

2016年7月21日 全13頁

# 日本経済見通し：マイナス金利導入による経済の好循環を阻害する要因は？

日本経済には成長戦略の着実な実施、社会保障制度の再構築が重要

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  
シニアエコノミスト 長内 智  
エコノミスト 岡本 佳佑  
エコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 齋藤 勉  
エコノミスト 前田 和馬  
永井 寛之  
田中 誠人

## [要約]

- Brexitで日本経済に何が起きるのか？：6月23日、英国でEUからの離脱の是非を問う国民投票が行われ、即日開票された。国民投票により、英国はEUからの離脱、いわゆる“Brexit”を選択した。当社の短期マクロモデルを用いて、Brexitが日本経済に与える影響を試算すると、リーマン・ショック級の株安・円高・世界経済の縮小を想定した場合、ベンチマークと比較して日本の実質GDPを1.11%下押しするとの結果が得られた（→詳細は、岡本佳佑「緊急レポート：Brexitで日本経済に何が起きるのか？」（2016年6月24日）参照）。
- マイナス金利導入による経済の好循環を阻害する要因は？：日銀が1月にマイナス金利の導入を決定したものの、政策効果として期待された、日本経済の好循環シナリオは未だ起動していない。その理由としては、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、という3つの障害が発生していることが挙げられる。しかし、上記①に関しては、日本政府および日銀だけでグローバルな金融市場の混乱を沈静化させることは至難の業である。他方、②・③は政策対応次第で改善することが可能だ。成長戦略を着実に実施し、日本の期待成長率を引き上げることができれば、企業の設備投資マインドの改善が期待できる。また、持続可能な社会保障制度を構築するなど家計の将来不安を取り除くことにより、個人消費を活性化させることもできよう（→詳細は、熊谷亮丸他「第189回 日本経済予測（改訂版）」（2016年6月8日）参照）。

## 1. Brexit で日本経済に何が起きるのか？

### 1.1 英国国民は EU からの離脱、“Brexit” を選択

6月23日、英国でEUからの離脱の是非を問う国民投票が行われ、即日開票された。国民投票により、英国国民はEUからの離脱、いわゆる“Brexit”を選択した。足下のグローバルな金融市場は落ち着きを取り戻しているが、英国とEUの間の離脱交渉が難航するなど、世界経済の先行き不透明感が強まってくれば、ポンドやユーロの下落、世界的な株安に見舞われる可能性もあるだろう。

### 1.2 Brexit が日本経済に与える影響を試算

Brexit は、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、といった波及経路を通じて日本経済に影響を与えると考えられる。①Brexit やそれに伴う世界経済の先行き不透明感が強まることによって、リスク回避的な円買いが起きることが想定される。円高は日本からの輸出にマイナスの影響を与え、日本経済を下押しすることとなる。また、②株安は消費者マインドを冷やすことで個人消費を縮小させる要因となる。さらに、③世界経済の減速によって外需が縮小することとなれば、日本からの輸出も減少し、GDP を減少させることになるだろう。

**図表 1** は、当社の短期マクロモデルを利用した、Brexit が日本経済に与える影響の試算値である。想定したのは、世界経済への影響が①リーマン・ショック級を想定（世界の実質 GDP の水準が▲1.3%低下）したケース、②IMF の試算等を考慮（世界の実質 GDP の水準が▲0.04%低下）したケースであり、それぞれのケースにおいてドル円の増価率および TOPIX 騰落率の前提を置き、試算した。

試算結果によると、ドル円相場が15%増価、TOPIX が20%下落した場合、①リーマン・ショック級の影響を想定したケースでは、日本の実質 GDP はベンチマークと比較して1.11%押し下げられることとなる。一方、②IMF の試算等を考慮したケースでは、日本の実質 GDP は同0.34%押し下げられるとの結果が得られた。試算結果から、急速な円高・株安に見舞われるだけであれば、日本経済への影響は比較的軽微であると言えるだろう。しかし、世界経済までもが急減速する事態となれば、輸出の減少などを通じて、日本経済は大きく下押しされる可能性があると考えられる。

図表1 : Brexit が日本経済に与える影響の試算

## ケース① : リーマン・ショック級の影響を想定したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.95%	▲0.98%	▲1.01%	▲1.04%	▲1.07%
	10%	▲1.00%	▲1.03%	▲1.06%	▲1.09%	▲1.12%
	15%	▲1.05%	▲1.08%	▲1.11%	▲1.14%	▲1.17%
	20%	▲1.11%	▲1.14%	▲1.17%	▲1.20%	▲1.23%
	25%	▲1.18%	▲1.20%	▲1.23%	▲1.26%	▲1.29%

