

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.13

グローバル・リスクオフ小休止の中でもがく日本経済 他

=====

<<index>>

1. [グローバル・リスクオフ小休止の中でもがく日本経済\(大山\)](#)
 2. [行き過ぎた金融規制強化の可能性?\(岩井\)](#)
 3. [アベノミクスの先行きに対する不透明感\(祖父江\)](#)
 4. [新興国ビジネスリスクシリーズ\(3\)~ベトナム~\(茂木\)](#)
 5. [講演最新情報\(2016年4月時点\)](#)
- =====

1. マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

グローバル・リスクオフ小休止の中でもがく日本経済(有限責任監査法人 トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛)

2月後半以降、次第に落ち着き始めたグローバル・リスクオフの動きは、その後も、米国FRB(連邦準備制度)の鳩派的スタンスから4月のFOMC(連邦公開市場委員会)でも利上げ見送りの見方が強まってきたこと、中国経済の減速がここに来て漸く底打ちする兆しが見えてきたこと、そして原油価格が、産油国間での増産凍結に係る合意期待から上昇に転じたこと(但し、4月17日のカタールにおける会合では結局合意には至らず、その後原油価格は一時的に下げに転じました)を背景に、引き続き後退が続いています。結果的に、米国等での資産価格は一段と上昇する傾向にあるほか、中国やその他エマージング諸国の通貨も、対ドルで強含みで推移しています。こうした中で、一部のエマージング諸国では、物価の落ち着きもあって、利下げにより景気を下支えする余裕も出て来ました。先月指摘したように、足許の市場の落ち着きは、相当程度、深刻な問題を将来に先送りした結果ともみることでも、これを手放して喜ぶことは出来ません。もっとも、深刻な問題に対処する「時間」を稼いだこと自体は、時間の使い方さえ誤らなければ、決して悪い話とは言えません。

ただそうした中で、一カ国だけ、これまで以上に市場からの圧力が強まり、マクロ経済が苦境に陥っている国があります。それが日本です。日本経済は、足許に至っても所得の伸びが鈍く、個人消費は冴えない展開が続いています。また、ここに来ての急激な円高は、単に輸出にマイナスなだけでなく、企業収益の下押しや先行き不安を強めることで、設備投資や

株価に対しても下押しの圧力を加えています。円高の背景には、経常収支黒字の拡大という実需要因に加えて、米国 FRB の利上げが先送りされることで、想定された日米金利差の拡大が見込めなくなったという要因もあります。このように、多くのエマージング諸国にとっての朗報が、日本にとっては決して喜べない皮肉な状況が足許で生じているのです。

加えて気になるのが、アベノミクスに対する海外投資家の信認が最近落ちていることです。夏の選挙を控えて、痛みを伴う構造改革が遅々として進まない中、日本経済の実力が今後落ちていくのではないかとの不安が高まっているのです。因みに、図表 1 で示したとおり、これまで強い相関を示してきた需給ギャップ指標と、短観加重平均 DI (Diffusion Index) やコア CPI 指標 (食料 (酒類を除く) およびエネルギーを除く総合指数) との乖離が、2013 年後半以降目立っています。需給ギャップは足許 2 年間ほど横ばいで推移しており、足許の成長率が 0% 近傍で止まっているのと整合的です。一方、短観やコア CPI は、設備や人手の逼迫度がこの間高まっていることを示しています。実際、有効求人倍率をみても、バブル期以来の高さにあり、また 15 年度の企業収益も既往ピークの水準に達するなど、ある意味で日本経済は「絶好調」の状態にあるともいえるわけです。この一見矛盾した状況を解く鍵が実は、潜在成長率に隠されていると私はみています。

日本の潜在成長率は現在 0% 台前半から半ばにあるといわれていますが、仮にこれがマイナスにまで落ちていけば、日本経済が全速力で走っていても、成長率自体が高まらない状況が説明できるのです。仮に需給ギャップの実態が短観指標に近いと仮定して潜在成長率を推計すると、0~マイナス 1% の半ば程度との結果が得られます。結局、最近の「日本一人負け」状況は、いつまでも需給ギャップを小さくする金融政策や財政政策に頼るのではなく、潜在成長率を底上げする骨太の構造改革の実行こそが今必要だということを、強く示しているのかもしれない。

図表 1

日本経済は現在「全速力」で走っている！それでもなぜか、低成長から抜けられない

- 従来非常に似た動きを示してきた、GDPギャップと、短観加重平均DI(注)やコアコアCPI間にも、2013年頃から次第に乖離が目立つようになってきた

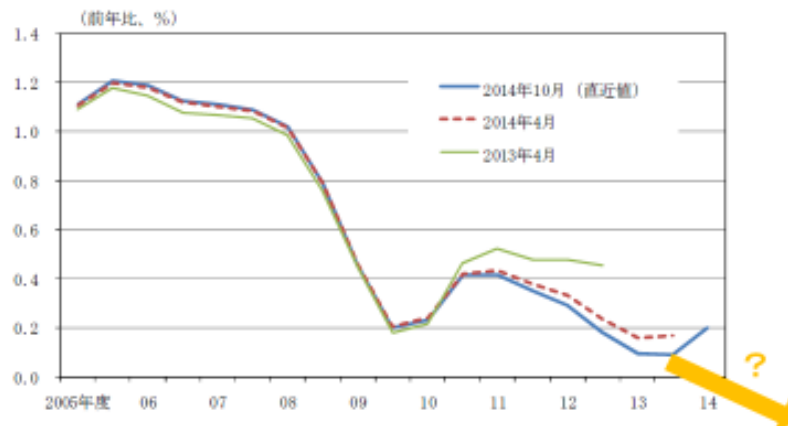
(注)短観中の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出したもの



出所: 日本銀行「基調的インフレ率を捕捉するための指標」「実体GDPと潜在成長率」より有原貴任監査法人トーマツ作成

潜在成長率は既にマイナスに転落している？

潜在成長率 (日本銀行の推計値)



出所: 日本銀行 白井さゆり審議委員講演資料(2014年11月26日)
なおオレンジ色の矢印は講演者が付けたもの

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人および DT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 8,700 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 225,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。