

2013年 1月29日

20XX年 世界大恐慌の足音

常務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創

みずほ総合研究所

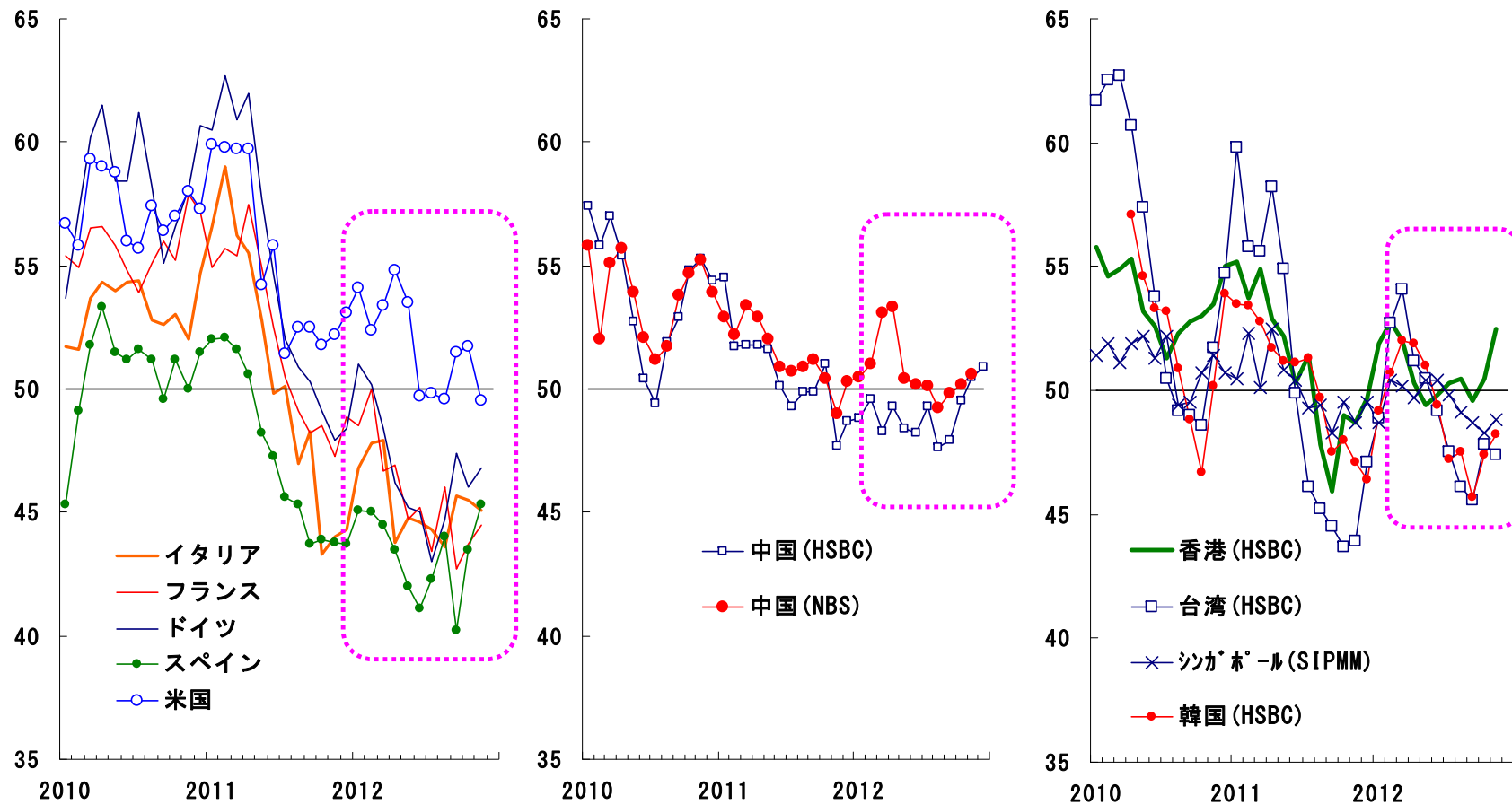
本日のキーワード

- ・ 新重商主義
- ・ 米国旦那の餅配り
- ・ バランスシート調整と日本化現象
- ・ 「草食系」と「肉食系」
- ・ 「世界大恐慌の足音」と日本は危機対応の先進国
- ・ 「達磨さんが転んだ」
- ・ 日本の株式市場の失われた3年
- ・ 日本はまだ「持っている国」

世界経済の「変調」連鎖

秋口にはグローバルな製造業活動の停滞が顕著に
但し、足元では底入れ感も窺われる状況

【主要国・地域における製造業の業況指数】



(注) 指数が50超のとき業況拡大を示す。

(資料) 米サプライマネジメント協会、Markit/Bloombergよりみずほ総合研究所作成

内外経済見通し

- ・ 世界経済は、財政緊縮の影響が強まる先進国を中心に2013年も低成長
- ・ 日本は補正予算で上方修正(2013年:1.1%、2013年度:2.0%)

