

2015年6月19日 全12頁

日本経済見通し：日経平均2万円台回復をどう評価するか？

日本経済は緩やかな回復を続ける見通し

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
山口 晃

[要約]

- Is This Time Different?：日経平均株価が2015年4月22日に終値で2万円の大台を回復した。マクロ経済の視点から、今回の株価上昇局面をどう評価すればよいのだろうか？日本の住宅・不動産市場に「バブル」的な過熱感は観察されず、長期停滞の大きな要因となっていた「3つの過剰」もおおむね解消されたと判断できる。すなわち、現在の日本経済は、過去の負の遺産を克服して「失われた20年」から脱却するための絶好の機会を迎えているのである。他方、株価のさらなる上昇を展望する意味で、①デフレ脱却、②成長戦略の断行、という日本経済が長年抱えてきた「宿題」の重要性を指摘しておきたい。
- 日本経済のメインシナリオ：2015年1-3月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+2.0%（前回：同+1.7%）、2016年度が同+1.9%（同：同+1.8%）である。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徐々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。
- 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「バブル」崩壊に対する懸念、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. Is This Time Different?

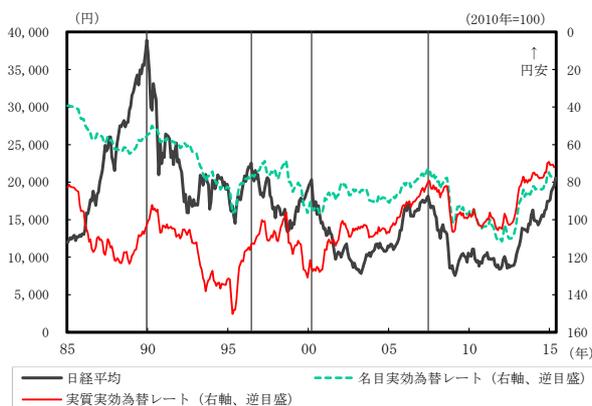
日経平均株価が2万円の大台を回復

日経平均株価が2015年4月22日に終値で2万円の大台を回復した（**図表1**）。日経平均株価が終値で2万円台を付けるのは、2000年4月14日以来、約15年ぶりのことである。この主な背景として、アベノミクス採用以降の円安進行や国内景気の回復に伴う企業業績の改善、欧州や中国の追加金融緩和などを受けて、世界的に「リスクオン」の流れが継続したことが挙げられる。その後、高値警戒感などから株価が一時的に調整する場面も見られたが、企業決算が堅調な内容であったことや米国株高の流れなどを受けて、日経平均株価は再び上昇傾向に転じた。

それでは、マクロ経済の視点から、今回の株価上昇局面をどう評価すればよいのだろうか？ 時価総額ベースの株価指数であるTOPIX（東証株価指数）と名目GDPとの関係を確認すると、歴史的に見て、TOPIXはおおむね名目GDPの2ヶ月分～8ヶ月分のレンジ内で推移していることが分かる（**図表2**）。しかし、1990年代のバブル崩壊後は、TOPIXが上昇しても名目GDPの4ヶ月分の水準が天井となり、その後は株価が下落に転じるということが何度も繰り返されてきた。市場で過熱感を指摘する声が出ている最近の株価水準は、TOPIXが名目GDPのレンジのほぼ中央に位置していることから、バブル崩壊後の「失われた20年」と同じパラダイムで評価すれば、すでに天井圏にあると見る向きもある。

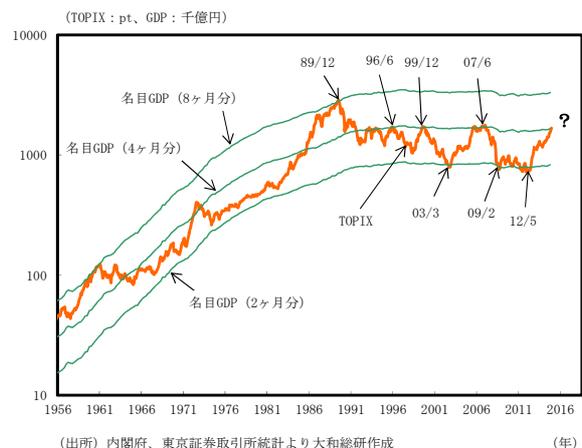
しかしながら、「アベノミクス」の効果で日本経済が再生に向けて歩み始め、企業が財務体質の改善と収益力の強化を進める中で、これまでと同じ枠組みで考えて本当によいのだろうか。数年前に過去の金融危機の歴史を分析した『This Time is Different（今回は違う）』という書籍¹が世界的なベストセラーとなったことは記憶に新しいところであるが、今回の株価上昇局面は過去と違うのだろうか（Is This Time Different?）。そこで、以下では代表的なマクロ経済指標の長期的な推移を検証した上で、今回の株価上昇局面の特徴について考察したい。

