

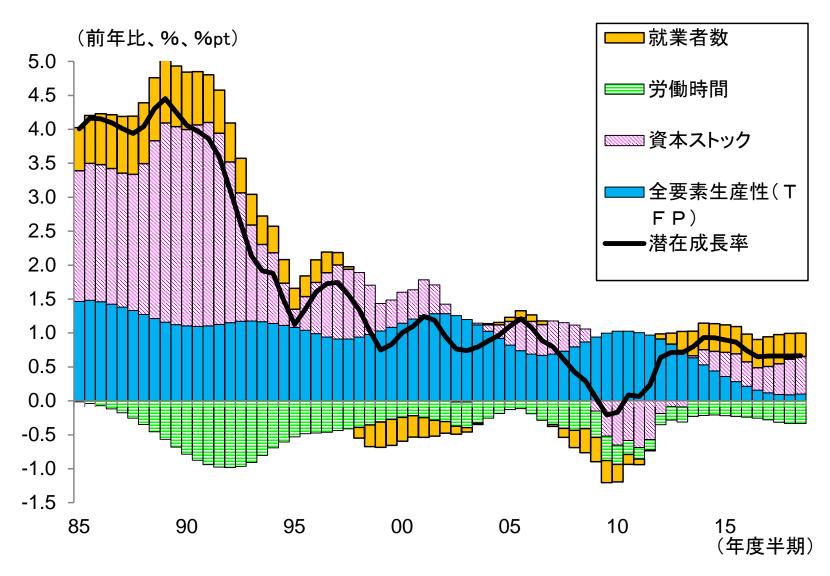
日本経済の動向 ~消費をめぐる環境と新たな潮流~

株式会社 大和総研 理事長 中曽 宏 2019年6月28日

目次

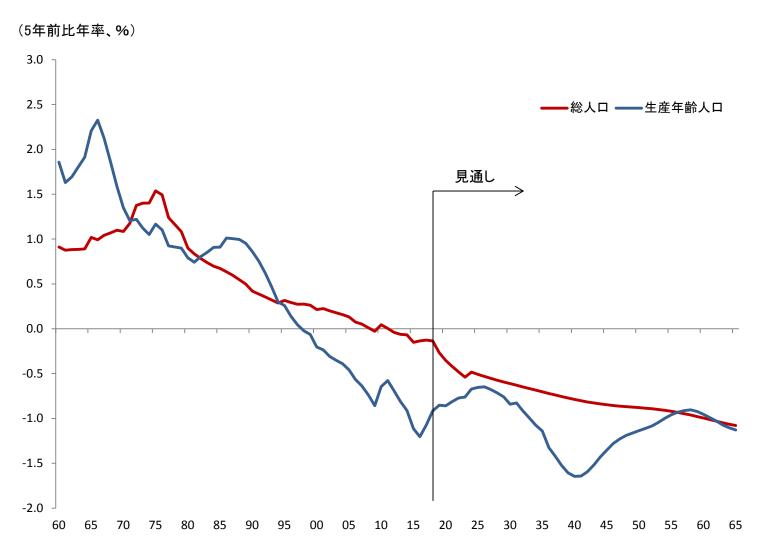
- (1)日本経済のマクロの姿
- (2)経済物価動向
- (3)日本経済にとってのリスク
- (4)決済をめぐる新しい潮流

潜在成長率の要因分解



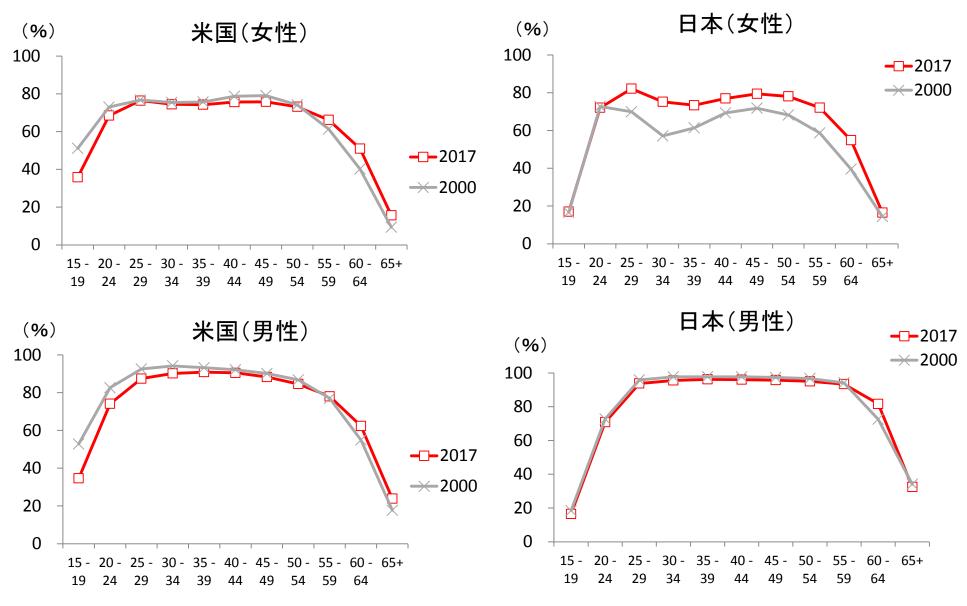
(出所) 日本銀行資料より大和総研作成

人口動態の先行き



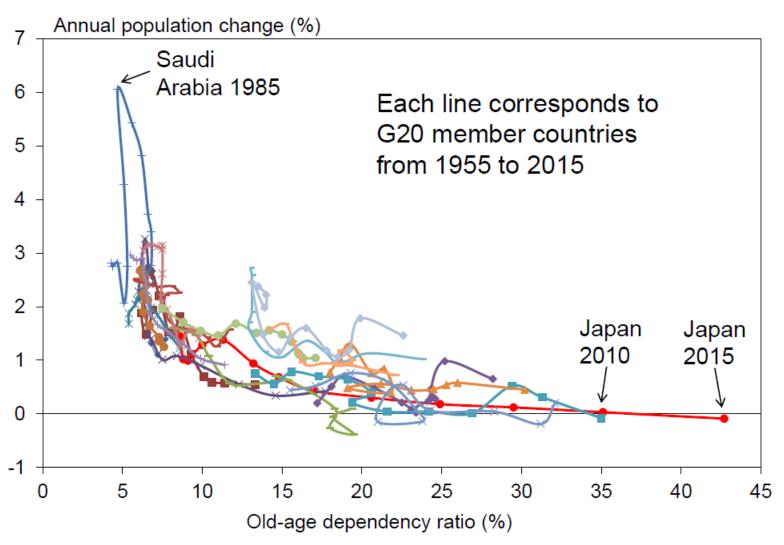
(注)2019年以降は、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」の出生中位・死亡中位のケース。 (出所)国立社会保障・人口問題研究所、総務省より大和総研作成

女性の労働参加率



(出所)総務省、OECDより大和総研作成

日本は高齢化のフロントランナー(人口増加率と老年従属人口指数の国際比較)

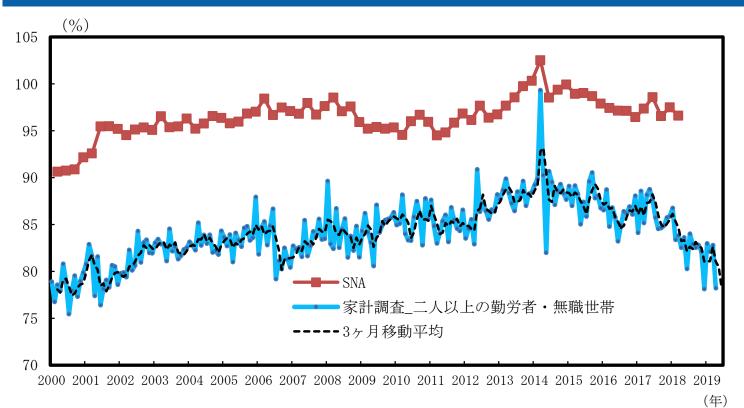


Notes: 1. Old-age dependency ratio = elderly population (aged 65 and over) / working-age population (aged 15 to 64) 2. Annual population change is the average annual rate of population change in five-year intervals. Source: United Nations.

