

日本経済の現状と展望

2016年8月31日

株式会社大和総研
執行役員 調査本部 副本部長
チーフエコノミスト
熊谷亮丸

ポイント

I. Brexitが日本経済に与える影響は？

II. 中国「バブル」崩壊のリスクをどう見るか？：「短期＝楽観。中長期＝悲観」

III. 日本経済のメインシナリオ：緩やかな景気回復を想定

- ・日本経済はメインシナリオとして緩やかな景気回復を見込むが、海外発の景気下振れリスクは残存
- 一 国内では、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③安倍政権による経済対策の策定等が好材料となる一方で、中国を中心とした海外経済の下振れ懸念は残存

IV. アベノミクスの成果と課題：労働システム改革が最大のカギ

- ・「社会保障制度の抜本的な改革」や「第三の矢(成長戦略)」の強化などが課題
- ・分配面では、非製造業、中小企業、地方の方々、若年層(子育て世代)などへのきめ細かい配慮が必要

V. 日本経済のリスク要因

- ① 中国経済の下振れ
- ② 米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
- ③ 地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」の進行
- ④ イギリスのEUからの離脱や欧州金融機関のデレバレッジ

VI. 金融市場の展望

実質GDP成長率:16年度=+0.9%、17年度=+0.9%

<<日本経済>>：(2016年8月19日)

	前年比 (%)				前年同期比 (%)							
	FY14	FY15	FY16(e)	FY17(e)	FY14		FY15		FY16		FY17	
					上期	下期	上期	下期	上期(e)	下期(e)	上期(e)	下期(e)
実質GDP	▲0.9	0.8	0.9	0.9	▲0.9	▲1.0	1.3	0.4	0.5	1.3	1.2	0.5
内需寄与度	▲1.6	0.8	1.0	0.6	▲1.0	▲2.1	1.0	0.4	0.5	1.5	1.0	0.2
外需寄与度	0.6	0.1	▲0.1	0.2	0.3	1.3	0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.2	0.1	0.2
民間消費	▲2.9	▲0.2	0.6	0.6	▲2.6	▲3.1	0.2	▲0.6	0.3	0.8	0.5	0.6
民間住宅投資	▲11.7	2.4	4.9	▲3.0	▲7.6	▲15.5	1.3	3.4	6.1	3.7	▲4.4	▲1.7
民間設備投資	0.1	2.1	0.1	1.1	1.0	▲0.8	2.0	2.1	0.5	▲0.3	1.0	1.3
政府最終消費	0.1	1.6	1.9	1.7	▲0.2	0.4	1.2	1.9	2.3	1.6	1.5	1.9
公共投資	▲2.6	▲2.7	7.9	▲3.3	▲1.5	▲3.3	0.6	▲5.0	▲1.6	15.1	11.5	▲12.8
財・サービスの輸出	7.9	0.4	0.1	4.6	6.5	9.2	2.5	▲1.7	▲0.8	0.9	4.4	4.8
財・サービスの輸入	3.4	▲0.0	0.7	4.0	5.5	1.4	1.2	▲1.2	▲0.7	2.1	4.2	3.8
名目GDP	1.5	2.2	1.6	1.3	1.2	1.8	2.9	1.6	1.2	2.0	1.8	0.9
名目民間消費	▲0.8	▲0.4	0.1	0.9	▲0.1	▲1.6	0.1	▲0.9	▲0.4	0.6	0.9	0.9
名目民間設備投資	1.5	2.5	▲0.3	2.2	2.5	0.7	3.1	2.0	▲0.5	▲0.1	2.1	2.3
全産業活動指数	▲1.1	0.9	0.6	1.1	▲0.9	▲1.2	1.4	0.1	0.2	1.0	1.1	1.2
鉱工業生産	▲0.5	▲1.0	0.1	2.0	1.2	▲2.0	▲0.6	▲2.2	▲0.9	1.2	2.0	2.1
第3次産業活動指数	▲1.1	1.3	0.7	0.9	▲1.4	▲0.8	1.9	0.7	0.5	0.9	0.9	0.9
コアCPI	2.8	▲0.0	▲0.1	0.8	3.2	2.4	0.0	▲0.0	▲0.4	0.1	0.7	0.9
国内CGPI	2.8	▲3.2	▲2.2	0.6	4.2	1.4	▲2.9	▲3.6	▲3.6	▲0.7	0.7	0.5
GDPデフレーター	2.4	1.4	0.7	0.5	2.2	2.7	1.6	1.2	0.7	0.7	0.6	0.3
ドル/円レート	109.9	120.1	103.2	101.5	103.0	116.8	121.8	118.4	104.8	101.5	101.5	101.5
原油価格 (WTI)	80.5	45.0	44.8	44.5	100.1	60.9	52.2	37.9	45.1	44.5	44.5	44.5

(出所) 各種統計より大和総研作成

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					
		0%	▲5%	▲10%	▲15%	▲20%	▲25%
ドル円増価率	0%	▲0.85%	▲0.88%	▲0.91%	▲0.94%	▲0.96%	▲0.99%
	5%	▲0.90%	▲0.92%	▲0.95%	▲0.98%	▲1.01%	▲1.04%
	10%	▲0.94%	▲0.97%	▲1.00%	▲1.03%	▲1.06%	▲1.09%
	15%	▲0.99%	▲1.02%	▲1.05%	▲1.08%	▲1.11%	▲1.14%
	20%	▲1.05%	▲1.08%	▲1.11%	▲1.14%	▲1.17%	▲1.20%

ケース②:IMFの試算等を考慮したケース

		TOPIX騰落率					
		0%	▲5%	▲10%	▲15%	▲20%	▲25%
ドル円増価率	0%	▲0.07%	▲0.09%	▲0.12%	▲0.15%	▲0.18%	▲0.21%
	5%	▲0.12%	▲0.15%	▲0.17%	▲0.20%	▲0.23%	▲0.26%
	10%	▲0.17%	▲0.20%	▲0.23%	▲0.26%	▲0.28%	▲0.31%
	15%	▲0.23%	▲0.26%	▲0.28%	▲0.31%	▲0.34%	▲0.37%
	20%	▲0.29%	▲0.32%	▲0.35%	▲0.38%	▲0.41%	▲0.44%

(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（世界の实質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（世界の实質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

Brexitによる住宅価格下落、イタリア不良債権問題は、他の問題が起きなければ影響は軽微

Brexitの影響で英国不動産価格が急落した際の、金融市場を通じた世界経済への影響

	デレバレッジ割合	英国銀行の貸し出し変化額			英GDP 変化割合	世界GDP 変化割合	日本GDP 変化割合
		合計	国内	海外			
		Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR			
Brexitで英国不動産価格急落 (英国銀行でデレバレッジ発生)	30%	-35	-19	-15	-0.25	-0.03	-0.02
	50%	-58	-32	-25	-0.41	-0.05	-0.04
	100%	-114	-64	-50	-0.81	-0.10	-0.07

(出所) EBA資料、BOE資料、BIS統計等より大和総研作成

(注1) 貸出額は、BISのConsolidated banking statisticsのうち、Foreign ClaimsとDomestic Claimsの額を使用。

(注2) Brexitの影響で、英国不動産価格がリーマン・ショック時並みに下落するケースを想定。その後、自己資本比率を改善させるためにデレバレッジが起こる場合の試算値。

イタリアで大規模な不良債権処理が行われた際の、金融市場を通じた世界経済への影響

	デレバレッジ割合	イタリアの銀行の貸し出し変化額			伊GDP 変化割合	世界GDP 変化割合	日本GDP 変化割合
		合計	国内	海外			
		Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR			
イタリア不良債権処理 (イタリアの銀行でデレバレッジ発生)	30%	-73	-56	-17	-0.64	-0.04	-0.03
	50%	-117	-90	-27	-1.02	-0.07	-0.05
	100%	-224	-172	-52	-1.95	-0.13	-0.09

(出所) EBA資料、BIS統計等より大和総研作成

(注1) 貸出額は、BISのConsolidated banking statisticsのうち、Foreign ClaimsとDomestic Claimsの額を使用。

(注2) イタリアで不良債権処理が行われ、自己資本が毀損。その後、CET 1 ratioを他国銀行並みに改善させるためにデレバレッジが起こる場合の試算値。

欧州金融機関に大きな負荷が生じた場合、 世界GDPは最大2.7%、日本のGDPは最大1.9%減少

欧州金融機関に負荷が生じた際の、金融市場を通じた世界経済への影響

		デレバレッジ 割合	貸し出し変化額			世界GDP 変化割合	日本GDP 変化割合
			合計	国内	海外		
			Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR		
欧州金融機関に過度な負荷が生じたケース (EBAストレステストの adverse scenarioを想定。)	シナリオ①	100%	-3,453	-2,310	-1,142	-2.7	-1.9
	自己資本比率を	50%	-1,882	-1,259	-623	-1.5	-1.0
	2015年末の水準まで回復	30%	-1,224	-818	-405	-1.0	-0.7
	シナリオ②	100%	-2,034	-1,361	-674	-1.6	-1.1
	自己資本比率改善幅が	50%	-1,068	-714	-354	-0.8	-0.6
	シナリオ①の半分	30%	-671	-448	-222	-0.5	-0.4
	シナリオ③	100%	-1,118	-747	-370	-0.9	-0.6
	自己資本比率改善幅が	50%	-573	-383	-190	-0.4	-0.3
	シナリオ①の1/4	30%	-353	-236	-117	-0.3	-0.2

(出所) EBA資料、BIS統計等より大和総研作成

(注1) 貸出額は、BISのConsolidated banking statisticsのうち、Foreign ClaimsとDomestic Claimsの額を使用。

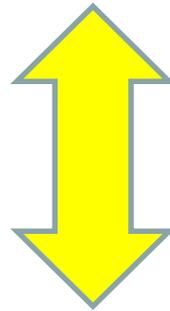
(注2) EBAストレステスト(2016年)では、①グローバル金融市場におけるリスクプレミアム拡大の巻き戻し、②低成長、低金利環境の継続に伴う銀行、保険業界の収益悪化、③公的機関、非金融民間企業の債務懸念の増幅、④急速に拡大するシャドバンキング部門への波及、という負荷が想定されている。

(注3) シナリオ①では、EBAストレステスト(2016年)のadverseシナリオにおける2018年末自己資本比率を、2015年末自己資本比率程度まで改善させるケースを想定。シナリオ②では、CET 1 ratioの改善幅がシナリオ①の半分、シナリオ③では1/4になるケースを想定。

中国経済を取り巻く環境(イメージ)

◎金融面での過剰: 1000兆円弱?