図表1：日経平均株価と実効為替レート



(注) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
(出所) 日本経済新聞社、日本銀行統計より大和総研作成

図表2：TOPIXと名目GDP



(出所) 内閣府、東京証券取引所統計より大和総研作成

¹ Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

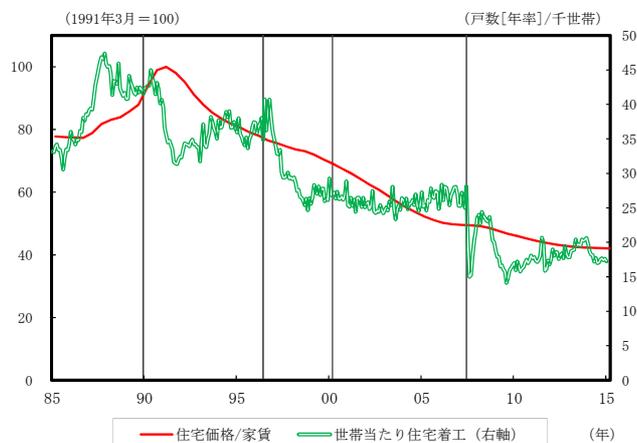
企業を苦しめた「3つの過剰」も今や昔

まず最初に、住宅・不動産市場にかつてのバブル期のような過熱感が見られない点を強調しておきたい。不動産価格のバリュエーションを「住宅価格／家賃」の推移によって確認すると、1991年以降は長期的な低下傾向が続いており、不動産価格に割高感はないと評価できる（**図表3**）。世帯当たりの住宅着工戸数もバブル期の半分程度の水準まで減少している。近年、既存の住宅ストックが空き家となる事例が増えていることには留意が必要であるものの、現在のところ新規の住宅供給に過剰感はないと考えられる。

続いて、バブル崩壊後に日本企業を苦しめた雇用、設備、企業債務という「3つの過剰」に見られる変化について確認しよう。

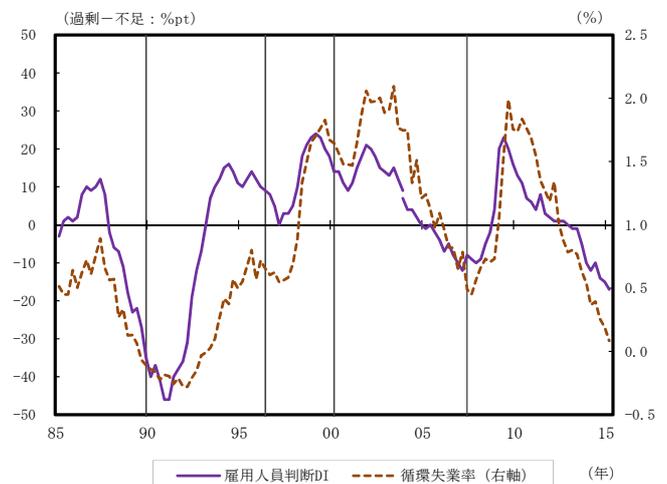
まず第一に、雇用に関して、企業の労働需給を示す日銀短観の「雇人員判断DI（全規模全産業）」を見ると、第2次安倍内閣が2012年12月に発足した3ヶ月後の2013年3月に「不足超」へと転じ、その後も雇用の不足感が高まってきたことが分かる（**図表4**）。これは主として国内景気の回復を背景に、中小企業を中心に「建設」、「小売」、「宿泊・飲食サービス」などの非製造業において人手不足感が高まっていることによるものである。さらに、景気循環に伴って変動する循環失業率（大和総研の試算値）を見ても足下でゼロ近傍まで低下しており、労働市場で需給のひっ迫感が強まっている様子がうかがえる²。

図表3：住宅・不動産



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) 住宅価格は全国市街地価格指数の住宅地、家賃はCPIの家賃。
 (注3) 世帯数は暦年データを線形補完、データのない2014年以降は横ばいとした。
 (出所) 日本経済新聞社、一般財団法人日本不動産研究所、国土交通省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表4：雇用状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) 雇人員判断DIは全規模全産業、循環失業率は大和総研の試算値。
 (出所) 日本経済新聞社、日本銀行、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

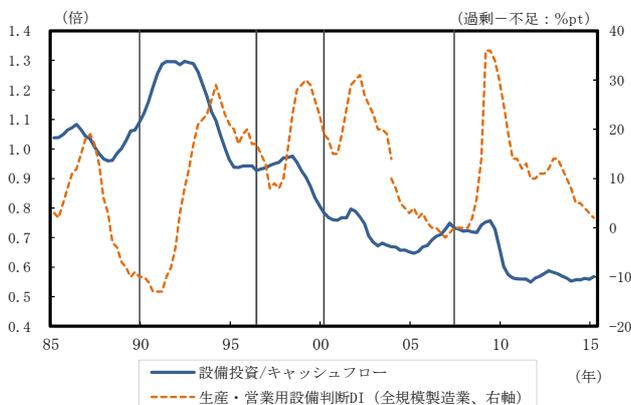
² 循環失業率は、完全失業率から雇用のミスマッチなどの景気循環に左右されない構造失業率を差し引いて計算したもの（循環失業率＝完全失業率－構造失業率）である。

