

## 「かんぽフォーラム2013～日本経済 2014年への戦略～」

### 基調講演「2014年の日本経済・金融市場の展望」

大和総研チーフエコノミスト 熊谷 亮丸 氏

2013年12月5日

大和総研チーフエコノミストの熊谷亮丸でございます。少しでも皆様のお役に立つような話をさせていただきたいと思っておりますので、どうぞよろしくお願い申し上げます。

#### (要約Ⅰ「アベノミクス」は日本経済再生の起爆剤となるか?)

きょう、私からは、大きく5つの柱でお話をさせていただきます。1点目が、アベノミクスによって日本経済が復活するかということですが、私は、アベノミクスの三本の矢という基本的な方向性は極めて正しい方向に向かっていると評価しております。その中で、金融政策、ここは着実に今成果を上げている状態であるという認識です。例えば、2012年11月14日、当時の野田総理が事実上の解散宣言をしましたが、そのときからきのうの終値までで計算をしてみると、株の時価総額は188兆円増えています。国家予算というのが大体90兆から100兆なので、わずか1年余りの間に国家予算の2年分の富がアベノミクスによってつくり出されました。そして、為替がどれだけ円安になったかといえば、事実上解散が宣言されたときは80円前後でしたので、今、大体23円近く円安になっています。ですから、これらの株高・円安の効果が着実に、今、日本経済を支え始めているという認識です。

他方で、「アベノミクス」に対する2つの批判は根拠が薄いところですが、アベノミクスに対しては、マスメディアなどから典型的な2つの批判があります。1つ目の批判としては、債券が売られて長期金利が上がってしまうと、結局は、アベノミクスは失敗ではないか、これが1つ目の批判です。もう一つの批判は、アベノミクスで、今、円安になっている。円安になるということは、海外から買ってくる輸入品の値段が上がることですから、例えば、最近、マヨネーズだとかパンの値段などが上がっている。それから、例えば、原油の値段が高くなったので、採算が合わなくなって、イカ釣り船が停止した。すなわち、物の値段が円安で上がってしまう一方で、国民の所得、私どもの給料はまだふえていない状況なので、結局、アベノミクスというものは国民の生活を苦しめる政策なのではないか。こういう2つの批判があるわけです。私は、この2つの批判はかなり揚げ足取りのような側面が強くて、これらの批判は余り妥当性がないのではないかと考えています。

#### (要約Ⅱ「アベノミクス」が抱える3つの課題)

これからアベノミクスがさらに詰めていく課題が3つあります。1つ目の課題は、財政の規律をある程度守っていかないと、どんどん国債を発行することになり、国債が売り込まれます。よく「トリプル安」などと言いますが、日本の債券安、つまり、長期金利の上昇と円安と株安、これらが同時に起きる可能性があるのです。ある程度、財政赤字を、中長期的なシナリオを描いて赤字を抑制していくことが必要です。

2つ目の課題は、アベノミクスで三本の矢などと言いますが、成長戦略。やはり、カンフル剤だけではなくて、日本の経済体質をしっかりと強くしていく必要があります。3本目の矢ということ言えば、1つは法人税の減税を行って日本の企業を強くすること。もう一つは、岩盤規制という言葉がありますが、農業、医療、介護、

労働、こういう非常に既得権が強い分野まで踏み込むような形で、さらなる規制の緩和を行って日本経済の体質を強化していく、この3本目の矢というものをしっかりとやっていくということが必要です。

3つ目の課題として、家計の所得が伸びるような状態をつくっていくということです。家計の所得を伸ばすためには、無理をして賃上げをさせても、そのことによって改善する部分は限定的であるし、なかなか持続的な形で賃金が伸びていくということにはなりにくい。家計の所得を持続的に伸ばすためにも、3本目の矢、成長戦略をさらに強化していくということが課題になります。言ってみれば、2つ目と3つ目は、一体の課題であって、むしろ、2つ目の課題、成長戦略を強化していくということが必要であるという考え方です。

### (要約Ⅲ.日本経済のメインシナリオ)

2012年11月が景気の最悪期でした。今後は、3つの理由によって日本経済は着実に回復をするという見方です。1点目として、最大のポイントは、アメリカ経済がこれからまだまだ景気が改善して、あくまで、今、世界経済を牽引しているのは中国経済ではなくアメリカ経済なので、アメリカが世界を牽引していくということ。2点目としては、日銀の金融緩和の効果が、冒頭申し上げたように、国家予算の2年分の富をつくり、為替は23円近く円安になっています。この効果が着実に日本経済を支えてきます。3点目として、5兆円規模の経済対策。これらの3つの理由で、日本経済は着実な景気の回復を続けるという見方です。