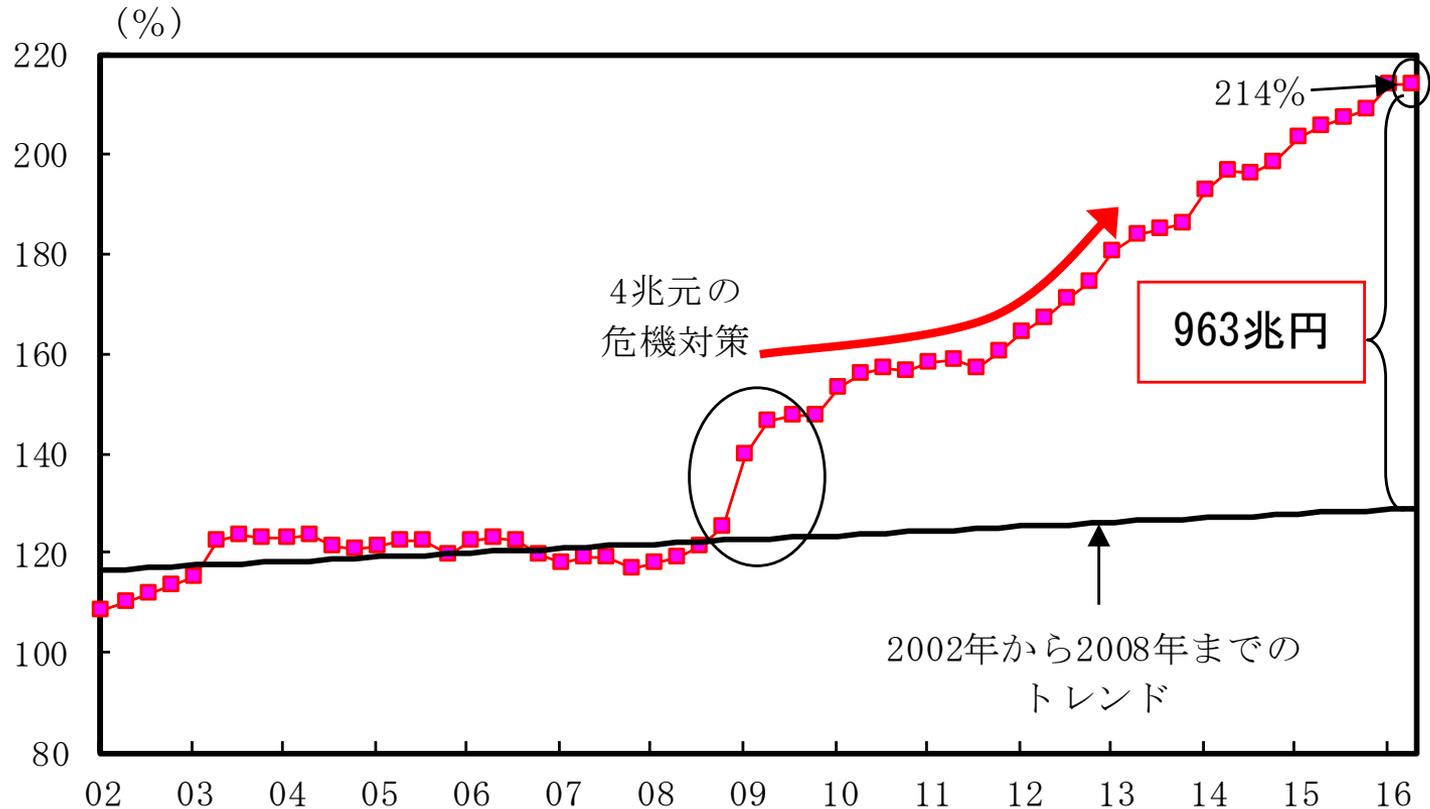
◎設備ストックの過剰: 550兆円以上?



◎財政出動余地: 600~800兆円?

中国：融資は約1000兆円弱過剰

中国の社会融資総量残高GDP比

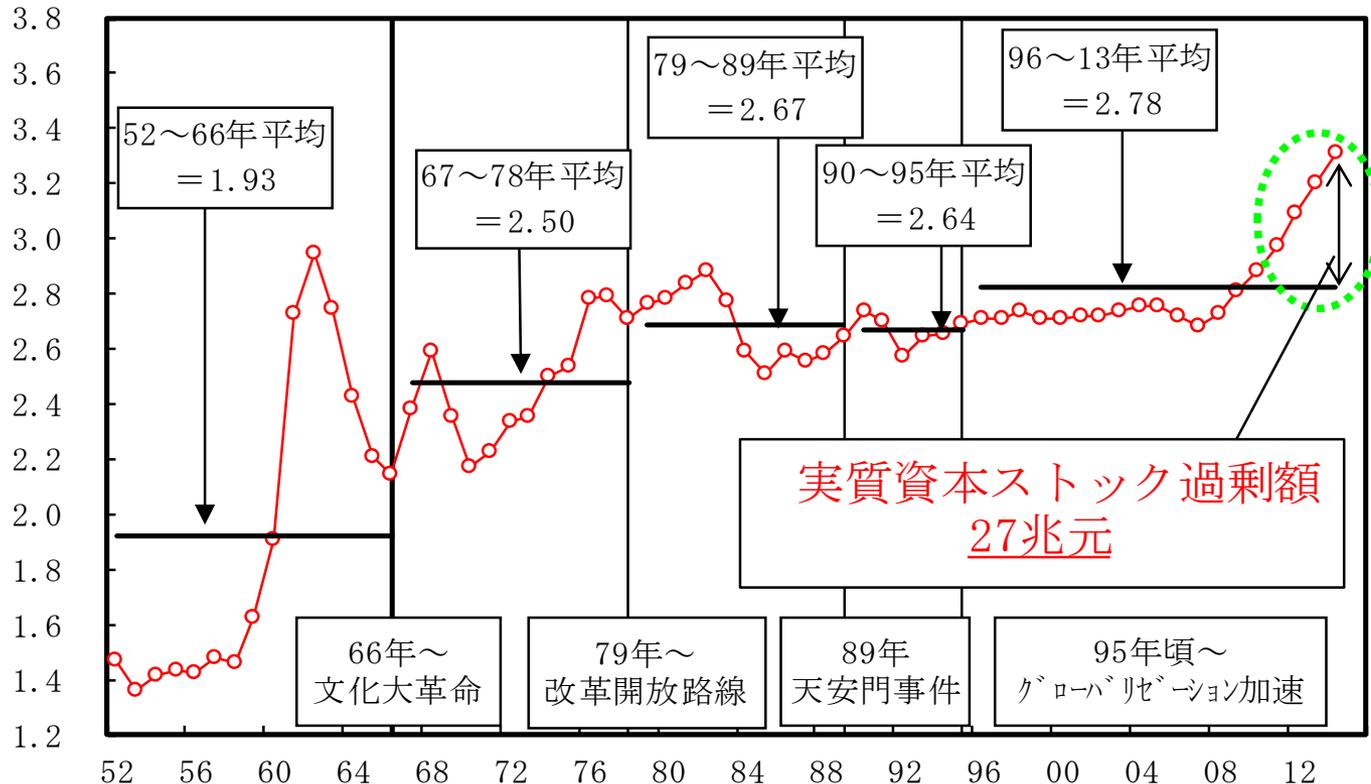


(注) 2001年12月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。

(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：資本ストックは550兆円以上過剰

中国：資本係数の推移



(注1) 資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。

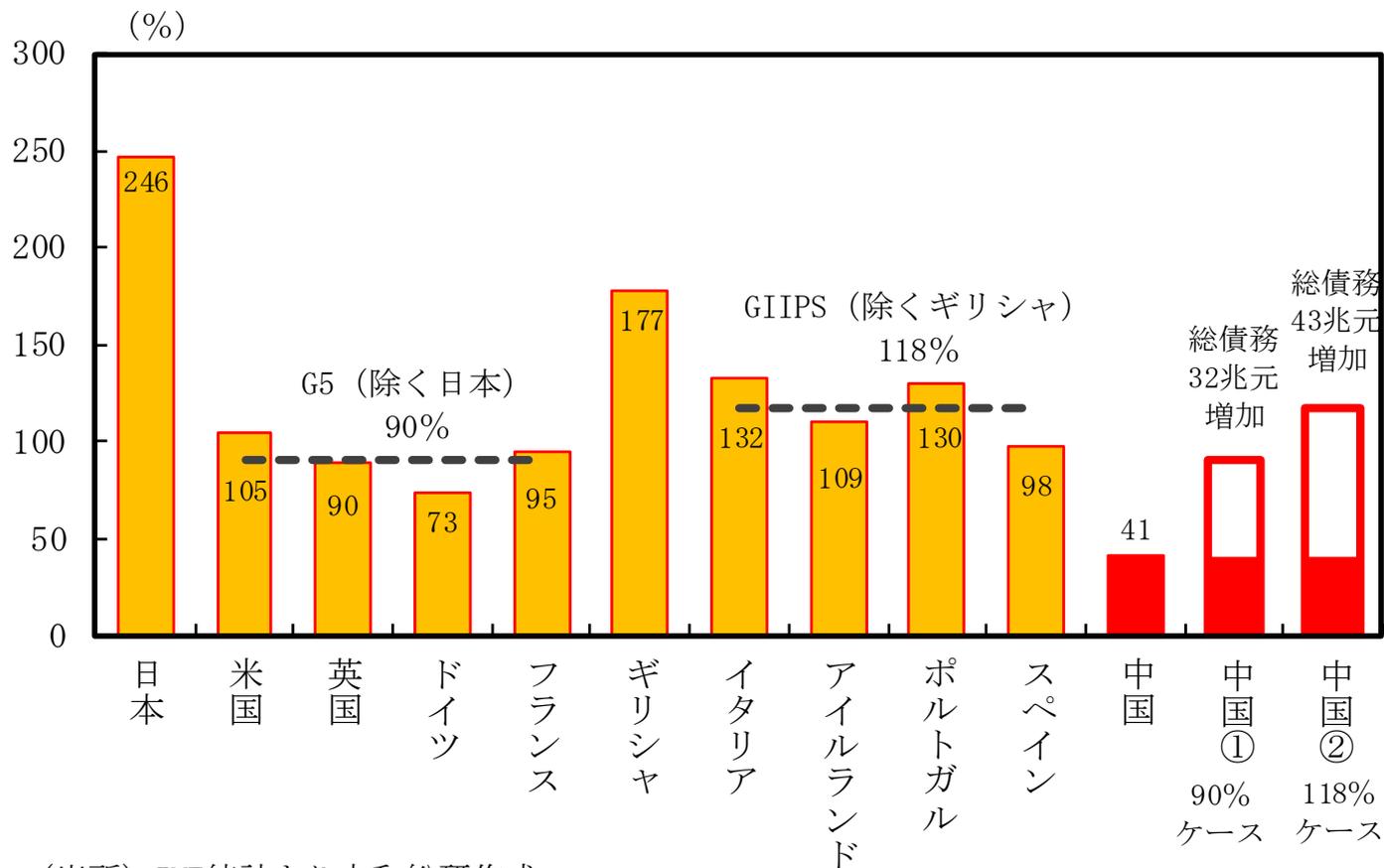
(年)

(注2) 実質資本ストック、実質GDPともに2010年価格。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

中国：財政出動余地は600～800兆円規模

一般政府債務残高比率(2014年)



(出所) IMF統計より大和総研作成

中国経済のシナリオ

中国のGDP成長率見通し

(前年比、%)

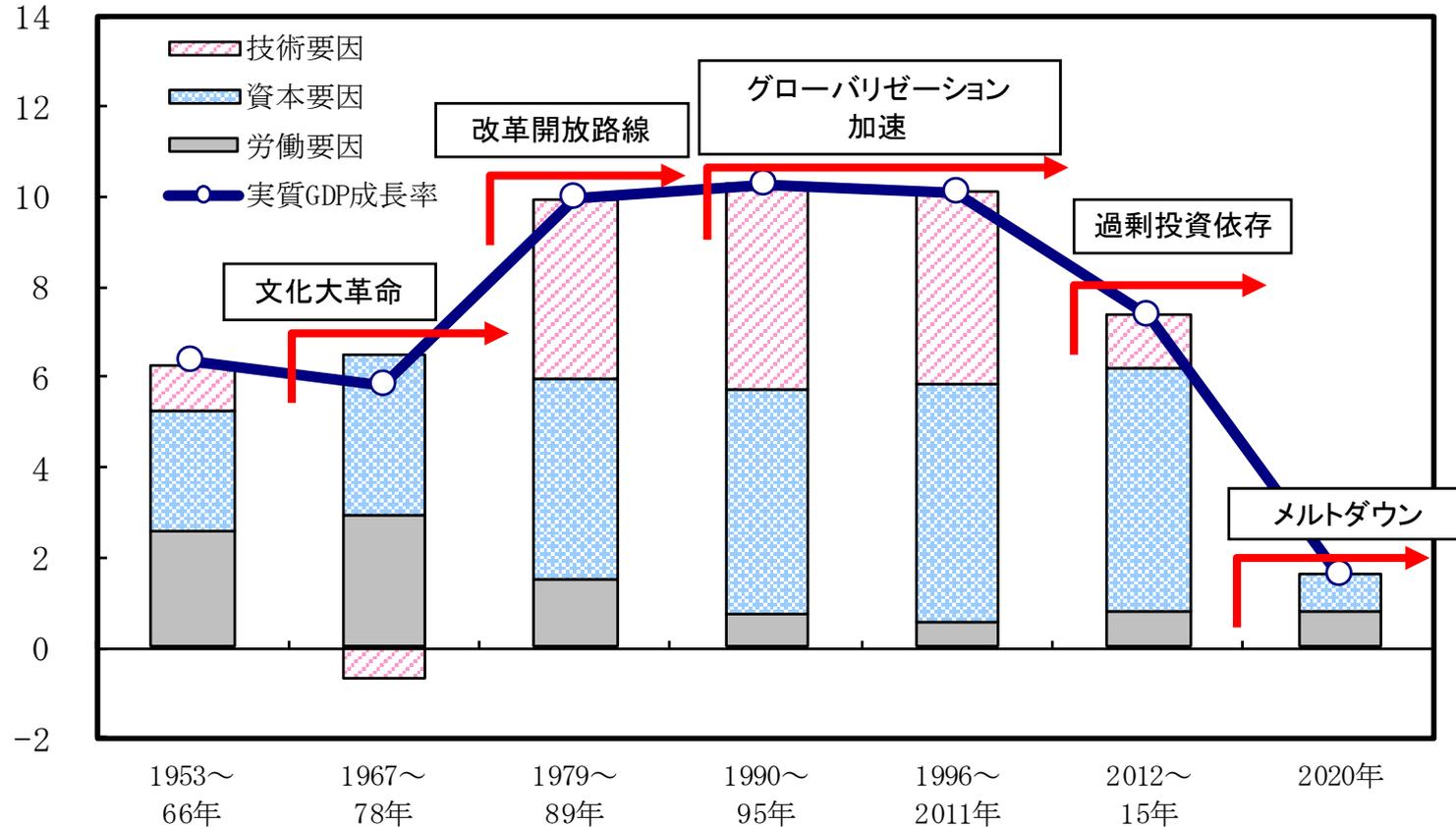
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
①標準シナリオ	7.0	6.8	6.6	6.5	6.5	6.3
②「資本ストック調整」シナリオ	6.8	2.8	0.7	0.9	1.2	3.2
③「メルトダウン」シナリオ	6.8	0.0	-4.4	-8.4	-3.6	-1.7

