

# 2015年の日本経済・金融市場展望

---

2014年12月19日

株式会社大和総研  
執行役員 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

- ・日本経済は増税の影響で一時的に低迷したが、2015年にかけて回復軌道へ
- {
- ① アベノミクスによる好循環は継続
  - 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

- ・中長期的には、「財政規律の維持」と「第三の矢(成長戦略)」の強化が課題
- ・短期的には、(1)低所得者向け給付金、(2)「地方創生」への取り組みなどがカギ

## III. 日本経済のリスク要因

- {
- ① 消費税増税先送りを受けた、「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行
  - ② 中国の「シャドーバンキング」問題
  - ③ 米国の出口戦略等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世界的な株安の進行

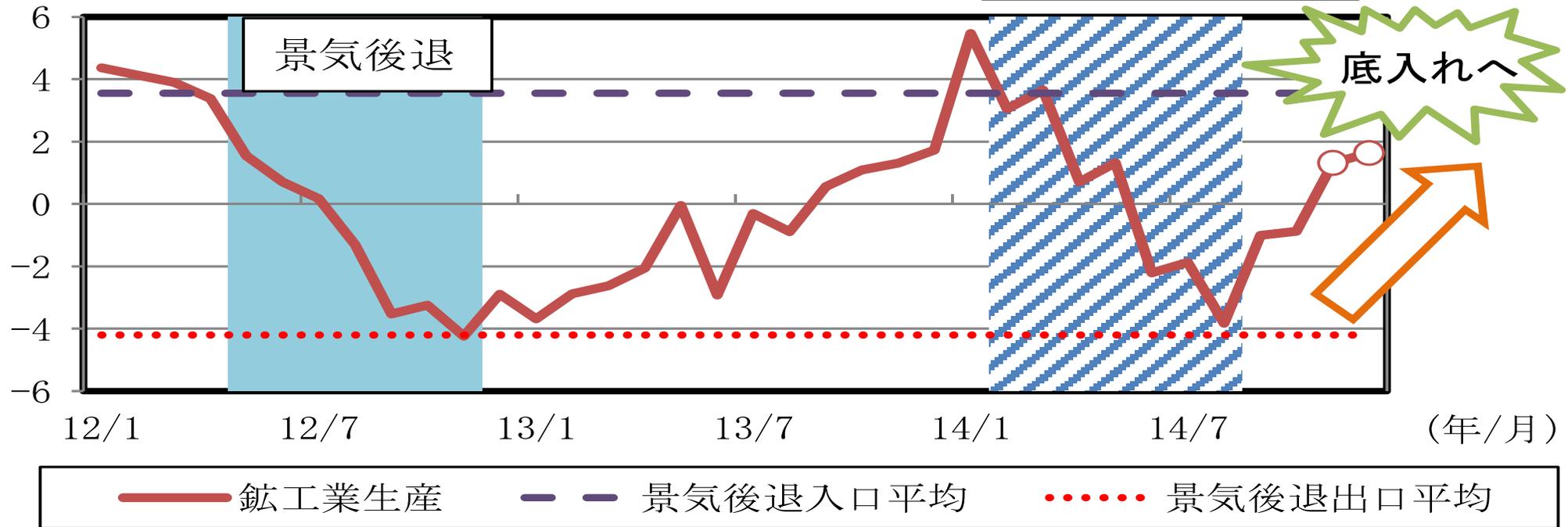
## IV. 金融市場の展望

- ・メインシナリオでは、株高・円安基調を予想。長期金利は中長期的に大きく上昇するリスクがある

# 日本経済は底入れへ

## 鉱工業生産のトレンドからの乖離

(トレンドからの乖離率、%)



(注1) トrendはHPフィルターにより算出。

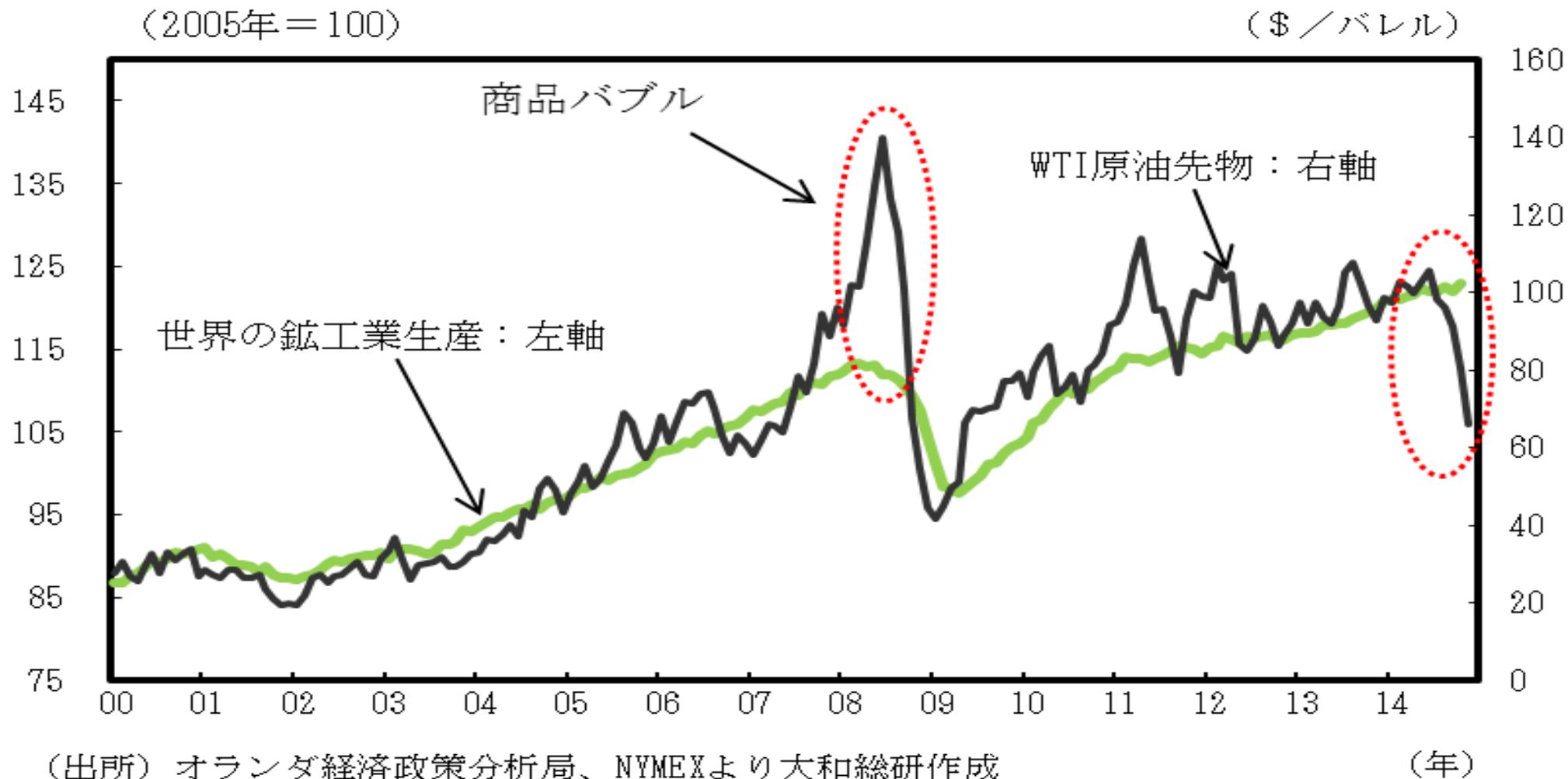
(注2) 白抜きは製造工業生産予測調査による見通し。

(注3) 景気後退入口、出口平均はそれぞれ1980年以降をサンプルとした。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

