

世界経済の環境変化と 中期見通し

～アベノミクスの行く末を左右する要因～

近藤 智也／山口 茜

要 約

2016年2月初めに公表した「日本経済中期予測」をベースにして、世界情勢の変化を踏まえてリスクシナリオを再構築し、日本経済への影響に鑑みて中期的な見通しを示すことを目指した。その結果、日本経済がいかに外部環境の変化に対して脆弱であるかが示される。

実際、日本を取り巻く世界経済の環境は刻々と変化しており、2014年秋以降の原油価格の大幅下落や中国をはじめとする新興国経済の減速、中東・北アフリカ等から欧州に押し寄せる大量の難民、そして2015年末の米国の金融政策変更などは、世界経済・国際金融市場を大きく揺さぶっている。

標準シナリオでは、今後10年間の日本の実質経済成長率は平均0.9%になると見込まれるが、中国をはじめとする世界経済の大幅な減速（2%未満の成長）が生じた場合、日本はマイナス成長となって景気後退に陥ろう。

安倍政権は、少子高齢化という内憂を“一億総活躍”の掛け声の下、何とか乗り切ろうとしているが、外患次第では、アベノミクスの行く末もおぼつかなくなってしまうだろう。

目 次

- 1 章 今後10年間を見通す
- 2 章 状況変化を踏まえたリスクシナリオの再構築
- 3 章 日本経済に与える中長期的なインパクト

1章 今後 10 年間を見通す

1. はじめに

2016 年 2 月初めに、今後 10 年間（2016 ～ 25 年度）までを見通した「日本経済中期予測（2016.2）」を公表した¹。日本経済の中期的な先行きを見通す上では、どのような世界経済を描くかがとても重要になる。当然ながら、世界経済の見方が大きく変われば、原油価格や金利、インフレ率、為替レートなどの変化を通じて日本の姿も変わってくる。

実際、日本を取り巻く世界経済の環境は刻々と変化しており、2014 年秋以降の原油価格の大幅下落や中国をはじめとする新興国経済の減速、中東・北アフリカ等から欧州に押し寄せる大量の難民、そして 2015 年末の米国の金融政策変更などは世界経済・国際金融市場を大きく揺さぶっている。残念ながら、日本経済中期予測で前提とした条件の一部は、既に修正を余儀なくされているといえよう。

そこで、不透明感が増す世界経済の行方にフォーカスしながら、前提条件を見直してマクロモデルを再計算し、改訂版の標準シナリオ（以下、標準シナリオ）を提示したい。また、状況変化を踏まえたリスクシナリオを再構築し、日本経済がいかに海外経済の変化に脆弱であるかを示す。

2. 今後 10 年の世界経済

1) 改訂版中期予測標準シナリオのポイント

改訂版中期予測で想定する世界経済の今後 10 年間（2016 ～ 25 年）の平均成長率は 3.2%であ

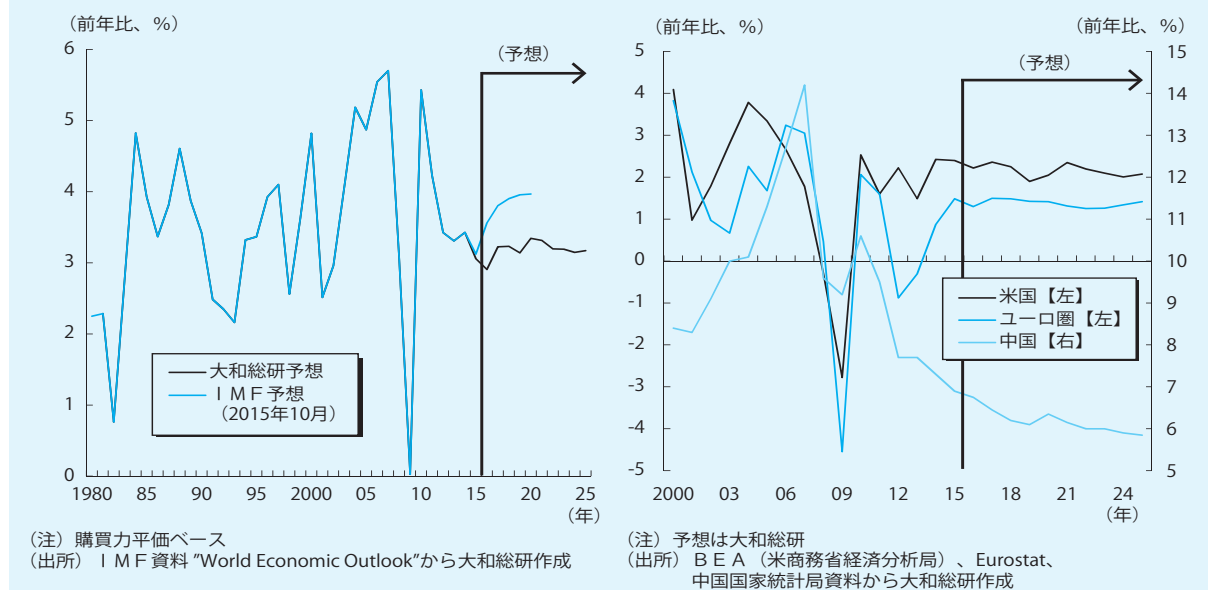
り、予測期間の前半（2016 ～ 20 年）と後半（2021 ～ 25 年）ともに平均 3.2%を見込んでいる。予測期間前半には、米国の金融政策の変更が米国のみならず、世界全体に影響を及ぼし、商品価格の下落は資源国など新興国の成長率を押し下げると考えられる。米国の利上げが一段落し、原油価格が緩やかに上昇する 2020 年頃にかけて世界の成長率はやや加速するものの、世界第 2 位の中国の成長率が鈍化していくと想定されることから、予測期間を通じて、世界全体の成長率は 3%台前半にとどまるだろう。

今回の改訂版中期予測が前提とする世界経済は非常に緩やかな動きになっているが、過去を振り返ってみると、様々な要因が作用して実際の成長率は大きく上下に振れてきた。2015 年終盤から年初にかけて起きている事象をみれば、潜在的なリスクは低下しておらず、むしろ不透明感が増しているといえよう。

2014 年秋から急落した原油価格は底打ちするという見通しに反して、2015 年に入っても低迷し続け、2016 年 1 月には一段と下落して約 12 年ぶりに 30 ドル／バレルを下回った。その後、原油安の大きな要因である供給過剰の状態を解消すべく、主要な産油国間で生産調整を模索する動きが見られるほか、各国の政策対応を受けて景気の先行きに対する悲観的な見方が後退したことから、原油価格は 40 ドル前後まで上昇した（3 月下旬）。ただ、産油国は取りあえず増産凍結を目指しており、減産という本格調整のめどは立っておらず、需要見通しの下方修正が続く中、原油価格の上昇も限定的とみられる。

1) 近藤智也、溝端幹雄、石橋未来、濱田真也、山口茜（大和総研）、「日本経済中期予測（2016 年 2 月）－世界の不透明感が増す中、成長と分配の好循環を探る－」、2016 年 2 月 3 日

図表1 世界経済の見通し（左）と米欧中の姿（右）



また、世界で遍在する原油の場合、価格下落の恩恵を享受する国と著しく悪影響を受ける国の双方を生み出すが、当初は、世界全体ではプラスの効果が大きいという見方が強かった。しかし、実際には、プラス面は目立って顕在化せず、専らマイナスの影響が他の材料と反応して増幅しているのが現状である。結局、原油価格がほぼ半減した2015年を振り返ってみれば世界経済の成長率は3.1%（IMF推定）と、リーマン・ショック期（2008～09年）を除くと2002年以来の低い伸びにとどまり、1980～90年代の平均成長率3.2～3.3%にも届かなかった。

2) 米国

(1) 米国中期見通しの概要

米国経済は、今後10年間でならせば2%台前半の成長をたどると予想する。年初は10年ぶりとなる3%成長が期待された2015年は2.4%にとどまり、2016年の見通しも、1年前の時点では2.8%超の成長が見込まれていたが、直近では

2.2%前後まで下方修正されている。依然として、リーマン・ショックから完全に立ち直って誰もが実感できる力強い成長を実現している状態にはなっていない。

2015年末から始まった利上げの累積効果で2019～20年にかけて成長率が2.0%前後に鈍化する一方、2020年にFedが利下げに転じることから、2021～22年にかけて成長率がやや加速すると想定している。また、原油価格の上昇を受けて、先送りされていたエネルギー関連投資が増加する点も予測期間後半の景気を後押しするだろう。

