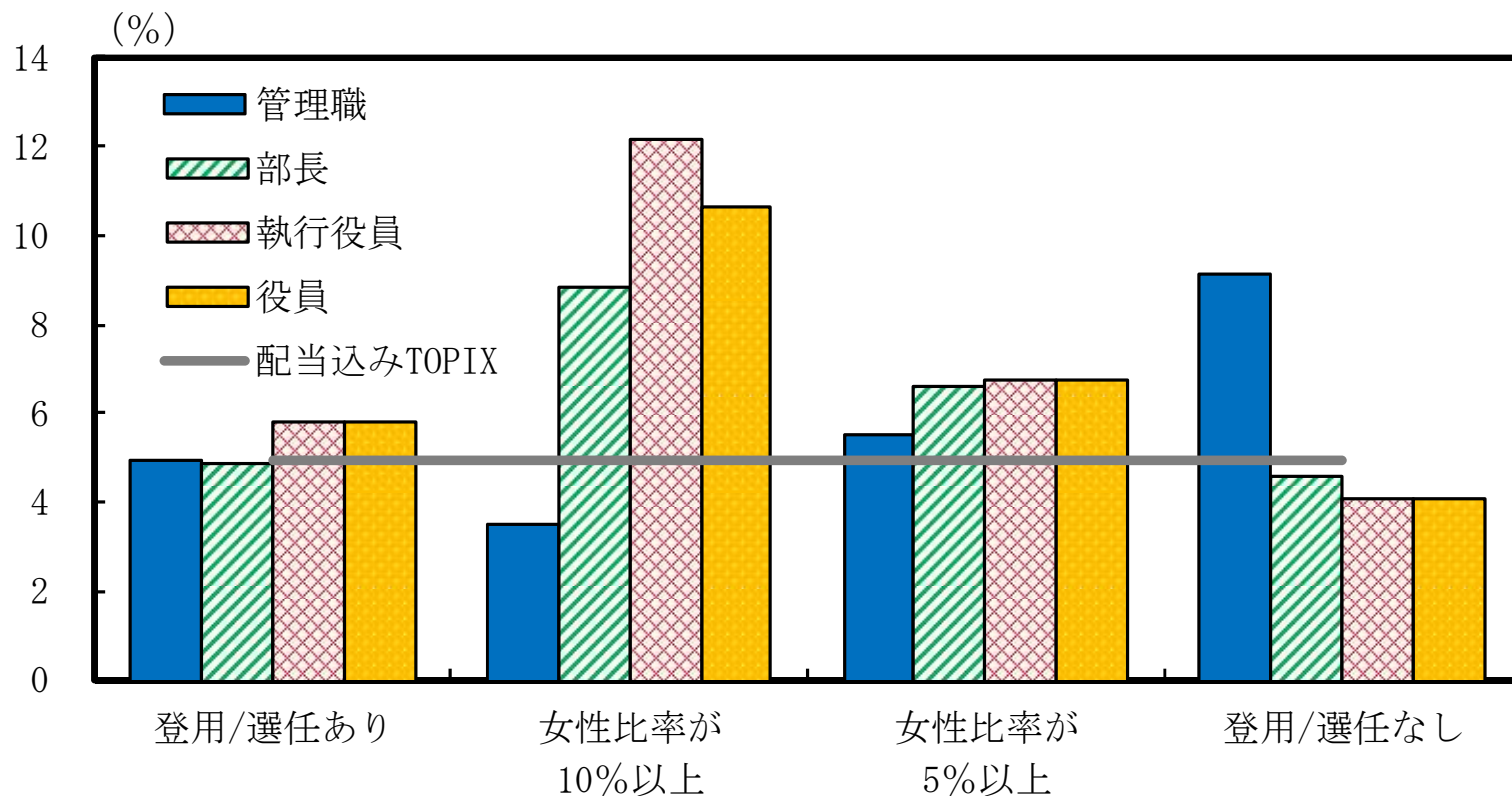
→ 勤勉さ、繊細さ、感性の鋭さが生む世界一のサービス・品質

V. 文化的側面：世界一の美食都市、伝統芸能・芸術、礼節の重視等

VI. 課題先進国→課題設定・解決のフロントランナーへ

女性活躍と投資パフォーマンスの関係

女性登用/選任比率と投資パフォーマンス



(注1) 2014～2018年の5年間保有したケースのリターン。

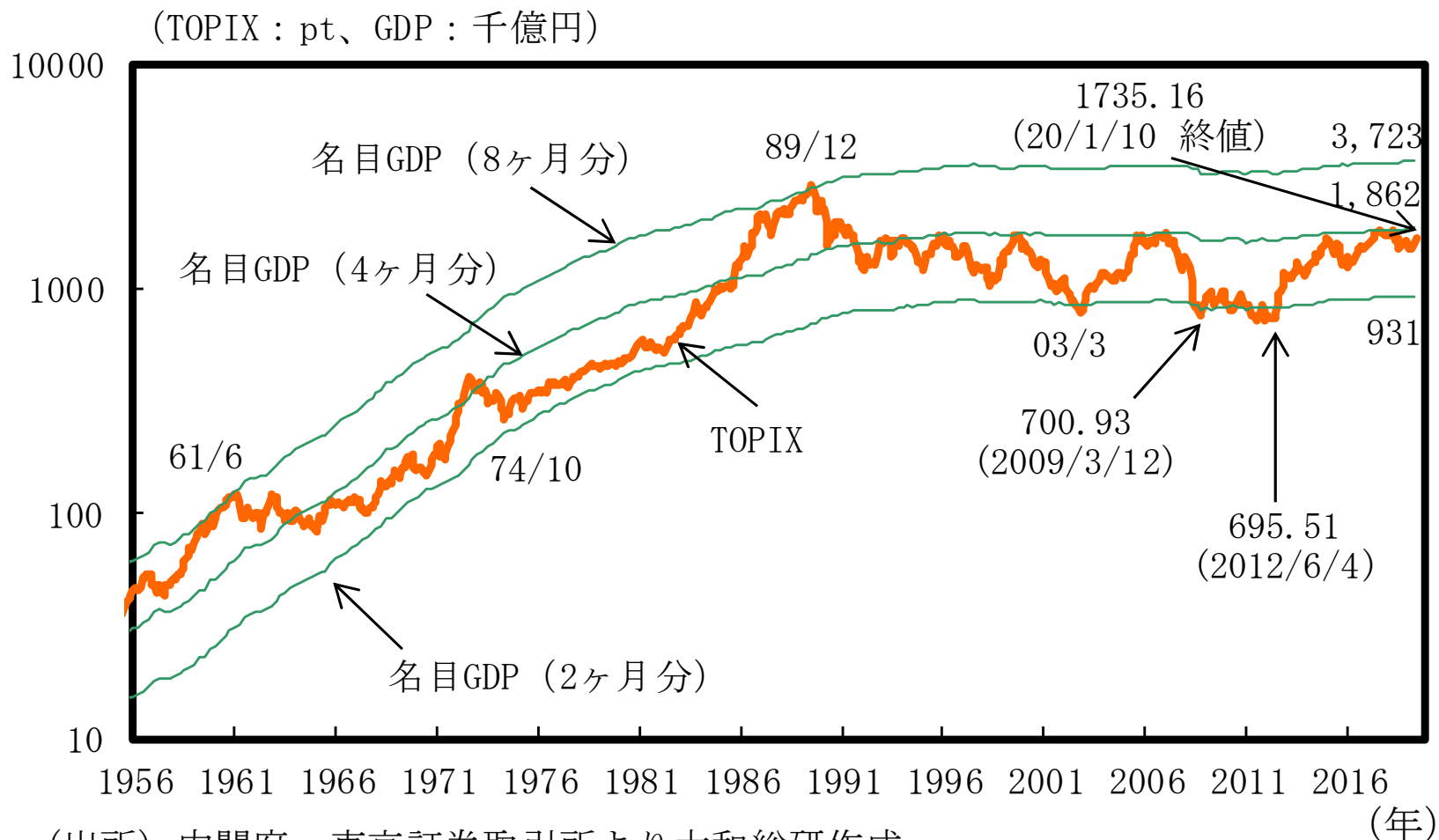
(注2) 時価総額加重平均で毎年リバランス。

(注3) 役員は取締役、監査役、執行役員、執行役を合わせたもので、社外取締役や監査役も含む。

(出所) 東洋経済新報社、東京証券取引所等より大和総研作成

日本株は「逆バブル」の修正局面

TOPIX と名目GDP



(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成

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」

參考資料

「リーマン・ショック」は何をもたらしたのか？

I. 「グローバル資本主義」は大きな転換点に差し掛かった

⇒ サステナブル、インクルーシブな成長（「サーキュラーエコノミー」、SDGs）

II. 金融業の錬金術は曲がり角に⇒ デレバレッジが進展

・ 自己資本比率規制の強化、セーフティネットの拡充（「バーゼル3」）等、一定の対応は進展
ー 「日本の経験」が世界に役立った側面も

III. プラットフォームが台頭するなど、グローバルに見ると 産業構造が大きく転換

IV. 政治の不安定性が増大：格差拡大、ポピュリズムが横行（トランプ政権誕生等）

⇒ 各国の 財政状況は悪化。「貿易戦争」激化の影響等もあり、政策協調の余力は低下

V. 中国の台頭⇒体制間競争の激化（共産主義と資本主義の最終決戦？）

・「デジタル・ディクテーターシップ」？ cf. ブレア元英首相 「History is back！」

しかし、「バブル」は常に形を変えてやってくる！

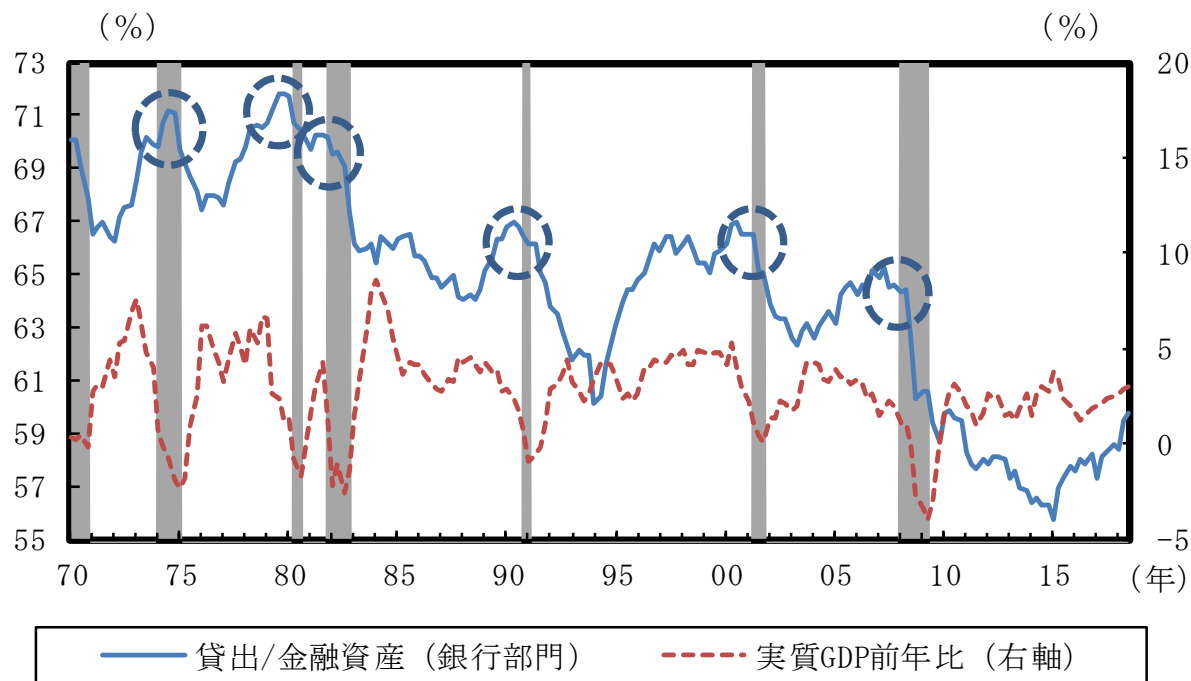
今後も、慢心、楽観は厳に慎む必要。

フィンテック、インデックス型投信（社債）の流動性リスク、中国・新興国の動揺等が発火点？

静態的な分析では感知できないリスクの存在に要注意。

銀行BSの状態と実質GDP成長率の関係

米国：銀行のバランスシートの状態と実質GDP成長率



（注）シャドーは景気後退期。

（出所）Federal Reserve Board、Haver Analyticsより大和総研作成

今回と過去のバランスシートの比較

資産・負債の推移

		今回		リーマン前	ITバブル	バブル
		米国	日本	米国	米国	日本
		2010→17年		2002→07年	1995→00年	1985→90年
		(%pt)				
家計	資産	63.4	28.1	71.7	33.7	35.6
	リスク資産	56.2	19.2	45.4	30.4	7.9
	負債	▲ 13.9	▲ 3.7	19.9	6.2	14.7
	債務	▲ 13.9	▲ 4.3	19.8	6.2	15.2
企業	資産	17.4	70.5	4.3	30.1	19.5
	リスク資産	▲ 1.2	46.8	1.3	1.9	9.2
	負債	15.3	98.9	▲ 1.6	15.1	37.5
	債務	5.7	0.9	▲ 0.1	5.0	20.7
金融機関	資産	14.1	87.0	87.2	78.0	81.3
	リスク資産	33.9	27.6	49.5	52.7	21.7
	負債	3.6	70.8	77.5	78.2	82.1
	債務	▲ 27.2	15.7	30.5	28.6	2.9
海外	資産	30.4	57.4	36.9	18.2	28.7
	リスク資産	20.2	24.6	19.0	12.4	4.7
	負債	3.1	66.4	20.1	5.4	29.8
	債務	4.8	12.1	8.2	0.3	---

(注1) 債務＝債務証券＋貸出、リスク資産＝株式＋投資信託＋社債。

(注2) 数字は、対名目GDP比の変化幅。金融機関は、中央銀行を除くベース。

(注3) 日本のバブルは68SNAベース。

(出所) FRB、BEA、日本銀行、内閣府資料より大和総研作成

深刻な金融危機のリスクは限定的？

- ① 「リーマン前」の米国や「バブル期」の日本は金融機関・家計・企業の債務が急増
⇒ **バブル崩壊後に金融危機併発、景気後退期へ突入**
- ② 「ITバブル期」の米国の資産は増加したものの債務の拡張は目立っていない（金融機関の債務は政府機関債等による）
⇒ **金融危機は回避、景気後退期も短期間**
- ③ 現在は②の状況に似ており、リスク資産の価格下落の公算は大きい、**金融危機のリスクは限定的**

米政権サイクル等は、2020年に向けて成長と財政支出の拡大を後押し？

年	米大統領	米実質 成長率 (%)	ドル円前年比 (%、マイナス は円高)	米下院 多数党	連邦財政支出 対名目GDP比 (%、年度※)
1969	ニクソン	3.1	-	民主党	18.0
1970		0.2	-		18.2
1971		3.3	ニクソン・ショック		18.0
1972	1期目最終	5.2	▲ 4.2		18.0
1973	ニクソン	5.6	▲ 7.1		17.2
1974	フォード	▲ 0.5	7.4		17.4
1975		▲ 0.2	1.4		19.7
1976	1期目最終	5.4	▲ 4.0		19.8
1977	カーター	4.6	▲ 18.1		19.7
1978		5.6	▲ 19.0		19.5
1979		3.2	23.7		19.2
1980		▲ 0.2	▲ 15.5		20.7
1981	レーガン	2.6	8.2		21.1
1982		▲ 1.9	6.8		22.3
1983		4.6	▲ 1.3		22.2
1984	1期目最終	7.3	8.6		21.1
1985	レーガン	4.2	▲ 20.4		21.8
1986		3.5	▲ 20.9		21.6
1987		3.5	▲ 23.4		20.7
1988		4.2	3.1		20.3
1989	ブッシュ(父)	3.7	15.0		20.3
1990		1.9	▲ 5.6		21.0
1991		▲ 0.1	▲ 8.0		21.5
1992	1期目最終	3.6	▲ 0.0		21.2

※連邦財政支出は年度、名目GDPは暦年ベース

出所: Bloomberg等より大和総研作成

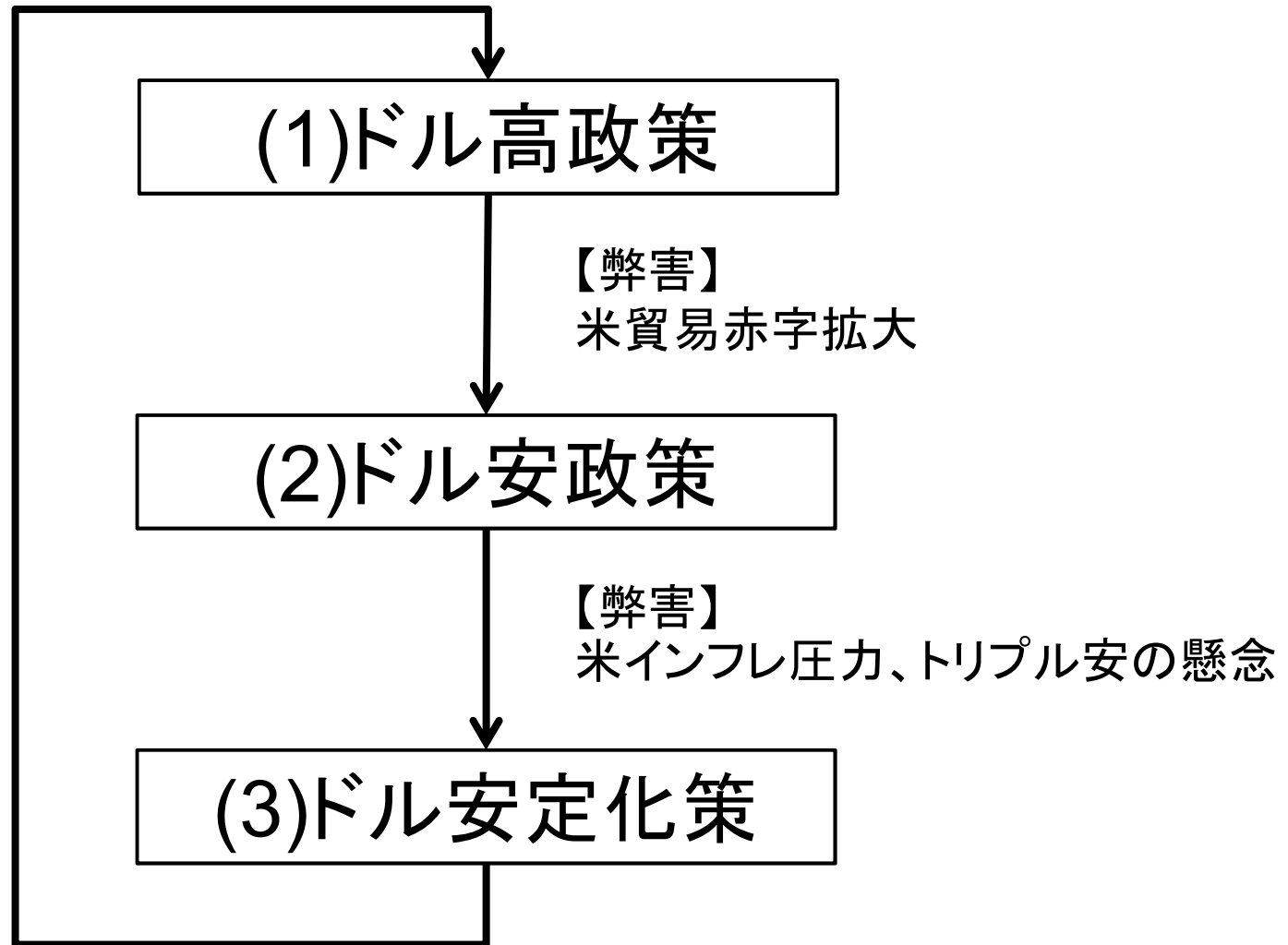
年	米大統領	米実質 成長率 (%)	ドル円前年比 (%、マイナス は円高)	米下院 多数党	連邦財政支出 対名目GDP比 (%、年度※)
1993	クリントン	2.7	▲ 10.4	民主党	20.5
1994		4.0	▲ 11.0		20.1
1995		2.7	4.0	共和党	19.8
1996		3.8	11.8		19.3
1997	クリントン	4.5	12.9		18.7
1998		4.5	▲ 13.0		18.2
1999		4.7	▲ 9.8		17.7
2000		4.1	11.6		17.4
2001	ブッシュ(子)	1.0	15.1		17.6
2002		1.8	▲ 9.8		18.4
2003		2.8	▲ 9.7		18.9
2004	1期目最終	3.8	▲ 4.3		18.8
2005	ブッシュ(子)	3.3	14.7	民主党	19.0
2006		2.7	1.1		19.2
2007		1.8	▲ 6.1		18.9
2008		▲ 0.3	▲ 18.9		20.3
2009	オバマ	▲ 2.8	2.6		24.3
2010		2.6	▲ 12.8		23.1
2011		1.6	▲ 5.2	共和党	23.2
2012		2.2	12.8		21.8
2013	オバマ	1.8	21.4		20.6
2014		2.5	13.7		20.0
2015		2.9	0.4		20.2
2016		1.6	▲ 2.7		20.6
2017	トランプ	2.2	▲ 3.7		20.4
2018		2.9	▲ 2.7		20.0
2019				民主党	
2020	1期目最終				

