

2013年5月22日 全16頁

日本経済見通し：「アベノミクス」の中間評価

日本経済は「アベノミクス」の効果もあり、着実な景気拡大が続く

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- 経済見通しを上方修正: 2013年1-3月期 GDP 一次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2013年度が前年度比+3.1% (前回: 同+2.7%)、2014年度が同+0.7% (同: 同+0.4%) である。日銀の金融緩和を受けた円安進行に伴う輸出環境の改善や、株高を背景とする個人消費の増加などを勘案し、経済見通しを上方修正した (→詳細は、熊谷亮丸他「第177回 日本経済予測」(2013年5月21日) 参照)。
- 「アベノミクス」の中間評価: 当社は、安倍政権の経済政策 (いわゆる「アベノミクス」) の中間評価を行った。「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から構成される。日本経済復活の起爆剤となり得る適切な経済政策であり、とりわけ金融政策は着実に成果を上げている。今回のレポートでは、日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標の実現可能性を検証した。GDP ギャップの縮小のみによって物価目標を達成するのは困難であり、期待インフレ率の大幅な上昇が不可欠である。また、当社の短期マクロモデルを用いて「アベノミクス」の経済効果を定量的に検証すると、円安・株高の好影響は、長期金利が大幅に上昇しない限り、相殺されないとみられるため、フローの経済は当面好調を維持する見通しである。他方で、中長期的な財政赤字問題に対しては、日本政府が従来以上に腰を据えて取り組むことが必要になるだろう。
- 日本経済のメインシナリオ: 日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、ドル円相場は緩やかな円安・ドル高基調で推移すると予想している。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過大評価された水準だとは言い難いと考えている。
- 日本経済のリスク要因: 今回のレポートでは、日本経済のリスク要因について検証した。今後の日本経済のリスク要因としては、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

1. 経済見通しを上方修正

経済見通しを上方修正

2013年1-3月期GDP一次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2013年度が前年度比+3.1%（前回：同+2.7%）、2014年度が同+0.7%（同：同+0.4%）である。日銀の金融緩和を受けた円安進行に伴う輸出環境の改善や、株高を背景とする個人消費の増加などを勘案し、経済見通しを上方修正した（→詳細は、熊谷亮丸他「第177回 日本経済予測」（2013年5月21日）参照）。

「アベノミクス」の中間評価

当社は、安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）の中間評価を行った。「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から構成される。日本経済復活の起爆剤となり得る適切な経済政策であり、とりわけ金融政策は着実に成果を上げている。今回のレポートでは、日銀が掲げる「物価上昇率2%」目標の実現可能性を検証した。GDPギャップの縮小のみによって物価目標を達成するのは困難であり、期待インフレ率の大幅な上昇が不可欠である。また、当社の短期マクロモデルを用いて「アベノミクス」の経済効果を定量的に検証すると、円安・株高の好影響は、長期金利が大幅に上昇しない限り、相殺されないとみられるため、フローの経済は当面好調を維持する見通しである。他方で、中長期的な財政赤字問題に対しては、日本政府が従来以上に腰を据えて取り組むことが必要になるだろう。

日本経済のメインシナリオ

日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。

今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、ドル円相場は緩やかな円安・ドル高基調で推移すると予想している。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過大評価された水準だとは言い難いと考えている。

日本経済のリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

日銀の金融政策

黒田新総裁率いる新生日銀の金融政策は順調に滑り出した。ただし、2013年10月の「展望レポート」発表のタイミングで、物価目標達成への慎重な見方が浮上し、日銀はリスク資産（ETF等）の買い増しなどの追加金融緩和を実施することとなろう。

2. 「アベノミクス」の中間評価：日本経済復活の起爆剤となるか？

2.1 「アベノミクス」の中間評価

「アベノミクス」は世界標準に合致した、適切な経済政策

当社は、安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）の中間評価を行った。

「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から構成される。当社は、安倍政権発足当初から、「アベノミクス」は日本経済復活の起爆剤となり得る経済政策であり、その基本的な方向性は極めて適切であると主張してきた。

我々が、海外の政策当局やエコノミストと意見交換している範囲では、この「三本の矢」に対する国際的な評価は極めて高い。一言で言えば、「アベノミクス」は、国際社会では世界標準に合致した、適切な経済政策だと考えられているのである。

「アベノミクス」は経済成長重視の政策

そもそも「アベノミクス」は経済成長重視の政策だという点で高く評価できる。

経済政策を大別すると、①経済の「供給サイド（サプライサイド）」の政策と「需要サイド（ディマンドサイド）」の政策、②内需と外需、という4つの象限に分けることができる（**図表1**）。これらの4つの象限の中で、2009年に成立した民主党政権は、「供給サイド」や「外需」に一定の目配りをしてきた自民党へのアンチテーゼという意味合いもあり、「需要サイド」の「内需」に大きなウエイトを置いた。

図表1：経済政策の全体像

	内需	外需
サプライサイド (供給側)	・規制緩和	・TPP -東アジアの成長力を活用 ・急激な円高阻止
	・成長戦略 -科学技術の振興等	
ディマンドサイド (需要側)	・少子化対策:子ども手当等 ・雇用対策 ・年金・社会保障制度改革	・海外経済次第？
重点分野	医療・介護等	環境

(出所) 大和総研作成

この結果、日本の株式市場のキー・プレーヤーである外国人投資家の多くが、民主党政権は子ども手当を中心とする「内需」の「需要サイド」——つまりは経済政策全体の4分の1の部分にしか関心がない、非常にバランスの悪い政権だと捉えるようになってしまった。「追い出し5点セット（2010年に設置された日本政府主催の国内投資促進円卓会議で、財界首脳が指摘した、日本企業を海外に追い出し『空洞化』を招く5つの政策）」——①円高、②EPA（経済連携協定）などの遅れ、③環境規制、④労働規制、⑤高い法人税——を放置してきた民主党政権は、「アンチビジネス（反企業）」的な政権だとの悪評にさらされることとなった。