【世界経済予測総括表】

暦年	2010年	2011年	2012年	2013年	(前年比、%)	
	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	2012年	2013年
					(前回:12月予測)	
予測対象地域計	5.3	3.8	3.1	3.0	3.1	2.9
日米ユーロ圏	2.5	1.3	1.2	0.8	1.2	0.7
米国	2.4	1.8	2.2	1.4	2.2	1.4
ユーロ圏	1.9	1.5	▲ 0.4	0.0	▲ 0.4	0.0
日本	4.7	▲ 0.6	2.1	1.1	2.0	0.3
アジア	9.3	7.5	6.1	6.1	6.1	6.1
NIEs	8.4	4.0	1.6	1.7	1.6	1.7
ASEAN5	7.0	4.4	5.8	4.7	5.8	4.7
中国	10.4	9.3	7.7	8.0	7.7	8.0
インド	8.9	7.5	5.2	5.0	5.2	5.0
オーストラリア	2.6	2.5	3.6	2.7	3.6	2.7
ブラジル	7.5	2.7	1.0	3.1	1.0	3.1
ロシア	4.3	4.3	3.3	3.2	3.3	3.2
日本(年度)	3.4	0.3	1.1	2.0	1.0	1.1
原油価格(WTI, \$/bbl)	80	95	94	88	95	84

