

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：今年(2016年)の内外経済見通しー「金融依存」の反動リスクー

執筆：独立行政法人経済産業研究所 上席研究員 後藤 康雄氏

要旨（以下の要旨は2分10秒でお読みいただけます。）

今年（2016年）の我が国経済は、日経平均株価の大幅下落で幕を開けました。海外では、昨年末に9年半ぶりに利上げに踏み切った米国がシェール革命に支えられて引き続き堅調な経済成長を遂げると見られる反面、欧州経済はテロ問題、移民問題などの不安定要因を抱えており、大胆な金融緩和を進めています。新興国では中国を筆頭に成長鈍化の傾向が顕著で、総じて緩和気味の政策運営が見込まれます。

このように金融緩和に依存しがちな世界経済と我が国経済は、今年1年どのような展望が予想されるのか、経済産業研究所・後藤康雄上席研究員に解説していただきます。

1990年代後半から2008年のリーマンショック、2010年のギリシャ債務問題までの経済危機に対し、大幅な金融緩和が世界経済の混乱回避に大きく寄与したことは間違いありません。しかし、それが長期化・広範化しているため、潤沢な流動性による市場の不安定化や中央銀行以外の政策当局が危機感を弱めること、の問題に繋がっています。

また、日本や欧州が金融緩和に依存する一方、米国が引締を指向すると、以下の理由から「金融が経済を振り回す（尾が胴体を振りかねない）」局面が出てきます。具体的には、①金融市場関係者が過度に反応して巨額の資金が株式市場や為替市場への乱高下をもたらすこと、②新興国に流入していた資金が米国に激流となって逆流すること、です。本来は実体経済の黒子のはずの金融が、経済全体を揺さぶり兼ねない素地が形成されてきたと言えます。リスク面では、このほか原油価格の下落から資源輸出に依存する新興国（ロシア、ブラジル、インドネシア等）の経済の下振れや「イスラム国」の影響を受ける中東情勢、北朝鮮情勢などの地政学的リスクも見逃せません。

以上の海外リスクが存在することを前提としつつも、これが顕在化しない標準的なシナリオを展望すると次の様になります。すなわち、昨年(2015年)は中国経済の下振れの影響を受け、輸出が伸び悩んだことなどから日本の経済成長がほぼ横這い（2015年7-9月期0.3%）となる踊り場を迎えました。しかし、民間エコノミストの予測をまとめた日経センター「ESPフォーキャスト調査」から我が国の実質成長率を予測すると、2015年度0.90%の後を受け、外需の改善と国内の企業・家計の好循環から2016年度は1.51%と伸び率を高める見通しです。

我が国独自のリスクとして考えられるものとしては、来年（2017年）の消費税引き上げがありますが、今年に関しては駆け込み需要で経済にはプラスとなる見込みであり、日銀も更なる金融緩和を行なう見方があります。一方、企業部門での高収益を家計に還元すべきとの声が根強く、政府も財界に賃上げを促しています。政府の経営介入は好ましくはありませんが、企業の資金余剰も財務リストラのためのものは一巡しつつあるので、政府の要請もギリギリ許容の範囲と考えられます。今年には日本経済自身が抱えるリスク要因は意外と少なく、金融、海外経済のかく乱要因を見極めて経済・経営を運営していくことが重要だ、と結んでいます。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

テーマ：今年（2016年）の内外経済見通—「金融依存」の反動リスク—

経済産業研究所 上席研究員 後藤康雄

始めに

2016年は米国の金融政策が世界経済の最大のリスク要因になる、との懸念が金融市場関係者を中心に持たれている。筆者も基本的に同様の見方である。米国は昨年12月に利上げに踏み切り、金融政策の舵を引き締め方向に切った。今後米FRBは、慎重な政策運営を心がけるだろうが、それでも世界経済は非常にデリケートな状態にある。

