

2015年4月20日 全12頁

日本経済見通し：「賃上げの春」がやってきた！

アベノミクスによる好循環が日本経済を下支え

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 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- **賃上げの春がやってきた！**：アベノミクスによる経済の好循環が加速してきた。4月16日に経団連が発表した一次集計によれば、2015年の春闘における賃上げ率（ベースアップと定期昇給の合計）は2.59%と17年振りの高い伸びであった。ベースアップは概ね0.7%程度と見られており、当社のシミュレーションによれば、個人消費を1.4兆円程度押し上げる効果が期待できる。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。
- **日本経済の4つのリスク要因**：日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「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4点に留意が必要である。

1. 「賃上げの春」がやってきた！

春闘における賃上げ率（経団連による一次集計）は17年振りの高い伸び

アベノミクスによる経済の好循環が加速してきた。4月16日に経団連が発表した一次集計によれば、2015年の春闘における賃上げ率（ベースアップと定期昇給の合計）は2.59%と17年振りの高い伸びであった。ベースアップは概ね0.7%程度と見られている。

わが国では、企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、ようやく個人部門に好影響を及ぼしつつある。大局的に見て、日本経済の底流では、アベノミクスが想定する「生産→所得→消費」という好循環が着実に継続しているのである。

日本経済のメインシナリオ

当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

アベノミクスによる好循環は継続

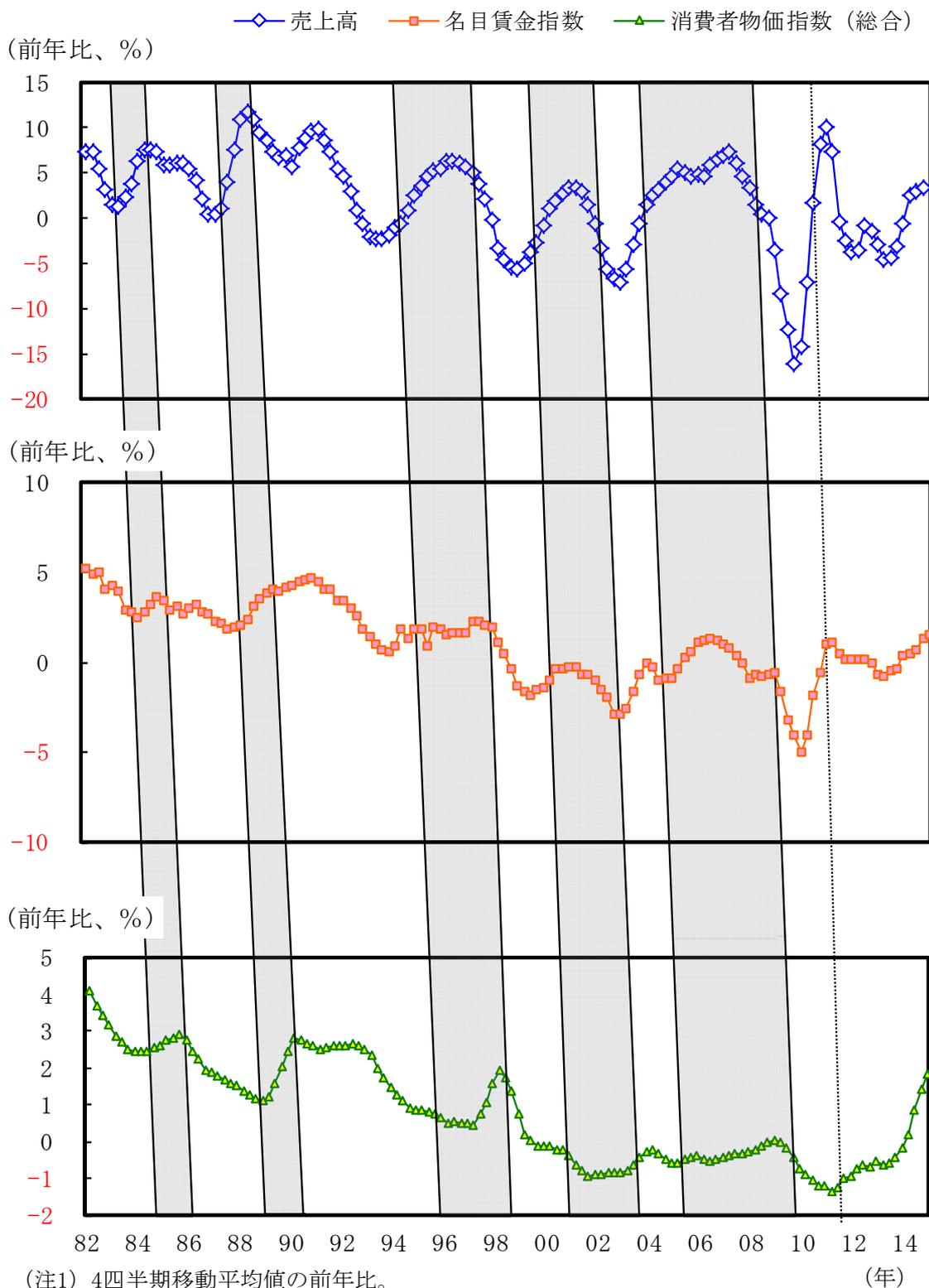