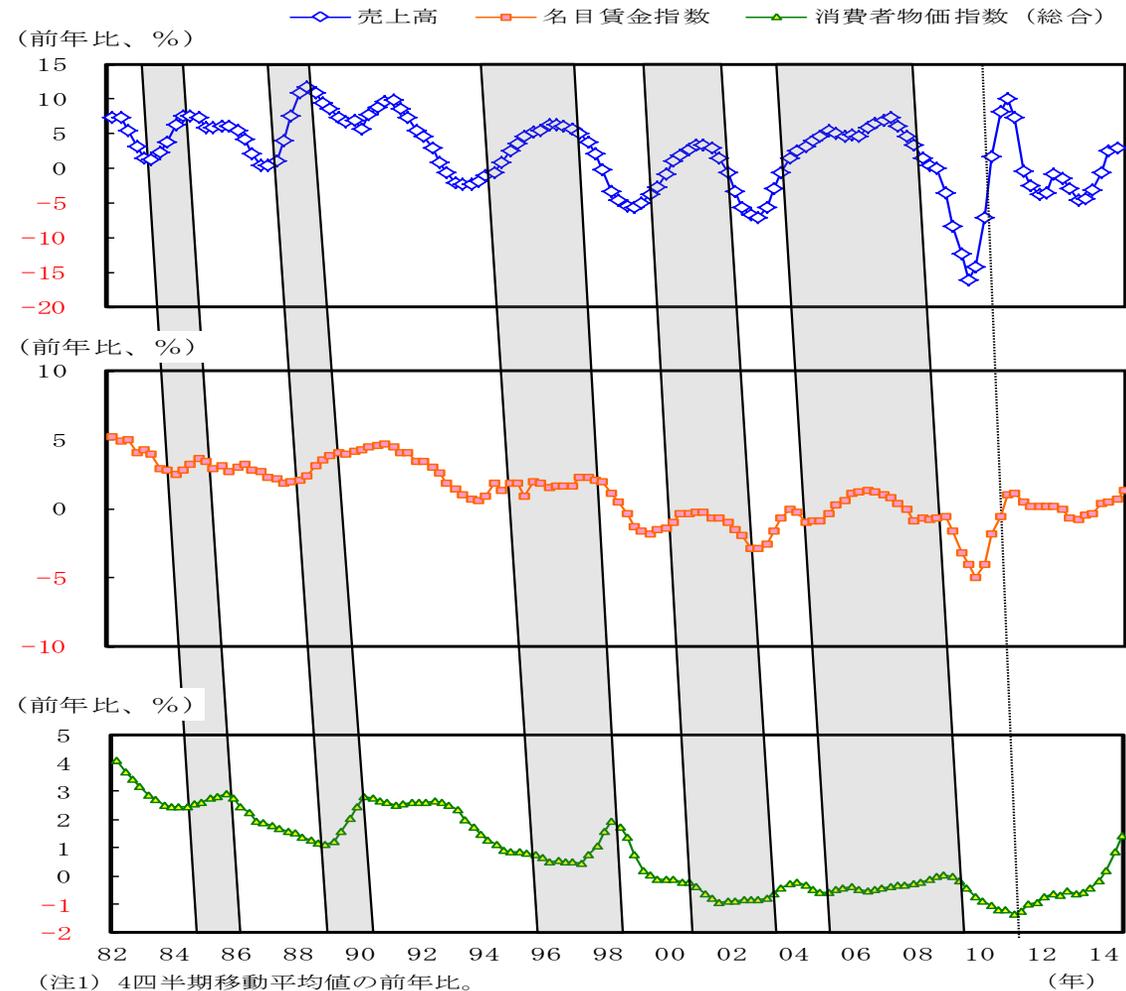
# 原油安も日本経済を下支え

## 世界経済と原油価格



# アベノミクスによる好循環は継続

売上高と賃金と物価

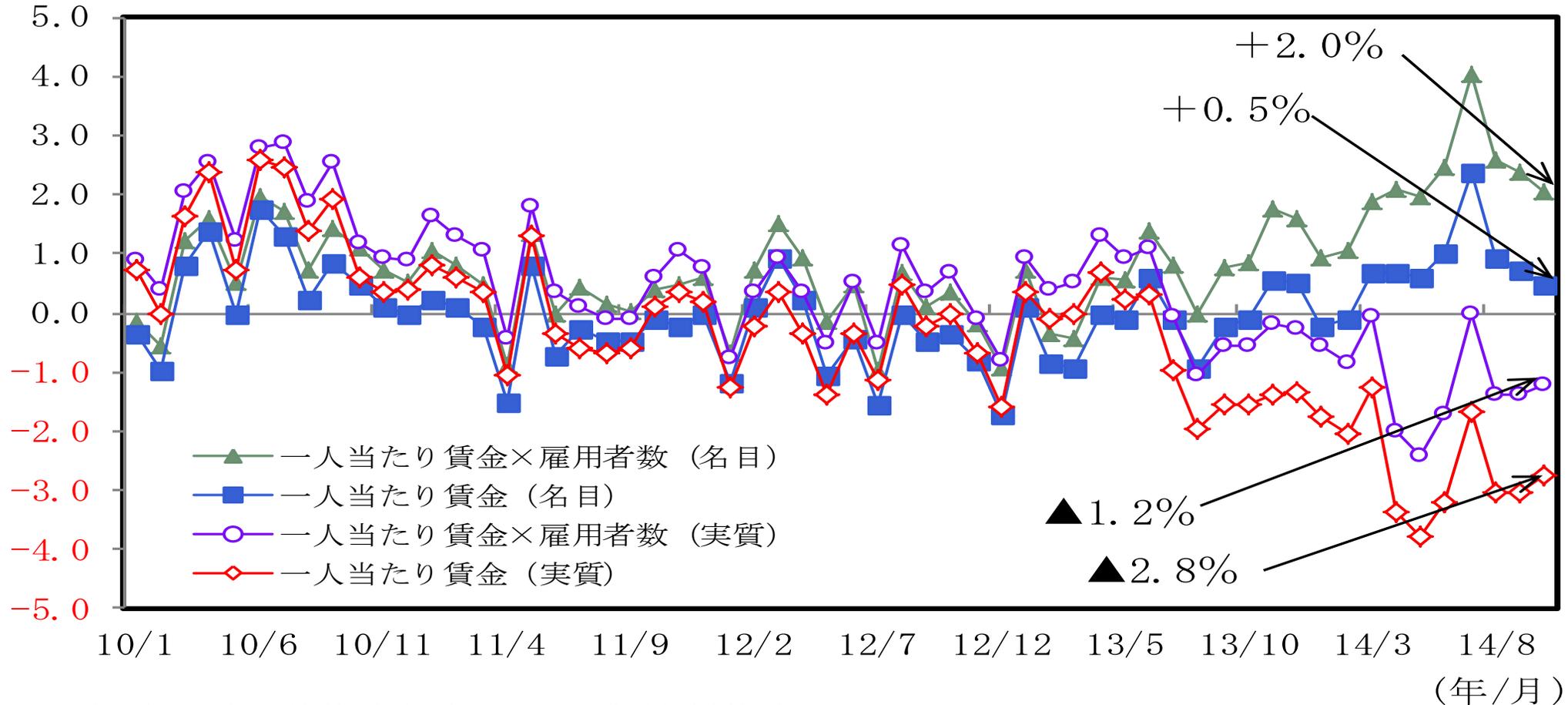


(注1) 4四半期移動平均値の前年比。  
 (注2) シャドローは売上高の前年比が上昇している期間。  
 傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。  
 (出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