(注) 予測対象地域計はIMFによる2011年GDPシェア(PPP)により計算。

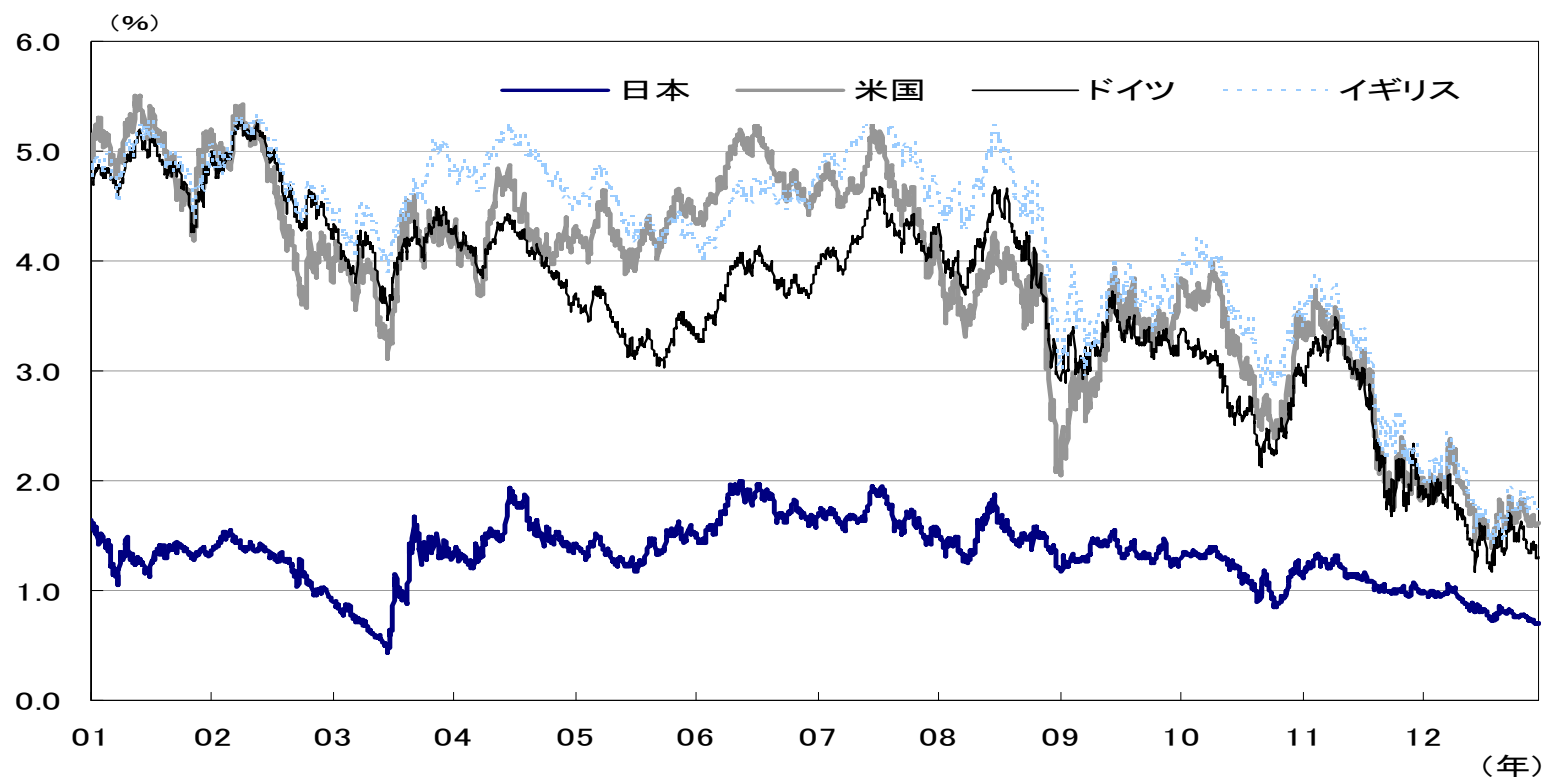
(資料) IMF、みずほ総合研究所

長期金利はなぜ史上最低になったのか

リスク回避による「質への逃避」の動きから、日米英独の10年債利回りは低金利

- ・米、英、独の10年債利回りは、史上最低水準に低下
- ・日本の10年債利回りは、一時、9年ぶりの水準

【10年国債利回りの推移】



(資料)Bloomberg

暫定経済見通し: 13年度成長率、1.1%→2.0%に上方修正

○ 経済対策および円安の効果を織り込み、2013年度成長率を1.1%⇒2.0%に上方修正

・12月予測比で公的需要の寄与度を0.6%Pt、外需寄与度を0.2%Pt、民間需要の寄与度を0.1%Pt引き上げ

【日本経済見通し】

【経済対策後改訂】

【12月予測】

	(前年比、%)			(前年比、%)	
	2012 年度	2013	2014	2012 年度	2013
実質GDP	1.1	2.0	0.2	1.0	1.1
内需寄与度	1.8	1.9	▲ 0.4	1.8	1.1
民間需要 (寄与度)	1.1 0.8	1.4 1.0	▲ 0.8 ▲ 0.5	1.1 0.8	1.1 0.9
個人消費	1.3	1.3	▲ 1.4	1.2	1.3
住宅投資	2.9	7.4	▲ 8.9	2.9	6.3
設備投資	▲ 0.2	2.0	2.1	▲ 0.2	1.4
在庫投資(寄与度)	0.0	▲ 0.2	0.2	0.0	▲ 0.3
公的需要 (寄与度)	4.2 1.0	3.4 0.9	0.5 0.1	4.2 1.0	1.2 0.3
政府消費	2.4	1.7	1.5	2.4	1.6
公共投資	13.3	11.1	▲ 4.1	13.5	▲ 1.4
外需寄与度	▲ 0.7	0.1	0.6	▲ 0.9	▲ 0.1
輸出	▲ 0.4	2.1	5.1	▲ 0.8	0.9
輸入	4.2	1.4	0.9	4.5	1.2
GDPデフレーター	▲ 0.8	▲ 0.2	0.4	▲ 0.6	▲ 0.6
名目GDP	0.2	1.8	0.5	0.4	0.5

