

ぶぎん経済講演会

## 『2017年の世界はどうか、日本はどうか(要旨)』

講師 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 高田 創 氏



### 1 はじめに

師走に入り、2016年も大詰めのところに来たという感じではありますが、今年を振り返ると「まさか」の連続だったと思います。私もみずほ総合研究所では、毎年12月に半分お遊びで、翌年の「とんでも予想」(表1)を10項目選んでいるのですが、昨年末に実施した中の一つにトランプ氏アメリカ大統領当選がありました。他にもブラジルのルセフ大統領罷免というものもあり、これも実現してしまいました。最終選考にイギリスのEU

離脱も候補となっていました。残念ながら最後に削ってしまいました。

ちなみに、先ほど私は会社を出る前まで来年の「とんでも予想」を議論していました。実際我々、普段の仕事をする以上に、この「とんでも予想」は社を挙げて議論しています。普通に考えていますと常識以外のことは、なかなか予想できませんが、こういう場があるとやや非常識なことも考えられる。我々シンクタンクとしてはこのようなことも重要であると思っております。

さて、来年の展望ですが、景気は意外と良くなるかもしれないと思っています。要因と

表1. みずほ総研とんでも予想 2017年

1	アベノミクスがトランプノミクスを採用し、大型減税を断行。カジノ法案成立を受け、インバウンド観光の目玉策として、超豪華5つ星「トランプ・ホテル」を誘致
2	トランプノミクスへの過剰な期待から米国で資産バブル発生。グレート・ローテーション期待でダウ平均株価は23,000ドル台、米長期金利は3.5%超の水準に上昇。一転してTPPも批准し、グローバルにトランプ大統領の好感度が急上昇
3	経済的利益から米国が中国に接近。日米両国がAIIIBに加わり、米国で中国製新幹線が導入される
4	トランプ大統領から「イールドカーブ・コントロールは円安誘導」との批判を受け、日銀は物価目標2%を長期目標、中間目標として1%を導入し、長期金利の上昇範囲を許容。金融政策の出口への警戒から超長期金利が急上昇
5	サミットで過度な金融緩和抑制と積極財政政策が合意され、安倍政権は財政健全化計画の凍結と大規模な財政出動を宣言。政府は100年国債発行、日銀が購入主体となるヘリコプターマネー政策に。世界的にも財政拡大の潮流へ
6	欧州で難民流入急増からEUへの不満爆発。仏大統領選で右派政党「国民戦線」が勝利、独総選挙でも同「ドイツのための選択肢」が第1党となりメルケル首相退陣、イタリア総選挙では同「五つ星運動」が勝利。ユーロ崩壊の連鎖へ
7	英国で議会のEU離脱通告否決を受けた解散・総選挙の末、Brexit撤回へ。金融機関の移転などを見込んでいた投資資金の巻き戻しから、不動産価格はパリ、フランクフルトなどで急落の一方、英国で急反発。英国ではバブル懸念も
8	北朝鮮は中国との関係が一段と悪化するなど孤立化が進む。各国の経済制裁が強化される中、貧困に耐え切れなくなった北朝鮮の国民が日中韓に大量に流入。欧州に続きアジアでも難民が社会問題に
9	10年周期の経済・金融危機のジグザグが現実に(1987年:ブラックマンデー、1997年:アジア通貨危機、2007年:サブプライム危機)。新興国経済の急減速が先進国にも波及、欧州では金融問題が深刻化するドミノ現象に
10	世界的に異常気象が頻発し、食糧不足が深刻化。食料価格が急騰し、世界は低インフレを脱出も、実質所得を押し下げて景気後退(スタグフレーション)へ

(注) 蓋然性は必ずしも高くないものの、発生・実現した場合の重要性が高く、注目すべき事象。  
(資料) みずほ総合研究所作成

しては、一つ目にアメリカ経済の動向、二つ目に世界から見た日本経済の再評価が上げられます。世界を見ると、「まさか」が起こる不安定な状況が続いていますが、一方で日本は意外と安定しているのではないかと、我々ももう少し自信を取り戻してもいいのではないかと、今日を申し上げたいと思っております。

