

2016年世界はどうか 日本経済はどうか

みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創

1. はじめに

2016年は年が明けて早々から、異例づくしです。新年から続く株の下落は、戦後初めてです。政治では通常国会の会期が4日からというのも異例なことでした。今年は内外ともに様々な点で前例のない1年になることを予感させます。

証券会社のアナリストの立場なら、新年には良いシナリオを話すのが普通ですが、私はバブル時代でも不謹慎な話をしてきました。しかし、この3年間は比較的前向きなスタン

〈目次〉

1. はじめに
2. 2016年概観—内外ともに政治の1年
3. グローバル動向を読む
4. 日本経済は小休止から再起動へ
5. 2016年内外の展望

スでお話していたのですが、実際はどうだったのでしょうか。日本のGDPは、2014年はマイナス成長、2015年も目立った数字ではありませんでした。そうはいっても株が3年間で倍以上になったのでそう外れていなかったと開き直る気持ちも強かったのは確かです。

では、今年はどうでしょうか。今年は一転して慎重なスタンスに戻したいと思っています。ここ3年間から一度仕切り直すといったところです。

結果論ですが、過去3年間のキーファクターはアベノミクスとされていましたが、実際何がどうだったのかという声も上がっています。今となってはそうした声は致し方ない面はありますが、そうはいっても3年前と同じような局面に戻ってしまうのか。必ずしもそうではないと思っています。前向きなベクトルを保つだけに、3年前の、2012年から比べれば、相当変化はあったのではないかと思います。



大局では約3年前が一つの大きな変換点であり、今年はどうなるのかを改めて今日のテーマとして話を進めてまいります。

■ 2. 2016年概観

一内外ともに政治の1年

3年間で大きな回復基調ととらえ、日本経済の現在は一つの端境期、やや小休止という段階と考えています。元環境は改めて、態勢を立て直して再起動に向かう局面ではないかと考えます。一方で、グローバル経済では、新興国のここ10年間のスーパーサイクルの転換が起きました。それは同時に資源価格のスーパーサイクルの転換だと思っています。こうしたなか、大恐慌以来といわれるバランスシート調整がどのような経緯で行われるか問われる局面ではないでしょうか。

2016年は内外ともに政治の年となります。5月の伊勢志摩サミット、夏の参議院選、11月のアメリカの大統領選といった大きなイベ

ントがあります。その間にオリンピックを挟んでいます。

内政では、参議院選が大きいですが、今年1月4日から国会を始めたということは、6月1日に国会会期が終わります。その後の選択肢の幅を見据えたことと考えられます。私にはかなりの確率で衆議院も含めた同日選が7月に行われる可能性が高いとみています。その前のサミットを含め、政治の動向が活発になり、消費税も含めた様々な議論を呼ぶこともあるのではないかと予測します。

外国に目を向けると、オバマ政権は今年が最後であり、レイムダック化に陥りやすい年です。従来、アメリカは「世界の警察官」の役割を担ってきましたが、警察官が不在の状況、「権力の真空状態」に陥ると、世界的に地政学的リスクが高まりやすい懸念があります。

さて足元ですが、アベノミクスが始まるといわれた3年前（2012年11月）の株価は8,000円台、為替も70円台でした。確かに今

年に入り、株価は2,000円も下がり、為替も随分変動しました。しかし、そうはいつでも大きな節目の意味での変動ではないかと考えます。ここは押さえておく必要があります。

もう一つは、政治の問題による変動です。安倍政権が昨年5月時点で戦後6番目の長さになりました。戦後の経済、歴史、政治を観察すると、成功や勝利の方程式は「日米関係が良く」「超円高を回避し」、こうしたなかで「長期政権で比較的資源価格が安定している」ことだと思います。今の環境は、この方程式に久しぶりに入っているのではないのでしょうか。ようやく世界からみて、「普通の国」になってきたということです。

こうしたアベノミクスからの動きと比べると、今年は足踏み状態、いったんセットバックの局面ではありますが、大きな枠組みは維持されているとみるべきです。今年は確かに楽観的ではなく、相当慎重なモードに戻さざるを得ない年だと考えますが、根本では日本の見直しが続いていることは押さえておくべきです。