標準シナリオにおいても、労働市場の改善が堅調な個人消費を下支えするというオーソドックスだが、持続性のある成長過程を描いているが、このような好循環をたどっていくには、いくつかのハードルをクリアする必要があるだろう。ただ、中長期的にみれば、米国経済は世界全体の中で相対的に勝ち組というポジションを堅持するとみられる。

とはいえ、米国が強いドルを許容する余裕は徐々に低下していくとみられる。これまで好調な国内景気を背景にドル高のプラス面を享受してきたが、グローバルな企業を中心に相手先の景気減速も相まって、米ドル建ての売上・収益が圧迫されている。過度なドル高に対しては、企業・業界団体から反発が強まる恐れがある。大統領選挙・議会選挙、そしてTPP協定の議会承認手続きを控えていることもあり、特に国内の雇用に影響が及んだ場合には注意が必要である。既に民主党だけでなく、共和党の候補者からも円安（日本）に対する批判が上がっており、日銀がさらにマイナス金利幅を拡大させるなどの緩和策を実施すれば、通貨政策の一環として米議会などから強い異論が上がる可能性は否定できない。

（２）金融政策の行方

F e d は 2015 年 12 月に 7 年ぶりに事実上のゼロ金利を解除して、世界に先駆けてリーマン・ショック以来の超金融緩和状態からの出口戦略に舵を切った。2012 年 9 月の時点から多数意見として 2015 年中の利上げ開始を一貫して表明し続け、利上げに踏み切っても過去よりも緩やかなペースでしか引き上げていかない方針を繰り返した。また、メンバーが 3 年程度先（長期目標を含む）まで、どのような政策金利の見通しを持っているかを示すドットチャートも公表し、F e d としては市場とのコミュニケーションに十分に神経を使ってきたつもりだろう。

そのドットチャートを見る限り、F e d は、2015 年 12 月時点では年 100bp（25bp × 4 回）の金利引き上げを 3 年間継続することをイメージしていた。だが、ゼロ金利解除前後から、新興国市場からの資金流出懸念、そして中国経済の減速

および先行きに対する過度に悲観的な見方、それが供給過剰と相まって一段の原油安を誘発し、エネルギーセクターや資源国経済の下押し圧力となる。企業の業績悪化懸念に加えて、資本流出や歳入減に直面する資源国等が通貨防衛のために外貨準備を取り崩す、政府系ファンドはリスク資産を売却せざるを得ないという連想から、世界的な株価下落につながってきた。

このように、予告済みの小さな第一歩を踏み出したにすぎないものの、世界全体が受けた影響は必ずしも小さくなかった。世界的な負の連鎖を増幅させた形になっており、まさしく蟻の一穴の状態である。

F e d は世界経済の減速や国際金融市場の混乱を踏まえて、直近 2016 年 3 月時点では、2016 年は 50bp（25bp × 2 回）の引き上げにペースダウンしているが、2017 ～ 18 年に関しては年 100bp 程度と従来の方針を維持している。

今回の改訂版では、2017 ～ 18 年は 3 カ月間で 25bp ずつというペースで利上げし、2018 年中に F F レートの誘導レンジ上限を 2.50% まで引き上げて、一連の引き締めを終了するという見方を標準シナリオとしている。これは、2016 年 3 月時点の金融当局のコンセンサスである長期目標 3.25% に至る前に利上げを終了することを意味する。

（３）政治的なリスクは予測期間最初の関門

しかしながら、政治的なリスクはここ数カ月で高まり、11 月の大統領選・議会選が佳境を迎えていく過程で一段と不透明さを増し、その結果次第では予測期間前半の最大の波乱要因になるかもしれない（詳細は後述する）。

もともと、米国の緩慢な回復の背景の一つと

して、オバマ政権下の政治混乱が挙げられた。2010年の中間選挙以降、議会内、そして議会と大統領のねじれ状態は予算や債務上限の引き上げなどを巡って対立を招き、混乱は国民の政治不信を招くだけでなく、実体経済や金融市場に大きな悪影響を及ぼした。つまり、決められない政治によって先行きの不透明感が高まり、企業や家計はリスクを取るようなアクションを手控えてしまったのである。

このような政治不信は、現在の共和党や民主党の大統領候補指名争いを混沌とさせている原因といえよう。特に、共和党では、過激で極端な主張を展開する候補者が支持を集めており、ワシントンに対する国民の強い不満が政治経験のない人物に高い注目を向けさせていると解釈できる。一時的なブームとされていた動きは、3月のスーパー・チューズデーを経ても衰える兆しはない。話題の中心にいるトランプ氏は20人近くいた候補者が3人に絞られたサバイバル競争を勝ち残っ

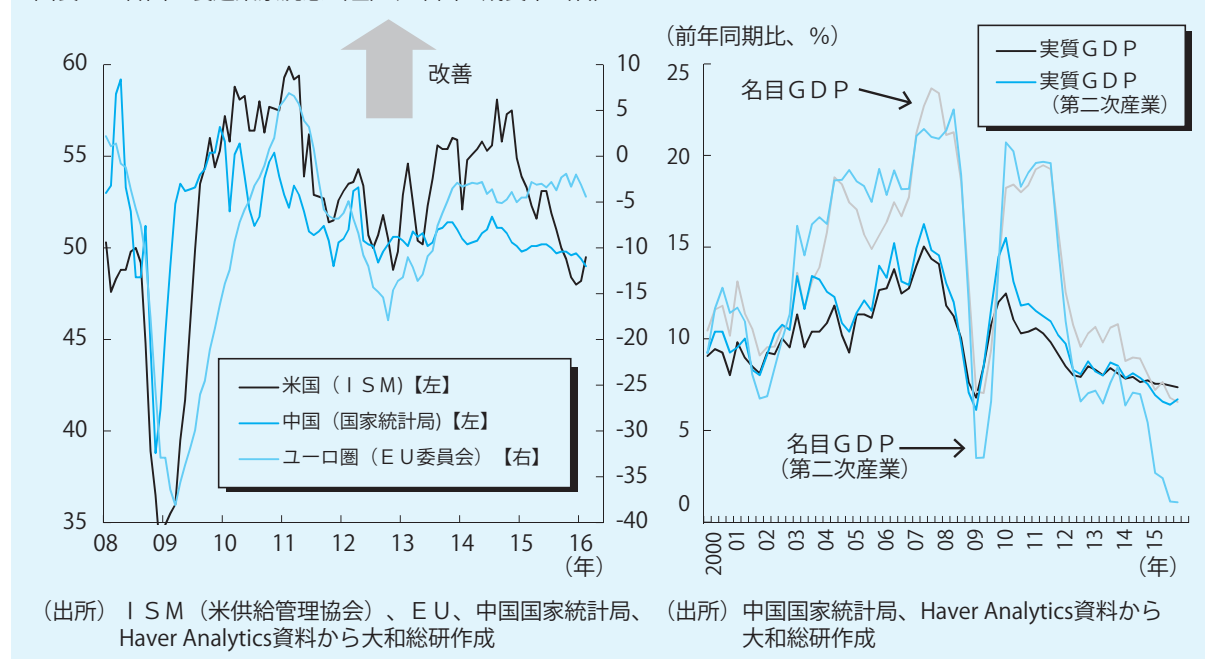
て首位を走る一方、7月の全国党大会前までに大統領候補が決まらず、争いが長引く可能性が出てきた。

同時に実施される議会選挙の結果にもよるが、2017年以降も何らかのねじれ状態が続く可能性が高く、政治的な対立は、引き続き米国経済にとってリスク要因として認識されよう。

3) ユーロ圏

ユーロ圏に対する中長期的な見通しについては、2016～25年の10年間でならして1.4%成長と緩やかに拡大していくという見方を維持する。予測期間前半は、ECB（欧州中央銀行）による積極的な金融緩和にサポートされながら、原油安で購買力の増した個人消費やユーロ安を背景にした輸出が牽引役になろう。加えて、中東・北アフリカからの大量の難民を受け入れた欧州各国はその対策のために財政支出を増やしており、政府消費支出も成長率を押し上げる要素になろう。

図表2 各国の製造業景況感（左）、中国の成長率（右）



債務危機に対処するために緊縮財政を余儀なくされていた状況とはやや様変わりしたといえよう。

2014年6月のマイナス金利導入、2015年3月から国債買入れという量的緩和に踏み切ったECBは、2016年3月には、マイナス金利拡大を含めた利下げや量的緩和の規模拡大などフルコースの緩和策を決定した。引き続き緩和的な姿勢を継続していくとみられる。予測期間内では、Fedから3年遅れで利上げに転じると見込んでいるが、Fed同様に引き上げペースは非常に限定的になるだろう。