当の米国経済の足取りこそしっかりしているが、欧州経済はテロ問題、移民問題、ソブリンリスク問題など多くの不安要素を抱えている。こうした厳しい経済情勢のもと、欧州は大胆な金融緩和を行っており、今後もそうした方向で政策運営がなされるとみられる。先進国経済の一角をなす日本も金融緩和が続くはずである。日本銀行は2013年4月に「量的・質的金融緩和（QQE）」を実施し、前年比2%の物価上昇率（全国消費者物価指数ベース）を約2年で達成すると宣言していた。しかし、2年以上経過した2015年末近くにおいても1%に達していない¹。新興国に目を転じると、中国を筆頭に成長の鈍化傾向がはっきりしてきており、総じて緩和気味の政策運営に向きやすい状況にある。このように米国を除けば、世界各国とも経済は盤石では無く、金融緩和に依存しがちである。こうした中で、世界最大の経済大国の米国が方向転換するととなると、国際資金フローに、ひいては世界経済に不測のかく乱的な影響が及ぶ可能性を否定できない。

1. 長期化する金融依存の弊害

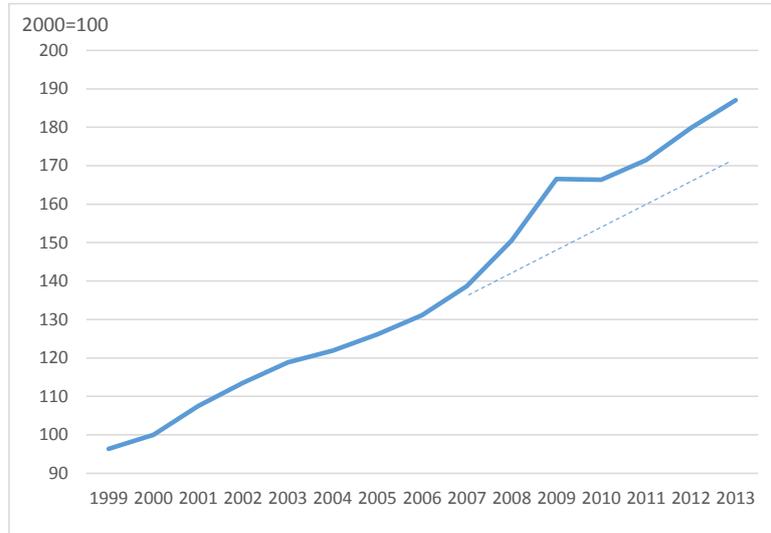
世界経済の脆い構造を生んだ要因として各国の著しい金融緩和があったわけだが、こうした緩和策が様々な危機のショックを和らげる重要な役割を果たしてきたのも事実である。1990年代後半から2000年代初頭のわが国の金融不安、2008年のリーマンショック以降の世界的な経済・金融危機、ギリシャ危機に端を発する2010年からの欧州ソブリン危機——大幅な金融緩和や潤沢な流動性供給がなければ、世界経済は大混乱をきたしていただろう。

問題があるとすれば、金融対応への依存があまりにも長期化かつ広範化している可能性である。その副作用には大きく二つある。ひとつは潤沢に供給された流動性が市場の不安定性を生む可能性であり、これがまさに冒頭で述べた市場の懸念の根幹にある。



¹ 2015年10月分の前年比は、「総合」ベースで0.3%、「生鮮食品を除く総合」ベースで▲0.1%、「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」ベースで0.7%であった。

図表1 先進国におけるマネーの規模（対GDP比）



注：先進国とは OECD 加盟国、マネー指標は M3、GDP は米ドル換算の名目 GDP で把握。
出所：OECD Stat より筆者作成。

図表1は、先進国経済において、マクロ的な流動性が経済規模に対してどの程度の規模にあるかをみたものである。先進国を OECD（経済協力開発機構）への参加国として定義し、流動性を M3 という広いカバレッジの指標で捉え、GDP（国内総生産）に対する比率を求めた（2000年の値を100として指標化）。一般に、経済が成長するにつれ金融のプレゼンスは高まる傾向にあるため値は上昇する。したがって、グラフが右肩上がりになっていること自体は問題ない。しかし、リーマンショックが勃発した2008年から、目に見えてトレンド線からかい離して上方にシフトしている。イメージ的にいえば、「過剰流動性」とでも表現し得る、時に不安定なマネーが国際的にだぶついている可能性が示唆される。