(出所) 大和総研作成

③「メルトダウン」シナリオ：潜在成長率が1.6%まで低下

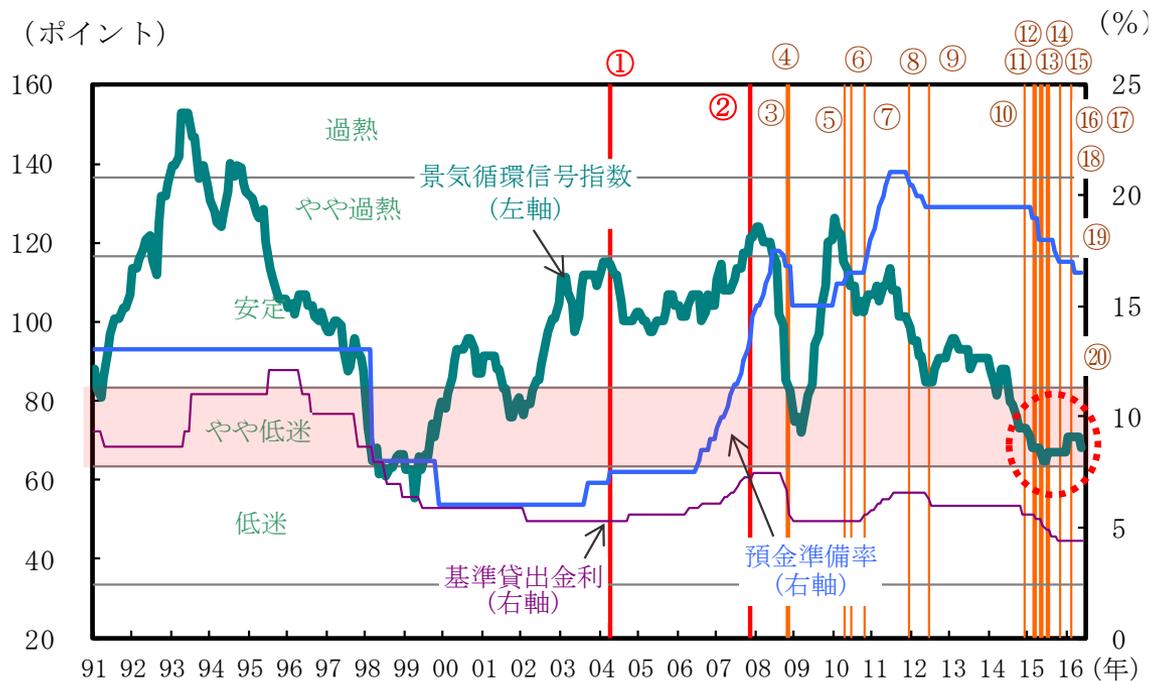
中国：実質GDP成長率の要因分解

(実質GDP成長率：年率%)



- (備考) 1. 1966=文化大革命、1978改革・開放路線開始、1989年=天安門事件。
 2. CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成。

中国:短期的にはカンフル剤で景気を下支え

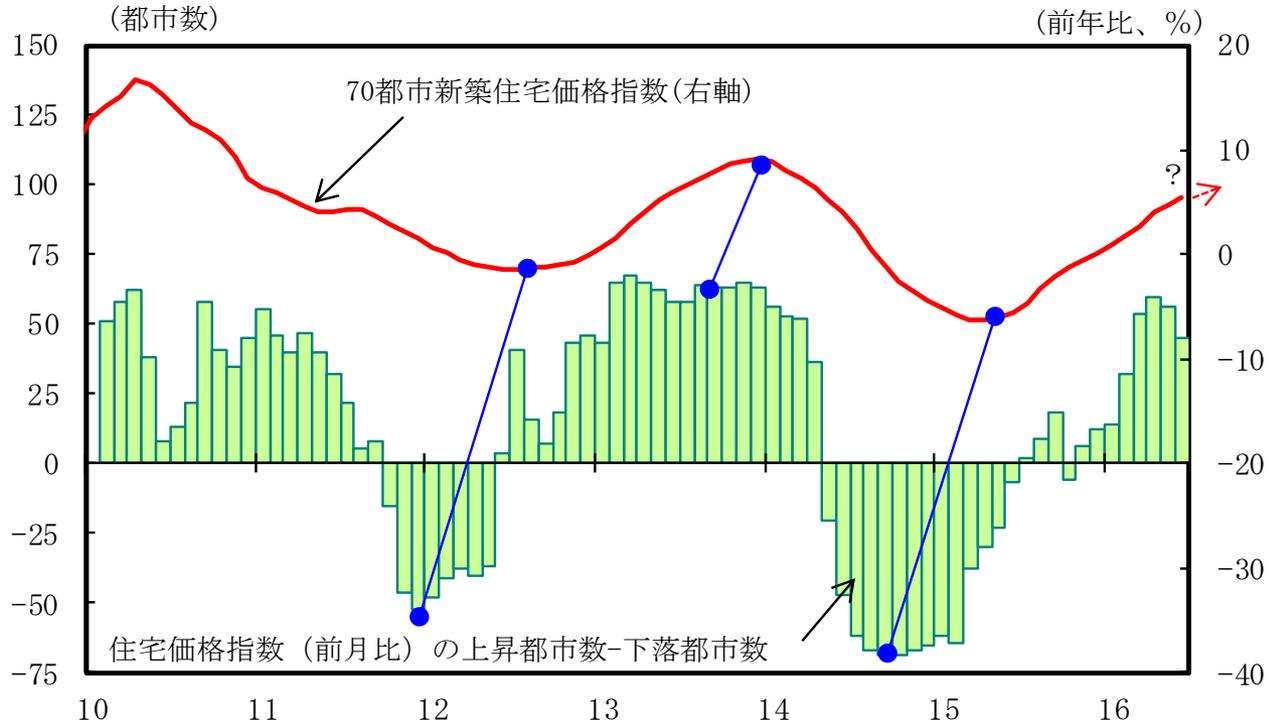


(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

- ①2004/4 総量規制強化
- ②2007/10 総量規制強化
- ③2008/10 総量規制緩和
- ④2008/11 4兆元の財政政策を発表
- ⑤2010/4 不動産規制強化
- ⑥2010/6 人民元の弾力化
- ⑦2010/10~2011/7 利上げ
- ⑧2011/12 預金準備率引き下げ
- ⑨2012/6 利下げ
- ⑩2014/11 利下げ
- ⑪2015/2 預金準備率引き下げ
- ⑫2015/3 利下げ
- ⑬2015/4 預金準備率引き下げ
- ⑭2015/5 利下げ
- ⑮2015/6 利下げ
- ⑯2015/6 預貸率上限撤廃
- ⑰2015/7 株価維持策実施
- ⑱2015/8 預金準備率引き下げ、利下げ
- ⑲2015/10 預金準備率引き下げ、利下げ
- ⑳2016/2 預金準備率引き下げ