# 実質賃金の動向

## 一人当たり賃金とマクロの賃金

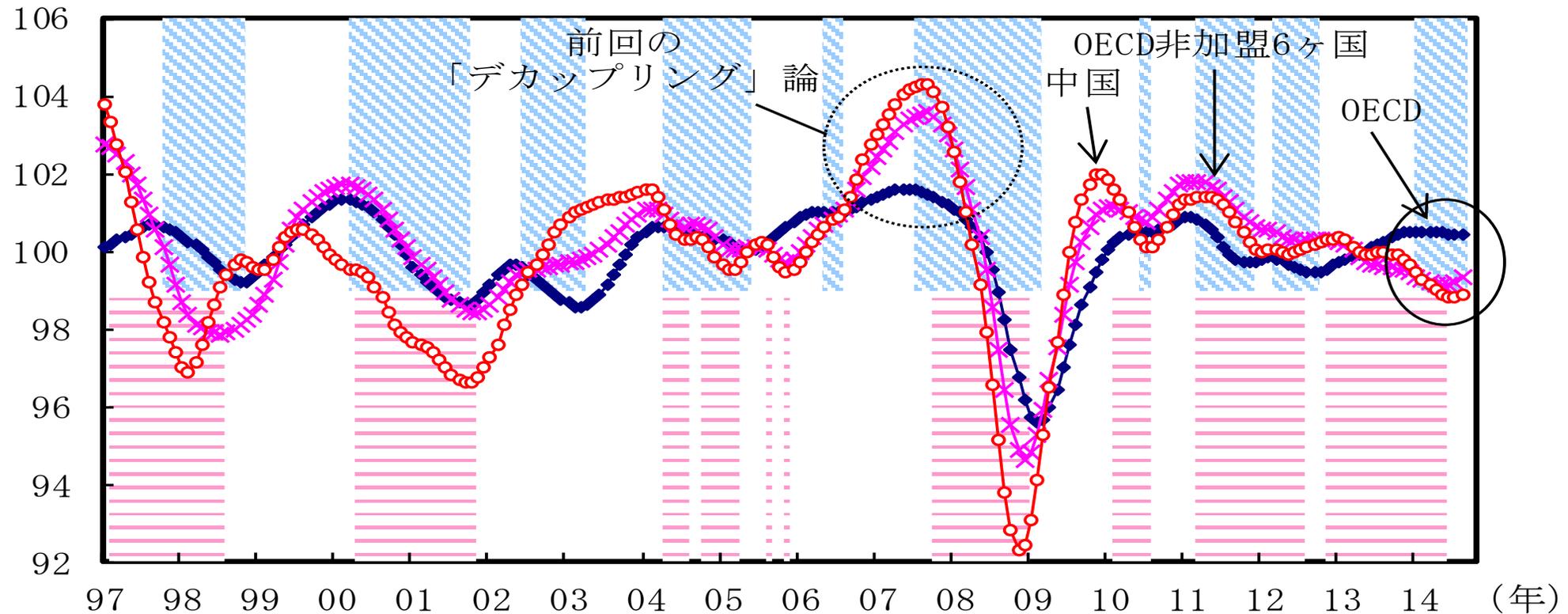
(前年比、%)



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

# 世界経済:「デカップリング」

## OECDとOECD非加盟6ヶ国のCLIの推移



(注1) OECD非加盟6ヶ国は、ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ。  
(注2) 上半分のシャドーはOECD、下半分はOECD非加盟6ヶ国のCLIが前月比で低下している時期。  
(出所) OECD統計より大和総研作成

