

2014年10月21日 全11頁

日本経済見通し：日本経済のリスク要因を検証する

日本経済は緩やかな回復軌道へ。ただし、4つのリスクに要注意

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 今後の日本経済は緩やかな回復軌道へ：2014年10月7日、内閣府は景気の基調判断を従来の「足踏み」から「下方への局面変化」へと下方修正した。現時点で、当社は、2014年1～3月期以降、日本経済が「景気後退」の状態にあったと認定される可能性が5割程度生じていると捉えている。しかしながら、仮に「景気後退」との認定がなされたとしても、今回の「景気後退」は極めて短期間の調整に過ぎず、今後の日本経済は緩やかな回復軌道をたどると予想している。①足下で消費税増税に伴う悪影響がおおむね一巡したとみられること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどが、今後の日本経済の好材料となろう。
- 日本経済が抱える4つのリスク要因：今回のレポートでは、日本経済が抱えるリスク要因について検証した。日本経済のリスク要因としては、①実質所得低迷による個人消費の停滞、②中国の「シャドーバンキング」問題、③地政学的リスクを背景とする原油価格高騰や世界的な株安の進行、④米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、の4点に留意が必要である。

1. 日本経済のメインシナリオ

内閣府は景気の基調判断を下方修正

2014年10月7日、内閣府は景気の基調判断を従来の「足踏み」から「下方への局面変化」へと下方修正した。現時点で、当社は、2014年1~3月期以降、日本経済が「景気後退」の状態にあったと認定される可能性が5割程度生じていると捉えている。

今後の日本経済は緩やかな回復軌道へ

しかしながら、仮に「景気後退」との認定がなされたとしても、今回の「景気後退」は極めて短期間の調整に過ぎず、今後の日本経済は緩やかな回復軌道をたどると予想している。①足下で消費税増税に伴う悪影響がおおむね一巡したとみられること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどが、今後の日本経済の好材料となろう。

2014年7-9月期のGDPはプラス成長へ

先行きの日本経済に関して、2014年7-9月期以降持ち直し、景気拡大が続くと見込んでいる。11月半ばに公表される予定の2014年7-9月期GDPは、次回（2015年10月）の消費税増税を判断する際の重要な材料となるため注目度が高いが、再びプラス成長に転じる公算が大きい。

4-6月期は反動減による個人消費の減少がGDPを大きく押し下げたが、月次ベースの動きを見ると、4月を底にして持ち直しの動きが見られている。月次の「ゲタ」による押し上げもあり、7-9月期の個人消費はプラス成長に転じる可能性が高い。加えて、公共事業の前倒し執行を受け、2014年度に入って以降、公共工事の受注は急激に増加している。7-9月期は公共投資も明確な増加を示すとみられ、実質GDPの伸びを下支えすると見込まれる。また、4-6月期に減速が見られた設備投資も、7-9月期以降、増加基調に復すると見込んでいる。増税の反動減の影響により足下で生産活動は停滞しているが、非製造業を中心に設備の不足感が高い状態が続いている。日銀短観など、各種設備投資アンケートでも企業の設備投資に対して積極的な姿勢が表れており、設備投資は底堅く推移する可能性が高い。輸出については円安が進むなかでも伸び悩んでおり、横ばい圏での推移が続いている。しかし、外部環境に目を向けると、米国では底堅い景気回復が続いており、欧州でもごく緩やかながら景気は拡大傾向にある。世界経済が拡大するなか、日本の輸出も徐々に持ち直しに向かうと見込んでいる。