(出所)Sekine, Toshitaka (2019) "Does Demography Really Matter?", G20シンポジウム"より良い未来のために:人口動態変動とマクロ経済面での挑戦"より大和総研抜粋

2018年以降、消費性向が低下

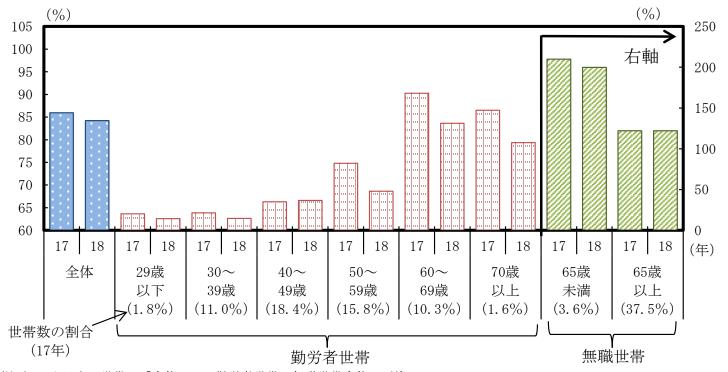
平均消費性向(季節調整値)の推移



(注) 家計調査は大和総研による季節調整値。また2018年・2019年調査票変更の影響を取り除いた変動調整値。 (出所) 総務省「家計調査」、内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

世帯主の年齢階級別に見た平均消費性向

世帯主年齢別平均消費性向(2017年-2018年)

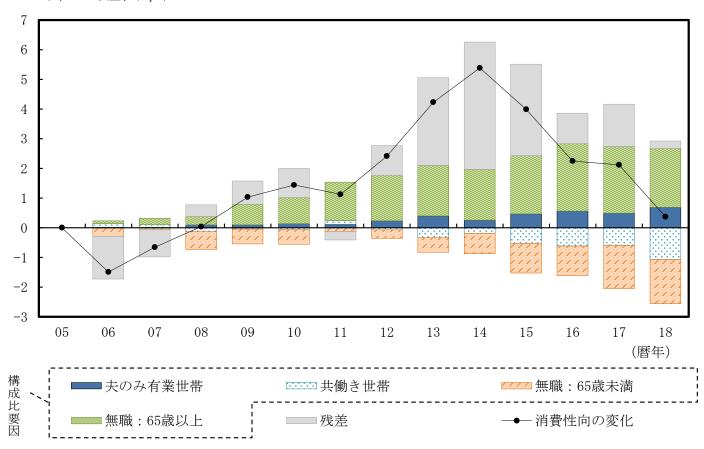


- (注1) 二人以上の世帯。「全体」は、勤労者世帯・無職世帯全体の平均。
- (注2) 「全体」は、2018年調査票変更の影響を除いた変動調整値。年齢階級別は未調整の値。
- (出所)総務省「家計調査」より大和総研作成

共働き世帯の増加が平均消費性向を下押し

平均消費性向の変化と人口動態の寄与

(対2005年差、%pt)



(注) 二人以上の世帯 (無職と勤労者)。2018年調査票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

成長率と物価見通し比較

◆実質GDP成長率

(前年比%)	D I R 日銀 政府		政府	ESP	
2018年度 実績	0. 7				
2019年度	0. 6	0.8	1. 3	0. 55	
2020年度	0. 5	0. 9	1.4	0. 52	

◆コアCPI (括弧内は消費増税・教育無償化の影響を除く)

(前年比%)	DIR	日銀	政府(注)	ESP	
2018年度 実績	0.8				
2019年度	0. 5	1. 1 (0. 9)	1. 1	0. 82	
2020年度	0. 2	1. 4 (1. 3)	1. 3	0. 80	

(注)政府はCPI(総合)の値。

(出所)日銀:経済・物価情勢の展望(2019年4月)□

政府:中長期の経済財政に関する試算(2019年1月)ベースラインケース

DIR : 第201回日本経済予測改訂版(2019年6月)

ESP : 2019年6月調査

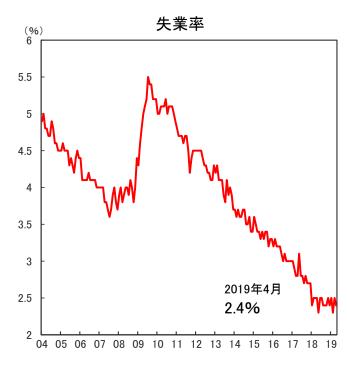
堅調な日本経済



(注)全産業(金融業、保険業を除く) (出所)財務省統計より大和総研作成

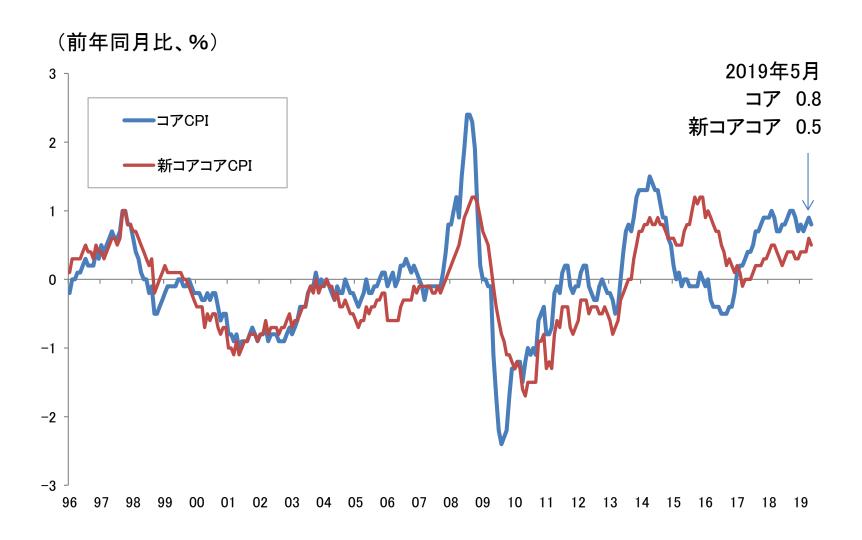


(注)全産業(金融業、保険業を除く) (出所)財務省統計より大和総研作成



(出所)総務省より大和総研作成

消費者物価

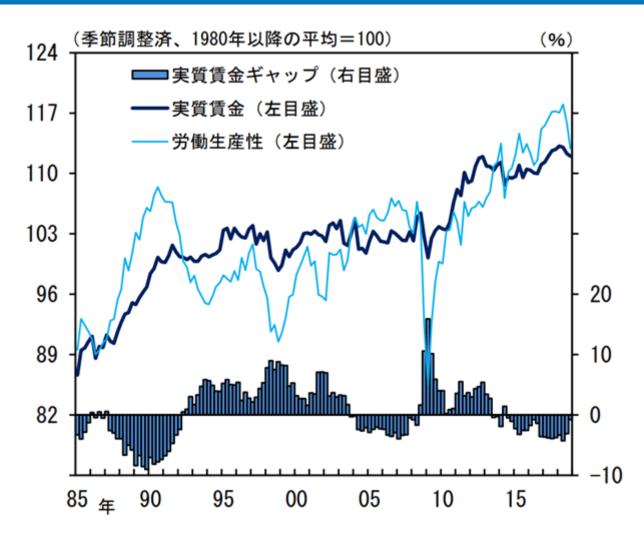


(注)コアCPIは生鮮食品を除く総合、新コアコアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。消費税調整済み。 (出所)総務省資料より大和総研作成