これに対して、「アベノミクス」は、民主党政権の「アンチビジネス（反企業）」的な姿勢とは対照的に、「プロビジネス（企業寄り）」的なスタンスを鮮明化している点が高く評価できる。

「大胆な金融政策」は着実に成果を上げている

「三本の矢」の中で、特に滑り出しが好調なのは、第一の矢である「大胆な金融政策」だ。

「異次元の金融政策」を標榜する、黒田東彦・日本銀行新総裁は鮮烈なデビューを飾った。

ノーベル経済学賞の有力候補とも目される浜田宏一・イェール大学名誉教授の卓見に基づき、日銀に対して、伝統的な「日銀理論」との決別を迫った、安倍総理の見識は高く評価できる。

4月4日に、日銀は2年間で前年比+2%の消費者物価上昇率実現を目指す「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。政策目標を従来の「金利（無担保コール翌日物金利）」から「マネーの量」に切り替えると共に、「マネタリーベース（資金供給量）」を2年間で倍増させる。日銀が市場から購入する国債の残存期間を長期化することに加え、長期国債や上場投資信託（ETF）などのリスク資産も大幅に買い増す。この結果、2014年末の日銀の資産規模は290兆円（GDP比59%）に倍増することとなる。

今回の黒田新総裁の英断は、過去の日銀との決別を意味するものだとも言える。

従来、外国人投資家の間では「日銀の金融緩和は極めて不十分」との不満が蔓延していた。旧来の日銀擁護派がどういった理屈を並べたてようとも、大幅な円安・株高進行という「現実」の前では、黒田新総裁に対する「揚げ足取り」の様な批判はむなしく響くだけだ。

昨年11月半ばに、衆議院の解散が事実上決まってから、わが国の株式時価総額は180兆円以上増加している。驚くべきことに、1年間の国家予算（当初予算ベースで90兆円程度）の2倍程度の富が、政権交代に伴い創出されたのである。

この間、ドル円相場は20円程度、円安になっている。詳細は後述するが、大和総研短期マクロモデルを用いた試算によれば、10円の円安・ドル高は、わが国の実質GDP（国内総生産）を0.3%~0.5%（1.5兆~2.5兆円）程度増加させる。従って、単純計算では、政権交代に伴う円安は、わが国の実質GDPを3兆~5兆円程度押し上げる効果を持つのだ。

「アベノミクス」に残された3つの課題

「黒田マジック」を受けて、ボールは政府に投げられた。

一見好調に滑り出したかに見える「アベノミクス」は、3つの課題を抱えている。

第一の課題は、財政規律を維持することである。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション（負債の現金化）」の色彩を帯びる。もし日本で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

第二に、現時点で「アベノミクス」は、金融政策や公共投資などのカンフル剤が中心となっている。だが、持続的な経済成長を実現するためには、規制緩和やTPP（環太平洋経済連携協定）参加などの構造改革への取り組み——すなわち「第三の矢」の強化が不可欠である。

法人税減税や成長分野の投資減税、さらには起業を促す環境整備なども必要だ。こうした施策を通じて、日本経済の体質を抜本的に改善できなければ、円安・株高は一過性のものに終わることが懸念される。

第三の課題は、雇用者の所得を増加させることである。

過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

ただし、2000年代以降、「グローバリゼーション」の進展などを背景に、売上高の賃金に対する先行性が崩れつつある点には一定の留意が必要である。今後、売上高の増加が賃金の増加に適切に波及していくような「トランスミッションメカニズム（波及経路）」を政策的に強化する必要があることは間違いない。

当社は、安倍政権が、ここまでの成功に慢心することなく、さらなる政策課題に取り組むことを大いに期待している。

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

- －「**国土強靱化**」:「国民の生命・財産保護」の美名の下に、公共投資が肥大化？
- －「**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

- －**TPPへの参加、規制緩和、法人税の実効税率引き下げ**等への取り組みが必要

2.2 金融政策の検証：物価上昇率 2%は達成できるのか？

CPI が安定的に 2%上昇するためには期待インフレ率の上昇が不可欠

現在、わが国の金融市場参加者の最大の関心事は、「日銀が『物価上昇率 2%』という目標を達成できるか否か」である。

最終的に、日銀は「物価上昇率 2%」という目標を達成できるのでしょうか？

CPI 上昇率は GDP ギャップとの相関が強く、その関係性は「フィリップス曲線」によって表現される。ただし、CPI 上昇率は単純に GDP ギャップのみで決まるわけではなく、様々な要因によって影響を受ける。そこで、ここでは期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線を推計した。