### (要約Ⅳ.日本経済のリスク要因)

4点目が、4つのリスク要因です。1つは、新興国の経済、BRICSなどと言いますが、その新興国の経済が全体としてかなり心配であるということ。

そして、最大のリスクは、中国のシャドー・バンキング問題。これは、中国版サブプライムローン問題などと言われて、非常に高い金利でインターネットなどを通じて、中国国内でお金を集めた、日本で言えばノンバンク。これが相当焦げつきをつくってしまって、非常に大きな金融の問題が出てくる可能性があります。私どもの計算ですと、この過剰な融資は全部で580兆円程度存在します。この580兆の過剰融資のうち、大体、諸外国の先例に照らすと、2割から3割程度が焦げついてくるので、日本のバブル崩壊後の不良債権、これは100兆円規模でしたが、中国の不良債権は、場合によればその2倍ぐらいの200兆円規模、今までの人類史上最悪の不良債権発生を伴うバブル崩壊が懸念されます。

3つ目はヨーロッパの問題。4つ目は中東が混乱して原油が上がる可能性ということですが、これら4つの中では、2つ目の中国が最大のリスク要因であるという認識です。

### (要約Ⅴ.金融市場の展望)

最後に金融市場ですが、これからまだ株高・円安の流れが継続します。来年は、株価は1万8,000円を目指していきます。為替については110円に向けて緩やかな円安の流れ。他方で、長期金利は、今、大体、出てくる国債の7割程度を日銀が買い占めてしまっている状況なので、向こう一、二年は長期金利が非常に低い状態が続いた後で、日銀が出口戦略、今までの大胆な金融緩和を少し引き締める方向に向かってきます。これは2016年以降のことですが、将来的には、日本の長期金利は、恐らく、2%を非常に大きく超えて、財政の状態次第では4%から5%程度まで金利が上昇してくる可能性があるのではないかという見方です。

以上が、きょうお話しする全体の結論です。これから、ポイントのところを、図表を使って、どうしてそう考

えるかということを確認していきたいと思います。

### 【実質GDP成長率：13年度＝＋2.6%、14年度＝＋1.0%】

2013年度の日本の経済は、アベノミクスの効果、それから、2014年4月に消費税が上がる前の駆け込み需要、自動車だとか住宅を買う動きがあって、2.6%というかなり高目の経済成長が予想されます。2014年度は、消費税増税の影響もあって成長率は落ちますが、それでも1%程度で、2013年度、2014年度をならしてみれば比較的高目の経済成長が続く、こういう見方をしています。

### 【「アベノミクス」の3本の矢】

アベノミクスの三本の矢、金融政策、財政政策、成長戦略ですが、金融政策は非常にうまくいっている。国家予算の2年分の富がつくられて、為替は23円円安になっています。これに対して、2本目の矢の財政政策、ここは、一部で国土強靱化、向う十年間で一説によれば200兆円程度の公共投資をやっていく、こういう動きがあるので、ある程度、将来的な財政の規律を守っていかないと、国債が大きく売り込まれて、債券安、円安、株安という「トリプル安」の可能性もある。これを防ぐために財政規律を守ることが必要です。そして、3本目の矢の成長戦略も、岩盤規制の緩和、法人税の実効税率の引き下げ、これらの2点を柱にして、さらに、カンフル剤だけではなくて、成長戦略を強化していくことが必要です。全体としては、1本目の矢は非常にうまくいっているが、2本目の矢の財政規律の維持、3本目の矢の成長戦略の強化というところで、まだ若干の課題が残っている、こういう認識です。

2013年の8月に、官邸で消費税の集中点検会合、60人の人間が官邸に呼ばれて、消費税を上げるべきか上げざるべきかということをして7回に分けて議論しましたが、そのとき官邸で、私自身は、消費税を上げるべきである、こういう立場で私の主張をしたわけですが、なぜ私が消費税を上げなきゃいけないと考えているかという、その重要な柱をご説明したい。