第二に、設備については、「設備投資／キャッシュフロー」比率が大きく低下しており、近年も総じて低い水準での推移が続いている（**図表 5**）。これは、企業が稼いだ利益の割に設備投資を抑制していること、足下で企業収益の改善傾向が続く中でも設備投資に対して慎重姿勢を続けていることを示唆している。また、既存設備の過剰感を示す日銀短観の「生産・営業用設備判断 DI（全規模製造業）」が、2013 年の年央から低下傾向を強めてゼロに近づいていることを踏まえると、マクロで見た設備の過剰感はほとんど解消していると判断できる。

第三に、企業債務の過剰感も着実に解消している。企業の有利子負債比率は、1990 年代のバブル崩壊後もしばらく横ばい圏で推移していたが、企業が有利子負債の圧縮を進める中で、1990 年代後半から低下傾向に転じ、過剰債務が解消に向かうこととなった（**図表 6**）。また、企業は有利子負債の削減とともに、自己資本の増強によって経営基盤の安定化を図っていることも確認できる。さらに、企業の資金繰りに関して、日銀短観の「資金繰り判断 DI（全規模全産業）」を見ると、リーマン・ショック後に企業の資金繰りが大きく悪化したものの、国内景気の回復や日銀の大胆な金融緩和などを背景に、足下では 1990 年代前半の水準まで回復している。

ここまでの議論を整理すると、日本の住宅・不動産市場に「バブル」的な過熱感は観察されず、長期停滞の大きな要因となっていた「3つの過剰」もおおむね解消されたと判断できる。すなわち、現在の日本経済は、過去の負の遺産を克服して「失われた 20 年」から脱却するための絶好の機会を迎えているのである。

図表 5：設備投資状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) 設備投資／キャッシュフローは4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。
 (出所) 日本経済新聞社、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 6：負債状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) 有利子負債比率と自己資本比率は4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。
 (注3) 資金繰り判断DIは全規模全産業。
 (出所) 日本経済新聞社、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

企業の「稼ぐ力」が着実に向上し、過去の天井を突き破ることが現実味を帯びる

今回の株価上昇局面をマクロ経済の視点から評価する際には、企業の収益力の変化についても注目したい。法人企業統計によると、企業の経常利益は 2014 年 10-12 月期に過去最高を更新した（**図表 7**）。これは、2012 年秋以降の円安進行に伴って輸出関連製造業を中心に業績の改善が大きく進んだことに加えて、国内景気の回復に伴って非製造業の業績も改善傾向が続いたためだ。企業の収益力を測る「ROA（総資産利益率、経常利益ベース）」を見ても、リーマン・ショック直前の水準まで上昇しており、企業は財務改善を進める中で「稼ぐ力」を向上させてきたことが分かる。また、企業の採算性を示す「損益分岐点比率」の推移を確認すると、2009 年

後半から低下（＝改善）傾向が続いており、現在はバブル期の水準をも下回っている。

このように企業の経常利益、収益力、採算性が高まっている現状を踏まえると、TOPIX が 1990 年代のバブル崩壊以降、何度も跳ね返されてきた「名目 GDP の 4 ヶ月分」の天井を突き破ることが現実味を帯びてきたと言えよう。

今後の課題はデフレ脱却と成長戦略の断行

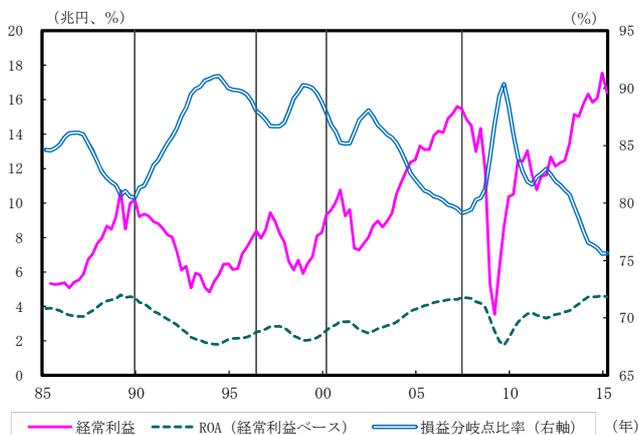
最後に、今後の課題についても一言触れておきたい。まず、日本経済は物価の持続的な下落という意味でのデフレ状況ではなくなっているものの、まだ「デフレ脱却」には至っていない。昔から「株はインフレに強く、デフレに弱い」と言われてきたように、日本経済が再びデフレ状況に陥る場合には、株価も下落局面に転じることとなろう。つまり、日本経済の再生のためだけでなく、株価の長期的な上昇にとっても、デフレからの脱却が最重要課題なのである。