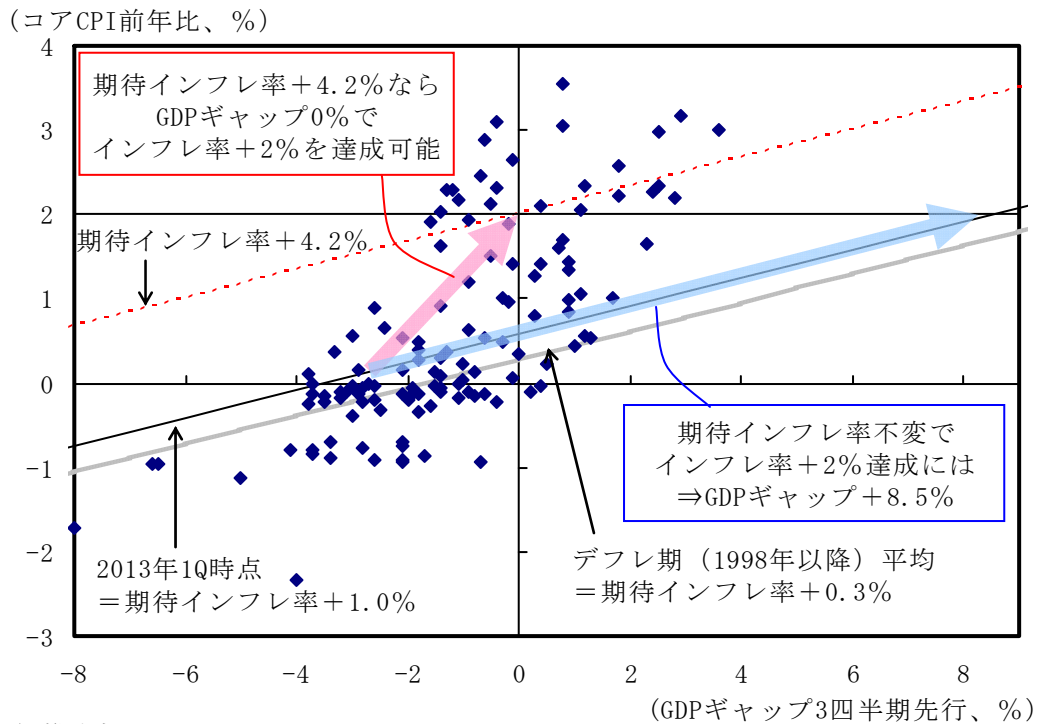
図表 2 は期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線を描いたものである。横軸に GDP ギャップを、縦軸にはコア CPI の前年比変化率をとっている。標準的なフィリップス曲線はこの二変数間の近似線となるが、期待インフレ率を考慮すると、期待インフレ率の変化はフィリップス曲線のレベルシフト（切片の変化）として表現される。すなわち、期待インフレ率が上昇（低下）すると、フィリップス曲線が上方（下方）にシフトすることとなる。

フィリップス曲線を見ると、足下（2013 年 1-3 月期）で観測されている期待インフレ率（+1.0%）が不変であった場合、日銀が目標とする CPI 上昇率 2%を達成するためには、GDP ギャップが+8.5%となる必要がある。現状、GDP ギャップは▲3%程度であるため、物価目標を達成するためには GDP を 10%以上増加させる必要があり、早期の達成は非常に困難だと言わざるを得ない。また、GDP ギャップが大幅なプラスの状態を維持することは現実的ではないことから、持続的に 2%の物価上昇率を維持することは難しいだろう。

これに対して、期待インフレ率が上昇するケースを想定すると、仮に期待インフレ率が+4.2%まで上昇した場合、CPI 上昇率 2%の達成に必要な GDP ギャップは 0%まで縮小する。

以上の定量分析から、現実問題として、安定的に 2%の物価上昇を達成するためには、GDP ギャップを縮小させるのみならず、期待インフレ率を上昇させることが不可欠であるといえよう。なお、期待インフレ率が+2.0%、+3.0%であると仮定すると、CPI 上昇率 2%の達成に必要な GDP ギャップは、それぞれ+5.8%、+3.1%と試算される。

図表2：期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線



(注) 推計式は以下の通り。

$CPI = 0.15 + 0.44 * INFEX + 0.17 * GDPGAP(-3)$ 、カッコ内の数字はラグ次数。

修正済決定係数=0.84、推計期間：1980年10-12月期～2013年1-3月期

CPI：生鮮食品を除く消費者物価前年比（消費税調整済）、INFEX：期待インフレ率、
GDPGAP：GDPギャップ

2004年1-3月期までの期待インフレ率はカールソン＝パーキン法により計測。

2004年4-6月期以降は消費動向調査（内閣府）の期待物価上昇率の加重平均値を
段差修正した上で接続した。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

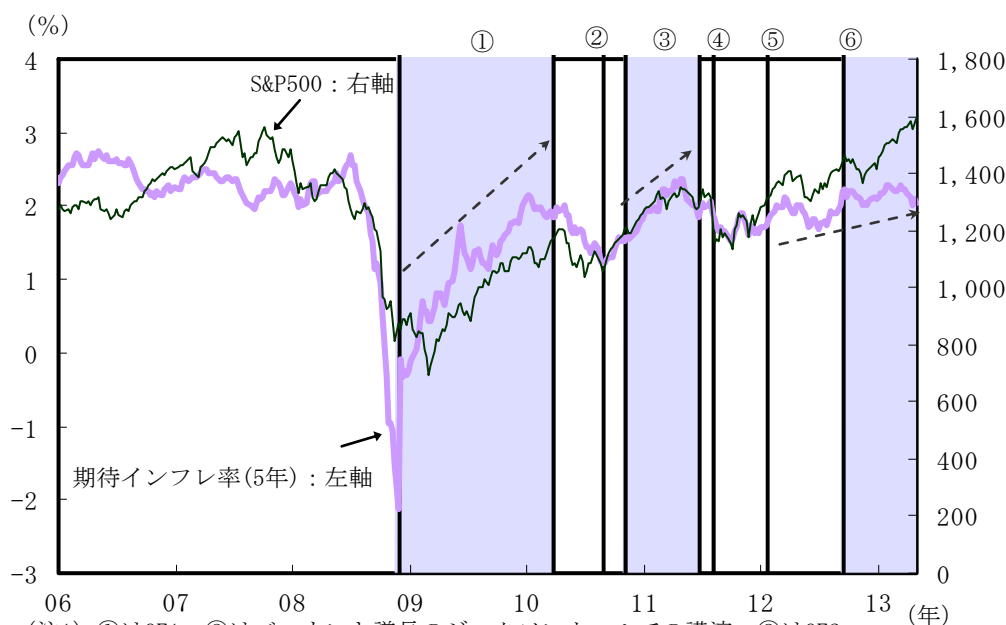
米国では大胆な金融緩和を受け期待インフレ率が上昇

今後、わが国で期待インフレ率が高まるか否かは、「壮大な社会的実験」であるとも言える。

ただし、米国では連銀の大胆な金融緩和を受けた期待インフレ率の上昇が確認できる。**図表 3**に示した通り、米連銀の大胆な金融緩和は株価の上昇などを通じて、期待インフレ率に働き掛ける一定の効果を有したものと推察される。