金融対応への過度の依存が生むもう一つの問題は、中央銀行以外の政策当局の危機感を弱める可能性である。金融システムの安定を図るプルーデンス政策、規律付けと景気安定化の双方への目配りが求められる財政政策、長期的な維持可能性が必須の社会保障政策、一時的な痛みを伴いつつも地道に生産性向上を目指すべき成長戦略などいずれもにおいて、大幅な金融緩和によって、本来の切迫感が弱まる構図が世界的に蔓延しているのではなかろうか²。

2. 尾が胴体を振りかねない世界経済

金融緩和への傾倒が長期的には経済によくない帰結を招く可能性があるとしても、政治・経済の状況を鑑みると、2016年、さらにはその先しばらくも、日本や欧州など多くの国で金融緩和に依存せざるを得ない状況が続くと思われる。その一方で、米国は引き締めへの道を踏み出していく。こうした構図のもと、世界経済はややもすると「金融」

² Davig and Gürkaynak（2015）は、危機時における金融政策の迅速な対応の妥当性を認めつつも、それが恒常化し、金融政策が徐々に本来のミッションである「物価の安定」以外の負荷を負っている可能性を指摘している。

に振り回されかねない局面が続くだろう。ここでの「金融」とは、金融政策やそれを受けて動く金融市場を主にイメージしている。

日米欧の中央銀行の一挙手一投足を、固唾（かたず）を呑んで金融市場関係者は注視しており、わずかなサプライズにも過度に反応しかねない。今後考えられる「金融が経済を振り回す」事態としては、大きく二つのパターンがあり得る。まず一つは金融市況の乱高下である。今や各国の金融市場において国際マネーは大きなプレゼンスを占める。国際投資家は時々の思惑によって巨額の資金を動かし、相場に大きな影響を与える。こうした資金が、特に株式市況や為替相場（国によっては債券相場）を時には大きく押し上げ、時には大きく下落させる要因となっている。行き過ぎた相場の乱高下は、経済の安定的な成長を妨げる。

金融が経済を振り回すもう一つの考えられるパターンは、新興国からの資金の逆流である。これまで米国をはじめとする先進国が経済の停滞を背景に超金融緩和を行うなかで、相対的に経済成長率が高く投資リターンも期待できた新興国へと資金が流入を続けてきた。米国が引き締め方向に向かうということは、従来よりも米国の金利が上がり、資産運用に有利な機会が増えることを意味する。新興国の成長を期待し、一部分は“自己実現的”に新興国の成長を支えてきた国際マネーが新興国から流出し、米国に回帰する公算が大きい。この逆流の勢いがマイルドな範囲に留まればよいが、もともとが思惑を背景にした資金だっただけに、場合によっては激流となる可能性も否定できない。そうすると、直接的な当事者たる新興国の経済はもちろんのこと、新興国の成長に相当程度負ってきた世界経済にも大きな混乱が及ぶことになろう。

1990年代以降、日本経済も世界経済も、大きな経済危機のたびに大幅な金融緩和が破局的な状況を避けるのに大きな役割を果たしてきた。しかし、そうした金融緩和状態が経済に深く組み込まれてきたために、金融政策の運営やその先行きを見極めようとする金融市場の動向によって、経済全体が大きく揺らぎかねない素地が形成されてきた。本来、金融は実体経済の黒子的存在のはずだが、それが肥大化し、いわば尾っぽが胴体を振ってもおかしくない状況となっている。2016年は長期化する金融への依存の「反動リスク」を常に念頭に置いておかなければならない年となるだろう。

3. 金融以外では海外リスクが中心

リスクといえば、当面は圧倒的に国内より海外関連の要因が中心になりそうである。まず、日本経済に影響の大きいものとしては、中国経済の下ぶれリスクがある。かねてより資産バブル、不良債権問題、過剰供給力といった可能性が指摘されてきた。さらに、そろそろ中国では急速に労働力人口が頭打ちになり、それが経済成長力を押し下げる道筋に入りつつある。これまではそうした危機が表面化するたびに大規模な景気対策によって乗り切ってきた同国だが、財政余力などを鑑みると、そうした対応にも限界がみられつつある。

また、昨年は、原油をはじめ資源価格の軟調傾向が続いたが、それは資源輸出に依存する度合いの強い新興国（ロシア、ブラジル、インドネシア等）の経済を大きく下押しすることとなった。2016年もこうしたリスクは十分に念頭に置いておく必要がある。