トランプ大統領と民主党のスタンス

	トランプ政権・共和党	民主党
インフラ投資計画の規模	<u>10年間で少なくとも1兆ドル</u> (うち <u>連邦政府の支出は約2,000億ドル</u> 、 残りは州・地方政府、民間資金)	<u>10年間で最低1兆ドル規模、2兆ドルが望ましい</u> (連邦政府の資金で8割を支出)
	<u>総額2兆ドル規模</u> のインフラ投資で協議を始めることで合意 (但し、共和党は4/30の協議に不参加)	
インフラ投資の中身	インセンティブのための補助金 1,000億ドル 農村向けの補助金 500億ドル 変革的なプロジェクトへの補助金 200億ドル 既存の貸付プログラム 140億ドル 連邦資本回転資金 100億ドル 民間活動債券(PABs) 60億ドル 以上、2018年2月の「インフラ・イニシアティブ」より	気候変動対応のため、 <u>クリーンエネルギー等を重視</u> 交通、ブロードバンド、水、エネルギー、学校、住宅等
財政赤字に対する基本的姿勢	<u>社会保障等の歳出削減</u>	<u>企業や富裕層への増税</u>

(出所) 各種報道及び資料より大和総研作成

米国の通貨戦略の歴史



(出所) 大和総研作成

米国の通貨戦略のサイクルを決定する3つの要因

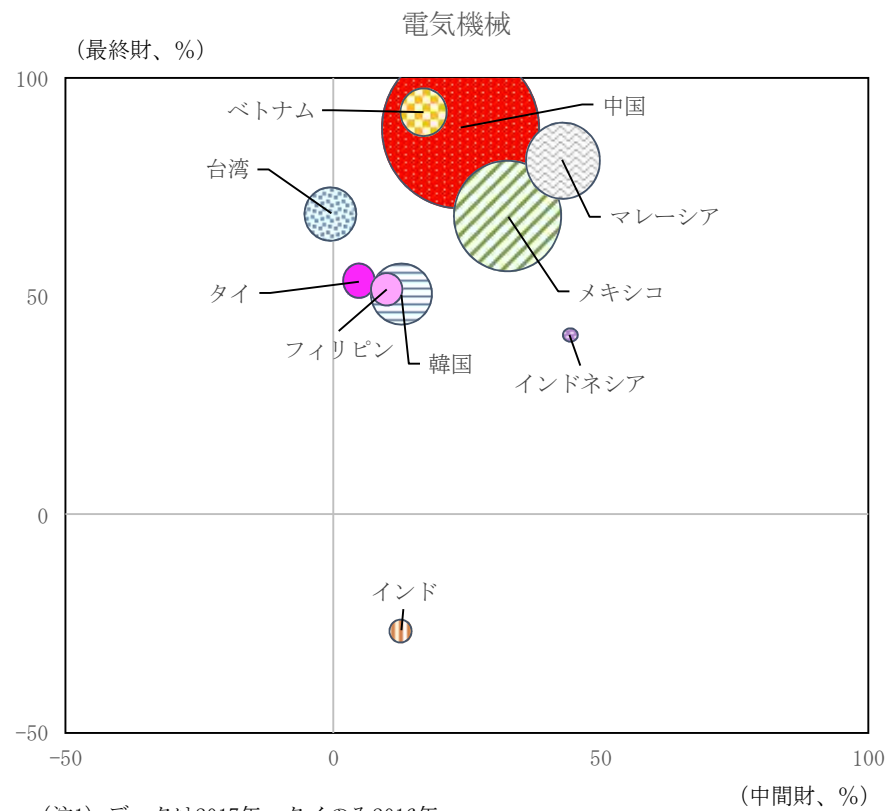
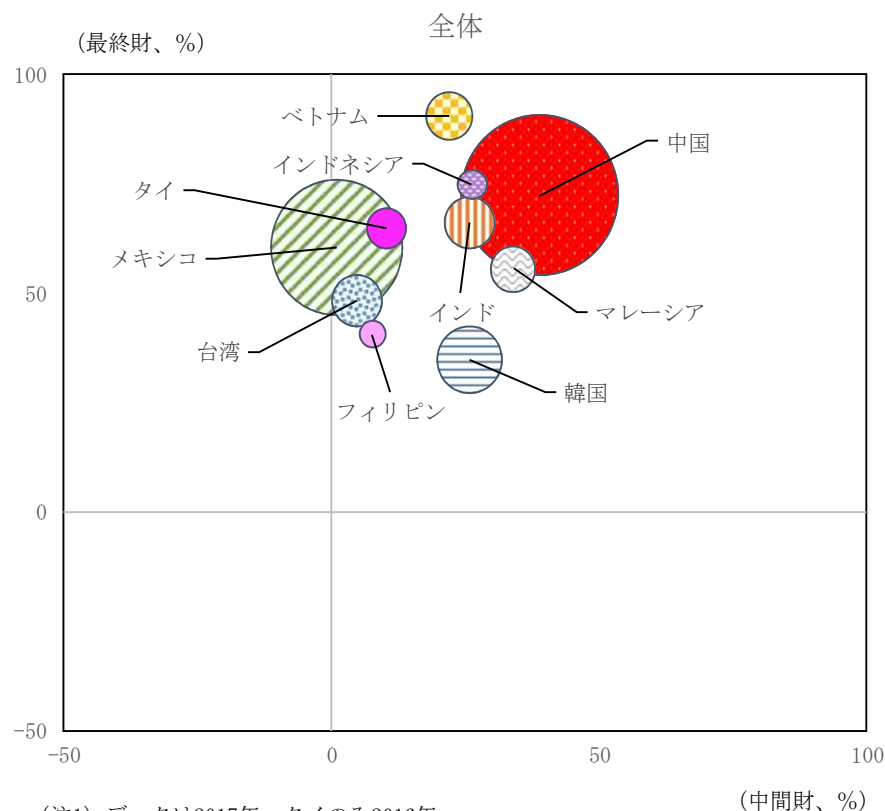
(1)ドル高政策 → (2)ドル安政策 → (3)ドル安定化策

①米経常収支	赤字拡大		赤字縮小
②米インフレ	物価安定		インフレ懸念
③米金融市場	安定		混乱

(出所) 大和総研作成

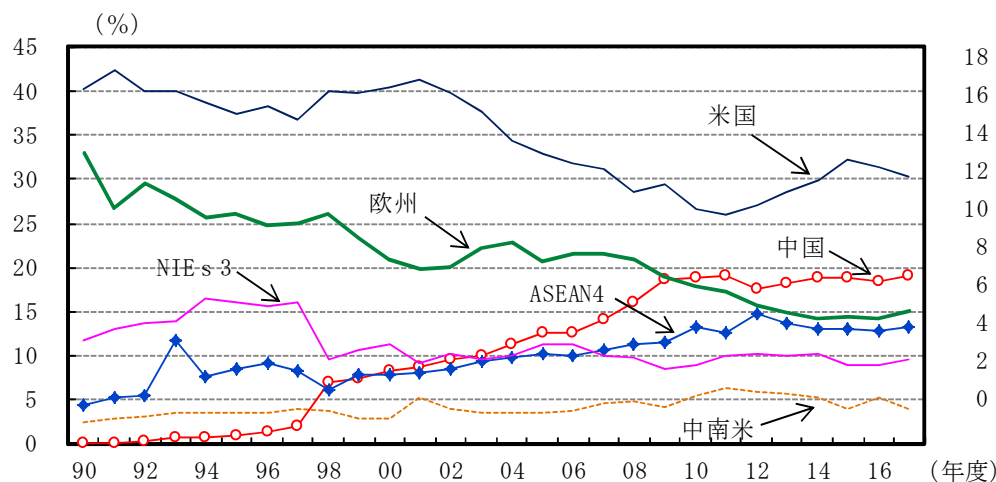
中国の代替生産の候補国はベトナム、マレーシア

国別対米貿易特化係数



日系企業では、中国現地法人による米国向け輸出はごくわずか

日系企業の現地法人売上高

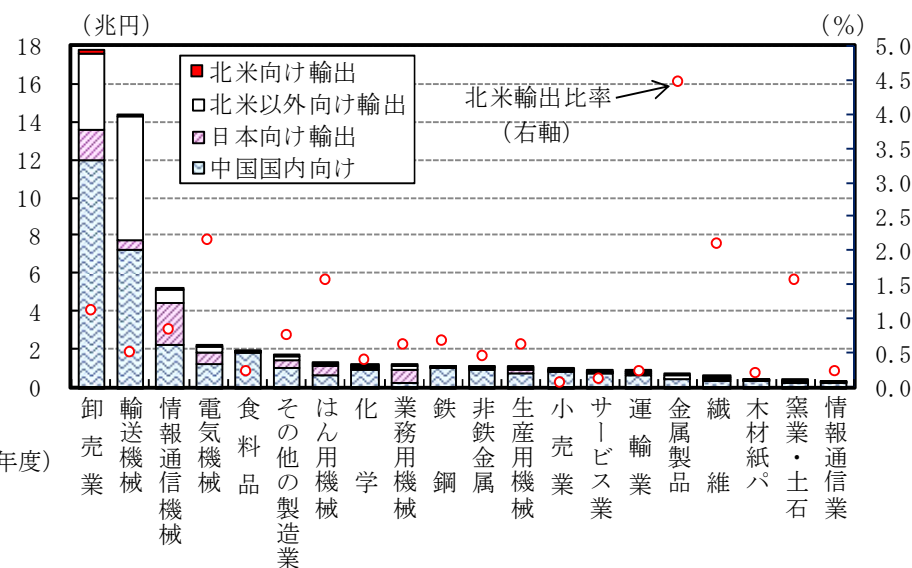


(注) ASEAN4はフィリピン、マレーシア、タイ、インドネシア。

NIEs-3は台湾、韓国、シンガポール。中国は香港を含む。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

日系企業の中国現地法人の販売先

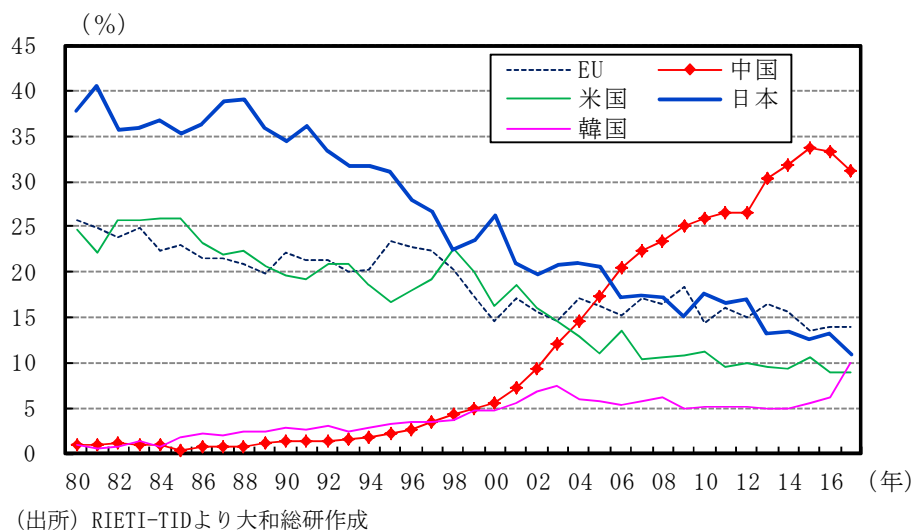


(注) 2017年度実績。

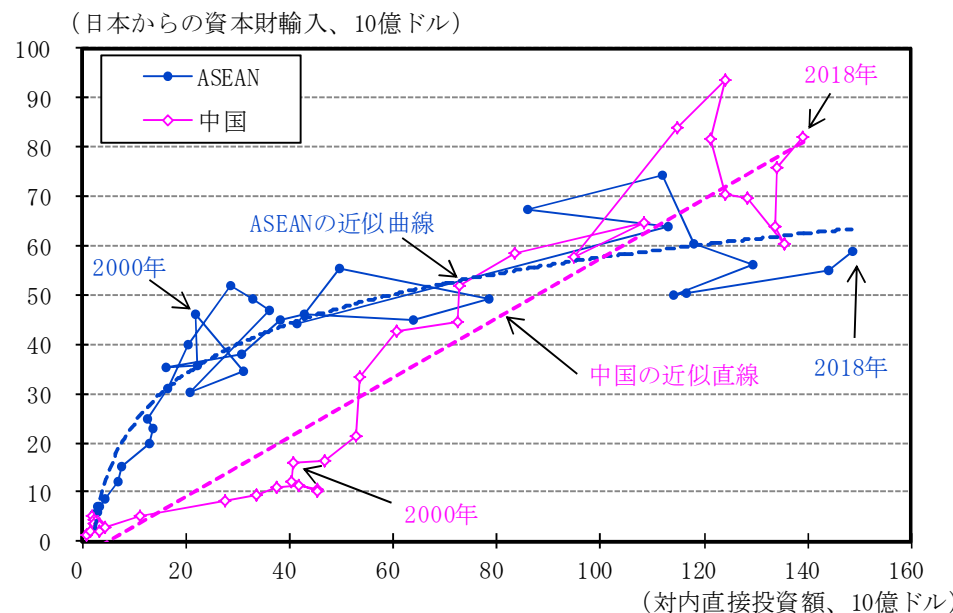
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

中国から東南アジアへの生産移管が進んでも、日本からの資本財輸出は増えにくい

ASEANの資本財輸入 相手地域別シェア



中国・ASEANの対内直接投資と日本からの資本財輸入



(注) データは1983年～2018年。

(出所) UNCTAD、財務省統計より大和総研作成

日本の資本財輸出には対ASEANよりも対中投資の影響が大きい

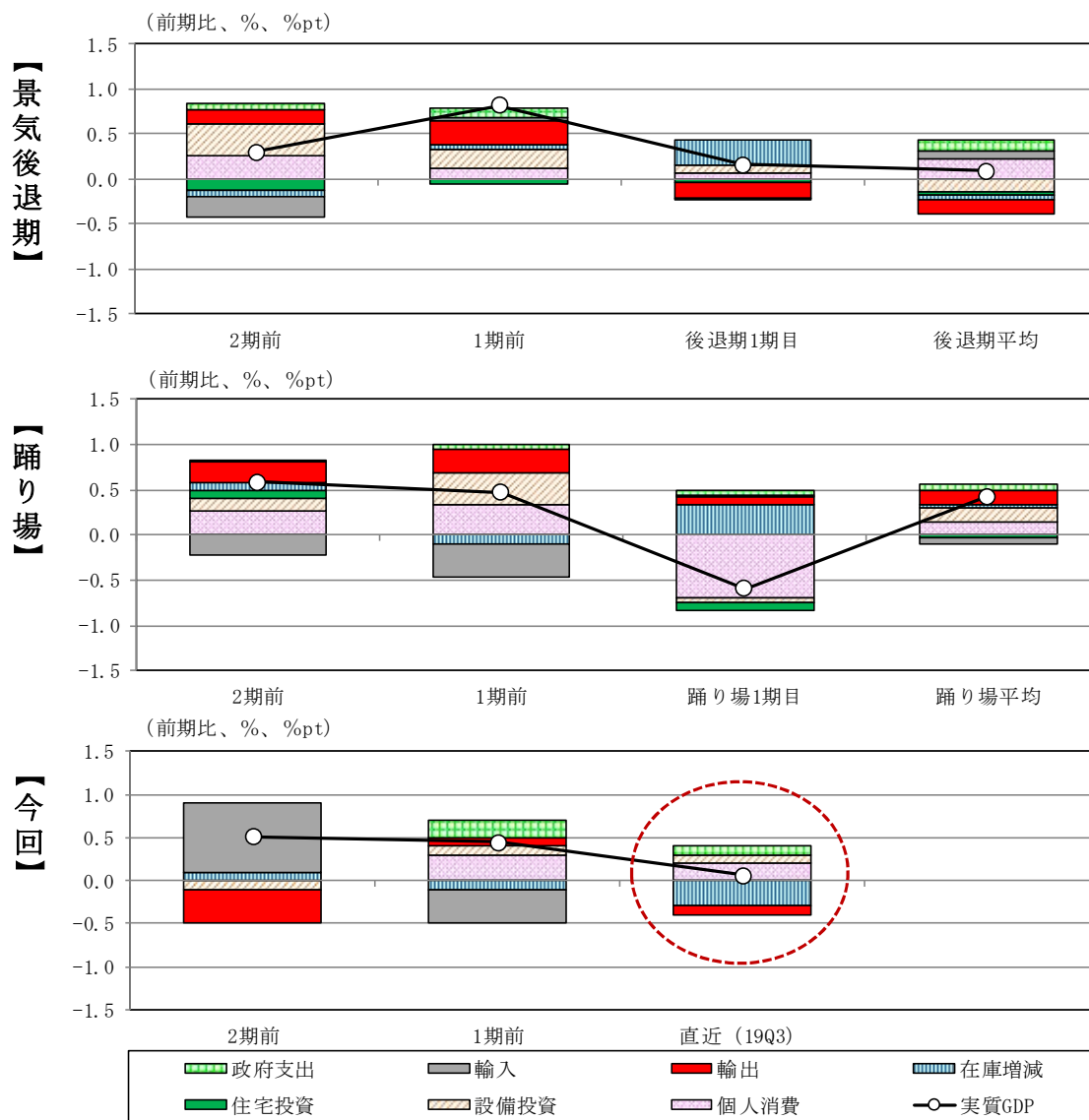
世界から中国、ASEAN向けFDI変化による日本の資本財輸出への影響試算

上段：変化額（兆円）、下段：変化額の対名目GDP（2018年）比（%）

FDIの変化 (2018年対比)			中国					
			変化率 (%)	変化額 (10億ドル)	変化率 (%)	変化額 (10億ドル)	変化率 (%)	変化額 (10億ドル)
ASEAN	0%	0.0	-32.1%	-21.4%	-10.7%	-5.3%	-1.1%	0%
			-44.6	-29.7	-14.9	-7.4	-1.5	0.0
	+1%	1.5	-2.9	-1.9	-1.0	-0.5	-0.1	0.0
			-0.52	-0.35	-0.17	-0.09	-0.02	0.00
	+5%	7.4	-2.9	-1.9	-0.9	-0.5	-0.1	0.0
			-0.52	-0.34	-0.17	-0.08	-0.01	0.01
	+10%	14.9	-2.7	-1.8	-0.8	-0.3	0.0	0.1
			-0.50	-0.32	-0.15	-0.06	0.01	0.03
	+20%	29.7	-2.6	-1.6	-0.7	-0.2	0.2	0.3
			-0.47	-0.30	-0.12	-0.04	0.03	0.05
	+30%	44.6	-2.3	-1.3	-0.4	0.1	0.5	0.6
			-0.42	-0.25	-0.07	0.02	0.09	0.10
			-2.0	-1.1	-0.1	0.4	0.8	0.9
			-0.37	-0.19	-0.02	0.07	0.14	0.16