# 米国が世界経済をけん引

## ◎「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

# 「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

## ●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中国による大型景気対策発動は見込めず

# 欧州問題の本質は？

◎「欧州統合の父」といわれた  
フランスの政治家ジャン・モネの言葉

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

# 「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】

#### ・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

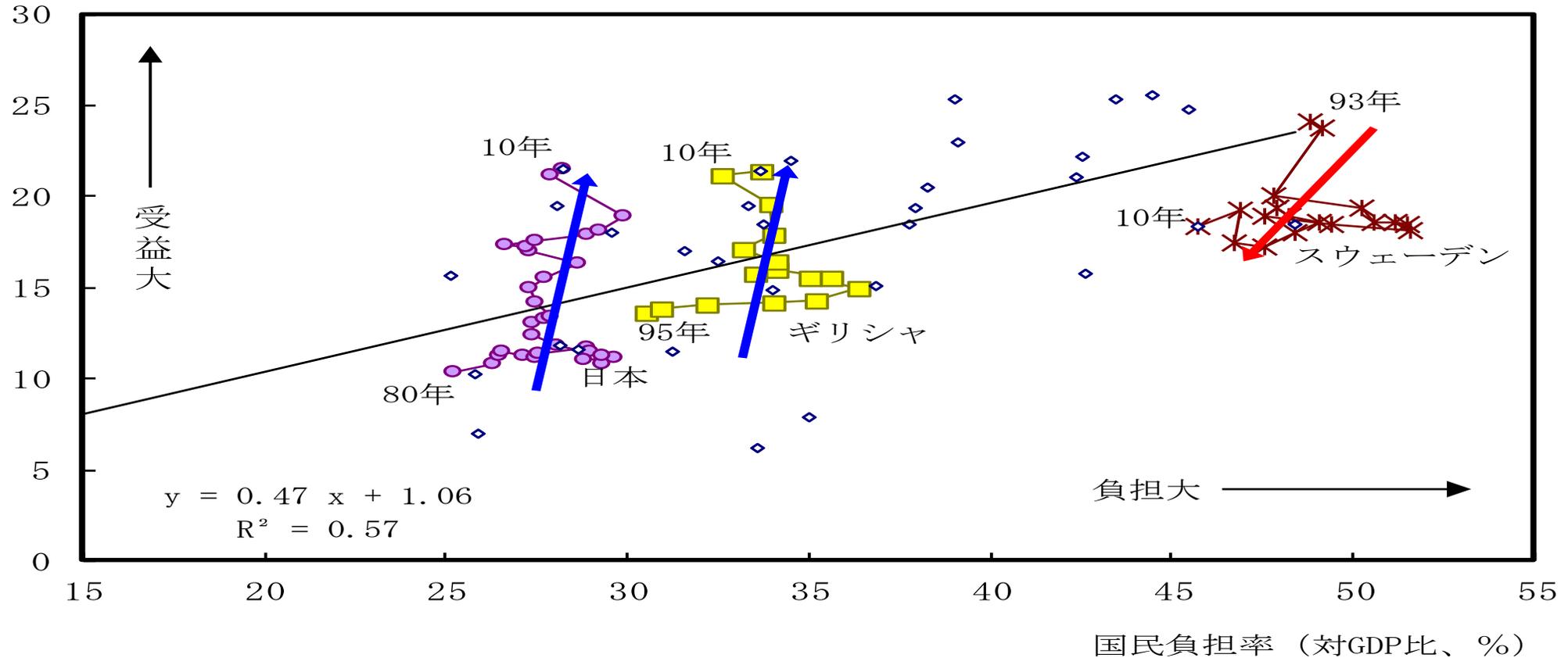
## アベノミクスの中長期的な課題

- 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？

# 「中福祉・低負担」から「高福祉・低負担」へ

## OECD諸国の国民負担と社会負担（2010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10年まで。

(出所) OECD統計より大和総研作成

# 何故、賃金が低迷しているのか？

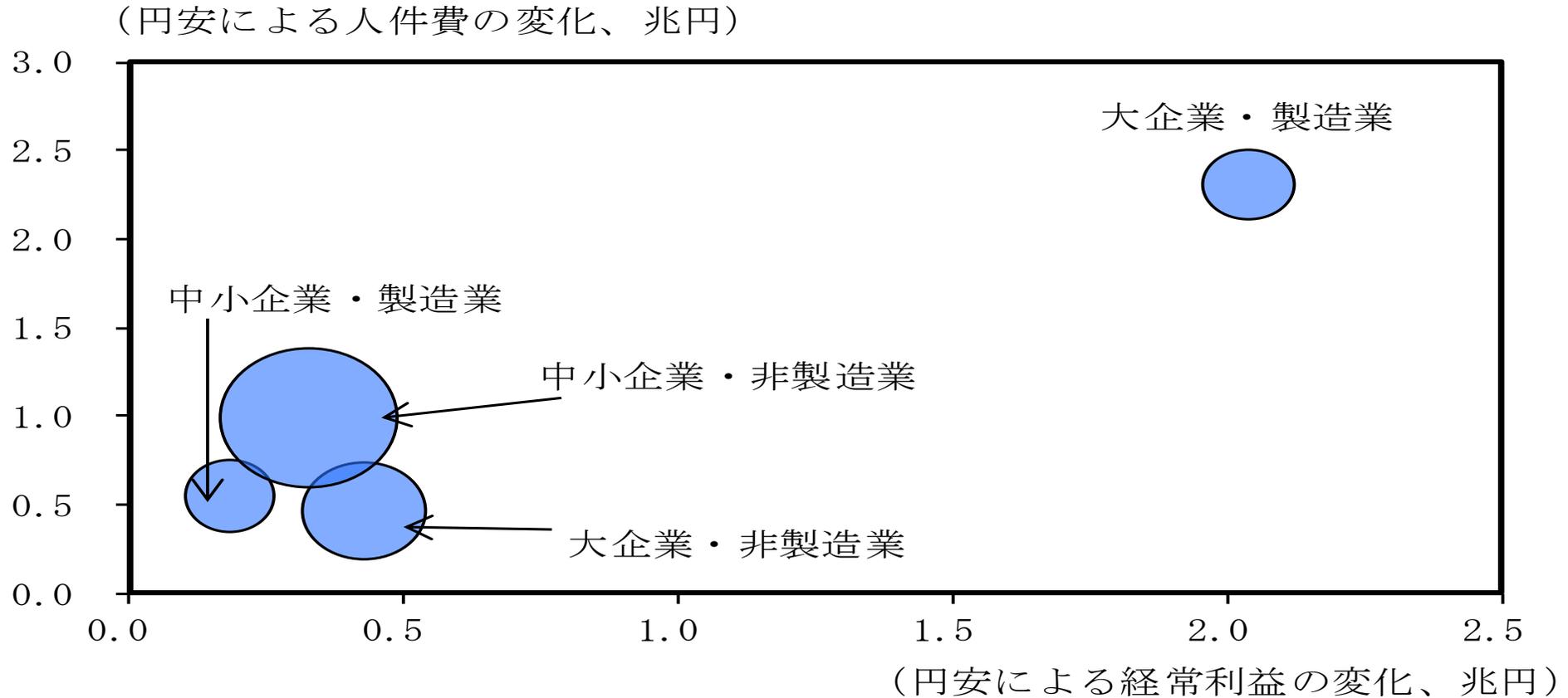
## 時間当たり実質賃金の要因分解

(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

# アベノミクスの光と影

## アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



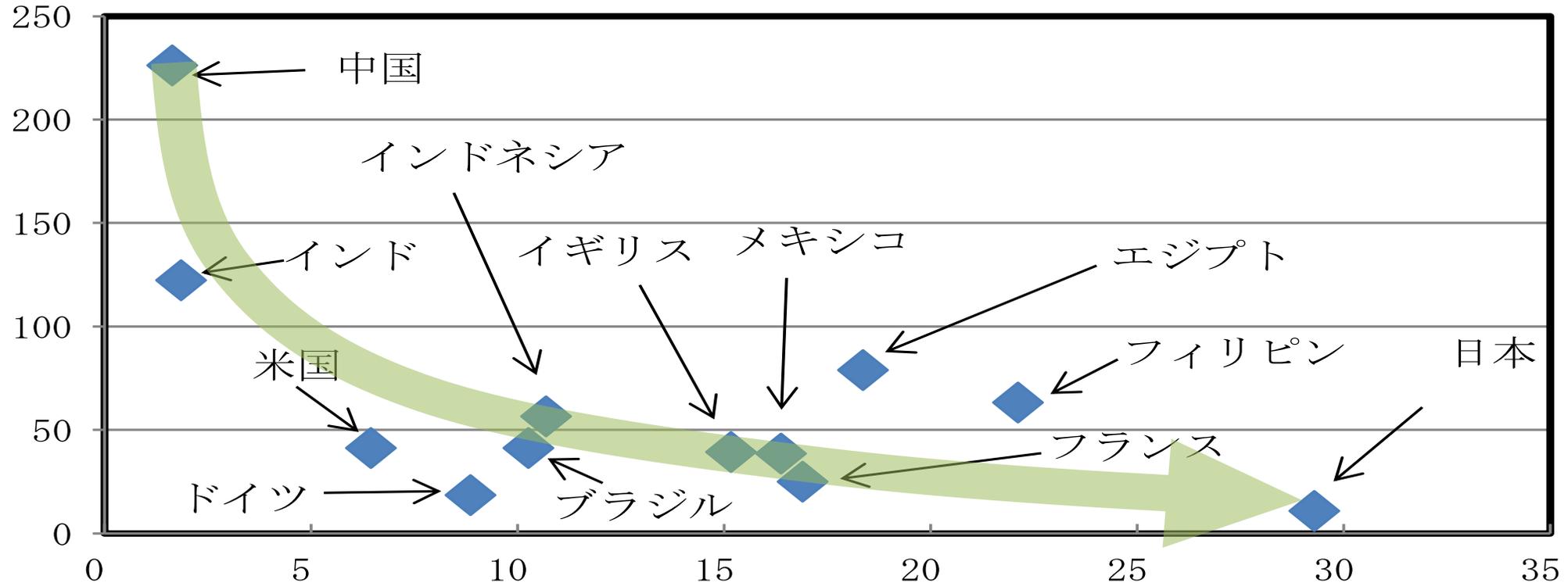
(注) 2013年1-3月期から2014年4-6月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数(2014年4-6月期時点)を表す。