物価が上がりにくい理由

- ① 企業の慎重な賃金設定姿勢
- ② 家計の値上げに対する許容度の低さ
- ③ 企業の慎重な価格設定スタンス
- ④ 企業の労働生産性向上努力
- ⑤ 近年の技術進歩
- ⑥ 公共料金や家賃の低い伸び率

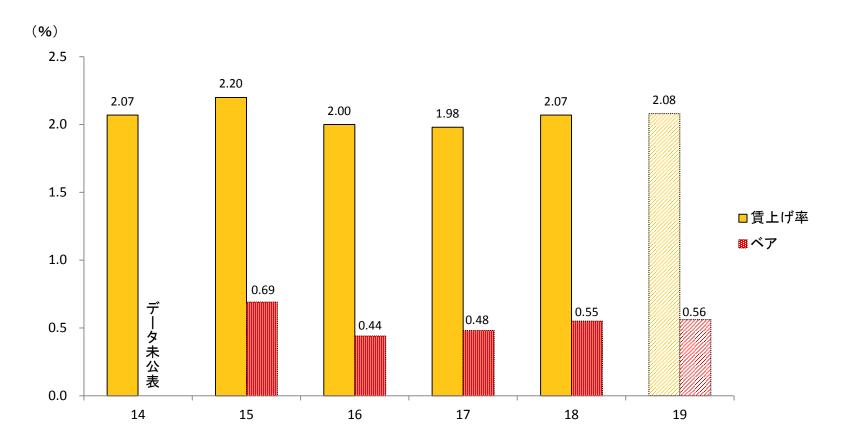
実質賃金ギャップ



- (注1)実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。
- (注2)実質賃金=人件費÷人員数÷GDPデフレーター
- (注3)労働生産性=(営業利益+人件費+減価償却費)÷人員数÷GDPデフレーター
- (注4)人件費等は、法人季報ベース(金融業、保険業を除く)。
- (注5) 2009/2Q以降は、純粋持株会社を除く。
- (出典)財務省、内閣府
- (出所)日本銀行

ベアの動向

- 2014年以降、定期昇給込みの賃上げ率は2%程度で推移
- 今年も6年連続となるベアが実施される見込み



(注1)2019年は第6回回答集計(6/7公表)時点。

(注2)2014年はベアがあったが、割合が公表されていない。

(出所)日本労働組合総連合会より大和総研作成

消費税率引き上げの影響(日本銀行展望レポート 2018年4月)

- 軽減税率や教育無償化の影響により、家計のネット負担額は2.2兆円程度と軽微
- ただし、税率引き上げ時の経済状況によって消費者マインドに与える影響が大きく異なりうるなど、不確実性が大きい



(対前年増加額、兆円) 10 个家計の負担増加 9 -0.6 8.2 8.0 0.4 0.3 -0.2 7 6 消費税率 給付 住宅ローン 年金保険料 年金額 ネット 引き上げ 措置等 減税等 引き上げ 改定 負扣額

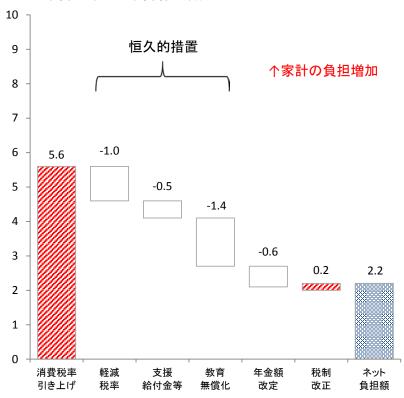
(注)給付措置等には、「消費税率及び地方消費税率の引上げとそれに伴う対応について」 (2013/10月閣議決定)に記述された各種給付措置を計上。

(出典)財務省、厚生労働省等

(出所)日本銀行より大和総研作成

2020年度

(2020年度の対2018年度増加額、兆円)



(注1)2019・2020年度の年金額改定は、①物価変動率と名目手取り賃金変動率が同一、②マクロ経済スライド調整率は、2019年度が-0.6%(2018年度の未調整分-0.3%を含む)、2020年度が-0.3%との仮定を置いて日本銀行スタッフが試算。物価変動率は、コンセンサス・フォーキャストによる。

(注2)教育無償化は、報道情報・財源規模等をもとに、日本銀行スタッフが試算。

(出典)財務省、厚生労働省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」等

(出所)日本銀行より大和総研作成

消費税率引き上げに伴う対応(2018年12月経済財政諮問会議提出資料)

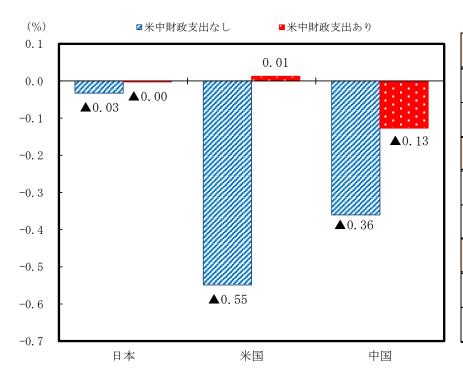
「消費税率引き上げに伴う対応」の予算・税制措置等					
	措置の種類	平成31年度	減税見込額		
	7.2 - 1.27	予算額(国費)(注1)	(平年度)(注1)		
1.幼児教育無償化の10月1日実施、年金生活者支援給付金の支給等	<u> </u>	7,157億円(注2)			
2.軽減税率制度の実施	<u>税制(恒久措置)</u>		1.1兆円程度(注3)		
3.低所得者・子育て世帯(0~2歳児)向けプレミアム付商品券(注4)	予算(臨時・特別の措置)	1,723億円			
4.耐久消費財(自動車・住宅)の購入者に対する税制・予算措置					
(1)自動車の購入者に対する税制措置					
自動車税の引下げ	税制(恒久措置)	_	1,320億円程度(注5)		
環境性能割の臨時的軽減	税制(時限措置)	_	500億円程度(注6)		
(2)住宅の購入者等に対する税制・予算措置					
住宅ローン減税の対象期間の延長	税制(時限措置)	_	1,140億円程度		
住まい給付金・次世代住宅ポイント制度	予算(臨時・特別の措置)	2,085億円			
5.中小・小規模事業者に関する消費者へのポイント還元支援	予算(臨時・特別の措置)	2,798億円			
6.マイナンバーカードを活用した消費活性化の準備経費	予算(臨時・特別の措置)	119億円			
7.商店街活性化	予算(臨時・特別の措置)	50億円			
8.防災・減災、国土強靭化	予算(臨時・特別の措置)	1兆3,475億円	_		

- (注1)計数精査中
- (注2)満年度時は2.8兆円程度(公費ベース)
- (注3)昨年度実施したたばこ税や所得税の見直しなどによる財源確保(0.6兆円程度)
- (注4)この他、未婚の児童扶養手当受給者に対し、2019年度において1.75万円を支給(30億円)
- (注5)別途、自動車関係の租特等の見直しによる財源確保(550億円程度)
- (注6)自動車所得税が廃止され、環境性能割が導入されることに伴い、別途、消費税率の引上げの直前と比べ負担軽減(270億円程度)
- (出所)平成30年第17回経済財政諮問会議資料より大和総研作成

米中摩擦のインパクト

- 一次的効果は、米国が▲0.55%、中国が▲0.36%のGDP押し下げ効果
- 日本にとって懸念すべき問題は「二次的効果」。中国から米国に輸出されている電子 機器を生産するために必要となる部材や資本財の対中輸出が顕著に減少する可能性
- 米国による対日関税の引き上げリスクが後退することや、日本における代替生産が増加する「代替効果」が働く可能性も