私は、1本目の矢の金融政策、3本目の矢の成長戦略、これらを台なしにしてしまう政策が消費税増税の先送りという政策である、こういうことを申し上げました。これはどういう意味かということ、まず1本目の矢の金融政策ですが、今、なぜ、黒田日銀総裁がここまで大胆な金融緩和ができるかといえば、その前提としては、財政の規律が維持されているからこそ大胆な金融緩和が可能である。実際、「消費税を予定どおり上げてくれないと自分たちの金融政策がきかなくなってしまうから、ちゃんと消費税を上げてください」ということを、当の黒田日銀総裁自身が折に触れて繰り返されている。これはどういう考え方かといえば、もともと、今、出てくる国債の7割を日銀が買ってしまっているわけですから、諸外国から見れば、こういう政策は国の財政赤字を中央銀行が肩がわりしている。これを「マネタイゼーション」などと言いますが、そういうふうにとられてもおかしくないような政策である。その意味では、今のところは日銀が国債を買えば買うほど長期金利が下がって金融緩和の効果が出ていますが、例えば、諸外国の投資家が、「今、日銀がやっていることは政府の赤字を肩がわりするタコ足配当みたいなことである」、こういうふうを受けとめてしまうと、日銀が国債を買っても買っても、むしろ、日銀が国債を買えば買うほど、日本の財政の信認が失われて、国債が売り込まれてしまって、長期金利が上がってしまう可能性がある。

3本目の矢、これについては、もともと安倍総理は今度の国会を3本目の矢の「成長戦略国会」にしたいと考えていたわけです。ところが、消費税の増税をやめるとなると、新たな法案を出して、それを可決しない限りは、消費税は1年以上前に決めていたことですから、予定どおり上がってしまう。ということは、「成長戦

略国会」に総理がしたいと思っていたのが、「消費税国会」になってしまって、結果的に、一番大切な3本目の矢の成長戦略を打つことができなくなってしまう。そういう意味で、私は、増税を先送りするということは、一見、日本の景気を支えるように見えますが、実は、1本目の矢の金融政策と3本目の矢の成長戦略、これらを台なしにしてアベノミクス全体をガタガタにしてしまう政策が増税の先送りという政策である、こういうことを申し上げました。

### 【日本企業の「七重苦」】

もともと、民主党政権下で、追い出し5点セット、日本の企業が国内にいられないようにして海外に追いやっていくような5つの悪政があった。円高、自由貿易のおくれ、環境規制、労働規制、高い法人税、これらに加えて、電力不足と日中関係の悪化が加わって、日本企業の七重苦という問題です。

民主党の政策というのは、経済の小さなパイを子ども手当によってどうやって切り分けていくかというような縮小均衡型の分配政策、そして、非常に企業の足を引っ張るアンチビジネスの政策であったと受け止められています。ところが、アベノミクスは、分配政策ではなくて成長戦略、そして、アンチビジネスの政策ではなくて、もっと企業が元気になって経済のパイが拡大するようなプロビジネスの政策を打っている。そういう意味で、これから、まだ足らざるところはありますが、アベノミクスがやろうとしている基本的な方向性は極めて正しい方向へと向かっている、こういう考え方をしています。

### 【アベノミクスに対する2つの批判】

アベノミクスに対しては典型的な2つの批判がある。この2つの批判に対しては、それぞれ3つずつの反論が可能である。

まず1つ目の批判、長期金利が上がるとアベノミクスは失敗ではないかという批判ですが、これに対する第1の反論として、これからは、財政赤字が拡大して国債が悪い形で売り込まれるということよりは、景気がよくなって株価が上がって、むしろ実体経済に見合った形で巡航速度のいい金利の上昇というものが基本的なシナリオとしては想定される。

2つ目の反論は、名目金利というのは市場で取引されている金利で、これは、大体、今、長期金利 10年物が 0.6~0.7%程度、ただ、経済に影響を与えるのは、この取引されている名目の金利というものから、人々が期待している期待のインフレ率、これは今どんどん上がってきて、期待インフレ率は 1.9%程度まで来ている。この名目金利から期待インフレ率を引いた実質金利、この実質金利というものが経済に対して最も重要な影響を与えてくる。そして、実質金利は、名目金利が 0.6~0.7%、期待インフレ率が 1.9%ですから、1%以上の大幅なマイナスの状況であって、今、極めて景気刺激的な状況であるということ。

3つ目の反論は、円安・株高のプラスの効果のほうが、よほど長期金利が上がらない限り、具体的には、長期金利が4%上がらない限りは、当面の経済に与える円安・株高のプラスの効果のほうが大きい。これらの3つの反論が可能である。