(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

# 過度な「東京一極集中」の弊害

## 都市の集約度と成長率

(成長率、%)



(注) 都市集約度=大都市の人口/各国の人口。

成長率は90年代平均から00年以降平均の変化率。

(出所) Demographia、IMF統計より大和総研作成

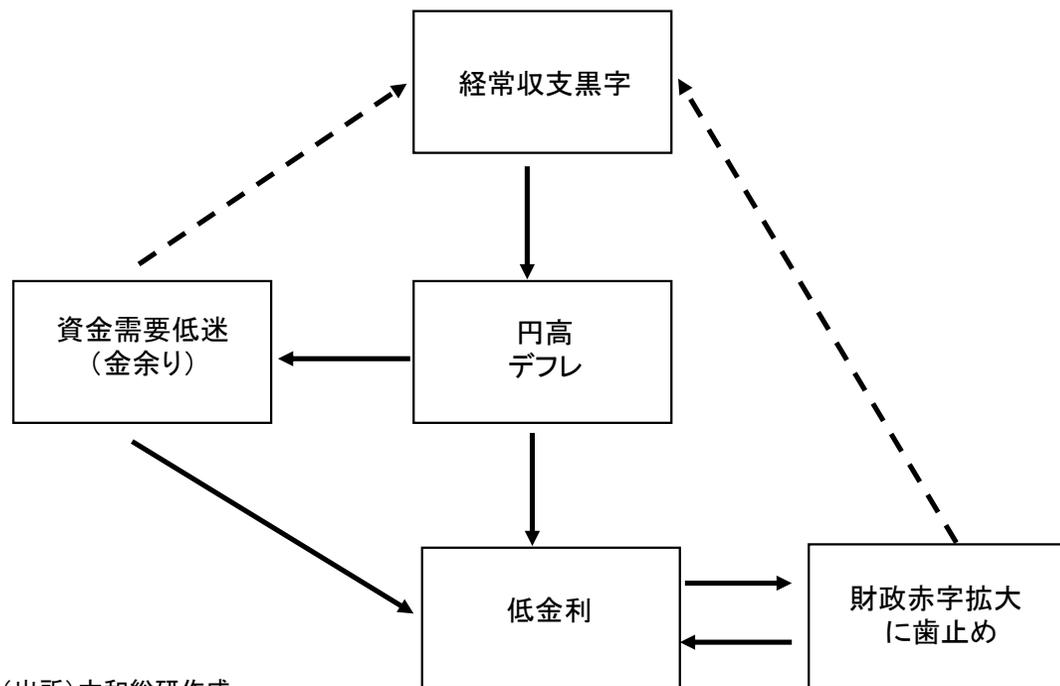
(都市集約度、%)

## 日本経済のリスク要因

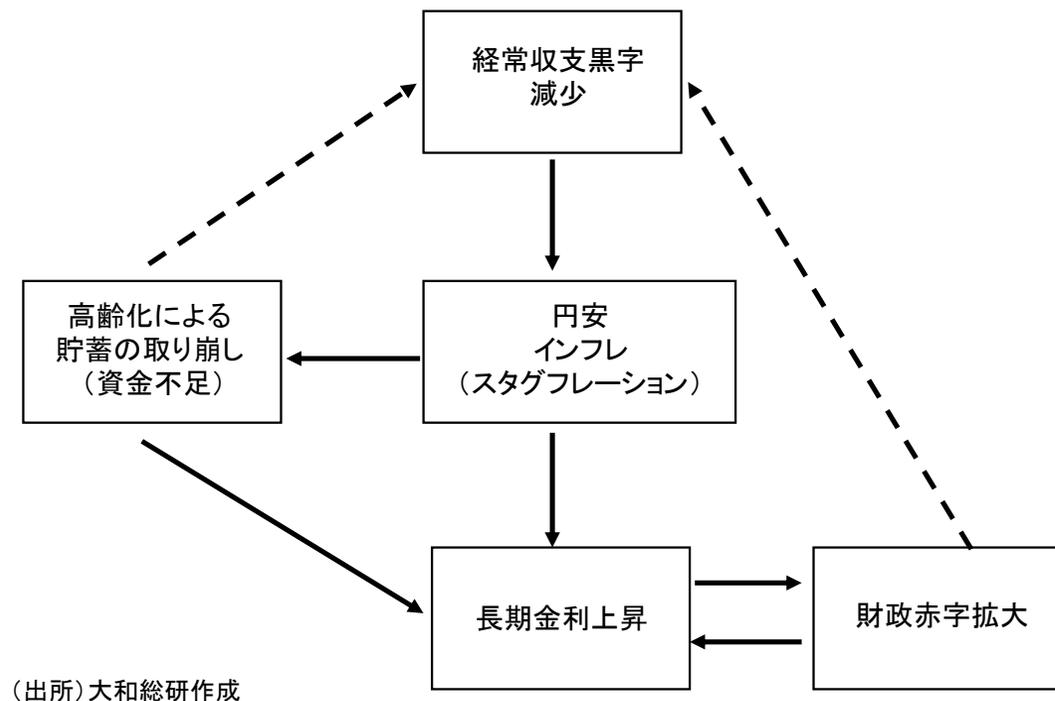
- ① 消費税増税先送りを受けた、「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行
- ② 中国の「シャドーバンキング」問題
- ③ 米国の出口戦略等に伴う新興国市場の動揺
- ④ 地政学的リスクを背景とする世界的な株安の進行