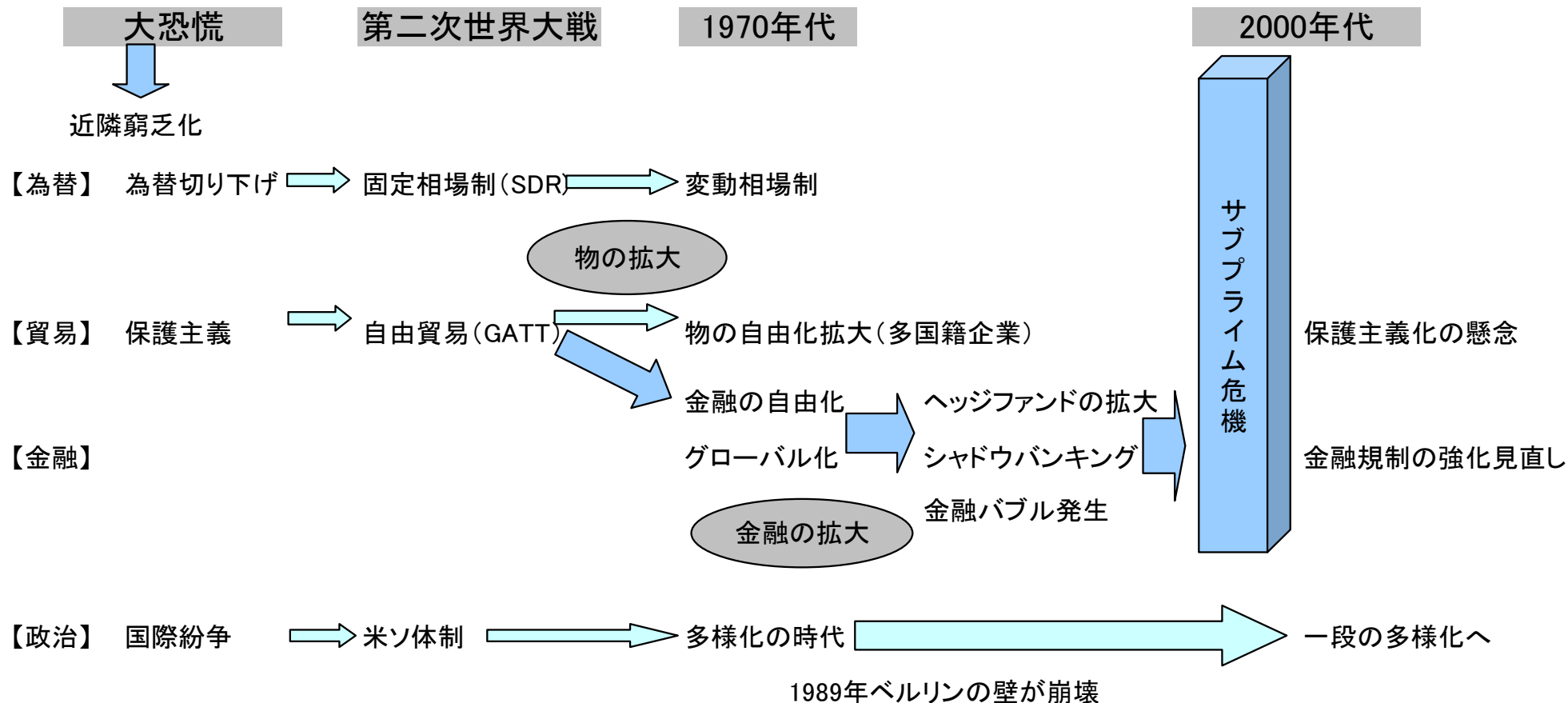
(注) 寄与度は実質GDP前年比に対する寄与度(%Pt)。

(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

70年代以降の潮流とはなにか

1970年代以降の潮流とは、金融の自由化、レバレッジ拡大、米国の赤字拡大、フロンティア拡大

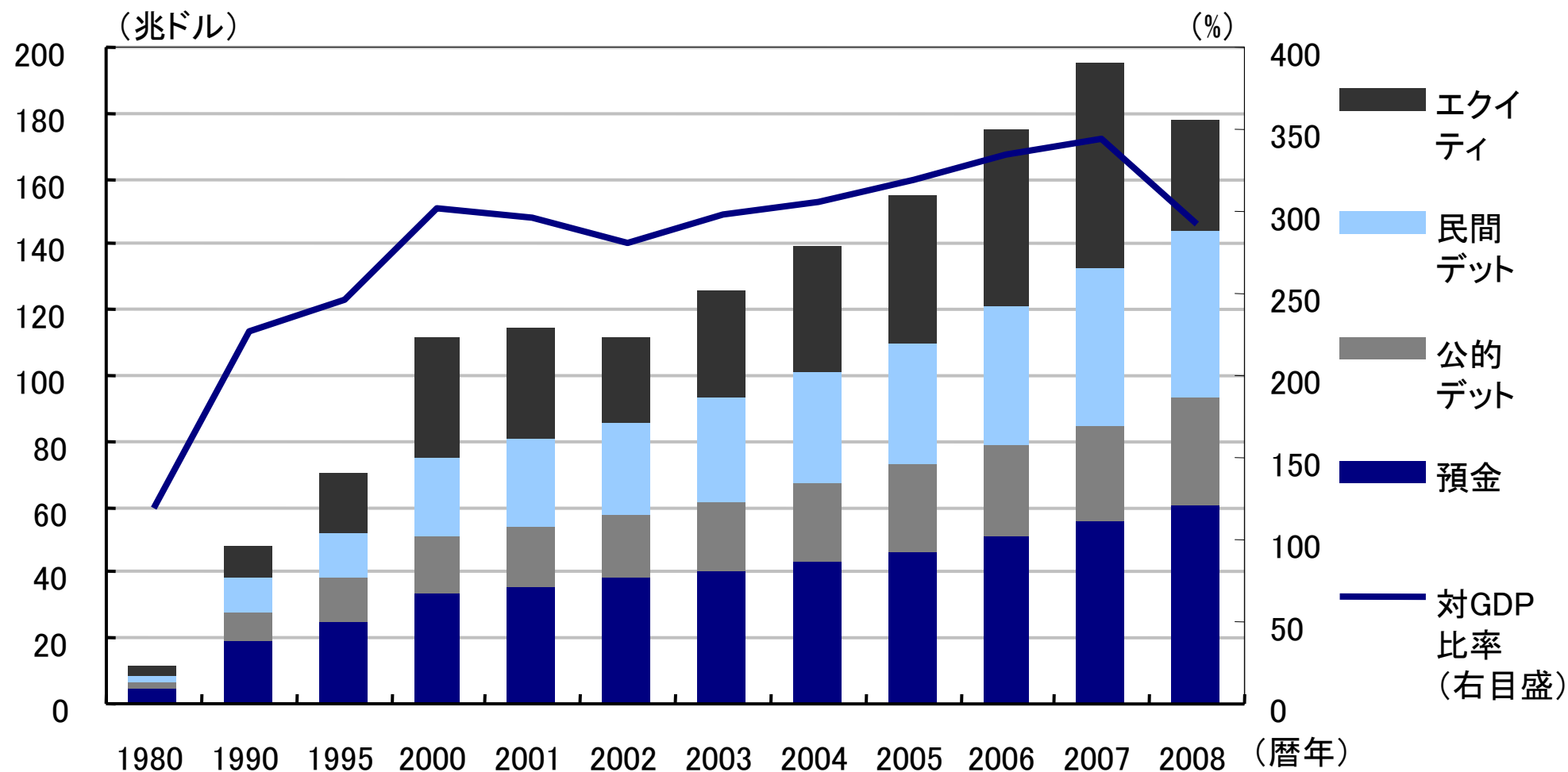
【1970年代以降のプロセスとその転換】



(資料)『世界国債暴落』高田・柴崎・石原著から

金融資産の過大な拡大が招いたバランスシート調整

【グローバル金融資産の残高】

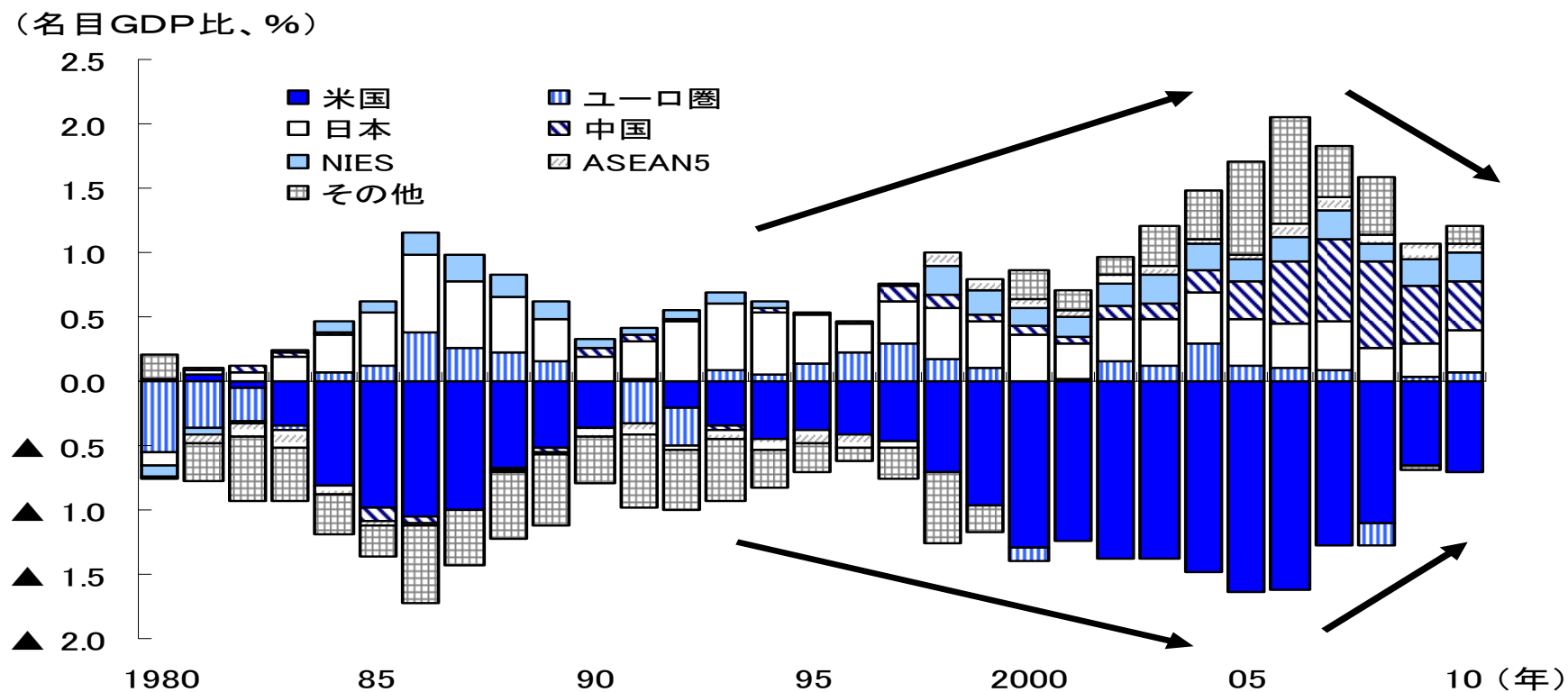