(出所) UNCTAD、財務省、内閣府統計より大和総研作成

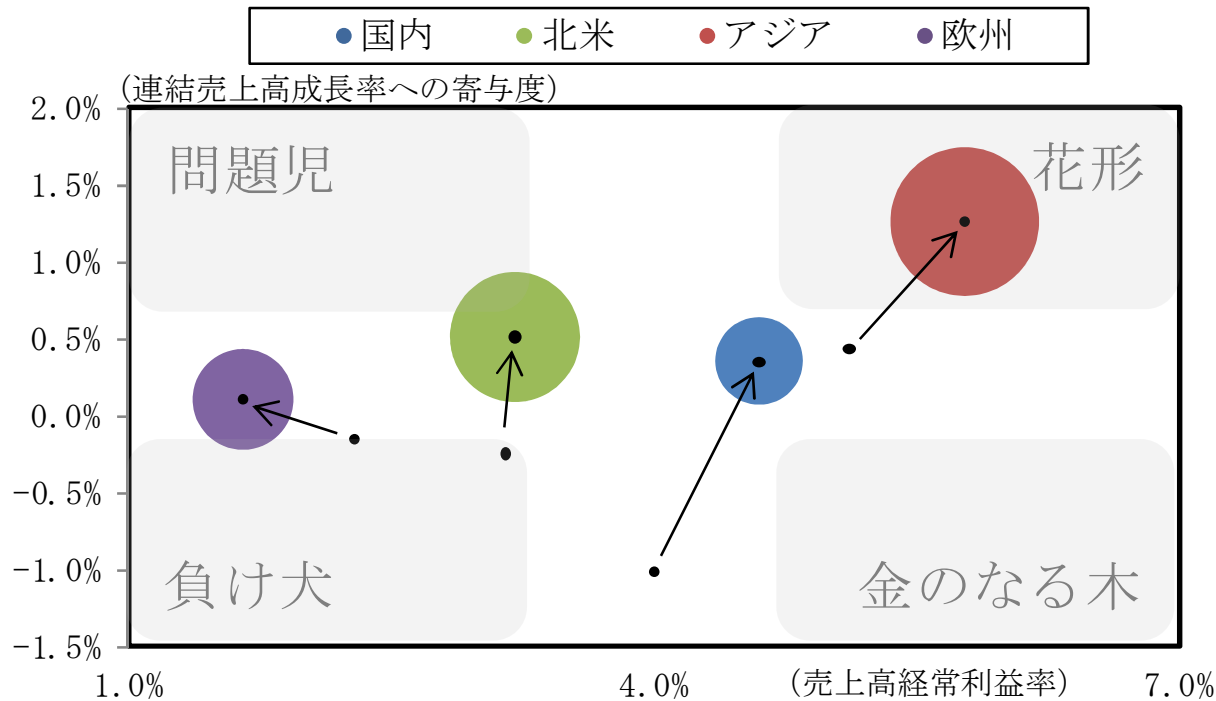
「踊り場」か？「景気後退」か？



(出所) 内閣府より大和総研作成

高成長・高収益市場に投資を集中

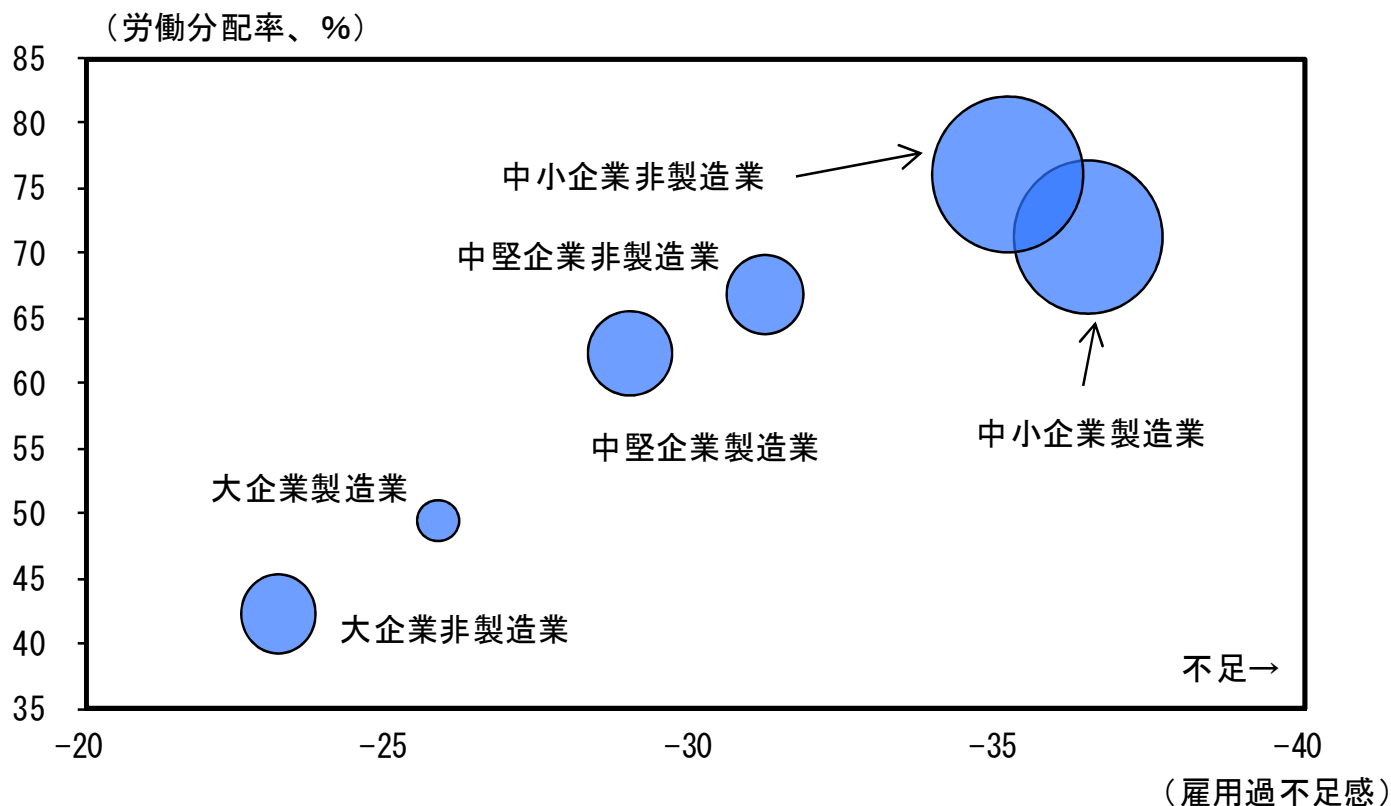
(製造業)地域別の収益率・売上成長率・投資増加率の推移(FY05～09→FY10～14)



- (注1) 丸の大きさ = (2010～14年度の累計投資額) / (2005～09年度の累計投資額)
(国内はソフトウェア除く設備投資、海外は対外直接投資。国内、欧州は前期間から投資額減少)
- (注2) 連結売上高 = 国内売上高 + 海外売上高と仮定
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

中小企業では雇用不足感も強く、労働分配率が高くなりやすい

企業規模別・産業別に見た雇用過不足感、労働分配率、設備投資の収益弾性値



(注) プロットの大きさは設備投資の企業収益（キャッシュフロー）に対する弾性値。

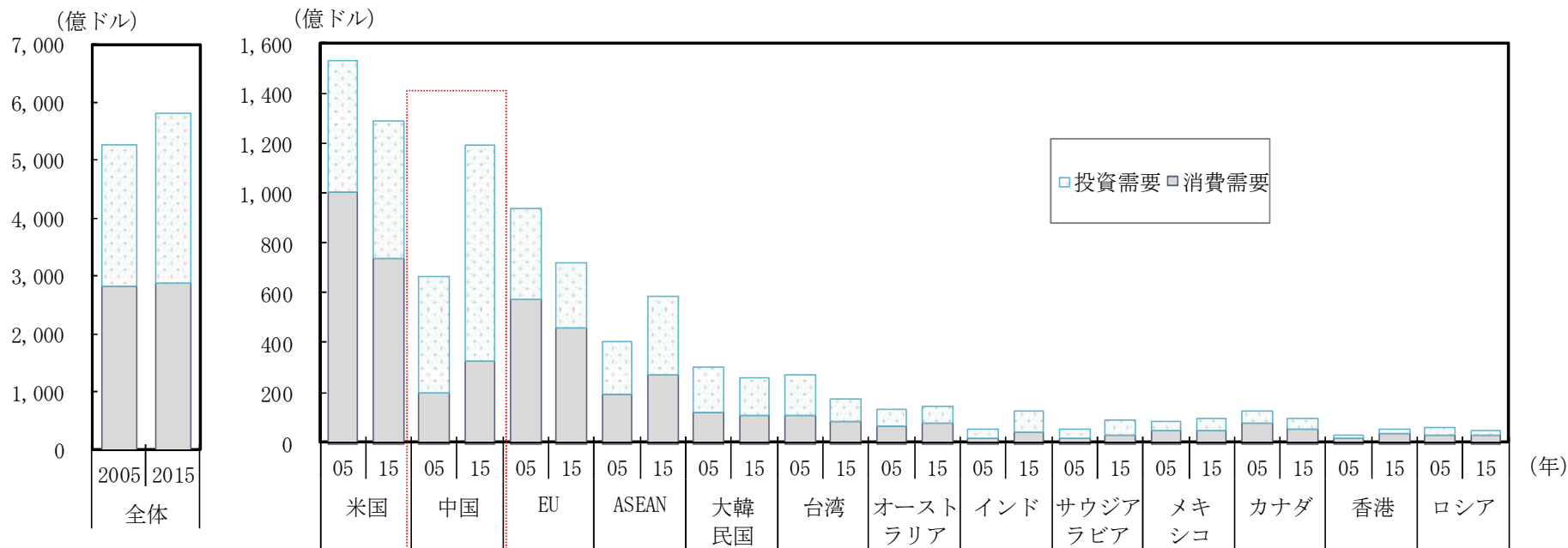
雇用過不足感は日銀短観「雇用人員判断DI」の2000年以降平均からの乖離。2018年12月調査。

労働分配率は大和総研による季節調整値。2018年10-12月期時点。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