日米中経済に与える影響(米国が一部を除く全ての品目に25%の追加関税を賦課したケース)



中国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲ 0.36	▲ 0.43	▲ 0. 12	0.00	▲ 1.11	▲ 0. 51
	寄与度		▲ 0.17	▲ 0. 05	0.00	▲ 0.23	0.09
 米中財政支出あり	乖離率	▲ 0. 13	▲ 0. 43	▲ 0. 05	1.16	▲ 0.81	▲ 0. 35
本甲別以又田めり	寄与度		▲ 0.17	▲ 0. 02	0.17	▲ 0.17	0.06
米国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
V + H+++ III -> 1	乖離率	▲ 0. 55	▲0.98	▲ 0. 73	0.00	▲ 0.14	▲ 1.69
米中財政支出なし	寄与度		▲ 0. 68	▲ 0. 12	0.00	▲ 0.02	0.28
 米中財政支出あり	乖離率	0.01	▲ 0.98	0.02	4.03	▲ 0.11	▲ 0.14
不中別以又山めり	寄与度		▲0.68	0.00	0.68	▲ 0. 01	0.02
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
米中財政支出なし	乖離率	▲0.03	▲0.01	▲0.00	▲ 0.24	▲ 0.35	▲ 0.33
	寄与度		▲ 0.01	▲0.00	▲0.04	▲ 0.06	0.06
米中財政支出あり	乖離率	▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲ 0. 02	▲ 0.03	▲ 0.03
	寄与度		▲ 0.00	▲ 0.00	▲ 0.00	▲ 0.01	0.01

- (注1) 米国が医薬品、レアアースを除く中国からの全ての輸入品に25%の追加関税 中国が米国からの輸入500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%追加関税
- (注2) 全て実質。実績値からの乖離率 (%) とその寄与度 (%pt)
- (出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

⁽注)全て実質。実績値からの乖離率 (出所)大和総研のマクロモデルによる試算値

Brexit 保守党党首選

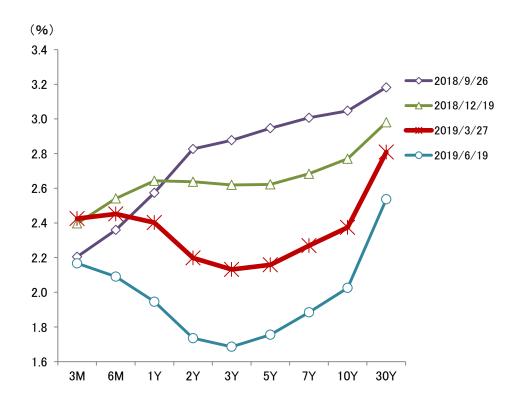
- 6月7日にテリーザ・メイ首相が保守党党首を辞任。
- 議員による投票(6/13、6/18、6/19、6/20)で立候補者を2人まで絞った後、全国の保守党員の郵便投票による決選投票を行う(6/22~)。
- 7月22日の週に新首相が決まる見込み → Brexitの期限は10月31日。

立候補者(10人、第1回の投票結果順)					
ボリス・ジョンソン	前外相				
ジェレミー・ハント	外相				
マイケル・ゴーヴ	環境相	落選(6/20)			
ドミニク・ラーブ	前EU離脱相	落選(6/18)			
サジド・ジャヴィド	内相	落選(6/20)			
マット・ハンコック	保健相	6/13の結果を受けて撤退			
ローリー・スチュワート	国際開発相	落選(6/19)			
アンドレア・レッドソム	前下院院内総務	落選(6/13)			
マーク・ハーパー	前下院院内幹事長	落選(6/13)			
エスター・マクヴェイ	前雇用•年金相	落選(6/13)			