大量の難民への対応を巡ってEU内の対立を招き、連合体としてのEUの強みが低下する懸念がある。短期的には、難民対策のための政府支出の増大が成長率を押し上げる効果が期待され、労働力不足という構造問題に直面している欧州にとっては、大量の難民や移民が貴重な労働力へ転換できれば、中長期的にみて潜在成長力を押し上げることにつながろう。しかし、現実には受け入れを制限する国が増えており、職業訓練にも時間と費用がかかることから、中長期的には大きな社会的コストを負担するリスクといえよう。

4) 新興国

中国をはじめとした新興国に対する見方を、特に予測期間前半部分において慎重なものに見直した。予測期間前半に予想される先進国の金融政策の差異は市場にボラタイルな変動をもたらし、特に米国の政策変更は、グローバルマネーフローの変化を通じて新興国経済により大きなインパクトを与える可能性がある。また、原油安の負の影響が大きい産油国など資源輸出に依存する新興国経済にとってはダブルで効いてくると思われる。

(1) 中国経済の行方が世界を左右する可能性

中国経済は2桁成長の時代から2015年には6.9%まで鈍化した。2016～20年の第13次5カ年計画では、最大の目標を「中高速成長の維持」として、習近平体制発足時に掲げられた目標“2020年までに2010年比でGDPと所得水準を倍増する”という目標実現を重視し、そのためには今後5年間で年平均6.5%以上の成長が不可欠である。これに対して、IMFは、2016～20年の中国の成長率は6.0～6.3%で推移すると予想しており、所得倍増計画の実現はおぼつかない。

中国が、欧米や日本など先進国と同じ市場が機能する経済構造を持っているならば、中国の抱える過剰設備や過剰債務を調整しようとする強い圧力が高まるかもしれない。だが、中国は政府のコントロールが強い経済構造であり、海外との資本取引には一定の制限がある。外から見れば真の姿がうかがい知れず、不安感を払拭できないが、中国国内では漸進的な調整・改革が可能ということになるだろう。

短期的には、中国政府の景気対策によって需要が下支えされ、不振に陥った企業・金融機関への支援の実施で危機拡散（信用不安）を回避することが期待される。実際、3月の全人代終了後の記者会見で李克強首相は、構造改革を進めると同時に、機動的な政策で景気の下振れ圧力に対処する方針を示した。具体的には、金利引き下げといった一段の金融緩和、減税（補助金）や就業支援に続く財政措置などが考えられる。前述のIMFも、中国経済のハードランディングという見方は悲観的すぎ、ウェイトの高まっているサービス産業が製造業の落ち込みを補うとみている。

今回の標準シナリオでも、短期的な急減速のリスクは小さいが、中長期的な緩やかな景気鈍化は避けられないという見方であり、予測期間前半の平

均成長率を6.4%弱と見込む（後半は平均6.0%）。不動産や過剰設備など国内の不安定要因を抱えながらも、中国政府が意図するソフトランディングにある程度成功するという姿だ。ただ、供給サイドの構造改革（過剰な資本ストックの圧縮など）に耐え得るほどの経済状態なのかという懸念もあり、痛みを伴う構造改革の決断が先送りされる可能性がある。

中長期的には消費主導の経済構造への移行を進めながら、中国当局は「中国製造2025（メイド・イン・チャイナ2025）」という製造業の高度化を目指す振興策を進めようとしている。具体的には、ITやロボット、バイオなど10分野を重点産業に指定し、研究開発や税制優遇などを通じて集中的に支援する計画である。製造業の一段の競争力強化を図り、効率性を向上させることで成長への一定の貢献を期待しているとみられる。重視する分野には積極的な投資を行う一方、過剰感があるセクターでは国家主導で企業統合を進めて、競争力強化と同時にリストラを実施していく格好である。ここでも量から質への転換を目指しているといえよう。

確かに製造業セクターの過剰設備・債務の問題も大きいが、最大のカギを握るのは雇用ではないだろうか。仮に製造業セクターで働いていた従業員が過剰となって、スムーズに他のセクター、例えば、個人消費関連のサービスセクターにシフトすることができればいいが、移動が滞って失業者が増えれば、社会不安を引き起こす可能性が高まる。中国の支配構造において、指導部にとって、国民の不満が高まることは憂慮すべき事象であろう。雇用所得環境が悪化すれば個人消費も期待できなくなり、政府主導の構造改革は頓挫してしまう。習近平体制は雇用を最も重視しており、成長

のスピード（量）ではなく、環境改善、生活水準の向上といった成長の中身（質）を問う構造改革を実施している。

3. 日本サイドの調整の必要性

1) 日銀の金融政策の変更

2016年1月末、日本銀行は従来の量的・質的な緩和に、欧州で採用されているマイナス金利を導入して「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に踏み切った（実際の実施は2月から）。金利低下を促すことで借入コスト等を引き下げて、家計や企業の投資活動を刺激し経済成長を押し上げる効果を期待しているとみられる。実際、日銀の新たな政策を発表以降、従来の長期国債買入れと相まって、イールドカーブは全般的に低下しており、3月の時点では10年国債利回りまでマイナスが常態化している。

ただ、マイナス金利がもたらす様々な負の影響が懸念されており（この点については後述）、实体经济に与える政策効果はあまり大きくない可能性がある。なお、今回の改訂版中期予測では、日銀の政策変更によって長短金利ともマイナスになっている現実を踏まえて、金利のゼロ制約を外した。

また、今後、日銀は国債やETFなどの資産の買入れ規模の拡大や、資産の買入れの平均残存期間を長期化することに加えて、当座預金金利のマイナス幅を拡大させるといった政策手段を取ることが予想される。ただし、政府の国債発行ペースが拡大しない限り（つまり財政赤字が膨張しなければ）、中期的にみて、現行の国債購入のペースを落とさざるを得ない。また、現在は対象にしない公社債や社債など²、より広範な資産購入

2) マイナス金利政策の先輩であるECBは3月、緩和措置拡充の一環として、金融機関以外が発行した投資適格債券（社債）を買取対象資産に加えた。

や、インフレ目標（現在2%）を引き下げるなどが選択肢に挙がってくるとみられる。

2) 消費増税を含めた財政政策への思惑

足元では、日本経済の緩慢な回復を理由に、2017年4月に先送りされた消費税率10%への引き上げをさらに延期しようという動きがみられる。

安倍首相は消費増税の実施について、“リーマン・ショックや大震災のような重大な事態が発生しない限り、予定通り引き上げていく”方針を国会で述べている。また、“世界経済の大幅な収縮”が起きた場合にも増税中止を検討する姿勢も示したが、リーマン・ショックや大震災など過去の実例と異なって、“大幅な収縮”の定義は曖昧で、専門家による分析も分かれる可能性がある。結局のところ、政治判断に委ねられる面が大きいとみられる。

後述するように、今回の標準シナリオでは、リーマン・ショックのような景気悪化を想定していないことから、引き続き、2015年4月に改正された消費税法に明記されているように10%への引き上げを前提にした。

また、安倍政権は、国内だけでなく、世界から著名なノーベル経済学賞を受賞した経済学者らを招いて「国際金融経済分析会合」を開催し、世界情勢の分析に余念がない。5月に伊勢志摩で開催されるG7サミットの議長国としての役割を果たそうとする意欲の表れだろう。2月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議の声明でも、持続可能な成長のためには金融政策だけではなく、“機動的に財政政策を実施する”ことが謳われており、財

政出動を模索する国にとっては追い風になろう。

しかし、世界最大の経済大国である米国は、秋の大統領選挙・議会選挙に夢中で（特に共和党は7月の全国党大会に向けて熾烈な代議員獲得競争を繰り広げている最中）、海外に関心を向ける余裕はない。レームダック化が加速する中、最後のサミットに参加するオバマ大統領の言葉は虚しく響くだけだろう。

また、28カ国の連合体としては米国を上回る経済規模になるEUにしても、中東などからの大量の難民受け入れ政策を巡って対立を抱えているだけでなく、国ごとに同様の火種を抱えている。パリに続いて発生したブリュッセルでの連続テロ事件は事態を複雑にしている。加えて、EU内で2番目に大きいイギリスでは、6月にEUにとどまるか否かの国民投票が実施される予定である。離脱した場合の経済的なデメリットが強調されているものの、世論調査では残留、離脱が拮抗している。離脱派は難民問題を一つの材料に挙げており、先のテロ事件は残留派にはマイナスかもしれない。このように、EUは内に抱える問題の対処に時間を割かれており、財政出動の目的は難民対応であって、国際協調という関心は薄いとみられる。

