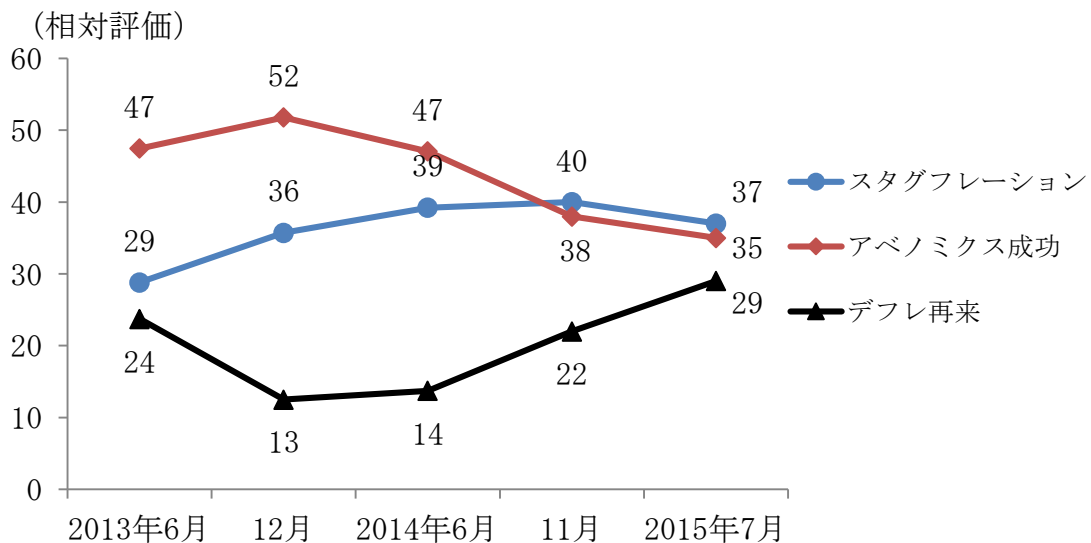


リスク台風マップ

リスクスコアリング・ベクトル 2015年7月評価

デフレ再来シナリオがスコアを伸ばしつつある

2015年7月末時点のデータを基に再評価した結果、スタグフレーション、アベノミクス成功の両シナリオのスコアが低下し、デフレ再来シナリオのスコアが上昇した。三シナリオの中では、僅差だがスタグフレーションシナリオが最も蓋然性が高い結果となった。



輸出不振、賃金上昇率の低迷がアベノミクス成功シナリオには逆風

安倍首相が消費税増税延期を発表した直後の2014年11月時点と比較すると、2015年7月時点までに経済成長全般、特に外需見通しが大きく下方修正された。設備投資見通しは2016年については上方修正されたが、向こう数年にわたっていぜん前年比2-4%の伸びに留まっており、企業の設備投資計画は依然慎重と言える。物価面でもアベノミクス成功シナリオからの乖離が目立ってきている。消費者物価、GDP 内需デフレーターともに上昇率がやや低下している。また、2014年11月時点では、賃金上昇率が今後加速するという期待があったが、現時点ではその期待が剥落しつつあり、スコアの低下に繋がっている。

外需不振の中、拡張的な金融、財政政策に依存した内需が成長を主導するという構図は、むしろスタグフレーションシナリオにやや近い。また過去12ヶ月の間に2割と急激な円安が進んでいることも当シナリオに近い。ただし、物価上昇が沈静化しているという状況、また経常収支が輸入価格の下落によって大きく改善した点はスタグフレーションシナリオからはずれている。

過去半年の間にデフレ再来シナリオのスコアが上昇したのは、主に物価面の動向による。消費者物価、GDP 内需デフレーターなどディスインフレ傾向にあり、物価連動国債の市場価格から計算される期待インフレ率も低下しつつある。国際商品価格が 2015 年はじめにかけての大幅下落後、足下で再び低下しつつある事も、デフレ懸念を強める。また前述した通り、賃金上昇率は依然低く、加速感も見られない。一方で、1%近い経済成長、円安、株高など、デフレシナリオとは大きく矛盾する要素も多く、三シナリオの中では依然最もスコアが低い結果となっている。

シナリオスコア(原数値)

	アベノミクス成功		スタグレーション		デフレ再来	
	2014年11月	2015年7月	2014年11月	2015年7月	2014年11月	2015年7月
成長軸(8点満点)	2	2	5	5	3	1
成長動向	0	0	1	1	1	0
金融指標/期待	2	2	2	2	0	0
構造改革	0	0	1	1	1	0
外部環境	0	0	1	1	1	1
インフレ軸(6点満点)	4	3	2	1	1	3
直近の動向	1	0	1	0	0	1
金融指標/期待	2	2	1	1	0	0
外部環境	1	1	0	0	1	2

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		スタグレーション		デフレ再来	
	2014年11月	2015年7月	2014年11月	2015年7月	2014年11月	2015年7月
合計	38	35	40	37	22	29

