

# 「想定外」を想定すると見えてくる2017年の世界と日本

The World and Japan in 2017: Gaining a Clear View by Expecting the Unexpected

英国のEU離脱問題やトランプ米大統領の誕生等2016年は想定外の出来事が続いたと言われている、しかし、そうした出来事が続くのであれば、本当は想定していなければいけなかったのではないかと。もう過去のことと思われているが、リーマンショックはさまざまな意味で世界経済の潮流に変化をもたらしている。この潮流の変化を正しく理解することによって「想定外」を想定できるようになる。

リーマンショックを境に世界的な潮流の変化が生まれ、世界経済の成長力は減速している。世界経済の減速は、輸出の拡大を成長エンジンにしてきた日本経済にとって逆風だ。加えて、新興国が発展する中で日本の競争力が相対的に低下していることも問題だ。

もっとも、そうした環境変化を踏まえて2017年を展望すると、世界経済が底堅く推移する中であって、日本経済は緩やかながら持ち直しが期待できる。しかし、リーマンショック後の長期的な停滞状況から抜け出すのはまだ難しそうだ。少子高齢化が続き、人口も減少に転じている日本経済において定常状態が続くことは避けられない面もある。

日本の成長力を高めていくためにできることは何か。まず、スリム化戦略を脱して、競争力を高める攻めの姿勢に転じることが重要だ。また、保護主義の広がりに対しては、まさかと思われることも想定して、毅然とした対応をしていかなければならない。同時に、高齢化社会を見据えて、財政・金融政策を正常化する必要があるのだが、これが最も難しい課題のようだ。



People say that several unexpected events occurred in 2016, including Britain's decision to leave the European Union and the election of Donald Trump as President of the United States of America. Given that such events kept happening, however, we may wonder whether we should have expected them. Although it is no longer seen as a recent event, the collapse of Lehman Brothers changed global economic trends in various ways. Correctly understanding these changes will allow us to better expect the unexpected.

The collapse of Lehman Brothers triggered changes in global trends, and the growth of the global economy has slowed since then. The slowing global economy works against the Japanese economy, which has relied on export expansion as the engine of economic growth. Japan also faces the problem that its economic competitiveness has declined relative to other countries, even while emerging countries have achieved further economic development.

However, taking into account the changes in external circumstances and looking toward 2017, we can anticipate that the Japanese economy will experience a mild recovery as the global economy grows slowly but steadily. Despite this, it seems difficult to break out of the long-lasting stagnation that started with the collapse of Lehman Brothers. Because Japan has an aging populace and shrinking population, steady stagnation inevitably continues in certain parts of the economy.

What can be done to improve Japan's ability to grow its economy? First, it is important to abandon downsizing strategies and to become aggressive in improving competitiveness. In addition, the country must resolutely respond to the spread of trade protectionism, which may give rise to formerly improbable events. The government must also restore normalcy in its fiscal and monetary policies, taking into account Japan's aging society. This last point is likely to be the most difficult issue.

## はじめに

2016年は「想定外」という言葉を何度も耳にする年であった。たしかに、英国の国民投票におけるEU離脱派の勝利や米国のトランプ大統領の誕生は、これまでの常識から考えると「まさか」という出来事だったかもしれない。ここで「まさか」と言ってしまうと信頼を失ってしまうのだが、「想定外」という言葉には不思議な力がある。「想定外」という言葉を使うと、自分は正しいことを想定していたのだが、起こってはいけなかった出来事が起きてしまったという雰囲気醸し出されると同時に、それを現実のものにしてしまった世の中の方が悪いのだという響きすら出てくる。

しかし、想定外と言われる出来事であっても、続けて起こるといえることは、実は想定していなければいけなかったということではないか。これまでの常識の殻から抜け出さないと先の世界を見通すことは難しく、また想定外の出来事に当惑することになりそうだ。これまでの常識が通用しなくなる潮流の変化が起きているのではな

いか。そういう問題意識に立って2017年の世界と日本を展望してみる。

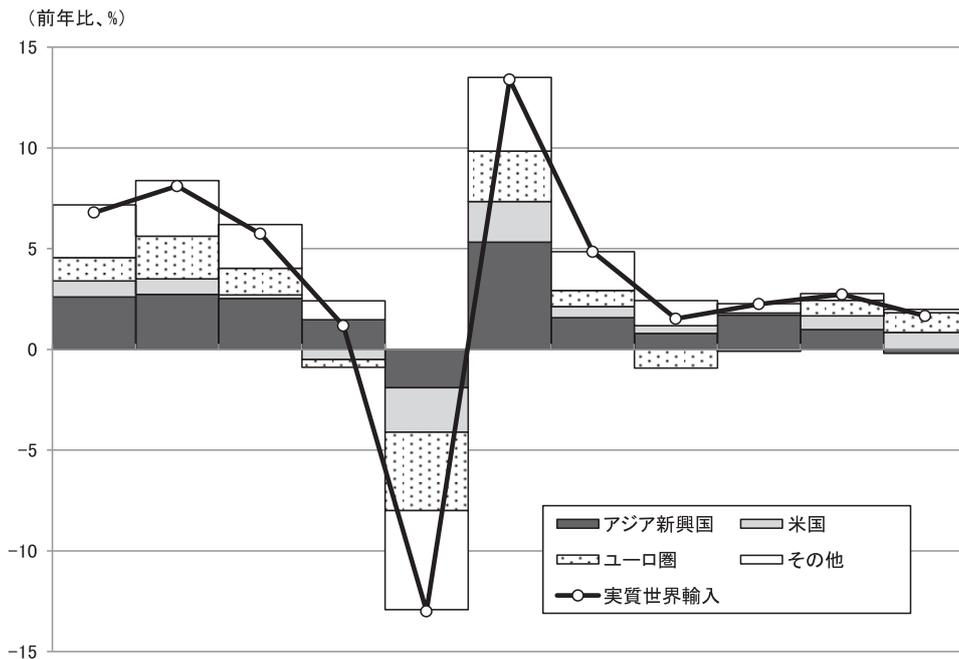
## 1 | リーマンショック後の世界経済の潮流

なぜ「想定外」の出来事が起きるのか。と言うよりも、なぜ想定できないのか。もう過去のこととされているが、リーマンショックはさまざまな意味で世界経済の潮流に変化をもたらしている。その潮流の変化を正しく理解することによって「想定外」を想定できるようになるのではないか<sup>1</sup>。

### (1) 貿易の伸び悩みとともに減速する世界経済

リーマンショック直後にゼロ%にまで低下した世界経済の成長率は、その後回復してきたものの3%程度にとどまっており、リーマンショック前の5%成長からは減速したままだ。そして、世界経済の減速の背後で世界の貿易取引が伸び悩んでいる。リーマンショック前には7%程度で伸びていた世界の貿易取引は、リーマンショック後の変動を経て今では2%前後の伸びにとどまっており、経済成長率よりも減速の度合いが強い(図表1)。

図表1 減速する世界貿易の伸び



出所：オランダ経済政策分析局 “World Trade Monitor” より作成

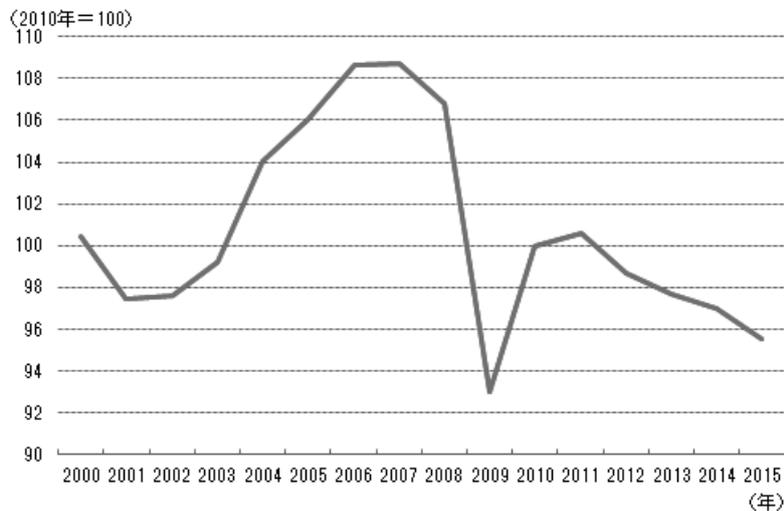
世界の実質輸入(=輸出)の世界GDPに対する比率をグラフにすると、リーマンショック前までは比率が上昇していたが、リーマンショック後は低下してきている(図表2)。つまり、リーマンショック前は貿易取引が活発になりながら世界経済の高成長が実現したが、リーマンショック後は貿易取引が伸び悩む中で世界経済の成長力が低下してきた。世界経済がリーマンショック前の5%