# 日本経済を取り巻く環境の変化(概念図)

## 現状までの日本の経済・金融環境



## 将来的に予想される日本の経済・金融環境

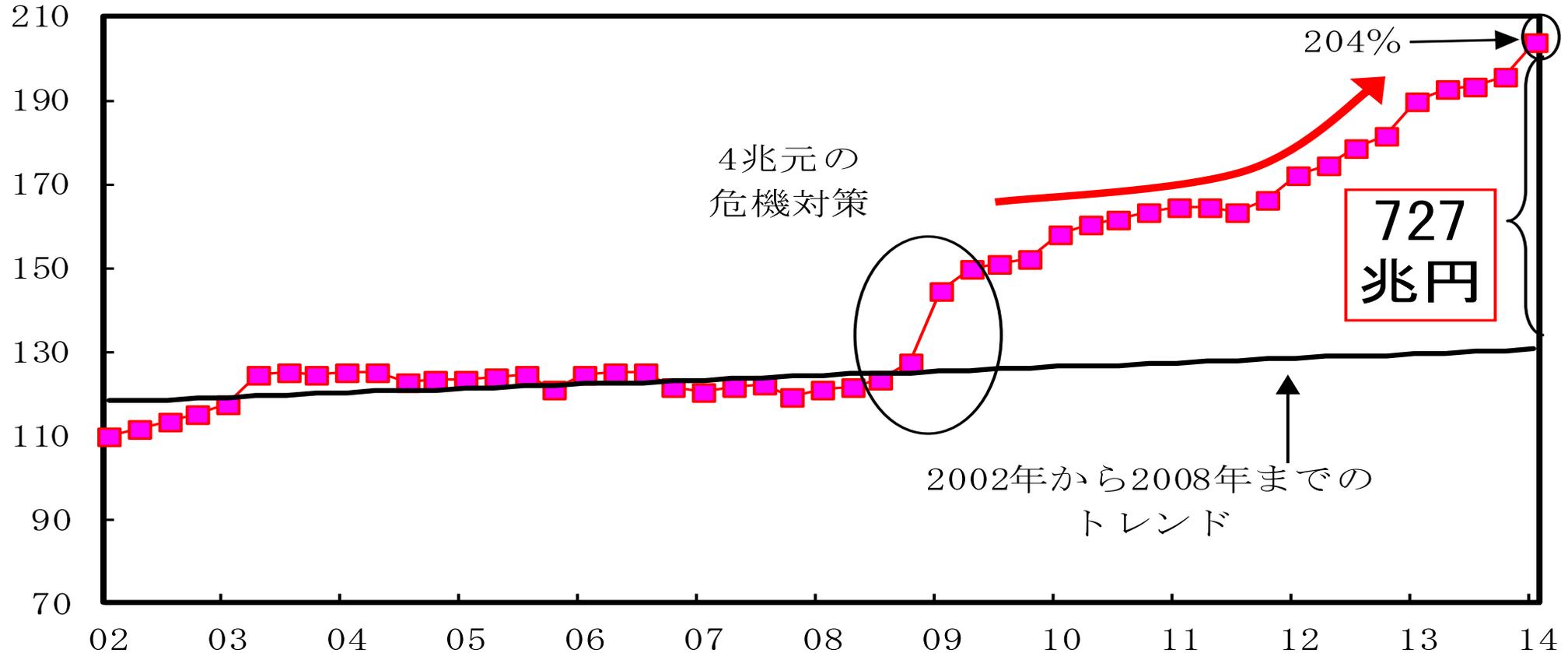


**「茹で蛙」構造？ ⇒「ハードランディング」？**

# 中国：融資の過剰感

## 中国の社会融資総量残高GDP比

(%)



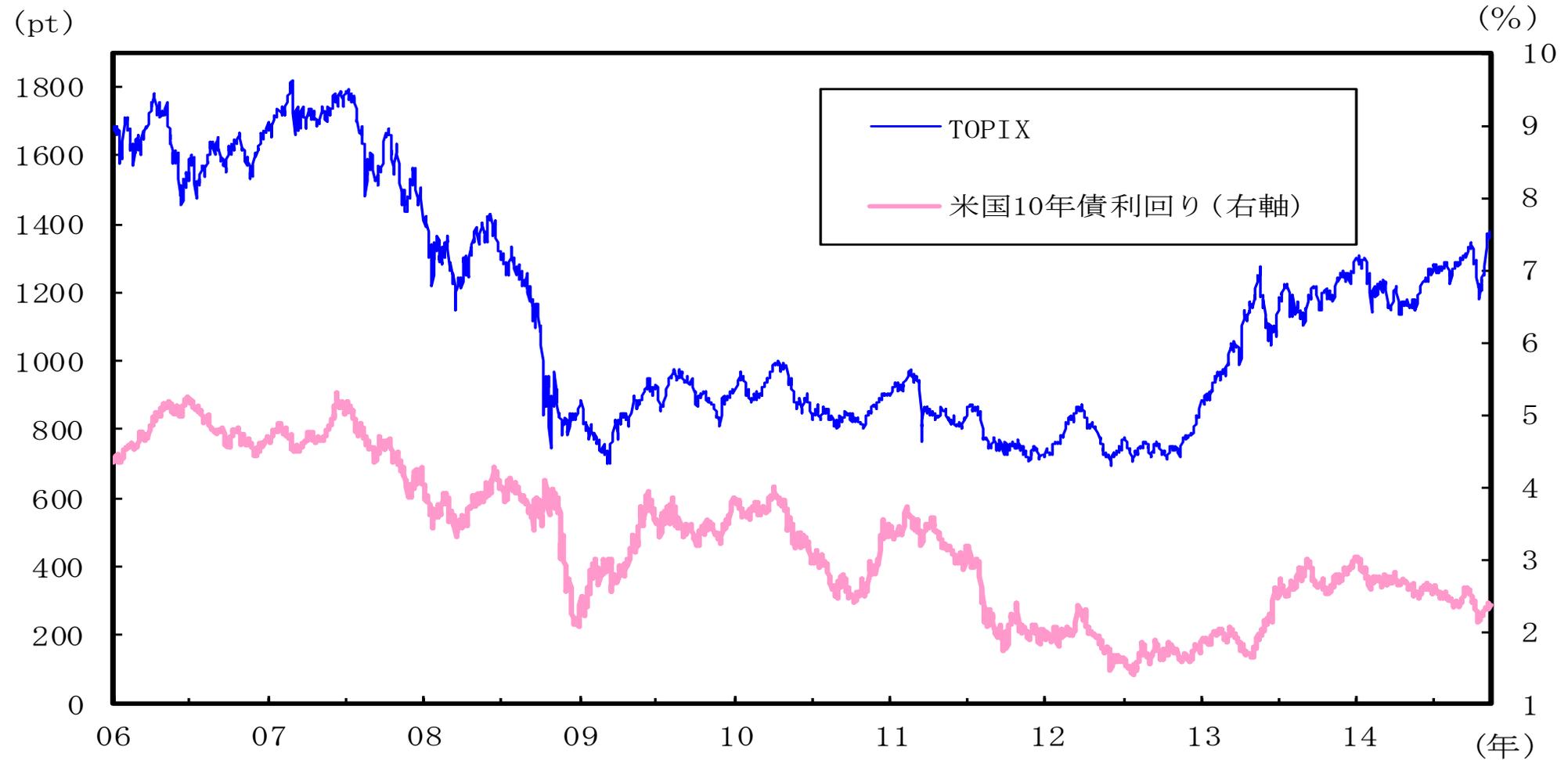
(注) 2002年3月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。