わが国でも、日銀が物価目標達成への確固たる意志を示し続けることや、政府が成長戦略を強化することなどを通じて、金融市場や一般国民のインフレ期待を高めていくことが、引き続き重要な課題であるといえよう。

図表 3 : 米国の期待インフレ率と株価



(注1) ①はQE1、②はバーナンキ議長のジャクソンホールでの講演。③はQE2。

④は米国国債格下げ。⑤インフレ目標を導入。⑥はQE3。

(注2) 期待インフレ率は物価連動債（5年）から算出したBEL。

(出所) FRB、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

①QE1	: 2008年11月25日 ~ 2010年3月末
②ジャクソンホール・講演	: 2010年8月27日
③QE2	: 2010年11月3日 ~ 2011年6月末
④米国国債格下げ	: 2011年8月5日
⑤インフレ目標導入	: 2012年1月25日
⑥QE3	: 2012年9月15日 ~

2.3 「アベノミクス」の定量分析：日本経済はどこに向かうのか？

大和総研短期マクロモデルを用いた、「アベノミクス」の定量分析

今後、アベノミクスによって、日本経済はどこに向かうのであろうか？

図表 4 は大和総研短期マクロモデルを用いて試算した、円安、株高、長期金利上昇が日本経済に与える影響である。

10%の円安は輸出の増加などを通じて GDP を 0.3%~0.5%程度押し上げ

円安が進行すると輸出環境が好転し、売上が増加することなどを通じて企業収益が改善する。企業は売上の増加と収益の改善に伴い、設備投資を増加させる。また、円安によって輸入品の価格が上昇することで、CPI は1年目に0.2%pt程度上昇することとなる。企業収益の改善は賃金の上昇にもつながり、同時に株価の上昇によって資産効果が生じるため、個人消費も増加する。こうしたルートを経て、10%円安が進行すると、GDP は0.3%~0.5%程度ベースシナリオから上振れする計算となる。

TOPIX100ptの株高は、資産効果による消費増などを通じて GDP を0.1%弱押し上げ

TOPIX が100pt上昇すると、資産効果によって個人消費はベースシナリオから0.1%強上振れする。それに伴って経済全体が活性化すること、株価の上昇により企業の時価総額が増加し、設備の価値が相対的に減少することなどから、株高は若干ではあるが設備投資を増加させる効果も有する。また、消費の拡大に伴い輸入も増加する。これらの結果、TOPIX が100pt上昇すると、最終的に GDP は0.1%弱上振れする計算となる。

1%の長期金利上昇は0.2%程度の GDP 押し下げ要因に

一般論として、期待できるリターンに対して調達金利が高すぎるとき、企業は生産能力の増強をあきらめるか、海外への直接投資などによる代替を考える。当社の短期マクロモデルによる試算では、長期金利が1%上昇した場合、企業の設備投資は1.5%前後減少することとなる。これらの結果、1%の長期金利上昇は、GDP をベースシナリオから0.2%程度下振れさせる影響を持つものと考えられる。

図表 4：円安、株高、長期金利上昇が経済に与える影響のシミュレーション

基準ケースからの乖離幅(%)		GDP	個人消費	設備投資	輸出	輸入	CPI前年比
10%円安	1年目	0.30	0.08	1.13	0.51	0.26	0.21
	2年目	0.48	0.09	1.31	0.91	-0.46	0.04
	3年目	0.40	0.03	1.39	0.85	-0.61	0.08
TOPIX100pt上昇	1年目	0.09	0.13	0.00	0.00	0.06	0.00
	2年目	0.09	0.13	0.03	0.00	0.29	0.01
	3年目	0.08	0.12	0.04	0.00	0.27	0.01
金利1%上昇	1年目	-0.21	-0.04	-1.39	-0.01	-0.48	-0.00
	2年目	-0.22	-0.03	-1.58	-0.01	-0.53	-0.03
	3年目	-0.18	0.00	-1.58	-0.00	-0.45	-0.04

(出所) 大和総研作成

円安・株高進行によって2013年1-3月期のGDPは2兆円程度上振れている計算

昨年の11月半ばに衆議院の解散が事実上決まってから、わが国では約20円の円安（ドル円レート：1ドル＝約80円→約100円）と、TOPIX換算で400pt以上の株高がもたらされた。