デフレから脱却するためには、名目賃金の上昇率がインフレ率を上回ることが重要だ。所定内給与（30人以上の事業所ベース）の前年比を見ると、2014年に入ってからマイナス幅が大きく縮小し、最近ではプラス圏で推移している（**図表 8**）。しかし、賃金上昇が定着して、それがインフレ率を上回ったと言うにはまだ物足りない。なお、先行きについては、政労使会議の合意や企業収益の改善を背景に、今年のベースアップ率は昨年を上回ると見込まれ、夏季賞与も 3 年連続で増加する見通しである。そして、こうした動きは 5 月以降の名目賃金の上昇に寄与することが期待される。

さらに、企業の期待成長率が高まってこない点にも留意する必要がある。期待成長率（今後 5 年）はバブル期に 3%を超えていたものの、日本のバブル崩壊とともに低下傾向が続き、足下では 1%台半ばにとどまっている。企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、個人部門に好影響を及ぼしつつある中で、アベノミクスの「第三の矢（成長戦略）」の強化などを通じて、企業の期待成長率を高めることが喫緊の課題である。

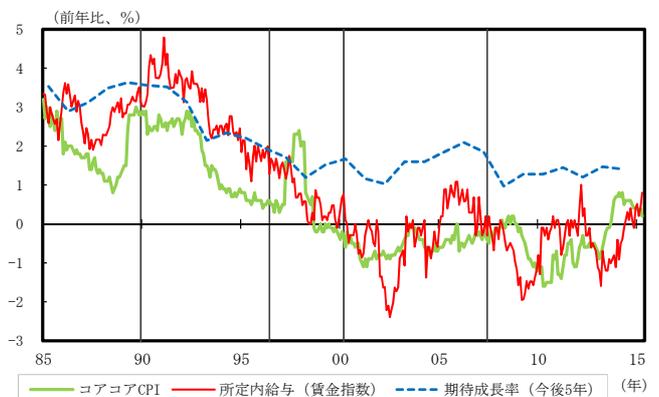
以上の考察からも、株価のさらなる上昇を展望する意味で、①デフレ脱却、②成長戦略の断行、という日本経済が長年抱えてきた「宿題」の重要性が再確認できるだろう。

図表 7：企業の収益率



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) ROAと損益分岐点比率は4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。
 (出所) 日本経済新聞社、財務省統計より大和総研作成

図表 8：物価、賃金、期待成長率



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。
 (注2) コアコアCPIは、食料（種類を除く）およびエネルギーを除く総合。
 (注3) 2014年4月の消費税率引き上げのコアコアCPIに対する影響は日銀資料により調整。
 (注4) 期待成長率は今後5年間の見通しで、各調査年度の結果を当年度4月の値とした。
 (出所) 日本経済新聞社、総務省、日本銀行、厚生労働省、内閣府統計より大和総研作成

2. 日本経済のメインシナリオ

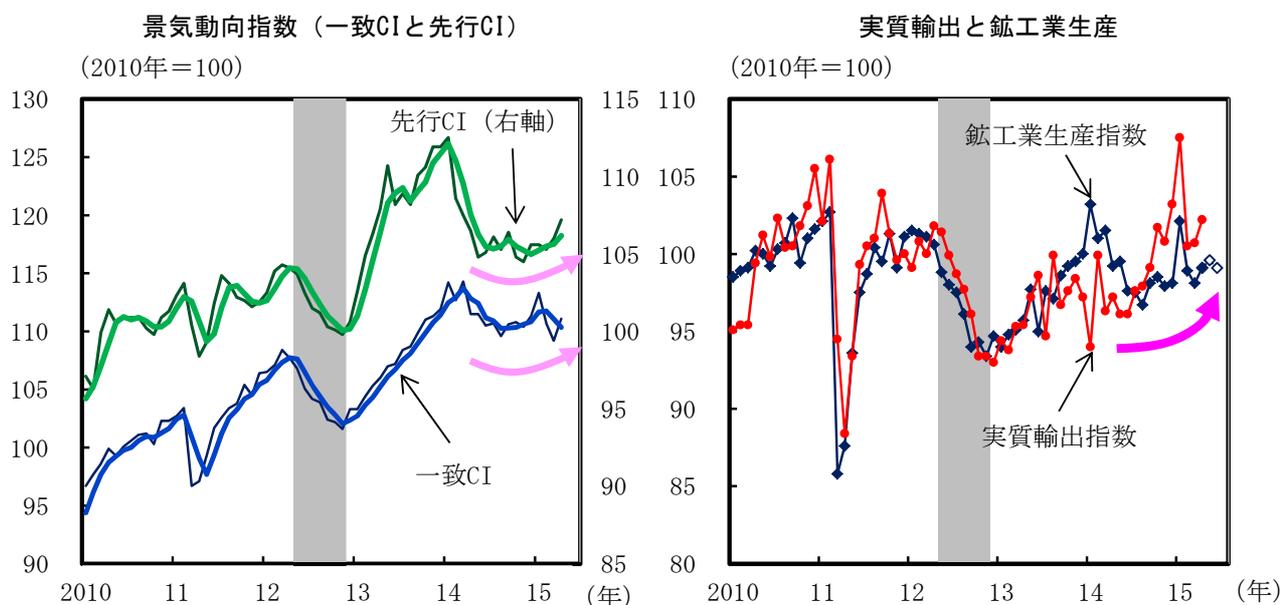
日本経済は緩やかな回復軌道をたどる見通し

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徐々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。