中国:住宅価格は一旦底入れ

中国の70都市新築住宅価格指数

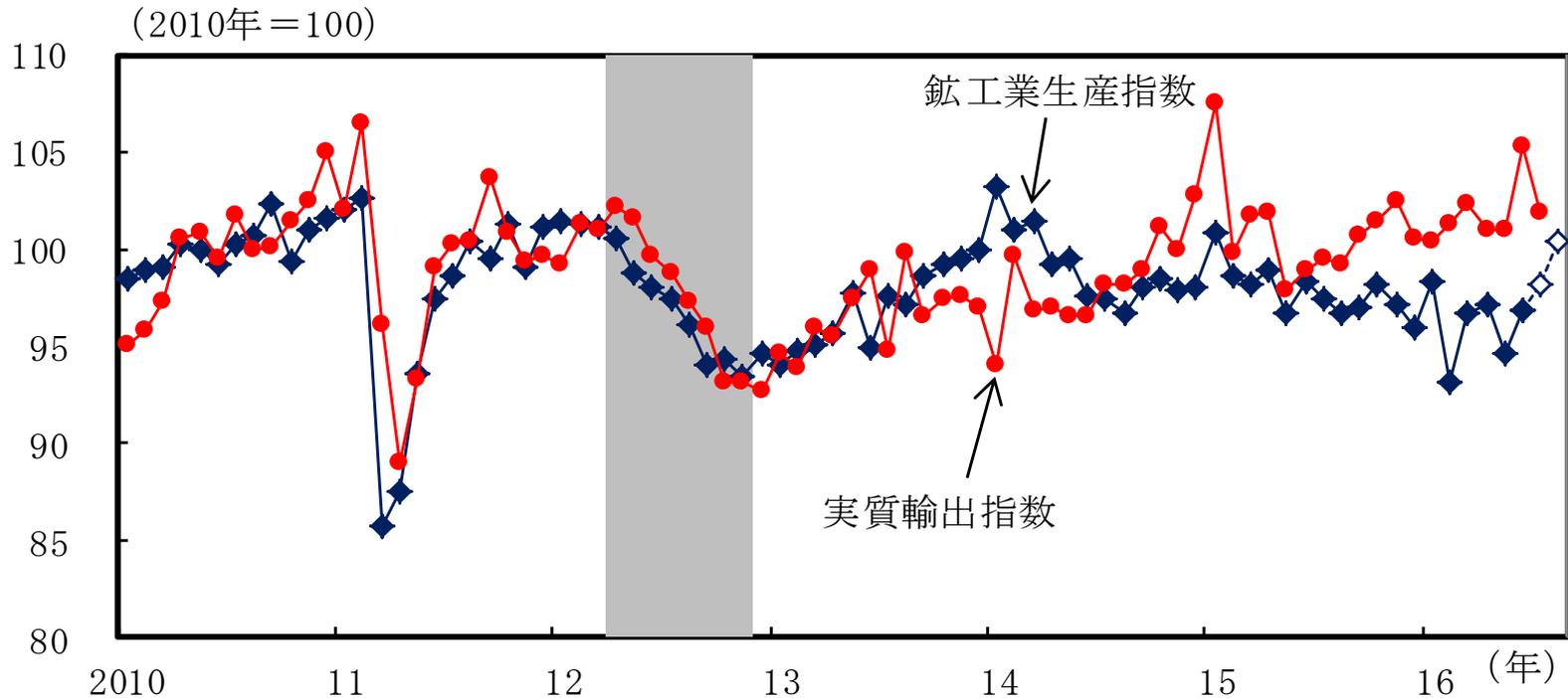


(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。

(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

日本経済には「踊り場」脱却の兆し？

実質輸出と鉱工業生産

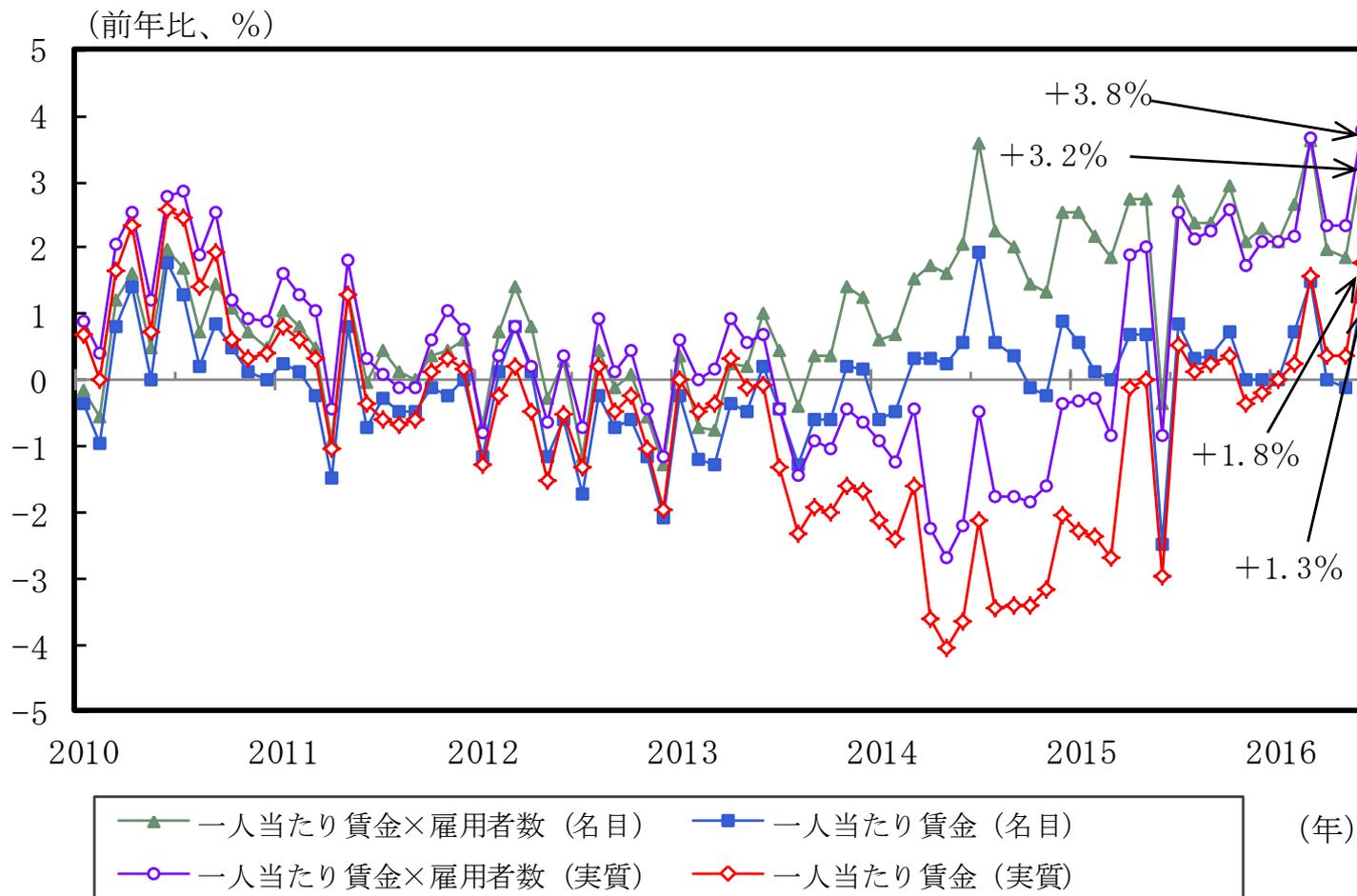


(注) シャドーは景気後退期。鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

好材料①: 実質賃金はプラスに転換

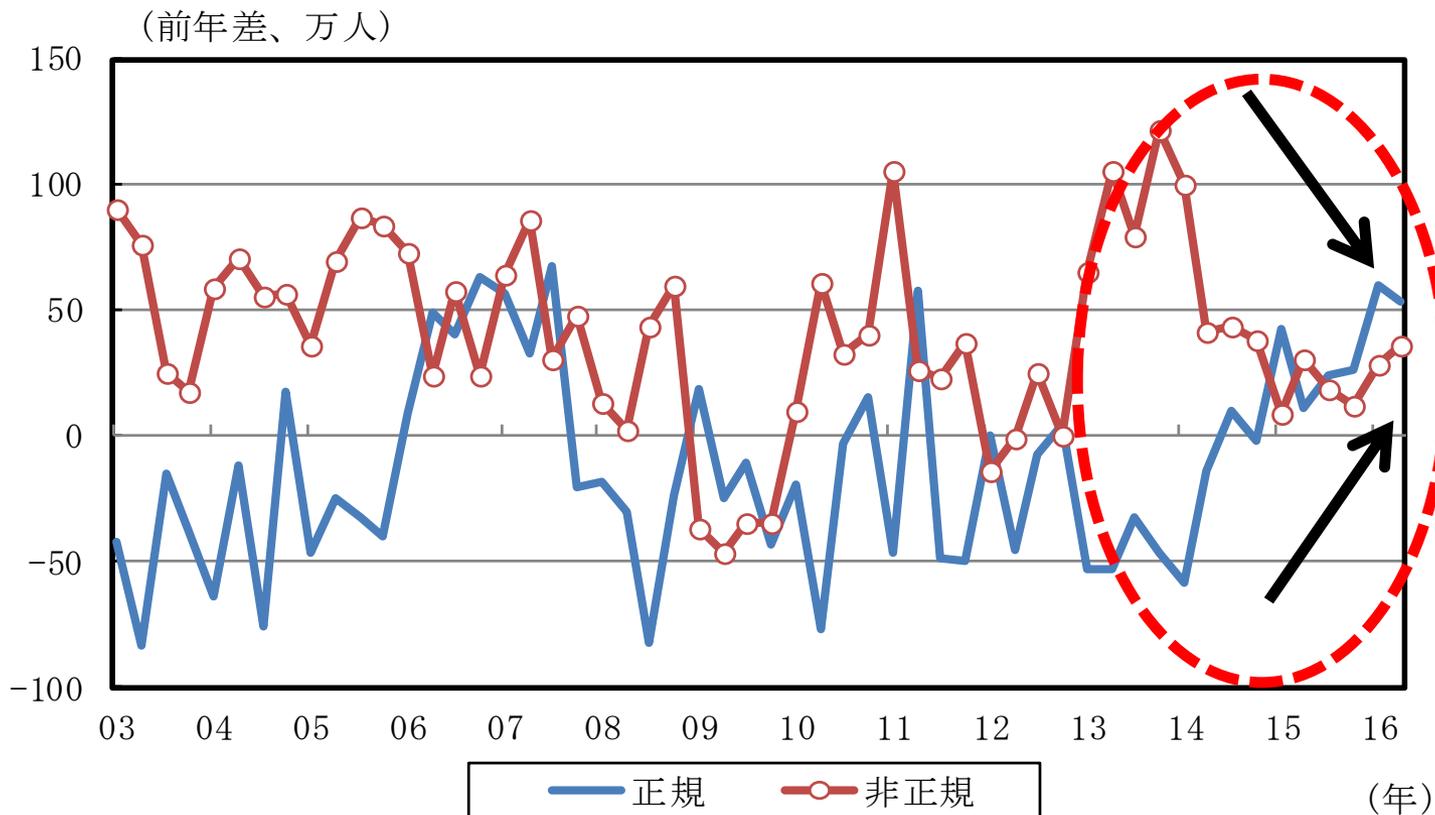
一人当たり賃金とマクロの賃金



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

正規雇用者と非正規雇用者の推移

正規雇用者と非正規雇用者の推移



(出所) 総務省統計より大和総研作成

好材料②：原油安が日本経済を下支え

原油価格の変動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	2015年度	0.69	1.11	2.64	2.88	0.47	3.51	3.16	2.45	0.49
	2016年度	0.85	1.28	2.98	4.04	0.66	4.43	4.23	3.35	0.16
	2017年度	0.90	1.32	3.35	4.66	0.73	4.78	4.77	3.84	0.05
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	0.34	0.59	1.32	1.15	0.24	1.72	1.22	0.88	0.27
	2016年度	0.51	0.84	1.72	2.07	0.42	2.66	2.09	1.57	0.18
	2017年度	0.56	0.88	1.96	2.57	0.49	2.97	2.50	1.93	0.05

		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	2015年度	2.87	-19.21	-2.27	-3.18	-1.30	1.37	0.71	0.79
	2016年度	3.90	-24.17	-3.11	-4.39	-1.65	1.75	0.93	1.01
	2017年度	4.38	-25.81	-3.45	-4.95	-1.70	1.91	1.04	1.13
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	1.13	-9.07	-1.14	-1.57	-0.72	0.65	0.32	0.37
	2016年度	1.97	-14.55	-1.99	-2.76	-1.11	1.02	0.52	0.58
	2017年度	2.35	-16.41	-2.34	-3.29	-1.20	1.15	0.61	0.67

(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。

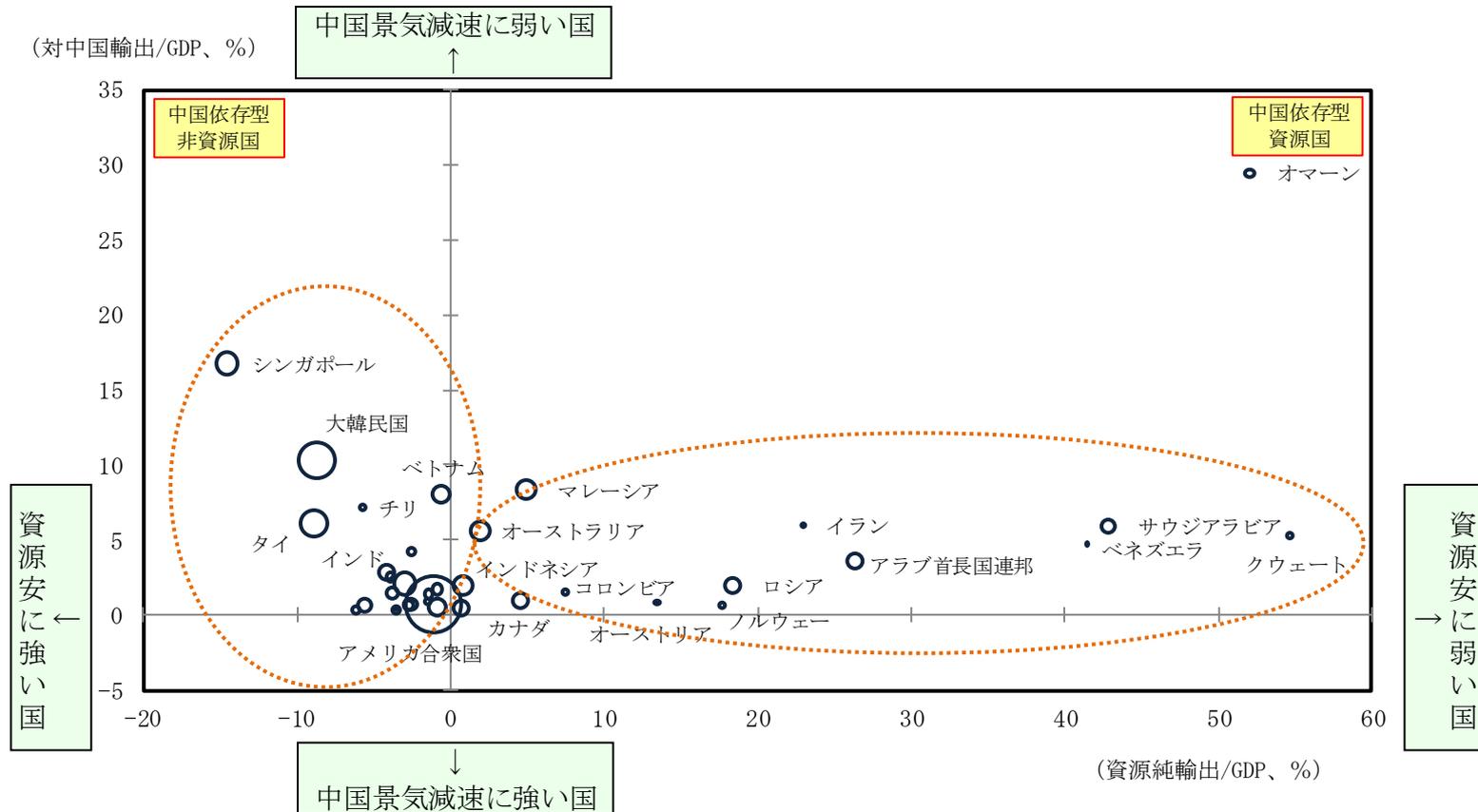
(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