■ 3. グローバル動向を読む

ではグローバルな環境の変動をみてみましょう。私は今の局面は、大恐慌以来の大幅な調整が長引いている状態だとみます。また新たなそして大胆なバランスシート調整が新興国を含めて生じるグローバルレベルのリスクがあるのではないのでしょうか。

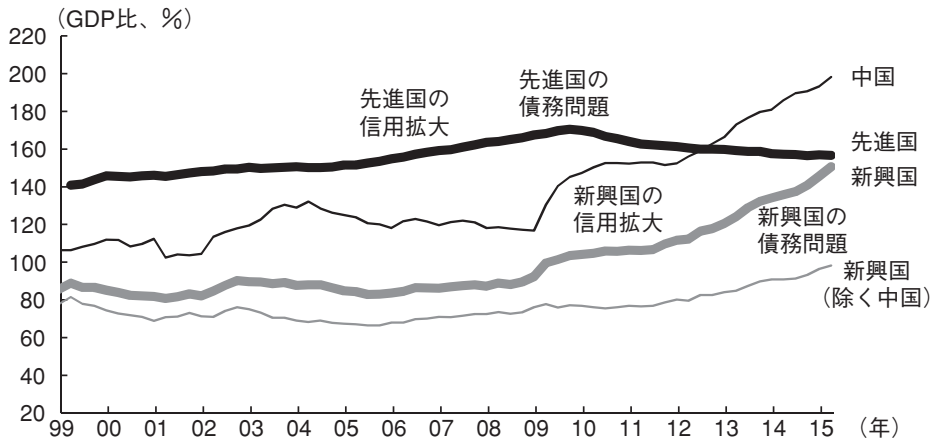
それをひも解く鍵の一つとして、先進国の需給ギャップをみてみましょう。日本は四半世紀前、1990年を挟んだバブルのピークと崩壊、以降のバランスシート調整の状況を経験しました。ここでは90年を一つの指標として考えます。

同じ頃、アメリカとヨーロッパは拡大の一方でしたが、彼らも2007、08年に一つの節目を迎えました。いわゆるサブプライムローン、リーマンショック問題です。この震度たるや100年に1度といわれました。これが誇張だとしても戦後最大であり、大恐慌以来といわれるものでした。需給ギャップも非常に深刻な状況で、だからこそその後には日本やアメリカ、ヨーロッパの中央銀行がすべてゼロ金利やマイナス金利で対応しました。場合によっては、それさえ上回る量的緩和を行う未曾有な状況だったのです。

しかし、「大恐慌以来と言うのは大きさではないのか」というのが大方の見方でしょう。それはなぜか。確かに先進国は前述の状態だったかもしれませんが、その間先進国以外の新興国が発展し需要を作ってくれました。本来なら日米欧が同時にバランスシート調整に入れば、世界大恐慌が起きてもおかしくない状況から救ってくれたとみるべきです（図表1）。

なかでも2008年以降、中国が4兆元対策を行うなかで大きな信用拡張、それにほかのBRICs諸国が加わり、世界恐慌を救ったとみるべきなのでしょう。そういう状況のなかで、

(図表1) 増加する新興国の民間債務



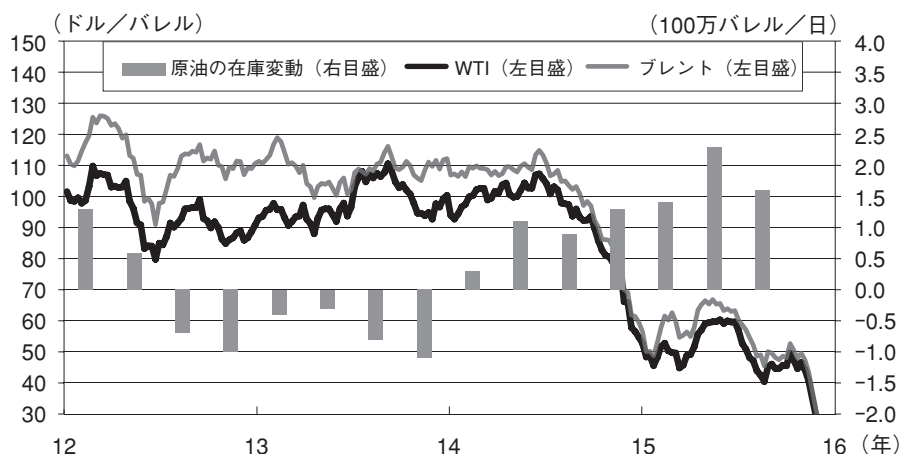
先進国はようやく10年近い世界的な調整から出口を見つけ始めています。その象徴的な対応は、先頭を走っているアメリカの利上げです。現実には昨年12月に行われました。とはいえ、先進国全般は病み上がりの状況だったと思います。