## ケース② : IMFの試算等を考慮したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.17%	▲0.20%	▲0.23%	▲0.26%	▲0.29%
	10%	▲0.23%	▲0.26%	▲0.28%	▲0.31%	▲0.34%
	15%	▲0.28%	▲0.31%	▲0.34%	▲0.37%	▲0.40%
	20%	▲0.35%	▲0.38%	▲0.41%	▲0.44%	▲0.47%
	25%	▲0.42%	▲0.45%	▲0.48%	▲0.51%	▲0.54%

(注1) 図表内の数値は、ベンチマークと比較した日本の実質GDPの押し下げ幅（発生後4四半期の平均値）。

(注2) ケース①はリーマン・ショック級の影響を想定（世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下）したケース、ケース②はIMFの試算等を考慮（世界の実質GDPの水準が▲0.04%低下）したケース。

(注3) 赤枠線内は、各金融市場において、リーマン・ショック直後（2008年10-12月期、14%の円高（対ドル）、TOPIXが21%下落）相当の影響があったケースの想定。

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

## 2. マイナス金利導入による経済の好循環を阻害する要因は？

日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表してから、半年余りが経過した。日銀はマイナス金利の導入によって、短期債から20年債や30年債といった償還までの期間が長い国債の利回りを引き下げ、長期プライムレートや住宅ローン金利を低下させる効果を上げることに成功した。一方、金融機関は国債をはじめとする債券利回りの低下や預貸金利スプレッドの縮小によって運用難に直面することとなり、家計は預金金利がほぼ0%まで引き下げられたことにより利息収入の一段の減少を強いられている。

少なくとも現時点では、マイナス金利が日本経済に対して目に見える形でプラスの効果を及ぼしているとは言い難い。しかし、日銀の黒田総裁が指摘されるように、もし日銀がマイナス金利を導入していなかったら、世界経済が減速しつつある中、日本経済はもっと悪化していたかもしれない。また、今後数ヶ月程度のタイムラグを伴ってマイナス金利導入に伴う好影響が日本経済に現れる可能性も否定し得ない。

そこで本稿では、まずマイナス金利導入後に起きた日本経済を取り巻く環境の変化や、好循環シナリオの起動を阻害している要因について分析する。そのうえで、日本経済を好循環の軌道に乗せるために必要な施策について論じていくこととしたい。

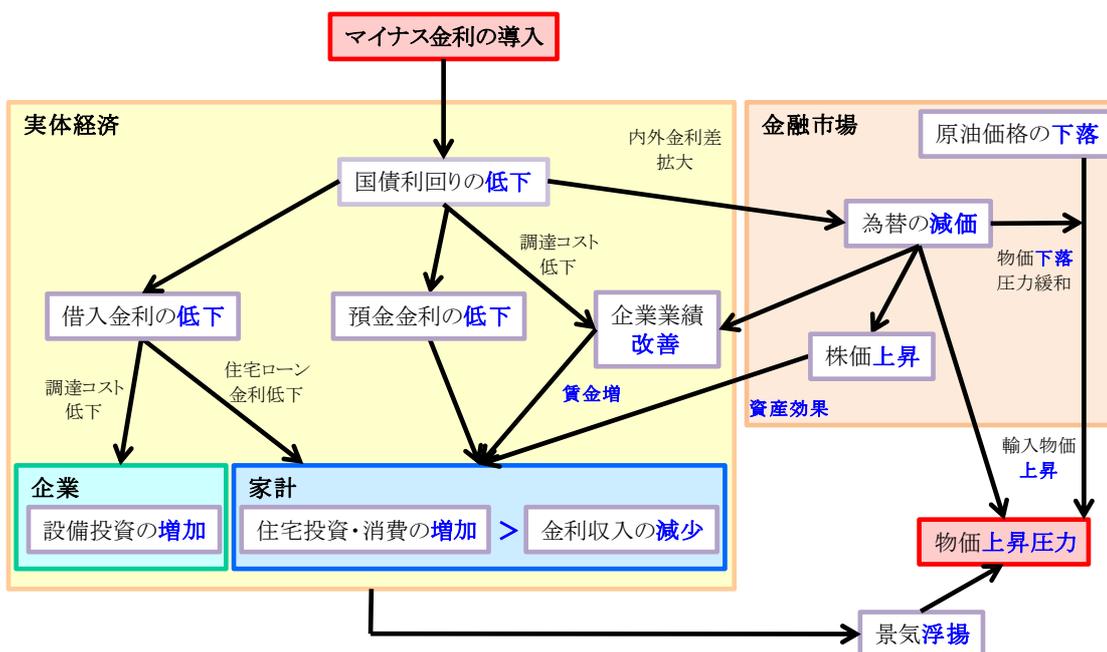
### 2.1 マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオ

最初に、マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオについて簡単に整理しておこう（**図表 2**）。

マイナス金利の導入は、金融市場および実体経済の両面に好影響を与えることが期待される。まず、金融市場に与える影響として考えられるのは、通貨安と株高である。一般に、金利を引き下げれば、内外金利差が拡大するため、為替相場は円安方向への圧力がかかる。円安は輸入物価の上昇を通じて消費者物価も押し上げる。さらに、円が減価すれば、輸出企業を中心に業績拡大期待が高まることから、株価の上昇も期待できる。

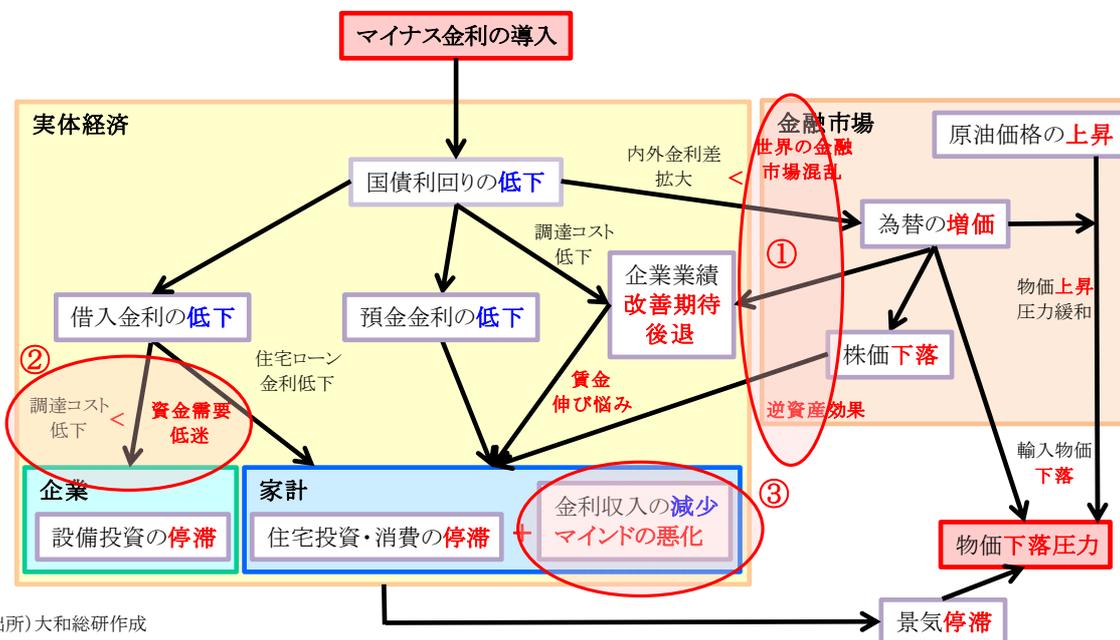
実体経済面では、国債利回りの低下に伴って企業向け貸出金利や住宅ローン金利が低下することにより、企業の設備投資や家計の住宅購入意欲が刺激される効果が期待される。また、上述した金融市場に表れる効果は実体経済にも好影響を与えることになる。円安により企業業績が改善することで賃上げ期待が高まると同時に、株価の上昇を受けて家計の保有資産の評価額が増大し、家計のマインドも改善すると考えられるためだ。マイナス金利の導入によって、こうした好循環シナリオが起動し、景気を浮揚させることができれば、実体経済面からも物価に対して上昇圧力をかけることができるだろう。

図表 2 : マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオ



(出所) 大和総研作成

図表 3 : マイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオ



(出所) 大和総研作成

## 2.2 マイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオ

しかし、マイナス金利の導入発表後に日本で現実に起こっている、あるいは今後起こりうるシナリオは、**図表 2** で示した好循環シナリオとは大きく異なるものかもしれない。**図表 3** はマイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオをまとめたものである。なお、図表中の青太字は好循環シナリオと同一の動きを、一方で赤太字は好循環シナリオとは異なった警戒すべき動きを示している。

まずは金融市場の動向から見ていこう。マイナス金利の導入後、短期債だけでなく超長期債の利回りも低下していることから、金利面では好循環シナリオに即した展開となっている。しかし、為替市場では、円がドルやユーロといった主要通貨に対して円高気味に推移している。また、株式市場では、円高を嫌気して日本株が下落しており、資産効果の発現も期待しづらくなっている。一方、実体経済面では、国債利回りの低下を反映して企業向け貸出金利や住宅ローン金利が低下しており、企業や家計はマイナス金利の恩恵を享受することができるようになった。しかし、その先に続くことが期待された設備投資や住宅投資の拡大については、現時点では未だ明確には表れていない。