付加価値輸出ベースで見ると中国の資本財需要の存在感が大きい

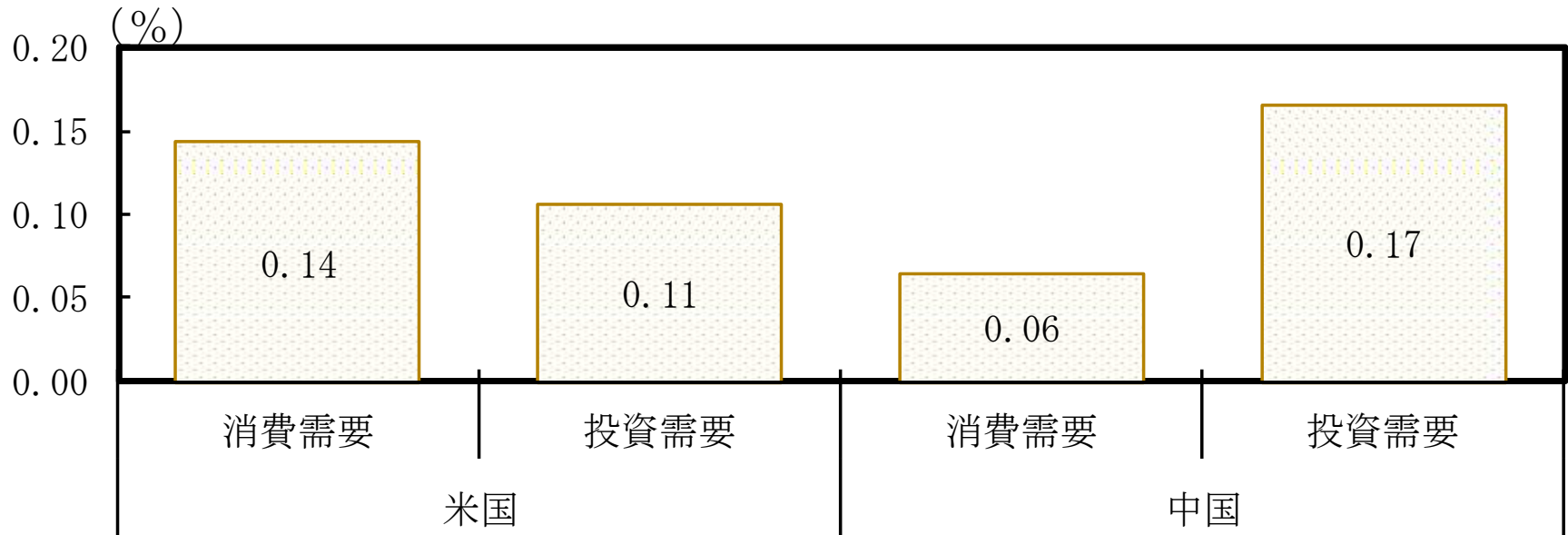
日本の付加価値輸出



（出所）OECD統計より大和総研作成

日本のGDPへの影響は中国の投資が最も大きい

米中の最終需要が1%変化した場合の日本の実質GDPへの変化



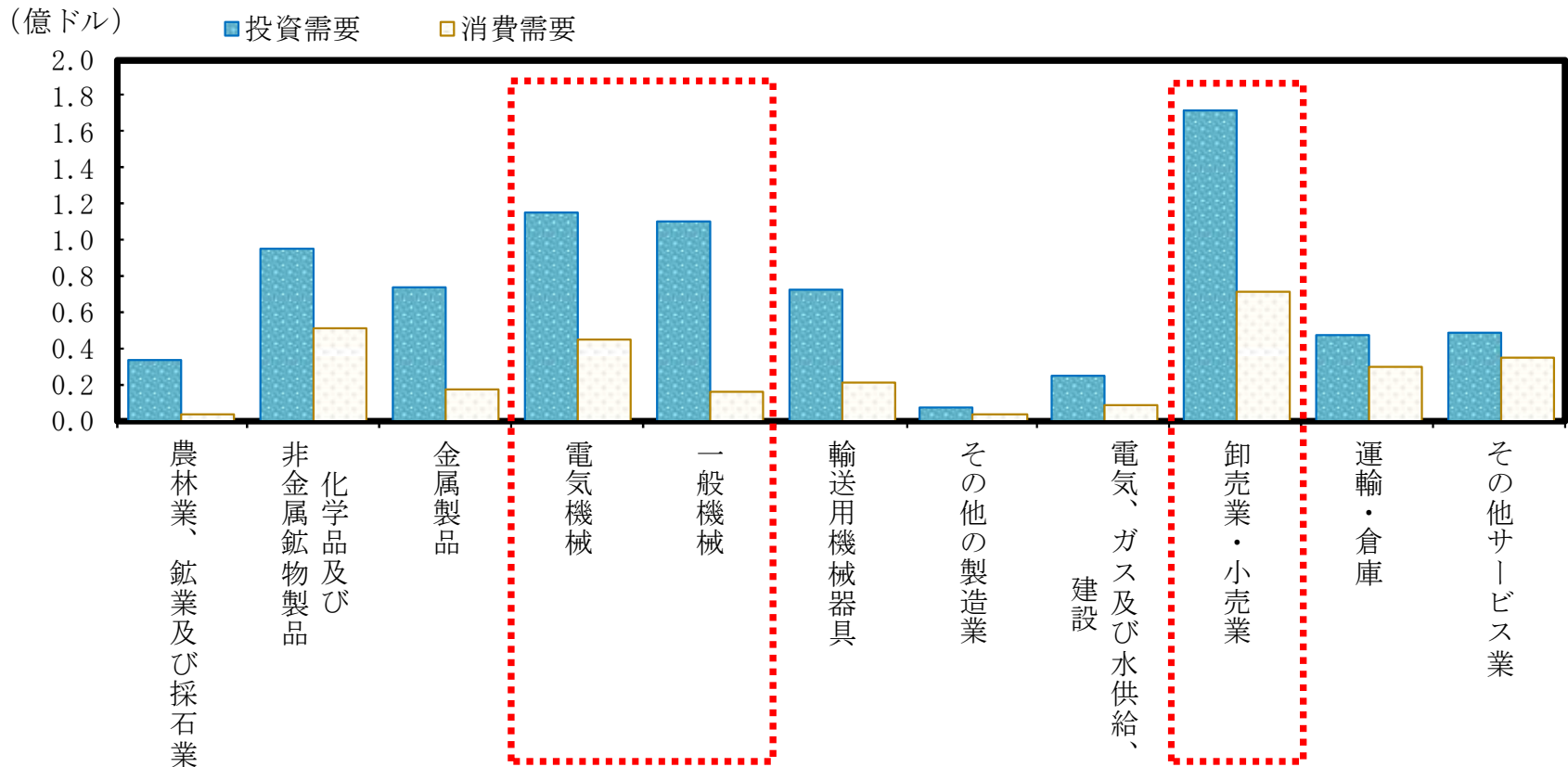
(注) 総消費＝政府消費＋家計消費

総固定資本形成＝民間固定資本形成＋公的固定資本形成＋住宅投資

(出所) OECD、IMF、中国国家統計局、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

中国の需要が変化した際の業種別影響

中国の最終需要が1%変化した際の付加価値輸出額の変化

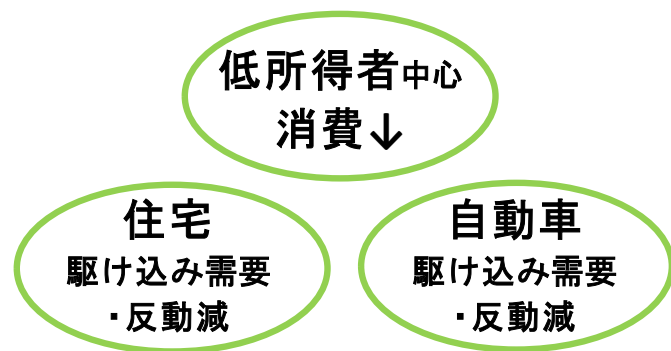


(注) 2015年の付加価値輸出構造を前提にした変化額。

(出所) OECD統計より大和総研作成

個人消費の懸念材料と先行き

消費増税関連の不安

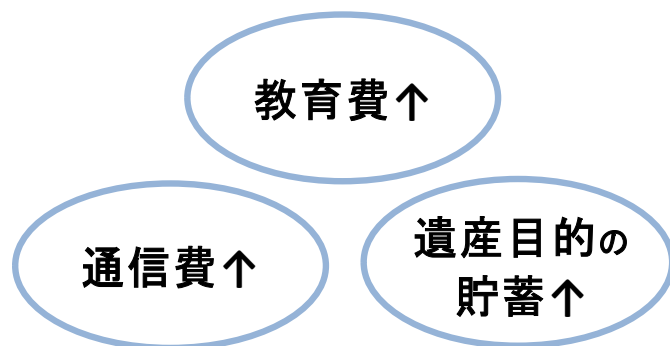


- ・軽減税率制度の導入
- ・プレミアム付商品券
- ・年金生活者支援給付金
- ・キャッシュレス決済時のポイント還元

- ・住宅ローン減税
- ・すまい給付金
- ・贈与税非課税枠の拡大
- ・次世代住宅ポイント

自動車関連減税等

節約志向が強まる要因



- ・幼児教育無償化
- ・私立高校実質無償化
- ・高等教育無償化

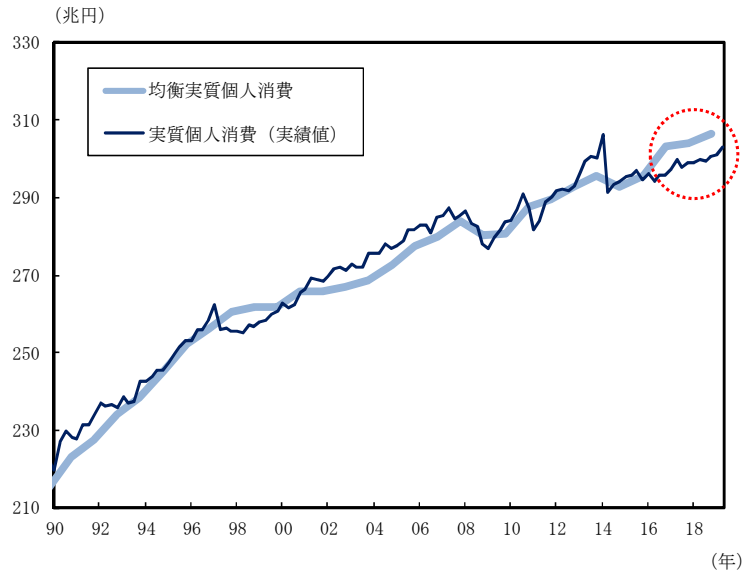
携帯電話通信料
値下がり

贈与税非課税枠の拡大

(出所) 大和総研作成

足下の消費は長期トレンドと比較して弱い

個人消費の長期均衡と実績



【推計式】

$$\ln\left(\frac{\text{名目個人消費}}{\text{可処分所得} - \text{財産所得(純)}} - \text{人口動態要因調整項}\right) \\ = \beta_1 \times \ln\left(\frac{\text{雇用者報酬}}{\text{可処分所得} - \text{財産所得(純)}}\right) \\ + \beta_2 \times [\text{長期金利}(\%) - \Delta \ln(\text{消費増税の影響を除く個人消費デフレーター}) - \text{潜在成長率(3期移動平均, \%)}] \\ + \beta_3 \times \ln\frac{\text{家計金融資産}(-1)}{\text{家計金融負債}(-1)} + (\text{定数項})$$

$$\beta_1 = 0.35^{***}, \beta_2 = 0.08, \beta_3 = 0.14^{***}, \text{定数項} = -0.17^{***}$$

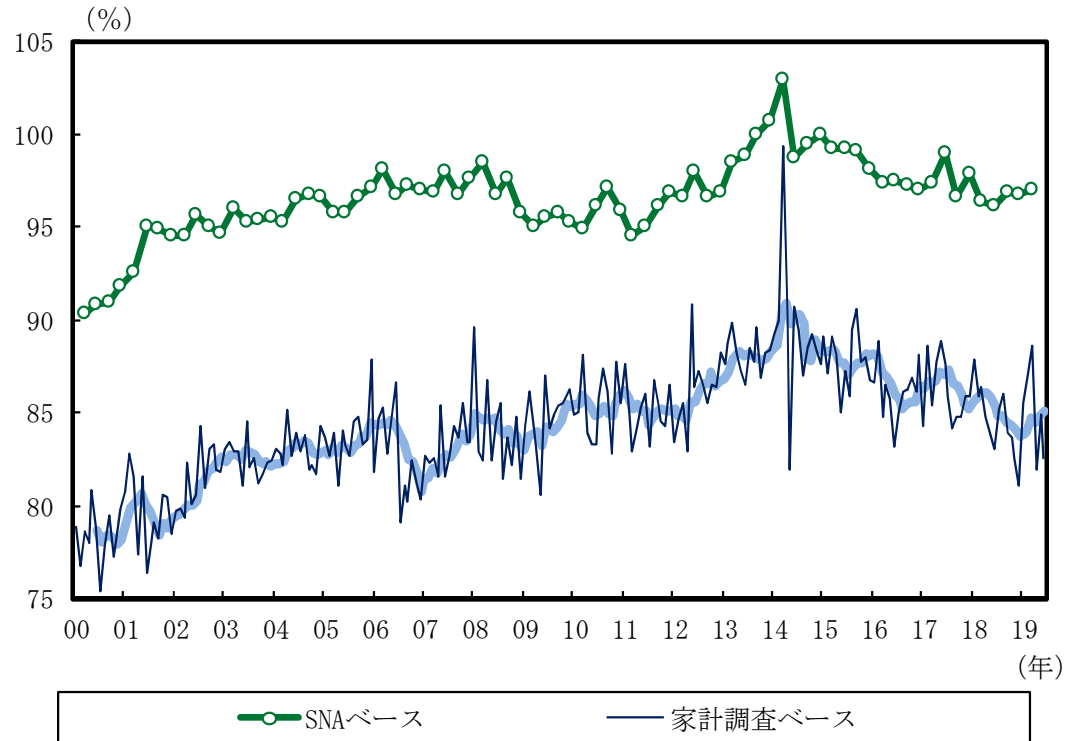
【推計期間】1986年～2017年

(注) ***は1%有意。「人口動態要因」とは、家計調査から算出した人口動態による平均消費性向の変動要因。

(出所) 内閣府、総務省統計等より大和総研作成

低下する消費性向

平均消費性向



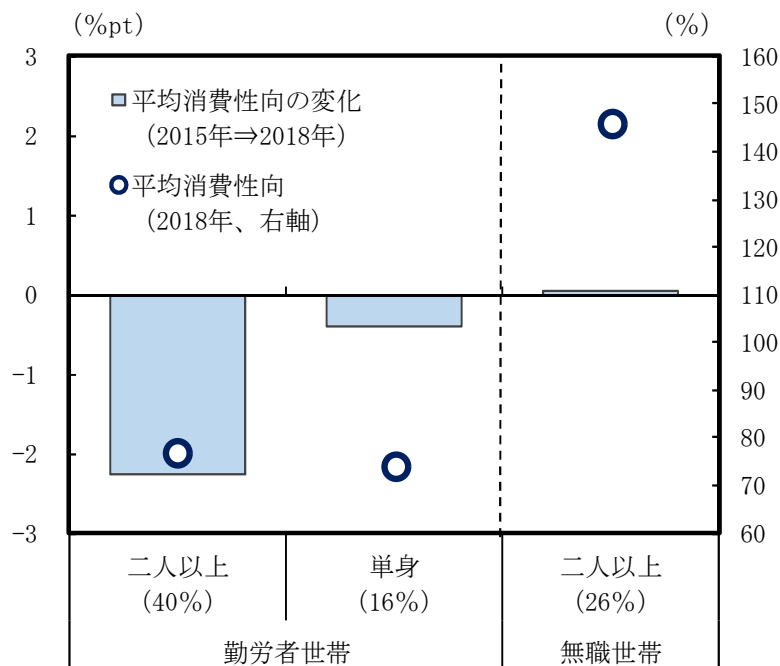
(注1) 季節調整値 (SNAベースは内閣府による、家計調査ベースは大和総研による)。

(注2) 家計調査は二人以上の世帯のうち勤労者世帯と無職世帯を合算。2018年・2019年のデータは調査票変更の影響を取り除いた変動調整値。太線は6ヶ月移動平均。

(出所) 総務省、内閣府統計より大和総研作成

二人以上勤労者世帯：所得が大幅に増える一方、消費を抑制

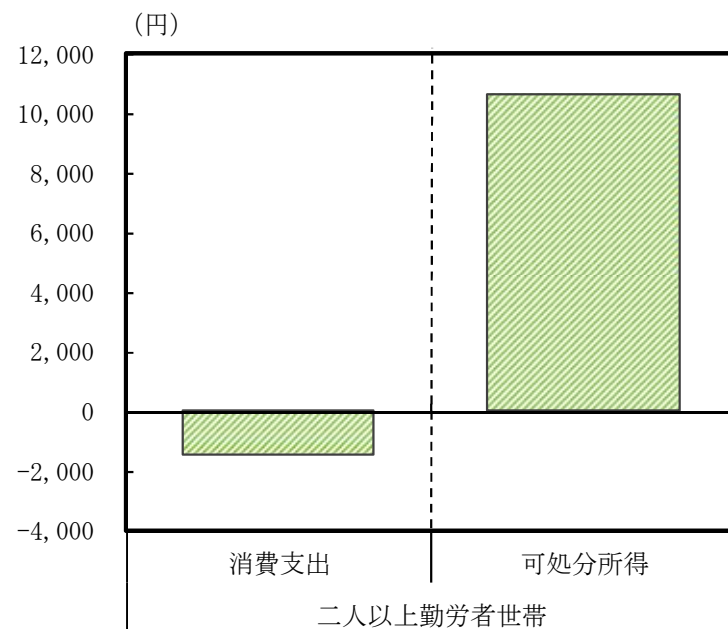
平均消費性向の変化



(注) 消費支出はCTIミクロのデータ、可処分所得は家計調査のデータ。2018年の家計調査のデータは家計簿変更の影響を除いた変動調整値。括弧内の数値は2018年の世帯の分布割合（分母は総世帯ベースの勤労者世帯＋無職世帯）。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

消費支出と可処分所得の変化(2015年⇒2018年)

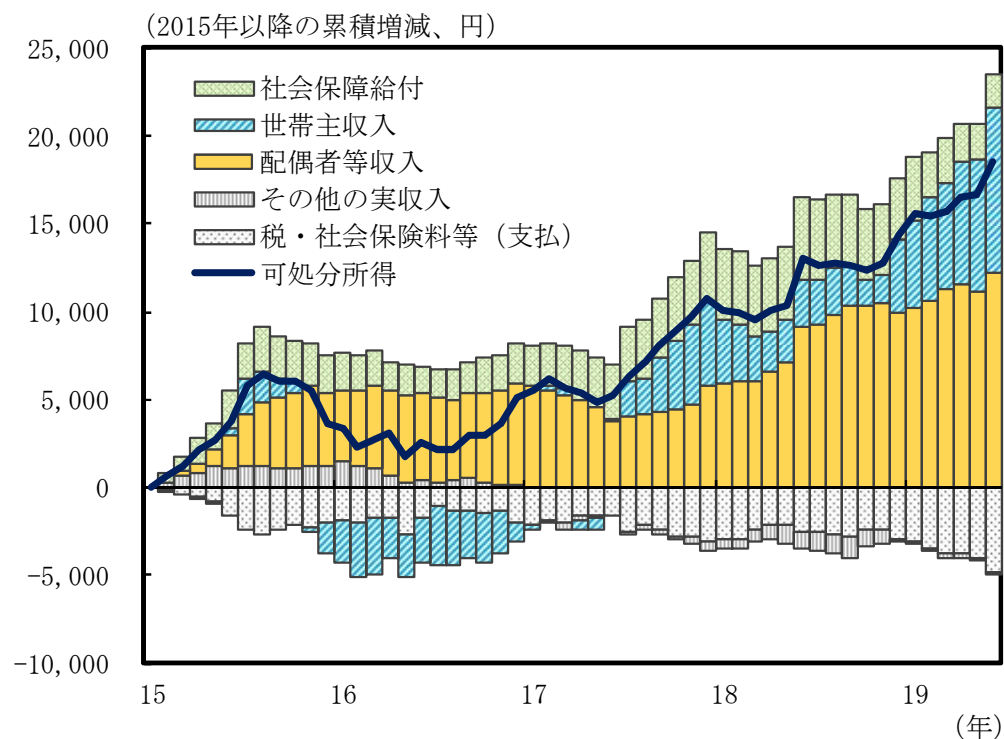


(注) 月額ベース。消費支出はCTIミクロのデータ、可処分所得は家計調査のデータ。2018年の家計調査のデータは家計簿変更の影響を除いた変動調整値。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

配偶者所得の増加が家計の収入を押し上げ

家計の可処分所得

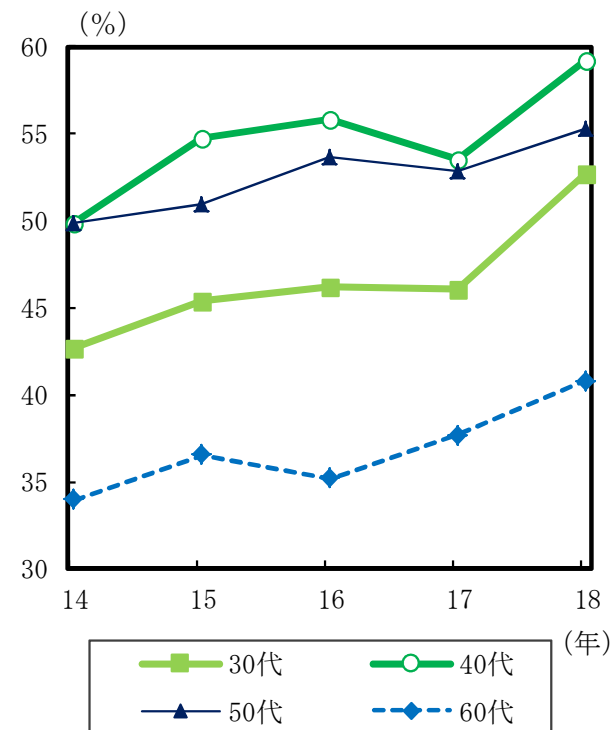


(注) 二人以上の勤労者世帯。12ヶ月移動平均。

2018年以降は、調査家計簿変更の影響を除いた変動調整値を用いている。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

妻の有業率

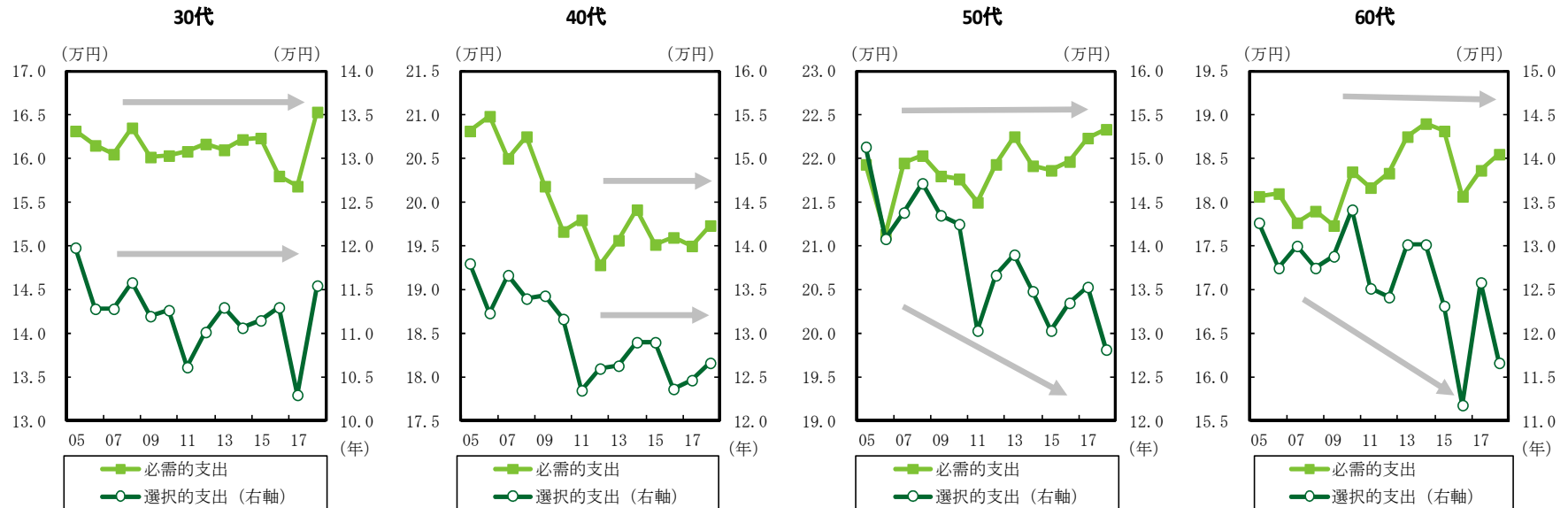


(注) 二人以上の勤労者世帯。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

年齢階級別の消費の特徴

必需的支出と選択的支出



(注1) 月額ベース。二人以上の勤労者世帯。2018年のデータは家計簿変更の影響を除かない数値。

(注2) 必需的支出の分類は、「平成22年度年次経済財政報告」を参考に以下のように定義し、必需的支出以外を選択的支出とした。

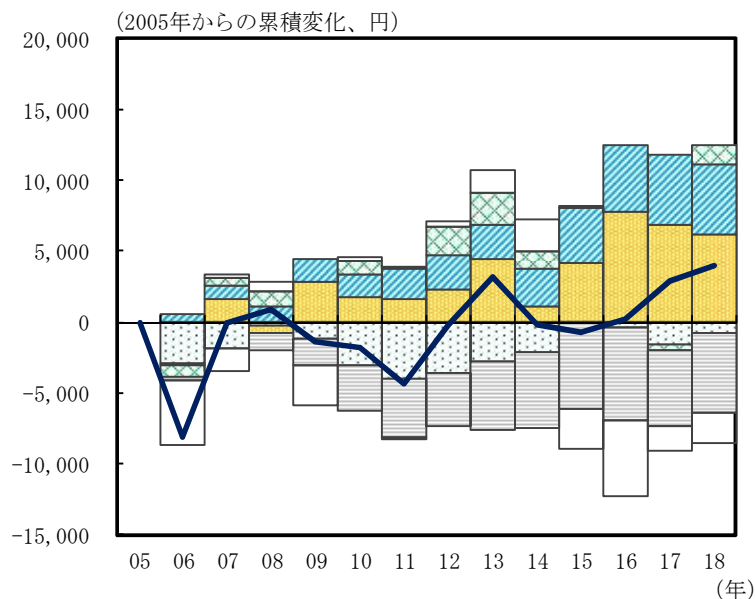
＜必需的支出＞：外食を除く食料／住居／光熱・水道／家事雑貨、家事用消耗品、家事サービス／男子用下着類、子供用下着類、生地・糸類／保健医療／自動車等維持／通信／教育／書籍・他の印刷物／理美容サービス、たばこ、贈与金、仕送り金