## 2 現在の経済環境について

### 1. 金融市場：アベノミクスの4年間とその転換

アベノミクスのおさらいをしたいと思います。2012年11月頃、日経平均株価は8,000円台、為替は1ドル70円台でした。ピークは2015年の半ばぐらいになりますが、日経平均株価は21,000円台、為替は1ドル125円というところまで円安株高が進みました。

残念ながら2016年は年初から比べると円高株安となりましたが、2012年11月頃から比べると、大幅な円高株安が進行しており、やはりそれは大きなものではないかと思っています。(表2)

振り返りますと、バブルが崩壊した90年以降、資産デフレと超円高という二つの大きな動きが進みました。この状況が約四半世紀続いたことにより、いわゆるデフレ均衡という現象が発生しました。なかなかモノの価格

は上がらない状態です。

この4年間、日銀はその流れを断ち切ろうとしましたが、長期に亘るデフレ均衡の意識を変えるには期間が短かった。ということで、日銀は2016年の9月に新しく総括的検証を行い、これは短期決戦ではなく、時間をかけた持久戦に持ち込まなければならないと作戦変更を始めたという次第です。

### 2. 3L (低成長・低インフレ・低金利) 長期化の「新常識」

一方で世界全体は、低成長・低インフレ・低金利(3つのL)といわれる状況の中にあります。言葉を変えれば、経済が低血圧の状態に陥っていると言えます。経済の高血圧(インフレ)を是正する手法はいくらでもありますが、低血圧(低インフレ)を是正する手法はまだ確立されていません。

また、日本やヨーロッパ各国に導入されているマイナス金利。実はこれ有史初の状況なのです。このような状況を背景に世界を覆う閉塞感をなんとかして打破しようという動きが現れたのが、アメリカ大統領選やイギリスのEU離脱といった、「まさか」だと考えることもできます。

### 3. 円ドル相場の歴史は米国の為替政策 (達磨さんが転んだ)

為替動向について興味ある方は多いと思います。私は、為替についてどのように考えるのかと聞かれたときはいつも、「達磨さんが転んだ」だと言っています。鬼が振り向くと動きが止まるとか、方向が変わってしまうという意味です。

戦後70年間の円ドル相場の歴史(表3)を見ると、円ドルの相場は、鬼は常にアメリカで、結局全てアメリカで決まっているのではないかと、ということです。トランプ氏は、アメリカ第一主義と言っていますが、別に今回が初めてではなく、アメリカは常に自国第一

表2. 2012年11月14日の転換から4年の市場変化

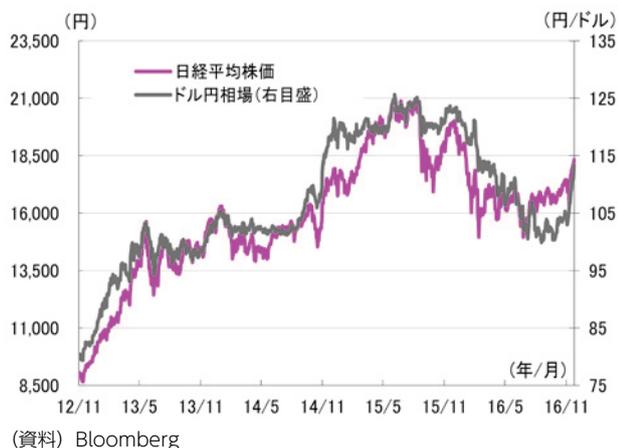
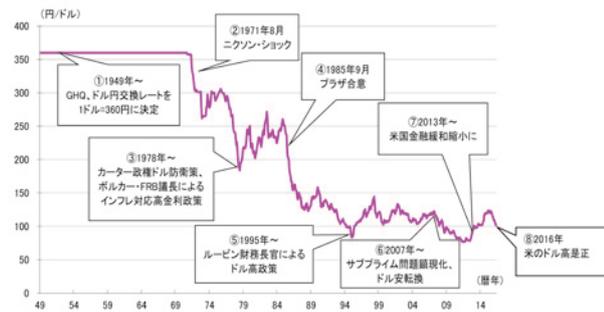
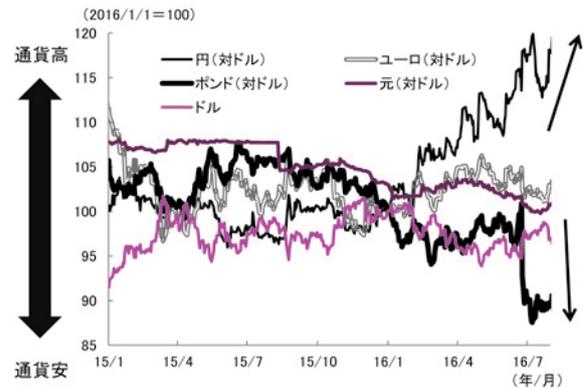