今後もわが国ではアベノミクスによる好循環の継続が予想される。

一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表1**に示した通り、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。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

図表1：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

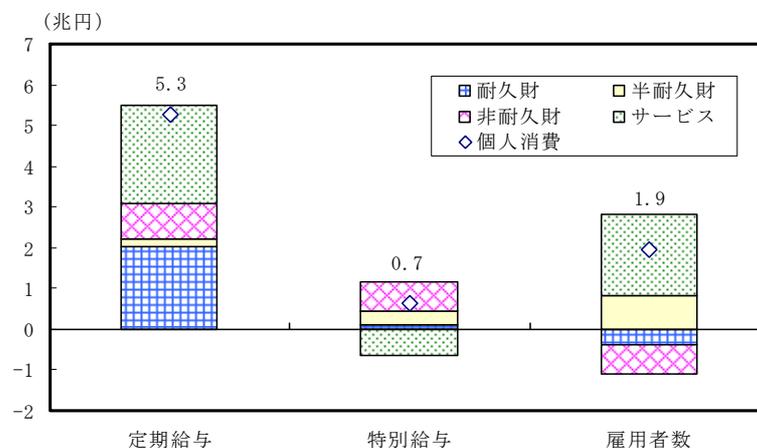
定期給与の増加は耐久財を中心に個人消費を活性化させる

そもそも「賃上げ」には一定の「呼び水効果」が期待される。特に、定期給与の増加は耐久財を中心に個人消費を活性化させるため、「合成の誤謬」を回避する目的で、余裕のある企業は極力前倒しでベースアップに取り組むことが望ましい。

図表 2 は、所得の増加の仕方の違いが、個人消費に与える影響を推計したものである。雇用者所得を、定期給与（＝所定内給与＋所定外給与）、特別給与、雇用者数の 3 つに分けた上で、それぞれの変化がどの程度個人消費に影響を与えるかを推計すると、定期給与の増加が、最も個人消費を押し上げる計算となる。仮に、定期給与の増加によって雇用者所得全体が 2%（＝約 5 兆円）増加した場合、耐久財およびサービス消費の増加を主因に、個人消費は 5.3 兆円押し上げられる。雇用者数の増加による効果は、1.9 兆円と定期給与増加による効果の半分を下回り、特別給与の増加による効果は、0.7 兆円とより一層小さなものとなる。

図表 3 は、当社が「1%（＝約 2.4 兆円）の所定内給与増加が個人消費に与える影響」を推計したものである。4月16日に経団連が発表した一次集計によれば、2015年の春闘におけるベースアップは概ね 0.7%程度と見られている。この数字を、当社の推計結果に当てはめると、今回のベースアップによって、個人消費は 1.4 兆円程度（うち、耐久財消費が約 0.5 兆円、半耐久財消費が 0.1 兆円弱、非耐久財消費が約 0.2 兆円、サービス消費が約 0.7 兆円）増加する計算となる。