(出所) 総務省統計より大和総研作成

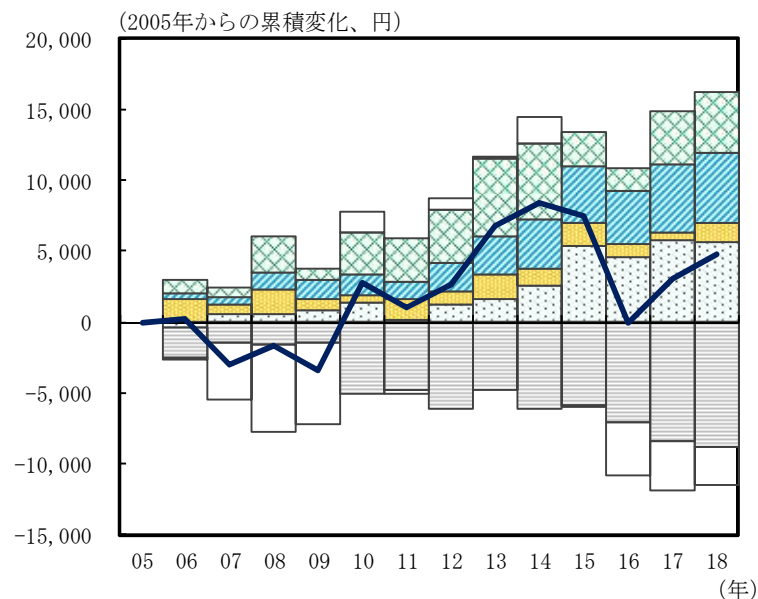
50代:教育費・通信費が増加／60代:食費・通信費が増加～他方、必需的支出は一定

必需的消費支出の変化内訳

50代勤労者世帯



60代勤労者世帯



外食費除く食費
 教育費
 通信費
 自動車等維持
 贈与金
 その他
 必需的消費支出

(注1) 月額ベース。二人以上の勤労者世帯。2018年のデータは家計簿変更の影響を除かない数値。

(注2) 必需的支出の分類は、「平成22年度年次経済財政報告」を参考に以下のように定義した。

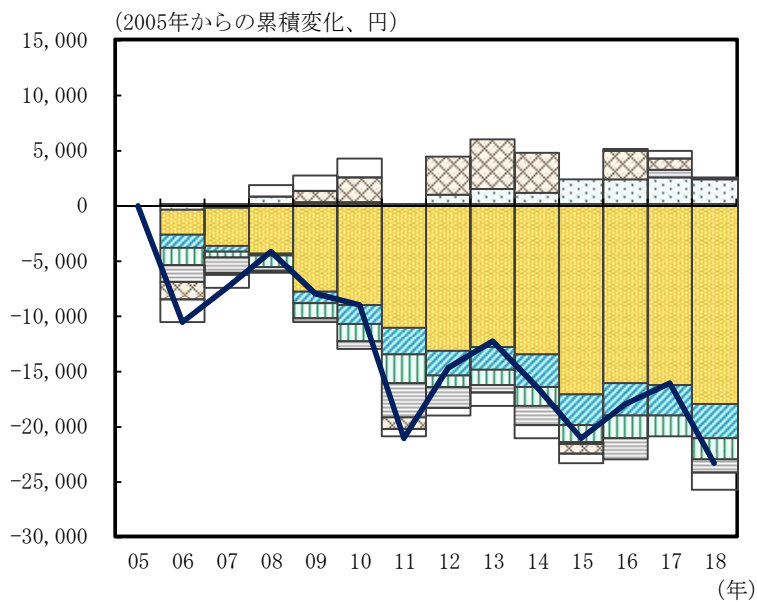
＜必需的支出＞: 外食を除く食料／住居／光熱・水道／家事雑貨、家事用消耗品、家事サービス／男子用下着類、子供用下着類、生地・糸類／保健医療／自動車等維持／通信／教育／書籍・他の印刷物／理美容サービス、たばこ、贈与金、仕送り金

(出所) 総務省統計より大和総研作成

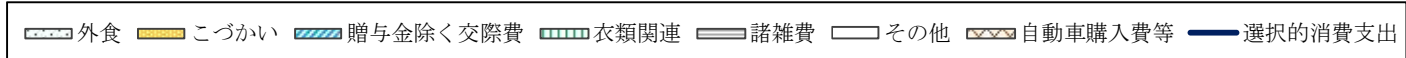
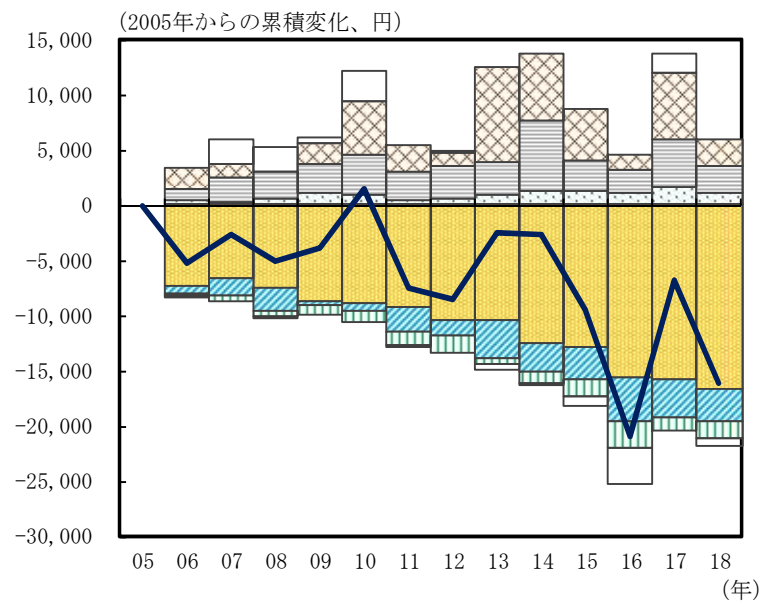
50代・60代:「こづかい」を減らして選択的支出を抑制

選択的消費支出の変化内訳

50代勤労者世帯



60代勤労者世帯



(注1) 月額ベース。二人以上の勤労者世帯。2018年のデータは家計簿変更の影響を除かない数値。

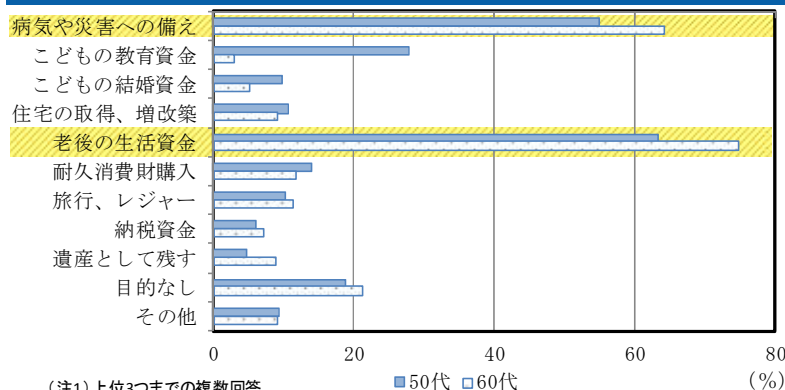
(注2) 必需的支出の分類を、「平成22年度年次経済財政報告」を参考に以下のように定義し、必需的支出以外を選択的支出とした。

＜必需的支出＞：外食を除く食料／住居／光熱・水道／家事雑貨、家事用消耗品、家事サービス／男子用下着類、子供用下着類、生地・糸類／保健医療／自動車等維持／通信／教育／書籍・他の印刷物／理美容サービス、たばこ、贈与金、仕送り金

(出所) 総務省統計より大和総研作成

50代、60代は予備的動機により資産形成／教育資金目的や遺産目的も増加

金融資産の保有目的(2016~18年平均) 50~60代



(注1) 上位3つまでの複数回答。

■ 50代 □ 60代

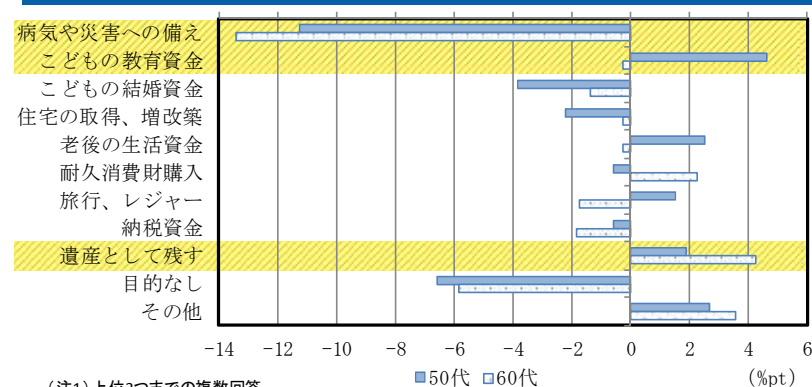
(%)

(注2) 図中に記すため、保有目的の各項目は簡略化している。アンケート中の正しい項目は下記の通り。

病気や不時の災害への備え／こどもの教育資金／こどもの結婚資金／住宅の取得または増改築などの資金／老後の生活資金／耐久消費財の購入資金／旅行、レジャーの資金／納税資金／遺産として子孫に残す／とくに目的はないが、金融資産を保有していれば安心／その他

(出所) 金融広報中央委員会より大和総研作成

金融資産の保有目的 2007~09年平均→2016~18年平均(回答割合の変化)



(注1) 上位3つまでの複数回答。

■ 50代 □ 60代

(%pt)

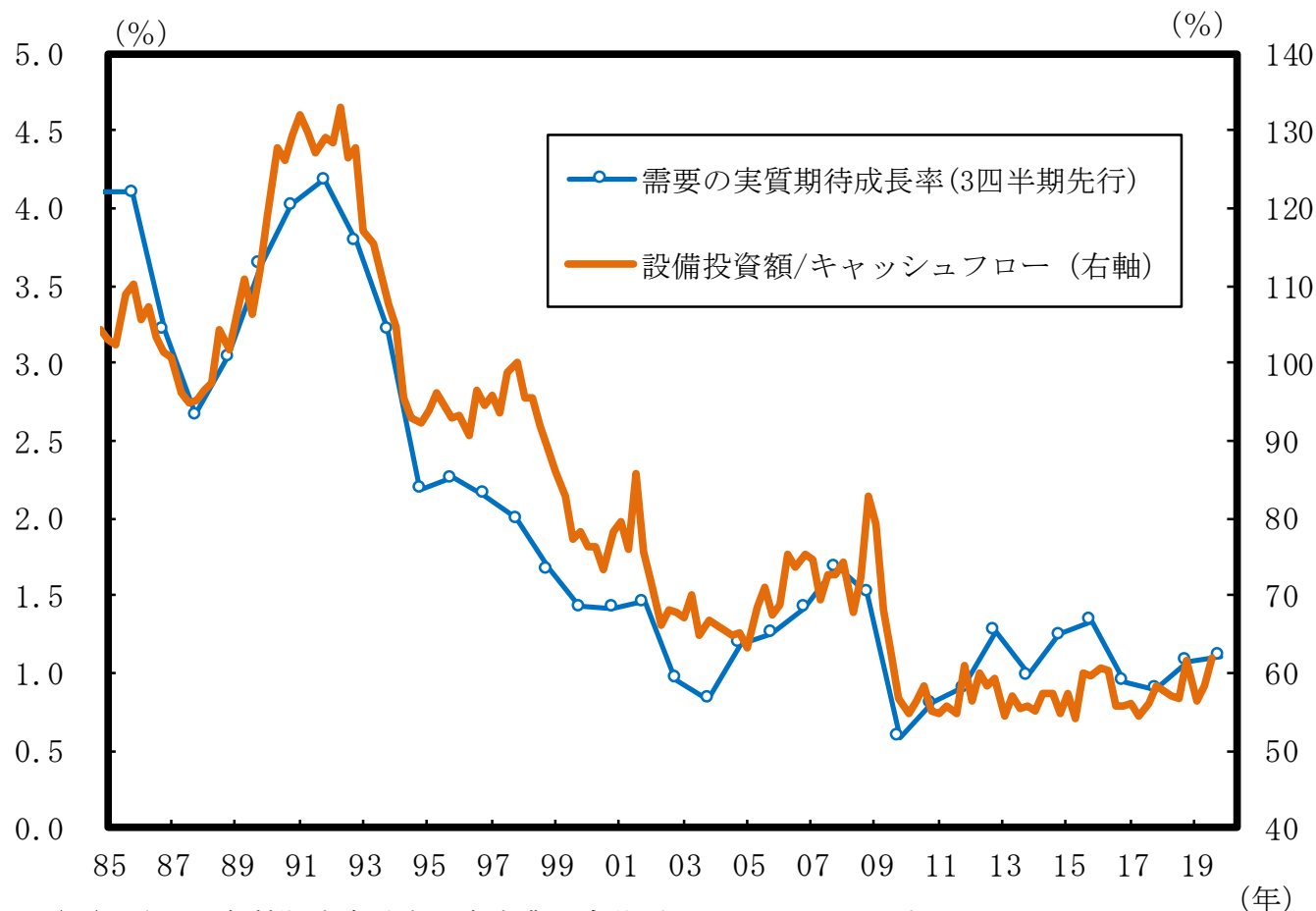
(注2) 図中に記すため、保有目的の各項目は簡略化している。アンケート中の正しい項目は下記の通り。

病気や不時の災害への備え／こどもの教育資金／こどもの結婚資金／住宅の取得または増改築などの資金／老後の生活資金／耐久消費財の購入資金／旅行、レジャーの資金／納税資金／遺産として子孫に残す／とくに目的はないが、金融資産を保有していれば安心／その他

(出所) 金融広報中央委員会より大和総研作成

何故、内部留保が積み上がるのか？

需要の実質期待成長率と設備投資額/キャッシュフロー



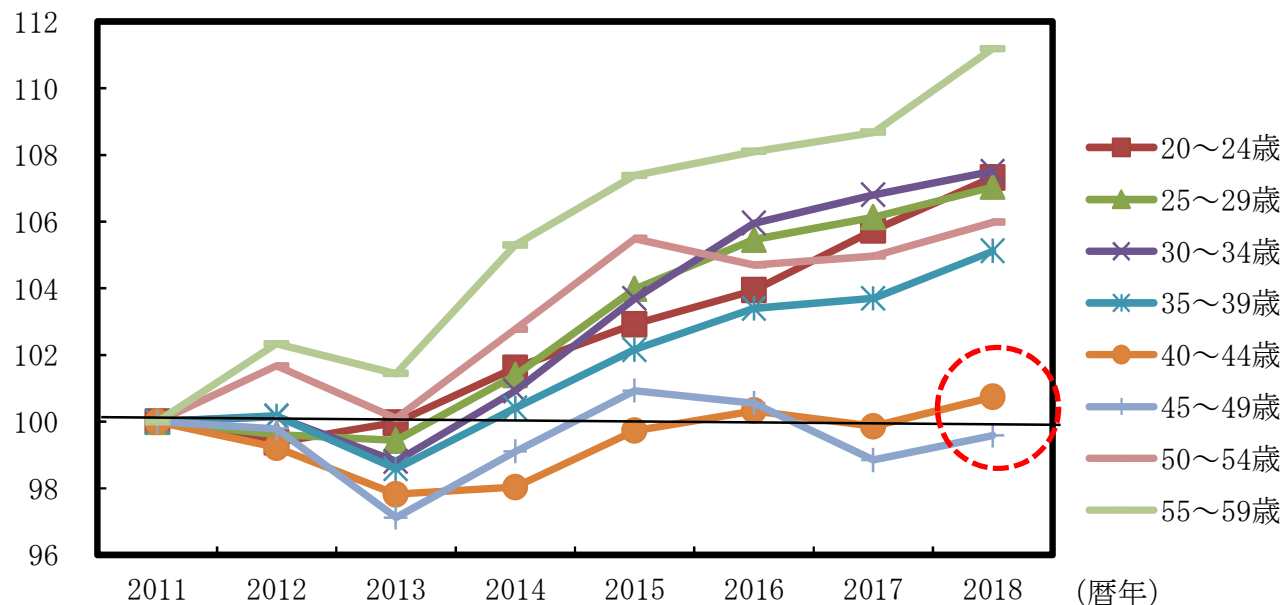
(注) 需要の実質期待成長率は全産業、今後5年間の見通しを示す。

(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

就職氷河期対策のラストチャンス

- 2011年以後の各年齢階級の平均年収(男性)を見ると、39歳以下と50～59歳が上昇しているものの、40歳代は伸び悩み。
- 若手中心のベースアップと、役職定年免除による実質賃上げが行われている可能性。

男性・一般労働者の年齢階級別の平均年収の推移(2011年=100)



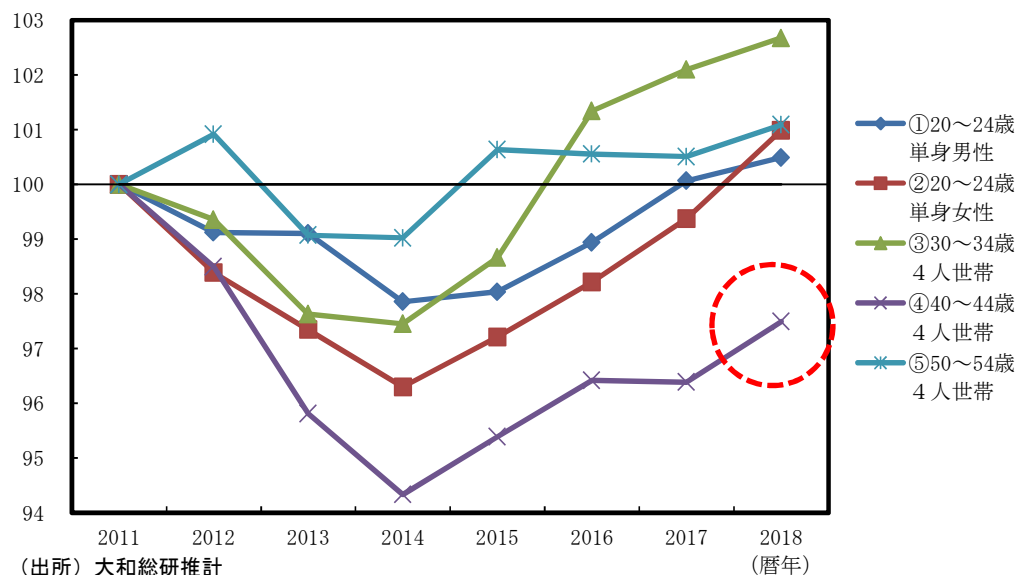
(注) 年収 = 「きまって支給する現金給与額(月額) × 12 + 年間賞与その他特別給与額」

(出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」をもとに大和総研作成

賃上げは増税・物価上昇に追いついてきたか？

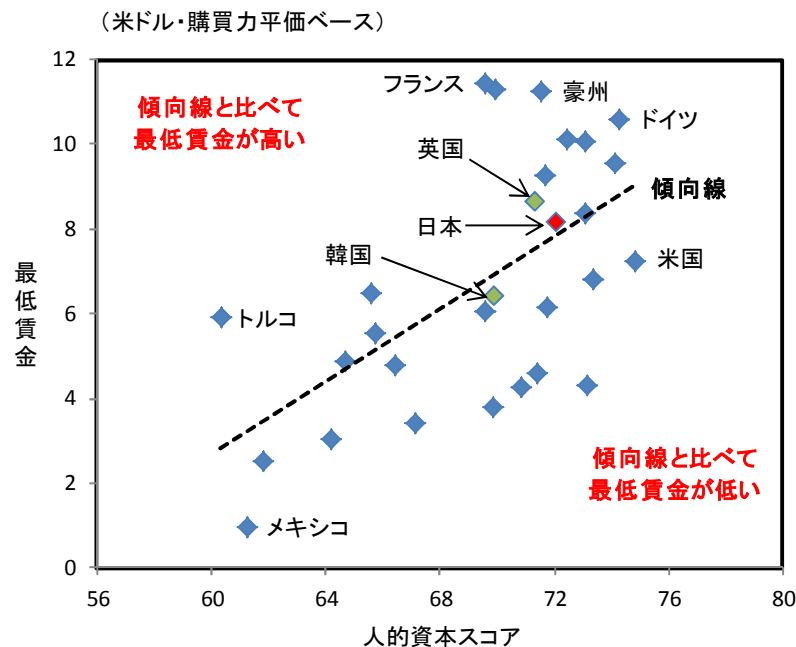
- 現役世帯につき、5つのモデル世帯を設定して、年齢階級を固定して実質可処分所得の推移を試算。
- 2011年から2014年にかけては、世帯年収の増加が消費税率引上げなどによる負担の増加に追いつかず実質可処分所得が減少傾向にあった。
- 2014年以後は負担増を上回るペースで世帯年収が増加することにより実質可処分所得は増加傾向。
- ①・②・③・⑤では、2017年時点で2011年と同程度以上の水準まで実質可処分所得が回復している。ただし、「④40～44歳4人世帯」は、実質可処分所得の戻りが鈍い。