表3. 戦後のドル円推移



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

表4. 主要5通貨の実効為替レート推移



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

主義なのです。

さて、ここ数年、世界各国では自国通貨安競争が行われていました。実はこの競争で日本は今年敗者でした。どの通貨に対しても円だけが強いという状況です(表4)。一方、この1ヶ月間で円ドル相場が円安方向に動いており、通貨高は是正され始めていますが、2017年から2018年にかけては110円台後半から120円を視野に入れた動きに留まると考えます。急激なドル高はアメリカも許容できないでしょうから、先ほど述べました「達磨さんが転んだ」を使って、アメリカは急激なドル高まではなかなか許してこないのではないかと考えられます。

### 3 2017年世界経済について

#### 1. 2017年世界経済

2016年から2017年にかけての世界経済の成長率見通し(表5)については、まず2015年から2016年にかけて世界全体では2015年(3.4%)から減速(3.3%)しています。先進国ではアメリカ(2015年2.6%⇒2016年1.5%)の厳しさが目立ちます。新興国では、ブラジル(同▲3.8%⇒▲3.2%)とロシア(同▲3.7%⇒▲0.7%)のマイナスが目立つ一方で、中国の成長率(同6.9%⇒6.7%)はそれほど悪くない。2016年は厳しい年でしたが、2017年はアメリカの経済政策を中心として世界全体でも回復が期待されます。

#### 2. アメリカ経済

トランプ氏の大統領当選は大変な驚きをもたらしましたが、この背景には、これまでの閉塞感や長期停滞といわれる流れを打破し、強いアメリカを取り戻したいというアメリカ国民の考えがあったように感じられます。

尚、上・下両院で多数を占める共和党のトランプ氏勝利により、アメリカ議会ではねじれが解消され、同氏の政策が通りやすい環境となりました。トランプ氏の政策は保護主義的な側面が言及されていますが、一方で、大型減税を含んだ財政改革が目玉と考えられます。

特に大型減税では、所得税及び法人税の緩和を検討しており、選挙運動時に述べていた減税規模は対GDP比2%超であり、よく比較されるレーガノミクス(同1.5%程度)以来の規模となることから、景気への刺激が期待されます。

金利面については、先ほど述べた財政政策に対する期待感を背景に、この1ヶ月間でアメリカの長期金利が上昇してきました。日米の金利差が拡大し、その結果、円安ドル高が進みました。今後、米国の金利上げが予想される中で、日本は日銀のイールドカーブ・コントロールにより長期金利の上昇が抑えられることから、金利差は拡大し、より一層円安ドル高が進むと考えられます。しかしながら、先ほど述べた通り、急激なドル高はアメリカも許容できないでしょうから、どこかの