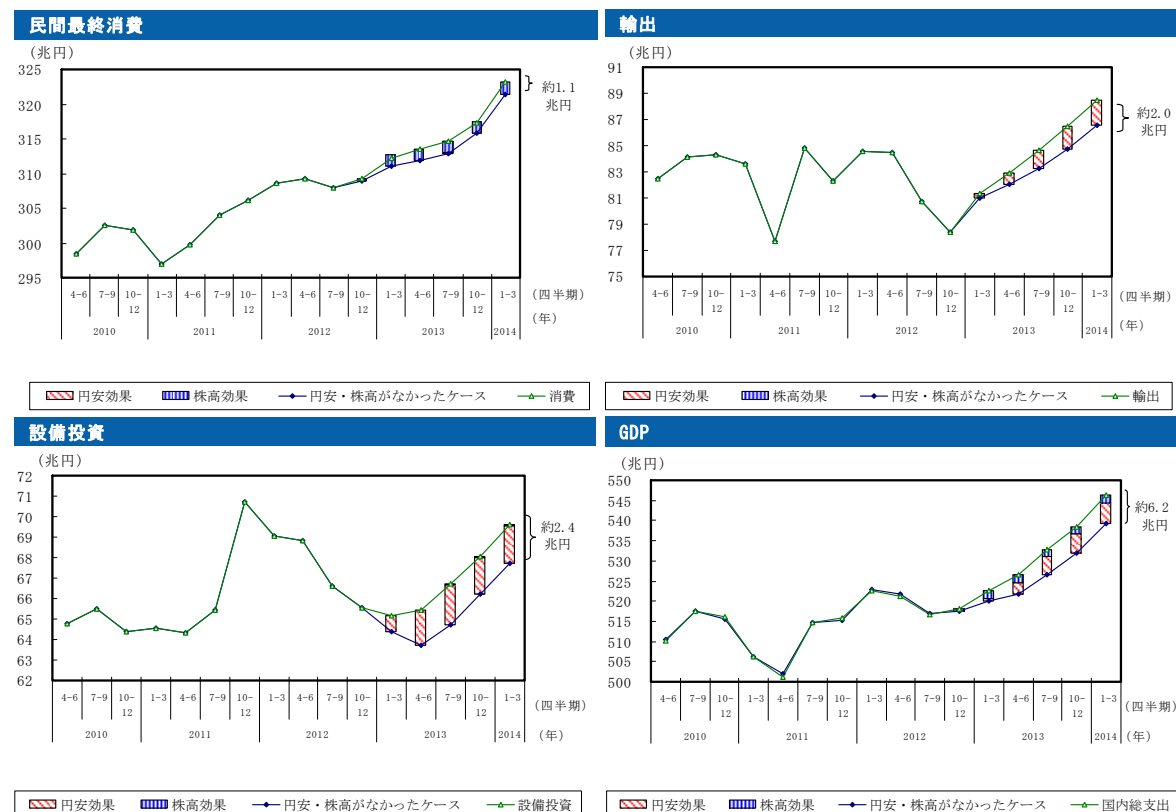
前掲・**図表4**のシミュレーション結果を用いて、円安・株高が起きなかったケースと現在のベースシナリオの差を比較したのが**図表5**である。

足下までの円安・株高のうち、主に株高によって、個人消費は2013年1-3月期の時点で1兆円程度上振れしたとみられる。また、円安により輸出も増加し始めており、企業業績の改善と企業の業況感の持ち直しにより、設備投資も下支えされていることなどから、2013年1-3月期のGDPは円安・株高がなかったケースと比べて2兆円程度上振れしたと試算される。

円安・株高の効果は今後さらに増大し、2013年度時点で6兆円程度の経済効果が期待される

今後、円安による輸出押し上げ効果は徐々に増勢を強め、設備投資もそれに伴い押し上げられることなどから、円安・株高の効果はさらに増大する。当社は、2014年1-3月期時点で、現状までの円安・株高がGDPを6兆円程度上振れさせる効果を持つと試算している。

図表5：円安・株高の効果



(注) 大和総研短期マクロモデルを用いた試算値。円安効果は当初の想定から為替が円安に振れたこと（ドル円レート：80円/ドル→100円/ドル）による効果。株高効果はTOPIXが400pt上昇したことによる効果、また円安に伴う株高の影響は円安効果ではなく株高効果とした。
(出所) 内閣府統計等より大和総研作成

円安・株高の好影響は長期金利上昇で相殺されるのか？

最近、わが国の債券相場は、不安定な動きを続けている。日銀の国債買い入れの増額にもかかわらず債券価格が乱高下しているのだ。

今後、長期金利が大きく上昇し日本経済に悪影響が生じた場合、円安・株高が日本経済に与える好影響は、どの程度相殺されるのであろうか？

図表 6 は、円相場、株価、長期金利の変動が、日本経済に与える影響を 1 年間の平均値で見ためたものである。この試算結果からは、10%の円安と TOPIX でみて 200pt の株高の効果は、長期金利が 2% 上昇することでほぼ打ち消されることが確認できる。

すなわち、少なくとも向こう 1 年間程度のフロー経済への影響を見る限りにおいて、長期金利の上昇に伴う悪影響は、株高・円安の好影響を下回る可能性が高いとみてよからう。現状レベルの円安・株高が継続した場合（図表中では概ね「20%円安+TOPIX400pt 高」に相当）、長期金利が 4% 程度上昇しない限り、日本経済にはプラスの効果が残る計算となるからである。

ただし、長期金利上昇に伴う中長期的な悪影響に要注意

しかしながら、上記の試算はショックが生じてから 1 年間に起きる影響の平均値を示したものにすぎない。中長期的には、長期金利上昇に伴う設備投資の減少が国内生産拠点の縮小につながり、いわゆる「空洞化」の流れがさらに加速することが懸念される。また、「欧州ソブリン危機」の際には、債券相場暴落の結果、非連続的な形で金融市場や実体経済への悪影響が生じたことは記憶に新しいところである。

結論として、長期金利の上昇が日本経済に与える悪影響は当面限定的とみられるが、中長期的に見ると、当社の短期マクロモデルを用いた試算結果よりも大きな悪影響が生じることを警戒すべきであろう。

図表 6：さらなる円安・株高の効果と長期金利上昇の影響

GDP	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.21	-0.42	-0.63	-0.84
10%円安+TOPIX200pt高	0.38	0.17	-0.04	-0.25	-0.46
20%円安+TOPIX400pt高	0.76	0.55	0.34	0.13	-0.08
30%円安+TOPIX600pt高	1.15	0.94	0.73	0.51	0.30

個人消費	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.04	-0.09	-0.13	-0.18
10%円安+TOPIX200pt高	0.20	0.16	0.12	0.07	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.41	0.36	0.32	0.28	0.23
30%円安+TOPIX600pt高	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44

名目雇用者報酬	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.08	-0.16	-0.25	-0.33
10%円安+TOPIX200pt高	0.36	0.28	0.20	0.12	0.03
20%円安+TOPIX400pt高	0.72	0.64	0.56	0.48	0.40
30%円安+TOPIX600pt高	1.09	1.00	0.92	0.84	0.76