成長に戻るとするのは難しいだろう。同時に、主要な国や地域の経済を見てもリーマンショックを契機にした潮流の変化が起きている。

**(2) 高齢化社会に転換してきた米国**

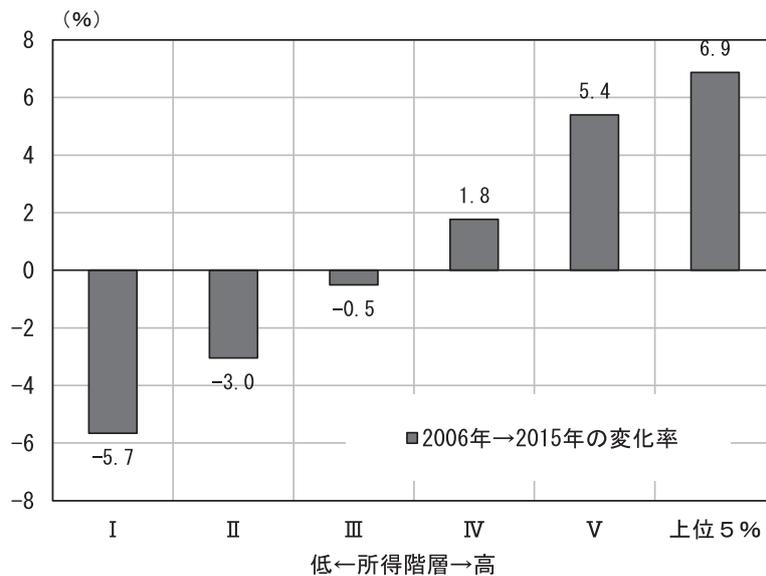
過激な発言を繰り返すトランプ氏が米国の大統領に就任するなどとは、これまでの常識ではありえないことだろう。もっとも、トランプ大統領が大方の予想に反して

図表2 世界の輸入(輸出)のGDPに対する比率



出所：IMF “World Economic Outlook Database, October 2016”、オランダ経済政策分析局 “World Trade Monitor” より作成

図表3 貧富の差が拡大する米国の家計



注：20パーセンタイルずつ5階級に別れる。  
出所：米商務省センサス局

共和党の候補者選を制し、民主党のクリントン候補も合わせてどちらもTPPには反対という時点で、これまでの常識が通じなくなっていたとも言えよう。

貧富の差の広がりや背景にした貧しい人の不満の拡大がトランプ候補への投票をもたらした、という指摘は間違いではない。所得の多い家計から少ない家計まで20%ずつ5階層に分けて、2015年の実質所得をリーマンショック前の2006年と比べてみると、貧しい世帯では所得が減少してさらに貧しくなっているのに対して、豊かな世帯は所得が拡大している(図表3)。所得上位5%の家計で見ると所得の増加幅がさらに大きくなる。海外からの安い輸入品の増加や米国への移民の拡大が、もともと住んでいる米国人の仕事と所得を奪っているという考えに立てば、保護主義的主張が力を増す。トランプ氏の過激な発言が支持を得たわけだ。

貧しい人がさらに貧しくなるということは、所得格差の拡大としてとらえることができるが、米国の成長力が低下して成長の果実が貧しい人にまで届かなくなっていると解釈することもできる。実は、リーマンショックと時を同じくして、米国の生産年齢人口比率(15~64歳人口が全人口に占める割合)が低下に転じている(図表

4)。

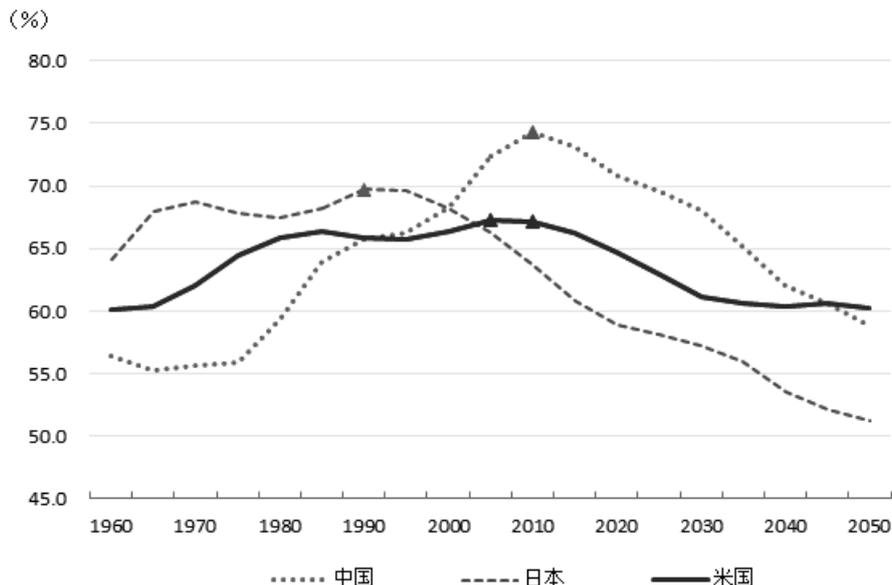
一般に、生産年齢人口比率が上昇しているときは生産活動に従事する現役世代の割合が高まってくるので、その国の成長力は高まってくる。一方、少子高齢化の進展とともに同比率が低下してくると成長力が低下してくる。ちなみに、日本はバブルの頂点であった90年をピークに生産年齢人口比率が低下している。また、中国は2010年に同比率がピークをつけており、リーマンショック後の減速に拍車をかけたと考えられる。

米国ではリーマンショックと期を同じくして高齢化社会への転換という潮目の変化が生じたことになる。かつてのように、消費の拡大が輸入を拡大させて米国以外の国からの輸出の増加を可能にするといった、世界経済の成長エンジンとしての役割を米国に期待するのは難しい。

### (3) 統合から反統合へ逆回転する欧州

英国の国民投票でのEU離脱派の勝利、いわゆるブレグジットも想定外の出来事として驚きをもって受け止められている。もっとも、事前の世論調査等では、離脱派が勝利してもおかしくない結果が出ていた。それにもかか

図表4 米国の生産年齢人口比率はリーマンショックをピークに低下

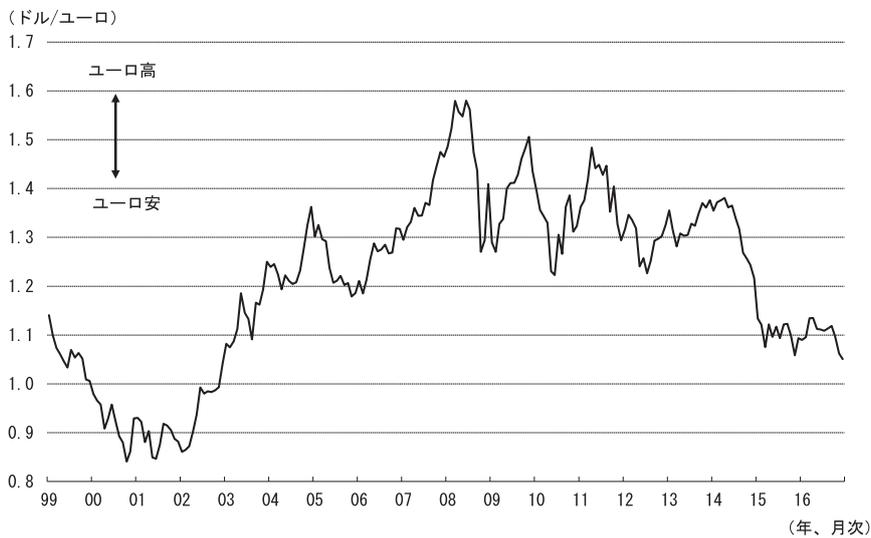


出所：国連 [World Population Prospects: The 2015 Revision]

ならず、メディアの報道や調査機関の見通しではEU残留派の勝利が見込まれていた。米国の大統領選の時も同様だが、「想定外」という言葉の裏には、これまでの常識からするとそれは誤った判断であり、「想定してはいけないこと」というニュアンスが隠れているようだ。良い悪いという価値判断はさておき、欧州における潮流の変化を考えれば、ブレグジットは想定しておかなければいけない出来事であった。

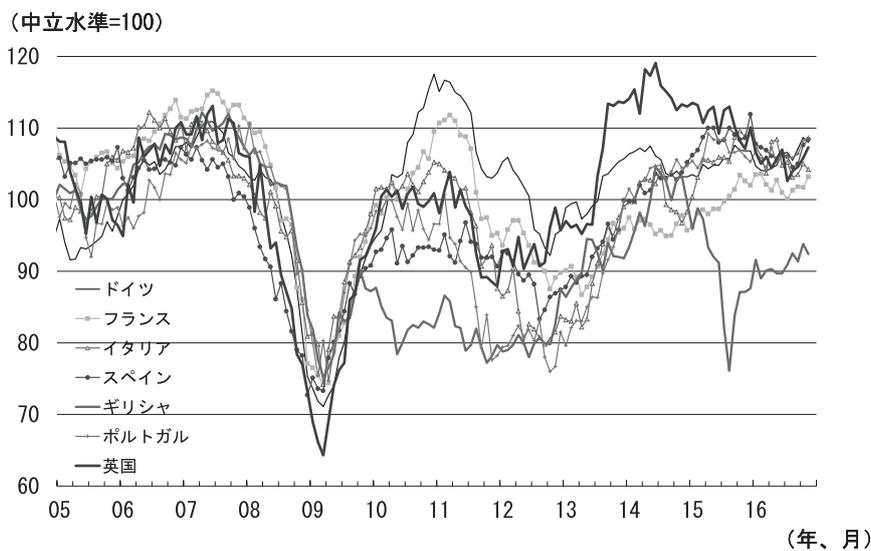
欧州でもリーマンショックを境に潮目の変化が生じている。リーマンショックまでは共通通貨ユーロの導入に象徴されるようにEUの統合を拡大し深めていくことで経済規模を拡大し、米国に匹敵する存在感を実現していくという流れがあった。しかし、リーマンショック後は統合に反対する勢力が力を増してきている。統合から反統合への潮目の変化を象徴的に示しているのがユーロの価値の推移だ(図表5)。通貨の価値は経済力に対する評価