2. 日本経済が抱える4つのリスク要因

2.1 リスク要因①：実質所得低迷による個人消費の停滞

わが国で実質賃金が上昇しやすい環境は、①円安、②商品価格の安定

今回のレポートでは、日本経済が抱える4つのリスク要因について考察した。

日本経済が抱える第一のリスク要因は、実質所得低迷による個人消費の停滞である。

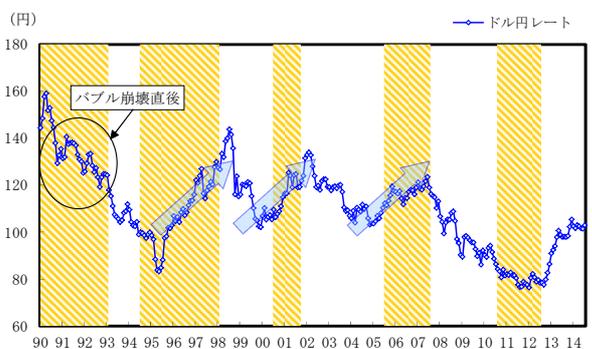
当社のメインシナリオでは、①「生産→所得→消費」という日本経済の好循環が生じるとみられること、②2015年4月以降は消費税増税に伴う物価上昇圧力が一巡することなどから、2015年度の実質雇用者報酬は前年度比+0.4%のプラスに転換すると予想している。

図表1・図表2は実質賃金の上昇がどのような環境下で起こりやすいかを検証したものである。図表中で網掛けをしてある時期が、名目賃金の上昇率が消費者物価指数（総合）の上昇率を上回っている局面——すなわち、実質賃金の上昇局面である。この図表を見ると、実質賃金の上昇局面には、2つの共通条件が存在するように見受けられる。第一に、**図表1**に示した通り、ドル円レートが円安方向で推移している。第二に、**図表2**を見ると、コモディティ（商品）価格が低下傾向にある。

上記2条件の解釈は非常に複雑であるが、為替が円安基調で推移している際には、企業の業績が改善しやすく、賃金も上昇しやすいという側面があるのだろう。他方で、円安局面においては輸入物価が上昇するため、企業のコスト上昇につながりやすいとの懸念も払拭できない。そこで、「コモディティ価格が低下傾向にある」という第二の条件が必要となるのだ。コモディティ価格が低下傾向にあると、円安基調の下でも企業のコスト上昇幅が限定的なものに留まるからである。

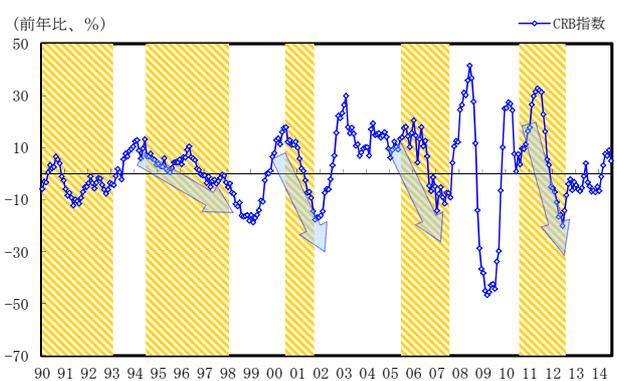
以上を総括すると、日銀の大胆な金融緩和を背景に、円安基調が継続している現状は、一般論として言えば実質賃金が上昇しやすい環境だと解釈できる。ただし、今後の注目点として、われわれは「コモディティ価格が低下傾向にある」という第二の条件が満たされるか否かを、注意深く見極めていく必要があるだろう。