このほかにも、引き続き世界各地で様々な「地政学的リスク」がみられる。これらは純粋な経済的リスクとは言い難いが、「イスラム国」などによる中東の情勢、北朝鮮の動向など、いずれもいざリスクが現実のものとなれば日本経済、世界経済に著しい悪影響が及ぶ。

4. 日本経済の基調－現状と先行き

ここまで2016年の“リスク”について述べてきたが、そうしたリスクが顕在化しなければ、経済はどのような道をたどっていくのだろうか。年初のこのタイミングで、標準的なシナリオを展望しておこう。

2015年の日本経済を振り返ると、景気が基本的に上向きで推移するという方向性こそ保ったものの、その足取りは当初の見込みよりかなり鈍いものとなった。その最大の要因は海外経済、とりわけ中国経済の下振れである。一種の“中国バブル”がはじけたことで、中国自身だけでなくアジア諸国の経済も下押しされた。また、資源価格の下落などによりその他の新興国の景気も鈍化している。こうした新興国を中心とする景気の下振れが、わが国の輸出の伸び悩みに、さらには収益や企業マインドの下押しを通じて設備投資に悪影響を及ぼすこととなった。

こうした状況は内閣府の実質GDP（国内総生産）の四半期速報にも明確に表れている。実質GDPの成長率（2次速報値ベースの季節調整済前期比）の推移をみると、消費税率引き上げ後に大幅な反動減を経た後は、2014年7-9月期△0.7%、10-12月期0.5%、2015年1-3月期1.1%とほぼ順調に伸びを高めていた。それが4-6月期△0.1%、7-9月期0.3%とほぼ横ばい圏内の伸びへと低下することとなった。景気の方向性が上向きから下向きに転じる“転換点”を迎えたとまではいわないが、上向きを続ける中でいったん足取りが滞る“踊り場”にあると考えられる。

現在の踊り場を経て、今後の日本経済がどのように展開していくのか、公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」（以下、フォーキャスト）を参照しながら展望する。同調査は、市場関係者など景気に関心のある専門家の標準的な見方を示すものとして近年重宝されているものである³。同調査の2015年12月発表分の結果（平均値、以下同様）をみると、ほぼ終わりつつある2015年度の実質成長率の予測値は0.90%、これから迎える2016年度は1.51%となっている（図表2<次頁>）。“踊り場”の後に、日本経済は再び伸び率を高める姿である。これは、海外経済が持ち直すことによる外需環境の改善と、徐々にではあるが国内での企業部門と家計部門の好循環が強まることによる。



³ 「ESP」フォーキャスト調査は、社団法人経済企画協会（所管：内閣府）が2004年以降実施していた調査を、公益社団法人日本経済研究センターが2012年4月から引き継いだものである。民間エコノミスト約40名（組織としての回答を含む）から各種経済指標の予測値などを回答してもらい、集計結果をとりまとめている。

図表2 実質成長率等の展望 (ESP フォーキャスト・ベース)

(前年比%、前年比寄与度%ポイント<失業率を除く>)

		2015	2016
日本	実質成長率	0.90	1.51
	うち国内民需(寄与度)	0.6	1.6
	国内公需(同)	0.3	0.0
	外需(同)	0.3	0.1
	名目成長率	2.35	2.05
	消費者物価	0.12	0.92
	失業率	3.31	3.17
米国(実質成長率)		2.46	2.56
ユーロ圏(同)		1.46	1.58
中国		6.91	6.59

注1：日本は年度、海外は暦年。

注2：消費者物価は「生鮮食品除く総合」ベース。

出所：公益社団法人日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」より作成。

前者の外需環境の改善とは、主に、景気対策によって中国経済が持ち直すことなどから新興国経済の足取りが強まることを意味する。これは輸出を下支えし、さらに企業マインドを好転させることで設備投資の増加につながる。後者の企業部門と家計部門の好循環とは、企業収益の好調が雇用者所得として家計に還元され、それを元手に家計が消費を増やして、再び企業収益の改善に結びつくサイクルを指す。これまで企業部門は、高水準の収益を内部留保や債務の返済原資などに回しがちで、賃金の引き上げには慎重な姿勢を続けてきた。しかし、高収益が長期化するなか、人手不足感が強まっていることや現政権が財界に賃上げを積極的に働きかけていることもあり、徐々に賃金を引き上げるムードが強まっている。フォーキャストでは、所定内給与(いわゆる基本給に近い)の前年比伸び率を質問しているが、2013年度、2014年度の実績(厚生労働省「毎月勤労統計」ベース)がそれぞれ△0.9%、△0.2%だったのに対し、2015年度、2016年度は0.4%、0.8%と着実に伸びていく姿が予想されている。