(年)

(出所) 中国人民銀行、中国国家统计局より大和総研作成

# 米国の「出口戦略」は日本経済にプラス？

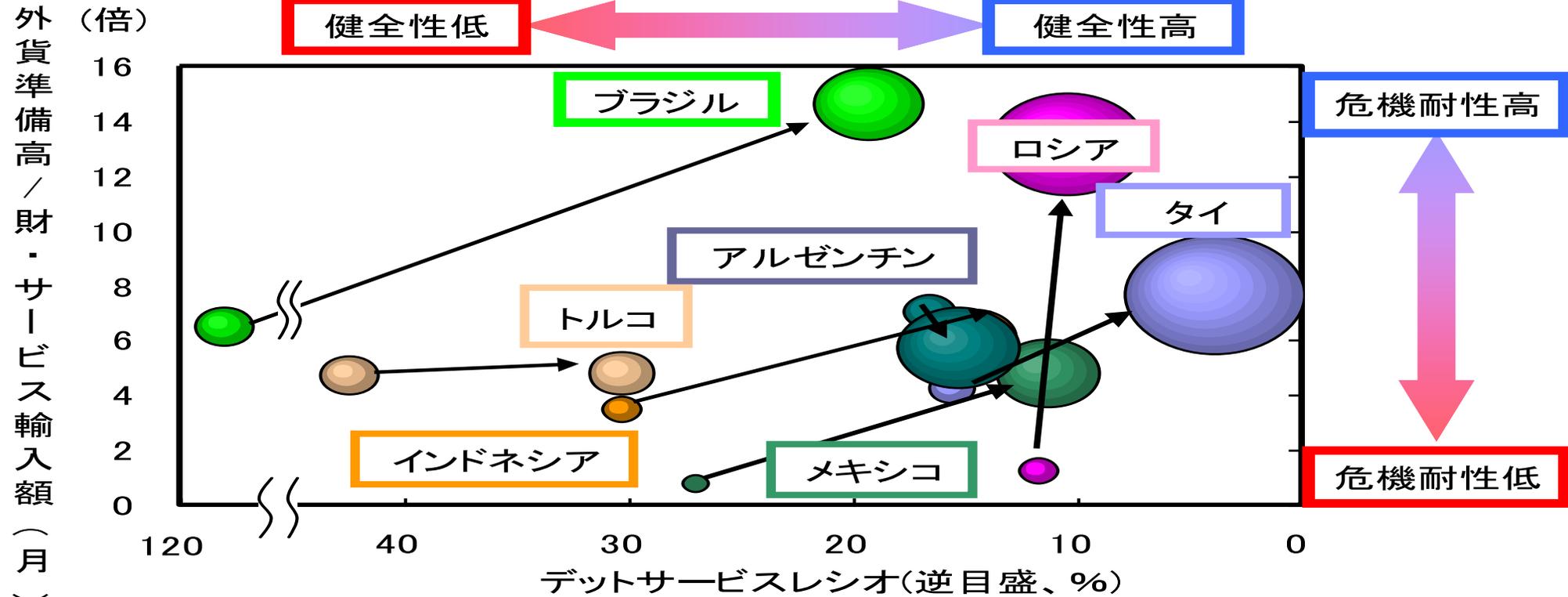
## TOPIXと米国10年債利回りの推移



(出所) 東京証券取引所、FRBより大和総研作成

# 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。

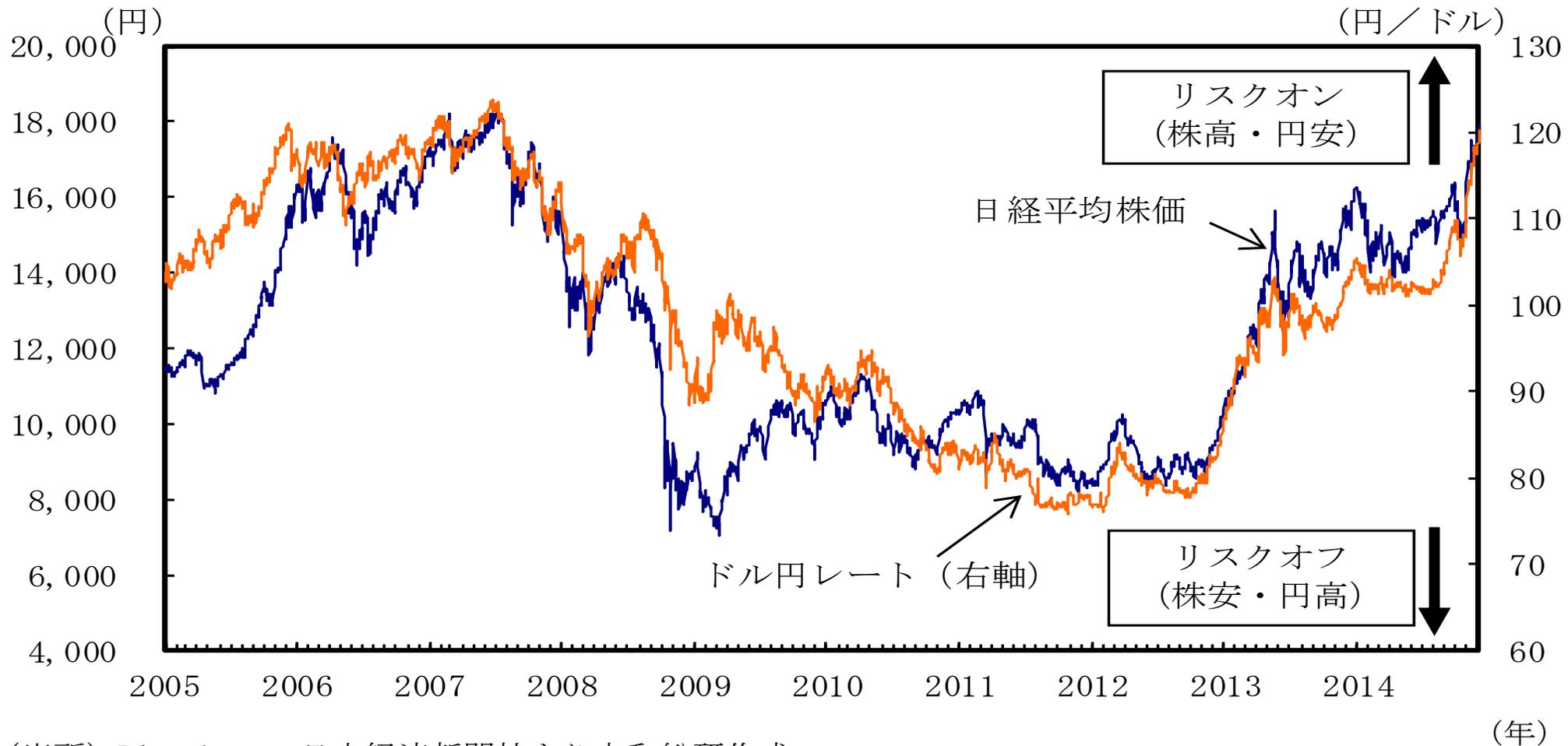
(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