わが国の実質GDPは2014年4-6月期から2四半期連続のマイナス成長となり、景気動向指数の一致CIを見ても、2014年1月をピークに低下傾向をたどっていた。しかしながら、実質GDPは2014年10-12月期から2四半期連続のプラス成長となり、悪化傾向にあった一致CIも2014年8月を底に持ち直している。2014年1月を山にして始まった景気後退局面は同年8月前後までの極めて短い期間で終了し、9月以降、景気は再び拡張局面入りしたとみられる（図表9）。足下の一致CIは、統計上の特殊要因などによって振れが大きくなっているが、4月の生産予測調査がプラスとなっていることや、先行CIが底堅く推移していることなどを勘案すると、今後は緩やかな回復傾向に復すると見込んでいる。

景気拡大の背景には、増税後の反動減によって大きく落ち込んだ個人消費が底堅い雇用・所得環境を背景に、持ち直しの動きを続けていることがある。また、円安進行による押し上げ効果もあり、企業収益は改善傾向が続いており、設備投資などの企業部門の需要も底堅い。加えて、2012年末からの景気拡張局面において伸び悩んできた実質輸出も増加傾向にある。

図表9：一致CI、先行CI、実質輸出と鉱工業生産



（注）シャドーは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

（出所）内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

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。

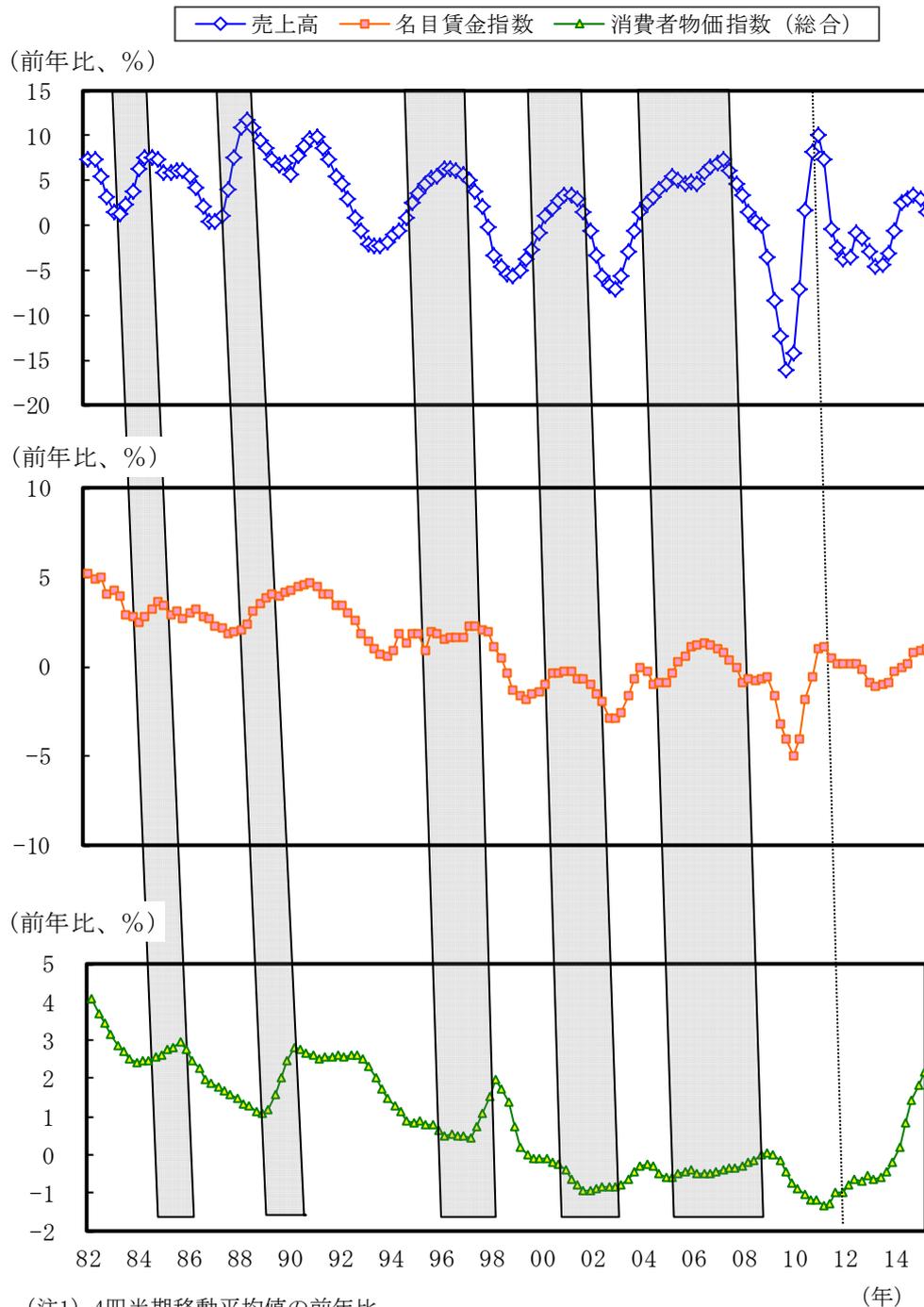
一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表 10**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。