2つ目のアベノミクスに対する批判、国民の生活が苦しくなるという批判ですが、これに対しても3つの反論が可能である。まず1つ目の反論としては、過去の動きを見ると、売上が伸びて半年から1年ぐらいうると賃金が伸びて、そこから半年程度すると物価が上がってくる、こういうサイクルがあるわけで、今、売上は上がってきている。恐らく、来年の春になれば徐々に賃金についても底入れ感が出てくる。2つ目の反論は、労働分配率というのは、企業がもうけたお金の中で、その何%が私ども個人の懐に入っているかということ

ですが、実は、日本は、労働分配率を諸外国と比べたときに、決して低いわけではないし、過去 20 年程度で見れば、労働分配率はおおむね横ばい圏で動いている。つまり、企業がもうかってくれば、一定の割合で私どもの懐にもその恩恵が及んでくる。3つ目の反論は、円安による「Jカーブ効果」。このJカーブ効果というのは、まず、円安が進んだときに、輸入品の値段、海外から買ってくるものの値段が高くなる。例えば、パンとかマヨネーズの値段が高くなって、円安は短期的には国民の生活を苦しめる。ところが、円安が進んで半年から1年程度たってくると、今度は円安によって輸出の数量が徐々に戻ってくるということがあるので、結論として、短期的には円安で国民の生活は苦しくなるけれども、長い目で見れば、輸出が改善することによって、日本の経済構造は輸出主導型の経済構造なので、円安になったほうが中長期的にはメリットが大きいということです。

### 【円安・株高・長期金利上昇の影響】

日本のGDPに与える影響を見ると、1割の円安は日本の国内総生産(GDP)を0.3~0.5%程度押し上げる。そして、株が上がると個人消費が活性化するので、大体、GDPが0.1%程度上がってくる。他方で、長期金利が1%ポイント上がったとしても、日本のGDPに対する下押しは大体0.2%程度、これは額にすると1兆円程度なので、やはり、日本は、よほど長期金利が上がらない限り、円安・株高のプラスの効果のほうが残ってくる可能性が高いのではないか。

### 【「アベノミクス」の影響に関するシミュレーション】

政権交代前からどれだけ円安・株高になったか。政権交代前からどれだけ長期金利が上がったか。それぞれのシナリオで、日本のGDP・国内総生産に何%ぐらいの押し上げ・押し下げの効果が出るかのシミュレーションです。2割の円安とトピックスの400ポイント高、実は、政権交代前から、これプラスアルファぐらいのことが今もう起きているわけですから、ベースシナリオとって、全然長期金利が上がらないとすると円安・株高の効果で日本のGDPは0.76%、これは額にすると4兆円程度、円安・株高の効果で上がってくる。長期金利が4%上がると初めて長期金利上昇のマイナスの影響のほうで円安・株高によるプラスの効果より大きくなる。つまり、長期金利が4%上がって初めてアベノミクスはフローの経済に対する影響の面で失敗であるという結論になるわけで、その意味では、よほど長期金利が上がらない限りは、フローの経済、向う一年程度の経済に対しては着実に株高・円安のプラスの効果がきいてくる。これらが1つ目のアベノミクスに対する批判への反論。

### 【「売上増→賃金増→物価上昇」のサイクル】

2つ目の批判、アベノミクスで国民の生活が苦しんでいるということですが、このことに対する第1の反論は、企業の売上高、個人の賃金、物価、の3者は一定の時間差で同じような動きをしてくる。これは何を申し上げたいかというと、まず一番最初に、企業の売上高が戻ってくる。そこから半年から1年ぐらいすると、それによってかなり個人の賃金が戻ってくる。こういう傾向があるわけで、恐らく、2014年の春になれば、少しずつ私どもの賃金についても底入れ感が生じてくる可能性が高い。

### 【日本の労働分配率は下がっていない】

2つ目の反論です。労働分配率というのは、企業がもうけたお金の中で何割が私ども個人の懐に入って

いるかということですが、日本は、過去 50 年間程度で見れば、私どもの取り分の比率は上がっている。そして、過去 20 年程度、バブル崩壊の前後と比べても、過去 20 年ぐらいでならしてみれば、日本の労働分配率は大局的にはおおむね横ばい圏で動いている。

大不況のとき、企業収益は急速に減るわけなので、労働分配率の分母のほうが急減する。他方で、私どもの給料はなかなか大きくは減らないということがありますから、分子の個人の取り分のほうはなかなか減らない。つまり、大不況のときは労働分配率がはね上がるのが当たり前であって、そういう大不況を起点にして、どんどん私どもの取り分が減っているという言い方は余りフェアな言い方ではなくて、過去 20 年ぐらいでならして公平に見たときには、ほぼ一定の割合で私どもの懐には企業がもうけたお金が入ってきている。