(資料) McKinsey Global Institute

米国が世界経済を牽引した30年（米国旦那の餅配り）

- ・米国が経常収支の赤字を拡大させて需要を供給した30年
- ・米国の不均衡の背景にあった、内需拡大と政府財政赤字拡大
- ・2013年は「財政の崖」がもたらす一層の収縮

【世界の経常収支名目GDP対比推移】

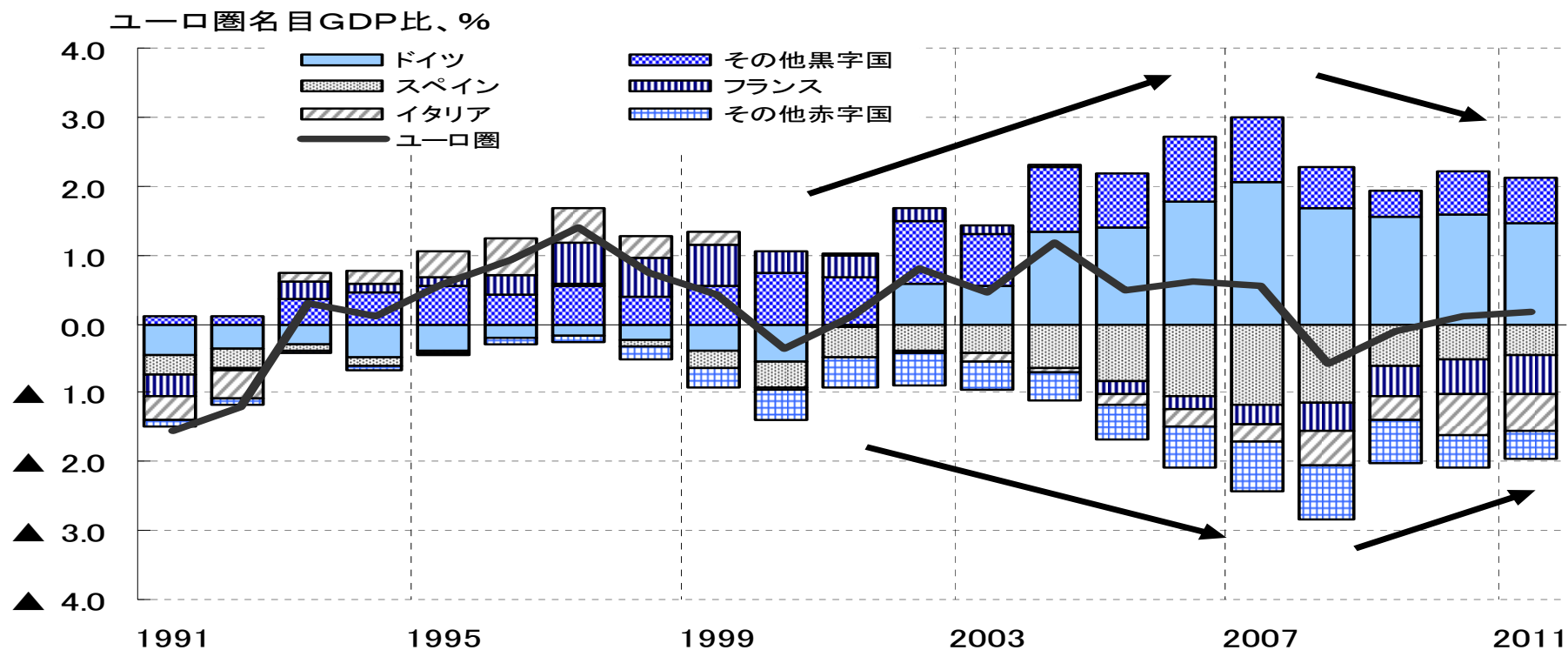


(資料)IMFよりみずほ総合研究所作成

欧州が世界経済を牽引した10年

- ・欧州が経常収支の赤字を拡大させて需要を供給した2000年代
- ・欧州の不均衡の背景にあった、内需拡大と政府財政赤字拡大
- ・2013年は「欧州版財政の崖」がもたらす収縮