実際、足下では、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。2014年の春闘における賃上げ率は+2.2%と、15年ぶりの高い伸びを記録した。さらに、2015年の賃上げ率は前年を上回る伸びになると見る向きが多い。すなわち、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。

図表 10 : 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

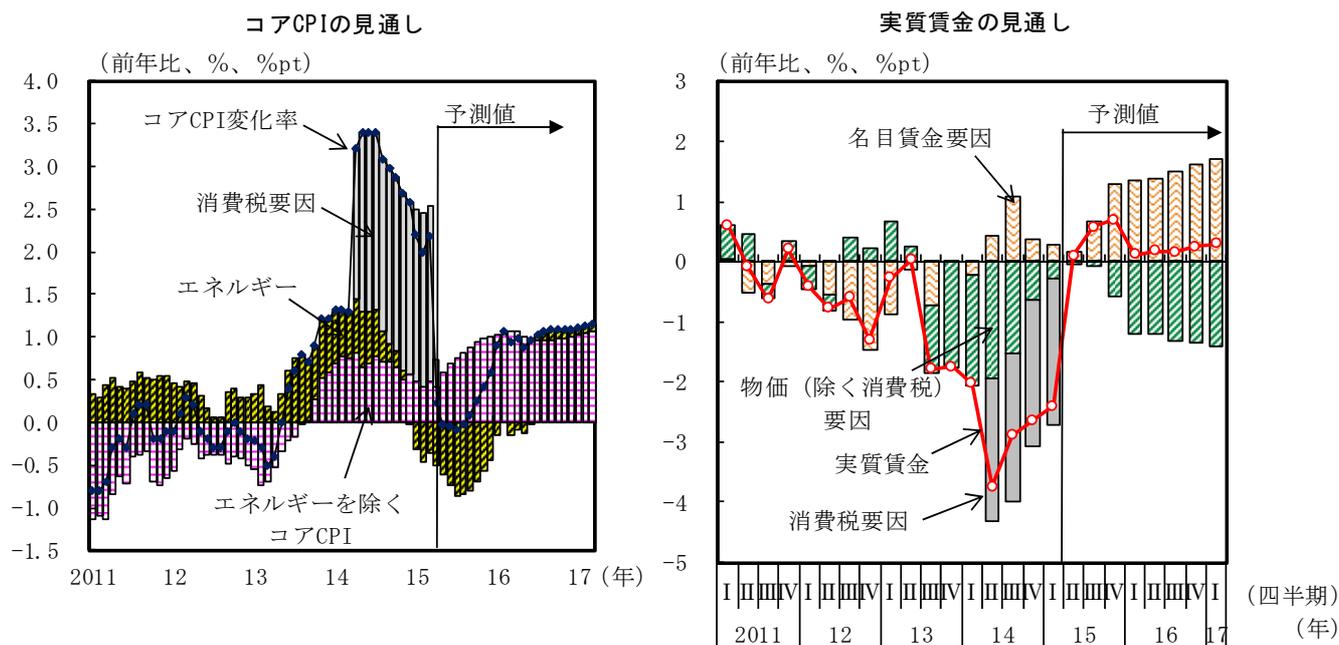
エネルギー価格下落が実質賃金の押し上げ要因に

ここで、原油安が日本経済に与える影響について検証しておきたい。

原油価格の下落を踏まえて、コア CPI の先行きを見通すと、2015 年内についてはエネルギーによる押し下げがコア CPI の上昇を抑制する要因となろう。①足下で回復に向けた動きが見られている景気については拡大傾向をたどり、マクロ的な需給ギャップは改善が続く見込みであること、②原油安と同時に進行した円安による物価押し上げ効果が当面残存することなどから、エネルギー以外の物価については上昇傾向が継続する見通しである。しかしながら、エネルギー価格の下落による物価の下押し幅は一時的にエネルギー以外の要因による物価押し上げ幅を上回るとみられることに加えて、2014 年 4 月の消費税増税による物価の押し上げ効果も 2015 年 4 月には剥落するため、コア CPI は 2015 年春頃には前年割れとなる可能性が高まっている。