図表 2 : 2%（＝約 5 兆円）の雇用者所得増加が個人消費に与える影響



(注) 定期給与、特別給与、雇用者数の増加によって、雇用者所得（＝現金給与総額×雇用者数）が2%増加するときの、個人消費の増加額。

推計期間は1994年第1四半期～2013年第2四半期。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表 3 : 1%（＝約 2.4 兆円）の所定内給与増加が個人消費に与える影響

	個人消費				
	耐久財	半耐久財	非耐久財	サービス	
実額（兆円）	2.04	0.78	0.07	0.34	0.94
伸び率（%）	0.78	3.49	0.37	0.49	0.62

(注) 所定内給与が1%増加するときの、個人消費の増加額。

推計期間は1994年第1四半期～2013年第2四半期。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

2. 日本経済が抱える4つのリスク要因

日本経済が抱える4つのリスク要因

本章では、日本経済が抱える4つのリスク要因について考察する。

今後の日本経済のリスク要因としては、日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「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4点に留意が必要である。

2.1 リスク要因①：財政規律喪失への懸念を背景とする「トリプル安（債券安・円安・株安）」

財政規律喪失の懸念

第一のリスク要因は、財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行である。

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。もしわが国で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、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。

日本経済の5つの構造変化

日本政府は、将来的な日本経済を取り巻く環境の激変を念頭に置き、着実に財政再建に取り組む必要がある。図表4に示した通り、日本経済を取り巻く環境は、中長期的に見ると、①財政赤字の拡大、②経常収支黒字の減少、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（もしくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。いわば「オセロゲーム」のように、上記①～⑤の要素が一気にひっくり返ってしまう危険性が強まるのだ。こうした構造変化は、「ゆで蛙」のようであった日本経済をいきなり熱湯の中に投げ込むほどの衝撃を与えるだろう。

第一に、今後、世界最速のペースで高齢化が進展する中、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

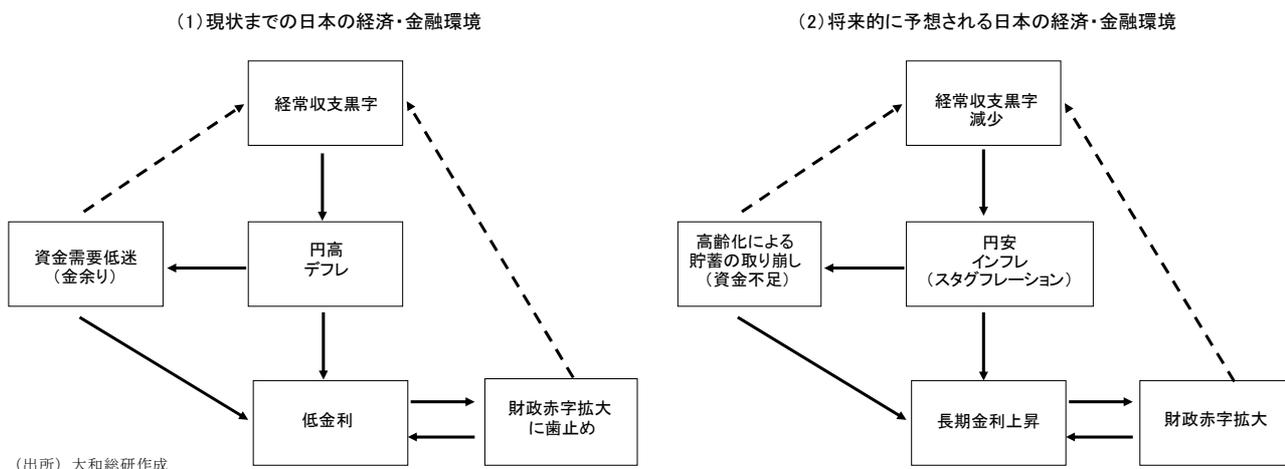
第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常収支黒字が減少する可能性がある。マクロ経済学の世界では「経常収支（海外部門の貯蓄超過）＝財政収支（公的部門の貯蓄超過）＋民間部門の貯蓄超過」という恒等式が成立しているからである。