日銀がマイナス金利を導入した目的は、できるだけ早期に消費者物価の前年比上昇率+2%の「物価安定目標」を実現することである。しかし、このままでは金融市場面からは円高進行による輸入物価の下落、実体経済面では景気停滞に伴う需要不足が逆風となり、消費者物価に下落圧力がかかることが予想される。実際の消費者物価上昇率を見ると、足下ですでに前年比マイナス圏に転じている。先行きの物価の下落圧力が一段と強まるような事態になれば、日銀に対して追加緩和策の発動を求める声が高まってくることは想像に難くないだろう。

### 好循環シナリオの実現を阻む3つの障害

もちろん、万事が好循環シナリオ通りに動くとは想定することは非現実的であり、楽観的過ぎると言える。それでは一体、好循環シナリオのどこに問題が生じており、日本経済の好循環を阻害しているのだろうか。当社では、足下で景気浮揚・物価上昇に向けた好循環シナリオが起動していないのは、マイナス金利導入後に3つの障害が発生しているためであると考えている。それは、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、である。

以下では、それぞれの障害が発生した原因などについて考察していくこととしたい。

## 2.3 日本経済の好循環を阻害する3つの障害

### 3つの障害：①グローバルな金融市場の混乱

1つ目の障害である「①グローバルな金融市場の混乱」から、その発生要因を考察していこう。

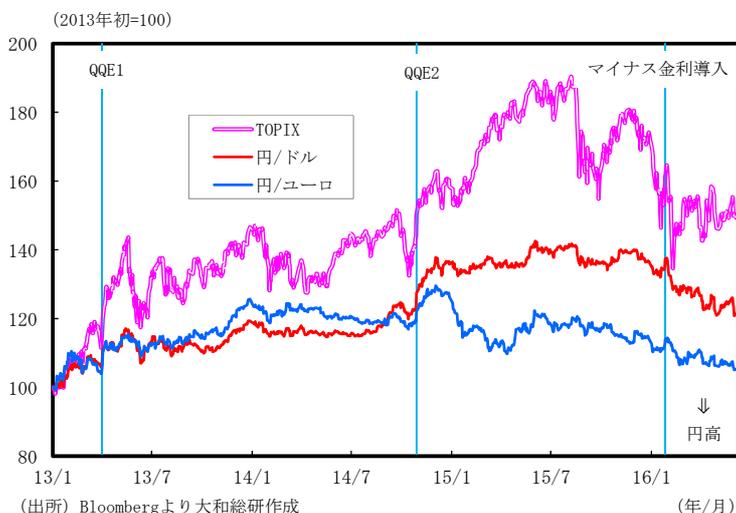
**図表4**は、2013年以降の円の対ドル・ユーロレートとTOPIXの推移を示したものである。過去、日銀が量的・質的金融緩和策第1弾、第2弾(QQE1、QQE2)の導入を発表した際には、いずれも円が売られ、同時にTOPIXも上昇したことが見て取れる。しかし、2016年1月のマイナス金利導入発表時はこれらとは異なる反応が見られている。

日銀がマイナス金利の導入を発表した1月末、発表直後は主要通貨に対して円が下落し、TOPIXも大幅高となるなど、ひとまず金融市場は好意的な反応を示した。しかし、その後ネガティブな反応に転じた理由として、新たな政策の軸である「金利」を導入したことで、これまで成功を収めてきた「量」の拡大による金融緩和の限界が近いとの認識が広がってしまった点を指摘できる。仮に日銀が年間80兆円のペースで国債を買い続けた場合、2020年末には国債発行残高の70%超、また年間100兆円のペースに引き上げた場合には80%超を日銀が保有することになると試算される。つまり、「量」の更なる拡大は徐々に難しくなっていると言えるだろう。

また、マイナス金利の導入は各方面からの評判が芳しくなく、「金利」による金融緩和も容易には深掘りできないと認識されてしまったことも、金融市場の反応がネガティブに転じた一因と考えられる。加えて、時を同じくして世界経済の先行き不透明感が強まり、FEDが利上げペースを減速させることとなったほか、ECBが一段の金利の引き下げを実施したことも円買いを誘発する要因である。こうした様々な悪材料が重なったため、為替市場では円高が進行し、TOPIXも下落を余儀なくされたと考えられる。

円高・世界経済の混乱は輸出企業を中心に、企業業績を悪化させるとの懸念にもつながっており、賃上げ機運の萎縮をもたらしている。また、詳細は後述するが、株価下落は「逆資産効果」を通じて、今後の個人消費に悪影響を与える可能性もあろう。

