

経済がわかる

論点

2015

50

みずほ総合研究所

みずほ総合研究所

経済がわかる
論点50
2015

東洋経済新報社

【著者紹介】

みずほ総合研究所

ハイレベルなリサーチ部門とソリューション部門に加え、独自の法人会員制度を擁する日本有数のシンクタンク。経済調査／欧米調査／アジア調査／市場調査／政策調査／金融調査——6つの分野のスペシャリストが、優れた分析力と国内外のネットワークを駆使し、付加価値の高いマクロ情報の発信や政策提言を行うほか、国や自治体、民間企業の個別課題解決ニーズに対応したコンサルティング・サービスを提供している。

経済がわかる 論点50 2015

2014年11月27日発行

著 者——みずほ総合研究所

発行者——山縣裕一郎

発行所——東洋経済新報社

〒103-8345 東京都中央区日本橋本石町 1-2-1

電話＝東洋経済コールセンター 03(5605)7021

<http://toyokeizai.net/>

D T P…………アイランドコレクション

装 丁…………橋爪朋世

印 刷…………東港出版印刷

製 本…………積信堂

編集担当…………佐々木浩生

©2014 Mizuho Research Institute

Printed in Japan

ISBN 978-4-492-39613-1

本書のコピー、スキャン、デジタル化等の無断複製は、著作権法上での例外である私的利用を除き禁じられています。本書を代行業者等の第三者に依頼してコピー、スキャンやデジタル化することは、たとえ個人や家庭内での利用であっても一切認められておりません。

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

論点 50 をまとめるに当たって

108の煩悩と50の論点

そろそろ2014年を総括し、2015年を展望する時期になった。毎年、お寺では大みそかに除夜の鐘が108回撞かれる。この108回は、仏教でも諸説あるようだが、人間の煩悩を取り払うという説が一般的なようだ。108とは、人間の六根（眼、耳、鼻、舌、身、意）のそれぞれに、「好、悪、平」の3種類があり、さらにそれぞれに、「浄、染」の2種類が加わって、 $6 \times 3 \times 2$ で36。この36種に前世、現世、来世の3種類があって、合計108となるとされる。今年もだれもが反省を込めて、自ら煩悩を払う時期になってきた。

今年、みずほ総合研究所の『経済がわかる 論点50 2015』では、第Ⅱ部において、108ではなく50の項目で、過去、現在、未来を展望しようとした。除夜の鐘の数の108は煩悩であるとしたが、人間の煩悩、欲望は人間の性^{さが}がなすものであり、好むと好まざるとにかかわらず、人間はその存在を否定できない。50の項目の中で触れられた世界各地で生じた地政学的問題は人間の本性がなすひとコマでもあろう。人間にはさまざまな欲望、煩悩があるが、経済では本源的な欲望の1つが信用活動、レバレッジ（てこの原理）である。そもそも自らが持ちえない資金をほかから調達して活用することが金融活動の本質であり、そうした欲求が古今東西の経済成長の源であった。しかし、人間は常にその行き過ぎを繰り返し、バブルとその崩壊が生じてきた。

信用活動を通じた投資は常に大きなリスクを伴うが、そうしたリスクテイクへは報酬（リターン）が与えられてきた。同時に、リスクを恐れずに行うには一種のインセンティブ、高揚感が必要であり、そこには常に「非合理的な」前向きな勢いが与えられることで投資は成り立ってきた。金融活動は合理性をもって語られるが、同時にそこには人間のマインドセット、心理的側

面も大きく影響してきた。経済で「景気は気から」として説明されることが多いのも、そうした側面を指したものだだろう。アベノミクスが過去2年間に果たした重要な役割もそうしたマインド面に訴えたところが大きかったのではないだろうか。