第三に、為替市場では、日銀が金融引き締めに移るタイミングは諸外国の中央銀行よりも遅れるとみられることなどから、円安基調が続く公算である。

第四に、日本銀行の量的・質的金融緩和などを背景に、わが国の「デフレ」的な環境は曲がり角を迎えつつある。財政規律の喪失を背景に、円相場が経済のファンダメンタルズと乖離する形で大きく下落する局面では、国民生活を圧迫する輸入インフレ圧力の昂進が懸念される。

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが強まろう。つまり、わが国でも、「国債暴落」という「狼」がついにはその姿を現すことになるかもしれないのだ。

図表4：日本経済を取り巻く環境の変化（概念図）

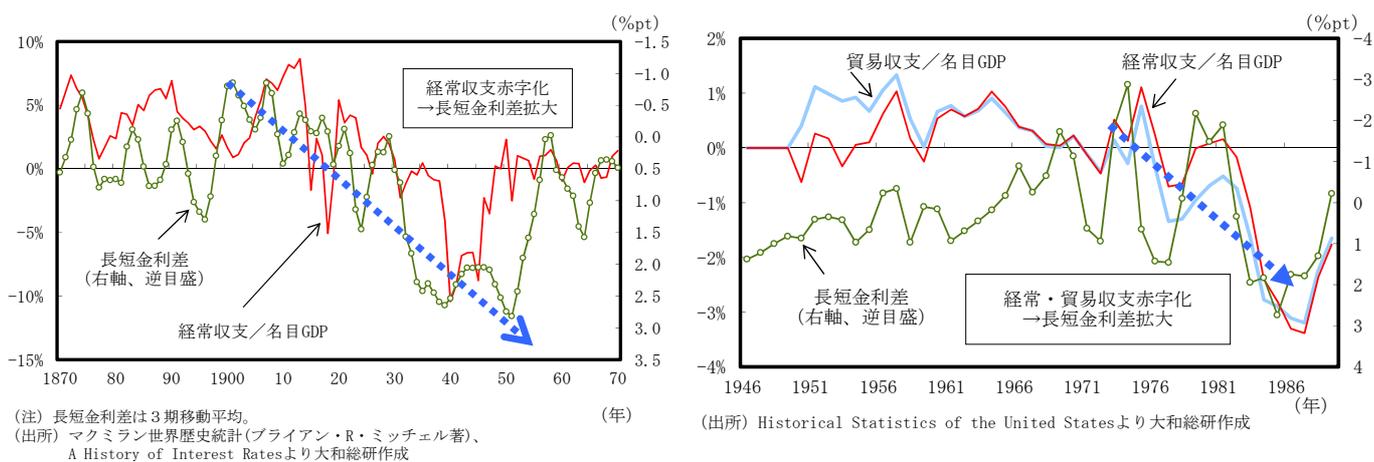


経常収支の悪化は長短スプレッドを拡大させる

歴史を紐解くと、経常収支の悪化は長短スプレッドの拡大を惹起する傾向がある。

図表5は、英国・米国の経常収支が赤字に転落した時期（英国：1920～40年代。米国：1970～80年代）の長短スプレッドの推移を見たものであるが、いずれのケースでも長短スプレッドが急速に拡大している。わが国に関しても、財政赤字の累増を勘案すると、将来的に経常収支の赤字化が視野に入る段階で長短スプレッドが急拡大する可能性に細心の注意が必要であるといえよう。

図表5：経常収支と長短金利差(左図：英国、右図：米国)