図表1：実質賃金上昇局面と為替



(注) 斜線部は名目賃金上昇率が物価上昇率を上回っている局面。
(出所) 日本銀行、総務省統計等より大和総研作成

図表2：実質賃金上昇局面とコモディティ価格



(注) 斜線部は名目賃金上昇率が物価上昇率を上回っている局面。
(出所) 総務省統計、Haver Analyticsより大和総研作成

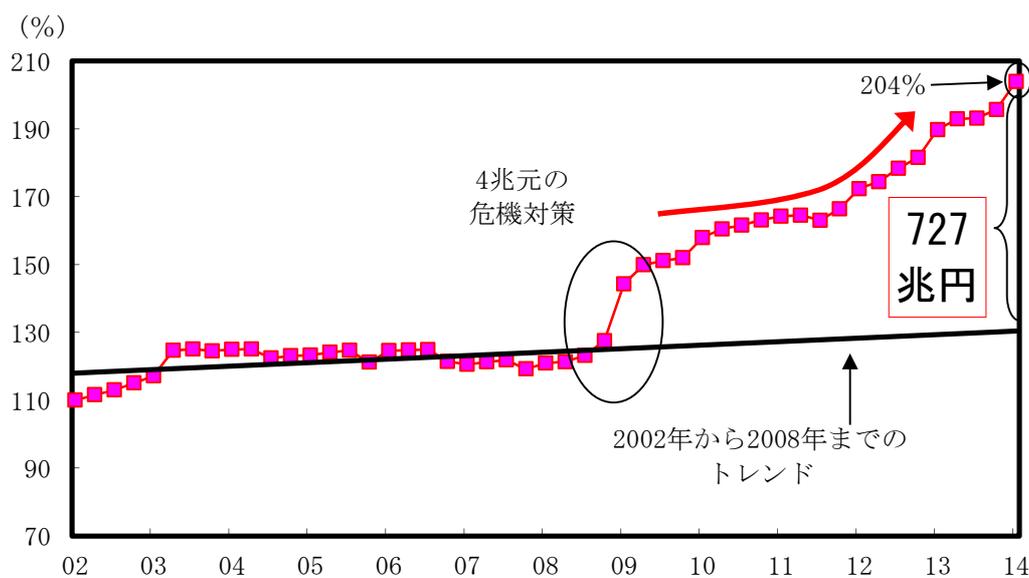
2.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

日本経済が抱える第二のリスク要因は、中国における「シャドーバンキング」問題である。

中国では、リーマン・ショックへの危機対応以降、過剰融資が問題になっている。**図表 3** は中国の社会融資総量のストック総額を試算したものである。2009 年以降、それまでのトレンドから大きく上振れした融資総量は拡大を続けており、2014 年 3 月末時点で名目 GDP 比 204%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 727 兆円程度が過剰融資と考えることもできるが、このうちの何割かが不良債権となって焦げ付く場合、将来的に中国経済やグローバルな金融市場が大きく動揺する可能性がある。とりわけ、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.5 兆ドル程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国で長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きから円高が進行、といったリスクシナリオには要注意であろう。

図表 3：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

中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響は？

ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表4で中国の「景気循環信号指数」を見ると、2010年2月の123.3をピークに低下し、景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）をいったん割り込んだ。しかしながら、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様、一定の景気下支え策が発動されたこともあり、現状中国経済は小康状態になっている。

「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。10年に一度の政治指導者交代の局面で、景気の底割れだけは何としても避けたいとの思惑が働くとみるのが自然だ。中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう1～2年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能である。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」がとられていることも、中国経済の短期的な底割れを防ぐ要因となるだろう。実際、グローバルな金融市場では、李克強首相の発言などを材料に、「当面中国の実質GDP成長率の下限は+7%程度」とみる向きが増加している。

図表4：中国：景気循環信号指数



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

(年)

| | | | |
|----------|-------------|-----------------|-----------|
| ①2004/4 | 総量規制強化 | ⑥2010/6 | 人民元の弾力化 |
| ②2007/10 | 総量規制強化 | ⑦2010/10～2011/7 | 利上げ |
| ③2008/10 | 総量規制緩和 | ⑧2011/12～ | 預金準備率引き下げ |
| ④2008/11 | 4兆元の財政政策を発表 | ⑨2012/6～ | 利下げ |
| ⑤2010/4 | 不動産規制強化 | | |