残るG7参加国は2015年11月に政権交代が起きたカナダと夏に参議院選挙を控える日本になるが、この2カ国でどれほどのインパクトを国際的に残せるだろうか³。やはり、サミットには参加しない世界第2位の中国の動きが注目される。

3) 改訂版中期予測における日本経済

世界経済の前提条件の一部見直しに加えて、主

3) ロシアはウクライナを巡る問題によりG8への参加が停止されている。

に日銀の政策変更に対応した調整を施して再計算した改訂版中期予測の日本経済の姿が図表3にある通りである。

今後10年間(2016～25年度)の経済成長率は、年率平均で名目+1.3%、実質+0.9%と予測している。予測期間の前半において原油安や低金利などの要因が下支えするほか、2020年に開催される東京オリンピック・パラリンピックに向けて底堅い成長が見込まれる。ただし、2017年度より導入される消費税増税(8%→10%)は、家計の実質購買力を低下させることを通じて同年度の成長率を低下させる。また、予測期間後半にかけては、前半の好材料が徐々に剥落し、個人消費や設備投資を中心に民間需要の成長率は鈍化しよう。

また、物価上昇率は総じて緩やかに加速する見通しだが、日銀が掲げるインフレ目標2%の達成は困難だろう。日銀は従来の量的・質的金融緩和

に加えてマイナス金利を導入し、強い姿勢でコミットしていくことを示した。引き続き、積極的な金融緩和が継続されると予測する。

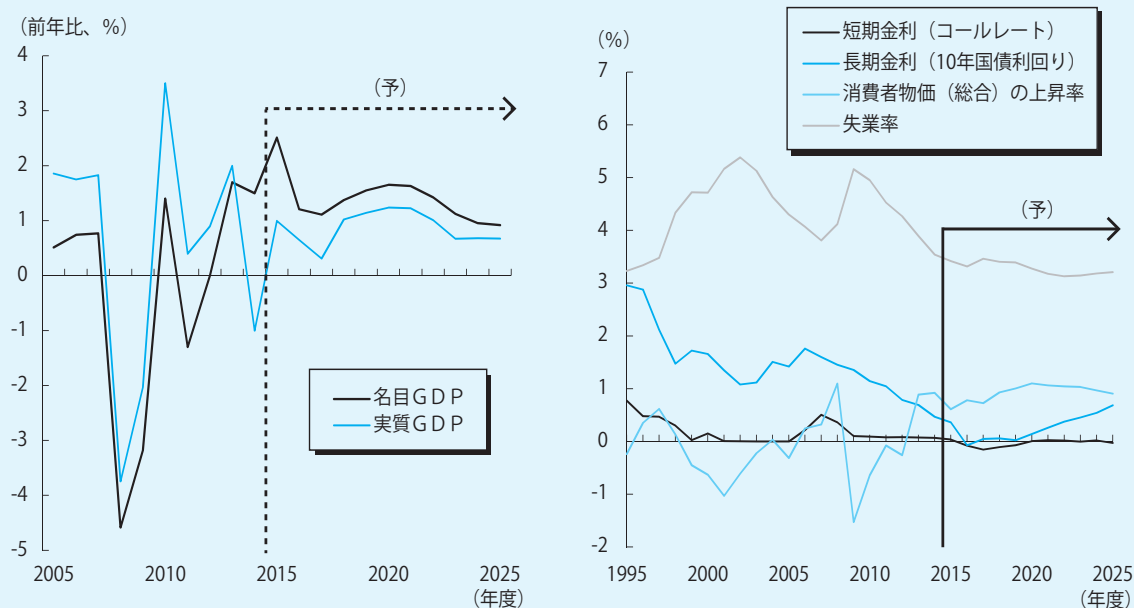
為替レートの見通しは、日米の金融政策の方向性の違いが円安方向をサポートするとみられていたが、Fedの利上げペースが従来の見方よりも緩やかに修正され、利上げ終了時の金利水準も引き下げられたことから、一方向に円安が進む見通しにはなっていない。むしろ、予測期間後半にかけては、上昇幅は限定的ながら、円高方向に回帰すると見込んでいる。

2章 状況変化を踏まえたリスクシナリオの再構築

1. リスクシナリオの選択肢を考える

改訂版中期予測で示した標準シナリオは、世界

図表3 標準シナリオにおける日本経済の成長率見通し(左)、物価と金利の見通し(右)



(注) 予想は大和総研。CPIは消費税の影響を除く
(出所) 内閣府、日本銀行、財務省、総務省資料から大和総研作成

経済や原油価格などの外生変数（海外の金利・インフレ率も含む）に一定の仮定を置いた上で、中期的な日本経済の姿を描いている。しかし、IMFなどの国際機関の見通しが度々下方修正されるように、世界経済全体に対する不透明感が高まっている。

特に、原油価格が12年ぶりの安値を更新した、中国経済が製造業の不振から25年ぶりの低成長になった、人民元が対ドルで5年ぶりの安値など、2016年に入ってから“〇年ぶり”という表現が散見される。“100年に1度”と言われたリーマン・ショックほどではないにしても、急激な変化が起きている点は間違いないだろう。そこで、標準シナリオで想定した世界観から大きくずれるようなリスクシナリオの可能性を検討し、日本経済にどれだけの影響が及ぶかを確認していきたい。

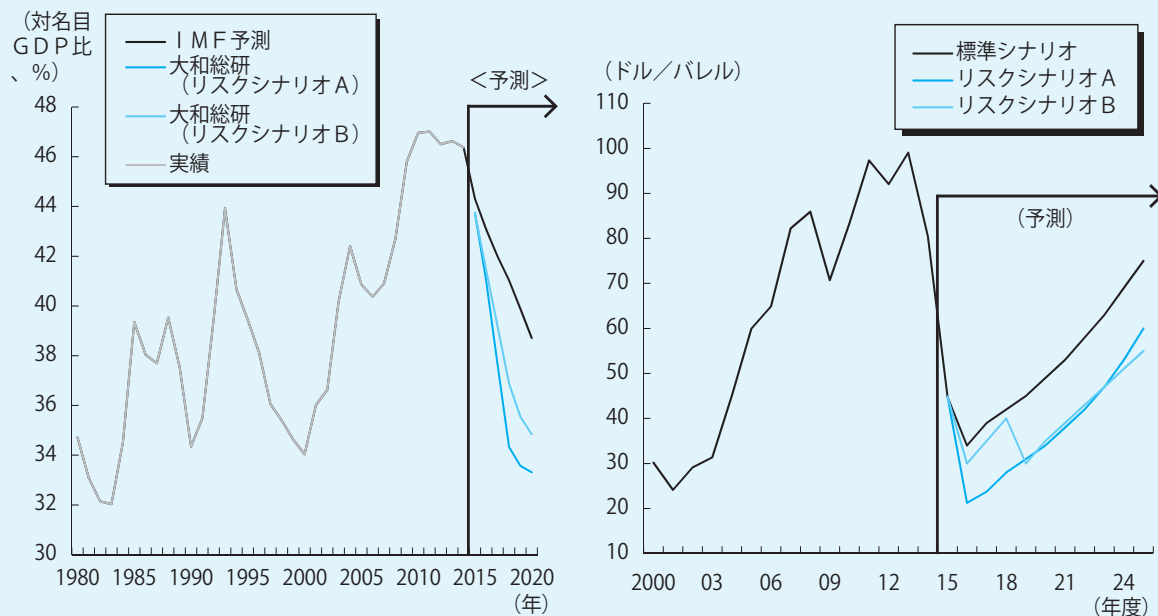
1) 想定される世界経済の下振れシナリオ

(1) 中国発の世界的な景気減速

2016～20年を対象にした第13次5カ年計画では、平均最低6.5%以上の成長を達成することが掲げられ、過去の実績⁴を下回る目標となっている。前述の標準シナリオで想定した中国経済の成長率は2016～20年で平均6.4%、2021～25年で平均6.0%であり、中国政府の新目標を下回るものの、緩やかな鈍化、ソフトランディングをイメージしている。

それに対して、リスクシナリオとして想定する世界観は、予測期間の前半に世界全体が低成長になるものであり、具体的には中国経済の想定を上回る減速が世界に波及する姿を想定する。現在、中国政府は投資主導の成長パターンから消費主導の成長へと構造変化を試みているが、うまくソフ