モデル世帯別の実質可処分所得の推移 (2011年=100)



「日本の最低賃金が低過ぎる」とは断言できず

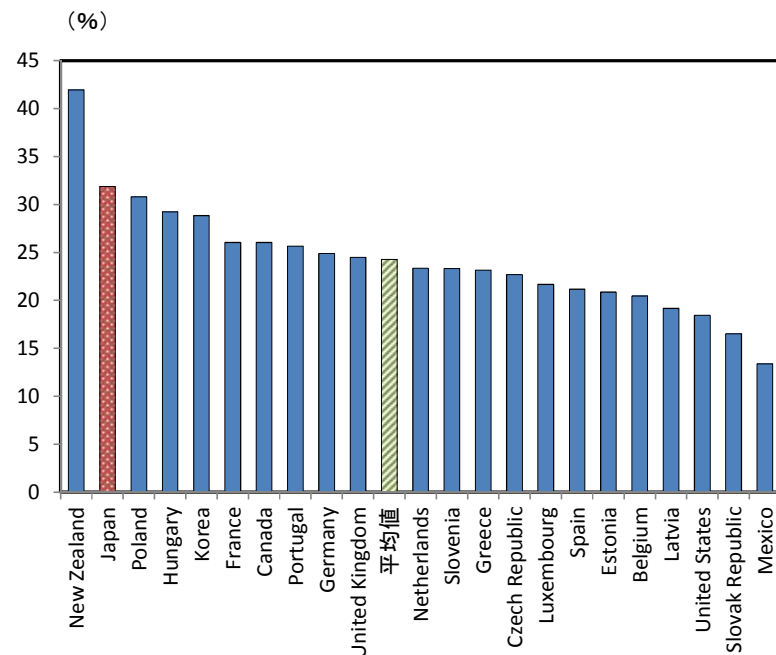
人的資本スコアと最低賃金の散布図(OECD加盟国)



(注) 2017年のデータ。但し日本の最低賃金は2018年のデータを使用した。

(出所) OECD、WEF資料より大和総研作成

雇用者一人当たり時給に対する最低賃金の割合



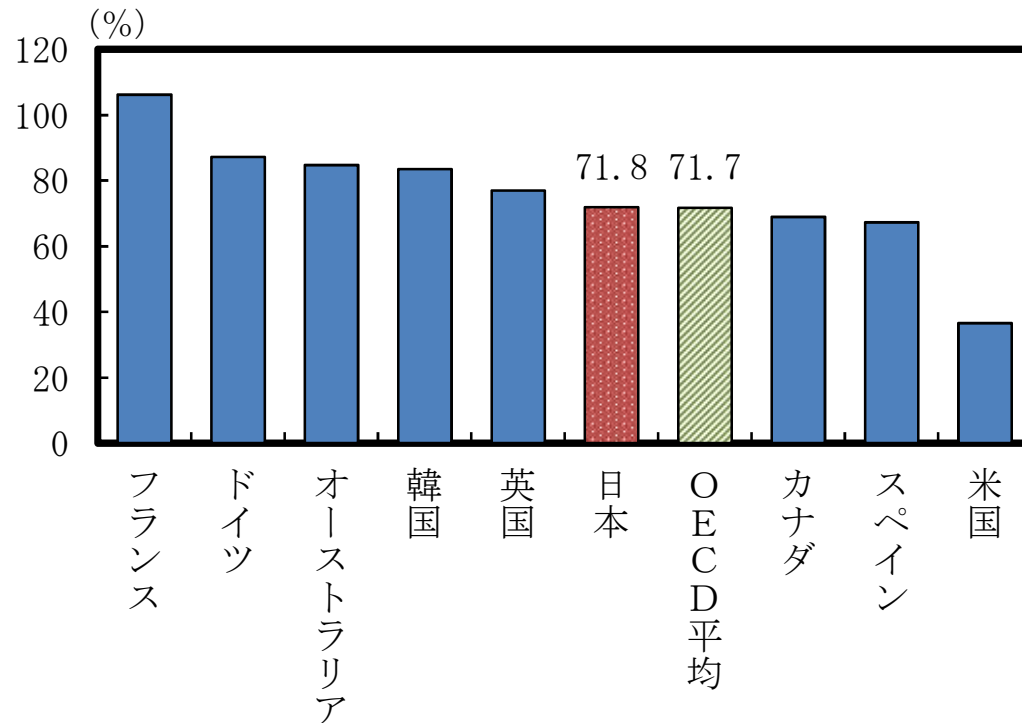
(注1) 雇用者一人当たり時給＝雇用者報酬÷総労働時間

(注2) 2017年のデータ。但し日本の最低賃金は2018年度のデータを使用した。

(出所) OECD資料より大和総研作成

1人当たり家計消費額対比では日本の最低賃金は低くない

1人当たり家計消費額対比の最低賃金



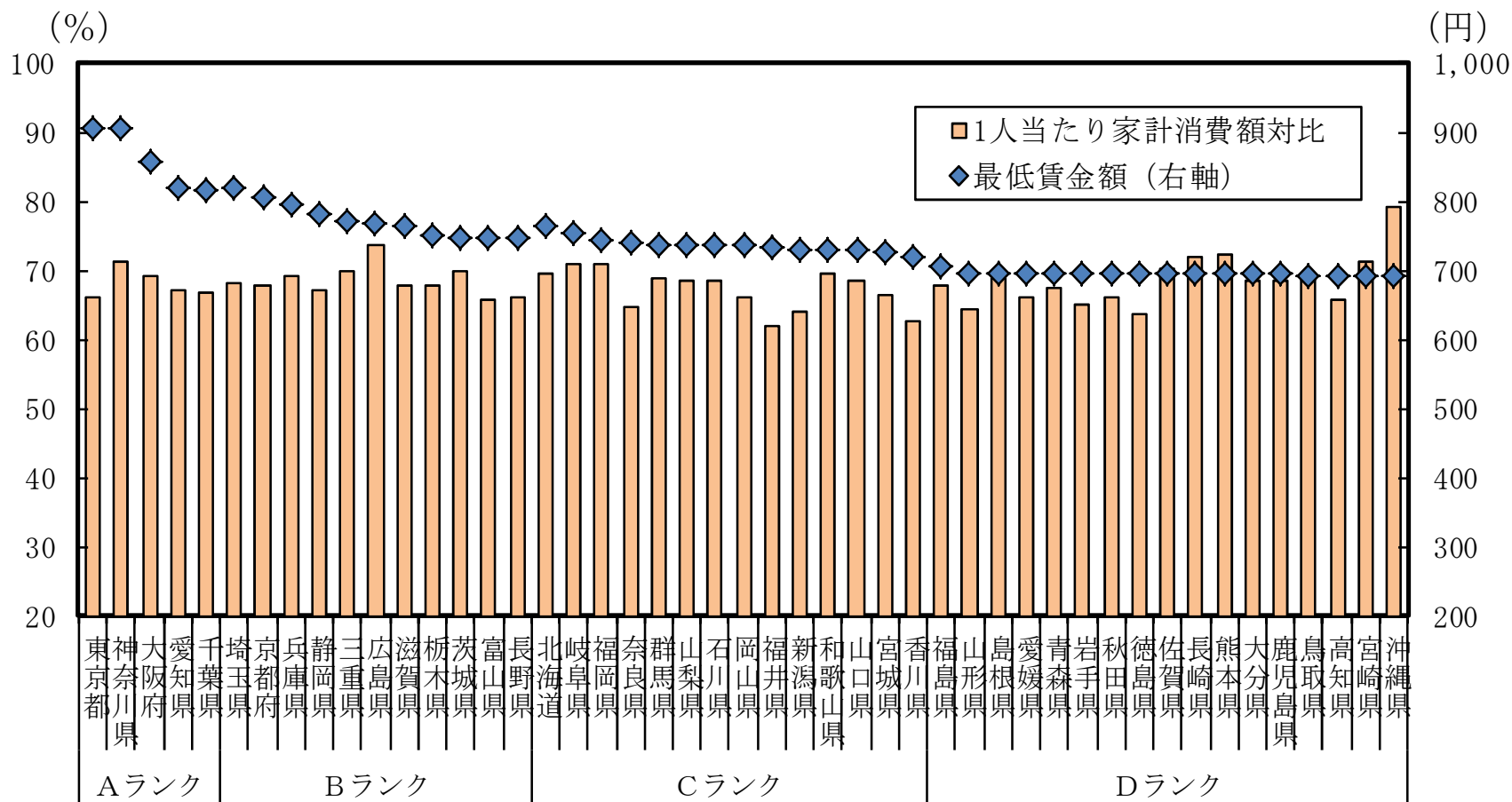
(注1) 1人当たり家計消費額＝名目家計最終消費支出÷総人口

(注2) OECD平均は、OECD加盟国のうち一国単位の最低賃金制度があり、データ取得が可能な国の平均値。

(出所) 内閣府、国際連合、OECD統計より大和総研作成

1人当たり家計消費額対比で見ると、都道府県間で最低賃金の格差は殆どない

都道府県別の最低賃金



(注) 1人当たり家計消費額＝名目家計最終消費支出÷総人口

(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所統計、厚生労働省資料より大和総研作成

最低賃金に関する学術的議論は定まっていない

【雇用への影響】 ⇒ (マイナスが多いものの)コンセンサスはない

- 最低賃金引き上げは雇用削減をもたらすとは限らない(Card and Krueger[1995])
- 英国の引き上げは緩やかで負の効果がない(Dube, Lester, and Reich[2010])
- 負の効果が多い(Neumark, Salas, and Wascher[2013], Thompson[2009])
- 日本では若年労働者に対する雇用減少効果が大きい(川口・森[2013])

⇒①最低賃金の影響を受けやすい若年層への配慮が必要

②最低賃金は段階的かつモデレートな引き上げに留めておく

【企業収益・生産性への影響】 ⇒ 企業収益はマイナス、生産性は確定せず

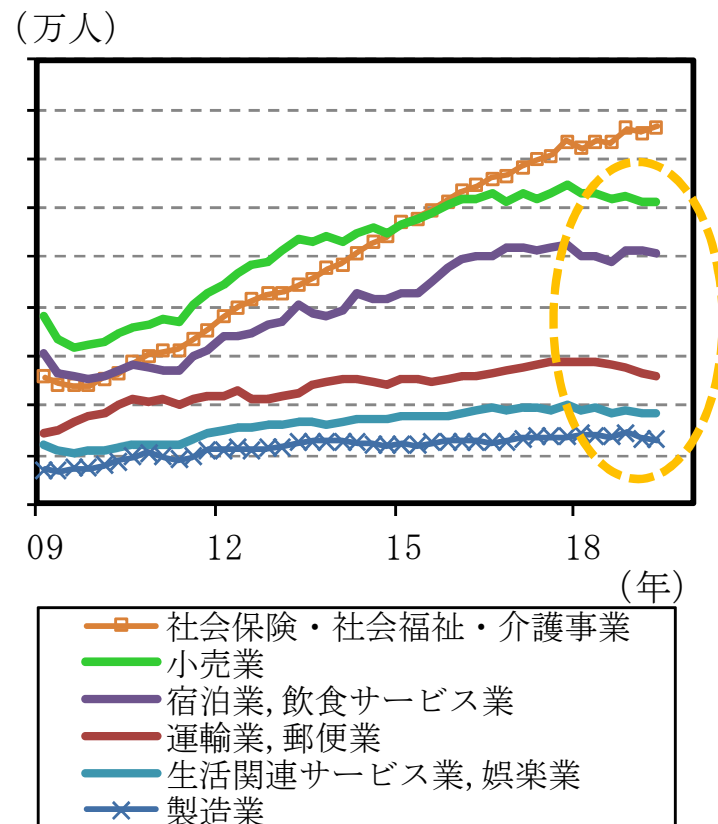
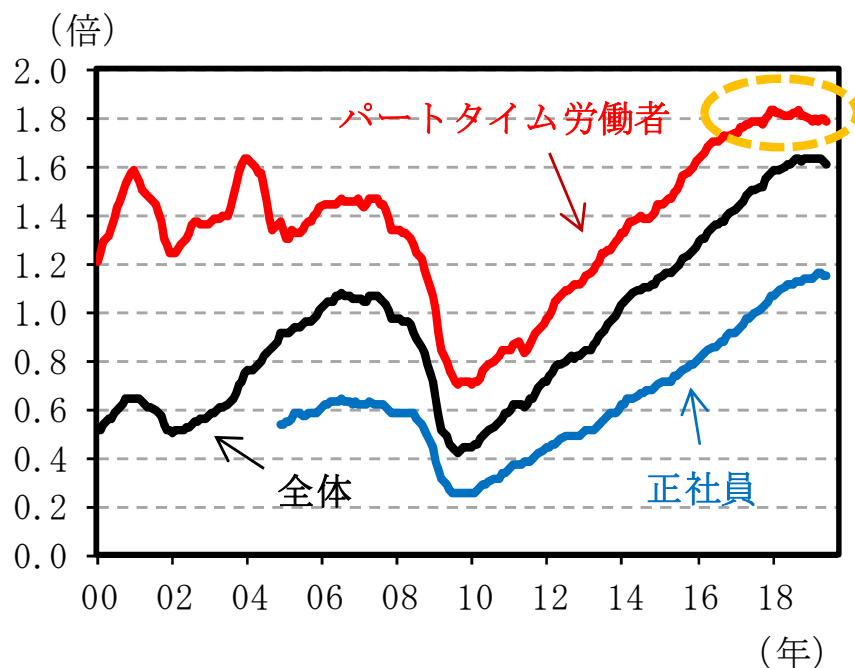
- 企業の資源配分の効率性が阻害され、企業負担は増加(奥平・滝澤・大竹・鶴[2013])
- 企業収益は低下、新規参入も減少(Draca, Machin, and Reenen[2011], 森川[2013])
- 最低賃金上昇は飲食産業の退出率を引き上げる(Aaronson, French, Sorkin[2018])
- 最低賃金の引き上げで生産性は上昇(Riley and Bondibene[2017])

⇒最低賃金労働者の割合が多い企業・産業の市場淘汰につながる可能性も

パートタイム労働者に対する企業の労働需要は減少

就業形態別に見た有効求人倍率

主な産業の新規求人数(パートタイム労働者)



(注) 季節調整値 (右図は大和総研による)。
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

2045年について考察する視点

I. 価値観・生き方の多様化(ダイバーシティ、選択の自由)

- ・「A(現状)からB(2045年)へ」という単線的思考は希薄化
- ・総じていえば、客観的、物質的な経済成長重視から、主観的、精神的な満足度、やりがい、豊かさ、つながり、協力、社会貢献重視へと移行？
- ・外国人労働者の受け入れ、教育機関における人材交流などを通じて「国を開く」ことが不可欠
- ・失敗を許す風土を社会・企業で醸成することもポイント(「再チャレンジ」)

II. 「統合」から「分散」へ

- ・テクノロジーの進化等を背景に、オープン・イノベーション、フィンテックが拡大
- ・従来の国家や企業という枠組みも大きく変化？

III. サステナブル、インクルーシブな成長(「サーキュラーエコノミー」、SDGs)

- ・安心・安全、人を大切にする、自然との共生、財政健全化
- ・格差問題への対応も必要(「ベーシックインカム」?)

IV. 急速な技術進歩(イノベーション)→AI、ロボットとの共存共栄が必要に

- ・価値判断力、適度ないいかげんさ、対人関係能力など、「人間らしさ」を磨く教育が必要
- ・日本は若年失業率が低く、伝統的にロボット等への忌避感希薄(「鉄腕アトム」の伝統)
- ・今後、バイオテクノロジー、生命科学が劇的に進歩する中で、生命の本質が問われることに

V. 体制間競争の激化: 共産主義と資本主義の最終決戦?

- ・「デジタル・ディクテーターシップ」? cf. ブレア元英首相 「History is back ! 」

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2017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	▲ 0.1	1.0	0.8
①生産性	0.7	1.5	1.1
②GDPデフレーター/CPI	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2
③労働分配率	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1

(出所)内閣府、総務省、BEA、BLS、ドイツ連邦統計局、OECD統計より大和総研作成

時間当たり実質賃金 = 名目雇用者報酬/(雇用者数×労働時間)/CPI
 労働生産性 = 実質GDP/(雇用者数×労働時間)
 労働分配率 = 名目雇用者報酬/名目GDP

とすると、

時間当たり実質賃金 = 労働生産性 × GDPデフレーター/CPI × 労働分配率

という関係が成立する。

この時、

$\Delta \ln(\text{時間当たり実質賃金})$
 = $\Delta \ln(\text{労働生産性}) + \Delta \ln(\text{GDPデフレーター/CPI}) + \Delta \ln(\text{労働分配率})$

$\Delta \ln(\text{労働生産性})$
 = $\Delta \ln(\text{実質GDP}) - \Delta \ln(\text{雇用者数}) - \Delta \ln(\text{労働時間})$

$\Delta \ln(\text{労働分配率})$
 = $\Delta \ln(\text{名目雇用者報酬}) - \Delta \ln(\text{名目GDP})$

となる。(Δlnは変化率を表す)

(2000年から2017年の上昇率の平均値、%)	日本	米国	ドイツ
①生産性	0.7	1.5	1.1
実質GDP	0.9	2.0	1.4
総労働時間	逆符号	▲ 0.5	▲ 0.2
雇用者数	逆符号	▲ 0.6	▲ 0.7
労働時間	逆符号	0.3	0.5

(2000年から2017年の上昇率の平均値、%)	日本	米国	ドイツ
②GDPデフレーター/CPI	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター	▲ 0.7	1.9	1.2
交易条件要因	▲ 0.4	0.0	0.0
内需デフレーター要因	▲ 0.6	1.9	1.2
輸入デフレーター要因	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
その他	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0
CPI	逆符号	▲ 0.0	▲ 1.4

(2000年から2017年の上昇率の平均値、%)	日本	米国	ドイツ
③労働分配率	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1
名目雇用者報酬	0.1	3.6	2.4
名目GDP	逆符号	▲ 0.3	▲ 2.6