図表4：円の対ドル・ユーロレートとTOPIXの推移



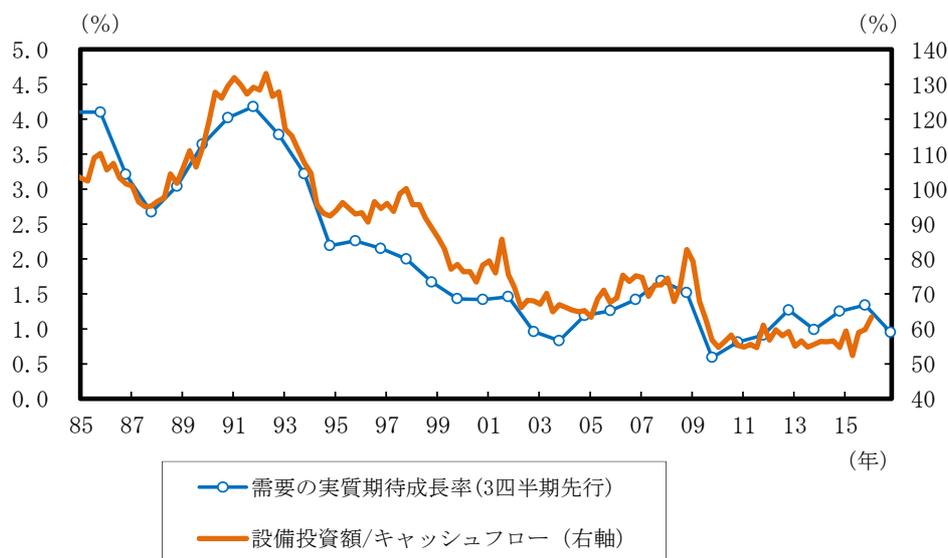
### 3つの障害：②企業の設備投資の弱さ

設備投資の先行きについて、当社では緩やかな増加基調をたどると想定している。しかし、足下の設備投資は、マイナス金利の導入に伴い企業の資金調達環境が改善したにもかかわらず伸び悩んでいる。設備投資資金の調達金利低下の効果を評価するには時期尚早との見方もあるが、以下では設備投資が伸び悩む構造的な要因について論じておきたい。

企業の設備投資が停滞している構造的な要因として考えられるのが、日本の期待成長率の低下である。図表5は需要の実質期待成長率と設備投資/キャッシュフローの推移を示したものである。日本経済が高成長を遂げていた1980年代後半は需要の実質期待成長率が高く、企業はキャッシュフローを上回る規模の設備投資を行っていた。しかし、バブルが崩壊した1990年代前半以降、期待成長率は低下基調をたどり、足下では1%を割り込む水準にある。それに伴って設備投資/キャッシュフローの比率も低下し、2009年以降は50%台が定着している。企業はすでに多くのキャッシュを保有しており、かつ将来の成長期待も低い中、低金利とはいえ金融機関からの借入を増やして設備投資を積極化させるインセンティブに乏しい。また、金融危機を経て、アニマルスピリットを持った企業経営者が減少したことも設備投資が伸び悩む一因となっている。

上記の点は、日銀が4月の地域経済報告（さくらレポート）において、企業が国内での設備投資に慎重な理由として、①最近の先行き不透明感の高まり、②期待成長率が低いもとの投資の必要性が低い、③脆弱な財務体質の改善を優先、④後継者・人手の不足、⑤海外現地生産の拡大、⑥事業拡大に向けた意欲の不足、などの理由が挙げられている点とも整合的である<sup>1</sup>。

図表5：需要の実質期待成長率と設備投資額/キャッシュフロー



(注) 需要の実質期待成長率は全産業、今後5年間の見通しを示す。  
(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 日本銀行 「地域経済報告-さくらレポート- (2016年4月)」  
<https://www.boj.or.jp/research/brp/rer/data/rer160407.pdf>