こうしたなか、10年間の救世主だった新興国が今度はバランスシート調整に入っていました。つまり新たな調整段階に入るので、これが2016年の世界経済の二つの「ダイバージェンス」です。経済では、先進国は拡大基調だが病み上がり、一方の新興国は減速。先進国の金融政策では、アメリカは利上げに入ったが、日欧は緩和を続けていると、いずれも相反する状態です。さらに世界的に地政学的・政治的問題やイベントを抱えています。しかも世界のけん引役も警察官も不在です。その役を担うべきアメリカはオバマ政権がレインダック期に入るリスクがあり、世界的に

不安定になりやすいのです。たとえば、中東。なかでもサウジアラビアといった重石になっていた国が非常に不安定な状況になっています。アジアについては、今年の北朝鮮や中国を巡る環境も不安定で、常に火種状態を抱えているとみるべきでしょう。

我々は今の状態を昨年来、「第3局面」と称しています。第1局面が先進国の拡張から調整に入った2007、08年の節目、サブプライムローン問題・リーマンショックに端を発した金融危機、その後の金融財政政策を総動員した調整です。この流れから第2局面は、いわゆる欧州債務危機とアメリカの債務上限問題が生じた局面。先進国が財政出動をした反動の調整という意味での債務危機です。そして昨年来の状況が新興国の債務問題であり、これを第3局面に入るととらえています。それでも先進国が緩やかにでも回復していることが支えだったのですが、今年に入ってか

(図表2) 原油相場と原油需給



らつかえ棒が外されてしまった状況に陥っています。

こうなった中で今日、世界のリスクシナリオは、第4局面として現在の第3局面の新興国問題が先進国でも再発してしまうのではないかとことです。そうなれば何が起るのか。世界が同時にバランスシート調整に入り、世界連鎖調整といったリスクを市場が意識したのです。これが年初1～2週間の大きな調整とみるべきで、私はこの不安が今年1年間市場を引きずる部分があるのではないかと懸念します(図表1)。

第3局面を数字の推移でみると、新興国は第2局面の間にピークとなり、この一番の伸びは中国でした。新興国でリスク度の高い国は様々ありますが、本来であれば一番の債務調整は中国となるわけです。その影響は貿易、实体经济、資源価格と多岐にわたります。中国自体は危機を収められるという見方をし

ていますが、バランスシート調整の影響度は、非常に大きいといわざるを得ません。

その影響の一つとして生じうるのが、次の原油安経済です。第3局面とほぼ並走し、原油安が起きているのではないかと思います。1月半ばには30ドル割れという状況です(図表2)。

原油価格は振り返ると、1980年代から2000年代の前半くらいまで、20ドル台、30ドル台が20年近く続いていました。これが第2局面、第3局面に至るまでの資源国、それからBRICsなかでも中国を中心としたスーパーサイクルのなかで、原油価格が時として100ドルを超える様相が2005年以降に8年、9年と続きました。このことに鑑みれば、ここ20～30年の間に100ドルを超える高騰状態は、2000年代後半だけともいえます。

つまり第3局面に入ったということは、原油高、資源ブームが終焉を迎え、元に戻りだ

した局面とも考えることができるのではないのでしょうか。また、その間の中国のスーパーサイクルも終焉したのではないかと考えられます。人民元もかつての水準に戻ってしまえば、1ドル8元くらい、今からでも20~30%の調整になってしまいます。しかし今年中国はG20議長国ですから、近隣窮乏化政策の最たるものまでするとは思っていません。しかし資源価格の下落や、中国を中心とした新興国ブームが終焉するかもしれないという不安、これらが今回の大きな調整につながったと考えることもできるのではないのでしょうか。