2.3 リスク要因③：地政学的リスクを背景とする原油価格高騰や世界的な株安の進行

「リスクオン」から「リスクオフ」へ？

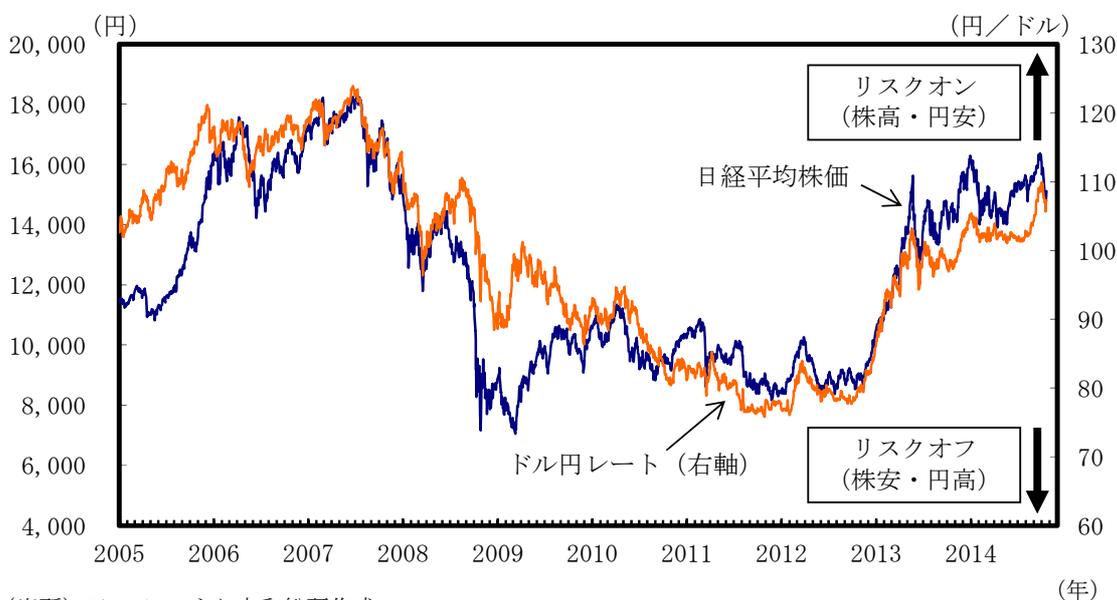
日本経済が抱える第三のリスク要因は、地政学的リスクである。

地政学的リスクへの警戒感が高まると、グローバルな金融市場で「リスクオン」から「リスクオフ」への動きが進行することが懸念される。

図表 5 は、ドル円レートと日経平均株価の推移を見たものである。近年、両者は極めて高い連動性を有している。世界的な景気回復などを背景に、投資家が積極的にリスクを取る状態を「リスクオン」と呼ぶ。日銀の大胆な金融緩和策の効果もあり、2012 年後半以降、投資家は総じて前向きなリスクテイクを行っており、円安と株高が同時並行的に進行してきた。今後、地政学的リスクへの警戒感が高まり「リスクオフ」が進行する局面では、円高がわが国の輸出企業に悪影響を及ぼすことに加えて、株安を受けた個人消費の下押し圧力の発生を警戒する必要があるだろう。

こうした円高・株安の動きに加えて、仮に中東情勢が緊迫化すると、原油価格が高騰するリスクがある。わが国はホルムズ海峡経由で、原油の 8 割以上を輸入してきた。原油価格が当社の標準シナリオにおける想定と比べて 50 $\text{ドル}/\text{bbl}$ 上昇した場合、2015 年度の実質 GDP を標準シナリオに比べて▲0.2%縮小させることになる。

図表 5: ドル円レートと日経平均株価



地政学的リスクの影響を受ける国は？

次に、ロシアやイラクにおける地政学的リスクが顕在化した場合、諸外国が受ける影響度について検証しておきたい(図表 6)。

最初に、ロシアにおける地政学的リスクについて見てみよう。ロシアの貿易関係を見ると、オランダ、イタリア、ドイツなどユーロ圏の国々への輸出のシェアが高い。ロシアはエネルギー輸出を通じて欧州の国々と密接に結びついている。ロシアに対する各国の与信残高を見ても、フランスやイタリアなどユーロ圏の国からの与信が多いことが分かる。以上のデータから見る限り、ロシアにおける地政学的リスクが顕在化した場合には、実体経済面、金融面から欧州への悪影響が大きくなる可能性があるだろう。

これに対して、イラクにおいて地政学的リスクが深刻化するケースでは、ユーロ圏は貿易金額も与信残高も水準的には低いため、直接的な影響度は小さいとみられる。ただし、原油価格の高騰など副次的なリスクが存在することから、原油の輸入依存度が高い国などでは景気下振れの可能性があり、要注意であろう。