### 3つの障害：③家計の消費マインドの悪化

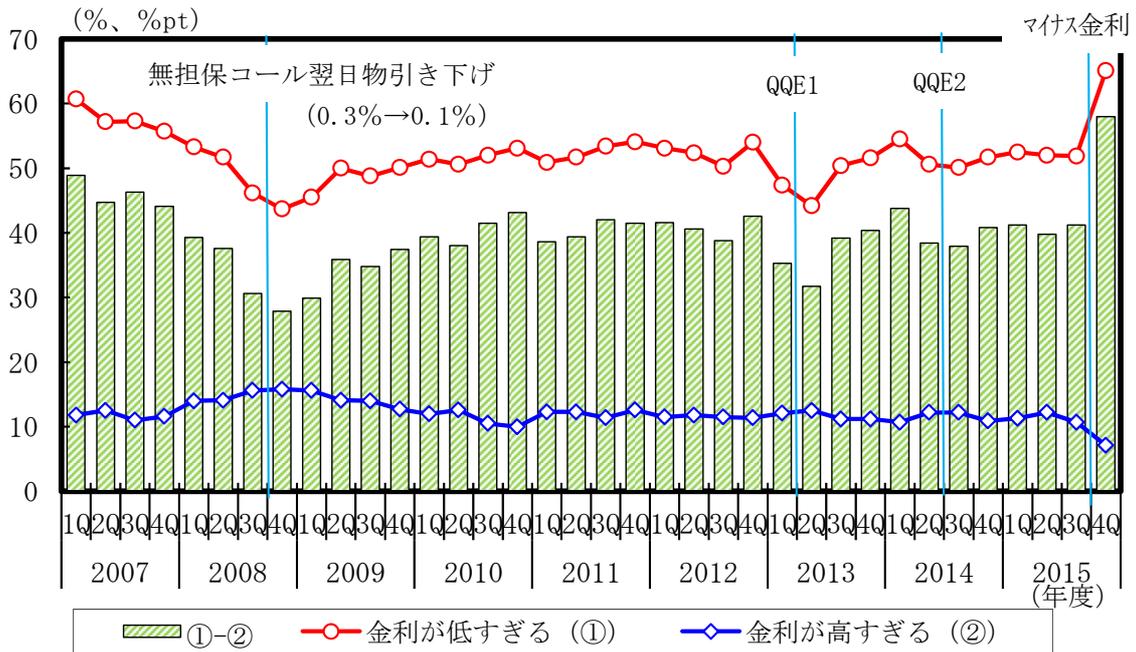
最後に、「③家計の消費マインドの悪化」について分析していきたい。

すでに指摘したように、年初来の円高進行や世界経済の減速などを背景に、輸出企業を中心に業績の悪化懸念が強まっている。企業業績悪化の影響は賃上げ幅の抑制や賞与の削減、果ては雇用の削減などの企業行動を通じて家計部門に波及することとなる。現時点ではまだそうした悪影響は明確には現れていないが、仮に今後雇用への不安が高まる場合には、家計の消費マインドをより一層冷やすことになるだろう。

マイナス金利の導入に伴い預金金利がほぼ0%まで低下したことへの不満が強いことも、家計の消費マインドの悪化に寄与している可能性がある。この点は、日銀の「生活意識に関する意識調査」で示されている個人の金利水準についての見方を通じて確認できる（**図表 6**）。日銀は2008年12月に政策金利（無担保コール翌日物金利）を0.3%から0.1%へと引き下げ、2013年以降にはQQE1、QQE2を実施したが、「金利が低すぎると回答した人の比率と金利が高すぎると回答した人の比率の差（①－②）」は横ばい圏で推移していた。しかし、マイナス金利の導入後に行った調査では、同政策導入前の時点ですでに預金金利の水準は十分に低かったにもかかわらず、「金利が低すぎると回答した人の比率（①）」が急上昇し、結果として「金利が低すぎると回答した人の比率と金利が高すぎると回答した人の比率の差（①－②）」は拡大している。