アベノミクスから2年、残る課題を解く50の論点

本書『経済がわかる 論点50 2015』は、スタートから2年が経過したアベノミクスの総括が中心となる。過去2年、アベノミクスは相応の成果を生み、日本はまるで「悲観の極み」「悲観バブル」に陥ったような状況から立ち上がる兆しを見せてきた。ただし、そうしたなかでも、依然として残る課題は多い。今回は世の中の関心の高い論点を改めて50の側面から考えることにした。同時に、すべては煩悩ならぬ、課題として、できるだけ内外経済を多面的にとらえることを目指した。

具体的には、50の論点をまとめた第Ⅱ部において、第1章では日本経済の論点、第2章では海外経済の論点、第3章では金融・マーケットの論点、第4章では制度・政策の論点、そして最後の第5章ではビジネス・社会の論点を取り上げ、2015年に向けて展望する対象を幅広くとっている。

世界は出口に向かうが、煩悩の後遺症も抱える

アベノミクスから2年が経過し、経済に相応の改善は示されたが、改めて議論されるべき課題は多い。同時に、グローバルには「日本化」とも揶揄される「長期停滞論」が多くの論者によって語られたのもこの1年の特徴である。冒頭で述べたように、人間の煩悩によってバブルとその調整が繰り返されたが、今回はマインド面で大きな後遺症を残している。日本は未曾有の「煩悩」の後始末からようやく立ち上がりかけたが、その回復速度はあくまでも緩やかで、マインド面は未だバブル崩壊後の「失われた20年」で失った自信が回復しておらず、将来に向けた投資活動などに慎重になりすぎて先に進まない状況が依然として続いている。米国も回復の出口に向かったが、日本が直面しているのと同様の慎重さに感染したともいえるのが「長期停滞論」である。欧州はまるで日本の後をそのまま追っているようにみえる。

日本はすでにバランスシート調整にめどをつけているが、今後はマインド面の後遺症から抜け出し、自信を回復して日本の実力を見直すことが不可欠になる。他方、いち早く金融緩和からの出口を模索する米国の回復は依然として不確実性を伴い、加えて主要新興国BRICsは新たにバランスシート調整の重しを抱えるというリスクがある。つまり、2014年の世界経済の環境を総括し、2015年について展望する上で重要な概念は、「不確実性の時代」ということになる。

今、日本はあえて「健全な煩惱」を抱こう

一方、日本はバブル崩壊の節目の1990年から2015年で四半世紀を経ようとする今日、ようやく明るい将来展望を描く機会が到来したというのが本書のキーコンセプトである。1990年から毎年、新たな年を展望し、「変化の年」「正念場」との掛け声が念仏のように繰り返されてきた。なぜ、毎年、掛け声倒れに終わったかもここで冷静に振り返る必要があるだろう。同時に、本書では、あえて、現状認識としての変化の胎動も指摘したい。第Ⅱ部第5章において、東京オリンピックをはじめとする新たな産業の動きを含めたのはそうした意図によるものだ。

本書は、みずほ総合研究所の1年間の調査を集約したものであるが、慎重な分析・判断のなかにも、転換に対する期待・楽観を抱くことが、今年の展望の中心にある。来たる2015年はこれまでのように煩惱を取り払うだけでなく、先行き期待を持つこと、あえて「健全な煩惱」を抱くことも日本には求められているのではないか。

みずほ総合研究所株式会社
常務執行役員 チーフエコノミスト

たか た はじめ
高田 創

目次

論点50をまとめるに当たって.....	iii
---------------------	-----

第I部 チーフエコノミスト 高田創の視点

再び不確実性の時代を生きる

——世界の「日本化」、日本の「脱・日本化」.....	2
----------------------------	---

1. 日米のバランスシート調整、出口はまだモヤモヤ状態 2
2. 世界は不確実性の時代に 11
3. 世界の「日本化」、日本の「脱・日本化」へ 13

第II部 2015年の経済がわかる50の論点

第1章 日本経済がわかる10の論点

- ① 景気
消費増税のトラウマ払拭で回復持続 18
- ② 設備投資
政府の後押しでさらなる攻めの投資へ 22
- ③ 雇用
ますます深刻化する人手不足 26
- ④ 賃金
ついに「賃金デフレ」終焉か 30
- ⑤ 家計負担と個人消費
相次ぐ増税で負担はどれだけ増えるのか 34