### 【円安に伴う「Jカーブ効果」】

Jカーブ効果。最初の半年ぐらいは、輸入品の価格が高くなって貿易収支が悪化して景気が悪くなるわけですが、ただ、時間がたつと、円安によって輸出の数量が戻ってきますので、長い目で見れば、日本の経済構造から見れば、円安になったほうが円高になるよりはメリットがある。

ここまで申し上げたのは、基本的にアベノミクスがやろうとしている方向性は正しい方向である。とりわけ金融政策はうまくいっている。2つの典型的な批判があるけれども、これらはいずれも、かなり揚げ足取りのような色彩が強くて根拠が薄いのではないか。以上が、アベノミクスの総論的な部分です。

### 【アベノミクスが抱える3つの課題】

とはいえ、アベノミクスは3つの課題を抱えている。1つは、財政の規律を維持しておかないと「トリプル安」のリスクが生じる。そして、3本目の矢の成長戦略を強化すべきである。さらには、家計部門の所得をふやす必要があるが、冒頭申し上げたように、2番目と3番目は一体の課題であって、2番目を行っていくということが、最終的には家計の所得にも長い目で見て恩恵を及ぼしていく。

### 【消費税増税の環境は整ったか？】

私が8月に官邸の集中点検会合でご説明したまとめです。ポイントのところだけ申し上げますと、結論としては、一定の景気下支え策を講じた上で予定どおり消費税増税は行うべきである。

増税の経済環境は整っている。アベノミクスの効果が着実に出ていますし、1997年、前回増税したときと比べると、国内の需要、この内需の状況というのは当時よりもかなり足取りがしっかりしているので、十分増税に耐えられる状態であるということが1つ目のポイント。

2つ目は、1997年の消費税増税をめぐる2つの俗説がまかり通っている。1つ目の俗説は、増税が主因となって景気が腰折れしたということですが、ただ、景気腰折れの主因は、あくまで日本の金融危機、そして、アジアの通貨危機、これらが主因であって、消費税を増税して、そのことが主因で日本経済が腰折れしたというのは事実関係として間違っている。もう1つは、増税すると、結局、税収が減るという俗説があるけれども、確かに、表面だけ見ると、1997年の税収は53.9兆円、2007年度は表面上は51兆円まで落ちているわけですが、ただ、ここには、いわゆる小削減税などと言われる制度改革の影響、それから、三位一体改革などと言われる地方への税源移譲、これらが大体8.3兆円程度ありました。今私が指しているところですが、これらの制度変更の影響を除くと、2007年度の税収は59.3兆円。ですから、53.9兆円と比べると、増税を行ったことによって、結果的に税収が安定して税収は増えていたということです。

そして、今私が指しているところ、対策としては、この中で特に法人税の減税をやっていくということ、これが極めて海外の投資家などに対する象徴的な意味を持っているわけですから、何とせよ法人税減税を実現する必要があるのではないか、こういうことを申し上げました。

### 【財政再建達成の鍵は社会保障費の削減】

それでは、どうやれば財政再建ができるか。日本の財政収支が 2020 年度に黒字化するシナリオには、3つの条件があります。第1条件は、名目成長で見れば3%の非常に高い経済成長を達成するというのが第1の条件。第2の条件は、消費税は予定どおり 10%まで上げていく、これが第2条件。その上で、なおかつ第3条件として、社会保障費を、2015 年から 2020 年までの5年間、毎年4%ずつ、これは額にすると約1兆円ずつですが、これだけのペースで社会保障を合理化していく。つまり、経済成長と増税と徹底的な社会保障の合理化、これらを三位一体でやったとして、やっと財政再建の入り口のところに 2020 年度に立てる。その状況からすれば、「増税の前にやる必要がある」とずっと 30 年以上言われてきたが、もはや、そうやって問題を先送りできる状況ではなくなっている。

### 【重点分野：環境関連＋サービス業（医療・介護等）】

次に成長戦略。乗数効果というのは、その産業で1兆円需要が伸びたときに、国全体の経済に何倍の波及効果があるかということです。広い意味での環境絡みのセクターは、非常に効率がよくて、他産業に対する波及効果が大きく、ここが一つの成長戦略の柱になっている。