こうした流れの先にどんな現象が生じるのでしょうか。今、大恐慌以来ともいわれていますが、では大恐慌後に何が起こったかを振り返りましょう。

まず各国の通貨安競争。要するに各国が安売り競争を行うわけで、今回も共通する流れはあります。まずアメリカのリーマンショック以降のドル安、その後には日本、ヨーロッパ、そして今度は新興国である中国もその流れに入っています。一方、その間のブロック化の流れは、ヨーロッパと中国の新シルクロード構想、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）などがあります。

ここで私は、世界的にもう一度財政を求める風潮が起こる、そうでもないこの世界的な第4局面に至るといふ不安を拭い去ることができないリスクがあるのではないかと思います。日本の政策面では、今年の大きな論点

は来年に向けた消費増税です。しかしこの増税の流れは今までみてきたグローバル視点での流れから相反する部分も生じやすいということは、踏まえておくべき論点です。

ここでグローバル状況をいったんまとめると、先進国はある程度は回復基調だが、日本はそう大きな数字の動きはない。これまでけん引役であった新興国は、足踏み状態であるということです。

ここでもう一つ特筆しておきたいのは、ブラジル、ロシアです。2015年実績、そして16年見込みがマイナス成長となっています。もしブラジルが2年連続マイナス成長となると、1931年以来すなわち大恐慌以来です。2016年のロシアは間違いなくもう一段マイナス修正が必要です。いうまでもなく原油に依存しているので、この数字では済まない状況に陥りやすい。そういう意味でも、大きなスーパーサイクルであり、この10年間の大きな枠組みの終焉だとみるべきでしょう。

■ 4. 日本経済は小休止から再起動へ

次に日本経済ですが、昨年も2期連続マイナス成長となりました。年が明けて1から3月期の数字も明るい見通しではなく、小休止となるとみるべきだと思います。

従って、今年は内外ともに相当慎重にみななければいけないという話につながるのですが、一方で3年前と比べれば、一つの節目を

超えているということは認識すべきです。ということかという、日本は90年以降、国全体が「雪の魔法」にかかってしまったようなバブル崩壊後の状況に突入しました。

雪の魔法とは2つの意味があり、一つはバブルが崩壊したにもかかわらず、ずっと円高が続いていたということ。本来であればバブルがはじけた国は自国通貨安になるにもかかわらずです。これがようやく2012年末くらいからアメリカ主導で変わってきました。もう一つは株式時価総額ですが、80年代は日本が世界でトップでした。ところがその後、世界が十倍、何十倍となっていくなかで、日本は雪の魔法にかかった状態が続きます。そんな状況で、どういう企業行動、国民行動になったかという、雪の中でも、生きながらえる対応をとってきました。その結果、半分以上の企業は、実質無借金になります。

ここまでになった背景を振り返れば、「雪の世界」、すなわち資産デフレと円高に備えて生き残るためには、財務的にバランスシート上は持たない経営を選択します。その結果がデレバレッジです。同時に円高でも国際競争力を持つために価格を上げない、原価を圧縮する、マージンも圧縮する、リストラ経営を考えざるを得なかった。その前提となったのが資産デフレと円高でしたが、何とかこの3年間で雪が解け始めてきました。資産デフレによりややく歯止めがかかり、超円高が止まってきた。それでも25年間続いた行動パターンは、そう簡単には元に戻らない。実際、過

去3年間では戻っていないのが今の状況です。

ただ、企業とすれば、ようやく一つの変化が、たとえば証券投資、M&Aのような形で変化の兆しは生まれました。しかし依然として企業の持たない経営、リストラを続ける状況から完全に戻りきっているわけではない。それがデフレからなかなか脱却できない要因にもなり得ます。