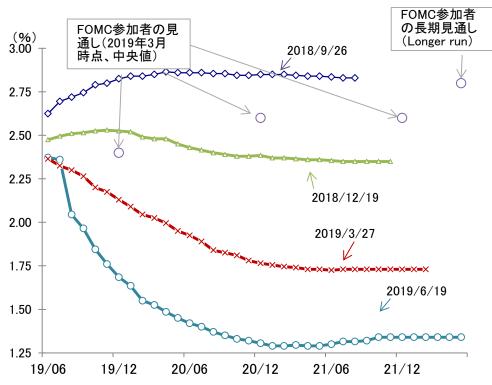
(出所) 各種報道より大和総研作成

米国イールドカーブの変化とFF先物の期間構造

米国イールドカーブの変化



FF先物の期間構造

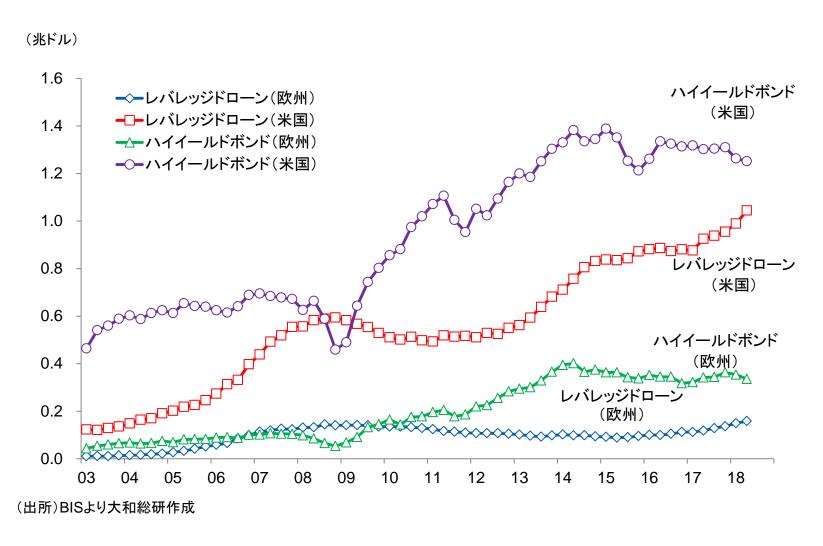


(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

(出所) CBOT, Bloombergより大和総研作成

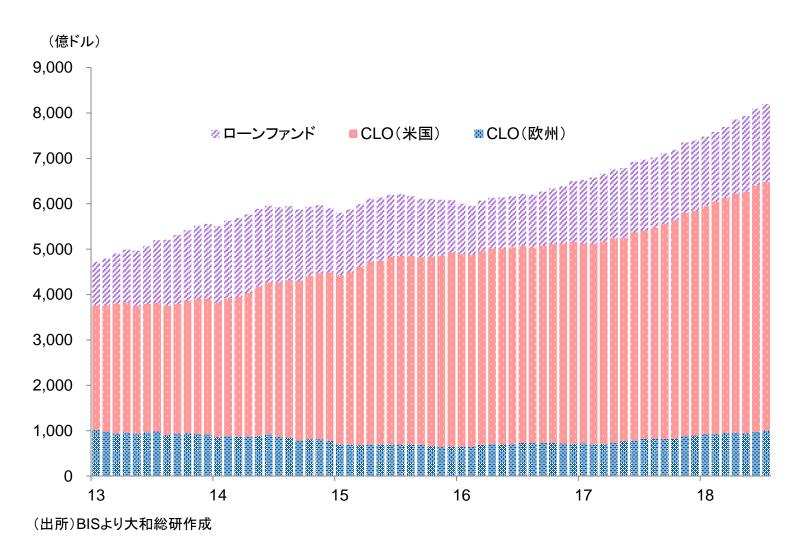
レバレッジドローンとハイイールドボンド残高の推移

■ 高レバレッジで格付けが低い企業向けの貸付であるレバレッジドローン残高は 米国で2013年以降急激に増加し、2018年6月末時点で1兆ドルに到達



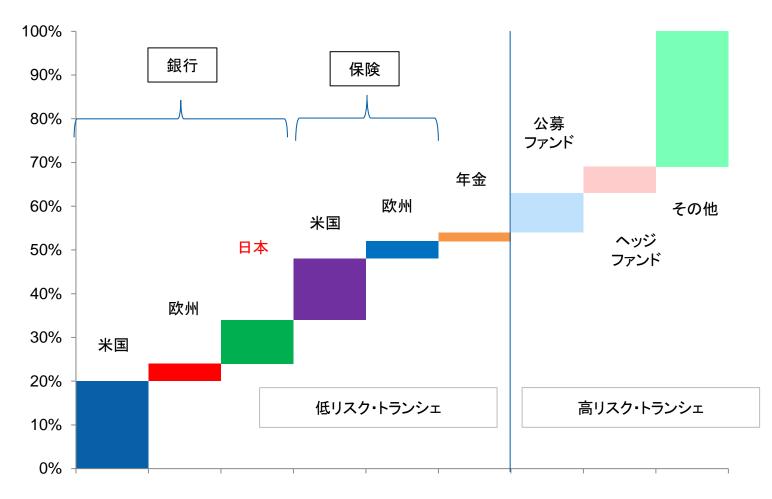
CLOとローンファンド残高の推移

● レバレッジドローンを担保としたCLO(ローン担保証券)の発行も増加



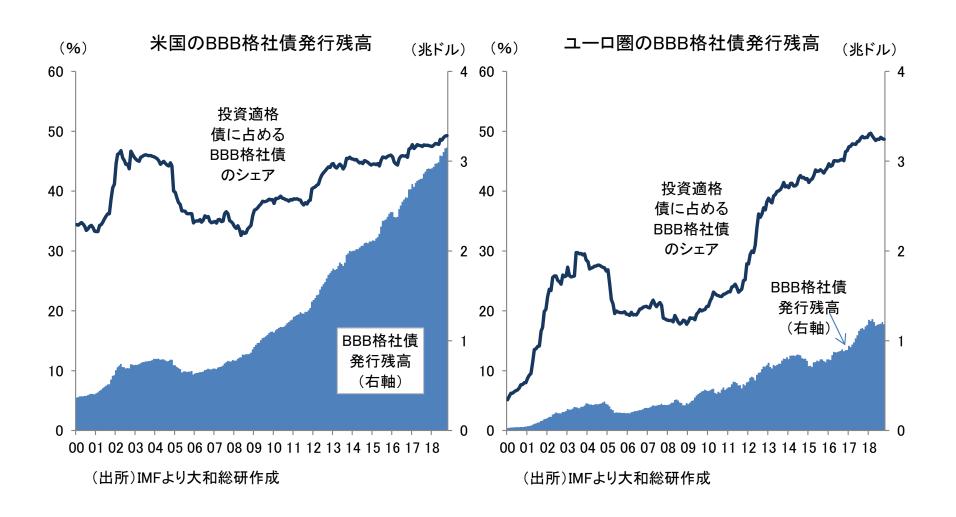
CLOの保有者構成

● 日本の銀行は低リスク・トランシェではあるが、CLO発行残高の約1割を保有



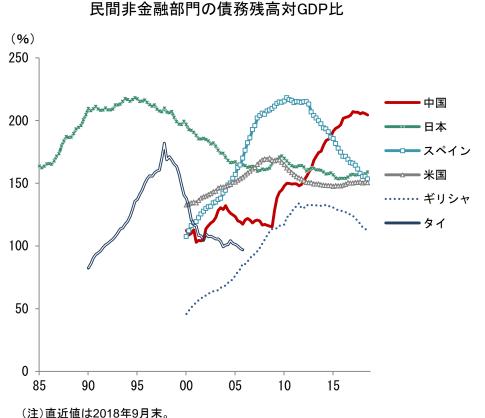
(出所)BOEより大和総研作成

米欧におけるBBB格社債の発行残高

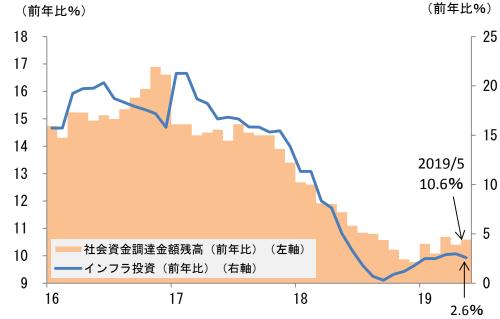


中国経済:過剰債務と景気テコ入れをめぐるジレンマ

- 過剰債務対策で政府はデレバレッジを推進 その過程でインフラ投資が不調に
- 政府は再度景気重視へ転換、デレバレッジの優先順位が低下か



社会資金調達金額残高とインフラ投資



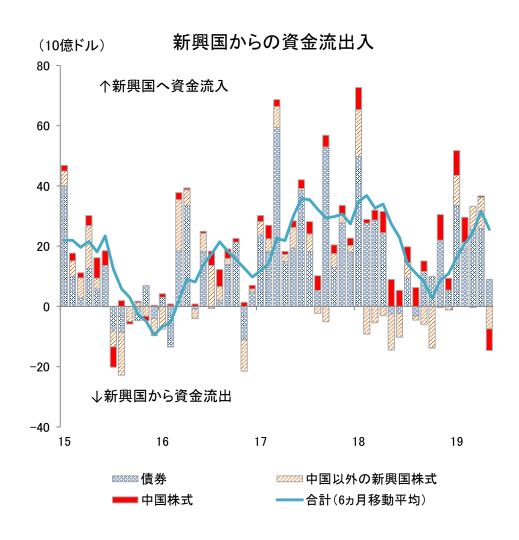
(注1)直近は2019年5月。

(注2)社会資金調達金額残高は、人民元貸出、外貨貸出、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形、企業債券、非金融企業の域内株式発行、地方政府特別債券などの合計。

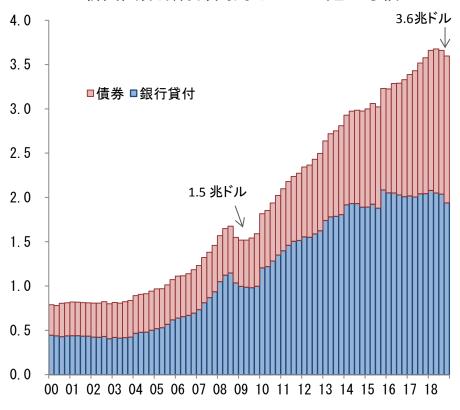
(出所)中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

(出所)BISより大和総研作成

新興国への資金フロー



(兆ドル) 新興国非銀行部門向けのドル建て与信

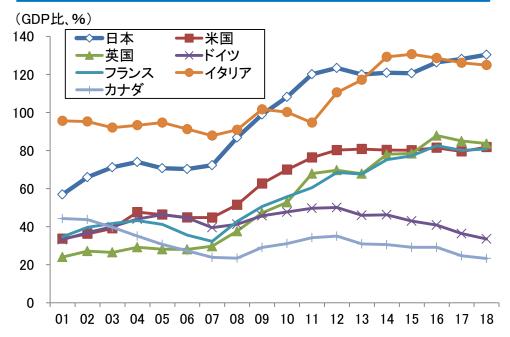


(注)直近値は、2019年5月。 (出所)IIFより大和総研作成 (注)直近値は、2018年12月末。 (出所) BISより大和総研作成

政府債務残高は極めて高水準

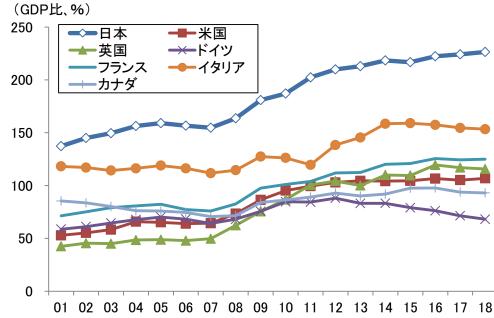
● 金融資産とネットアウトしたベース、グロスベースのいずれで見ても、 政府債務残高は歴史的な大きさ。