設備投資	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-1.39	-2.79	-4.18	-5.57
10%円安+TOPIX200pt高	1.13	-0.26	-1.65	-3.04	-4.44
20%円安+TOPIX400pt高	2.27	0.87	-0.52	-1.91	-3.30
30%円安+TOPIX600pt高	3.40	2.01	0.61	-0.78	-2.17

CPI前年比	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-0.00	-0.00	-0.01	-0.01
10%円安+TOPIX200pt高	0.21	0.21	0.21	0.21	0.20
20%円安+TOPIX400pt高	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42
30%円安+TOPIX600pt高	0.64	0.64	0.64	0.64	0.63

企業収益	ベースシナリオ	長期金利 1%上昇	長期金利 2%上昇	長期金利 3%上昇	長期金利 4%上昇
ベースシナリオ	0.00	-2.05	-4.10	-6.14	-8.19
10%円安+TOPIX200pt高	6.45	4.41	2.36	0.31	-1.74
20%円安+TOPIX400pt高	12.91	10.86	8.81	6.76	4.71
30%円安+TOPIX600pt高	19.36	17.31	15.26	13.22	11.17

(注) 数値はベースシナリオからの乖離幅(%)。

(出所) 大和総研作成

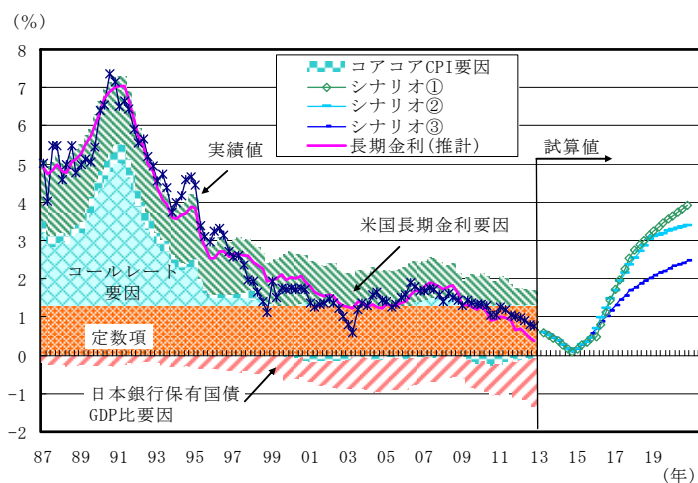
長期金利の動向に関するシミュレーション

当社は、わが国の長期金利は将来的に大きく上昇するリスクがあるものの、日銀が積極的な国債購入スタンスを継続することから、当面長期金利の上昇余地は限定的とみている。

図表 7 は、今後の長期金利の試算値を示したものである。政府および日銀が想定するシナリオを前提にシミュレーションを行うと、日銀による長期国債の大量購入を受け、当面長期金利は低水準で推移するとみられる。少なくとも質的・量的金融緩和が継続している間は、景気回復やインフレ率上昇などに伴う長期金利の上昇圧力よりも、質的・量的金融緩和による長期金利の押し下げ効果の方が大きいと試算されるのである。

ただし、質的・量的金融緩和の解除後には長期金利の上昇圧力が強まる可能性があり要注意だ。物価目標を達成した後、日銀が質的・量的金融緩和からの「出口戦略」に着手すると、同行が保有する長期国債の残高は大きく減少する。今後の長期金利の上昇ペースが、日銀の「出口戦略」に規定されることは言うまでもない。**図表 7** では、日銀の「出口戦略」に関して3つのシナリオを設定しシミュレーションを行っているが、「シナリオ③」という比較的穏当なシナリオの下でも、将来的に長期金利が2%を大きく超える可能性がある点には留意が必要だ。

図表 7：長期金利の試算値



【推計式】

- 10年債金利=1.29+0.46*コールレート+0.18*コアコアCPI上昇率-0.06*日本銀行保有長期国債対GDP比+0.21*米国10年債金利
(推計期間：1986Q3から2012Q4)
- コールレート=0.89*コールレート(-1)+0.11*((潜在GDP成長率+2)+1.05*GDPギャップ+1.00*(コアコアCPI上昇率-2))
(推計期間：1985Q1から1995Q4)

【シナリオ共通前提】

- コアコアCPI上昇率は2015年末に2%となり、その後2%で一定。
- 名目GDPおよび実質GDPは2015年1-3月期までは大和総研予測値を使用。その後は名目GDPは年率+3%、実質GDPは同+2%で推移すると仮定。
- 2013Q1以降のコールレートについては、上記のコールレートの式に沿って推移すると仮定。
- コアコアCPI上昇率が2%未満の期間については、コールレートは0.1%と想定。
- 銀行券発行残高はトレンドで延長。
- バランスシートの圧縮を開始するまではコールレートは0.1%で推移。

【シナリオ別前提】

- シナリオ①：2016年1-3月期に出口戦略を開始し、2018年1-3月期に日本銀行保有長期国債と銀行券発行残高が一致すると想定。
その後、2019年1-3月期までに銀行券発行残高の半分まで日本銀行保有長期国債残高を圧縮すると想定。
- シナリオ②：2018年10-12月期に日本銀行保有長期国債と銀行券発行残高が一致すると想定。
その後は銀行券発行残高と同額の国債保有残高を維持すると想定。
- シナリオ③：日本銀行が2017年1-3月期以降、毎四半期1%ずつ長期国債保有残高を減らすと想定。