図表5 リーマンショックを境に下落するユーロ



出所：日本銀行、FRB

図表6 欧州各国の景況感指数



出所：欧州委員会

を表す鏡のようなものだ。リーマンショック前は、統合の深化が欧州を強くするという評価が妥当であり、ユーロが強くなっていた。しかし、リーマンショックを経て統合推進に対する評価が変わり、欧州経済の活力が低下してくるにつれて、ユーロは弱くなった。

反統合の流れは、リーマンショックを経てEU参加国の間の同質性が失われてきていることと関係する。図表6は欧州各国の景況感指数を見たものだ。100を中立水準として、これを上回っていれば景況感が良く、下回っていれば景況感が悪いということになる。このグラフを見ると、リーマンショック前までは、各国の景況感が同じように改善していた。しかし、リーマンショックによって景況感が一斉に悪化した後、ボトムから回復する過程でばらつきが広がってきた。ギリシャのように突出して景況感が悪い国だけではなく、程度の差こそあれ国ごとのばらつきが広がったことが分かる。

こうしたばらつきの広がりや、統合を推進するうえで大きな障害となる。EUのように結びつきの強い統合を推進するには、参加国の経済が同質であることが必須の条件だ。経済状況が異質な国同士で共通通貨を導入したり、共通の政策を導入したりしようとしても、混乱が起こり不満が拡大する結果に終わる。

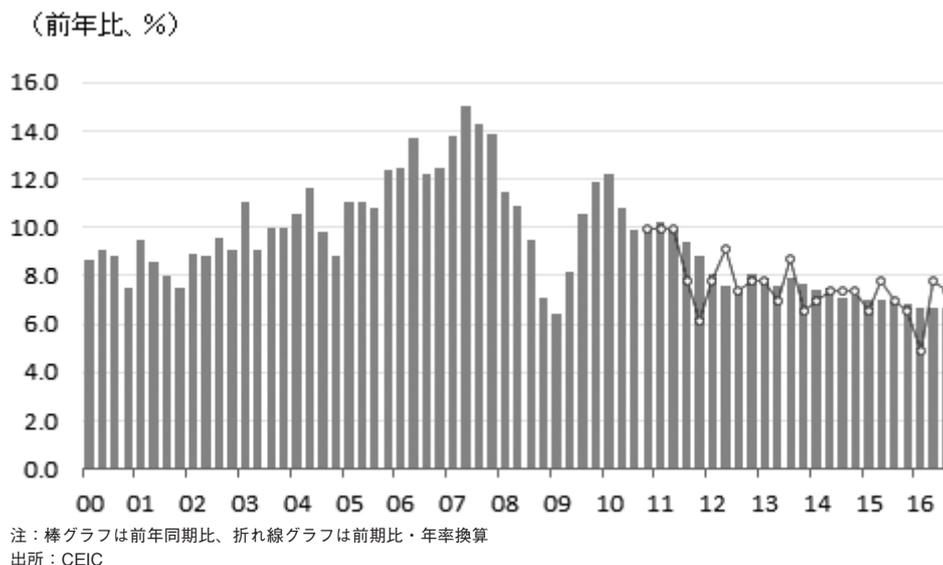
ギリシャのように経済動向が思わしくない国は、統合にとどまるために緊縮財政を余儀なくされる。ギリシャ国民の間に不満が出てくることはもちろんだが、ギリシャ救済のためにお金を使うことには他の参加国からの不満が出てくる。また、英国は独仏等と異なって、あとから統合に参加したメンバーであり、ユーロも導入していない。多額の拠出金に対する不満も強かった国だ。

統合推進から反統合への潮流の変化が生じていることを認識していれば、もともとEUのコアメンバーとは言えない英国の国民投票で離脱派が勝利することはそれほど意外な結果ではなかった。

#### (4) 経済が減速し過剰供給力大国としての存在感が増す中国

中国経済の潮目の変化は経済成長率によく表れている。リーマンショックまでは中国の経済成長率は上昇していたが、リーマンショック後は低下傾向が続いている(図表7)。4兆元の対策の効果によって2009年から10年にかけて一時的に成長率が高まったが、過剰供給力が拡大する中、再び成長率が低下するようになった。経済成長率に現れた変化は、投資主導の経済成長から、巨大な中国市場を背景にした消費主導への成長メカニズムの転換も示唆している。

図表7 低下トレンドに入った中国の経済成長率



もっとも、経済成長率が低下していると言っても、6～7%で成長を続けているので、中国経済の存在感はどんどん拡大している。10年に日本を抜いて世界第2位の経済大国になった中国であるが、今や日本の2～3倍の経済規模となっており、米国やEUとの差を縮めている。同時に、存在感の中身に変化が生じている。リーマンショック前は、安価な労働力を求めて海外企業が中国の生産拠点を増やし、世界に向けて製品を輸出する世界の工場としての存在感であったが、リーマンショックを経て世界需要が伸び悩んでくると、過剰供給力大国としての存在感に変わってきている。

中国の鉄鋼生産能力は12億トンとも言われており、過剰供給を解消するためには2割は削減しないと行けないという見方もある。日本の鉄鋼生産能力が1億トン強であることを考えれば、膨大な削減が必要となる。中国政府は、過剰生産能力を削減していく方針を打ち出しているが、倒産や失業等痛みをともなう調整を強力に推し進めることは政治的に難しい。自動車や電子部品等内外の需要が見込める分野で大型の投資を行い、そこで拡大する生産活動で雇用を吸収していくことになろう。こうした対応は現実的である一方、新しい成長分野で次々と過剰供給力を生み出すリスクを内包している。

リーマンショックを境にした中国経済の減速という潮目の変化はしばらく認識されていなかったようだ。中国経済は「世界の工場として高成長を続ける国であり、成長率が低下してきても政府の大型経済対策が実行されて成長率が高まっていく」という期待が強かった。実際、リーマンショック後に4兆元の対策が実行されて一時的に成長率が高まったことも、そうした常識をサポートする要因になったかもしれない。

しかし、中国政府は4兆元の対策が過剰供給力を拡大させてしまったことを大いに反省し、高成長ではないが安定的な成長を目指すようになっていく。2011年に胡錦濤主席は、20年のGDPを10年の2倍にすることを目標として掲げた。10年間でGDPを2倍にするという、日本の所得倍増計画を連想して高成長を目指すとい

うイメージを抱いてしまうが、そうではない。10年の中国の実質経済成長率は10%台であったが、10年間でGDPを2倍にするためには年平均で7%程度の成長を続けなければいけなかった。つまり、この目標を掲げたということは、20年の経済成長率が5%程度まで低下していくことを中国政府が想定していたという解釈が可能である。4兆元の対策後の中国経済の減速は想定外ではなく想定しておかなければいけなかった。

### (5) スーパーサイクルが終わった商品市況

中国経済の減速と軌を一にして商品市況でも潮流の変化が生じた。スーパーサイクルの終焉だ(図表8)。中国等新興国の高成長が需要を拡大させるという思惑もあって商品市況は上昇を続けていたが、リーマンショック後は世界経済の減速を背景に原材料に対する需要の減少が見込まれるようになり、商品市況は低下トレンドに入った。4兆元の対策による影響も含めて、中国の成長率と商品市況は同じような動きをしている。

代表的な商品市況である原油価格も商品市況全般と同じ動きをしている(図表9)。リーマンショック後は世界需要の減速を反映して低下傾向を続け、中国の4兆元の対策も影響して一時的に上昇したものの、低下トレンドに戻った。原油価格は2014年中頃からの下落が特に急激であった。世界経済減速による需要の伸び悩みに加えて、エコカーの普及等省エネ技術の進歩が需要を構造的に抑制した可能性がある。もっとも、急速な原油価格下落には供給サイドの要因がより影響したと考えられる。

供給サイドの要因としてまず、米国のシェールオイルの生産が拡大したことが挙げられる。原油生産が増加した米国は、中東からの原油輸入が減少し、原油の輸出すら可能という状況になった。さらに、OPECがこれまでのような価格安定のための生産調整を行わず、価格下落を放っておくスタンスに変わったことが、市場のセンチメントを変えて原油価格下落に拍車をかけることになった。