G7諸国の政府純債務残高(一般政府)



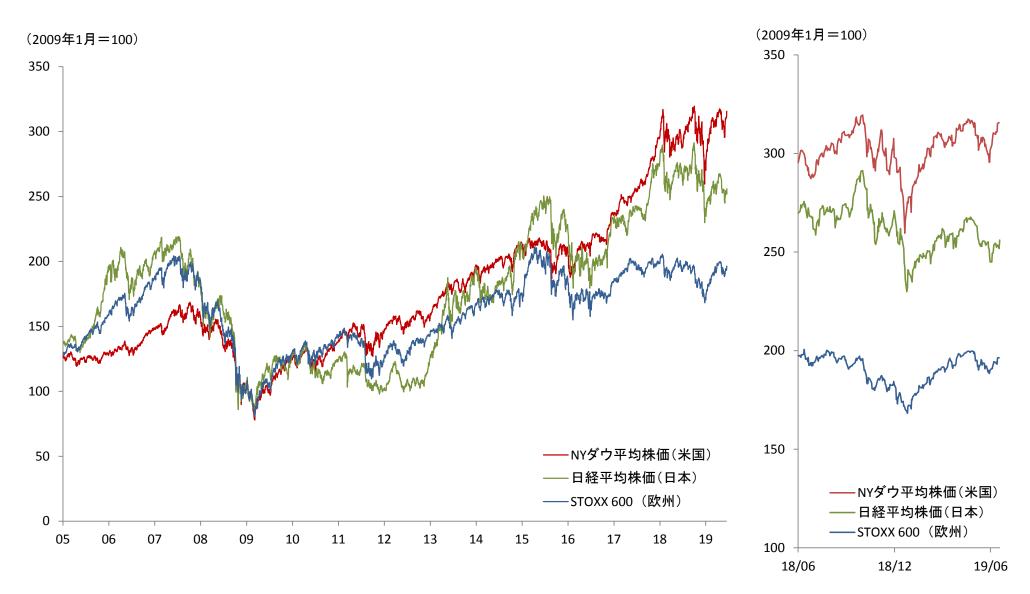
(出所)OECD "Economic Outlook, November 2018"より大和総研作成

G7諸国の政府総債務残高(一般政府)



(出所)OECD "Economic Outlook, November 2018"より大和総研作成

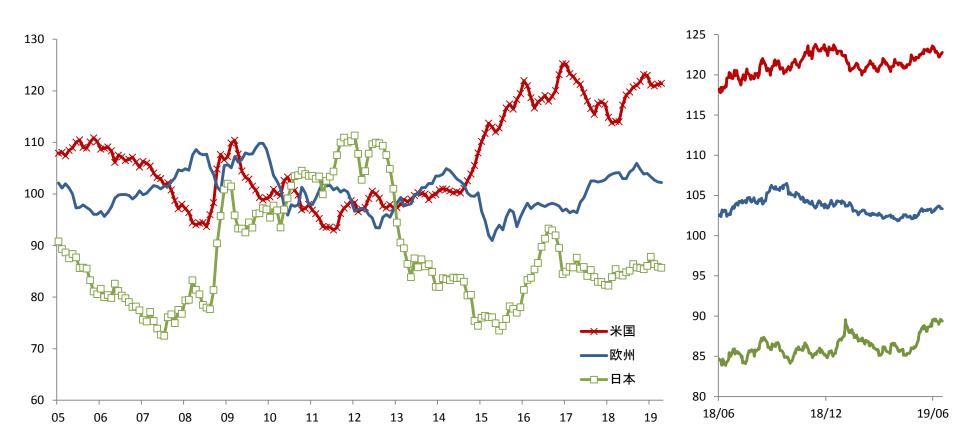
日米欧株価推移



(出所)日本経済新聞社、Haver Analyticsより大和総研作成

日米欧為替推移(名目実効為替レート)

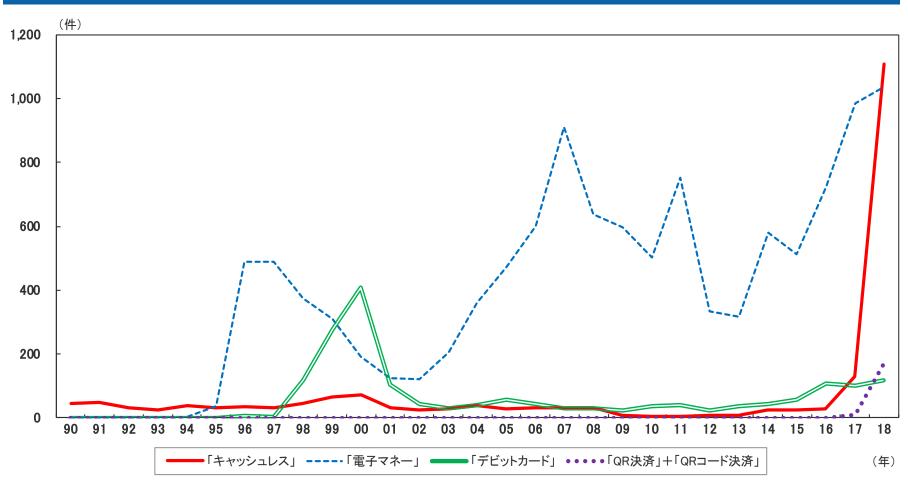




(出所)BISより大和総研作成

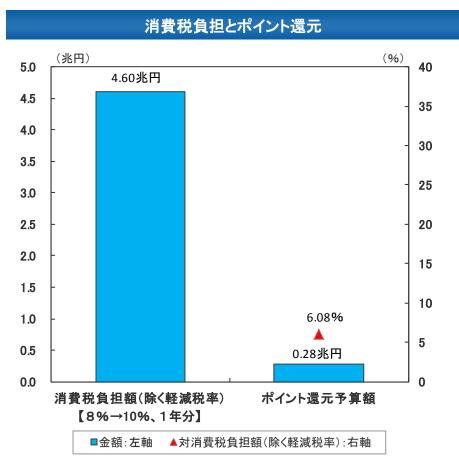
2019年は「キャッシュレス化元年」





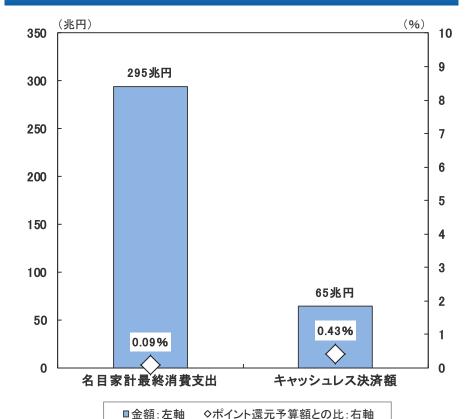
(注)キャッシュレス化関連の単語で記事検索を行って表示された記事件数。全国5紙(読売、朝日、毎日、産経、日経)の合計。 (出所)日経テレコンより大和総研作成