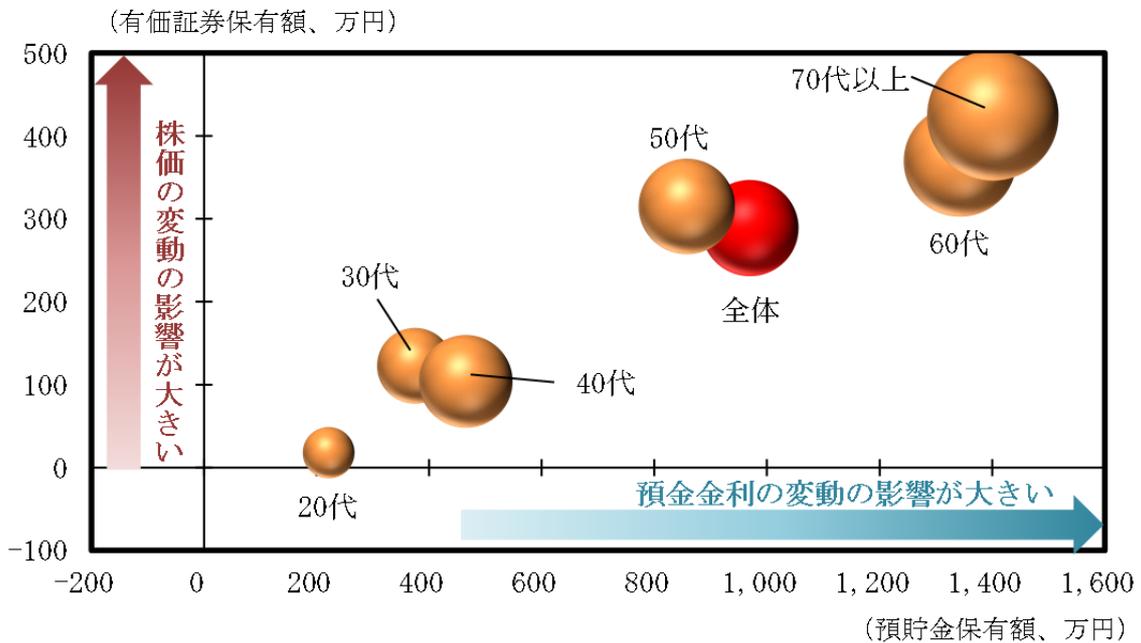
預金金利の低下は、特に多額の預金を保有する「高齢者層」への影響が大きい。また、「高齢者層」は「若年層」と比較して株式資産の保有額が大きいことも特徴として挙げられる（**図表 7**）。金融市場の混乱を背景に株価が下落したことを受け、特に「高齢者層」において逆資産効果がより強く表れる可能性が高く、消費マインドに悪影響を与えると考えられる。また、世代別の消費支出額を見ると、概して「高齢者層」は「若年層」と比較して支出額が大きい。さらに、高齢化に伴い高齢者の世帯数は年々増加しており、高齢者世帯が個人消費に与える影響も大きくなってきている。「高齢者層」の消費マインドの悪化は、想像以上にマクロ的な家計部門の消費活動の重石となる可能性がある点に留意しておく必要があるだろう。

図表 6 : 個人の金利水準に対する見方



(注) 金利水準についての質問に対し、金利が低すぎる(高すぎる)と回答した人の比率。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表 7 : 世帯主の年齢別預貯金・有価証券保有額 (金融資産保有世帯、2015年)



(注) バブルの大きさは2015年の世帯数の大きさを示す。全体は世帯数の単純平均。  
 (出所) 金融広報中央委員会、総務省統計より大和総研作成

## 2.4 3つの障害への対応が日本経済の停滞打破への突破口に

ここまで、日本経済の好循環シナリオがうまく起動していない理由として、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、という3つの障害が存在している点を指摘してきた。しかし、裏を返せば、もしこの3つの障害を取り除くことができれば、日本経済の好循環シナリオが起動し、停滞からの突破口を開くことができる可能性があると考えられるのではないだろうか。

### グローバルな金融市場の混乱に、日本政府・日銀の力は及びにくい

「①グローバルな金融市場の混乱」への対応について、日本政府が口先介入をすることなどを通じて、短期的には急速な円高に対して一定の歯止めをかけることは可能だろう。しかし、FEDは昨年末の利上げ開始以降、緩やかに減速しつつある米国経済をにらみ、FFレートの引き上げペースを鈍化させつつある。世界の金融市場に対して大きな影響力を持つFEDが利上げペースを遅らせる姿勢を示している以上、足下の円高・ドル安トレンドを、日本政府および日銀の力によって劇的に転換することは困難だと言えるだろう。

他方で、日銀の「市場との対話」には改善の余地が残されている。黒田総裁は就任以来、市場の期待を上回る規模の大胆な金融緩和を発表するなど、常に「サプライズ」を演出することに心を砕いてきた。しかし、4月の金融政策決定会合で日銀が市場の期待に反して金融緩和を見送った結果、為替や株価が急変動したように、今や金融政策決定会合が市場の攪乱要因となってしまうと見る向きも少なくない。今後、日銀には、市場の混乱を招かぬよう、市場との間で十分なコミュニケーションを取りながら金融政策を決定していくことが望まれよう。

### 旧「第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）」の着実な実施がポイント

日本経済の好循環シナリオをうまく起動させるカギとなるのは、「②企業の設備投資の弱さ」、「③家計の消費マインドの悪化」への対応だ。これら2点は、「①グローバルな金融市場の混乱」とは異なり、わが国の政策対応次第で改善することが十分可能だからである。

今後、好循環シナリオを起動させるためには、政府による旧「第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）」を着実に実行に移していくことが肝要だ。日銀が積極的な金融緩和策を継続する一方、政府がいわゆる「岩盤規制」の緩和や法人税の実効税率引き下げなどへの取り組みを加速し、中長期的な経済体質の改善・構造改革を実行に移すことができれば、将来への期待感が高まり、企業の設備投資マインドが改善し始める可能性があるだろう。