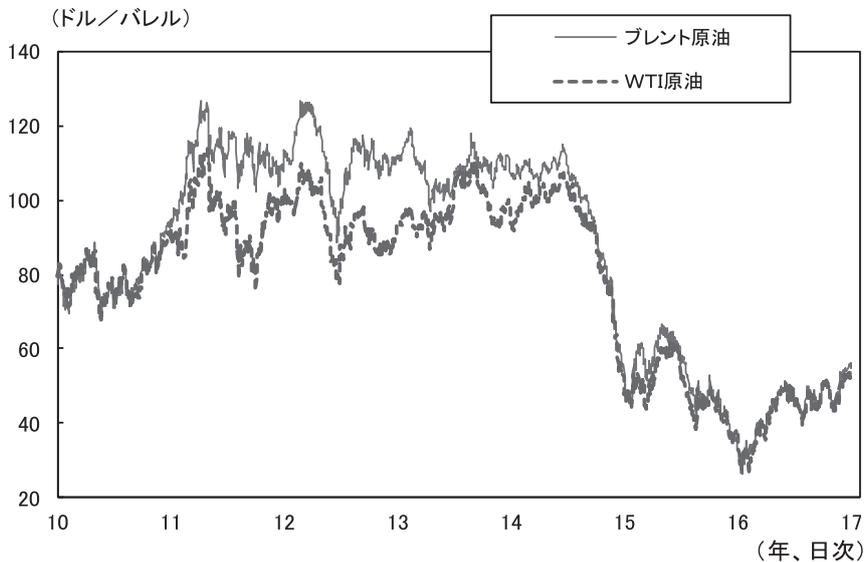
OPECとしては、原油価格が急落すれば、生産コストの高いシェールオイルは早晩撤退するので価格は下げ止

図表8 スーパーサイクルが終わった商品市況



出所：Bloomberg

図表9 大幅に下落した原油価格



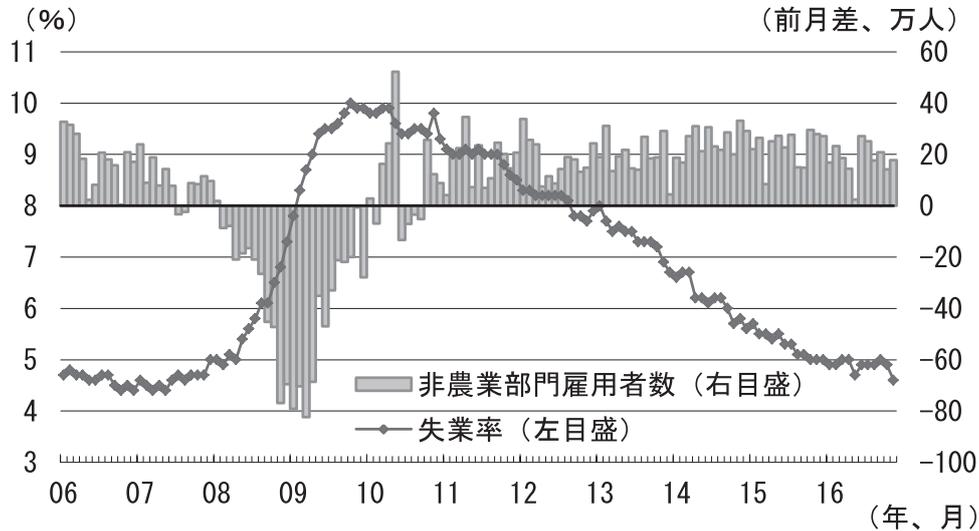
出所：Bloomberg

まるという思惑だったようだが、実際には探査・掘削技術の進歩によりシェールオイルの生産コストが低下した。この結果、供給超過の状態が続き価格は下落を続けることになった。

## 2 | 2017年の世界経済

リーマンショックを境に世界的な潮流の変化が生まれ、世界経済の成長は減速している。もっとも、そうした潮目の変化を認識したうえで2017年の世界経済を展望すると、底堅い動きが期待できそうだ。

図表10 米国の雇用環境は着実に改善



出所：米労働省

### (1) トランプ大統領誕生後も底堅い米国

米国ではリーマンショックのころから生産年齢人口比率が低下に転じていることはすでに述べた通りだが、その低下ペースは日本や中国に比べると緩やかだ。人口はまだ増加しており、移民の流入も続いている。減速したとは言っても米国経済は底堅さを維持している。

底堅さの源泉は雇用の増加だ。リーマンショック後の不況で一時10%まで上昇していた失業率は4%台後半まで低下している。リーマンショック前後に合計900万人近く減少した雇用者数は、その後6年間も増加基調が続いており、合計すると1500万人以上の雇用が生まれている(図表10)。良好な雇用環境に支えられて米国のGDPの7割を占める個人消費は堅調であり、米国景気の底堅さが維持されている。

トランプ大統領のもとで予想される政策はさまざまある。法人税率の大幅な引き下げやインフラ投資の拡大といった景気刺激的な政策がある一方で、NAFTA(北米自由貿易協定)の見直しや中国からの輸入に対する大幅な関税の賦課といった貿易取引の抑制につながる政策もある。さらに、エネルギー・環境や金融分野での規制緩和も検討されそうだ。どの政策がどこまで実行に移されるのか、また実行されるとすれば何時になるのか不確定要

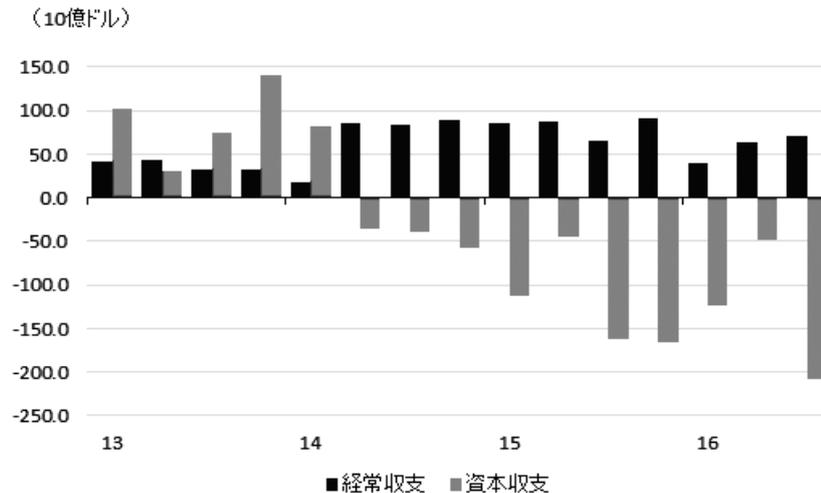
素が強い。

その中では法人減税やインフラ投資の拡大といった景気刺激効果の高そうな政策が実現しやすいという思惑から、経済成長率の上振れが期待されている。高齢化の進展を背景に低下した潜在成長力を税制や財政政策で直接高めることは難しいが、規制緩和の効果も加わって経済活動が活性化されることにより、結果として成長率が押し上げられる可能性はある。保護主義的政策が貿易取引を低調にして経済成長率を低下させてしまうリスクには留意が必要だが、2017年も米国経済は底堅さを維持すると予想され、成長率が上振れる可能性もある。

底堅い経済状況を背景に、FRBは徐々に政策金利を上げていくことになるだろう。過去の利上げ局面に比べると極めてゆっくりしたペースにとどまり、政策金利の上昇目途も低い水準にとどまりそうだ。もっとも、トランプ大統領の大型減税やインフラ投資の拡大等景気刺激的な政策の効果が思った以上に出てくるとの見方が広がれば、インフレ予想の高まりとともにFRBの利上げペースが速まるかもしれない。その場合、米国経済に与える影響とともに、新興国からの資金流出や新興国通貨の下落等世界経済に与える影響にも注意が必要になってくる。

中国の資本収支は2014年4～6月期から流出超

図表11 2014年から続いている中国からの資本流出



過に転じており、流出超過幅が拡大してきている(図表11)。中国経済が減速したことが資本の流出超過の要因としてまず考えられる。中国国内での投資機会の縮小により資本流入が細り、一方で中国からは海外での企業買収や投資等資本の流出が広がった。これに米国の利上げ観測が加わって、米国への資金環流すなわち中国からの資本流出を加速させたと推測できる。後述の通り中国経済の減速には落ち着きが出てきているものの、今後も米国の利上げ観測の高まりが中国からの資金流出を加速させる可能性がある。

## (2) 不安材料を抱えながら緩やかに回復する欧州

すでに述べたように、リーマンショック後の欧州経済の変貌を考えれば、ギリシャ問題やブレグジットのような問題は起こるべくして起きたものだ。2017年は欧州各国でさまざまな選挙が予定されている。フランスの大統領選、オランダ、フランス、ドイツの議会選挙が予定されており、イタリアでも議会選挙があるかもしれない。これらの選挙でEUからの離脱を主張する勢力が支持を拡大する可能性は小さくない。選挙結果によっては金融市場に影響が出てくることは想定しておかなければいけない。