5. 国内リスクは少ない日本経済

実のところ、当面のわが国独自の経済リスクはあまりない。したがって、思惑に左右される国際金融面のリスク、およびそれ以外の海外リスクが実現しない限り、上記の“標準”シナリオが実現する蓋然性は高い。

まず政府・日銀の経済政策であるが、経済政策当局が景気に大きく水を差すような政策をとることは考えにくく、むしろいかに景気の足取りを強めるかという方向で政策運営がなされるだろう。現政権および日銀ともそうしたスタンスを明確にしている。最大のリスクは2017年に予定されている消費税率引き上げだが、少なくとも2016年度の景気に対してはむしろ駆け込み需要によって押し上げ要因として働く。さらにそれ以降についても、前々回の1997年や直近2014年の引き上げ後に予想以上の反動がみられたことを教訓に、財政的な対応によってショックを和らげる可能性が高い。日銀の金融政策も、デフレ懸念が完全に払しょくできない中、超金融緩和が続くとみられる。引き締め

への方向転換はあり得ず、むしろ2016年の早い段階でさらなる金融緩和が実施されるとの見方も強い。

政策面だけでなく、肝心の民間部門の経済状況をみても、先述のように企業部門の高収益を起点に、経済の好循環が生まれやすい素地にある。期待したほどに企業部門の収益が家計に還元されていない、との声も根強いが、少なくとも雇用リストラや賃下げのムードは皆無に近い。あとは、どれくらいのペースで還元が進むかの問題である。

現政権も財界に賃上げを促すなど、なりふり構わないスタンスで好循環を実現しようと躍起になっている。本来、筆者は、政府による経営判断領域への“介入”は批判的に考えている。高収益が雇用者に還元されていないからといって、それは経営者の私腹を肥やすためではなく、ほとんどの場合何らかの長期的な経営の視点に基づくものである。政府による徒な介入は経営を歪める方向に作用するおそれがある。よく言われてきた批判として「企業は無駄に内部留保をため込んでいる」というものがあるが、相当慎重に検討すべき命題である。

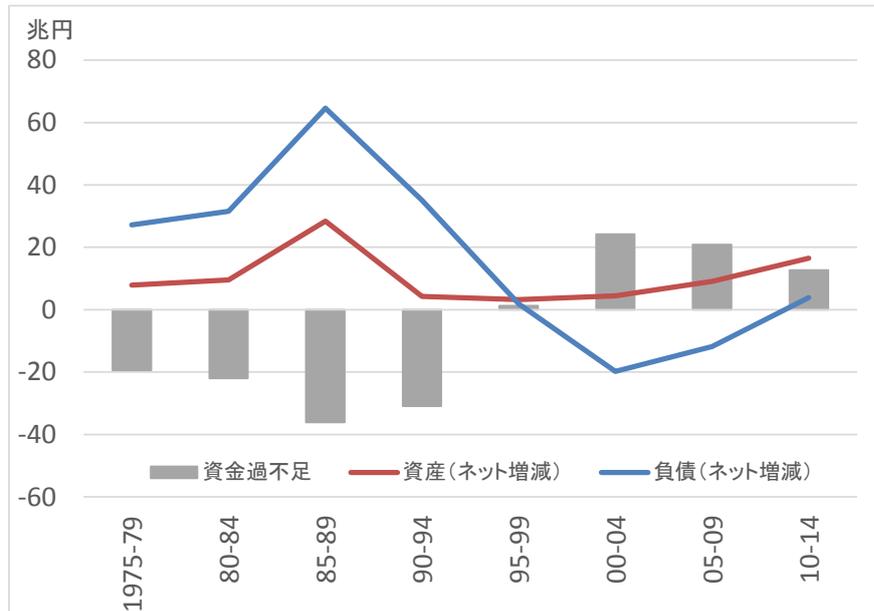
まず一つ考えなければならないのは、収益が上がっているからといって、それが長期的に保証されているわけではないということである。特に、円安による輸出採算の改善は、アベノミクスという人為的な要素に大きく負っていただけに、継続力をどこまで信じてよいかの判断は迷うところだろう。しかし、人件費はいったん引き上げてしまうとなかなか下げることは難しい。企業として雇用者への還元には慎重にならざるを得ない面がある。