図表 6: ロシア、イラクとの貿易関係と与信残高

【ロシアの輸出入の内訳(2013年)】

| 輸出 | | 輸入 | |
|-------|---------|-------|---------|
| 国名 | シェア (%) | 国名 | シェア (%) |
| ユーロ圏 | 39.4 | ユーロ圏 | 31.2 |
| オランダ | 13.3 | 中国 | 16.9 |
| イタリア | 7.5 | ドイツ | 12.0 |
| ドイツ | 7.0 | アメリカ | 5.3 |
| 中国 | 6.8 | ウクライナ | 5.0 |
| トルコ | 4.8 | イタリア | 4.6 |
| ウクライナ | 4.5 | ベラルーシ | 4.4 |
| ベラルーシ | 3.8 | 日本 | 4.3 |
| 日本 | 3.7 | フランス | 4.1 |
| ポーランド | 3.7 | 韓国 | 3.3 |

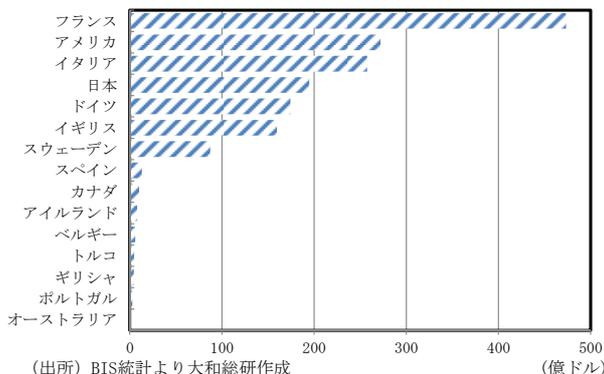
(出所) IMF統計より大和総研作成

【イラクの輸出入の内訳(2013年)】

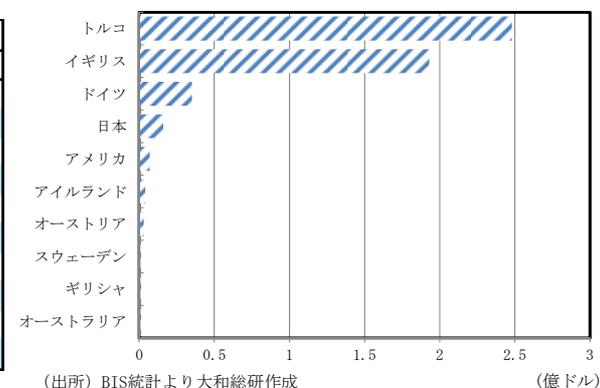
| 輸出 | | 輸入 | |
|--------|---------|------|---------|
| 国名 | シェア (%) | 国名 | シェア (%) |
| インド | 21.6 | トルコ | 25.4 |
| 中国 | 19.8 | シリア | 18.1 |
| ユーロ圏 | 15.1 | 中国 | 14.7 |
| アメリカ | 14.6 | ユーロ圏 | 11.2 |
| 韓国 | 10.2 | アメリカ | 4.3 |
| ギリシャ | 5.3 | 韓国 | 4.2 |
| イタリア | 4.3 | ドイツ | 3.5 |
| カナダ | 3.8 | イタリア | 3.5 |
| シンガポール | 3.3 | ヨルダン | 2.6 |
| 日本 | 2.9 | インド | 2.0 |

(出所) IMF統計より大和総研作成

【ロシア向け与信残高(2014年Q1)】



【イラク向け与信残高(2014年Q1)】



2.4 リスク要因④：米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺

米国の出口戦略は、日本経済にとってプラス

日本経済が抱える第四のリスク要因は、米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺である。

2013 年以降、グローバルな金融市場は、そもそも米国の出口戦略をどう評価するかという点を考えあぐねてきた。

当社は、米国が出口戦略を講じることは、日本経済にとってプラスとなる面の方が大きいと考えている。出口戦略が講じられれば、米国の長期金利は実体経済の回復を反映する形で緩やかに上昇していく可能性が高い。**図表 7** は米国の長期金利と TOPIX の推移を見たものである。両者はおおむね連動する形で推移している。