(注) 日本銀行保有長期国債は2001年4月以前分については、日本銀行保有国債をもとに試算した値を使用。

(出所) 日本銀行、総務省、内閣府、Bloombergより大和総研作成

将来的に長期金利が5%弱まで上昇するリスクも

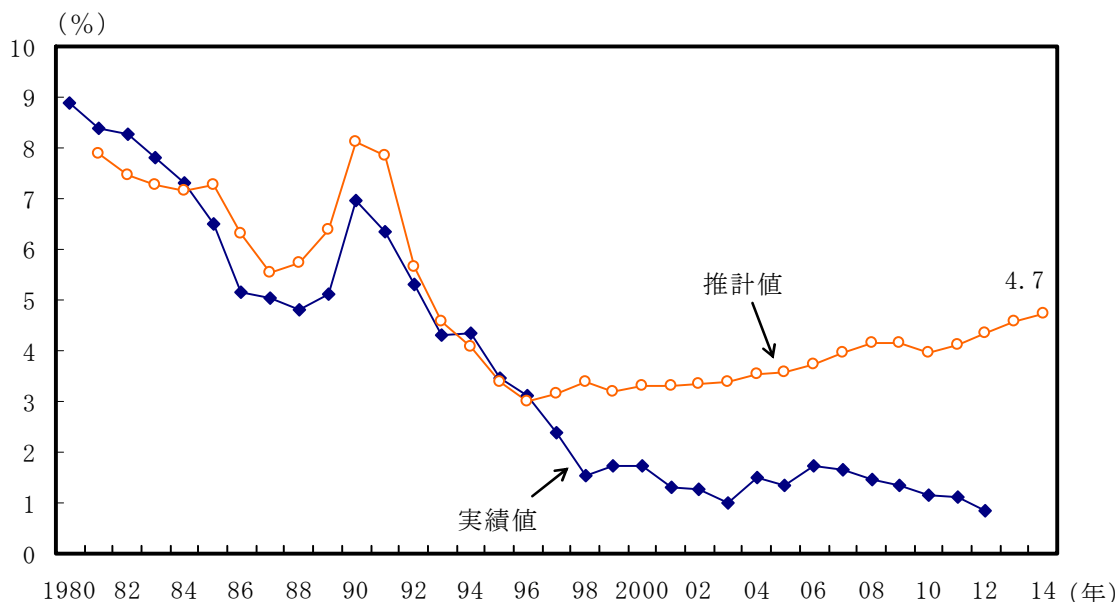
将来的な長期金利の居所を、別の角度から探ってみよう。

図表8は日本を除くOECD21ヶ国のデータを用いて推計した長期金利関数に対して、日本のデータを外挿することで得られた、日本の長期金利の推計値を示したものである。言葉を換えれば、長期金利を説明する変数と、それによって説明される長期金利の関係が、他のOECD諸国と同様であった場合に、日本の長期金利がどの程度であるかを試算したものだ。推計においては、短期金利、一般政府債務残高対名目GDP比、GDPデフレーターの前年比の3変数を用いている。

推計された長期金利を見ると、1997年頃から実績値とのかい離が始まり、その乖離幅は拡大傾向にある。長期金利の推計値は緩やかな上昇傾向を辿り、2014年時点で4.7%となる計算である。これに対して、長期金利の実績値は90年代後半から1%程度の低水準で推移してきた。

結論として、仮にOECD諸国と同様に長期金利が決まった場合には、巨額の政府債務などを背景に、日本の長期金利が5%弱まで上昇する可能性があるという点は、常に頭の片隅に置いておく必要があるだろう。ただし、OECD諸国において一定の説明力を持つ説明変数（短期金利、一般政府債務残高、GDPデフレーター）では、日本の低金利を説明し切れないということも厳然たる事実であるため、上記の試算結果については、相当程度の幅を持って見るべきである。

図表8：国際比較による日本の長期金利の推計値



(注1) 推計値は、日本を除くOECD21ヶ国による推計結果の係数を日本に当てはめたもの。
推計式は以下の通り。

長期金利=1.24+0.75*短期金利+0.01*一般政府債務残高対名目GDP比+0.06*GDPデフレーター前年比
推計期間は1981年～2011年。修正済決定係数=0.87。係数はすべて5%有意。

(出所) OECD統計より大和総研作成

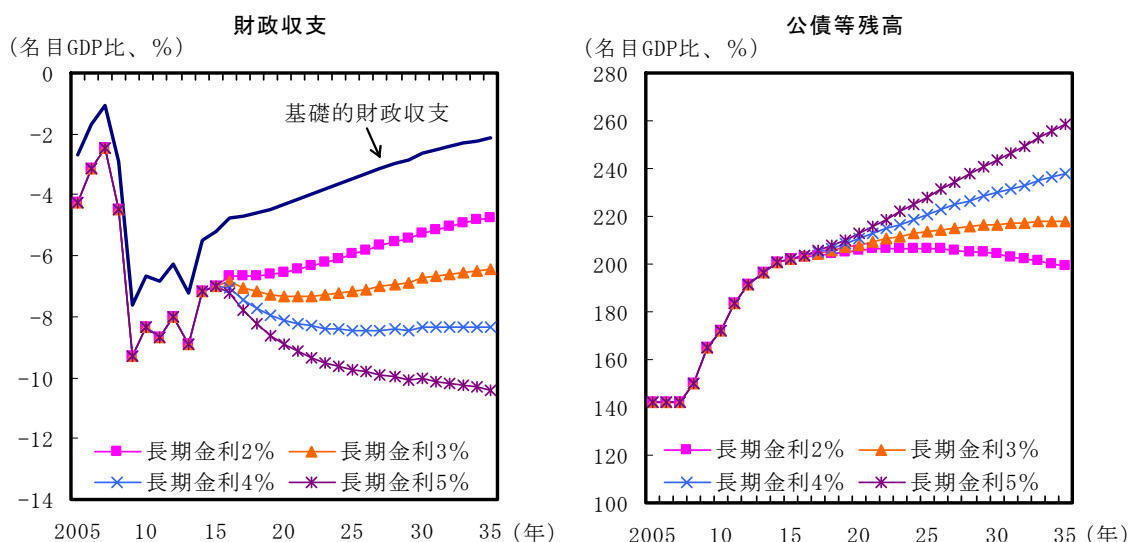
長期金利の上昇に伴う財政への悪影響は深刻

すでに指摘した通り、長期金利上昇が日本経済に与える悪影響は当面限定的とみられる。これに対して、仮に長期金利が大きく上昇した場合、わが国の財政には深刻な悪影響が生じる可能性がある。