⑥ 住宅建設	
相続増税対策で貸家が増加	38
⑦ 公共事業	
「第二の矢」による公共投資拡大は続くのか	42
⑧ 貿易収支	
輸出はもう増えないのか	46
⑨ 経常収支	
経常赤字国に転落か	50
⑩ 物価	
デフレにはもう戻らないのか	54
▷ 気になる経済統計データ（その1）	58

第2章 | 海外経済がわかる **10** の論点

⑪ 米国経済Ⅰ	
2015年は本格的拡大に向かう	60
⑫ 米国経済Ⅱ	
住宅市場の光と影	64
⑬ 欧州経済	
しのび寄る「日本化」リスク	68
⑭ ロシア経済	
ウクライナ問題で変わるエネルギー地政学	72
⑮ 中国経済Ⅰ	
7%成長は死守できるのか	76
⑯ 中国経済Ⅱ	
不動産リスクの行方	80
⑰ アジア経済Ⅰ	
「内憂外患」で韓国は窮地に陥るのか	84
⑱ アジア経済Ⅱ	
ミャンマー・ティラワ経済特区の始動はどうなるのか	88

19 アジア経済Ⅲ

ASEAN 経済共同体発足で何が変わるのか 92

20 中南米経済

太平洋同盟とメルコスールの二極化は続くのか 96

▷ 気になる経済統計データ（その2） 100

第3章 金融・マーケットがわかる 10の論点

21 日本株

「日経平均2万円超え」はあるのか 102

22 米国株

ダウ最高値更新はまだまだ続くのか 106

23 GPIFの運用見直し

世界最大の年金基金が市場に及ぼすインパクト 110

24 NISA

制度拡充なら投資急増か 114

25 国内金融政策

異次元緩和の長期化か、目標達成で出口戦略か 118

26 国内長期金利

超低金利時代は終焉を迎えるのか 122

27 欧米金融政策

追加緩和と緩和解除の分岐点 126

28 為替相場

米国の出口戦略を見据えた円安局面が続く 130

29 不動産投資市場

市場過熱でミニバブル化か 134

30 原油相場

「100ドル相場」の行方 138

▷ 気になる経済統計データ（その3） 142

第4章 | 制度・政策がわかる **10** の論点

- ㉑ 成長戦略**
改訂版の「実行」と「実効」…………… 144
- ㉒ 国家戦略特区**
2015年度は特区内の事業実施が加速する…………… 148
- ㉓ 法人税制**
法人実効税率の引き下げと財源の確保策…………… 152
- ㉔ 経済連携**
メガFTA交渉は妥結するのか…………… 156
- ㉕ 財政健全化**
PB（プライマリーバランス）半減目標は達成可能か…………… 160
- ㉖ マイナンバー**
2015年秋にも届く「わたしの番号」…………… 164
- ㉗ エネルギー**
電力システム改革は第2段階へ…………… 168
- ㉘ 社会保障改革**
年金・医療保険制度見直しの論点…………… 172
- ㉙ 雇用制度改革**
多様な人材の活躍に向けた取り組みは道半ば…………… 176
- ㉚ コーポレートガバナンス改革**
好循環実現目指す成長戦略の要…………… 180
▷ 気になる経済統計データ（その4）…………… 184