物価上昇率がいったんマイナスに転落する中、これまで低迷が続いてきた実質賃金は急速に改善する公算が大きい。消費税増税による影響がなくなる 2015 年 4-6 月期には実質賃金の前年比伸び率はプラスに転じるとみられる。また、原油価格の下落は企業収益の改善要因となり、その一部が家計に分配されることで名目賃金を押し上げる要因となろう。エネルギー価格下落による物価下押し圧力は徐々に剥落し、物価上昇幅は 2015 年半ば頃から再び上昇幅を拡大させていくとみられるものの、名目賃金も上昇基調が続くことから、実質賃金はプラス圏での推移が継続すると予想している。消費税増税に伴う物価上昇が実質賃金を押し下げ、そのことが増税後の個人消費停滞の要因になったことは記憶に新しいところであるが、今後、実質賃金が増加に転じるとみられることは、個人消費を活性化させる大きな原動力となるだろう。

図表 11 : コア CPI、実質賃金の見通し



(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

原油価格の下落は 2015 年度の実質 GDP を+0.52%押し上げ

原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したものが**図表 12**である。シミュレーション結果によれば、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2014～2016年度の実質GDPの水準はそれぞれ2014年度：+0.19%、2015年度：+0.52%、2016年度：+0.42%押し上げられる計算となる。また、実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.19%pt、+0.34%pt、▲0.10%ptとなる。

需要項目別の内訳を見ると、実質賃金の増加を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の増加が設備投資を押し上げる要因となろう。また、企業収益の増加分は一部が賃金として家計に分配されるとみられ、企業所得の増加は家計需要の増加にも寄与することとなる。なお、原油価格の下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、住宅投資や設備投資を抑制する要因となるが、そのマイナス効果は所得増加によるプラス効果を下回るものと考えられる。

物価については、輸入物価の下落によってCGPI、CPI、ともに押し下げられ、内需デフレーターは大きく低下することとなるが、控除項目である輸入デフレーターが大きく低下することで、GDPデフレーターは上昇する。この結果、名目GDPは実質GDP以上に押し上げられる。

また、輸入の4割弱にも上る資源輸入金額が大きく減少することで、貿易収支赤字が大幅に縮小し、経常収支黒字幅は大きく拡大する見込みである。貿易収支については、東日本大震災をきっかけに赤字での推移が続いてきたが、原油価格の急落によって、これまで見通せなかった黒字化が現実味を帯びてきている。

以上、見てきたように、原油価格の下落は日本経済にとって非常に大きなメリットをもたらす。2014年初から半ばにかけて停滞した日本経済は、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

図表 12：原油価格下落が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	名目GDP	GDPデフレーター	GDP成長率
		%	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	0.19	0.27	0.45	0.91	0.16	0.96	1.15	0.95	0.19
	2015年度	0.52	0.84	2.09	2.23	0.33	2.68	2.41	1.88	0.34
	2016年度	0.42	0.61	1.54	2.19	0.29	2.20	2.26	1.83	-0.10
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.05	0.07	0.09	0.25	0.05	0.25	0.31	0.26	0.05
	2015年度	0.19	0.35	0.85	0.58	0.11	0.98	0.56	0.37	0.14
	2016年度	0.11	0.20	0.37	0.35	0.06	0.57	0.28	0.17	-0.08
原油価格20%上昇	2014年度	-0.02	-0.01	0.01	-0.13	-0.03	-0.08	-0.16	-0.14	-0.02
	2015年度	-0.09	-0.07	-0.21	-0.65	-0.10	-0.43	-0.75	-0.66	-0.07
	2016年度	-0.10	-0.08	-0.43	-0.77	-0.10	-0.49	-0.85	-0.75	-0.01

		経常収支/ 名目GDP	輸入物価	輸出物価	CGPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業 活動指数	全産業活動 指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	1.08	-7.07	-0.81	-1.08	-0.32	0.38	0.20	0.22
	2015年度	2.16	-14.52	-1.66	-2.34	-0.97	1.04	0.55	0.61
	2016年度	2.12	-12.87	-1.43	-2.07	-0.86	0.88	0.48	0.52
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.30	-1.97	-0.26	-0.34	-0.08	0.10	0.05	0.06
	2015年度	0.51	-4.49	-0.54	-0.75	-0.43	0.36	0.18	0.21
	2016年度	0.32	-2.62	-0.31	-0.44	-0.35	0.21	0.10	0.11
原油価格20%上昇	2014年度	-0.15	0.93	0.13	0.17	0.01	-0.03	-0.02	-0.02
	2015年度	-0.65	4.38	0.51	0.71	0.03	-0.19	-0.12	-0.12
	2016年度	-0.73	4.58	0.51	0.73	0.03	-0.23	-0.14	-0.15