図表4 中国の総投資比率の想定（左）、原油価格の想定（右）

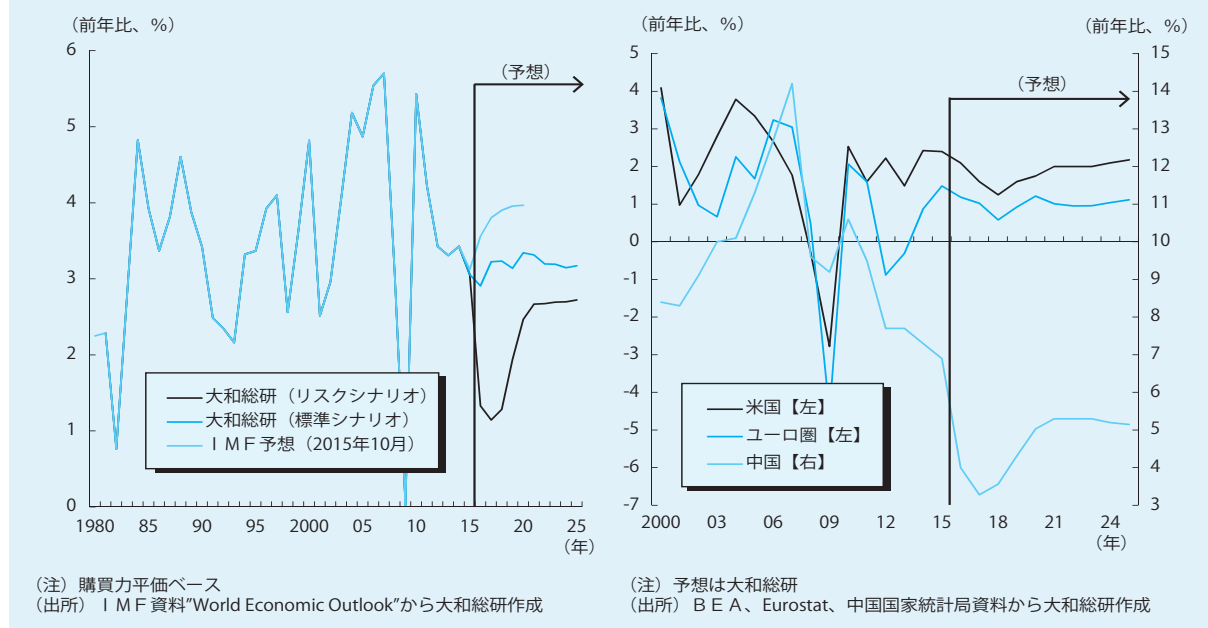


(注) 2015年以降のIMF予測は、“World Economic Outlook 2015.10”による

(出所) IMF、中国国家统计局、EIA（米エネルギー情報局）、Haver Analytics資料から大和総研作成

4) 一度も前年の成長率を上回れなかった2011～15年でも平均7.8%成長だった。

図表5 リスクシナリオAにおける世界経済（左）と米欧中の姿（右）



トランディングできないリスクがある。

短期的には景気刺激策が下支え効果を発揮するとみられるが、持続的に政府の成長目標をクリアすることは難しいかもしれない。そこで、リスクシナリオでは過剰設備等のストック調整が本格化し、総投資比率が1980年代前半や2000年前後と同等の低水準まで短期間で大きく落ち込むと見込んだ。合わせて、ゾンビ企業の淘汰は雇用・所得環境の悪化につながり、個人消費の減速も避けられないだろう。この結果、中国の2016～18年の平均成長率は3.6%（標準シナリオでは6.5%）に減速するというリスクシナリオである。中国当局としては、一段の金融緩和を実施し、ある程度の人民元相場下落を容認することになるだろう。

（2）原油価格の想定

原油市場は、中国経済の減速によって需要サイ

ドから持ち直す見通しが立たず、原油相場の低迷が長期化する。原油価格の前提は、2016～18年度は20ドル台にとどまるとした。予測期間後半にかけては緩やかに持ち直し、上昇率は標準シナリオを上回ることになるが、大幅な景気減速を背景に一段と需要が低迷することから、エネルギー開発投資が大きく落ち込むとみられる。その分だけ将来の供給不足になる余地が出てこよう。

また、原油価格が下落すれば、代替エネルギー・再生エネルギーに対するニーズが弱まり、技術開発が遅れるとみられる。そして、資源価格安の長期化と中国経済の減速は、それらへの依存の強い新興国経済にも大きな打撃を与えることになろう。ブラジルなど新興国の一部ではドル建て債務の返済に窮するリスクが高まり、中東産油国やロシアでは原油安の長期化が財政を一段と圧迫し、経済は不安定になろう。

（３）リスクシナリオにおける欧米の立ち位置

国内景気の緩やかな拡大を背景に政策金利の引き上げに踏み切った米国だが、海外経済の大幅な変動は、金融面だけでなく、実体経済の点でも米国自身に跳ね返ってくるだろう。中国の減速からややタイムラグを置く形で、2017年から2%を下回る低成長が4年続くと想定した。また、Fedは中立的な金利水準まで政策金利を引き上げることなく、2017年から利下げに転じ再びゼロ金利に戻り、量的緩和QE4の実施も余儀なくされるだろう。

また、標準シナリオでは、EU委員会ほど楽観的な想定はしていないものの、コストを掛けながらも（政府の支出を増やすという点では成長にはプラス）、難民・移民が人的な部分から（労働力として）欧州経済の中長期的な成長を支える可能性がある点を考慮している。これに対して、リスクシナリオでは、最大の受け入れ国であるドイツにおいて、難民の就業が円滑に進まない可能性が高まる点に留意する。それは各国国内の分裂・対立を引き起こし、欧州域内の問題に発展するリスクにもなり得るだろう。リスクシナリオでは、潜在成長率の押し上げを阻害するという、期待とは逆に働いてしまう可能性も視野に入れて予測期間後半のユーロ圏の成長率の水準を引き下げている。

このような前提をもとに、リスクシナリオにおいては予測期間前半（2016～20年）の世界経済の平均成長率は1.6%（標準シナリオ3.2%）

に落ち込むだろう。主要地域別では、米国が1.7%（同2.2%）、ユーロ圏が1.0%（同1.4%）、中国が4.0%（同6.4%）と減速する。予測期間後半（2021～25年）にかけては、中国経済は調整がやや緩和されるということで平均5.3%成長と見込んでいる（ただし、標準シナリオの6.0%に比べると低成長に）。同様に、米欧の成長率も持ち直すことになり、世界全体では2.7%程度（同3.2%）まで回復するとリスクシナリオでは想定した。

なお、リスクシナリオにおいても、大規模なテロ発生や戦争などの地政学的なリスクは想定していない。

（４）中国経済の減速パターン

前述のリスクシナリオでは、中国経済の短期間での急減速を想定したが、一方で、中国政府の懸命な対策によって調整スピードがある程度緩やかになるケースも想定されよう。ただ、後者の場合、その後の回復スピードが緩慢なものにとどまる可能性がある⁵。つまり、調整の谷が深ければ、その分だけ反動増も加速するという考え方であり、これは、FRBが金融機関に課すストレステストの前提となるシナリオでも示されている。

また、一人っ子政策が廃止されたとはいえ、短期間で人口動向が変化するわけではない。今後予想される人口動態を踏まえると、長期的にみた中国の成長率は徐々に鈍化していくと考え

5）前掲図表4で示しているリスクシナリオBでは、中国のストック調整がリスクシナリオAに比べて緩やかになると見込んでいる。この結果、予測期間前半の中国の平均成長率は4.9%（シナリオAは4.0%）になり、欧米の成長率もシナリオAより0.2% ptほど高くし、世界全体では約0.6% pt高い成長を想定する。一方、後半にかけては、シナリオAよりも加速感が乏しい形を見込む。このような世界経済のパスを前提にした日本経済は、後掲図表7に示すシナリオAに比べて、2016～17年度の落ち込みが小さい分、2020年度にかけて回復の加速感が乏しい形になる。

るのが自然である。もし中国に対する慎重な見通しが良い意味で裏切られるとしたら、投資主導から消費主導の経済構造へスムーズにシフトできた場合であろう。賃金上昇や環境悪化などを受けて生産国としての魅力を失いつつあるが、10億人を超える人口を抱える中国市場が消費主導の成長にシフトできれば、グローバル企業にとっての魅力も持ち直すだろう。