もっとも、ギリシャ問題が発生した時の財政金融市場の混乱に比べると、ブレグジット問題が金融市場に与え

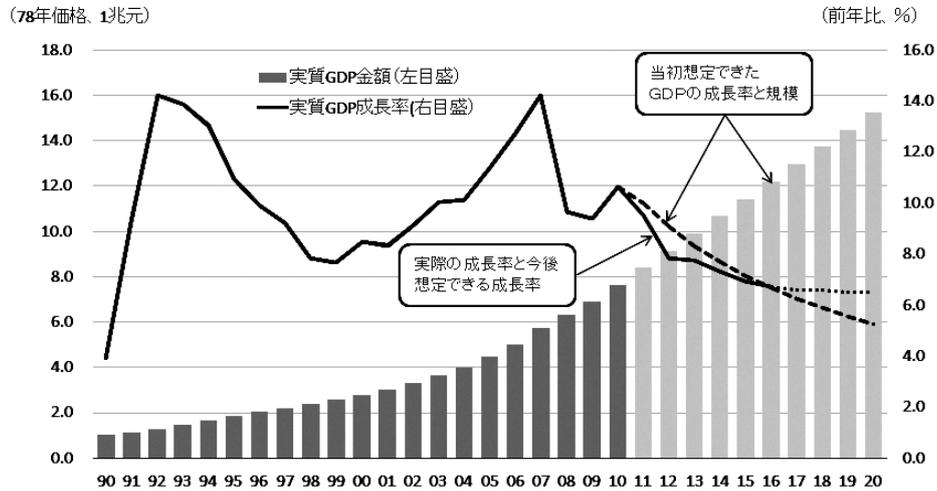
る影響は限定的であった。英国ポンドは大きく下落したが、ユーロは弱含みながらも安定的に推移している。国債市場にはブレグジット問題の影響はあまり現れておらず、株式市場は持ち直し気味に推移している。何か大きな出来事があっても、それが欧州全体の問題に広がらないようにする仕組みが整ってきたとも言えそうだ。

もっとも、この他にも金融機関の経営不安の問題等欧州全体のリスクとして管理しなければならない問題があり、17年も金融市場の波乱がいつ起きてもおかしくない状況が続くそう。そうしたリスクを抱えながらも、欧州経済は16年もそうであったように緩やかな回復が続けると予想する。経済成長の強いけん引役があるわけではないが、世界経済が底堅さを維持し、徐々にではあるが雇用情勢が改善してきていることが、景気の下支え役となりそうだ。

## (3) 経済成長率が下げ止まる中国

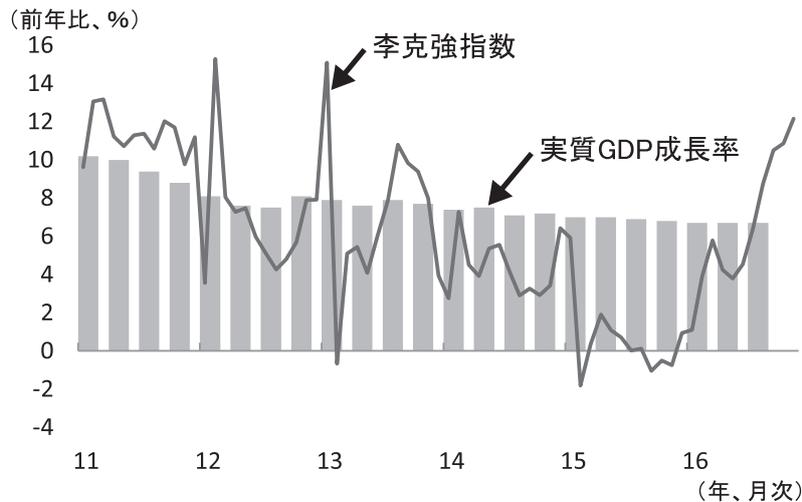
これまで経済成長率の低下が続いた中国であるが、2017年は6%台後半の成長を維持するだろう。理由は2つある。ひとつは政治的理由だ。胡錦濤前主席が示した20年のGDPを10年の2倍にするという約束はまだ生きている。一方、すでに述べた通り足元までの成長率の低下は想定されていたことではあるが、ここまでの低下が想定を上回るペースであったことも事実だ。結果

図表12 2020年のGDPを10年に比べて2倍にするということは？



出所：CEIC

図表13 急速に持ち直す李克強指数

注：李克強指数は、電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高の前年同月比増減率を単純平均した値  
出所：CEIC

として、GDPを2倍にする目標を達成するためには20年まで6.5%程度の成長を続ける必要がある(図表12)。中国政府としては、ここから先の経済成長率の低下は簡単には容認できない。

2つ目の理由として、成長率の下げ止まりあるいは持ち直しを示唆する経済指標が出てきていることが挙げられる。景気全体の動きを示す指標として注目されている製造業購買担当者(PMI)指数は、14年終わりから景気の拡大と縮小の分岐点である50を挟んだ推移が続いていたが、16年の夏ごろから50をしっかりと上回るように

なっている。また、1年前までは景気減速を象徴する指標として注目されていた李克強指数(電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高の変化率を単純平均して算出)も16年になって急速に持ち直してきている(図表13)。

確かに自動車販売のように政府の対策によって支えられている部分もある。16年度末で期限を迎える予定であった自動車減税は、減税幅を半分に縮小して1年間延長されることになった。すでに打ち切りを見込んだ駆け込みが出ていたようであり、17年は反動が出てくる可能性があるが、基調としての景気持ち直しの動きは続き

そうだ。過剰供給力の問題が続いており、かつてのような投資の拡大をともなう大型の経済対策が打ち出されることはないが、景気が再び減速しそうなときには、景気を下支えするような消費喚起策等が打たれることになる。

もっとも、短期的に景気に持ち直しの動きが出てきても、過剰供給力の問題は簡単には解消しない。需要の拡大が見込めるところでは大型の投資が集中するが、リーマンショック前に比べれば世界経済の成長力が減速している状況に変わりはない。新たな成長分野で短期的に生産が拡大することは予想できるが、いずれ需要の伸びを供給の伸びが上回り過剰問題を生み出すリスクには注意が必要だ。

**(4) 反発する原油価格、世界の物価も上昇へ**

スーパーサイクルが終わった商品市況であるが、2016年になって下げ止まり、やや上昇している。原油価格も同様の動きである。世界経済に底堅さが出ていることと軌を一にしているが、原油価格の上昇は供給サイドの変化も見逃せない。原油価格の低下を放っておく姿勢を見せていたOPECが、徐々に生産調整に向けて動き出したことである。それぞれの産油国の事情や思惑もあり、合意に至るまでの道のりは平坦ではなかったが、11

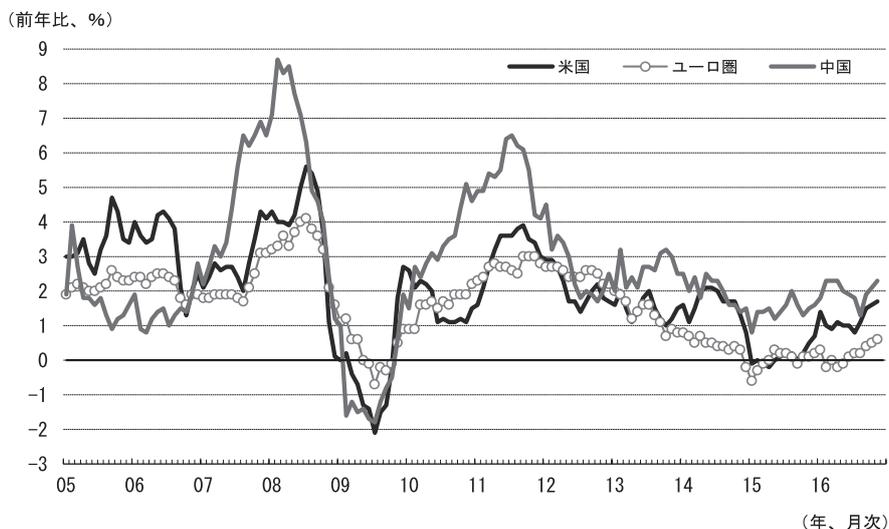
月末にはOPECが120万バレルの減産で合意し、12月にはロシア等、非OPEC産油国も減産で合意した。原油価格の下落が続いて財政収入の大幅な減少に直面したサウジアラビア等、主要産油国が、生産調整に強い意志を持って臨んだことが、合意実現の原動力になったと考えられる。

もっとも、OPEC等産油国のスタンスの変化は原油価格の下落を抑えるには効果があるだろうが、原油価格が14年初めごろの1バレル100ドルの水準に戻るのには難しそうだ。原油価格が上昇してくると米国のシェールオイルの増産が始まり需給が緩んでくるからだ。シェールオイルは通常の油田に比べて開発期間が短く、原油相場の変動に応じて機動的に生産を調整できる。