【欧州の経常収支名目GDP対比推移】



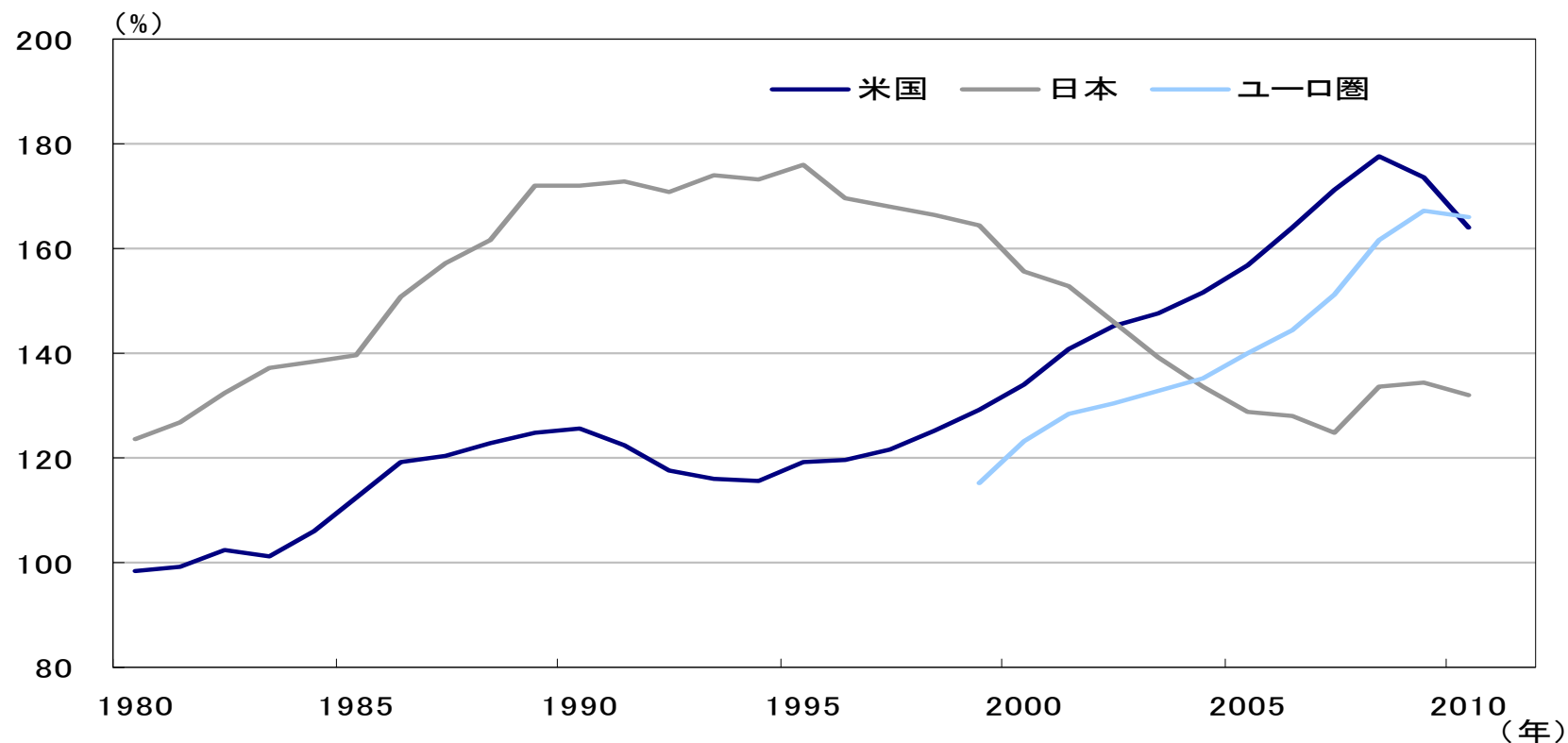
(注) その他黒字国はオランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド、ルクセンブルク。
 その他赤字国はギリシャ、ポルトガル、アイルランド。