2. 原油価格の変動が世界経済・金融市場に与える影響

1) 原油市場を取り巻く変化

(1) 供給過剰を生み出す背景

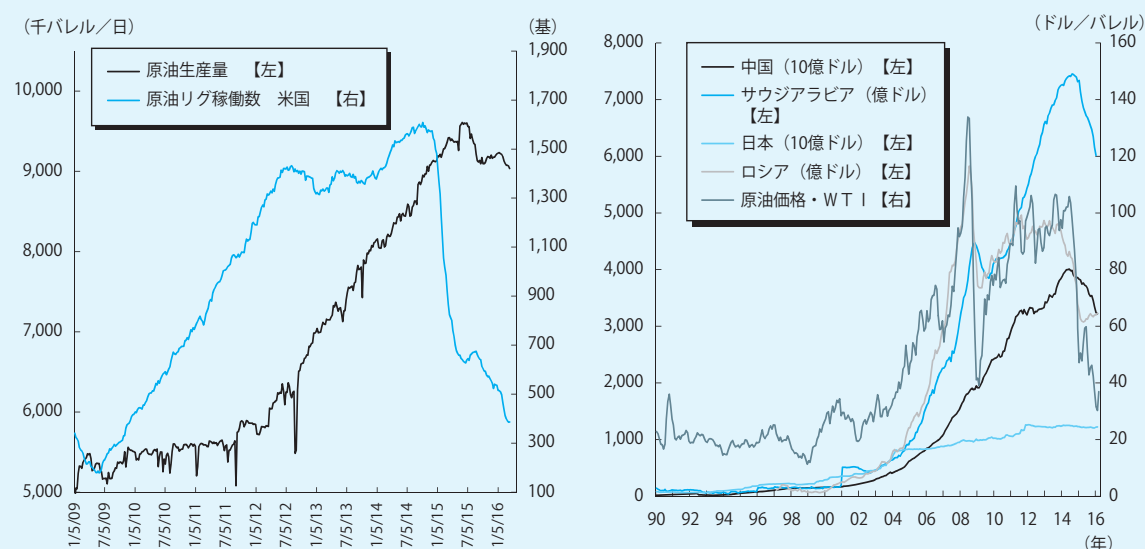
原油の最大の輸入国だった米国が過去10年間にわたって輸入量を減らしている点が大きな構造変化である。シェールオイルの開発が進み、米国の原油生産量が飛躍的に増加した（2011年⇒2015年で約1.7倍）。当時米国は輸出が禁止されていたため、増産分は国内に回り、それまで

の輸入から国内調達にシフト、米国の原油輸入量は4年間で2割減少している（過去最高だった2004年比では3割減）。さらには輸出解禁によって輸出国にもなろうとしている。

確かに、2014年10月以降の原油価格急落に合わせて、米国のリグの稼働数はピークの25%まで激減しているが、原油生産量の減少幅は限定的であり、リグ1基当たりの生産量は日量2.3万バレルとボトムだった2012年半ばの4倍以上になっている。シェール革命のブームの中で生産性の相当低いリグが設置され、それが淘汰されてきたと解釈できる。一方、米国内の原油在庫は過去最高水準に積み上がっており、在庫削減が進展しないことには、なかなか過剰感は解消されないかもしれない。

サウジアラビアは、高コスト構造の米国のシェールオイル業界からシェアを奪い返すために高水準の生産量を維持してきた。ロシアも収入を確保するために、価格下落に反比例する形で増産

図表6 米国の原油生産状況（左）、新興国・産油国の外貨準備（右）



(出所) E I A、Baker Hughes、Haver Analytics資料から大和総研作成

(出所) E I A、中国人民銀行、Haver Analytics資料から大和総研作成

してきたのである。

さらに、2016 年に入ってイランに対する経済制裁が解除され、イランが生産量を増やし国際市場に復帰してくることも供給過剰感を醸成している。

（２）足元の変化と原油価格の動向

需要の変化に合わせて供給サイドが調整していれば、ここまで原油価格が下落することはなかったかもしれない。産油国にとって、総じて価格が高い方がメリットが大きいことは自明であっても、それぞれが抱えている事情から妥協・協調が取れてこなかった。しかし、価格低迷に対する耐久力が限界に近づいていることの証左か、2 月に入って、OPEC 内のサウジアラビアやベネズエラ、カタール、非OPEC のロシアが1 月の生産水準で据え置くこと（増産凍結）で暫定的に合意した。ただし、その他の産油国も合意に同調することが条件となっており、増産を計画しているイランなどが受け入れるかは不透明である。また、1 月の水準そのものが高く、凍結で合意しても需給がタイトになるわけでもなく、価格への影響は限定的という指摘も多い。よりインパクトのある減産にまで踏み込めるかが原油価格上昇のカギになろうが、各国とも減産には消極的である。当面は、4 月半ばに予定されている主要産油国による協議が注目されよう。

2）産油国が置かれた環境を再確認する

原油価格の下落は、産業全体に占めるエネルギーセクターの比重や、輸出に占める原油の割合

などの違いによって、個々の産油国が受ける打撃には濃淡があろうが、基本的には経済成長に対してマイナスに響く。例えばエネルギー関連企業は、価格下落で採算が悪化した計画の中止や投資削減、人員削減などの対応を迫られる。雇用環境の悪化は産油国経済にも影を落とすことになる。特に、中東諸国のようにエネルギー部門への依存度が高い国々では、財政収支や対外収支の悪化が顕著になっている。原油価格の下落によって歳入が大幅に減少したために、歳出抑制、補助金のカットや増税といった緊縮予算を組まなければならなくなっている。

IMF の分析によると、中東産油国の財政収支が均衡するための原油価格は、各国の事情で幅はあるものの、50 ～ 100 ドル／バレルとされる。現状の 40 ドル前後では、どの国の財政均衡価格をも下回っている。例えば、原油価格が 50 ドルで推移した場合、サウジアラビアの財政的なバッファ（資産の取り崩しによる耐久年数）は 5 年程度と IMF は試算する。従って、このままの価格で長期化すれば、IMF の試算よりも早く資金が枯渇することになってしまう。従って、サウジアラビア政府は、均衡価格を下げるべく財政再建に取り組む一方で、前述のように、原油価格を引き上げるための調整も模索している。

既に一部の新興国に対して、財政状況の悪化や景気低迷の長期化、政治的な混乱などを理由に、格付け会社の Standard & Poor's^{※1} や Moody's^{※2} が信用格付けを引き下げている。仮にこれらの国や企業の返済が滞るような事態になれば、貸し手

※1 スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービスは金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

※2 ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インクは金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

の金融機関などは不良債権化に備える必要が高まろう。足元では、国際金融市場の混乱は落ち着いているように見えるが、F e dの今後の出口戦略の進展次第では、混乱が再燃する可能性は否定できない。

3. 欧米先進国の行方

中期予測のリスクシナリオでも米国のリセッションまでは想定しておらず、2%を下回る状態が3～4年続くという景気減速・踊り場の長期化を想定している。3月に公表されたF e dメンバーの景気・インフレ・金利見通しを見ると、最も悲観的なメンバーで2016～18年の成長率は1.6～1.8%程度と見込まれており、リスクシナリオの想定はより慎重なものといえる。

ここでは、経済以外のリスク要因として、米国の政治的なリスクに焦点を当てる。

1) トランプ旋風がもたらす影響

(1) トランプ氏が首位を走っている現実

3月15日のミニ・スパーチューズデーを経て、ルビオ上院議員が指名争いからの撤退を表明したことで、共和党の候補者は実業家のトランプ氏、テキサス州選出の上院議員のクルーズ氏、オハイオ州知事のケーシック氏の3名に絞られた。獲得した代議員数を見るとトランプ氏がトップであり、現時点では共和党の候補者になる可能性が最も高いものの、代議員数のシェアは50%未満であり、残りの予備選等で勢いを加速させないと、指名獲得に必要な過半数の代議員を集めることはできない。

トランプ氏の主張は、過激で場当たりのでピュリズム的な印象が拭えない一方、T P Pに反対する保護主義的な通商政策や、オバマケアにも通じる皆保険を目指す姿勢（社会保障政策の現状維持）をみせる。また、インフラ整備の推進や富裕層だけでなく中低所得者層も対象にした減税策の実施を提案し、法人税率を引き下げる一方で、減税の財源として製薬会社に負担を求めることなどを主張している⁶。これらは、小さな政府を志向する共和党主流派の従来の主張とは相いれない部分が多い⁷。

また、2番目につけるクルーズ氏も、現役の上院議員ではあるものの、ティーパーティーの強い支持を背景にその主張は保守色が強く、主流派とはいえない。従って、トランプ氏とクルーズ氏のどちらがましかという選択を迫られており、これでは民主党の有力候補であるクリントン氏（前国務長官）に勝てないという焦燥感が高まっているとみられる。