その点で私からの大きなメッセージは、このアベノミクス3年間では、かなりの劇薬を使った手術で対応していると思いますが、それが終わらず、あと3年間くらい最低はやらなければならないという大きな歴史の実験の時機を迎えています。ただ、残念ながら今年の局面は、ややセツバックが生じて、また不安意識が出かかっています。

大きくマインドが変わってしまったものを戻すための一つの儀式は、アベノミクスでいえば3本の矢であり、その一つは金融のあり方です。黒田東彦日本銀行総裁は、ベースマネーを倍にすると言いました。本来であれば、企業への貸し出しも倍になっていいのですが、企業自体が「持たない経営」の意識を変えない限りは、それは起きません。現実には海外に流れて円安になり、または国債に流れて国債の利回りがほとんどなくなるという現象が起きます。それがポートフォリオバランスとして、株や不動産など資産価格の市場を底上げし、円安株高につながったわけですし、また足元は逆にやや振り戻しが起きていますと

考えるべきです。しかもようやく昨年くらいから日本の投資家も少し変化の兆しが表れてきましたが、大きな動きは海外主導です。昨年夏場以降の外人売り、また今年に入ってからこのだけの激しい変化も、海外を中心とした大局的な動きの中で今のような状態に至っています。

私見では、今の水準から極端に大幅に下落することはないと思います。なぜなら今の日本株は、バブル時代やITバブルの頃と違い、あからさまに日本株が割高な状態ではないからです。確かに外国人主導のなかで大きな振れが生じるという流れは今後も否めませんが、投資主体のバリエーションをみる限り、どんどん売りの状態が続くわけではないと考えます。むしろこれまで割安だった環境からの日本の大きな潮流のなかで、もしくは長い目でみた見直しの環境は、今後も続くともみるべきではないでしょうか。

再度足元の状況を振り返ってみれば、確かに直近3年間は、大幅な円高を回避し、資産デフレで雪が解けたというなかで、大企業、大都市圏、正社員、高所得者層などには、それなりの波及が生まれてきました。ただ、それは劇薬に近い極端な金融緩和、金利市場を肉体にたとえれば麻酔をかけたような状況と考えるべきです。

では本来は何をすべきか。過去3年ではこれまで四半世紀かかって変わった意識やふるまいを戻すまで至らなかったわけです。ならば、場合によっては次の3年間、今の状態の

なかで何とかやっ払いこうということです。

政治的には、安倍政権でようやく大きな転換が生じたと思っています。2006年以降、毎年総理大臣が変わっていたなかでは、誰も経済政策に対する信託を描けるはずがなかった。海外からみても、そんな国に対して評価ができなかったわけです。その観点でいえば、今年の参議院選、場合によっては同日選を通じて、より長期安定政権となるムードが生まれる可能性があります。この安定度はG7だけでみれば、ドイツと日本くらいです。そうになっている間に、何とかこの手術を終わらせることができるのかが正念場です。

しかしこうしたなかでも、アベノミクスの新しい3本の矢は、なかなかクリアではない難しさを抱えた状況にあります。今年の状況は、何とかこの火を消さないようにしながら、もう一度再起動ができるかどうか。それとも直近3年間が無駄になってしまうところまでセットバックしてしまうのかという状況なのでしょう。

逆にいえば、参議院選あるいは衆参同日選以降、2018年までの長期安定政権を得られた場合、そのなかで少しでもマイナスの経済効果が出ることは避けながら何とか対応していくことです。そうした観点からも今年の半ばから出るであろう消費税の議論も重要です。

場合によっては消費税引き上げ先送りの議論も生じやすいと思われます。

■ 5. 2016年内外の展望

今、各国中央銀行の金融緩和で金利はマイナス金利、すなわち「水没」状態にあります。日本でも、1月半ばに史上最低金利となりましたが、日欧が同じような状況です。

「水没」というまでもなく、自国通貨安のための対応です。それができるのは、「浮き輪」になってくれる国があったからこそです。沈んでいないつかえ棒になる国で、それはアメリカです。2012年まではアメリカも水没に近いような自国通貨安を目指していましたが、ここ3年間で何とか出口を見出しています。イエレン米FRB議長は、浮き輪をさらに上げるといっています。そこに運用難民が世界中から押し寄せるとい状況がドル高として生じていたわけです。しかし、年初からの不安はアメリカの浮き輪がどうも弱いのではないかという懸念です。これが年初来のドル安円高にもつながりました。