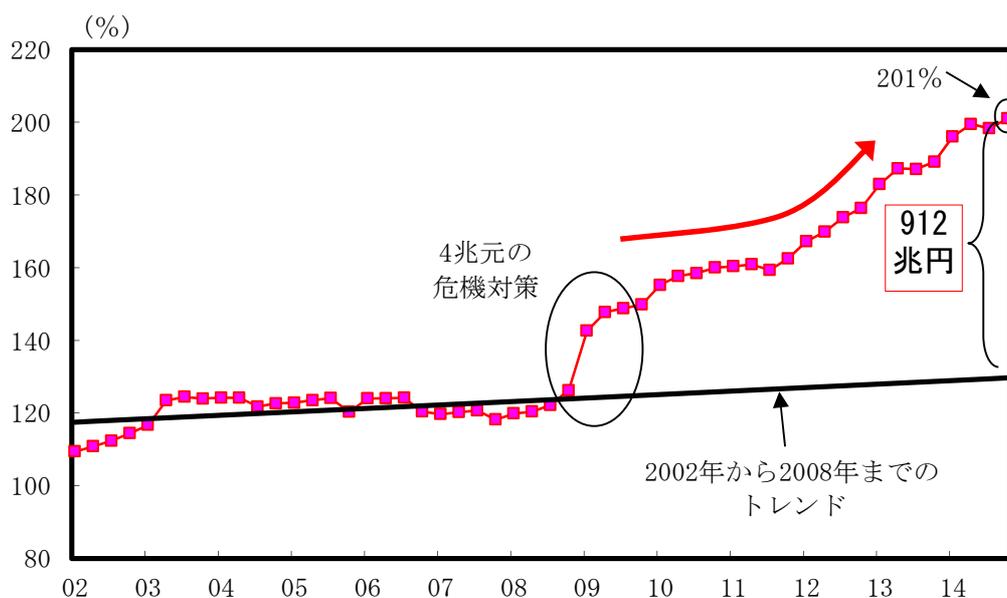
2.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

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 6** 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 12 月末時点で名目 GDP 比 201%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 912 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 3.9 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 6：中国の社会融資総量残高 GDP 比



(注) 2001年12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、中国国家統計局より大和総研作成

2.3 リスク要因③：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三のリスク要因は、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。足下では、日本株がアベノミクスへの期待感から上昇する一方で、米国の長期金利は地政学的リスクへの警戒感などから低下傾向にあるものの、歴史的に見ると両者の間には緩やかな連動性が存在する。

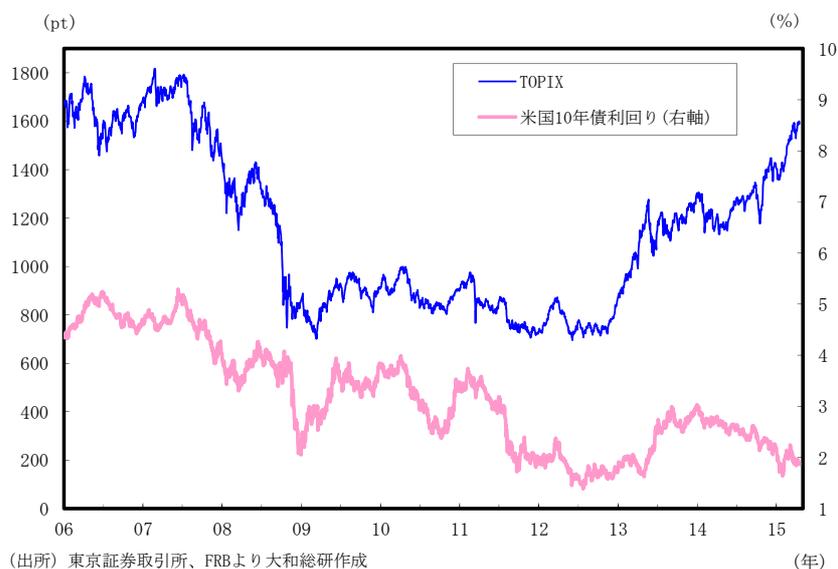
それでは、なぜ米国の長期金利と日本株の間に緩やかな連動性が存在するのであろうか？これには2つの理由がある。