それでは、なぜ米国の長期金利と日本株が連動するのであろうか？これには 2 つの理由がある。

第一の理由は、米国の長期金利上昇に伴い日米金利差が拡大することが、円安・ドル高要因になるからである。円安の進行は、日本企業の輸出金額の増加を後押しすることとなる。

第二の理由は、そもそも米国で長期金利が上昇する背景として、米国経済が強いケースが多いことである。米国経済が堅調に推移することは、わが国からの輸出全般を下支えする効果がある。

さらに、FRB が米国の実体経済の回復に即した形で、慎重な出口戦略を講ずることも、心強い材料である。FRB のイエレン議長は、実体経済の回復を注意深く確認しながら、緩やかに出口戦略を進めていくと表明している。結論として、FRB が拙速な出口戦略を講じる結果、新興国市場を中心にグローバルな金融市場が大混乱に陥るリスクは限定的とみてよいだろう。

図表 7: 米国 10 年債利回り と TOPIX の推移



(出所) 東京証券取引所、FRBより大和総研作成

米国の出口戦略と内需成長率が世界経済に与える影響に関するシミュレーション

今後のグローバル経済の先行きを見る上では、米国の動向を注視する必要がある。現状米国経済は若干の不安材料こそあるものの、総じて内需を中心とする底堅い成長が続いている。経済環境の好転を受けて、FRBは量的金融緩和政策の縮小（いわゆる「テーパリング」）を開始しており、2015年内にも利上げが行われるとの観測が浮上している。

米国の経済成長は、米国の輸入増を通じて、世界の貿易を活性化させる。一方で、米国の利上げは、これまでのグローバルマネーフローの動きに修正を迫る可能性があり、先進国、新興国における金利の上昇や為替の変動などを通じて、経済成長率を鈍化させる効果を持ち得る。

こうした様々な影響のなかで、プラス、マイナスのどちらの効果の方が大きいかというのが、今後の注目点である。図表8は、簡易モデルを構築し、米国の出口戦略のペースと、米国の内需の動向が世界経済に与える影響について分析したものである。分析結果から示唆されることは、新興国については米国の出口戦略のペースが、先進国については米国の内需の動向が重要になるということであろう。

例えば、米国の利上げ開始時期が2015年初頭に繰り上げられ、急速に金利の上昇が進む場合、2016年の新興国のGDPはベースシナリオと比べて0.89%程度落ち込むことになる。他方で、先進国の落ち込み幅は0.09%程度であり、新興国と比べるとその影響は限定的である。

これに対して、米国の内需の変動に伴う影響を見ると、先進国では1.01%程度の落ち込みが想定される一方で、新興国では0.16%程度下振れする計算となる。すなわち、米国と直接的な関係の強い先進国の方が、米国の内需の変動によってより一層大きな影響を受けるのである。

以上を総括すると、FRBが実体経済の回復に見合ったペースで慎重な出口戦略を講じる場合、世界経済は着実な回復軌道をたどるとみられる。

図表8：米国の出口戦略と内需成長率が世界経済に与える影響

| 2016年のGDPのベースシナリオからの乖離率(%) | | 米国内需成長率 | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|------|-------|
| | | 緩慢 | ベースシナリオ | 加速 | | | |
| 出口戦略のペース | 緩やか | 先進国 | -0.92 | 先進国 | 0.09 | 先進国 | 1.12 |
| | | 新興国 | 0.72 | 新興国 | 0.89 | 新興国 | 1.06 |
| | | 世界 | -0.39 | 世界 | 0.35 | 世界 | 1.10 |
| | ベースシナリオ | 先進国 | -1.01 | ベースシナリオ | 先進国 | 1.03 | |
| | | 新興国 | -0.16 | | 新興国 | 0.17 | |
| | | 世界 | -0.74 | | 世界 | 0.75 | |
| | 急速 | 先進国 | -1.10 | 先進国 | -0.09 | 先進国 | 0.93 |
| | | 新興国 | -1.06 | 新興国 | -0.89 | 新興国 | -0.72 |
| | | 世界 | -1.09 | 世界 | -0.35 | 世界 | 0.40 |