他方で、医療・介護などのサービス業、このサービス業は、圧倒的な雇用の吸収力があって、今のところはまだ効率が余りよくないが、例えば、混合診療が解禁されていない医療の分野、それから労働の分野、さらには農業などの非常に既得権が強い分野で、岩盤規制などと言われる様々な規制が残っている。これはむしろ今効率が悪いだけに伸び代があり、規制緩和や法人税の減税などを通じて、医療・介護などのサービス業を改善していくことが、今後の成長戦略の課題である。

### 【賃金の国際比較】

日本(-0.5%)とアメリカ(1.3%)とドイツ(0.2%)の時間当たりの実質賃金。比べていただくと、日本だけが実質賃金がマイナスである。これはなぜマイナスかということ調べるために、実質賃金というものは、3つに分解することができる。1つは労働生産性(0.7%)、どれぐらい効率よく働いているかということ。2つ目は企業の競争力(-1.0%)、これは、例えば、原材料価格が上がったときに、どれだけ売値に転嫁できているかということ。そして3つ目が労働分配率(-0.3%)です。この3つ、例えば日本で見えていただくと、0.7%、-1.0%、-0.3%というこの3つの数字を足すと時間当たりの実質賃金に一致する。なぜ 0.5%下がっているかということ、この3つに要因分解して、どこが悪いのだろうということを検証することが可能である。

まず、労働分配率から見ていただくと、これは、企業が稼いだお金の中でどれだけ個人の懐に入っているかということですが、確かに日本の労働分配率は若干下がっている。国際比較をすると、ほかの国も大体同じぐらい下がっているわけですから、労働分配率を上げる、企業が無理に賃上げをすることによって個人の所得が改善する余地というのはかなり限定的である。

そうなってくると、一つは労働生産性、ここは、日本は上がっていますが、諸外国にくらべると、とりわけ非製造業や医療・介護だとか、そういう分野のところでは若干まだ生産性が低いという問題が存在する。もう一

つは、企業の競争力が落ちているので、なかなか、製品の原材料の価格が上がったときに、これを売り値に転嫁できないという問題があるわけで、つまり、私たちの賃金を上げていくためには、無理して賃上げをして労働分配率を上げることで賃金を上げられる余地というのは限られている。その意味で、生産性を上げて企業の競争力をつけるためには、3本目の矢という成長戦略、中身としては、法人税の減税であり、非常に既得権が強い岩盤規制などと言われるところでの規制の緩和等で、そういう3本目の矢の成長戦略を強化していかないと、なかなか私たちの賃金ですら持続的に上がる形にはなりにくいという問題があります。

### 【安定的な賃金増加への道】

もう一つ申し上げたいのは、今後私たちの賃金上がるかどうかです。まず、所定外給与。所定外給与というのは残業代のことですが、景気がよくなってくればほとんどフルスライドの形で残業代は戻ってくる、これが第1ステップ。第2ステップは特別給与、ボーナスですが、大体、企業の業績が戻って1年程度すると、特別給与、ボーナスは戻ってくる。ただ、問題は、非製造業の所定内給与という、決まってもらうベアなどの給与がとりわけ非製造業で低迷しているという問題があります。なぜ低迷しているかというと、構造問題があつて、一つは、非製造業の労働生産性が、例えばITの投資などが不十分で、まだ労働生産性が低いという問題がある。もう一つは、医療・福祉などの構造改革がまだ進んでいない。そして、賃金の中身を見ると、医療・福祉分野でどんどん賃金が落ちている、その賃金が落ちる分野でどんどん雇用者が増えている。これを掛け合わせると、賃金が下がっている医療・福祉の分野でウエートが増えているわけですから、これらの構造的な要因、つまり3本目の矢によって解決しなくてはいけない問題。ここを解決しない限りは、なかなか、私どもの給与が安定して増えていく状態にはなりにくい。

### 【一人当たり賃金に関するシミュレーション】

今後の賃金に関するシミュレーションですが、483万8,000円というのが過去の給与総額のピークである。今後、景気が循環的に戻ってくればボーナスや残業代は増えてくるので、467万5,000円までは、アベノミクスで循環的に景気がよくなったことによって戻ってくる。

構造改革を行って、非製造業の所定内給与、それから医療・介護分野の所定内給与、これらが構造的に戻ってこない、過去のピークを超える518万4,000円まで上がっていくということは難しいので、結論として、賃上げを無理してやらせても持続性はない。やはり、3本目の矢の法人税の減税なり岩盤規制の緩和などの成長戦略を強化していかないと、持続的に賃金が戻る状態にはなかなかなりにくい。