そこで、どの候補も指名獲得に必要な過半数の代議員を得られない場合には、党大会で第3の候補を模索しようとする話も出ている。このような主流派の動きに対して、首位を走るトランプ氏は強く反発しており、予備選等が始まる前、一候補として適切に扱われることを前提に、敗れても独立系で出馬しないことを約束したが、トランプ氏はその約束をほごにする可能性は十分にある。予備選等の結果が尊重されずに候補者が決まれば、当然ながら、戦ってきたクルーズ氏も面白くないだろう。

6) また、現状の日米同盟（日米安全保障条約）については不公平であるとして批判的である。

7) 土屋貴裕、橋本政彦（大和総研ニューヨークリサーチセンター）、「米国経済見通し 内需堅調でインフレを注視」、2016年3月22日を参照。

（２）米国経済の足を引っ張る可能性

トランプ氏は、致命的ともいえるような問題発言を連発していても勢いは衰えていない。それだけこれまでの経験則が当てはまらないような政治情勢、社会情勢、経済情勢が米国の中で生じていることを表している。

従って、民主党のクリントン氏との対決・論戦が本格化する中で、トランプ氏への支持が高まるような展開になれば、万が一の可能性に備える観点から混乱が生じる可能性は否定できない。財政の崖と同様のケースであり、リスク回避の動き（円高）がみられても不思議ではない。

トランプ氏の具体的な発言をみると、現職のオバマ大統領の不法移民への寛容な政策に対抗して、不法移民の強制送還といった厳しい内容の発言をしている。これはトランプ氏に限らず、共和党保守派に共通の姿勢だが、メキシコとの国境沿いに壁を作り、その費用をメキシコ側に負担させようという対外摩擦を引き起こすことを厭わないような過激な発言はトランプ氏特有であろう。

イスラム教徒を入国禁止にすべきという人種差別的な発言も含めて、共和党の主流派からもトランプ氏への風当たりは強い。実際、共和党員しか投票できない州の予備選挙ではトランプ氏が敗北するケースが見られ、党内支持をしっかりと固めたとはいえ、クルーズ氏が対抗する余地を残している。しかし、それでも幅広い支持を集めているのは事実であり、世論調査によると無党派層にも支持が拡大している。トランプ氏がいうように、無党派層という共和党にとっては新たな支持を獲得する一方で、本選になった場合、従来の共和党支持層が実際に投票に行かずに棄権に回ってしまう可能性はあるだろう。

また、トランプ氏の経済政策に関する主張は国

内の雇用重視であり、その意味では民主党に通じるものがある。ただ、不法移民が国内雇用を奪っている、だから排除せよという主張は共和党保守派に近いかもしれない。しかし、企業からすれば、特にＩＴ業界は、ビザ要件の緩和などを求めてきたことから、トランプ氏の過激な主張はビジネスにとって大きなマイナスである。保護主義的な政策も外国との摩擦が生じ、米企業には不利に働こう。

移民は、米国の経済発展には欠かせない源泉であり、米国が日本など他の先進国と大きく違うのは、人口が今後も増え続けていく点であり、相対的に若い人口構造を維持していくことによって、供給サイド（労働力）・需要サイド（購買力）の双方にプラスの効果をもたらすと期待されている。自然増に加えて、海外からの多くの移民を受け入れて米国の人口は持続的に増えているのである。

また、資本の面から見ても、多くの移民や留学生が米国で起業し（ベンチャービジネス）、産業の新陳代謝（イノベーション、技術革新）を促してきた歴史がある。

もしトランプ氏の主張が実現すれば、米国経済は貴重な担い手を失うことになり、対外的にも関係悪化を引き起こす可能性がある。また、仮にトランプ氏が大統領に当選しなくても、彼の主張に共感した人々が相当数に上るという現実に鑑みると、今回の大統領選挙が顕在化させた社会的な負の摩擦は、米国経済の見通し（先行き）に影を落とすだろう。

（３）クリントン大統領が誕生したら

仮にクリントン大統領が誕生したとしても、トランプ氏対応（民主党の対抗馬であるサンダース

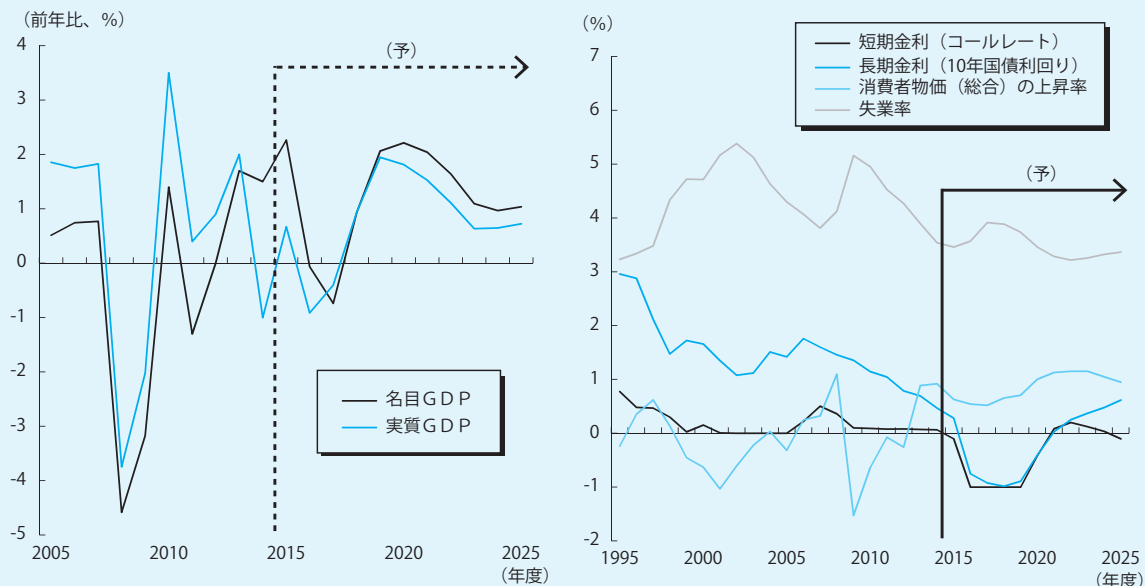
氏対応を含めて）でクリントン氏の発言がリベラル寄りにシフトすることで、実際に大統領になったあと、政策・行動を制約する恐れはあろう。言動不一致になれば、公約違反との批判を受けたり、議会とのやり取りにおける自由度を失わせる可能性がある。

例えば、T P Pに関しては、クリントン氏は“現状では反対”と主張し、食い下がるサンダース氏に引きずられて労組に配慮した発言が多くなっている。また、トランプ氏やクルーズ氏も反対姿勢であり、大統領選挙終了後にT P Pの批准が進むかは不透明になっている。

アイオワ大学が運営する電子先物市場を見ると⁸、3月下旬時点で、大統領選挙では民主党が勝つという見方が、共和党候補の勝利を大きく上回っており（おおよそ2対1）、共和党内の争い

でトランプ氏が優位になるにつれて、その傾向が強まっている。また、議会選挙でも、2015年末までは上下両院ともに共和党が過半数を獲得するという現状維持の見方が相対的に強かったが、2016年2月以降は、下院は共和党、上院は民主党がそれぞれ過半数を握るという選択肢が浮上し一番人気になっている。上下両院ともに民主党が制するという見方は若干高まっているとはいえ、依然として少数にとどまっている。議会内でねじれが生じる、あるいは議会と大統領が異なる政党になって対立するということであり、いずれにしろ、2010年の中間選挙から続いている政治混乱は長期化するとみられる。

図表7 リスクシナリオAにおける日本経済の成長率見通し（左）、物価と金利の見通し（右）



（注） 予想は大和総研。C P I は消費税の影響を除く
（出所） 内閣府、日本銀行、財務省、総務省資料から大和総研作成

8) <http://tipie.uiowa.edu/iem/>

3章 日本経済に与える中長期的なインパクト

1. 標準シナリオとリスクシナリオの結果の相違

1) 日本経済へのインパクト

世界経済のリスクシナリオを基にマクロモデルで計算し、日本経済にもたらす影響を標準シナリオのケースと比較する。

リスクシナリオ A のケースに基づいて議論を進めていくと、世界経済が 2 % を下回るほどに大きく鈍化するために、日本経済は輸出を中心に景気の足を引っ張られる形になり、2016 年度は▲ 0.9 %、17 年度は▲ 0.4 % と 2 年連続のマイナス成長に落ち込むとみられる。2008 ～ 09 年度のリーマン・ショックほど悪化しないものの、国内要因ではなく（後述するように消費税増税は見送ると仮定）、外部環境の変化によって日本経済は景気後退局面に陥ってしまい、2013 年からのアベノミクスは頓挫する形になるう。