第5章 | ビジネス・社会がわかる **10** の論点

- ㉑ 東京オリンピック**
続々と動き始めるプロジェクトと広がるビジネスチャンス…………… 186

42 観光市場	
オリンピック効果で4兆円の新規需要	190
43 カジノビジネス	
統合型リゾート法案成立で4兆円の経済効果	194
44 語学ビジネス	
多言語による「おもてなし」の準備が加速	198
45 アグリビジネス	
農業参入や農商工連携が拡大	202
46 アジアビジネス	
改めて考える事業リスク	206
47 ベンチャービジネス	
クラウドファンディングの光と影	210
48 携帯料金競争	
SIMロック解除義務化でどうなる	214
49 団塊の世代	
人口減少が進むなか、ついに全員が65歳以上に	218
50 国際会計基準	
どうなる日本版IFRS	222
▷ 気になる経済統計データ（その5）	226
執筆者一覧	227

第 **I** 部

チーフエコノミスト
高田創の視点

再び不確実性の時代を生きる

——世界の「日本化」、日本の「脱・日本化」

1 日米のバランスシート調整、出口はまだモヤモヤ状態

シナリオ転換から1年、まだ世界はモヤモヤ感が払拭できない

昨年（2013年）、みずほ総合研究所は、2014年を展望するに当たり日本経済の見通しを上方修正した。リーマン・ショック後に、1990年代以来の未曾有のバランスシート調整圧力に見舞われ、日本経済に対する悲観的な見方が大勢であった2012年時点においても、みずほ総合研究所は「日本はまだ“持っている”国だ」との認識のもとで、日本の潜在的な底力への期待を抱いていた。そして2013年にはその期待をさらに強めつつ2014年にかけての日本経済のシナリオを大きく前向きなものに修正した。実際、2013年の日本経済はアベノミクスの流れのなかで好循環が回り始めたように見えた。その後、2014年4月に消費税率が引き上げられ、景気は一時的に当初予想を大きく上回る減速を見せたが、それでも回復基調そのものは継続している。

もっとも、1年が経過しても多くの人々にとって経済が回復した実感が乏しいのはなぜだろうか。しかも、日本だけでなく、2014年は世界的にも年初に抱いた回復期待が期待外れとなるような状況であり、米国のローレンス・サマーズ元財務長官が指摘する「長期停滞論」のような慎重な見方が生じたのも2014年の特徴だ。日本に限らず、欧米も未曾有のバランスシート調整からの出口を模索する状況にあるが、一筋縄ではいかないという認識が次第に共有されつつある。そして、世界のあちらこちらで「日本化」現象と呼ばれる、経済の長期停滞に対する不安、モヤモヤ感が再び抱かれ始めている。

これも2014年の特徴である。

世界は「日本化」のなかでの初の出口体験

今日、日米欧先進国は日米が先頭になって未曾有のバランスシート調整からの出口を探る状況にある。1970年代以降、世界の中央銀行の利上げ局面は連動し、次はその6回目に当たる。過去5回は数年サイクルで利上げが繰り返されてきたが、今回は、その置かれた環境が、戦後最大のバランスシート調整の後で、しかもその調整の規模たるや1930年代の大恐慌以来であるだけに、誰もが初体験の状況と対峙していると言っても過言ではない。今日世界で生じていることは誰にとっても未体験であると、現状を認識することが重要ではないだろうか。

2013年5月、米国では市場が金融緩和の出口を急に意識し始めた。米国の債券市場参加者は、一度、出口に向かえば、従来の循環局面と同様の利上げパターンが繰り返されると展望し、その結果、長期金利は1%台半ばから3%近くまで急上昇した。しかしその後、市場で共有されてきた認識は、利上げはあってもその後の引き上げペースは緩やかにせざるを得ないというものである。

前述した「日本化」現象とは、必ずしも日本固有のことではなく、深刻なバランスシート調整に陥った後にはどこでも共通に生じうる経済現象である。それを単に日本が1990年以降の停滞のなかで世界に先んじて経験したために、「日本化」と呼ばれるようになっただけのことだ。2014年の世界経済は、先進国主導で回復を続け、異例な金融緩和からの出口を探る状況にある。それでも、「長期停滞」「日本化」現象」といわれる深刻なバランスシート調整後の後遺症を抱えていることもまた事実である。

