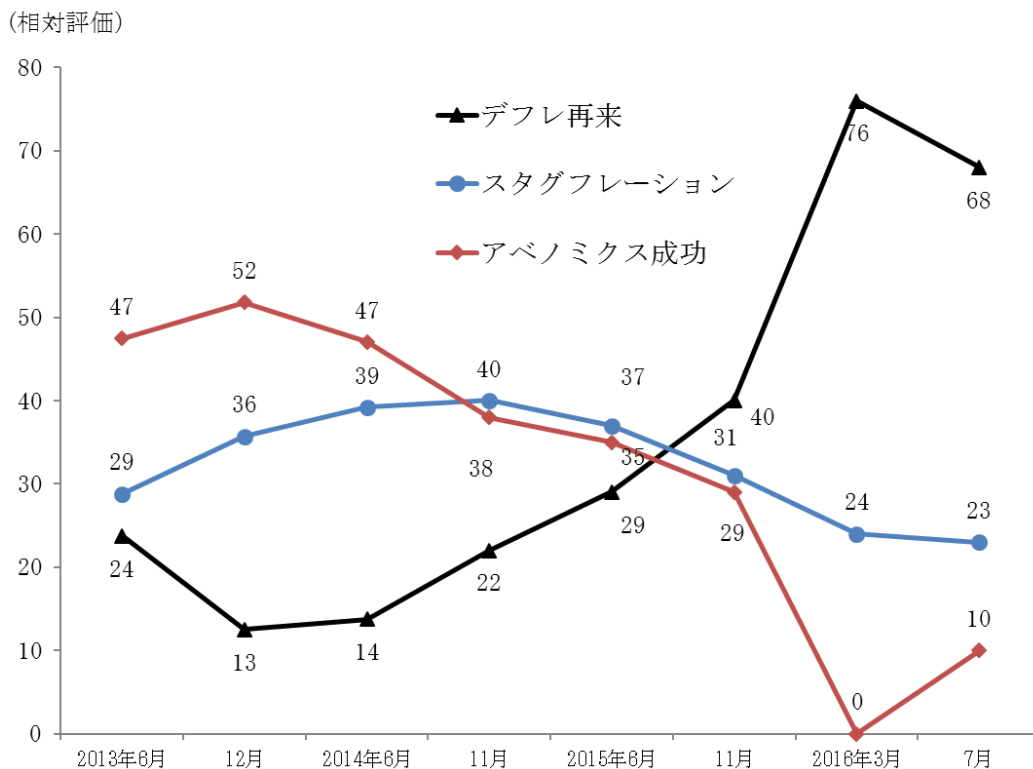


## リスクスコアリング・ベクトル 2016年7月評価

### デフレ再来シナリオが他のシナリオを圧倒

2016年7月時点のデータを基に再評価した結果、前回（2016年3月）に比べると若干、アベノミクス成功シナリオのスコアが持ち直した。しかし、大勢として、デフレ再来シナリオのスコアが、他のシナリオを圧倒しているという状況に大きな変化はない。



### リスク・スコアリング・ベクトルについて

ジャパンリスクフォーラム（JRF）では、日本経済の将来像として、アベノミクス成功シナリオ、スタグフレーションシナリオ、デフレ継続シナリオを三つの代表的なシナリオとし、それぞれの蓋然性を、リスク・スコアリング・ベクトルという評価システムを用いて算出している。リスク・スコアリング・ベクトルの詳細については、[こちら](#)（「アベノミクスの成功確率」、金融財政事情2013年9月16日号）を参照頂きたい。

## 原油価格の低位安定が、若干ではあるがアベノミクスのスコアに貢献

前回、2016年3月での評価では、どの評価軸においても、アベノミクス成功シナリオとは矛盾する結果となり、スコアがゼロとなっていた。その3月時点と比べると、今回の評価では、原油を含めたコモディティの価格が安定の兆しを示している点がインフレ外部環境の評価軸でアベノミクス成功シナリオにプラス寄与し、スコアが0点から10点に改善する結果となった。