また、トランプ大統領はエネルギー・環境面での規制緩和を政策として掲げている。どこまで実現するのか、あるいは実現のタイミングについては不透明な面もあるが、シェールオイルの産出コスト低下につながる可能性があり、原油価格の上昇を抑える効果が出てくるかもしれない。

上昇幅が限られているとはいえ、急速に下落していた原油価格が下げ止まり、17年も上昇傾向で推移しそうだ。これは世界の物価動向に影響する。15年まで世界的

図表14 底打ちする世界のインフレ率



出所：米労働省、欧州連合統計局、中国国家統計局

にインフレ率の低下傾向（ディスインフレ）が続いていたが、原油等商品市況が底打ちするにつれて、消費者物価上昇率も高まってきている（図表14）。17年も世界的にインフレ率は上昇傾向で推移する可能性がある。トランプ新大統領の政策が景気を刺激して米国のインフレ圧力を高めるという観測が出ているが、その観測の妥当性はさておき、そもそも世界の物価のトレンドが変わってきているという事実をしっかりと認識しなければいけない。

### 3 | 2017年の日本経済

リーマンショック後の世界経済の潮流変化は日本経済にも無縁ではない。世界経済の減速は、輸出の拡大を成長エンジンにしてきた日本経済にとって逆風だ。加えて、新興国が発展する中で日本の競争力が相対的に低下していることも問題だ。しかし、そうした環境変化を認識したうえで2017年の日本経済を展望すると、世界経済が底堅く推移する中であって日本経済も緩やかながら持ち直しが期待できる。

#### (1) 世界とともに成長できない日本

リーマンショックを境にした世界経済の減速と貿易取引の伸び悩みは、輸出の拡大を成長エンジンとしてきた

日本経済にとっては大きなそしてやっかいな環境変化である。さらに困ったことに、中国等新興国の競争力が質・量ともに高まる中で日本の競争力が相対的に低下しているようだ。世界の輸出に占める日本の輸出の割合をみるとリーマンショック前の数年間は上昇傾向にあったが、リーマンショック後は、変動はあるものの低下傾向が続いている（図表15）。

世界の輸出市場の伸び悩みと日本の輸出競争力の低下が合わさって、輸出数量も鉱工業生産もリーマンショック前のピークに戻ることなく推移している。輸出競争力が低下している理由のひとつに国内での設備投資が抑制されていることがある。リーマンショック前は設備稼働率が90%を超えていたこともあり設備投資が拡大したが、リーマンショック後はそれが過剰な供給力となってしまった。

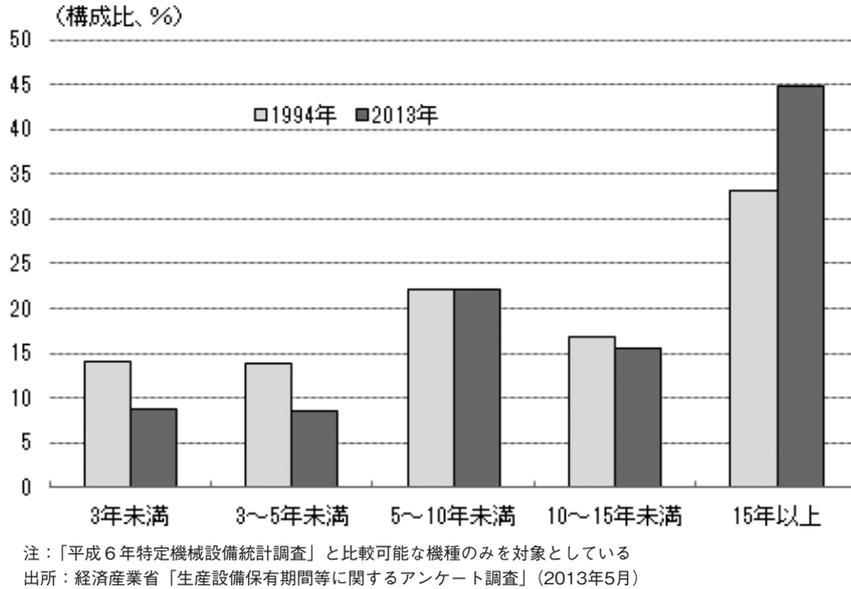
生産能力が過剰になったので設備投資を抑制するというのは合理的な判断である。また、減価償却費が減少することは目先の企業収益にはプラスに働く。しかし、保有している設備が老朽化していくことは避けられない。設備の保有期間別の構成比を1994年と比べてみると、2013年は5年未満の設備の割合が低下する一方で、15年以上の設備の割合が高まって半分近くを占めるように

図表15 世界の輸出に占める日本の輸出シェア



出所：オランダ経済政策分析局

図表16 設備の保有期間別構成比



図表17 景気動向指数は2014年初めから緩やかに低下



なっている(図表16)。設備の老朽化は競争力の低下につながる。

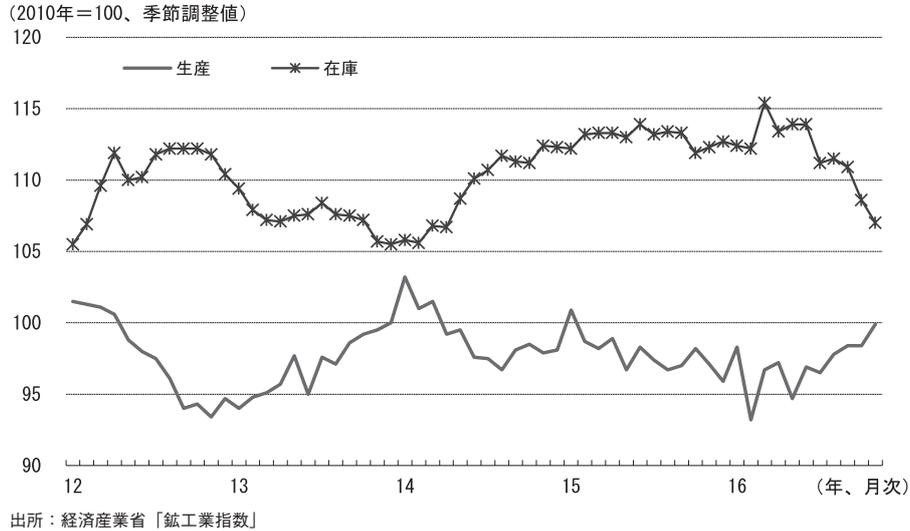
リーマンショック後の設備投資の抑制によって、日本企業の競争力が質・量ともに低下している。過剰設備を解消するために設備投資を抑制することが、競争力の低下をもたらす。その結果、設備稼働率が低下して設備がさらに過剰になり、設備投資意欲が減退する。リーマンショック後は、こうした負のスパイラルが働くように

なってしまったようだ。

## (2) 景気は回復へ

政府・日銀は、景気は「緩やかな回復」を続けていると判断しているが、生産や景気動向指数等経済指標の動きから判断すると、景気は2014年初めから後退を続けていたと考えられる(図表17)。もっとも、後退しているといってもかなり緩やかなものにとどまっていたと推測できる。輸出がかつてのような成長のけん引役になりにく

図表18 在庫調整が進展し、生産は回復へ



図表19 リーマンショック後は停滞が続く生産



くなっている中、円安による物価上昇に消費増税の影響も加わって消費が落ち込んだことが、景気後退の要因になったと考えられる。一方、14年中頃から原油価格が大幅に下落したことが物価の上昇を抑え、実質所得の減少に歯止めをかけた。原油価格の下落が、景気が一段と悪化することを防いだと評価できる。

景気に持ち直す動きが出てきていることは鉱工業生産の推移から読み取れる。14年に入って減少傾向が続いていた鉱工業生産は16年になってしだいに下げ止まり、

持ち直しへと転じてきている(図表18)。一方、高止まりしていた在庫もようやく減少してきている。在庫調整が進展していることが伺え、生産が今後も持ち直しを続けることが期待できる。17年は、緩やかながらも景気は回復を続けるだろう。

もっとも、多少持ち直してもリーマンショック前の水準に比べると生産はかなり低い水準にとどまっている。図表19は生産の推移をリーマンショック前から見たものであるが、2010年以降の生産はレンジ内での上下を

図表20 原油価格の底打ちを受けて上昇に転じる消費者物価



続けている状況であり、長期停滞、定常状態といった説明がふさわしい。これから景気が回復してくるとしても、その持続性や回復力の強さには不安が残る。

### (3) 円安では救われない

トランプ氏が大統領に選ばれて以降始まったトランプ相場、すなわち米株高とドル高、中でもドル高・円安の流れが、日本経済にプラスに働くのではないかという期待が広がっている。しかし、そもそもトランプ相場がいつまで続くのかという問題はさておき、仮に長く続いたとしても円安が日本経済を救うというシナリオは現実的ではない。