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

日本の主要輸出相手は非資源国が多い

世界各国の中国経済と資源価格からの影響の受けやすさ



(注) サウジアラビアとベネズエラの資源純輸出は2013年、イランの資源純輸出は2011年、その他は2014年。

(出所) IMF、UN、財務省統計統計より大和総研作成

好材料③: 安倍政権による経済対策

「未来への投資を実現する経済対策」の中身と財政規模

	事業規模	財政措置	国・地方の歳出	
			国・地方の歳出	財政投融资
I. 一億総活躍社会の実現の加速	3.5兆円程度	3.4兆円程度	2.5兆円程度	0.9兆円程度
II. 21世紀型のインフラ整備	10.7兆円程度	6.2兆円程度	1.7兆円程度	4.4兆円程度
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性などのリスクへの対応並びに中小企業・小規模事業者及び地方の支援	10.9兆円程度	1.3兆円程度	0.6兆円程度	0.7兆円程度
IV. 熊本地震や東日本大震災からの復興や安全・安心、防災対応の強化	3.0兆円程度	2.7兆円程度	2.7兆円程度	0.0兆円程度
合計	28.1兆円程度	13.5兆円程度	7.5兆円程度	6.0兆円程度

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

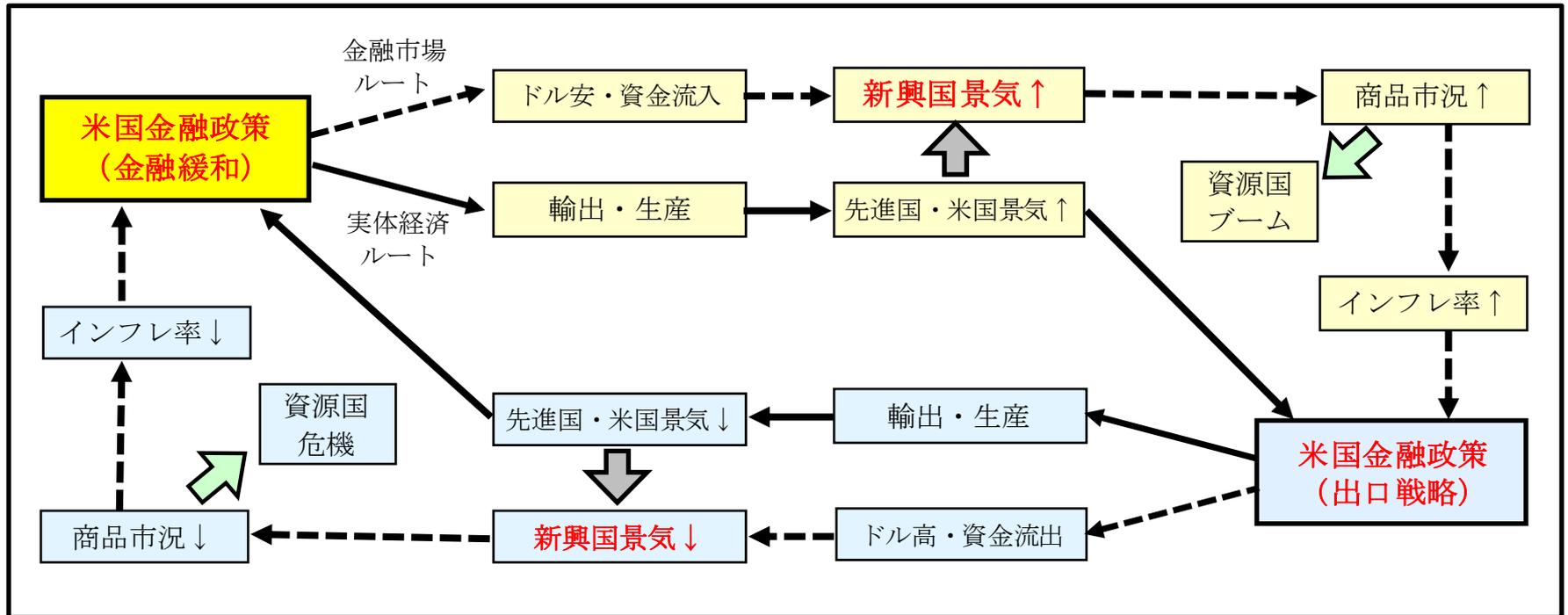
2016 年度補正予算の見込みとGDP 押し上げ効果

	2016年度補正予算	GDP 押し上げ効果
I. 一億総活躍社会の実現の加速	0.5兆円前後	0.0%程度
II. 21世紀型のインフラ整備	1.5兆円前後	0.1%程度
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性などのリスクへの対応並びに中小企業・小規模事業者及び地方の支援	0.5兆円前後	0.0%程度
IV. 熊本地震や東日本大震災からの復興や安全・安心、防災対応の強化	2兆円前後	0.1%程度
合計	4.5兆円程度	0.2%程度

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

米国を中心とした「世界経済サイクル」

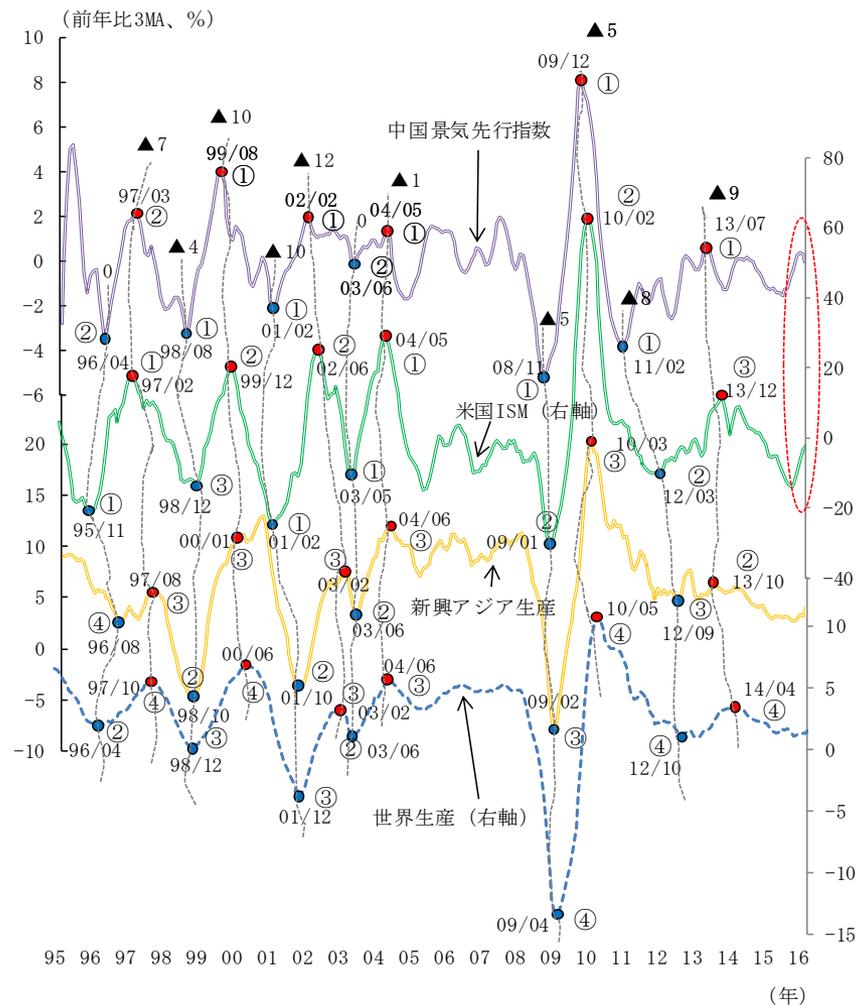
米国を中心とした世界経済のサイクル



(出所) 大和総研作成

世界生産の先行指標に改善の動き

世界生産に先行する中国景気先行指数と米国 ISM 製造業景況感指数



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

日本企業の「七重苦」

①円高

②自由貿易の遅れ

③環境規制

④労働規制

⑤高い法人税

⑥電力不足・電力価格の上昇

⑦日中関係の悪化

「追い出し5点」セット

従来の「アベノミクス」の3本の矢

①大胆な金融政策

②機動的な財政政策

【課題】

- ・社会保障制度の抜本的改革などによる財政規律の維持
—「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」)