### 【法人税減税の効果】

私どものシミュレーションによれば、10%法人税を下げて4兆円減税をしたときに、輸出が増えること、設備投資が増えることなどによって、最終的に国内の生産は7.3兆円程度増えてくる。

### 【景気動向に関するシミュレーション】

今後の経済のシナリオとして、景気が好循環を起こすケース。例えば、ベースアップで賃金上がる、法人税の減税をやる、そして国内回帰が起きる、これらのことがぐるぐるとよく回り始めると、2020年の日本のGDPが607兆円、つまり、好循環が起これなかったときと比べると25兆円程度の差が2020年までに生じてくる。その意味で、法人税の減税であり賃上げの好循環などをしっかりと回していくことが非常に大きな課

題である。

### 【わが国の地域別輸出動向】

日本経済の見通しについては、基本的には、アメリカに引っ張られる形で日本経済は着実に回復するという考え方です。アジア、中国、アメリカ、ヨーロッパですが、それぞれの地域経済の状況は、日本からその地域に向けた輸出の動きに2～3カ月先行する。

アメリカは非常に経済の足取りがしっかりしている。それから、ヨーロッパも、水準は低いだけれども、それでも循環的にはかなり景気が戻っている。基本的には、これからアメリカ経済が世界を牽引していく可能性というのが高い。他方で、アジア、それから中国はパッとしない状況ですが、私は、あくまで世界を牽引しているのは中国ではなくてアメリカであるという考え方ですので、日本経済もアメリカに牽引されて、これから着実に景気が戻っていきたくらうと考えています。

### 【米国経済は持ち直し】

アメリカの日本化、ジャパナイゼーションという言葉があつて、日本のような、失われた10年、20年をアメリカもしくはヨーロッパが繰り返すのではないかというのが、ジャパナイゼーション、日本化という議論です。私は、アメリカについては、ジャパナイゼーションは起きない、アメリカ経済は極めて健全であつて、これから世界を牽引していく可能性が高いという考え方をしています。なぜかというと、1930年代の世界大恐慌と日本の平成不況。この2つには3つの共通点があります。政策対応が失敗したこと、労働市場が硬直的で、結果的に設備投資が、10年がかり、20年がかりの長期の設備投資の調整が起きたこと、3点目として不良債権問題です。

ヨーロッパは少し心配な状況ですが、アメリカはバーナンキという中央銀行の議長が、決定的に日本の失敗に学んで迅速な政策を打っている。そして、労働市場も非常に柔軟なので、今、アメリカの設備投資のサイクルはぐるりと一周して、これから5年、10年のタームで見たときに、アメリカでは着実に設備が伸びていく可能性というのが高い。3つ目の不良債権問題も、日本はこの問題に10年以上かかったわけですが、アメリカは、2年もたたないうちにストレステストという、金融機関が査定を行って、もう2年ぐらいでアメリカの金融の問題は峠を越えてきた可能性というのが高い。これらに加えて、いわゆるシェールガスの革命というものがありますが、エネルギーの値段が劇的に下がって、アメリカ経済は着実に、これから5年、10年の期間で見たときに、回復の方向に向かってくる可能性が高い。

### 【米国：不動産価格の調整は終盤へ】

もう一つ申し上げますと、国内総生産、GDPに対する不動産の時価総額の割合です。日本はバブルのピークで5倍近くまで行って、今は過去の平均よりちょっと下のところにとまっている。アメリカは、確かに2005年のとき、これが2.6倍ぐらい。ちょっと高かったが、現状は、大体、7年、8年の調整を経て、過去の平均ぐらいのところまで不動産の価格は戻っている。アメリカのサブプライムローン問題などの、根っこにあったのは不動産価格の調整の問題なので、ずっと7年、8年アメリカの足を引っ張ってきた不動産の問題が完全に峠を越えてきた可能性というのが高い。私は、これからアメリカは着実に拡大する方向に向かうだろうという考え方です。

### 【円安・ドル高トレンドが継続】

これからの為替は円安・ドル高トレンドで、これが日本経済を支えてくる。絶対的購買力平価。日本とアメリカで同じ物が買えるときに適正な水準は幾らかということ、103円の90銭程度が一つのめどとして出てくる。そして、3つの円安要因。アメリカがこれから、出口戦略といって、ちょっとずつ金融を引き締めるのに対して、日銀はまだまだ潤沢な金融緩和を続けて、恐らく、4月の消費税増税前後のタイミングで、さらなる追加の金融緩和が行われる可能性というのが生じている。そして、アメリカ経済は、先ほど申し上げたように、着実に回復して世界を牽引していく。さらには、日本の貿易収支の赤字化、これらが円安・ドル高要因なので、これから来年にかけて、為替は110円に向けた円安で、そのことが着実に日本経済を支えてくる、こういう考え方をしています。