消費増税×ポイント還元:負担軽減とキャッシュレス化推進という2つの視点



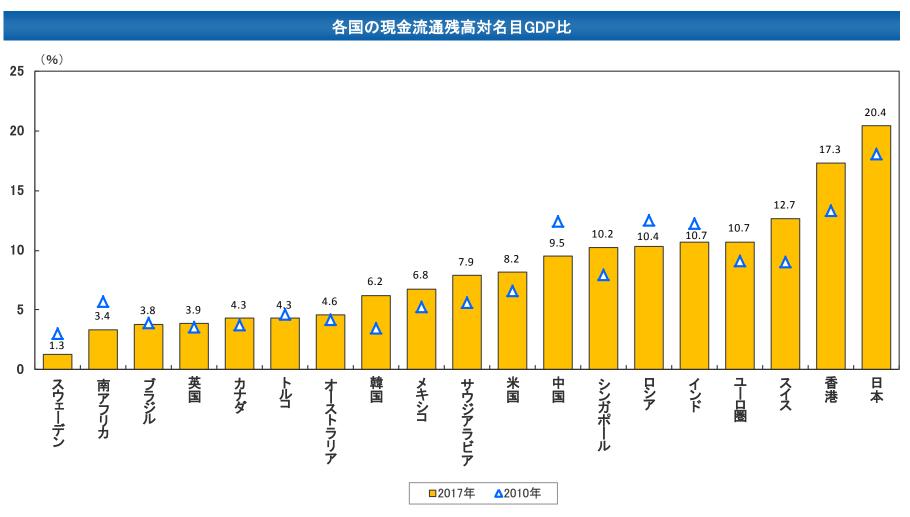
- (注1)消費税負担額は、2018年第17回経済財政諮問会議(12月20日)に おける茂木議員提出資料ベース。
- (注2)ポイント還元予算額は、2019年度予算案ベース。
- (出所)政府資料より大和総研作成

家計消費・キャッシュレス決済額とポイント還元(2017年)



(注)キャッシュレス決済額はBISのデータを円換算したもの。 (出所)内閣府、BISより大和総研作成

キャッシュ大国のパズル:日本の現金流通残高対名目GDP比の高さが目立つ

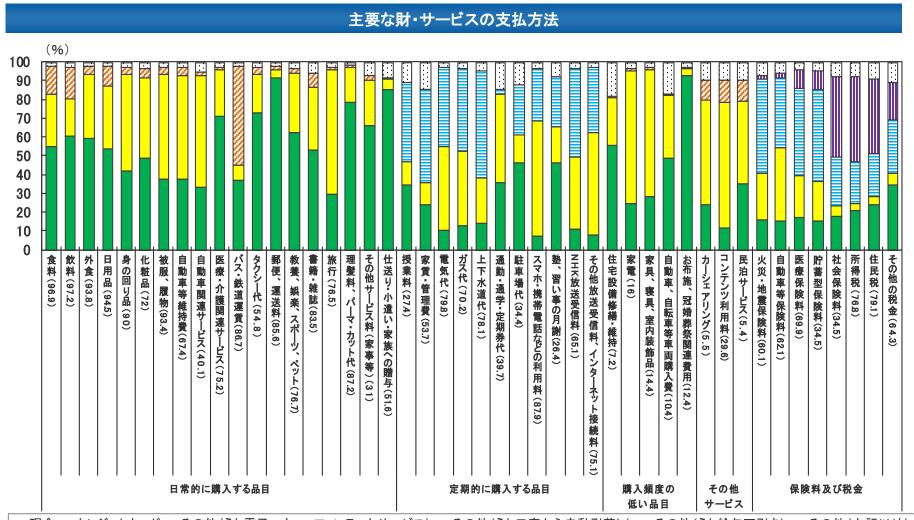


(注1)2010年のデータは、事後的に遡及訂正が行われている可能性があるものの、それは反映できていない。

(注2)データ制約から、英国は2017年でなく2016年、中国は2010年でなく2009年のデータを表示している。

(出所)BIS "Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPMI countries" (Red Book)より大和総研作成

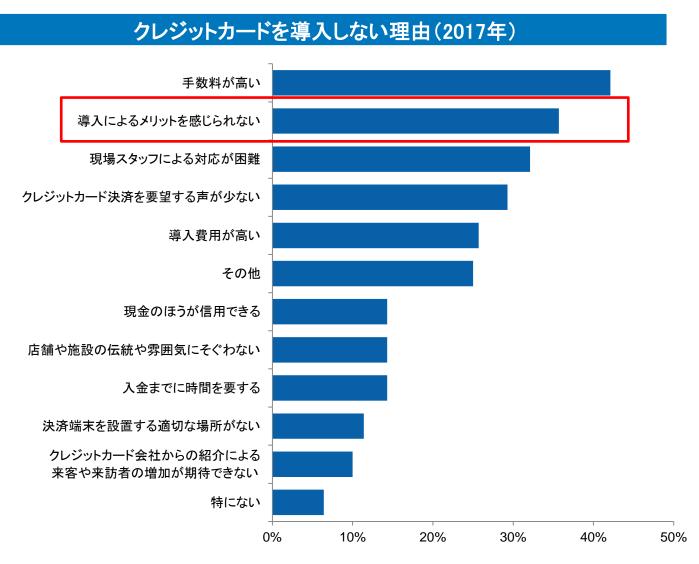
現金決済が選ばれる理由:財・サービス別の傾向



■現金 ■クレジットカード 図その他(うち電子マネー、フィンテックサービス) ■その他(うち口座から自動引落し) 皿その他(うち給与天引き) 四その他(左記以外)

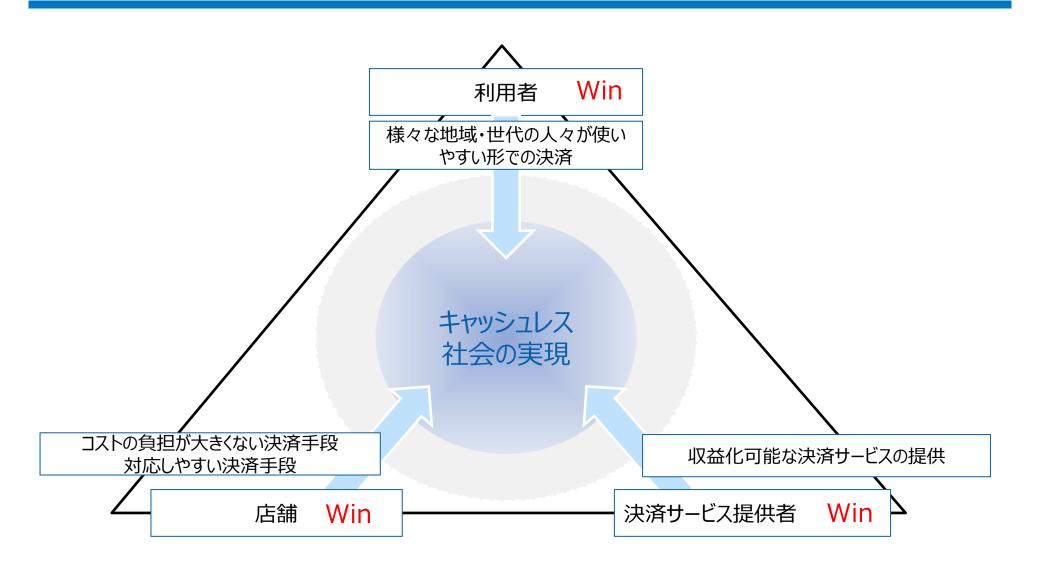
(注)丸括弧内の数値は、「支払った人の割合(%)」。その他の内項目は、財・サービスによって回答の選択肢が異なっている点には留意。 (出所)NIRA総合研究開発機構(2018)「キャッシュレス決済実態調査」より大和総研作成

店舗がクレジットカードを導入しない理由とは?