タイミングで抑えにかけると注意していかなければなりません。

### 3. ユーロ圏経済

情勢に不確実性があるのはユーロ圏です。2016年6月のBrexitや12月のイタリア国民投票といった反EUの潮流が見られる中、2017年3月はオランダ下院選挙、4月以降はフランス大統領選挙、秋にかけてはドイツ議会選挙などが実施されます。EUからの離脱といった動きにはそう簡単にならないと思いますが、そういう不安定な動きがユーロ圏はあるということは考えておかなければなりません。

### 4. 中国経済

中国経済の問題は何かといえば過剰債務です。2007～08年以降、中国が4兆円対策といわれる未曾有の景気対策を行いました。民間債務残高が2008年末まで対GDP比150%で推移していましたが、2009年以降

が同250%程度までに膨らみました。この250%というのは日本のバブル期と同程度ですので、いかに厳しいかということがお分かりになるでしょう。

われわれは中国が別に危機になるというつもりもありません。しかしながら、中国は今後も何年間にわたって、過剰債務に伴う過剰設備に起因する安値攻勢を続けていかなければならない。ただし、2017年は共産党大会が開催されるだけに景気底上げをしていますが、中国は少し財政をふかしながらも危機を抑えていると考えていただければいいわけで、それがアメリカだけではなくて、新興国も含めた景気をよくしていると考えられるわけです。

## 4 2017年日本経済について

### 1. 実体経済

日本経済について、2016年は海外経済の減速や円高の影響から厳しい状況が続きました

表5. 世界経済見通し総括表

暦年	(前年比、%)				(ポイント)			
	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2016年 (9月予測)	2017年 (9月予測)	2016年 (9月予測からの修正幅)	2017年 (9月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.6	3.4	3.3	3.6	3.2	3.6	0.1	—
日米ユーロ圏	1.6	2.1	1.4	1.6	1.3	1.6	0.1	—
米国	2.4	2.6	1.5	2.1	1.4	2.2	0.1	▲0.1
ユーロ圏	1.2	2.0	1.6	1.1	1.5	1.1	0.1	—
日本	▲0.0	0.6	0.7	1.0	0.5	0.7	0.2	0.3
アジア	6.4	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0	0.1	—
中国	7.3	6.9	6.7	6.5	6.6	6.5	0.1	—
NIEs	3.4	1.9	1.9	2.1	1.9	2.2	—	▲0.1
ASEAN 5	4.6	4.8	4.8	4.6	4.8	4.6	—	—
インド	7.0	7.2	7.6	7.5	7.6	7.5	—	—
オーストラリア	2.7	2.4	2.8	2.5	2.8	2.5	—	—
ブラジル	0.1	▲3.8	▲3.2	1.2	▲3.2	1.0	—	0.2
ロシア	0.7	▲3.7	▲0.7	1.0	▲1.2	1.0	0.5	—
日本(年度)	▲0.9	0.9	0.9	1.0	0.6	0.9	0.3	0.1
原油価格(WTI,\$/bbl)	93	49	43	55	42	45	1	10

(注) 予測対象地域計はIMFによる2014年GDPシェア(PPP)により計算。  
(資料) IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

(表6)。ただし、政府の景気対策本格化や円安による企業業績改善などにより、来年は若干ではあるが回復方向に向かう見通しです。

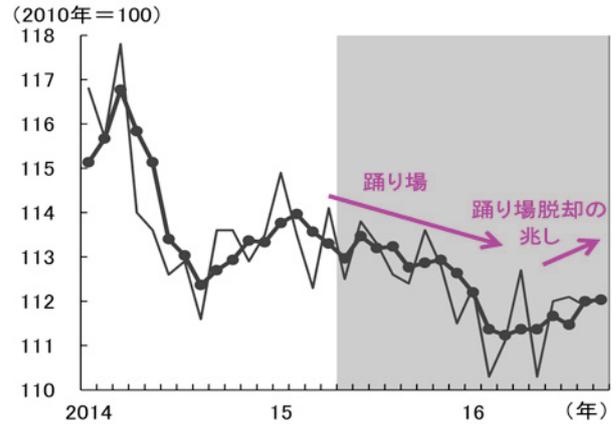
国内景気については、景気動向指数（一致CI）（表7）からみると、踊り場のところから盛り返しの兆しが出てきています。失業率は低い水準で推移していること、円安による企業業績の改善が見込まれることなどから、持ち直しが期待できます。