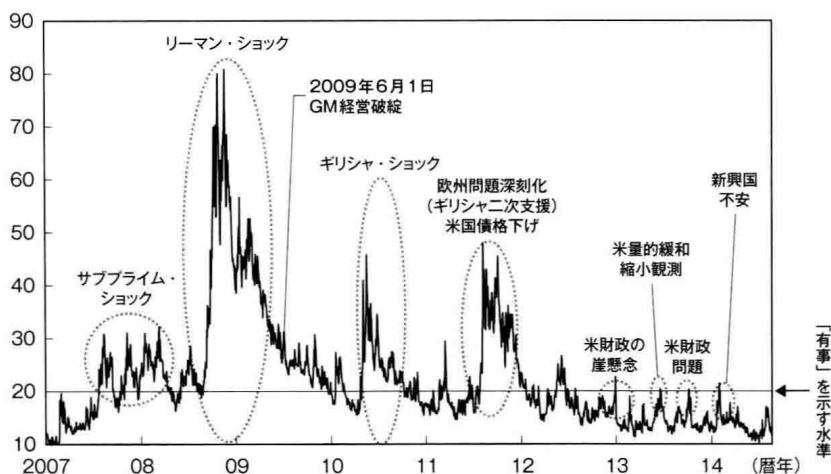
確かに2014年も回復は続いたが、日本では消費増税に伴う駆け込み需要の反動減は予想以上に大きく、期待外れの「我慢の局面」「足踏み状態」であった。その間、金融緩和マネーが米国中心に株高をもたらし、バブルの不安も一部に存在している。2015年もこうした状況が続くことを覚悟する局面が続く。欧米が「日本化」する一方、日本は過去四半世紀にわたる「日本化」現象からむしろ、その出口を模索する「脱・日本化」現象の局面にある。

日米欧の同時バランスシート調整を振り返る

2007年以降の世界経済の環境を振り返れば、1930年代の大恐慌以来、最大規模のバランスシート調整を迎えた欧米は2007年のサブプライム問題、翌年のリーマン・ショックと金融面で未曾有の危機が生じた。先進国として世界をリードした日米欧の3局が同時に大幅なバランスシート調整を迎えることは戦後初めてのことであり、大恐慌再来不安も生じた。金融政策上、日米欧の中央銀行が事実上ゼロ金利政策の金融緩和を行い、長期金利が各地域で歴史的水準に低下したのも、戦後最大のバランスシート調整に陥ったからである。2014年6月に欧州中央銀行が異例のマイナス金利を導入する金融緩和に踏み切ったのもまた、その流れによるものである。

以下の図1は、VIX指数（別名、恐怖指数）と呼ばれる、市場の安定度を示すバロメーターで、米国株式市場の変動度合（ボラティリティ）のデータから作られたものだ。そこでは20のラインが「有事」を示す重要な水準とされる。図1からわかるように、2007年以降のサブプライム問題、2008年のリ

図1 VIX指数の推移——2014年以降「有事」から「平時」に戻った



（注）VIX指数はS&P500のオプション・インプライド・ボラティリティ指標。

（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ーマン・ショックを機に生じた金融危機以降、「100年に1度の危機」といわれるような事態が、毎年のように生じてきた。2014年以降は「有事」からようやく「平時」に戻ってきたが、大恐慌以来のバランスシート調整に伴う大きな変動期間の長期化で生じた「後遺症」によって、市場参加者の意識が過剰な慎重姿勢に陥る「草食化」症状が生じているとみている。

バランスシート調整の進展

バランスシート調整の前提条件には、常に信用拡大がある。日本は1980年代の過度な信用拡張に伴うバブルの崩壊が1990年に始まり、その後、バランスシート調整による長期経済停滞、いわゆる「日本化」が生じた。一方、欧米は1990年代後半以降のバブルの結果、2007年以降、日本と類似したバランスシート調整が生じていた。日本は2007年頃にはバランスシート調整がおおむね完了し、「失われた10年」からの出口に向かうはずだった。しかし、米国を中心に海外からの調整圧力に晒され、さらに円高トレンドも加わったことで、日本は出口を塞がれ「失われた20年」に逆戻りし、一段の悲観の罠に陥った。2012年の後半はまさに日本にとって「陰の極み」であった。