図表 9 は、日本の財政収支、及び、公債等残高について、一定の仮定の下で長期金利が変化した場合に、長期的にどのような影響が生じるかを試算したものである。金利上昇は利払いの増加を通じて財政収支を悪化させるため、当然、金利が上昇するほど財政収支は悪化することになり、結果的に政府債務残高は増加する。金利と財政の関係に関しては、「ドーマー条件（名目 GDP 成長率 > 名目長期金利）」で議論されることが多いが、下記の試算においては、長期的には名目 GDP 成長率 3% を前提としており、長期金利 3% の下で財政収支は概ね横ばい圏で推移する結果となっていることから、ドーマー条件と概ね整合的である。長期金利が 3% で推移した場合、2035 年時点の公債等残高対名目 GDP 比は 217% と、悪化は緩やかなものに留まるが、金利が 4%、5% のケースでは、それぞれ 237%、258% となり、政府債務が累増していくこととなる。

なお、下記の試算は、制度変更等を一切織り込まない機械的な試算であることに加え、経済成長率、金利などの各経済変数の相互作用を考慮していないため、試算結果は一定の幅を持つてみる必要がある。経済の相互作用や、制度変更などを含めた長期的な財政に関する将来予測やシミュレーションに関しては、「超高齢日本の 30 年展望」（大和総研調査本部、2013 年 5 月 14 日）を参照されたい。

図表 9：金利変動による財政への影響試算



(注) 試算の前提は以下の通り。

- ・ 2012年度～2014年度の前提は大和総研予測。2016年度以降は、実質GDP成長率2%、名目GDP成長率3%。
- ・ 税収の租税弾性値は1.1、税収以外の歳入は名目GDP成長率で延長。
- ・ 利払いは、公債等残高×（長期金利と前年度の実効金利の加重平均）により算出。
- ・ 社会保障支出は、高齢者一人当たりの社会保障支出が現役世代一人当たり実質GDP成長率の半分の伸びで増加すると仮定。
- ・ 人口の前提は「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」の出生中位（死亡中位）推計。
- ・ 利払い、社会保障支出以外の歳出は名目GDP成長率で延長。

(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所統計より大和総研作成

金利上昇による金融システムへの影響は限定的

さらに、金利の上昇は、わが国の金融システムに悪影響を与えることが懸念される。

2013年4月に日銀が公表した「金融システムレポート」では、すべての年限の金利が一定幅上昇する「平行シフト」と長期金利のみが上昇する「スティープ化」という2つのケースを想定した場合、平行シフトの方が債券時価の変動が大きいと試算されている。これは、金融機関が残存期間の短い国債を多く保有しているため、短期金利の上昇幅が大きい平行シフトの方が、評価損が大きく生じるためである。

他方、金融機関の資本利益に注目すると、双方のシナリオにおいて、資本利益は改善するとみられる。市場金利の変動に対して運用利回りの方が調達利回りよりも大きく反応するため、金融機関は金利の上昇により資本利益を得ることができるからである。なお、資本利益の変動については、債券時価の変動とは異なり、スティープ化した場合と平行シフトした場合とで、大きな違いは見られない。

以上の考察から、日銀は、スティープ化シナリオが実現した場合、金融機関への影響は軽微であると結論付けている。平行シフトの場合についても、1%pt程度の金利上昇幅であれば、債券価格の下落による損失を資本利益の増加でカバーできると考えられる。これに対して、2%pt以上の平行シフトが発生する場合には、資本利益の増加よりも債券価格の下落による損失の方が大きくなってしまふ。しかしながら、Tier1比率で見ると3%pt程度の平行シフトであれば、全体として規制水準を上回ることから、金融システムへの影響は総じて限定的と考えられる。

図表 10：金利上昇に伴う金融機関への影響

	金利上昇幅	債券時価の変動			資金利益の変動		
		1%pt	2%pt	3%pt	1%pt	2%pt	3%pt
国際統一基準行	スティープ化	▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 3.6	3.9	4.0	4.2
	平行シフト	▲ 3.2	▲ 6.2	▲ 8.0	3.9	4.1	4.5
国内基準行	スティープ化	▲ 1.9	▲ 2.8	▲ 4.2	3.5	3.6	3.7
	平行シフト	▲ 3.4	▲ 6.3	▲ 8.6	3.4	3.4	3.6

(注) 単位は兆円。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

まとめ：フローの経済は当面好調を維持するが、財政赤字問題への取り組みが必要

最後に、ここまでの議論を総括しておきたい。当社の短期マクロモデルを用いて「アベノミクス」の経済効果を定量的に検証すると、円安・株高の好影響は、長期金利が大幅に上昇しない限り、相殺されないとみられるため、フローの経済は当面好調を維持する見通しである。他方で、中長期的な財政赤字問題に対しては、日本政府が従来以上に腰を据えて取り組むことが必要になるだろう。

図表 11：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2012. 10-12	2013. 1-3	4-6	7-9	10-12	2014. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.0 0.5	3.5 0.2	3.0 1.0	4.9 3.1	4.4 3.9	5.9 4.4	0.2	1.2	3.1	0.7
経常収支 (季調済年率、兆円)	4.3	2.9	4.4	5.2	5.8	6.6	7.6	4.3	5.5	12.2
失業率 (%)	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0	4.0	4.5	4.3	4.1	3.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.6	-0.0	-0.2	0.3	2.9
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.76	0.66	0.90	0.90	1.00	1.00	1.05	0.76	0.95	1.05

(注) 予測値は原則として大和総研・第177回日本経済予測による。
(出所) 各種統計より大和総研作成