アベノミクス誕生後の円安で起きたことを振り返ってみると、円安が進むと円建ての輸出金額が拡大するが、輸出数量は増えない。輸出数量を増やすためには、円安に応じて現地での販売価格（現地通貨建て）を引き下げなければならない。しかし、価格を下げても販売数量がどの程度増えるかは定かではない。あまり増えなければ、価格を下げただけ販売金額が減少してしまうこともある。輸出企業にとっては、現地での販売価格を変えずに円安による差益をしっかりと確保する方が賢い選択となる。

こうした企業行動を前提にすると、円安になれば輸出企業の収益が改善し、株価は上昇する。しかし、価格競争

力が高まらないので、輸出数量は拡大しない。結果として生産が拡大しないので、賃金が増えて個人消費が増えることもなければ、設備投資が拡大することもない。企業収益は過去最高水準なのになぜ賃金や設備投資があまり増えないのか、という疑問をよく耳にするが、別に不思議なことではない。

### (4) 原油価格下落のメリットがなくなる

一方、原油価格が下げ止まって上昇に転じていることには注意が必要だ。原油価格の大幅な下落は原燃料コストを削減し企業利益を拡大させた。また、円安や消費税率引き上げによって上昇していた物価を落ち着かせることで、実質所得の減少に歯止めをかけた。2014年以降の景気後退が緩やかなものにとどまったのも、先ほど述べたように原油価格の大幅下落という幸運にかなり助けられたことは間違いない。

上昇に転じたと言っても原油価格の水準はまだ低い。しかし、これまで享受できたプラス効果がなくなるだけでも大きな変化だ。円安が進んでいることも考えると、2017年は消費者物価が再び上昇してくるだろう（図表20）。デフレ脱却が近づいてきたなどと喜んではいけない。名目賃金があまり増えていない中で、消費者物価が上がってくることには注意が必要だ。実質消費の減少を

もたらし、消費にマイナスに作用するからだ。また、多少なりとも物価が上がってくると、金融緩和の出口の議論が出てきて、長期金利が上昇するリスクがさらに高まる。

## 4 | 日本が取り組むべき課題

2017年は、世界経済が底堅さを示す。日本経済も回復に転じてくるが、リーマンショック後の長期的な停滞状況から抜け出すのはまだ難しそうだ。少子高齢化が続き、人口も減少に転じている日本経済において定常状態が続くことは避けられない面もある。しかし、それでも日本の成長力を高めていくためにできることがあるはずだ。

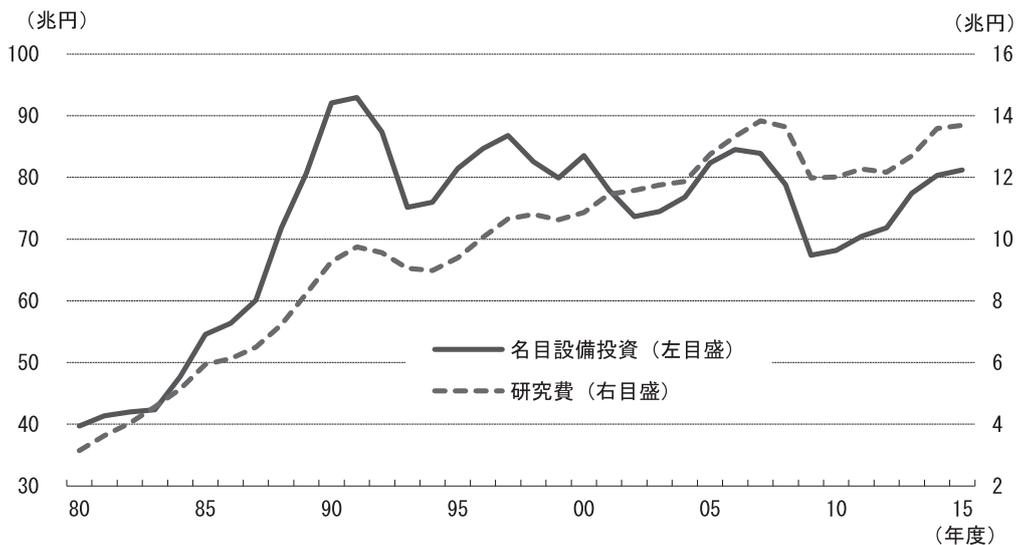
### (1) スリム化戦略からの脱却

まず、スリム化戦略からの脱却だ。リーマンショック前の投資の拡大が、リーマンショック後に過剰設備となってしまったことを考えれば、設備投資を抑制してスリムになっていく方針は間違いではない。しかし、結果として大型の設備投資を行って最新鋭の設備を導入している中国等の新興国との差は大きく開いてしまった。設備投資が抑えられている日本では設備の老朽化が進み競争力が低下していくからだ。

リーマンショックという危機を脱するために有効であった戦略も、競争力や成長力を高める目的にはそぐわない面も出てくる。設備投資を行えば、中国のように過剰設備を抱えることになるかもしれない。しかし、スリム化戦略だけで競争力を高めることは不可能だ。守りの姿勢でひたすらリスクを回避して短期的な収益の確保を目指すのではなく、将来の成長のために必要と判断するならば、あえてリスクを取ってそれをコントロールしながら、研究開発や設備投資や人材確保に資金を投下していかなければならない。そうした攻めの姿勢が企業の競争力を高めて日本経済の発展につながってくる。

もっとも、これは新たに始めなければいけないという話ではない。日本企業の設備投資と研究費の推移を見ると、設備投資が伸び悩む一方で研究費は増加していることが分かる(図表21)。これまで研究費はGDPの設備投資に含まれなかったので設備投資の伸び悩みが強調されていたが、国民経済計算の枠組みが1993SNAから2008SNAに改訂されたことによって、研究開発費が主に民間設備投資としてカウントされるようになった。また、特許等サービスの取引もサービス輸出入としてカウントされるようになっている。

図表21 伸び悩む設備投資と増加する研究費



注：設備投資額は1994年度以降は2008SNA、1993年度以前は93SNAの伸び率で選及  
出所：総務省「科学技術研究調査」、内閣府「国民経済計算年報」

図表22 設備投資（含む研究開発費）はリーマンショック前の水準を回復



出所：内閣府「四半期別GDP速報」

1993SNAでは設備投資がリーマンショック前の水準をかなり下回ったままであったが、2008SNAで見るとリーマンショック前の水準を回復していることになる(図表22)。新しい基準で見ると日本の競争力に対する見方も変わってくる。もちろん、日本の輸出が伸び悩んでいることを考えると競争力を高めるための努力はまだ必要だが、これまで手をこまぬいていたわけではない。すでに進めている取り組みをさらに広げていくことが重要なようだ。

## (2) 保護主義との戦い

次に、保護主義との戦いだ。トランプ大統領はTPPからの離脱やNAFTAの見直しを表明している。こうした保護主義的な動きは日本経済にとって大きな問題だ。NAFTAはすでに10年以上存在している自由貿易協定であり、メキシコに生産拠点を置いて米国に輸出している企業は少なくない。NAFTAの見直しがどのような形で行われるかは不明であるが、すでに進出している日本企業にとっては死活問題となるかもしれない。

TPPはこれからの問題であり、発効しなくなったからといってすぐにマイナス効果が出てくるものではない。それでも、TPP発効を見越してグローバルな生産拠点の構築を進めていた企業は計画の見直しを迫られることに

なる。また、日本はFTA(自由貿易協定)でカバーされる貿易の割合が2割程度と低い。これをTPPによって4割程度まで高めようという日本政府の目論見は頓挫してしまった。

TPP頓挫後のアジア・太平洋地域のメガFTA(自由貿易協定)への取り組みや交渉がどう展開していくかははっきりしない。しかし、そうした中で重要な役割を演じそうなのは中国が進めている一帯一路(One Belt One Road)構想だ。

一帯一路とは、陸のシルクロードと海のシルクロードに沿った60あまりの国々と中国との間の1対1の覚書の集合体である。TPPのように参加国間の協定があるわけではなく、中国を中心にして張り巡らされた関係だ。この構想は壮大であり、アジア(日本と韓国を除く)はもとより、北はロシア、西は中東欧、中近東アフリカにまで関係は及ぶ。中国を含めて計算すると、一帯一路の関係国のGDPは全世界の3割を占め、人口で見ると実に6割以上を占めることになる。

一帯一路の覚書を結んだ先で高速鉄道等社会資本を整備することによって、中国はその輸出機会を広げることができる。また、インフラ整備に必要な資金は、中国主導で設立されたAIIB(アジアインフラ投資銀行)や中国が

創設したシルクロード基金が供給することになる。中国の習近平国家主席は、アジア太平洋地域のメガFTAとなるFTAAP（アジア太平洋自由貿易圏）の推進に意欲を見せている。