### シナリオスコア(原数値)

	アベノミクス成功		スタグフレーション		デフレ継続	
	2016年3月	2016年7月	2016年3月	2016年7月	2016年3月	2016年7月
成長軸(8点満点)	0 → 0	0	3 → 3	3	4 → 5	5
成長動向	0	0	1	1	1	1
金融指標/期待	0	0	0	0	1	2
構造改革	0	0	1	1	1	1
外部環境	0	0	1	1	1	1
インフレ軸(6点満点)	0 → 1	1	0 → 0	0	4 → 3	3
直近の動向	0	0	0	0	1	1
金融指標/期待	0	0	0	0	1	1
外部環境	0	1	0	0	2	1

### 相対評価(原数値合計を100点に換算した場合のスコア)

	アベノミクス成功		スタグフレーション		デフレ継続	
	2016年3月	2016年7月	2016年3月	2016年7月	2016年3月	2016年7月
合計	0 → 10	10	24 → 23	23	76 → 68	68

そうはいつても、評価軸の大半では、日本経済の現況がアベノミクス成功シナリオの想定する方向性には向かっていないと判断される状況は変わっていない。2016年3月から7月の間に、経済見通しは輸出、設備投資を中心に更に下方修正されている。唯一見通しが好転したのは個人消費だが、これも消費税増税延期が要因であって、個人消費のファンダメンタルが改善した訳ではない。金融指標をみても円高、株価下落はアベノミクスには逆風であり、物価・賃金動向も上昇率は低下し、全体として日本経済がアベノミクスの想定していたシナリオから離れつつあることを示している。

物価・賃金の上昇率低下は、スタグフレーションシナリオのスコアの低下にもつながっている。それでも、スタグフレーションシナリオのスコアがアベノミクス成功シナリオのスコアよりも高いのは、外需、設備投資の伸び悩み、構造改革の停滞などが、スタグフレーションシナリオが想定する潜在成長率低迷に沿った動きとなっている点による。

今後のシナリオスコアを握る要素としては、2015年後半以降の円高路線が続くか否かが大きいだろう。円高が続く限り、金融環境はアベノミクスには逆風という展開となる。反対に、労働市場のひっ迫が、待ち望まれていた賃金上昇につながるという展開もありうるが、期待薄だろう。スコアリングの結果としては、日本経済はデフレが再来する方向に向かっていけると言える。

<b>アベノミクス成功</b>									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>GDP成長</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
潜在成長率	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
GDPギャップ水準	-1.6	-1.5	-0.9	0.0	0.7	0.2	0.0	0.8	1.6
個人消費	-0.9	-1.3	0.7	1.5	1.8	0.0	1.0	1.5	1.5
<b>国内需要デフレーター</b>	<b>1.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>
名目成長率	1.6	2.5	1.7	2.2	2.2	1.0	1.3	2.5	3.1
消費者物価	2.7	0.8	0.4	1.2	1.8	2.8	2.0	2.2	2.4
<b>Net Debt to GDP</b>	<b>126.1</b>	<b>126.0</b>	<b>129.9</b>	<b>133.6</b>	<b>136.6</b>	<b>140.2</b>	<b>142.9</b>	<b>143.5</b>	<b>143.0</b>
短期金利	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.5
長期金利	0.4	0.4	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	1.1	1.5
プライマリーバランス	-6.2	-5.2	-5.4	-6.0	-5.5	-4.5	-4.0	-3.5	-3.0
円ドルレート	106	121	114	119	124	117	112	107	107

世界経済は徐々に回復し、安定成長経路に(4.5%前後の成長を想定)。米連銀は2016-17年中に200bpの利上げ。円ドルレートは2016-17年、110円を超える水準で安定。日本経済は企業収益回復、賃金・設備投資の増加、消費増加の前向きなサイクルがみられ、短中期的に実質1.0-2.0%前後の成長を維持。成長の半分は外需の寄与。需給ギャップは2018年までに明確にポジティブギャップに。中長期的には構造改革の効果で人口減を相殺して1%強の潜在成長率を達成。2018年までにインフレ目標(消費税増税を除くベースでCPI上昇率1.5-2.0%、GDPデフレーター上昇率1.0-1.5%)が達成されたのち、目標近辺で推移。過度なインフレ圧力は顕現しない。一般政府財政収支(社会保障部門含むベース)は、2018年以降は毎年0.5%程度の財政再建ペースで、2022年には対GDP比3%(利払い除くベース)。金融政策は、インフレ目標の達成と需給ギャップの解消とあわせて2020年以降、緩やかな緊縮路線に転じる