その背景をひも解くと、過去の事例からするとアメリカは利上げをするのであれば、大方は3%、4%上げるのではないかと市場の多くの人々は考えました。今年なら、いったん利上げに転じたら年4回は最低限やるのだろうかという見方だったのです。戦後70年間にわたるアメリカの金融政策の歴史をみれば、実は70年代以降、インフレ局面だったのですが、その局面は8回あり、平均値をとれば4%台上げていました。そういう経験を踏まえ、

今回も上げれば浮き輪はどんどん上がっていくに違いないとの意識がドル高につながっていました。

ただ、私は当初からアメリカはそんなに上げられないだろうと思っていました。今の局面が大恐慌以来だとすれば、しかも今回は初めてインフレ懸念がないにもかかわらず、利上げをするわけですから、大恐慌後の利上げ幅に近いのではないかと。実際、大恐慌を引きずった40~60年代は確かに1%台しか上げていません。アメリカの足元をみても、とりわけ今のドル高の影響で、製造業セクターは少し元気がなくなってきているように思えます。そうなると浮き輪が本当に沈んでいくのではないかという不安が今の円高ドル安の状況につながったのです。

ただ我々の今の見方は、これでアメリカが完全に沈んでしまうとは思っておらず、非製造業の強さがあり、ある程度持ちこたえられると考えます。しかしそもそもアメリカはそんなに金利を上げられないだろうと予測します。アメリカが沈んだら世界が沈むので、それは絶対に避けざるを得ない状況のなかで、何とかアメリカが食い止めるのではないかと考えます。逆にいえば、結果として米国は緩和的な動きを続けざるを得ないのではないかと思います。しかしながら今年は相当ヒヤッとする局面ではあるでしょう。

本来でいえば、アメリカは金利を上げたいのでしょう。なぜなら中央銀行にとって、1回だけの利上げというのは失敗も同じです。

2回上げてようやく成功といえます。過去1回だけで終わった日銀や欧州中央銀行（ECB）のケースは明らかに失敗しています。同じ轍を踏まないためにも、FRBはもう1回は上げたいと考えていたのですが、そうはいかなかったのが今の状況だと思います。

今年は第3局面、あるいは第4局面の世界が沈むのではないかとリスクシナリオ、大恐慌以来といわれるような状況に向かうかもしれません。いかに多様な政策協調的な動きで食い止めていくことができるのかが試される状況であり、またアベノミクスもいったんのセットバックの時期ではないでしょうか。

そういうなかで、今何ができるのでしょうか。日本も本来であれば、この時期（1月から3月）にマインドが下がってしまうと、来年度計画が非常に苦しく、賃上げも難しくなります。場合によって、金融政策か追加緩和としてここでもう1回動くことは十分にあり得ると思います。また一方で、大きな転換を図るためには、賃金にしても、設備投資にしても、大胆な劇薬を使いながら相当な対応をしていく必要があるのではないかと考えます。資本主義の理念からはずれているかもしれませんが、民間と官が対話しながら最低賃金にテコ入れをするような方向です。

今から3年前に政府と日銀が物価見通しで政策協調が生まれましたが、場合によっては、今後の新たな枠組みとして、賃金を参照値とした政策で対応していく動きも、一つあり得

る選択肢ではないかと考えます。これまではアベノミクス3年間に凝縮し、何とかやるのだという決戦モードでしたが、新たな3年という長期戦に備える様々な対応につながっていくと思います。

以上を踏まえ、今年はヒヤッとする局面を迎えるとの見方ではありますが、大きなバブル崩壊後の流れからみれば、それなりに出口の方向を見出せるのではないかと考えます。そして2016年後半にかけては、光が見えてくるのではないかと思います。グローバルな観点では、まだまだ不安定であり、新興国の問題を抱えています。今年には大きな変動を覚悟してとらえていければということでもまとめさせていただきます。

（本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：榊原 宏司）