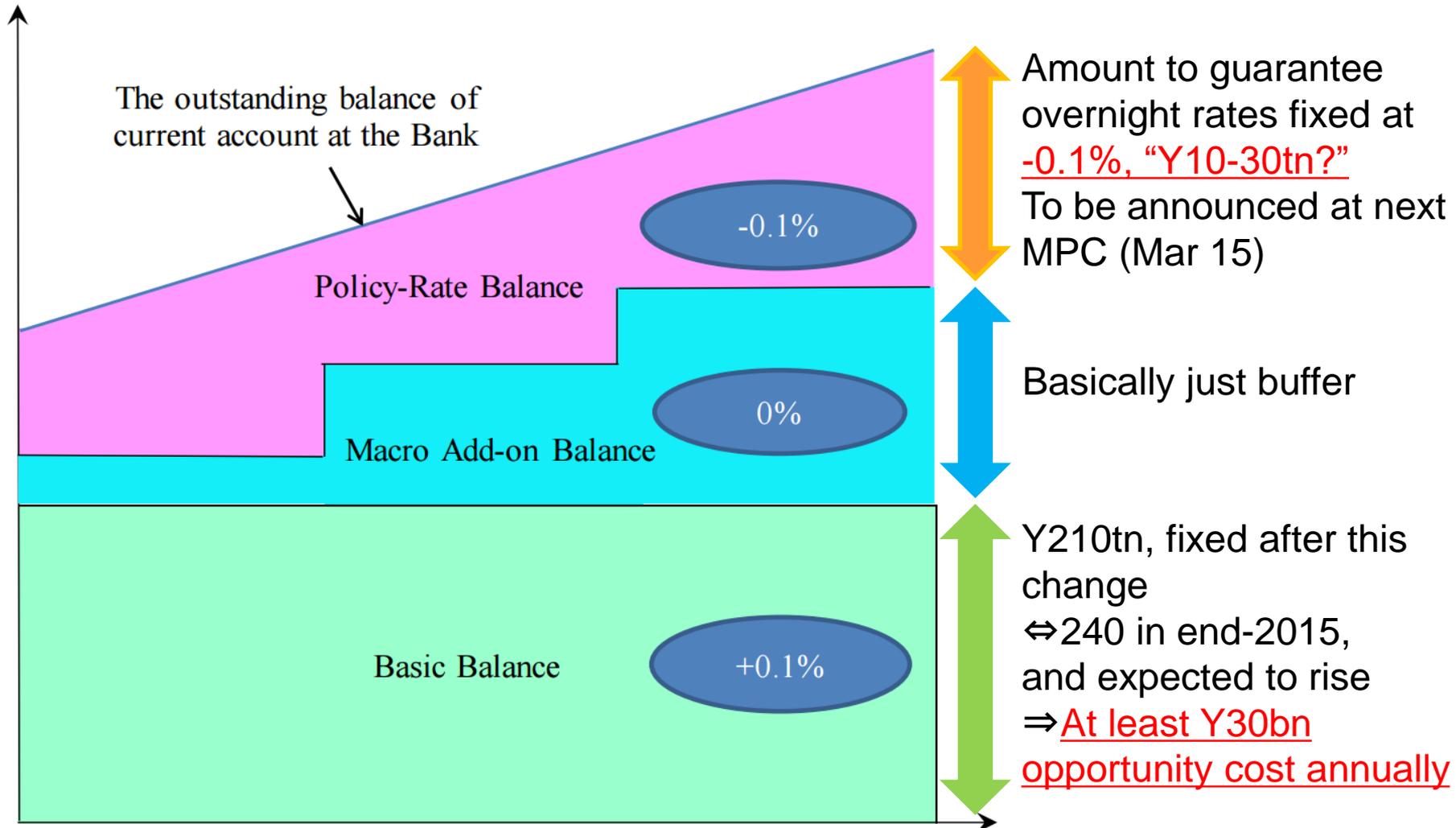
③民間投資を喚起する成長戦略

【課題】

- ・中長期的な経済体質の改善・構造改革
—(1)「岩盤規制」の緩和、(2)法人税の実効税率引き下げ
等への取り組みが必要

Introduction of Negative Interest

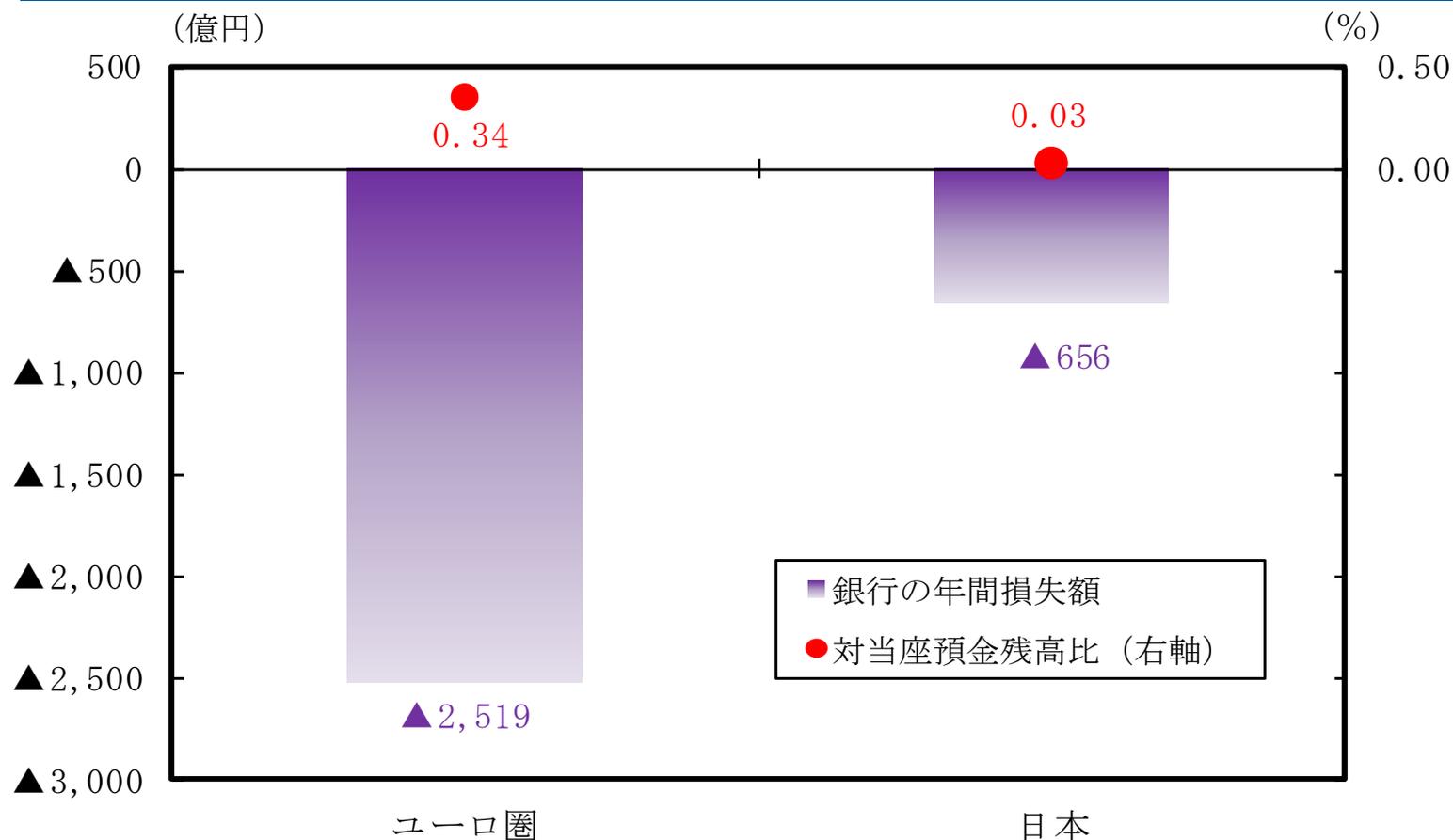
Interest Paid on Reserve



Source: BOJ "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with a Negative Interest Rate" (Jan 29, 2016), DIR

日本：マイナス金利による銀行の損失は限定的？

マイナス金利が適用される中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額



(出所) Haver Analytics、ECB、日本銀行統計より大和総研作成

日本：マイナス金利の影響

マイナス金利が金融機関、企業、家計に与える影響試算

金融機関	企業	家計
中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額（億円）		
▲656	-	-
金融機関による日銀への国債売却額の変化（億円）		
25,408	-	-
預金金利の低下（億円）		
1,212	▲555	▲657
貸出金利、住宅ローン金利の低下（億円）		
▲11,552	4,107	8,419
影響（億円）		
14,412	3,553	7,761

(注1) 金融機関による日銀への国債売却益は、マイナス金利の導入がなかったと仮定した場合との価格変化で算出

(注2) 当初一年間の影響についての試算値。なお、試算結果については幅を持つてみる必要がある

(注3) 預金金利、貸出金利、住宅ローン金利の低下による影響は2016年3月末時点の残高に対して1/28時点からの変化幅を掛けて算出

【前提条件】

預金金利 企業向け…▲0.03%、家計向け…▲0.02% 貸出金利 ▲0.15%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.79%、変動・固定ミックス…▲0.34%

(出所) 日本銀行統計等より大和総研作成

アベノミクスが抱える課題

- ① 社会保障制度の改革などによる、中長期的な財政規律の維持
- ② 経済体質の改善・構造改革（従来の第三の矢）
- ③ 家計部門の所得を改善

何故、賃金が低迷しているのか？

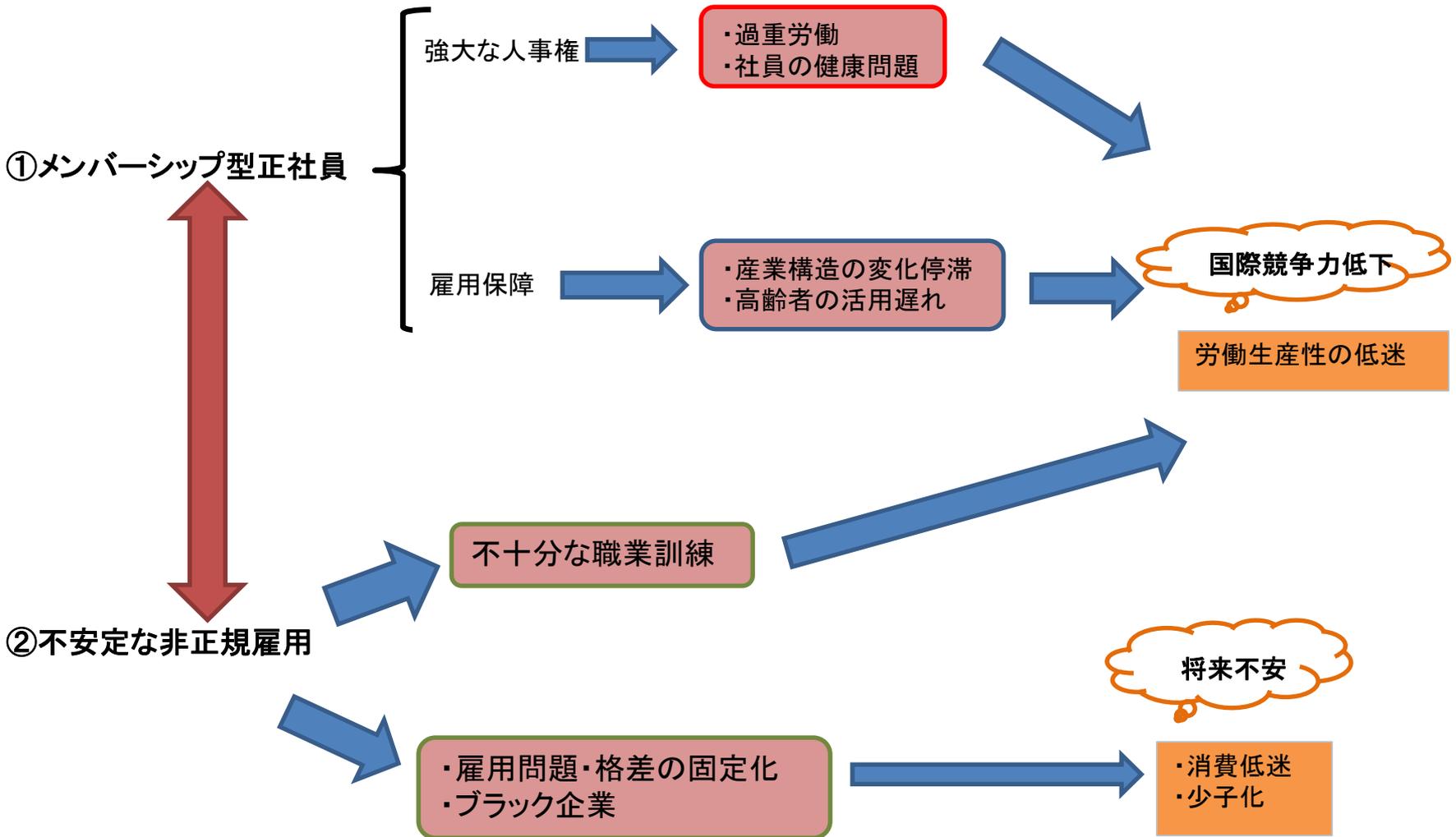
時間当たり実質賃金の要因分解

(2000年から2009年の上昇率の平均値、%)		日本	米国	ドイツ
時間当たり実質賃金		▲ 0.5	1.3	0.2
①労働生産性		0.7	2.0	1.2
②企業の競争力等		▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.7
③労働分配率		▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3