(出所) 経済産業省資料より大和総研作成

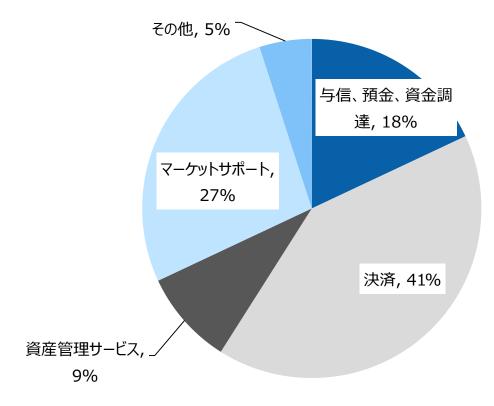
キャッシュレス社会の実現に向けて高まる"金融イノベーション"



(出所) 大和総研作成

FinTech企業の主戦場は決済

FinTech企業の主要な分野



(注) 与信: クラウドファンディング、マーケットプレイスレンディング、モバイル銀行、クレジットスコアリング
決済: モバイルウォレット、P2P送金、デジタル通貨、価値移転ネットワーク、為替、デジタルエクスチェンジプラットフォーム
資産管理サービス: HFT、コピートレード、Eトレード、ロボアドバイザー
マーケットサポート: データアグリゲート、API、AI、ブロックチェーン、セキュリティ、クラウド、IoT、ビッグデータ
(出所) BISより大和総研作成

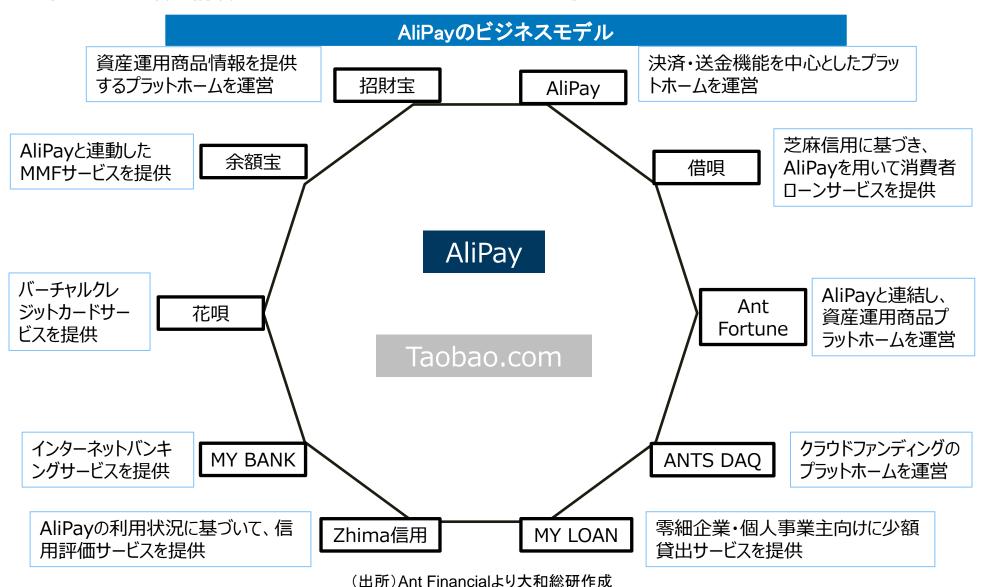
決済サービスのビジネスモデルの変化

サービス提供者	非金融サービス	金融サービス		
銀行		決済	住宅ローン 資産運用 保険	
クレジットカード		決済	リボルビング	加盟店手数料
e コマース	消費	決済	クレジットカード 資産運用 保険	店舗向け貸付
SNS	コンテンツ	決済	クレジットカード 資産運用 保険	広告料

(注) 赤い部分は収益化しにくい/しない部分、青い部分は収益化可能な部分 (出所) 大和総研作成

決済ビジネスの行方 「決済+」の進展 ~AliPayモデル~

- アリババは、eコマースや他の金融サービスの提供を通じて収益化
- 中でも、花唄や借唄といったレンディングがeコマース事業とのシナジーを生んだ



フィンテック企業の小口決済サービスへの参入

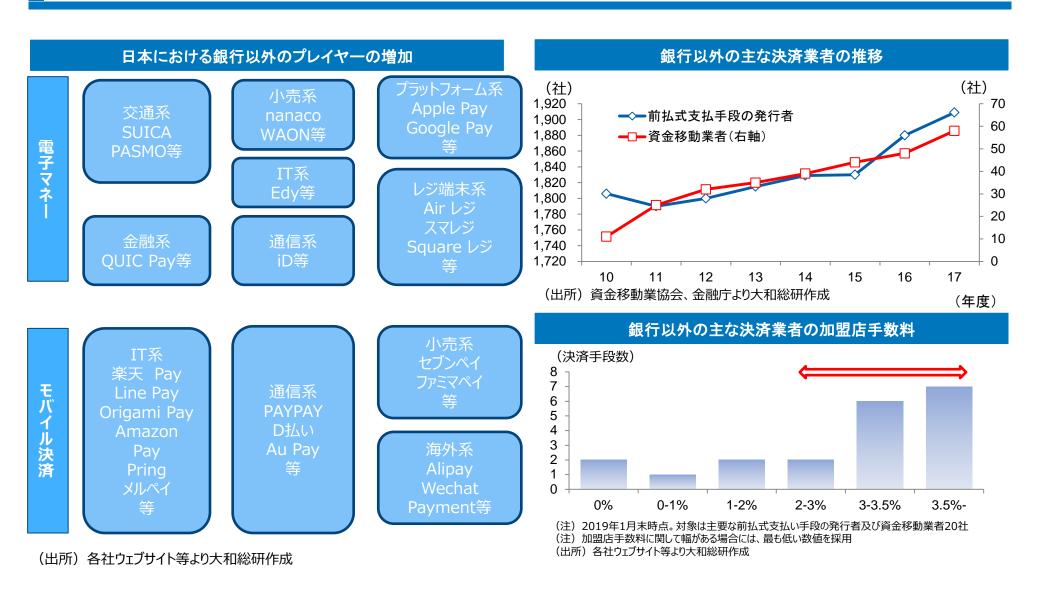
- あらかじめ一定の金額を口座にチャージすることで、決済や送金が可能
- プリペイド型資金プールは、銀行預金とは異なり、リスクを伴う運用に充てられること はないため、規制は緩やか →サービスコストが低く、多くの業者が参入可能
- クレジットカードとは異なり、信用度の低い者を利用者から排除することはない

QRコード決済画面



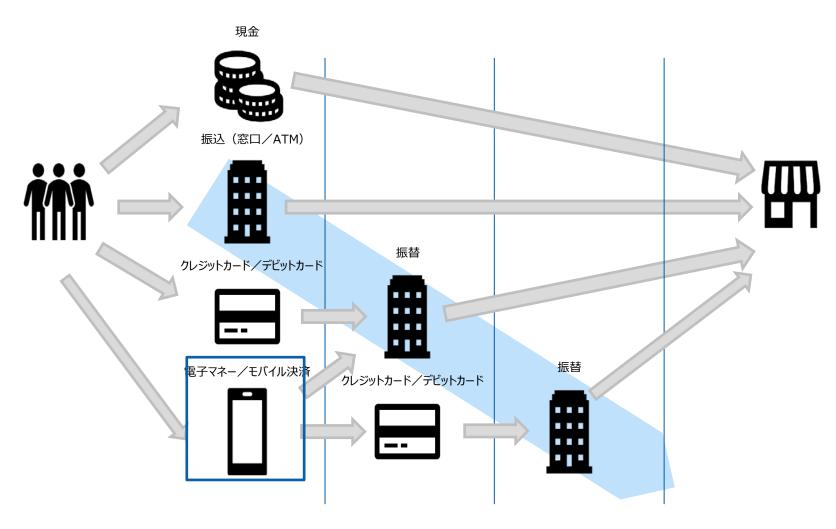
(出所)LINE Pay株式会社ウェブサイトより抜粋

日本の決済ビジネスにおける銀行以外のプレイヤーの増加



決済ビジネスのサプライチェーンに変化

決済サービスのサプライチェーンの変化



(出所) 大和総研作成