(資料) 欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

「日本化現象」の症状はなにか

- バランスシート調整、米国は家計/住宅を中心に残存、欧州はソブリン・住宅
- 起点は日本が1990年。欧米は2007年 ⇒17年前の日本を平行移動した状況か？

【民間債務対名目GDP比率】



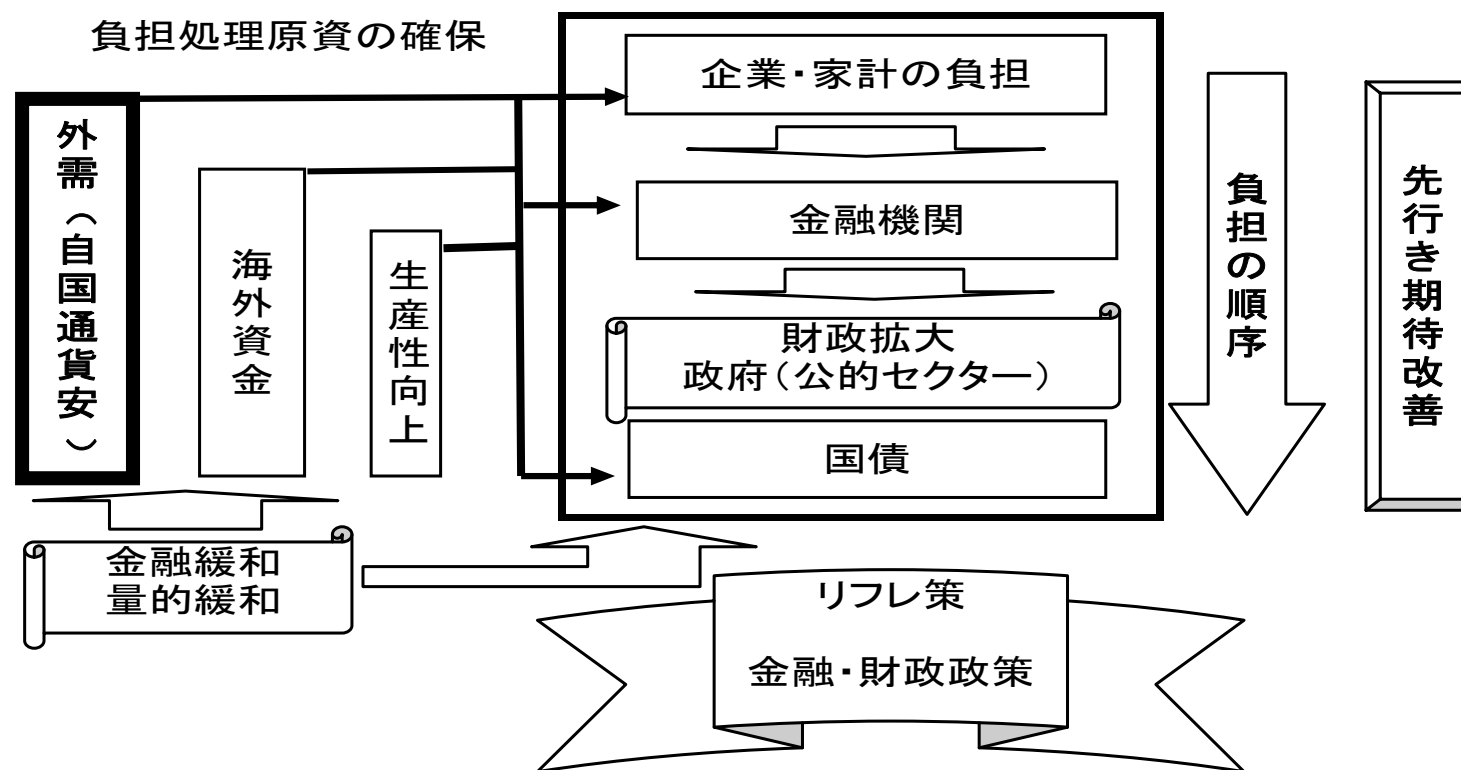
(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出。