(出所)内閣府、BEA、BundesBank、EU KLEMS統計より大和総研作成

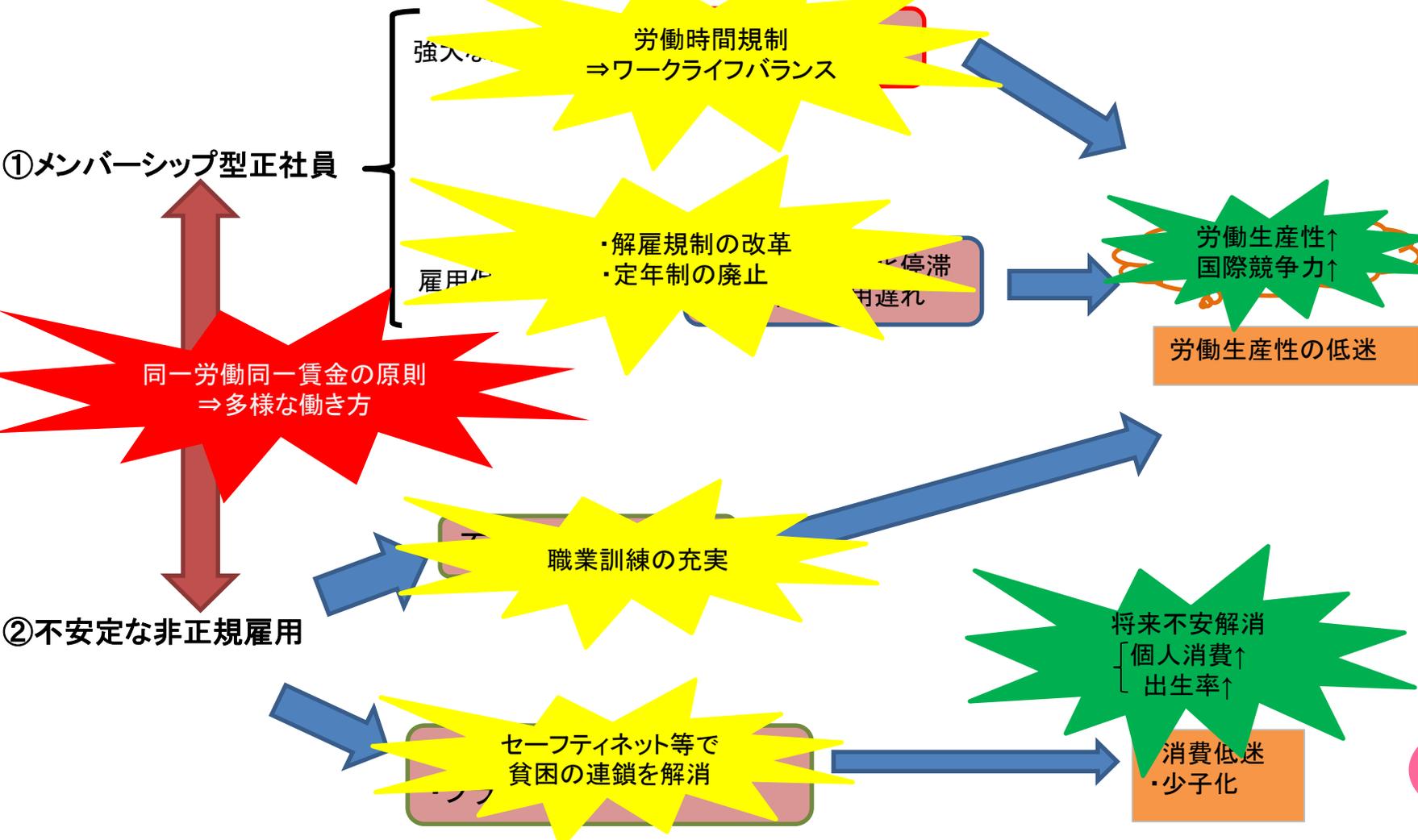
日本の労働システムの問題点

<労働市場の二極化>



労働システム改革の全体像

<労働市場の二極化>

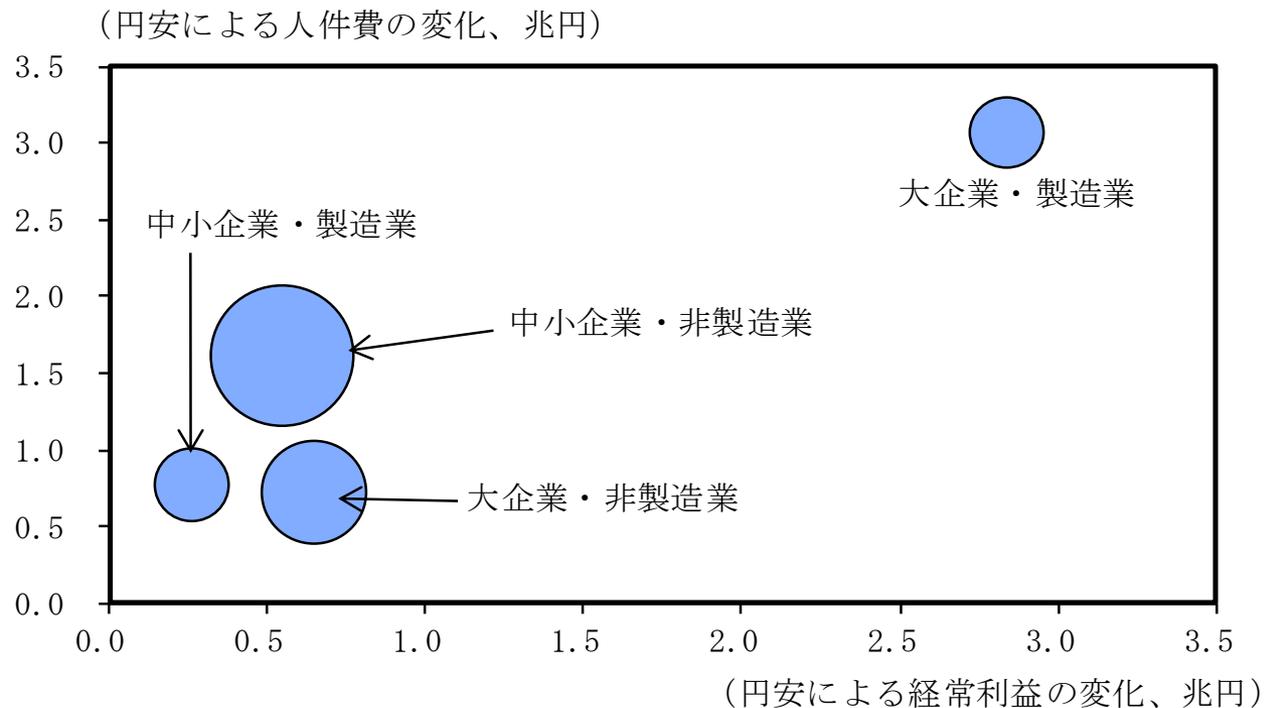


教育費等の支援、税制・社会保障制度改革

安心
安全

アベノミクスの成果と課題：企業部門

アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年10-12月期の影響の累積値。プロットの大きさは各部門の人員数(2014年10-12月期時点)を表す。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

円安による企業部門への影響

アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響の試算

		全規模全産業									
		製造業				非製造業				大企業	中小企業
		大企業		中小企業		大企業		中小企業			
経常利益	変化額 (10億円)	4,283	3,088	2,823	265	1,194	647	547	3,471	812	
	経常利益に対する割合 (%)	3.4	6.7	7.2	3.7	1.5	1.3	2.0	3.8	2.3	
直接効果	変化額 (10億円)	-1,296	1,294	1,406	-112	-2,590	-2,026	-564	-620	-676	
	経常利益に対する割合 (%)	-1.0	2.8	3.6	-1.6	-3.3	-4.0	-2.0	-0.7	-1.9	
波及効果	変化額 (10億円)	5,578	1,794	1,417	377	3,784	2,673	1,111	4,090	1,488	
	経常利益に対する割合 (%)	4.5	3.9	3.6	5.2	4.8	5.2	4.0	4.5	4.2	
人件費	変化額 (10億円)	6,178	3,846	3,075	771	2,332	723	1,609	3,798	2,380	
	人件費に対する割合 (%)	1.9	3.7	4.7	2.0	1.0	0.8	1.2	2.4	1.4	
設備投資	変化額 (10億円)	1,118	779	697	81	339	197	142	894	224	
	設備投資に対する割合 (%)	1.6	3.2	3.6	1.5	0.7	0.6	1.0	1.7	1.2	

(注1) マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年10-12月期の影響の累積値。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

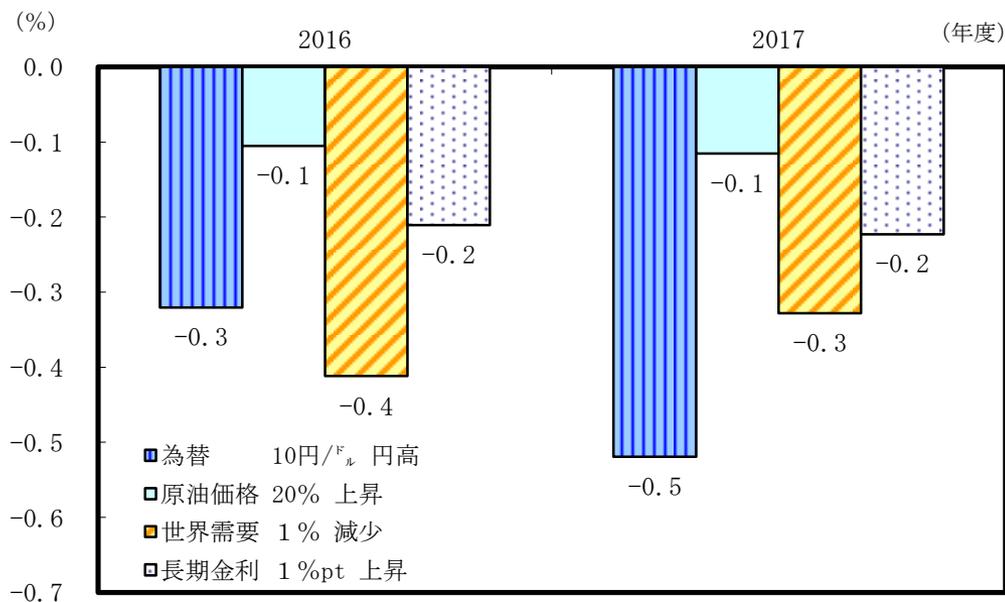
(注3) 人件費、設備投資に対する影響は、労働分配率、および設備投資/キャッシュフロー比率を一定と仮定した試算値。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

日本経済のリスク要因

- ① 中国経済の下振れ
- ② 米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺
- ③ 地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」の進行
- ④ イギリスのEUからの離脱や欧州金融機関のデレバレッジ

実質GDPに与える影響



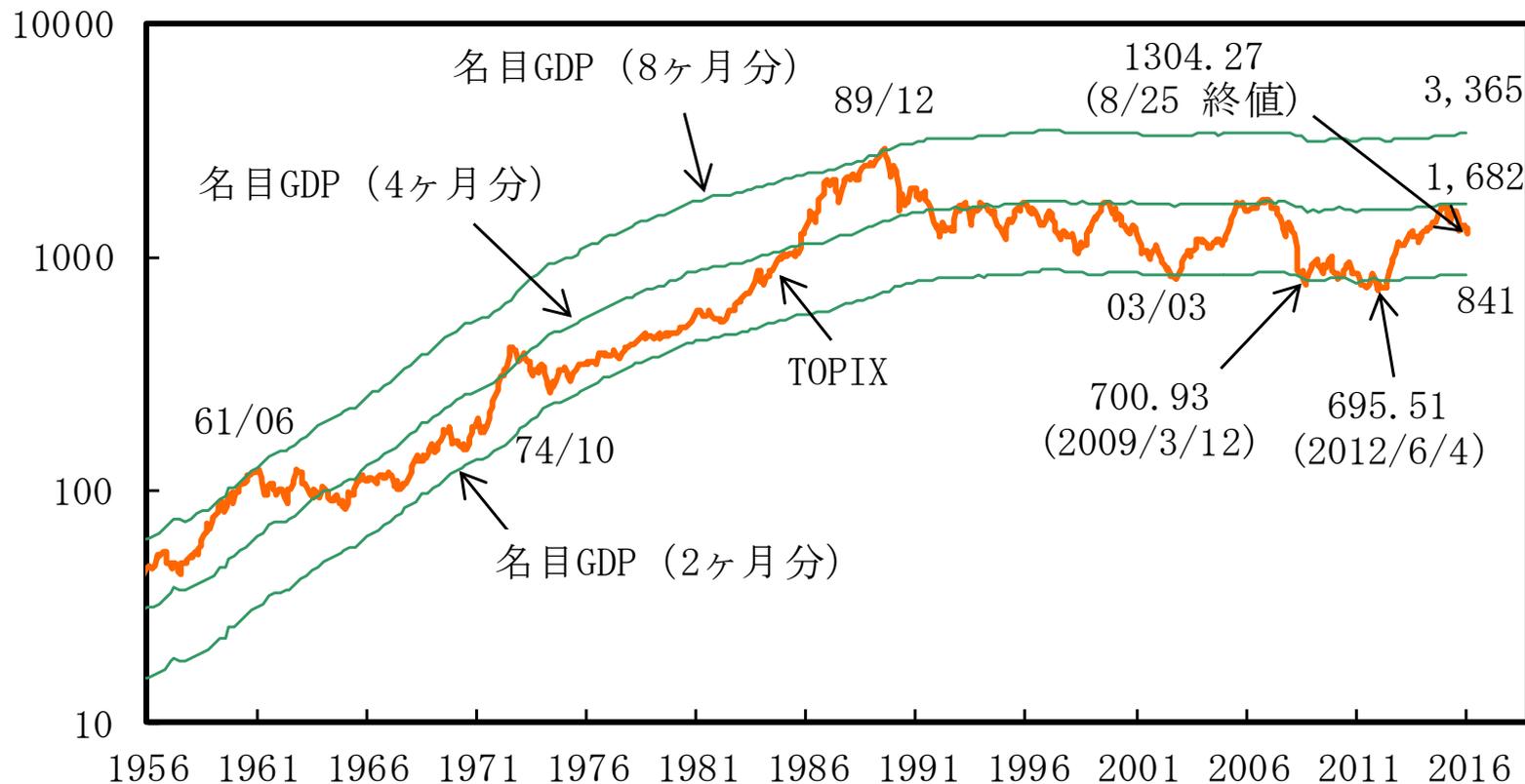
(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。