(注)日本の実質GDPへの労働投入寄与、IT投資寄与、非IT投資寄与は2000年から2016年の平均値。

(出所)内閣府、総務省、BEA、BLS、ドイツ連邦統計局、OECD統計より大和総研作成

現在の経済規模を2060年まで維持するには、年間7～31万人の外国人受け入れが必要

◆現在の経済規模を2060年まで維持するには、年間7～31万人の外国人労働者を受け入れる必要がある。（前提：労働生産性 年0.5%上昇）

経済規模 (上段:2018年からの変化、下段:年率)				経済規模を維持するために 必要な外国人労働者 (上段:2060年時点計、下段:年平均)			
2060年	労働生産性の上昇率(年)			労働生産性の上昇率(年)			
	0%	0.5%	1.0%	0%	0.5%	1.0%	
2018年から就業率一定	▲35.2%	▲20.0%	▲1.2%	2,427万人	1,431万人	206万人	
	(▲1.0%)	(▲0.5%)	(▲0.0%)	(55万人)	(31万人)	(2万人)	
出生率1.64＋労働参加進展	▲29.1%	▲12.4%	＋8.1%	2,024万人	936万人	－	
	(▲0.8%)	(▲0.3%)	(＋0.2%)	(45万人)	(19万人)		
出生率1.80＋労働参加進展 ＋60代は健康な限り就労継続	▲24.4%	▲6.7%	＋15.1%	1,723万人	566万人	－	
	(▲0.7%)	(▲0.2%)	(＋0.3%)	(38万人)	(10万人)		
出生率1.80＋労働参加進展 ＋60－74歳は健康な限り就労継続	▲22.4%	▲4.2%	＋18.2%	1,589万人	401万人	－	
	(▲0.6%)	(▲0.1%)	(＋0.4%)	(35万人)	(7万人)		

(注1) 2018年の人口・就業率は、9月までのデータを基に大和総研推計。平均労働時間は2017年のデータを用いている。

(注2) 2060年の人口データは、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成29年推計)」の出生・死亡中位推計を使用。

(注3) 性別・5歳刻み年齢階級別の年間平均労働時間は2017年から一定とする。70～74歳、75歳以上は70歳以上のデータを使用。外国人労働者の労働時間は平均値を用いている。

(注4) ベースライン：性別・5歳刻み年齢階級別の就業率が2018年から一定と仮定。①・②・③A：労働政策研究・研修機構の「平成27年労働力需給の推計」(経済再生・労働参加進展シナリオ)の2030年時点の就業率になると仮定。③B、C：小塩隆士氏の試算に基づき、60代(B)、60～74歳(C)が健康面の制約だけを考慮した時の就業率まで上昇すると仮定。(男性：60～64歳87.8%、65～69歳86.2%、70～74歳84.1%、女性：60～64歳61.3%、65～69歳54.3%、70～74歳47.3%)それ以外の年齢層の就業率は③Aと同様の仮定を置いている。

(出所) 総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、労働政策研究・研修機構、小塩隆士氏試算より大和総研作成

外国人労働力活用についてどう考えるか？

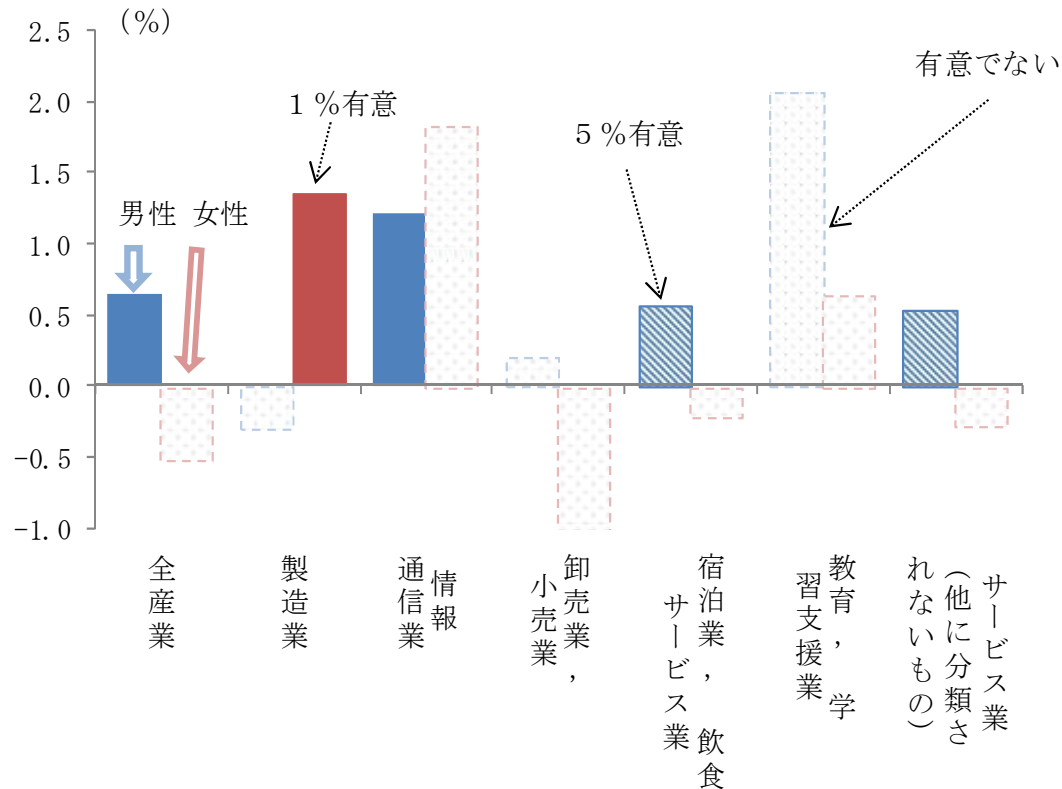
エマニュエル・トッドによる家族の類型

		親子関係	
		平等(別居)	不平等(同居)
兄弟関係	平等	フランス	中国 ロシア
	不平等	英国 米国	日本 ドイツ

(出所) 大和総研作成

外国人労働者比率1%pt上昇⇒男性の賃金を0.6%程度押し上げ

外国人労働者比率1%pt上昇による一般労働者の実質賃金に与える影響

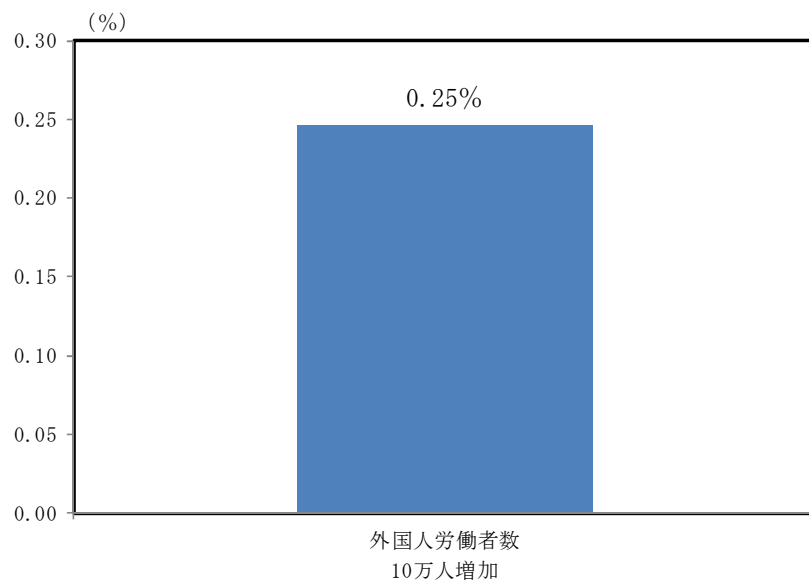


(注)被説明変数に単位時間当たり実質賃金(対数値)、説明変数に年齢、年齢の2乗、有効求人倍率、短時間労働者比率を入れてコントロールし、外国人労働者比率が実質賃金に与える影響を見た。実質賃金と年齢は一般労働者。47都道府県の2009年、2012年、2017年のパネルデータ(年齢計)について固定効果モデルにより推計。

(出所)総務省および厚生労働省統計より大和総研作成

外国人労働者の増加が労働生産性に与える影響

外国人労働者数が10万人増加したときの労働生産性に与える影響(製造業)



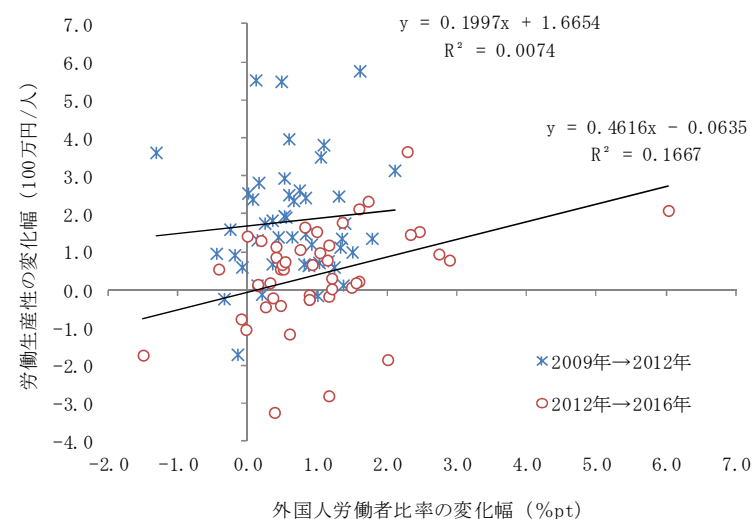
(注)2009年～16年の47都道府県のパネルデータを用いて、固定効果モデルにより推計。推計式は以下の通り。但し、外国人労働者比率はパーセント表示。()はt値を表す。

労働生産性(対数値)
 $= 1.82 + 0.022 * \text{トレンド項} + 0.216 * \text{資本労働比率(対数値、3期前)} + 0.016 * \text{外国人労働者比率}$
 (13.64) (2.63) (3.94) (2.08)

サンプル数235 修正 $R^2=0.929$

(出所)経済産業省、厚生労働省統計より大和総研作成

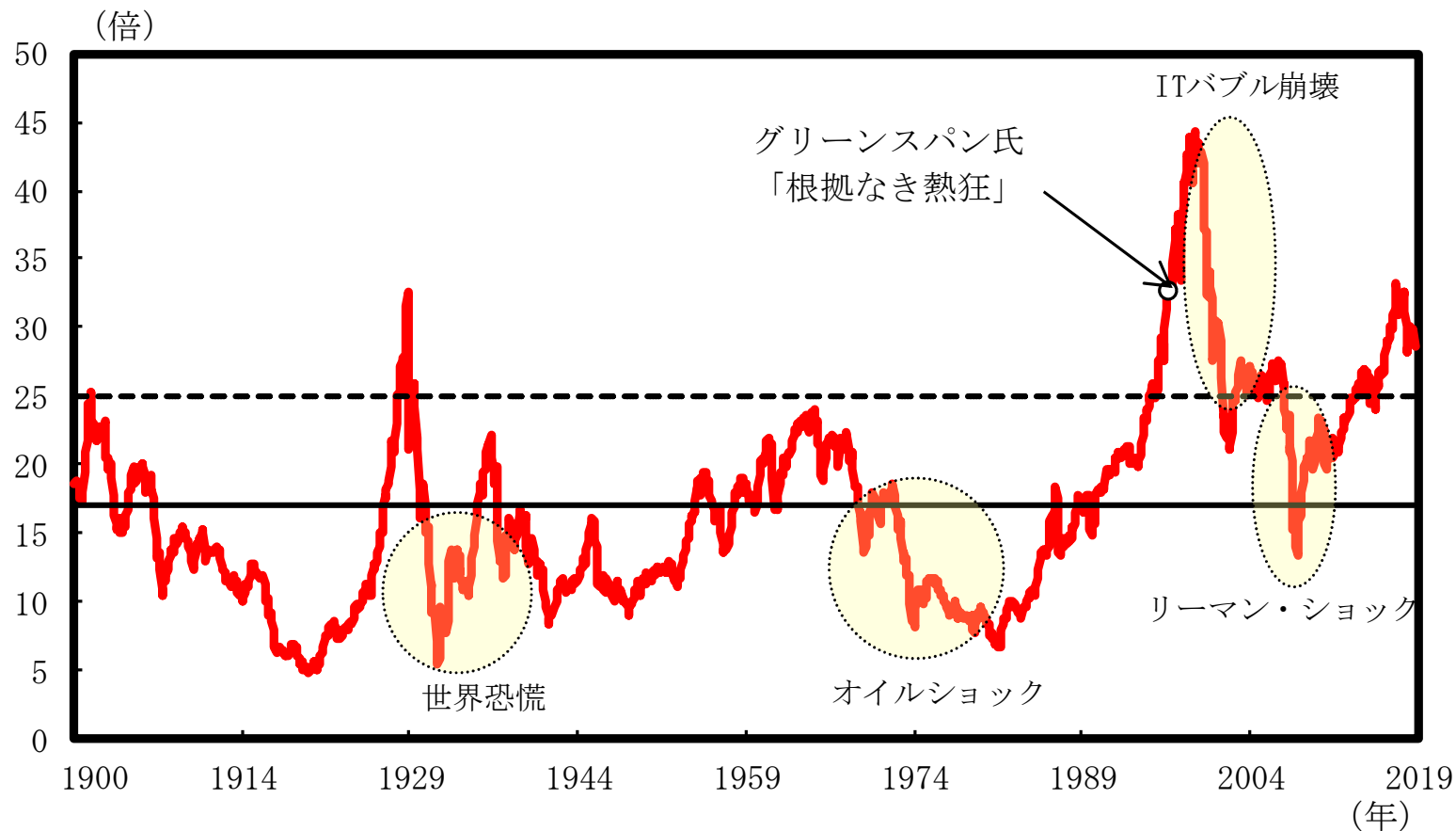
外国人労働者比率と労働生産性(製造業)



(注)労働生産性はGDPデフレーター(一部は消費者物価指数による推計)で実質化。
 (出所)経済産業省、内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

米国株式市場の評価は？

シラーPER(S&P米国総合)の長期推移(1900年以降過去平均)