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



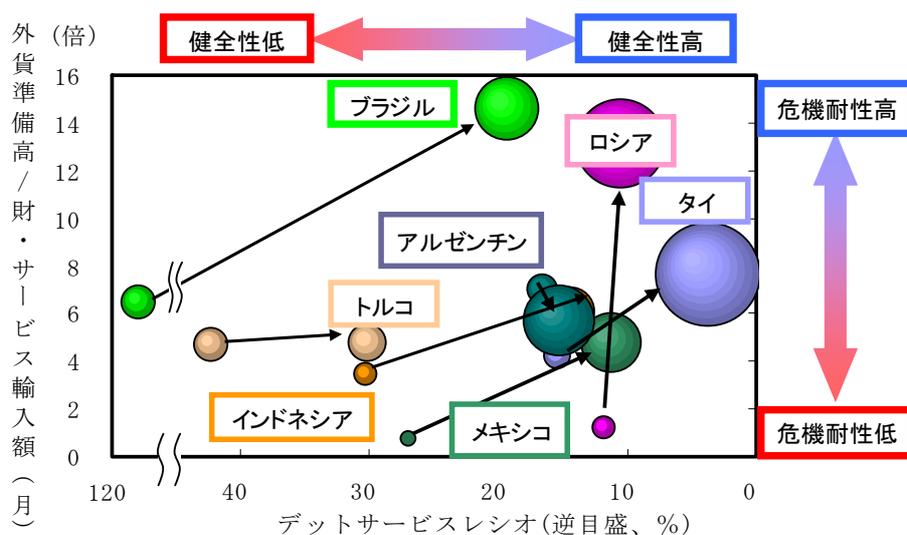
深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

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 8 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 8：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

2.4 リスク要因④：地政学的リスクを背景とする世界的な株安

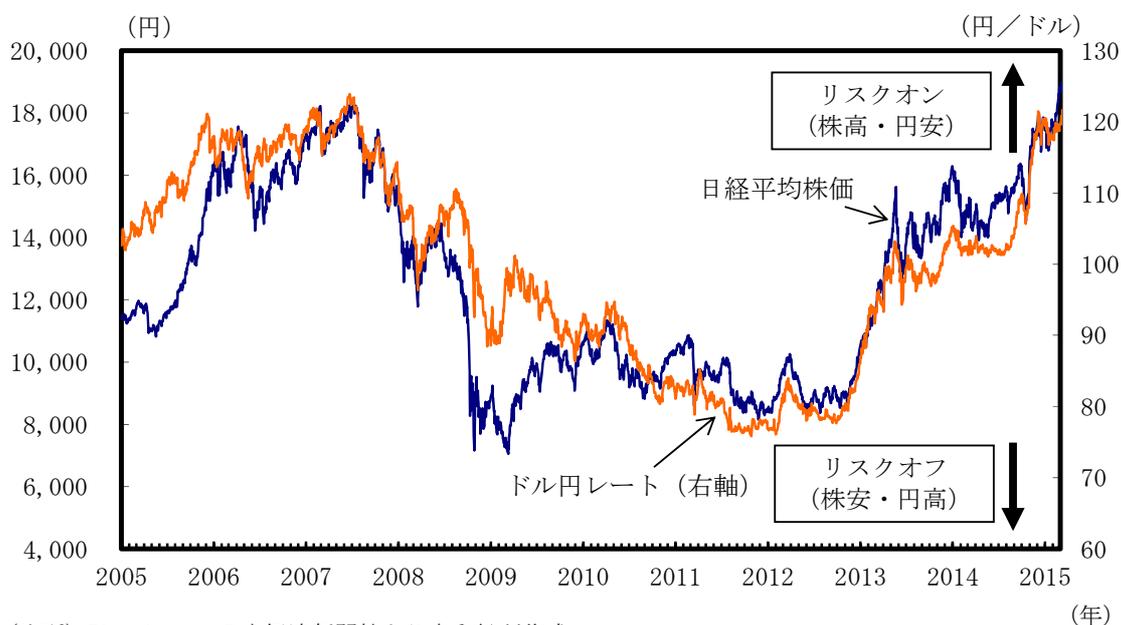
「リスクオン」から「リスクオフ」へ？

日本経済が抱える第四のリスク要因は、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 9 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。

図表 9：ドル円レートと日経平均株価



図表 10：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.5 -0.8	2.9 -1.4	2.2 1.0	1.9 2.2	1.7 2.2	1.8 2.0	2.1	-1.0	1.9	1.8
経常収支 (季調済年率、兆円)	9.9	16.4	16.9	17.5	18.2	18.7	0.8	8.1	17.8	19.0
失業率 (%)	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.5	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.2	0.1	-0.0	0.4	0.9	0.8	2.8	0.3	1.1
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、%)	0.40	0.34	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.41	0.48	0.65

(注) 予測値は原則として大和総研・第184回日本経済予測(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成