<b>スタグフレーション</b>									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>GDP成長</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.5</b>
潜在成長率	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
GDPギャップ水準	-1.6	-1.5	-0.8	0.1	1.1	1.9	0.5	-0.4	-0.8
個人消費	-0.9	-1.3	1.0	1.2	1.5	0.8	-1.5	-1.0	-0.5
<b>国内需要デフレーター</b>	<b>1.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>
名目成長率	1.6	2.5	1.7	2.5	3.6	3.7	1.1	1.2	0.9
消費者物価	2.7	0.8	0.8	2.3	3.0	4.0	3.5	2.5	1.7
<b>Net Debt to GDP</b>	<b>126.1</b>	<b>126.0</b>	<b>130.1</b>	<b>133.8</b>	<b>136.1</b>	<b>137.7</b>	<b>142.0</b>	<b>146.3</b>	<b>150.9</b>
短期金利	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	1.5	1.5
長期金利	0.4	0.4	0.0	0.1	0.5	1.0	2.1	3.0	2.5
プライマリーバランス	-6.2	-5.2	-5.8	-6.5	-6.5	-6.0	-5.0	-4.5	-4.0
円ドルレート	106	121	120	130	145	140	130	120	120

世界経済の成長は3%台に留まる。日本の経済成長は、ポジティブシナリオに比べ外需の寄与が少なく、内需に依存した1%程度の成長に留まる。生産性上昇は低く、人手不足から賃金が上昇し始める。輸入拡大から経常収支が悪化し、円安傾向が強まる。2018年末で円ドルレートは145円前後。2018年に入った後、円安進行、賃金上昇に合わせてインフレが徐々に加速、長期金利上昇圧力が高まる。日銀は景気、財政、銀行のB/Sへの影響を懸念して長短金利の上昇を抑制しようとするが、資本の海外流出を招き一層円安が進行する。2018年には日銀の国債保有シェアが50%に達する。2019-20年にかけて日銀はテーパリング開始を決定するも円安は止まらず、2020年には金利の引き上げを余儀なくされる。スタグフレーションは、日本経済の供給能力の伸び悩みも大きな要因。労働市場、法人税制、規制緩和など構造改革が進展しない。世界経済の成長鈍化、逆に世界的なインフレトレンドに伴うコモディティ価格上昇による対外バランスの悪化や海外金利上昇に伴う資本流出もいずれも本シナリオの蓋然性を高める。

## デフレシナリオ

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>GDP成長</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>
潜在成長率	0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
GDPギャップ水準	-1.6	-1.1	-0.5	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0
<b>個人消費</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>
<b>国内需要デフレーター</b>	<b>1.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>
名目成長率	1.6	2.5	0.2	0.0	-0.1	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8
消費者物価	2.7	0.8	0.5	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
<b>Net Debt to GDP</b>	<b>126.1</b>	<b>126.0</b>	<b>131.6</b>	<b>137.0</b>	<b>143.2</b>	<b>150.0</b>	<b>156.5</b>	<b>162.9</b>	<b>169.4</b>
短期金利	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
長期金利	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
<b>プライマリーバランス</b>	<b>-6.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.0</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.5</b>
<b>円ドルレート</b>	<b>106</b>	<b>121</b>	<b>105</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>86</b>

世界経済成長は低調に推移（2016－18年にかけて、3%台前半）、世界的なデスインフレが続く。米連銀も利上げに踏み切ることができない。家計/企業・投資家はデフェンシブになり、リスク資産への投資が止まる。デフレ期待が強まり、資産価格は下落に転じる。海外投資も進まず、貿易収支は改善、円高トレンドとなる。長期金利もマイナス圏で推移する。ドル円レートは2016年末100円、その後も円高傾向が続く。2019年以降はマイナス成長が恒常化し、賃金、物価ともデフレ基調に復帰する。