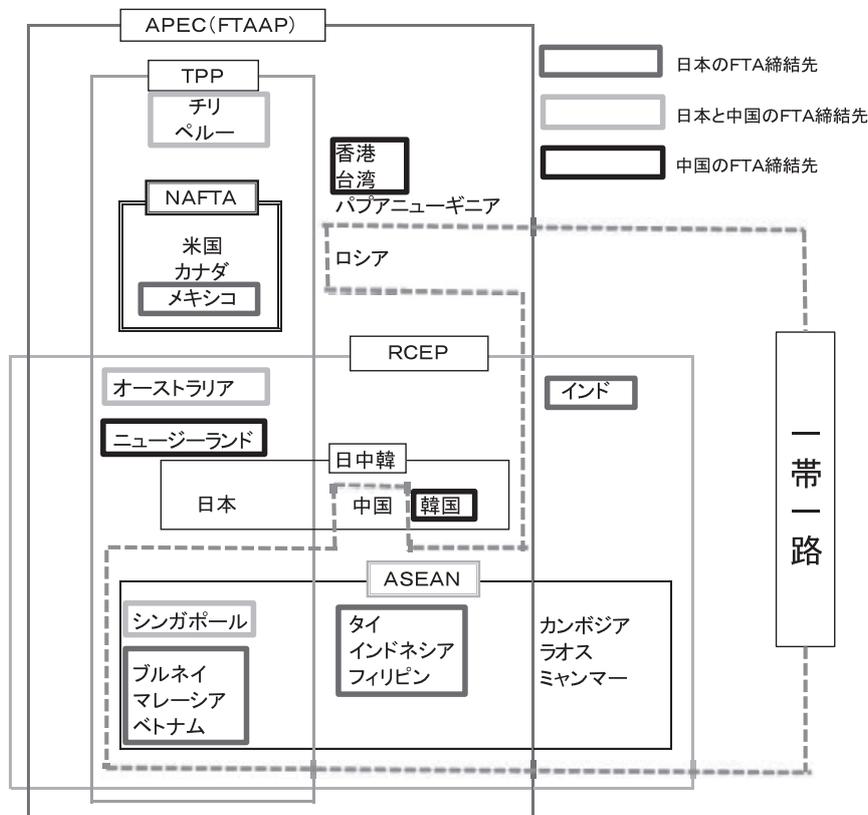
こうした中、TPPの頓挫によってアジアにおけるFTAAP推進の核は、TPPから中国も含めたRCEP（東アジア地域包括的経済連携）に移ると言われている。RCEPは、ASEAN10カ国に日中韓3カ国、インド、オーストラリア、ニュージーランドを加えた16カ国からなるFTAだ。ただ、日本を除く15カ国（中国を含む）は「一帯一路」に含まれているか、中国とFTAを締結している国である（図表23）。日本もASEAN、インド、オーストラリアとFTAを締結しているが、RCEP合意に向けた交渉は中国のペースで進む予感がする。このままでは、RCEPで合意される内容は、TPPに比べると自由化度が

低いものになりそうだ。

中国、インド等アジアの国々を広範に含んだRCEPを推進することは日本にとってももちろんメリットがある。しかし、アジアに複数の拠点を置いて分業体制を構築している日本企業にとって、自由化が高く、原産地証明の事務負担が軽減されるといったポイントも重要だ。日本のFTA戦略は、TPPを境に農産物の輸入にも踏み込みながら、自由化度の高いFTAを結ぶ方向に舵を切っている。RCEPの交渉においてもこの方針は変えられない。世界的な保護主義の広がりには日本は流されてはいけないということだ。

日本としては、自由化度の高いFTAに価値を見出す仲間を増やすことが重要だ。アメリカ以外のTPP参加国のメンバーで自由化度の高い貿易協定を立ち上げてみることも一案だろう。まずはTPPに参加していたカナダや

図表23 アジア・太平洋地域におけるメガFTA



注：NAFTAとASEANはすでに発効している自由貿易圏  
出所：外務省資料等をもとに作成

ニュージーランドとの間ではTPPの合意内容をベースにFTAの交渉を進めてみてはどうか。アジア太平洋地域以外では、長く交渉が進んでいなかったEUとの交渉を促進することは重要であり、すでにその取り組みが進んでいる。グローバルな視点で戦略的なFTAの締結に向けて知恵を絞る時だ。

### (3) 高齢化社会を見据えた財政・金融政策

目先の経済成長率、あるいは株価を上げることにばかりに目を奪われて、財政・金融政策もそのために存在しているかのようだ。しかし、財政・金融政策は、日本経済が長期的に安定した成長を実現し、国民が安心して生活できる基盤を整えることが本来の目的だ。

長期的な視点に立って日本経済を概観すると、国内では少子高齢化が着実に進んでいる。2017年には団塊世代が70歳代に入って、高齢化にともなう財政支出はますます拡大してくる。高齢化してくるのは道路や橋等インフラも同様だ。維持補修のための費用は増加が予想される。日本社会の高齢化に備えて歳出のメリハリをつけなければいけないはずだが、財政構造の改革は進まないどころか、後退している感さえある。

財政構造の悪化に注意を促す役割を果たすのが長期金利であるが、日銀が大量に国債を購入している中で長期国債ですら一時マイナス金利になってしまった。これでは財政再建を行おうという機運は広がらない。10%への消費税率引き上げもあっさり延期されてしまったが、日本経済の将来を考える時この決定が果たして妥当であったのか、はなはだ疑問だ。また、長期金利がゼロ近傍あるいはマイナスで推移するということは、高齢化社会においては困ったことだ。預金に依存している年金生活者はずっと前から困っているが、将来に備えた資産を形成するために安全で安定した運用先を求めている人たちにとっても困った状況となっている。

財政構造の悪化と異常な低金利がすぐに大きな問題を引き起こすわけではない。しかし、物価の上昇、国債格付けの引き下げ、海外金利の上昇等、何が原因になるかは分からないが、金利はいずれ上昇に転じるだろう。その

前に異次元の財政・金融政策は出口に向かうべきであり、今からその準備が必要だ。

高齢化社会を見据えた財政・金融政策の実現は残念ながらかなり難しいようだ。少なくとも2017年に大きく進展するとは思えない。これまで続いてきた財政・金融政策は短期的な成長率や株価の上昇に目配りしていることもあって、現時点で目に見えるマイナス効果が国民生活に現れているわけではない。トランプ相場のように円安・株高が進むと改革の機運はますます薄れていく。しかし、そうしている間にも高齢化は着実に進展して、将来の課題はますます大きくなってしまおう。

### おわりに

「まさか」、「想定外」の出来事の連続であったと言われる2016年だが、リーマンショック後の世界経済の潮流の変化を考えるならば、想定しておかなければいけない、あるいは想定できたことだった。

新しい潮流は簡単には変わらないので17年もおそらく同じような出来事が起こるだろう。しかし、それほど悲観的になる必要はない。16年は「想定外」の出来事が続いた一方で、世界経済に底堅さや落ち着きが出てきたようだ。17年も世界経済の底堅さが続くだろう。日本経済も16年には景気が回復に転じたようであり、17年も景気の持ち直しが続きそうだ。

問題は景気が持ち直しただけでは、長期的な停滞から抜け出せないということだ。少子高齢化が進み、人口も減少している時代で成長率が低くなるのはある程度避けられない面もあるが、バブル崩壊やリーマンショックの経験で定着したスリム化戦略を変えていかなければならない。もっとも、研究開発も含めた設備投資はリーマンショック前の水準まで戻ってきている。日本企業の競争力を高める攻めの動きが2017年にさらに強まっていくことを期待したい。

トランプ大統領の誕生はいくら想定外であったとしても、現実のものとして受け入れないといけない。同時に、想定外の円安・株高が嬉しい誤算などと喜んでいてもい

けない。どこまで実現するか分からないが、トランプ大統領の保護主義的政策が広がるリスクに対応することは2017年の課題だ。その時、「まさかそこまではやっていないだろう」という想定は禁物だ。「もしかしたらやってくるかもしれない」と想定したうえで、もし想定通りのことが起きたならば、毅然とした態度でこれに対応することが肝要だ。

TPPの実現に多大な労力を費やしてきたわけだが、もはや米国が参加しない以上、それにいつまでもこだわっても得るところはない。TPPの次の戦略を考える時だ。日本は、すでに自由化度の高いFTA・EPA（経済連携協定）を推進する政策に舵を切ったのであるから、その方向で進んでいくことが重要だ。保護主義的な政策と戦う以

上は、自由貿易を推進する気概を持って行動しなければならない。

高齢化社会を見据えた財政・金融政策の実現は難しい。まだ、その方向に舵すら切っていない。巨額の借金を抱えながら消費税率の引き上げをあっさり先延ばしする財政政策、財政赤字のために発行される大量の国債を日銀が結果的にほとんど購入してしまっている異次元の金融政策、そして結果としての異常な低金利。こうした状況は居心地がいいかもしれないが、永久に続くものではない。デフレ脱却という絶対的目標があるため、その旗を降ろして出口に向かうのは難しいだろうが、いずれデフレ脱却の呪縛を断つような「想定外の」決断が必要になってこよう。

---

**【注】**

<sup>1</sup> 本章の分析は、拙稿「なぜTPPが必要なのか」季刊政策・経営研究2016vol.3における分析をもとに新たな分析を加えたものである。