物価について、コアCPIは年内マイナス圏で推移する見通しですが、2017年以降はエネルギー価格の上昇などにより緩やかな上昇が見込まれます（表8）。ただし、日銀の目標である2%到達には時間がかかる見通しです。

## 2. マーケット

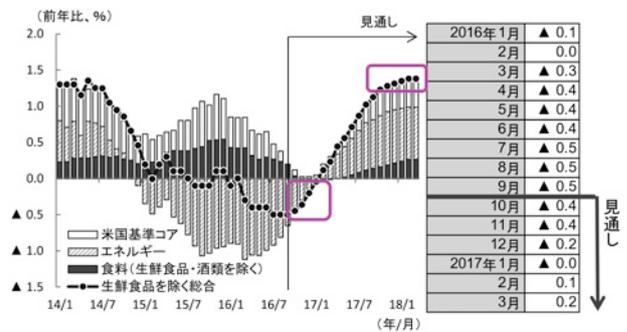
2013年以降のアベノミクスの好循環というのは、想定レートを超える円安、それに目を付けた外国人投資家が日本株を買う、その好循環でした。2013年から2015年前半にかけては外国人投資家が大幅に日本株を購入

表7. 景気動向指数（一致CI）



(注) 1. 太線は後方3カ月移動平均値。  
2. シャドーは、踊り場の時期（ここでは、景気動向指数に関する内閣府の基調判断を基に、2015年5月以降と定義）。  
(資料) 内閣府「景気動向指数」より、みずほ総合研究所作成

表8. コアCPIの推移



(注) 消費税率引き上げの影響を除くベース。  
(資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

表6. 日本経済見通し総括表

		2014				2015		2016				2017				2018	
		年度	2015	2016	2017	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	
実質GDP	前期比、%	▲0.9	0.9	0.9	1.0	0.4	▲0.4	0.5	0.2	0.5	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	
	前期比年率、%	—	—	—	—	1.6	▲1.6	2.1	0.7	2.2	0.2	0.4	1.3	1.3	1.3	1.2	
内需	前期比、%	▲1.5	0.8	0.8	1.1	0.4	▲0.5	0.4	0.3	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	
	民需	前期比、%	▲1.9	0.8	0.6	0.9	0.5	▲0.6	0.3	0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
	個人消費	前期比、%	▲2.9	▲0.1	0.6	0.9	0.5	▲0.8	0.7	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	住宅投資	前期比、%	▲11.7	2.4	6.6	▲5.2	1.2	▲0.4	▲0.3	5.0	2.3	0.8	▲2.6	▲2.4	▲2.4	▲0.2	0.7
	設備投資	前期比、%	0.1	2.1	0.5	1.6	0.8	1.2	▲0.7	▲0.1	0.0	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3
	在庫投資	前期比寄与度、% Pt	0.6	0.3	▲0.1	0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.1	▲0.0	▲0.1
	公需	前期比、%	▲0.3	0.7	1.5	1.7	▲0.0	▲0.1	0.8	0.1	0.2	0.9	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
政府消費	前期比、%	0.1	1.6	1.3	1.3	0.3	0.6	0.9	▲0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	
公共投資	前期比、%	▲2.6	▲2.7	2.1	3.5	▲1.2	▲3.4	0.0	2.3	▲0.7	3.1	0.8	0.8	0.7	0.5	0.3	
外需	前期比寄与度、% Pt	0.6	0.1	0.1	▲0.0	▲0.0	0.1	0.1	▲0.2	0.5	▲0.4	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	
	輸出	前期比、%	7.9	0.4	0.6	2.6	2.6	▲1.0	0.1	▲1.5	2.0	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
	輸入	前期比、%	3.4	0.0	0.0	2.8	2.4	▲1.2	▲0.6	▲0.6	▲0.6	2.7	1.1	0.2	0.4	0.3	0.3
名目GDP	前期比、%	1.5	2.3	1.0	0.9	0.8	▲0.3	0.8	0.1	0.2	0.2	▲0.3	0.6	0.3	0.5	0.0	
GDPデフレーター	前年比、%	2.5	1.4	0.0	▲0.1	1.7	1.5	0.9	0.7	▲0.1	0.1	▲0.6	▲0.4	▲0.0	▲0.1	0.1	
内需デフレーター	前年比、%	2.1	▲0.2	▲0.5	0.7	▲0.1	▲0.2	▲0.5	▲0.7	▲1.0	▲0.3	▲0.1	0.2	0.7	0.8	1.0	