筆者は長らく欧米のバランスシート調整に伴う経済停滞長期化をストーリーラインとしてきた。ただし、2013年以降、米国の住宅セクターの大幅な改善に注目し、米国におけるバランスシート調整はおおむね終盤に達したとし、その結果、2013年後半に向けた米国QE3（量的緩和第3弾）の出口転換を展望するに至った。それは日本にとって円高不安の解消、日本の脱「失われた20年」への大きなステップを意味するとも考えてきた。安倍晋三首相によるアベノミクスがこれまで効果を示してきたのは、米国を中心とした潮流転換のタイミングをとらえて適切な対応を行い、さらに日本のマインド転換を実現しようとしたことによるとみている。

バランスシート調整の基本は、債務の肩代わり、本国通貨安への転換、先行き期待改善

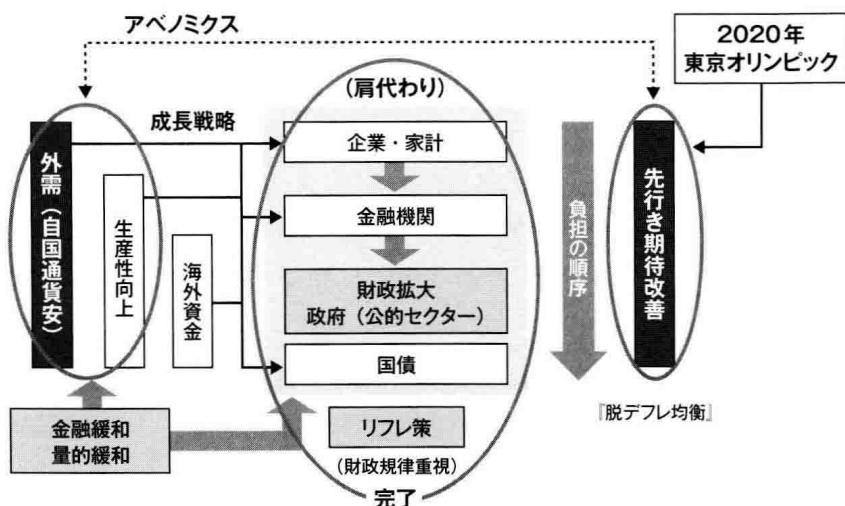
ここで『日本経済の明日を読む 2014』の復習になるが、筆者がよく用いる概念図を使い、バランスシート調整の基本形を説明しておこう。その基本

形とは以下の図2に示される3原則、すなわち、バランスシート調整で資本が毀損したことに対処して、①過剰債務の肩代わり、②外需に依存すべく自国通貨安への転換、③先行き期待による資産価格改善、を指す。日本の場合、すでに過去20年以上の間に、①の債務肩代わりは十分に行われた。残る課題は、円高の回避と資産デフレの歯止めだった。日本の過去20年以上にわたる決定的問題は、自国通貨高（円高）のために外需への依存が十分に行えなかったこと、その結果、図2右端の先行き期待も低下し資産デフレが続いたことにあった。

昨年、初めて「失われた20年」の脱却の第一歩を展望したのは、米国の債務調整にめどがつき、回復に向けた道筋が見えてきたためである。その結果、日本に覆いかぶさる重荷であった円高圧力が取り除かれた。2013年4月に日本銀行は「異次元の金融緩和」に踏み出したが、その趣旨は円安への転換を本音にデフレ脱却への強い意志を政府・金融・民間が一体で示したことにある。

アベノミクスとは「魔法」のように異次元の現象をもたらすものではない。

図2 債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図



（資料）みずほ総合研究所作成