(注) 2014年以降の米国の内需成長率と、タームプレミアムの変動を想定。出口戦略が急速に進むほど、タームプレミアムが急激に上昇する。さらに、米国債のタームプレミアムが先進国、新興国の実質金利に与える影響と、米国の内需成長率が世界の輸出入数量に与える影響を試算し、簡易モデルを用いて試算した。

(出所) 大和総研作成

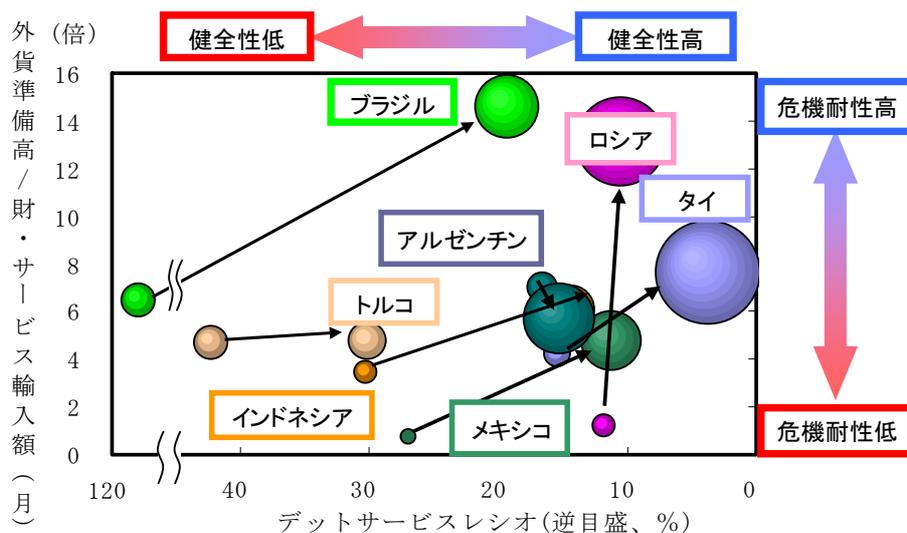
深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

最後に、当社は、1997年に発生した「アジア通貨危機」のような、深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的とみている点を強調しておきたい。

図表 9 は、金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものである。各国とも過去の金融危機の教訓から、外貨準備を大幅に積み増している。絶対額が増加しているだけではなく、外貨準備の財・サービス輸入額（図表中の縦軸）や短期資本（図表中の丸の大きさ）に対する比率を見ても、各国ともおおむね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオについても、各国とも危機発生時からおおむね低下（改善）している。

この図表を見る限り、2014年1月以降の世界的な金融市場混乱の発火点となったアルゼンチンは、数少ない例外だと捉えるべきであろう。新興国全体で見れば、ファンダメンタルズは着実に改善しているのである。

図表 9：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。

(丸が大きいかほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

図表 10 : 日本経済・金利見通し

| | (予) → | | | | | | (予) → | | | |
|--|-------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013. 10-12 | 2014. 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2015. 1-3 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP (前期比年率%) [前年比%] | -0.5 2.5 | 6.0 3.0 | -7.1 -0.1 | 3.1 0.3 | 3.0 1.1 | 2.1 0.0 | 0.7 | 2.3 | 0.3 | 1.4 |
| 経常収支 (季調済年率、兆円) | 0.0 | -5.5 | 2.6 | 2.3 | 3.0 | 3.6 | 4.2 | 0.8 | 2.9 | 6.0 |
| 失業率 (%) | 3.9 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.5 | 3.5 | 4.3 | 3.9 | 3.6 | 3.4 |
| 消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%] | 1.1 | 1.3 | 3.3 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | -0.2 | 0.8 | 3.2 | 1.8 |
| 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、%) | 0.61 | 0.61 | 0.59 | 0.52 | 0.55 | 0.60 | 0.75 | 0.63 | 0.56 | 0.70 |

(注1) 予測値は原則として大和総研・第182回日本経済予測(改訂版)による。

(注2) 2014年度、2015年度の予測値は暫定値。

(出所) 各種統計より大和総研作成