(出所) 大和総研作成

現状は「逆バブル」の修正局面

TOPIXと名目GDP

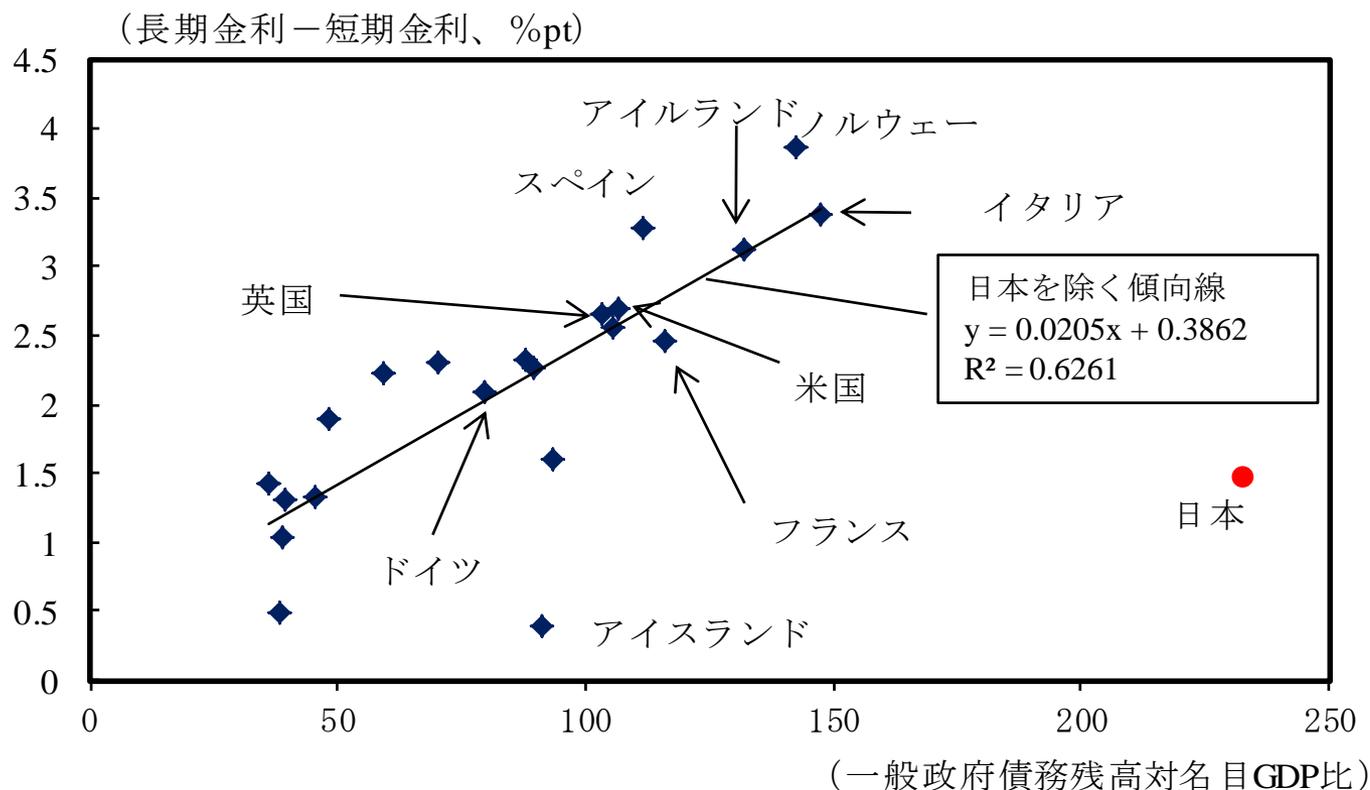
(TOPIX : pt、GDP : 千億円)



(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成 (年)

政府債務残高と長期金利の関係

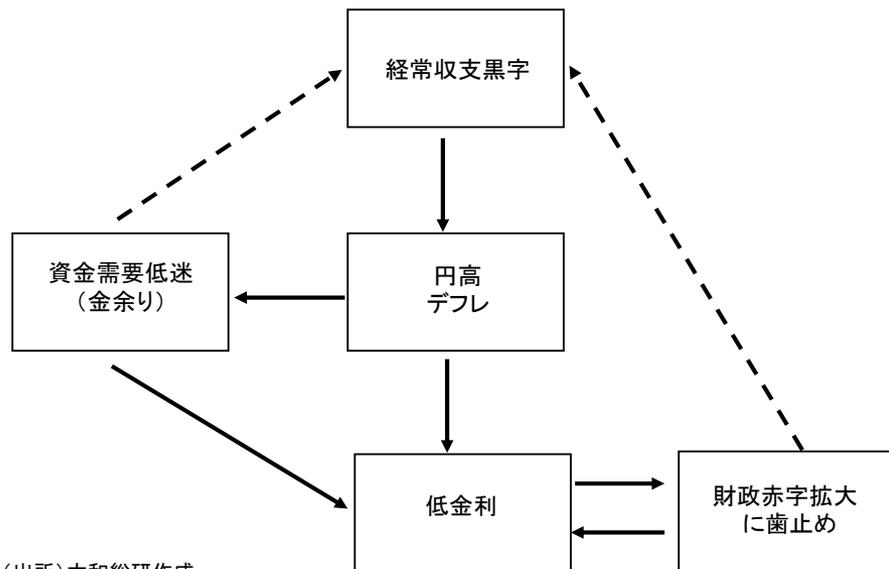
OECD諸国の一般政府債務残高と長短スプレッド(2015年)



(出所) OECD統計より大和総研作成

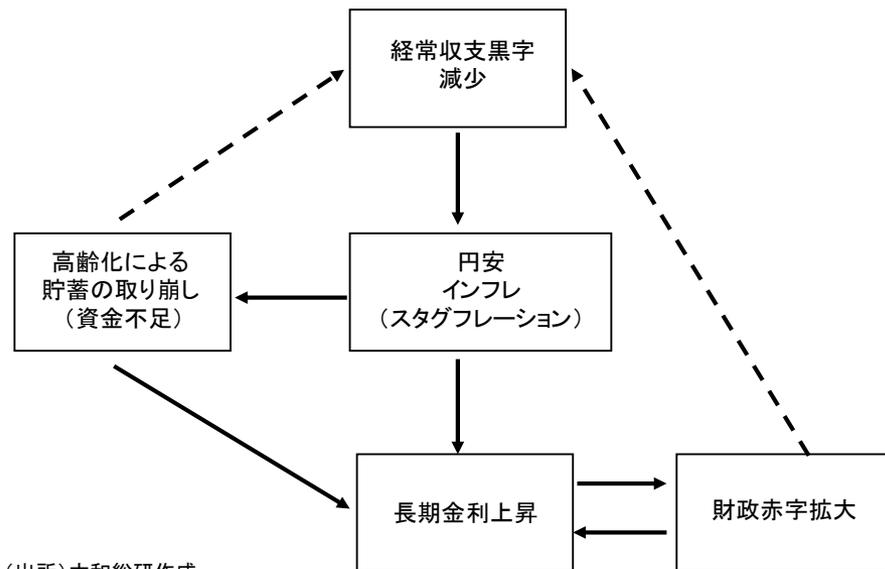
日本経済を取り巻く環境の変化(概念図)

現状までの日本の経済・金融環境



(出所)大和総研作成

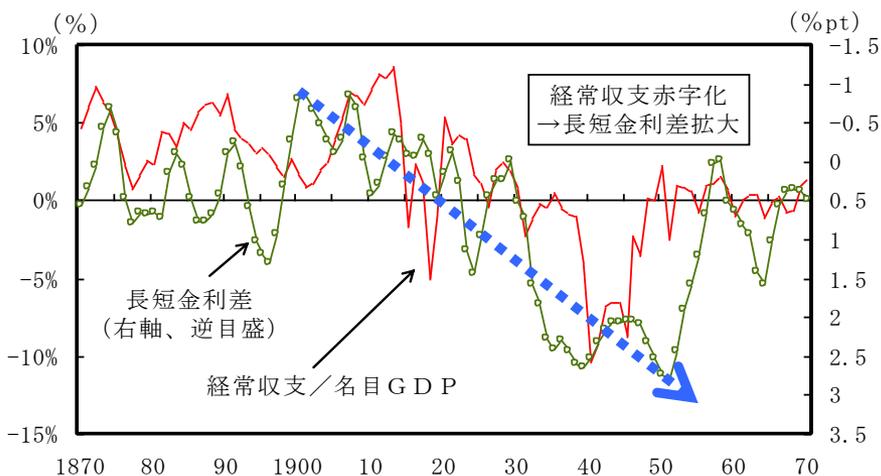
将来的に予想される日本の経済・金融環境



(出所)大和総研作成

将来的な「経常収支悪化→国債暴落」のリスク？

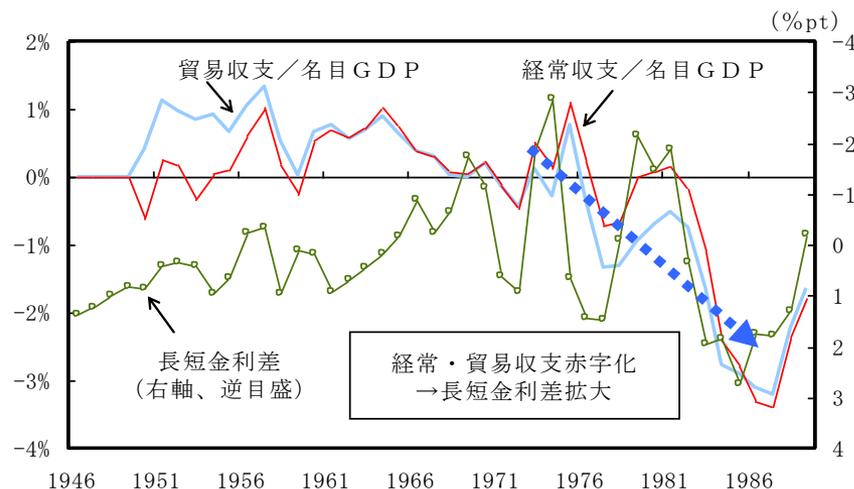
英国：経常収支と長短金利差



(注) 長短金利差は3期移動平均。

(出所) マクミラン世界歴史統計、A History of Interest Ratesより大和総研作成

米国：貿易収支と長短金利差



(出所) Historical Statistics of the United Statesより大和総研作成

◎欧州の「ソブリンリスク」と、日本の財政赤字問題の比較

(1) **欧州**：「双子の赤字」の存在（財政赤字・経常赤字）

⇔ cf. **日本**は経常黒字国？

(2) **欧州**：「外国人の国債保有比率」が高い

⇔ cf. **日本**は「外国人の国債保有比率」は僅か1割程度？

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研の親会社である(株)大和総研ホールディングスと大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会