(注) 網掛けは予測値。  
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

していましたが、2015年の中国ショック、そして2016年の円高で大幅な売り越しに転じました。一方、円安が進んだ11月以降には、かなりの外国人投資家が日本株を購入し、株価を押し上げていると推測されます。また、日銀のETF購入も株価下支えに効果を発揮しています。特に今年7月以降は年間購入金額を6兆円に増額したことから、外国人投資家以上の買入れ効果となっています。



## 5 おわりに

本日のまとめとして、日本の戦略転換についてお話ししたいと思います。

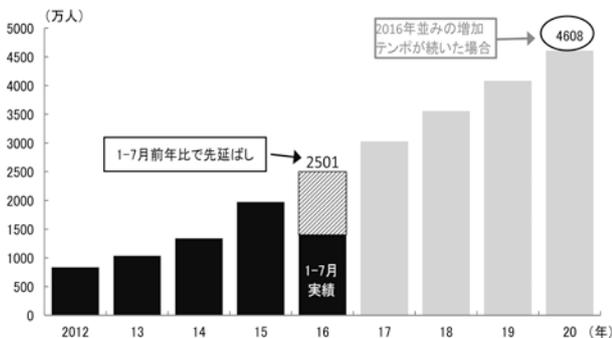
それに関する一例として、訪日観光客、いわゆるインバウンド消費について見ますと、訪日観光客は2015年2,000万人に達し、2016年2,500万人超の期待がもてます。このペースが続くと2020年には4,000万を超

えるという状況です（表9）。訪日観光客が国内消費を支え、日本人向けであった国内市場がグローバル化しています。これは見方を変えるとサービス業の輸出と言えるのではないのでしょうか。日本は単に海外でモノを売るだけの時代ではなくなり、製造業も非製造業も業種に関係なく、国内と海外が一体として活動をしていく状況であると、発想を換える必要があると考えます。

このような状況をヒントとして捉えると、日本の戦略はGDP（国内総生産）型成長モデルから、GNI（国民総所得）型成長モデルへの転換を図るべきではないかと考えます（表10）。言い換えると、日本の製造業が海外へ製品を販売する従来型の輸出型モデルから、製造業だけでなく非製造業も一体となり、いわゆる総合商社のような動きをする直接投資型モデルへの転換。これにより、インバウンドだけでなくアウトバウンドも取り込むことができ、円高局面においても海外現地にて収益を確保することができるようになると考えられます。2017年は日本の見直しの年になると展望しています。

（文責：ぶぎん地域経済研究所）

表9. 訪日観光客数の展望



（資料）日本政府観光局（JNTO）よりみずほ総合研究所作成

表10. GDP型成長モデルからGNI型成長モデルへの転換

GDP型成長モデル	➔	GNI型成長モデル
輸出型モデル	➔	直接投資型モデル (総合商社型モデル)
財の輸出モデル	➔	広義のサービス輸出モデル (インバウンド・アウトバウンド 双方の取り込み)

（資料）みずほ総合研究所作成

日時：2016年12月6日（火）  
14：00～16：00  
於：パレスホテル大宮  
4Fローズルーム