### 【日本経済:4つのリスク】

これに対して、4つのリスク要因。1つは新興国の動揺、もう一つは中国のシャドー・バンキング問題、このあたりをかなり警戒しなくてはならないということ。新興国については、確かに心配な部分がありますが、過去と比べると、非常に、経済の力自体はついてきている。

### 【新興国のファンダメンタルズは改善】

新興国は、過去に危機を起こした時期と比べると非常に体力が今ついてきて、これをファンダメンタルズといいますが、ちょっとやそつのことでは、今、新興国が大きな危機に陥る可能性というのはかなり低くなっている。新興国経済は、循環的には中国が弱いので少し苦勞すると思いますが、一部で言うような、新興国が大変な危機に陥る可能性というのは非常に限定的であると考えます。

### 【中国:景気循環信号指数の動向】

一言で申し上げれば、中国については、短期楽観、中長期悲観。向う一、二年はカンフル剤で問題を先送りして大丈夫だけれども、2015年以降は、人類史上最悪のバブル崩壊の可能性というものが出てくる。

### 【中国:融資の過剰感】

どれぐらい不良債権がすごいかというと、社会融資総量といって、シャドー・バンキングなどを一部含んだ貸し出しの総量がGDP比で192%ある。過去のトレンドラインと比べると580兆円の過剰融資が存在する。このうち大体2~3割が焦げつくわけで、恐らくは、100兆円というよりは200兆円規模の、日本のバブル崩壊の2倍ぐらい、極めて厳しいマイナスの影響というものが生じかねない。

### 【中国経済は米個人消費に依存】

私は、世界を牽引しているのはあくまでアメリカであって、中国が風邪を引いても日本には蚊が刺したぐらいの影響しかないという考え方です。統計的に何が何に影響しているかという因果関係をグレンジャーの因果性というやり方としてみると、やはり、世界中に影響を与えているのは、アメリカの小売売上高、アメリカの個人消費である。これが世界の経済を決めている。中国に関しては、固定投資と言われる設備投資、公共投資などが、決して世界経済にそれほど影響を与えているわけではないということです。実際、統計的に見たときに、そういう影響が抽出できるので、私は、中国では将来的にバブルがはじけると思っています

が、そのバブルの崩壊後、それほど過度に我々が心配する必要はないのではないか、「パッシング・チェーン」の姿勢が重要ではないかという考え方です。

### 【「リスクオフ」から「リスクオン」へ】

マーケットについては、「リスクオフ」から「リスクオン」へ。日経平均株価、ドル円レートですが、これはほとんど同じ動きをしていて、上のほうに行くほど円安になって株が高くなる。こういう状態を「リスクオン」と言います。世界的に景気がよくなって、日本の景気がよくなって、みんなリスクをとろうと思って円を売るので円安になる。そして、株を買って株高になる。今後、私は、日経平均は1万 8,000 円、為替は 110 円を目指していくという考え方です。

### 【中長期的に見れば、日本株は割安？】

歴史的に日本の株はGDPのバンドの中で動いてきた。例えば、1974 年のオイルショック、2003 年の金融危機、2009 年のリーマンショック、民主党政権下のいわゆる「失われた3年間」、ずっと陰の極にありましたが、今ようやく株価が少し正常なところに、まともな政策がとられることによって戻ってきた。

### (まとめ)

最後に、全体のポイントですが、アベノミクスの基本的な方向性は正しい。ただ、3つの課題が残っていて、財政規律の維持と成長戦略が必要である。メインシナリオは、着実に日本経済は戻っている。ただ、4つのリスクがあって、中国のバブル崩壊は常に頭の片隅に置いておく必要がある。株価は1万 8,000 円に向けて株高、為替は 110 円に向けた円安、そして、長期金利は、向う一、二年安定した後に、将来的には、最低でも2%、場合によれば4~5%まで上がっていく可能性が高いだろうということです。

私からのご説明は以上です。きょうお話しさせていただいたことが、少しでも皆様のお役に立てればと考えております。ご清聴ありがとうございました。

—了—