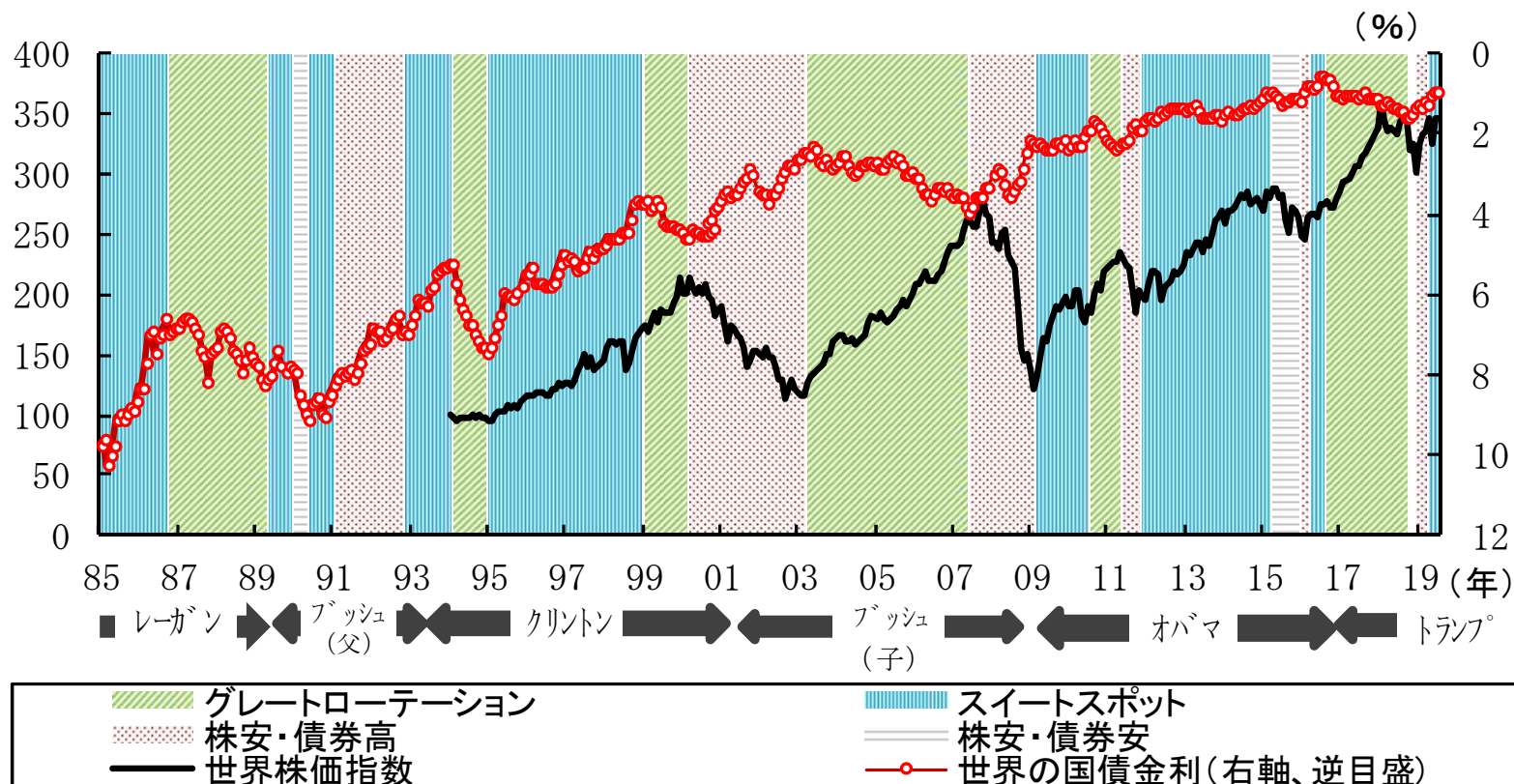


(注) 黒の実線は1900年以降の過去平均、黒の点線は割高・割安の一つの目安とされる25倍。

(出所) Robert Shiller ウェブサイトより大和総研作成

グレートローテーション(株高・債券安)は終焉

世界の株価指数と国債金利の推移

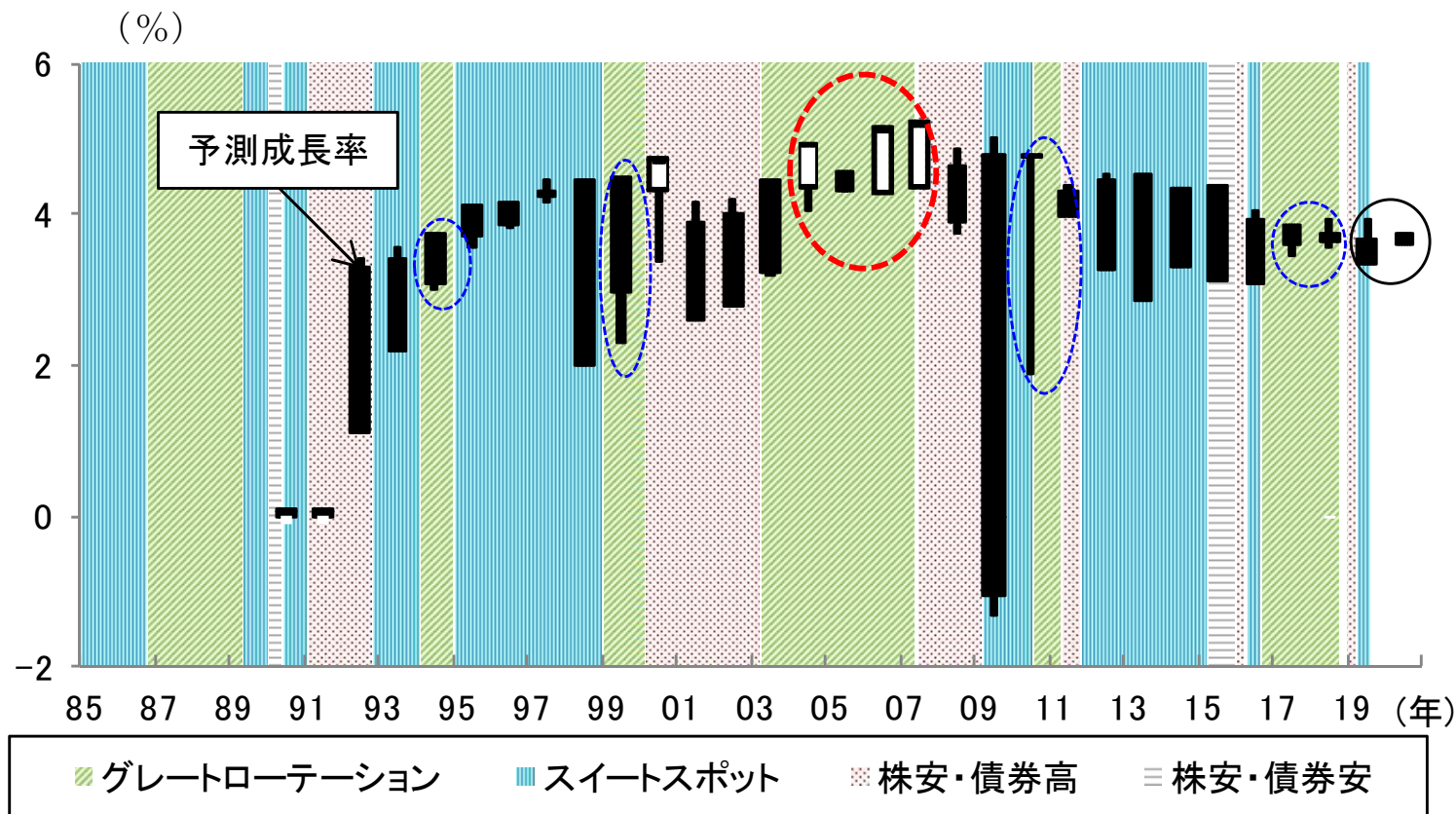


(注1) 世界株価指数は、FTSE ALL-WORLD INDEX。

(注2) 世界の国債金利は、2000年8月まではWGBI平均金利、それ以降はBloomberg Barclays Indices最低利回り。

(出所) Bloomberg、Financial Times/Haver Analyticsより大和総研作成

メルクマール①：世界経済見通しが上方修正されるか？

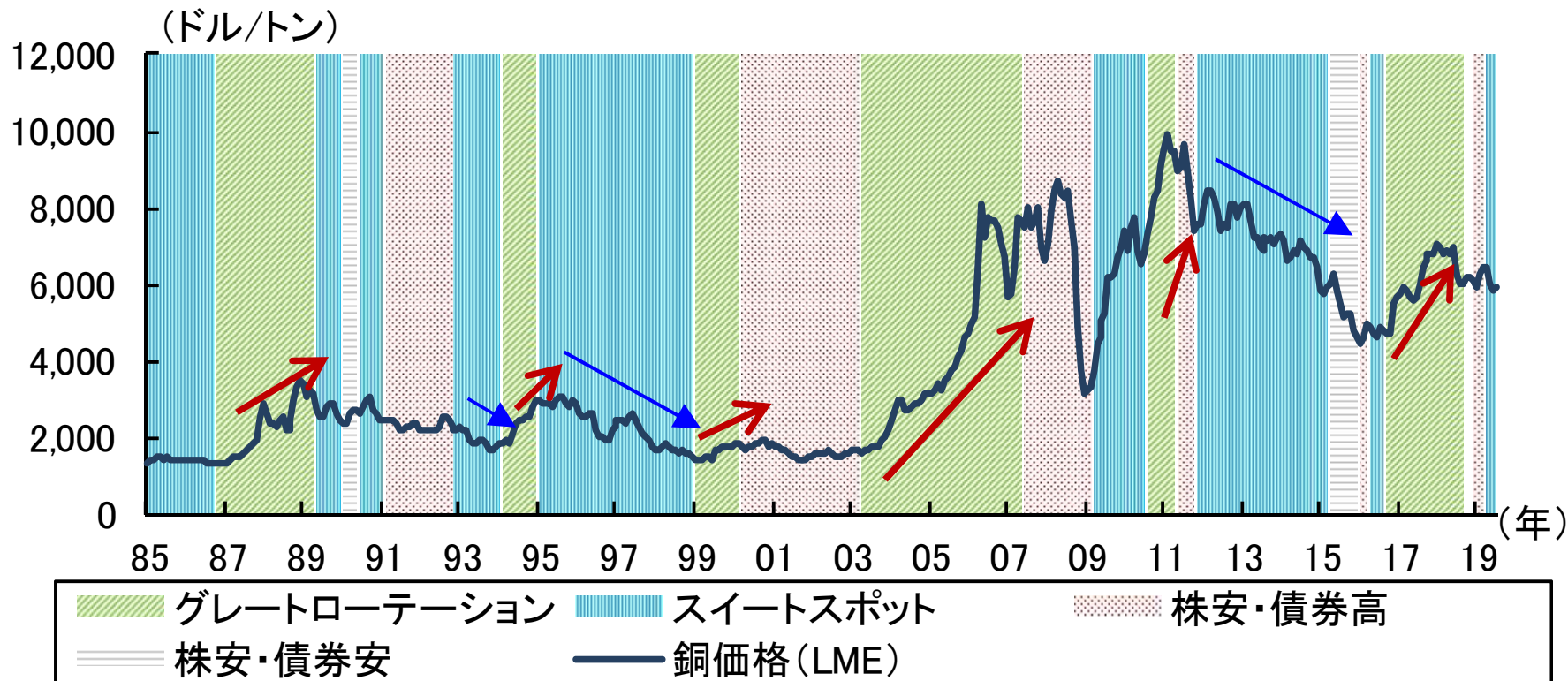


(注) 2年前～当年10月までの6回分の予測値(4月と10月)の中で、始値(2年前予測値)、終値(当年10月予測値)、安値、高値をローソク足で表記。2019年と2020年は、2019年4月までに公表された予測値。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

メルクマール②: 銅価格が上昇するか？

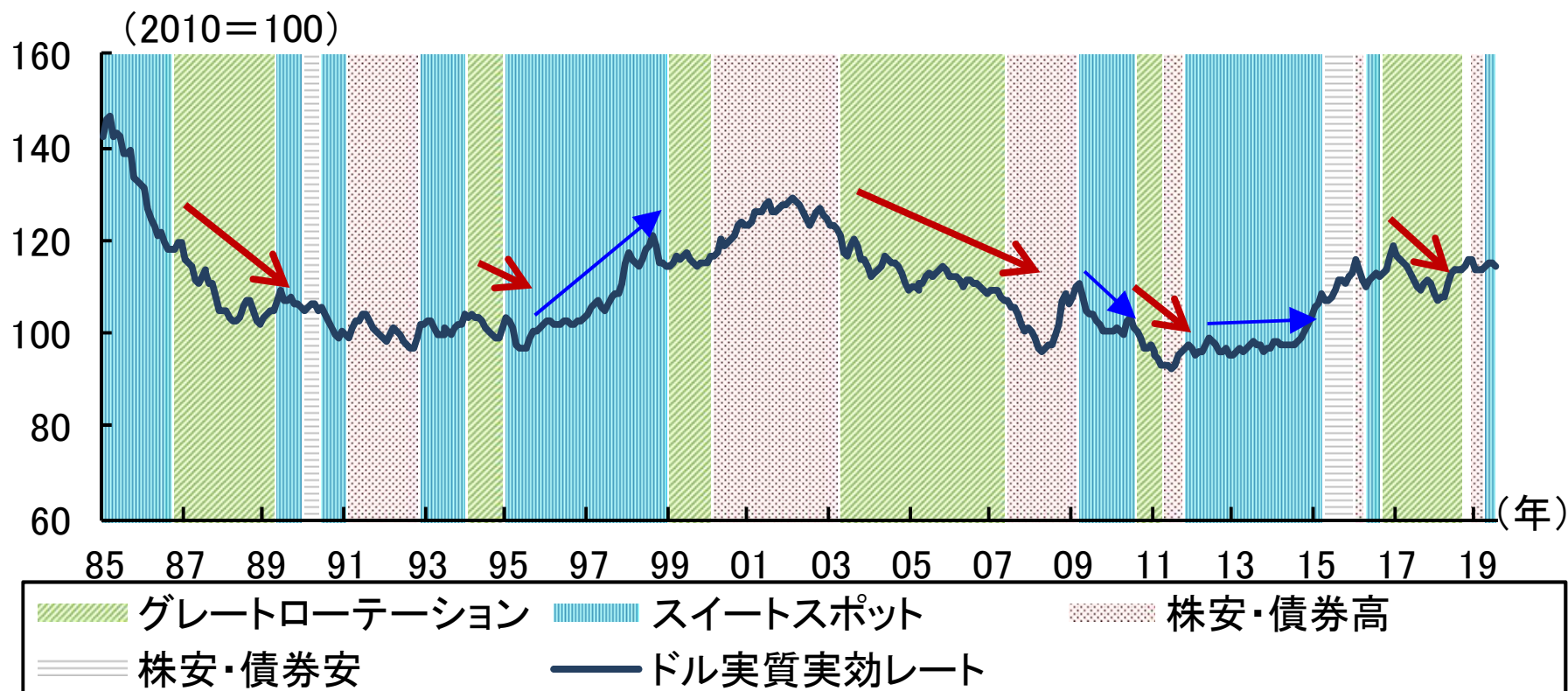
銅価格(LME)の推移



(出所)IMF資料、Haver Analyticsより大和総研作成

メルクマール③：米国がドル安政策を採るか？

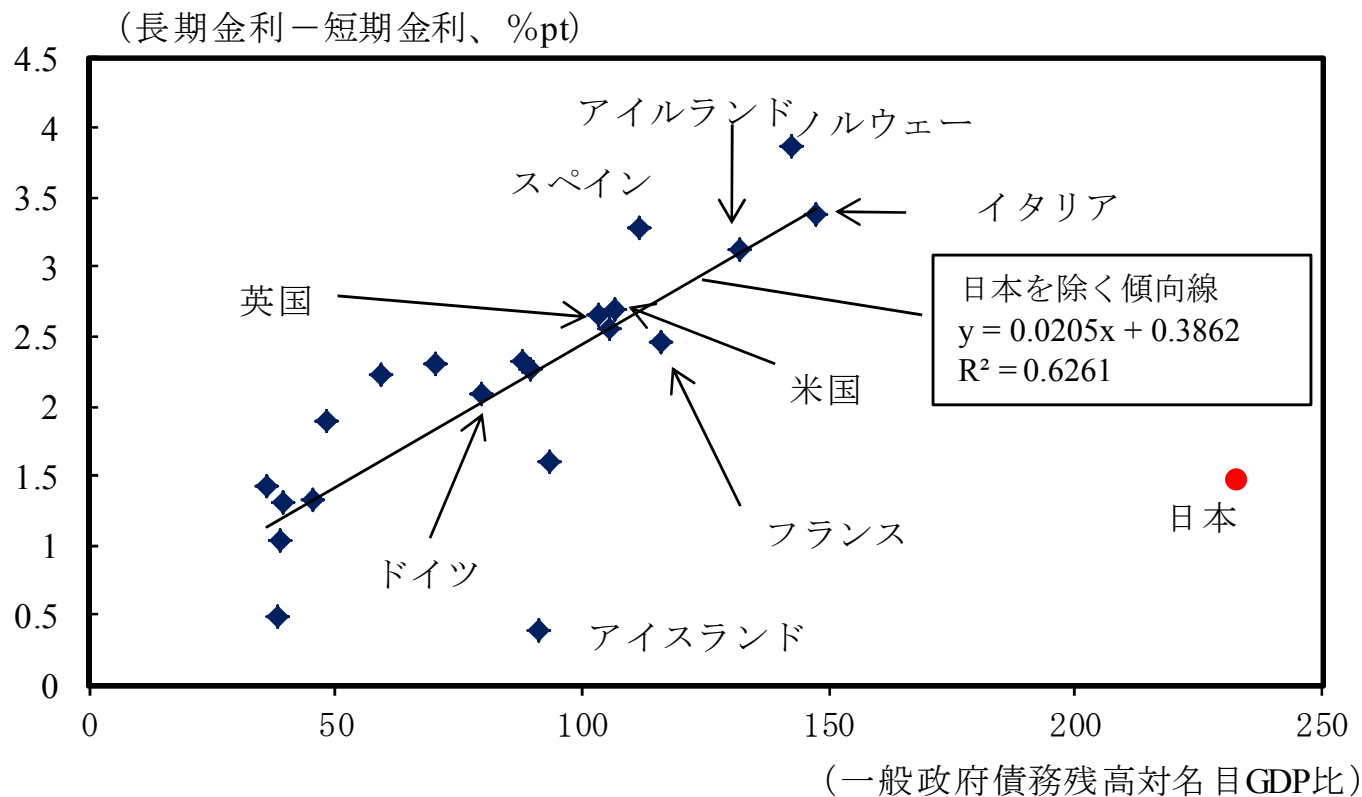
ドル実質実効為替レートの推移



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

政府債務残高と長期金利の関係

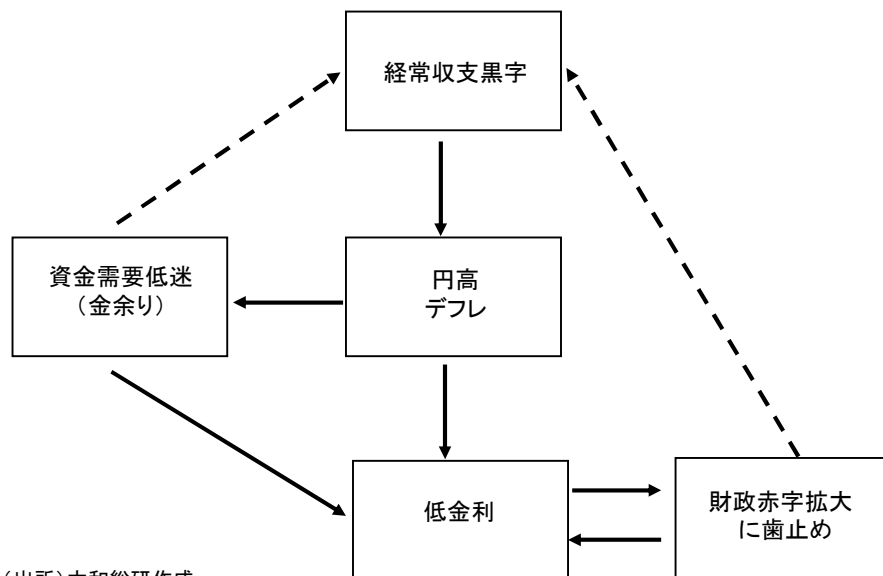
OECD諸国の一般政府債務残高と長短スプレッド(2015年)



(出所) OECD統計より大和総研作成

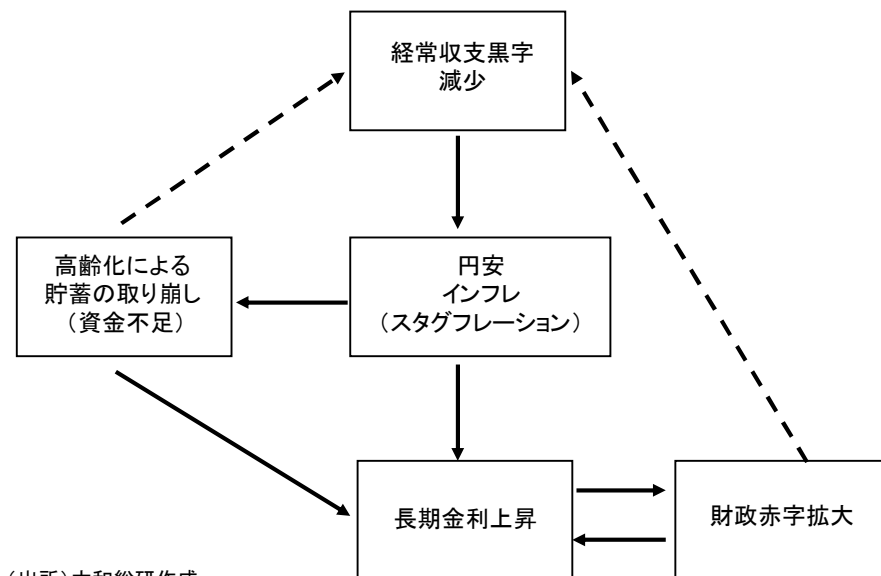
日本経済を取り巻く環境の変化(概念図)

現状までの日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

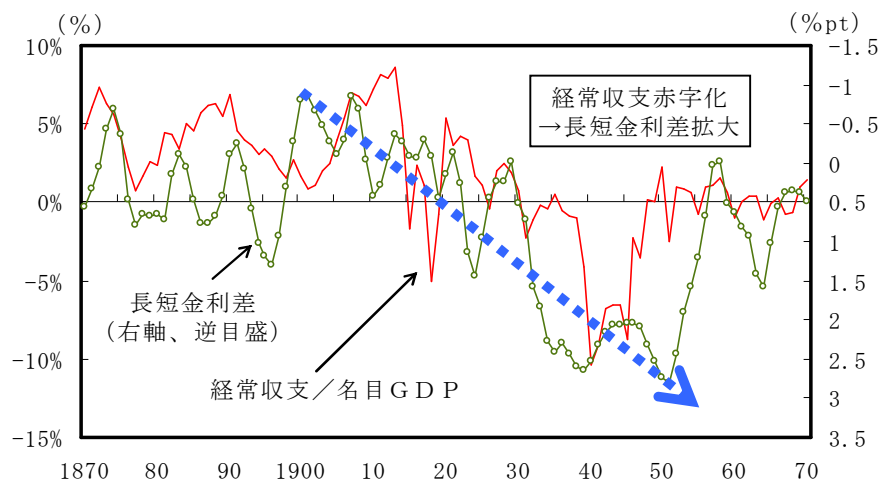
将来的に予想される日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

将来的な「経常収支悪化→国債暴落」のリスク？

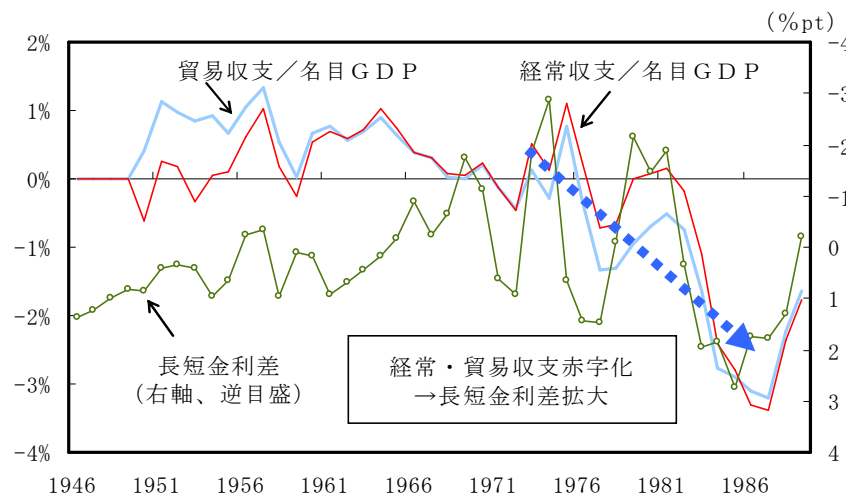
英国：経常収支と長短金利差



(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1割程度？

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 1.26500%（但し、最低 2,750 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約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）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、損失が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、損失が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購入時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が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