## 家計の消費意欲を高めるためには、持続可能な社会保障制度の構築が急務

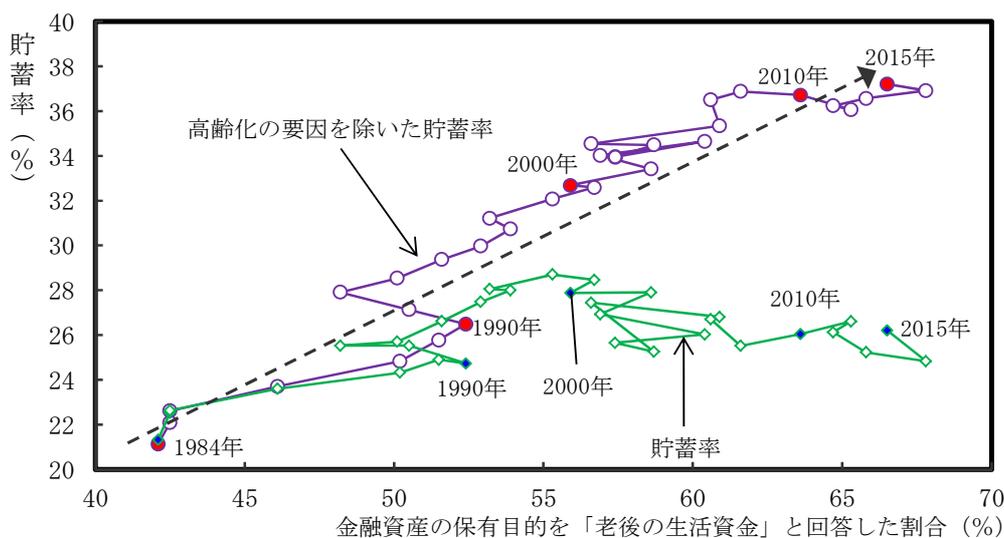
個人消費に関しては、年金制度の持続可能性に対する懐疑的な見方などを背景とする将来不安が家計の消費意欲を抑制している可能性がある。「金融資産の保有目的」に関するアンケート調査を見ると、1980年代以降、国民が金融資産を保有する目的として「老後の生活資金」を挙げる割合が増加傾向をたどっている。つまり、国民は老後の不安から、消費を切り詰め、貯蓄を増やしているものと推察される。

**図表 8** は、縦軸に貯蓄率（家計調査ベース）を、横軸に「金融資産の保有目的」に関するアンケート調査の中で、金融資産を保有する目的として「老後の生活資金」と回答した割合をとった図表である。高齢化が進行するにつれて、貯蓄を取り崩して生活する国民が増加していることから、実際の貯蓄率は2000年頃を境に低下傾向にある。しかし、高齢化の要因を除いた貯蓄率を見ると、国民の将来不安が高まるのに合わせて貯蓄率も上昇している。

将来不安を背景に貯蓄率が上昇傾向にあるということは、国民が消費を控えていることを意味する。つまり、現在の社会保障制度の持続可能性に対する懐疑的な見方などを背景に、国民が将来への不安感を強めていることは、貯蓄率の上昇—すなわち、個人消費を抑制する一因となっている可能性があるのだ。従って、今後個人消費を活性化させるためには、日本の社会保障制度を持続可能なものに再構築し、国民が漠然と抱いている将来への不安感を払拭することが急務である。

給付の抑制などの社会保障制度改革は、恩恵を受ける国民にとっては耳の痛い、選挙で選ばれる政府にとっては敬遠したい話題であるが、安倍政権には将来に向けた英断が求められると言えるだろう。

**図表 8：老後の生活資金計画と家計貯蓄率**



(注) 貯蓄率は、家計調査の「黒字率」。高齢化の要因は、貯蓄率を推計して求めた。推計式は以下の通り。

$$\text{貯蓄率} = 18.01 - 0.75 \times \text{高齢化率} + 0.16 \times \text{将来への不安} + 0.01 \times \text{家計資産} (-2)$$

高齢化率、家計資産要因は1%有意、将来への不安要因は5%有意。

将来への不安は、金融資産の保有目的を「老後の生活資金」と回答した割合。

(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 9 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.8 0.7	1.9 0.1	0.4 0.5	1.1 0.4	1.3 1.2	0.6 0.8	-0.9	0.8	0.7	0.7
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.2	19.8	20.2	20.4	21.0	21.4	8.7	17.7	20.7	23.0
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.2	0.7	2.8	-0.0	0.1	0.9
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	-0.01	-0.15	-0.25	-0.25	-0.25	0.46	0.26	-0.22	-0.25

(注) 予測値は原則として大和総研・第189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