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

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

# リスクオン vs. リスクオフ

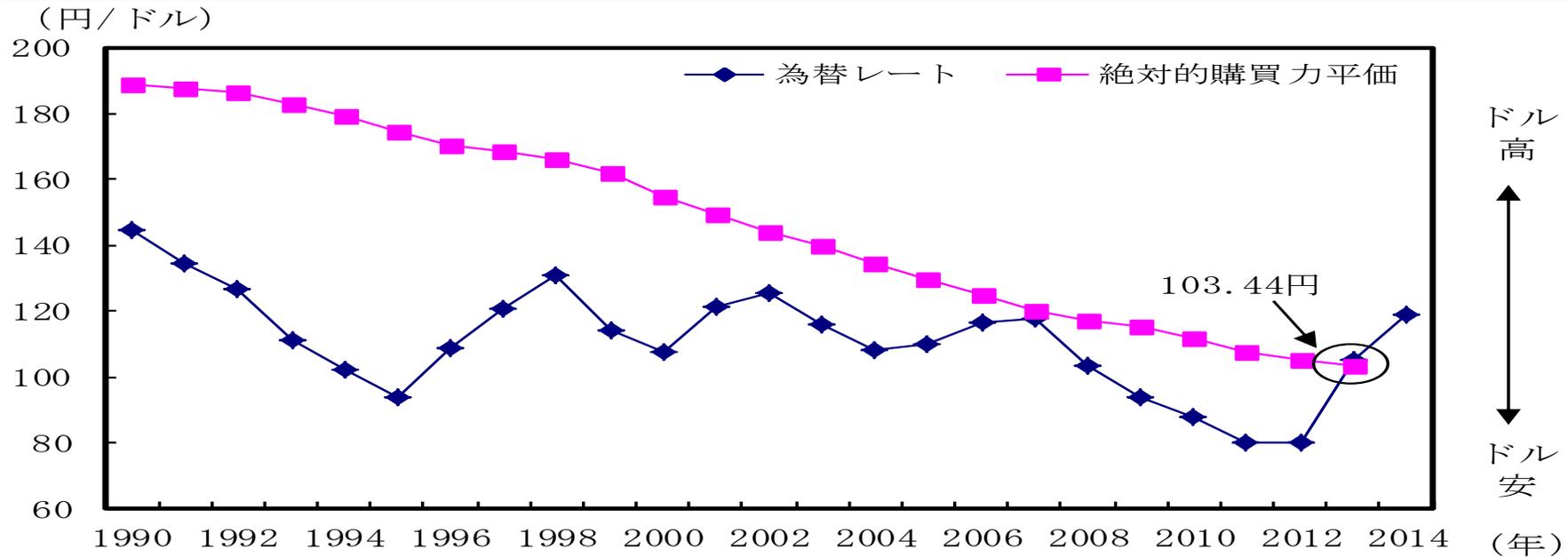
## ドル円レートと日経平均株価



(出所) Bloomberg、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

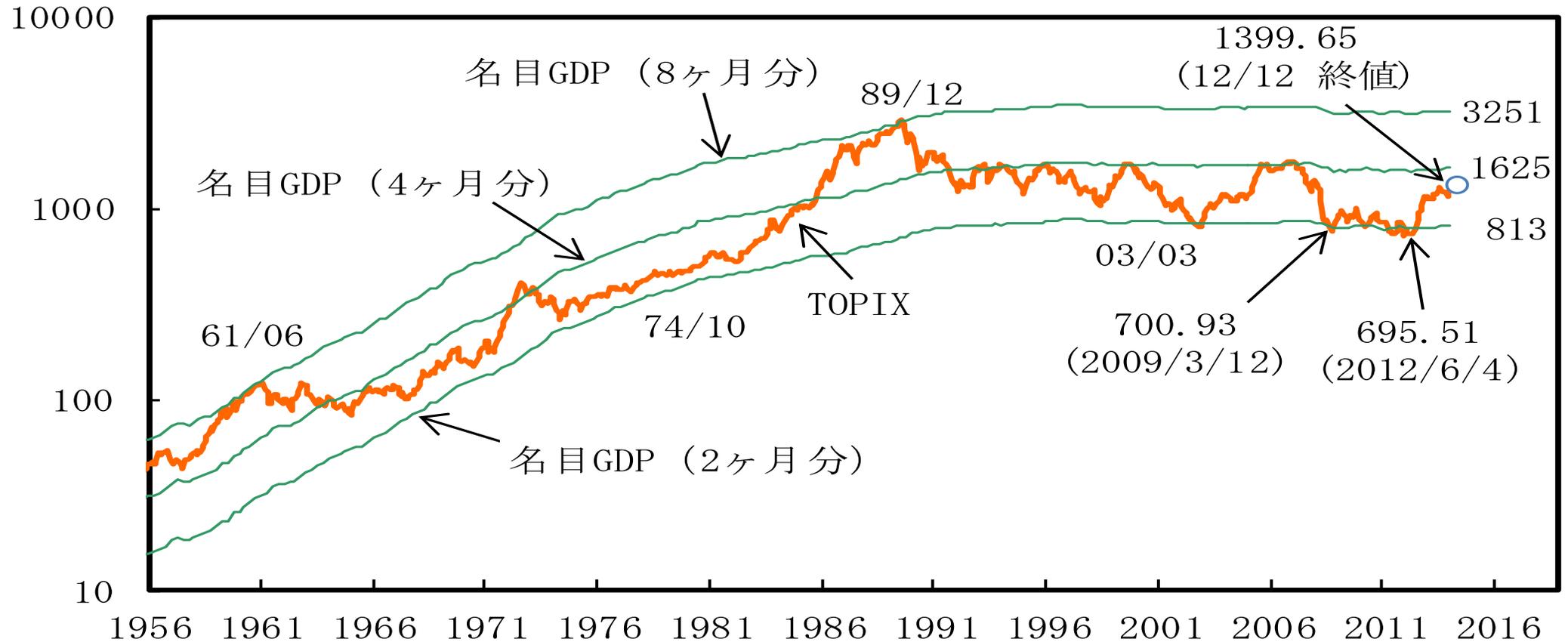
## ◎円安・ドル高要因

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

# 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)



(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成

(年)

# 二十世紀の予言(23項目)

## ◎実現・一部実現:17項目

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

## ◎未実現:6項目

- ・人と獣の会話自在

(出所)1901年1月2日・3日付「報知新聞」

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

**【重要な注意事項】**

**お取引にあたっての手数料等およびリスクについて**

**手数料等およびリスクについて**

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200% (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