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。

(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

WTI=70ドルシナリオでは、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばいと仮定。

(出所) 大和総研作成

行き過ぎた海外設備投資は円安の効果で修正される公算

最後に、最近マスメディアなどをにぎわせている、「設備投資の国内回帰」について検証したい。

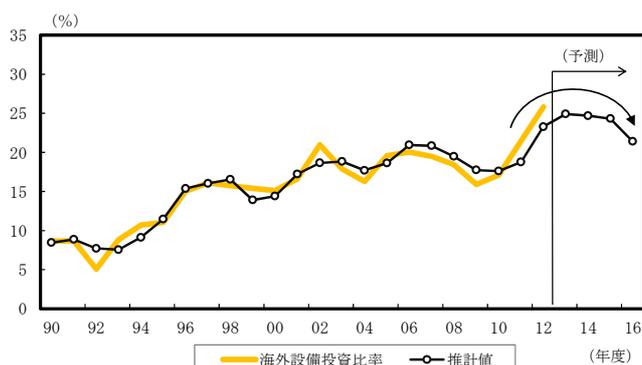
以下では、海外設備投資比率を、①海外生産比率、②実質実効為替レート、の2つの決定要因によって推計し、今後の動向について展望する³。

第一に、海外設備投資比率は、短期的な上下動を伴いつつも、長期的な上昇傾向が続いている（図表13）。この要因を確認すると、構造的には、日本のインフレ率が海外よりも低いことからインフレ格差要因がマイナスに寄与する一方で、国内市場よりも海外市場の拡大ペースが速いことが、継続的に海外設備投資比率を高める方向に作用していることが分かる（図表14）。また、名目実効為替要因に関しては変動を伴いつつ、長きにわたる円高傾向を背景に海外設備投資比率の押し上げに寄与している。

第二に、過去の円高局面では、円高が進行してから2～3年後に名目実効為替要因が大きく上昇しており、企業の海外移転を加速させる原因となっていた。すでに指摘した通り、企業の生産拠点の配置は、長期的に見ると海外と日本国内の需要と生産コストの差に比例する形で決定されるが、急速な円高の進行は、国内外の相対的な需要と生産コストに基づくトレンドから乖離させる形で、海外設備投資比率を上昇させてきたとみられる。

結論として、国際通貨基金（IMF）による世界経済の見通しや、最近の名目実効為替レートに基づいた推計結果によれば、海外設備投資比率は、2012年秋以降の円安進行を背景に、2014年度以降、低下に転じることが予想される。

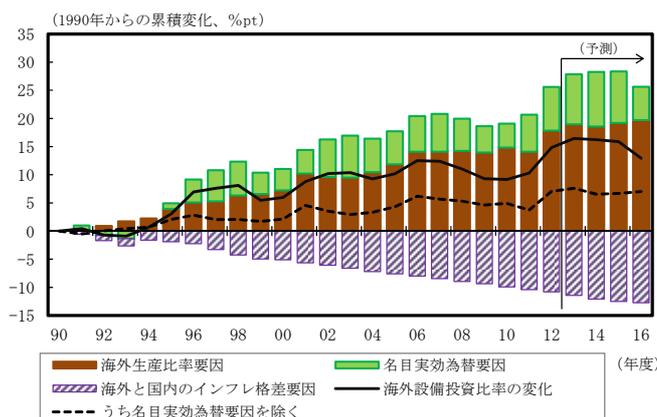
図表13：製造業の海外設備投資比率



- (注1) 海外設備投資比率は、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査」、海外生産比率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を利用。
- (注2) 海外設備投資比率の推計式は、以下の通り。

$$\text{海外設備投資比率}(t) = -75.44 + 1.11 \times \text{海外生産比率}(t) + 16.55 \times \ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$$
 全て1%有意。推計は、GMM法による。操作変数に、定数項、海外生産比率(t-1)、世界と日本の名目GDP比(t-3)、 $\ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$ を利用。
- (注3) 先行きの値は、海外生産比率を、世界と日本のGDP比(PPPベース)(t-2)と名目実効為替レート(t-2)によって推計した結果を利用して延長。
- (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

図表14：製造業の海外設備投資比率の要因分解



- (注) 海外と国内のインフレ格差要因は、名目実効為替レート/実質実効為替レートによる。日本のインフレ率（≠生産コストの上昇）が海外より低い場合は押し下げに寄与。
- (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

³ 海外設備投資比率の要因分解の結果は、推計方法や利用するデータ期間の影響を受けるため、ある程度の幅を持って見る必要がある。

日本経済が抱える4つのリスク要因

なお、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「バブル」崩壊に対する懸念、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。

図表 15：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%]	1.2 -1.0	3.9 -0.9	1.6 1.2	2.4 2.3	1.8 2.5	1.7 1.8	2.1	-0.9	2.0	1.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	14.9	16.4	16.8	17.2	17.6	1.5	7.7	17.0	17.9
失業率 (%)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	3.9	3.6	3.3	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	0.0	0.4	1.0	0.8	2.8	0.4	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	0.45	0.50	0.55	0.60	0.55	0.37	0.53	0.70

(注) 予測値は原則として大和総研・第185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