過去においても、外的ショックが加わると、日本経済は簡単にマイナス成長に落ち込んでしまったが、今回のリスクシナリオでも欧米の景気減速を上回るほどに悪化してしまうことになる。

F R B が 2016 年に実施するストレステストの最も深刻なシナリオ（severely adverse scenario）においても、日米欧が揃って景気後退する中で^{9）}、日本のみ 3 年連続のマイナス成長、さらに 2017 年の成長率は▲ 7.3 % とリーマン・ショック時の 09 年（▲ 5.5 %）を上回る。また、米国のインフレ率がプラスを維持するのに対して、ユーロ圏と日本のインフレ率はマイナスに落ち込むのだが、

日本は想定期間内（2019 年 Q 1 まで）デフレから脱却できないと見込まれている。

世界経済の大幅な減速を受けて各国の中央銀行は一段の金融緩和を実施すると想定されることから、世界的なディスインフレ・低金利の傾向が強まり、日本の金利水準も影響を受けることになる。2 年連続のマイナス成長に落ち込む日本も例外ではなく、1 月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に踏み切った日銀は、現行▲ 0.1 % に設定したマイナス金利の幅をさらに拡大させる、あるいは長期国債の買入れの平均残存期間（現行 7 ～ 12 年程度）をさらに長期化させるなど、金利全般を押し下げる政策を強めるだろう。この結果、2016 ～ 19 年度にかけて、長期金利は▲ 0.9 ～ ▲ 1.0 % という水準まで低下すると予想される。

ただし、どこまでマイナス金利を拡大できるかという議論もあることから、今回は便宜的に短期金利の下限として▲ 1.0 % に設定した。

また、世界経済が混乱すると、資金のリスク回避の動きから円高傾向に振れる現象が散見されるが、リスクシナリオ下の為替レートは、標準シナリオと大きく変わらない。日本の金利低下幅が米国を上回るために日米の金利差は拡大し、予測期間前半では 1 円程度、円安方向に振れている。モデル制約という技術的な限界もあることから、リスクシナリオ以上に円高が過度に進行した状況の影響をみるには、シミュレーションの結果（ドル円レートが変化する場合）も加味して考慮する必要があるだろう。

なお、リスクシナリオでは、2016 年度にマイナス成長に落ち込むことも踏まえて、17 年 4 月に想定されている消費税率の 10 % への引き上げは見送

9) 中国やインドを含めたアジアの発展途上国 “Developing Asia” はプラス成長を維持するものの、大幅な減速を避けられないと想定されている。

られるという前提を置いた。世界経済がリーマン・ショック時（09年ゼロ成長）ほど大きく悪化するわけではないが、1%台の成長にとどまる姿は、安倍首相が指摘した“大幅な収縮”に相当しよう。また、17年度以降も世界の低成長が続くために、増税の時期はなかなか見通せない。

標準シナリオで想定した増税に伴う17年度の個人消費等の落ち込みは回避されることになるが、輸出減少による景気悪化を補うには不十分といえよう。一方で、消費税増税の回避に加えて、景気悪化に伴う税収減、そして景気悪化を緩和するための景気対策の実施などに伴って、日本の財政状況の悪化は避けられないだろう。プライマリーバランスの赤字（対名目GDP比）は標準シナリオよりも平均で1.2%pt分拡大し、債務残高も一段と膨らんでいくとみられる。

2. マクロモデルでは十分には示せない 限界への言及

1) マイナス金利の導入

(1) 金利低下は、基本的にプラス材料

仮に長期金利が大きく低下した場合、中期予測のマクロモデル上では経済成長率が押し上げられる効果が期待される。具体的には、金利低下によって資金調達が容易になり、家計や企業の支出意欲が刺激されて、個人消費や設備投資が押し上げられるというパスである（ただし、堅調な内需を背景に輸入増も予想されることから、成長率そのもの

の一部相殺されよう）。また、金利低下による利払い負担の軽減を受けて、政府の財政収支は大幅に改善するとみられる。

(2) マイナス金利がもたらす負の側面

マイナス金利政策は、欧州で先行事例があるとはいえ、多くの国民にとっては未体験の世界になる。実際に国債利回りは低下し相当な年限までマイナスになっているものの、住宅ローンをはじめとする貸出金利が大幅に引き下げられているわけではない。逆に、日銀が公表している短期プライムレートや住宅ローンの変動金利は2009年以降、据え置かれたままである¹⁰。また、個人の預金金利も限りなくゼロに近づいたが、マイナスには陥っていない。ただ、金融機関はATMの引き出し手数料の引き上げや口座管理料の徴収など、預金者に実質的なコスト負担を求めてくることは十分に予想される。

金融の仲介機能低下の他に、マイナスを前提に制度設計されていない以上、市場システムが機能不全に陥る可能性は否定できない。当然ながら、消費者や企業は立ち止まったままではなく、新たな状況に応じた行動を選択することになるだろう。

従って、プラスの世界で予想される消費者や企業の行動・心理の変化が、マイナス金利の世界でも同様に起きると見なすのは無理があるかもしれない。しかし、既存の中期マクロモデルでは、マイナス金利がもたらすであろう負の影響や、家計

10) ただし、民間金融機関は借り手に応じて優遇金利を適用しており、これまでも住宅ローンの変動金利は実質的に引き下げられてきた。

11) FRB, “2016 Supervisory Scenarios for Annual Stress Tests Required under the Dodd-Frank Act Stress Testing Rules and the Capital Plan Rule”
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20160128a2.pdf>

12) 2010年といえば、バーナンキ前議長がFRBのトップを務めていた時期である。B. Bernanke, “What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates”
<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/03/18-negative-interest-rates>

や企業の新たな行動パターンを完全に反映することは難しい。

仮に、短期金利が十分にプラスのとき、経済にマイナスのインパクトがかかれば、それと同時に短期金利の引き下げによって長期金利が低下し、円安や投資の増加といった景気浮揚効果が生じるため、悪影響は小さくなる。だが、短期金利がゼロの状態で、経済に負のインパクトがかかるシミュレーションを行うと、短期金利が十分にプラスの時と比べて悪影響が大きくなる。今回の改訂版中期予測では、日銀の政策変更によって長短金利ともマイナスになっている現実を踏まえて、金利のゼロ制約を外している。ただ、前述の負の影響などを織り込めていない分だけ、金利低下の効果が過大に表れているとみられ、留意する必要がある。

2) 米国でのマイナス金利の議論

マイナス金利を導入した日欧の中央銀行とは対照的に、米国はプラスの金利を維持し、しかもこの先も引き上げていこうとしている。では、将来にわたって、米国がマイナス金利の仲間に入る可能性はゼロであろうか。

F R Bが金融機関に課すストレステストのシナリオ（2016年1月公表）を見ると¹¹、最も深刻なシナリオでは、米欧日とも2～3年連続のマイナス成長に陥り、米国の場合は5四半期のマイナス成長とリーマン・ショックを上回る景気悪化が想定される。この間にN Yダウの株価は半値まで下がり、リスク回避の動きから資金は米国債に流れ、10年国債利回りは1%未満まで急低下し、3カ月の短期国債利回りは▲0.5%に張り付くという前提である。F R Bはストレステストを毎年実施しているが、短期金利をマイナスに設定したのは今回が初めてのようだ。

また、バーナンキ前F R B議長は、どこまで金利を引き下げることができるか、つまり人々が金利ゼロの現金を保有する方を選ぶ境目として、2010年のF e dのスタッフの計算として約▲0.35%という数字を紹介している¹²。

しかし、実際に欧州各国の中央銀行が採用しているマイナス金利の水準はスイスが▲0.75%、デンマークが▲0.65%、スウェーデンが▲0.50%、そしてE C Bは3月に従来の▲0.30%から▲0.40%に引き下げ、いずれも下限とされる▲0.35%を上回るマイナス幅である。バーナンキ前議長は欧州の事例から、マイナス金利という政策手段は考えていた以上にパワフルであると指摘する一方、スイスやスウェーデンのように米国の金利をマイナスにすることができるかは懐疑的であるという。

そして、バーナンキ前議長は、予測可能な将来において、米国がマイナス金利を導入する確率は極めて低いとしながらも、金融政策の手段としてのマイナス金利は、ささやかな効果と管理可能なコストを持っているようだとし、完全には否定していない。

[著者]

近藤 智也（こんどう ともや）



経済調査部
シニアエコノミスト
担当は、日本経済（中期予測）、
経済構造分析、米国経済

山口 茜（やまぐち あかね）



経済調査部
研究員
担当は、日本経済（中期予測）、
経済構造分析