参考：各シナリオ概要

アベノミクス成功								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP成長	1.6	-0.1	1.2	2.0	0.8	1.5	1.5	1.0
潜在成長率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2
GDPギャップ水準	-0.8	-1.3	-0.5	1.1	1.3	2.0	2.5	2.3
個人消費	2.1	-1.1	0.7	2.3	-0.4	1.2	1.5	0.5
国内需要デフレーター	0.0	1.9	0.8	1.2	1.3	1.6	2.1	2.2
名目成長率	1.0	1.6	2.0	3.2	2.1	3.1	3.6	3.2
消費者物価	0.4	2.7	1.0	1.7	2.6	1.8	2.0	2.0
Net Debt to GDP	122.9	127.3	129.3	131.3	133.9	135.0	135.9	136.8
短期金利	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	1.0
長期金利	0.7	0.4	0.5	1.0	1.5	2.5	3.0	3.2
プライマリーバランス	-7.8	-7.1	-5.7	-5.4	-4.4	-4.0	-4.0	-3.2
円ドルレート	98	106	123	130	125	120	115	110

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2015年末に政策金利引き上げ。円ドルレートは2016年末、135円でピークアウト。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。デフレギャップは2016年までに解消。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、2016年以降は毎年0.5%程度の財政再建ベースで、2020年には対GDP比3%(利払い除くベースで財政均衡)。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2019年以降、利上げサイクルに入るが、財政の緊縮効果を相殺するために、緩和的に運用し、利上げ期当初は年間0.5%程度の上昇幅と想定する(2020年時点で実質金利はマイナス1%)。

スタグフレーション								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP成長	1.6	-0.1	1.0	1.5	0.4	1.0	-1.0	-2.0
潜在成長率	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
GDPギャップ水準	-0.7	-1.3	-0.4	1.0	1.3	2.2	1.2	-0.7
個人消費	2.1	-1.1	0.7	2.0	-0.7	1.5	-1.0	-1.5
国内需要デフレーター	0.0	1.9	0.8	2.2	3.5	3.9	3.3	2.4
名目成長率	1.0	1.6	2.0	3.7	3.9	4.9	2.3	0.4
消費者物価	0.4	2.7	1.5	2.4	3.2	3.0	2.0	1.0
Net Debt to GDP	122.9	127.3	131.4	132.8	133.7	134.3	138.6	145.8
短期金利	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
長期金利	0.7	0.4	0.5	1.0	2.0	4.9	3.8	1.4
プライマリーバランス	-7.8	-7.1	-5.7	-5.4	-5.1	-5.5	-5.5	-5.5
円ドルレート	98	106	123	135	145	140	125	120

2015-16年にかけての経済成長は、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。2017年の消費税増税は実行されるも、大型の景気対策を伴いプラス成長が維持される。2016年末で円ドルレートは140円。2017年に入った後も円安進行、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%に達し、日銀はテーパリング開始を決定するも円安は止まらず、2019年には金利の引き上げを余儀なくされる。財政健全化が進まない中で国内貯蓄不足は金利上昇による財政バランスの悪化ないし、金融抑圧による経済成長率の一層の鈍化を招く。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せず、労働参加率、設備投資などの伸び悩みもこのシナリオの特徴となる。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								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP成長	1.6	-0.1	0.5	0.5	-0.2	-1.0	-0.3	-0.3
潜在成長率	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
GDPギャップ+潜在成長率	-0.7	-0.9	-0.8	-0.3	-0.4	-1.2	-1.2	-1.2
個人消費	2.1	-1.1	0.3	0.5	-0.2	-1.0	-0.3	-0.3
国内需要デフレーター	0.0	1.9	0.5	0.2	0.0	-0.5	-0.7	-0.8
名目成長率	1.6	1.6	1.0	0.7	-0.2	-1.5	-1.0	-1.1
消費者物価	0.4	2.7	0.8	0.5	0.0	-0.4	-0.4	-0.8
Net Debt to GDP	122.9	127.3	132.7	137.9	143.6	151.2	159.1	166.7
短期金利	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
長期金利	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4
プライマリーバランス	-7.8	-7.1	-6.0	-5.5	-5.0	-5.0	-6.0	-5.5
円ドルレート	98	106	123	119	113	109	106	103

2015-16年にかけて、インフレ期待がしぼみ、株高トレンドもピークアウトする。家計/企業・投資家はデフェンシブになり、リスク資産から国債への資産シフトが進む。海外投資も進まず、輸入も減少し、緩やかな円高トレンドとなる。2017年の消費税引き上げは延期されるが、歳出削減を通じ、2016-2018年は財政は緩やかな引き締め基調。日銀は2017年までは現行のインフレ目標を維持するも、追加的な金融緩和措置をとることはなく、2018年にはインフレ目標を0-2%のレンジに切り替えた上でテーパリングを開始する。デフレ期待に支えられ、国債市場は安定。ドル円レートは2016年末115円、その後も実質実効ベースで横ばい。消費、投資、輸出ともすべて離陸せず、2018年以降成長はゼロ近辺。賃金、物価ともデフレ基調に復帰する。イールドカーブはフラットな状態が続くが名目成長率がマイナスのため、債務GDP比は上昇を続ける。世界経済成長は低調に推移し(2015-2018年にかけて、3%台)。2015-18年を通じ、世界的なデシインフレが続く。Fed、ECBの量的緩和からのExitが後ずれ、Fedの利上げが2016年以降の見込みとなった場合にはこのシナリオの蓋然性はさらに高まる。