もう一つ考えなければならないのは、企業財務における、フロー面だけでなくストック面の重要性である。確かにフローとしての企業収益は好調が続いてきた。しかし、バブル崩壊後に過剰債務を抱え、それが残っている企業は、むしろ債務の返済を重視するだろう。あるいは、すでに債務の縮小には区切りをつけた企業も、かつての金融システム不安の時代などにおいて資金調達に苦勞した記憶も消えない中、外部資金に頼らずとも安定的な経営を維持できるだけの財務基盤を構築しておきたいと考えているかもしれない。

もっとも、上記の二つの要素とも、今後それほど心配する必要は薄らいでいるように思われる。したがって、筆者として、本来は政府の経営介入は好ましくないと考えつつも、現下の状況においてはぎりぎり許される範囲と捉えている。まず企業収益を支える円安であるが、米国が金融引き締めへの道を模索する一方で日銀は緩和バイアスにある中、少なくとも対ドルでは円安に振れやすい地合いが続くとみられる。さらに重要なのは、企業部門のストック要因である。適正なストックの状態を評価することは難しいが、企業部門として、1990年頃のバブル崩壊から長らく続いてきたストック調整に一定の目途をつけつつあるように見受けられる。



図表3 企業部門の資金過不足の推移



出所：財務省「法人企業統計」より作成。

図表3の棒グラフは、わが国の企業部門の「資金過不足」の推移を示したものである。資金過不足とは、大まかにいえば、フローベースでみてどれだけ資金が足りないか（あるいは余っているか）という指標である。バブル崩壊前までは、企業部門は、“外からお金を借りてでも”投資などを行って経営を行う、資金不足の状態が恒常的に続いてきた。これが経済のエンジンとなり、日本経済は高い成長を実現することが出来た。しかし、バブル崩壊後は一転して、企業部門は資金余剰となった。“余剰”というと、いかにも無駄に資金が余っている状況をイメージしがちだが、決してそうではない。余剰資金は債務の返済や財務基盤の強化のための、貴重な原資である。バブル崩壊後は、そうした財務リストラのために“資金余剰”の状態が続いてきたと考えられる。同図の折れ線グラフの片方で示される債務の増減をみると、かつてはもう片方の折れ線で示される資産（純増）を上回っていたのが、近年はむしろ大幅に純減していた。しかし、直近では純増に転じていることがわかる。企業部門の財務リストラは一巡しつつあるといえるだろう。

本稿では、2016年のリスクをまず前面に出して述べてきたが、日本経済それ自身が抱えるリスクは意外に少ない。ややもすると金融や海外経済などのかく乱的な要素によって見えにくくなる基調の確かさを見極めて、経済・経営を運営していくことが重要と考える。

以 上



執筆者紹介

後藤 康雄(ごとう やすお) 1964年 北九州市生まれ
独立行政法人経済産業研究所 上席研究員

<学歴・職歴>

1988年 京都大学経済学部卒業
1988年 日本銀行入行
金融研究所、国際局などを歴任
1995年 シカゴ大学修士号(経済学)取得
1997年 三菱総合研究所入社(チーフエコノミスト)
2011年 京都大学博士号(経済学)取得
2015年 経済産業研究所入所 上席研究員

<外部委員>

内閣官房「財政に対する市場の信認確保に関する検討会(財政規律検討会)」有識者メンバー、
金融審議会専門委員、
まち・ひと・しごと創生本部 金融・産業WGメンバーほか

<論文・著作等>

「政府と金融システム」(慶応大学池尾和人教授との共著、財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」第79号 2005年)
「中小企業のマクロ・パフォーマンス」(日本経済新聞社 2014年、第55回エコノミスト賞受賞)等多数