(資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

バランスシート調整の3原則（国債は身代わり地蔵）

- バランスシート調整の基本は、肩代わり、自国通貨安、先行き改善

【債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図】

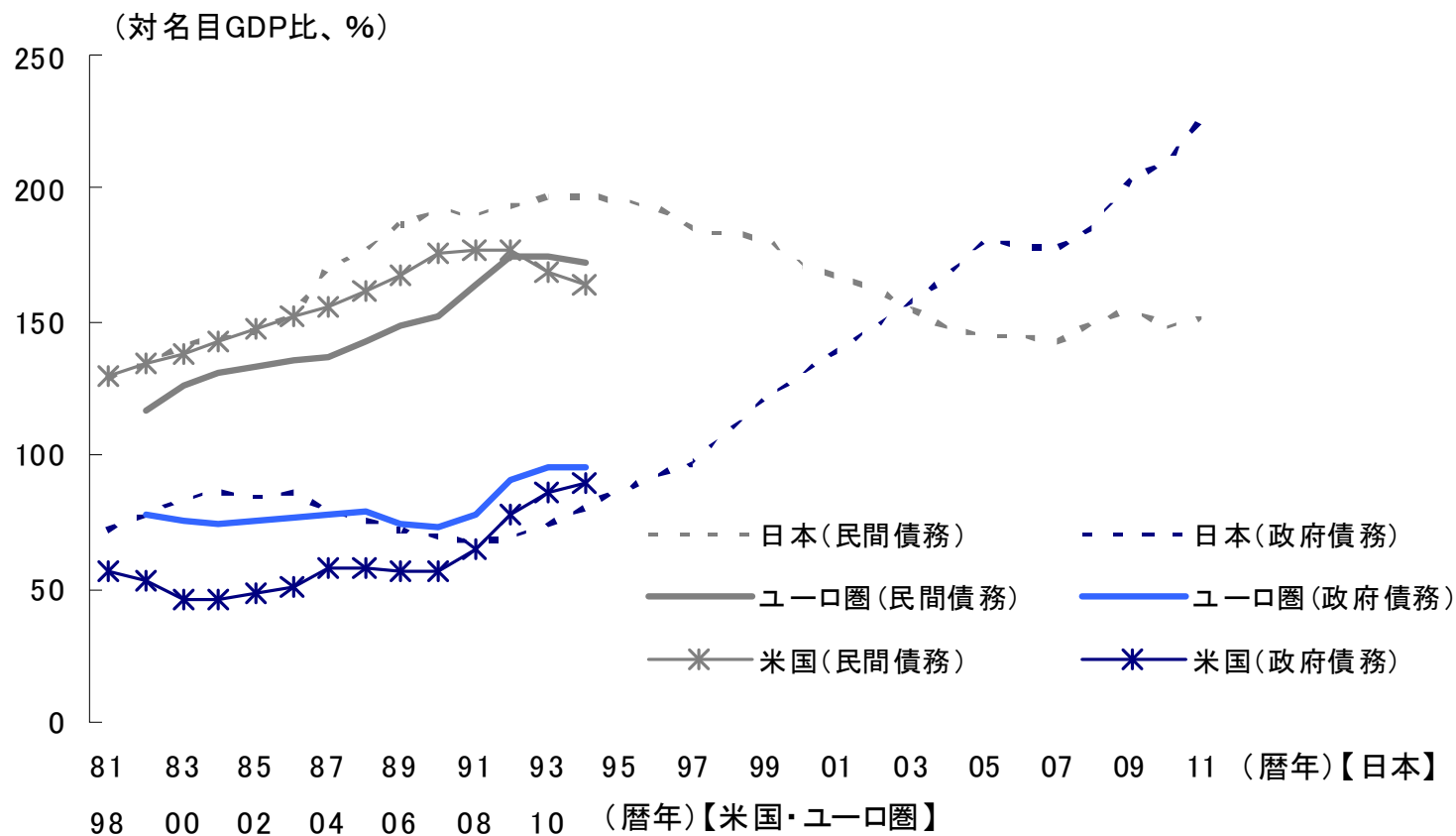


(資料) みずほ証券金融市場調査部

国債は「身代わり地蔵」だった

- バランスシート調整では民間債務を肩代わりして政府債務が拡大

【日米欧の政府・民間別の負債残高対名目GDP比推移】

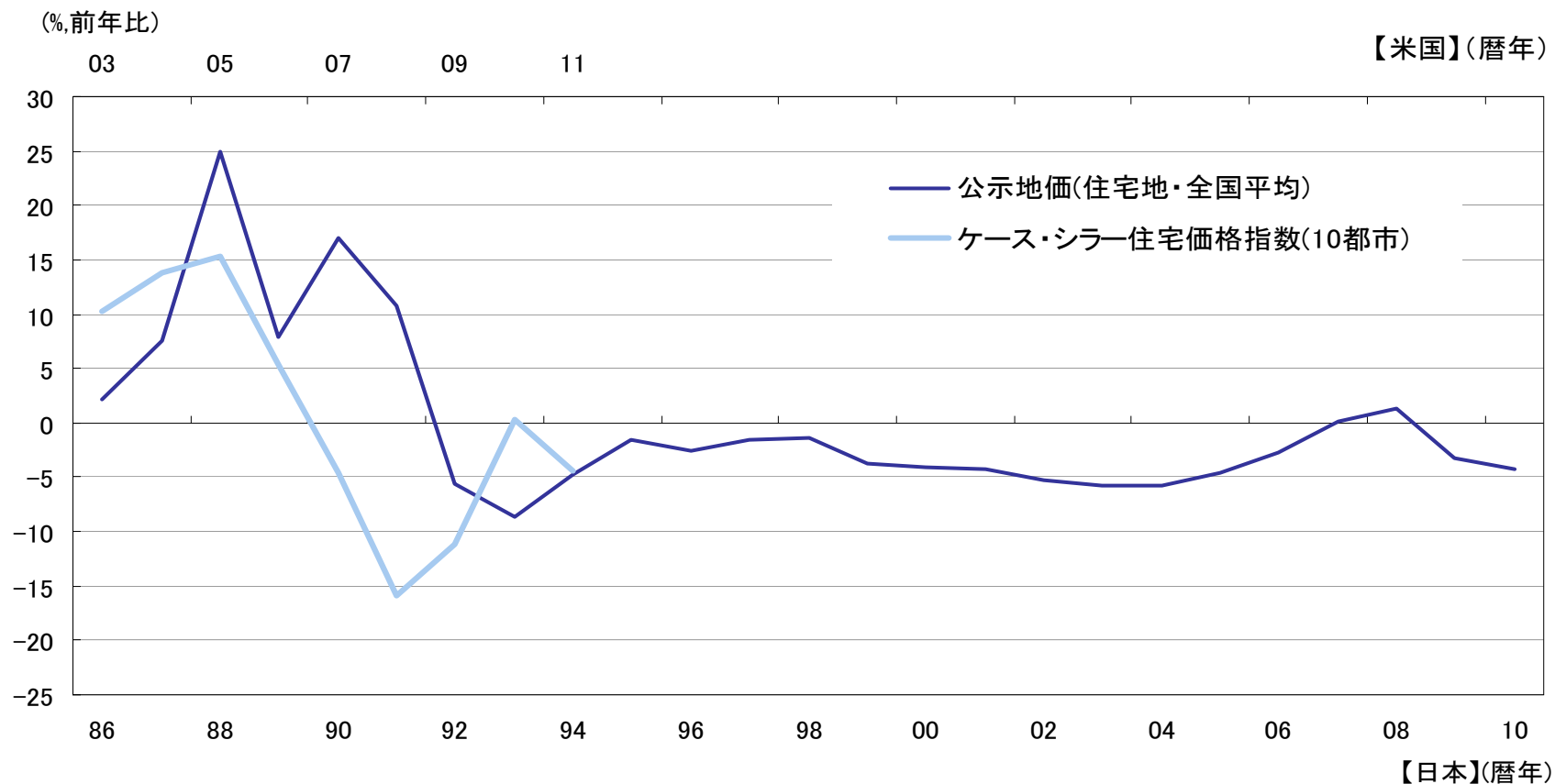


(注)この図表において負債とは借入と株式を除く証券とする。
 (資料)日本銀行、FRB、ECB

日本化現象の実際 日米住宅市場の類似性

- 日米のバランスシート調整のベースとなる不動産問題
- 問題は回復に要する時間軸

【日米の住宅価格の推移】



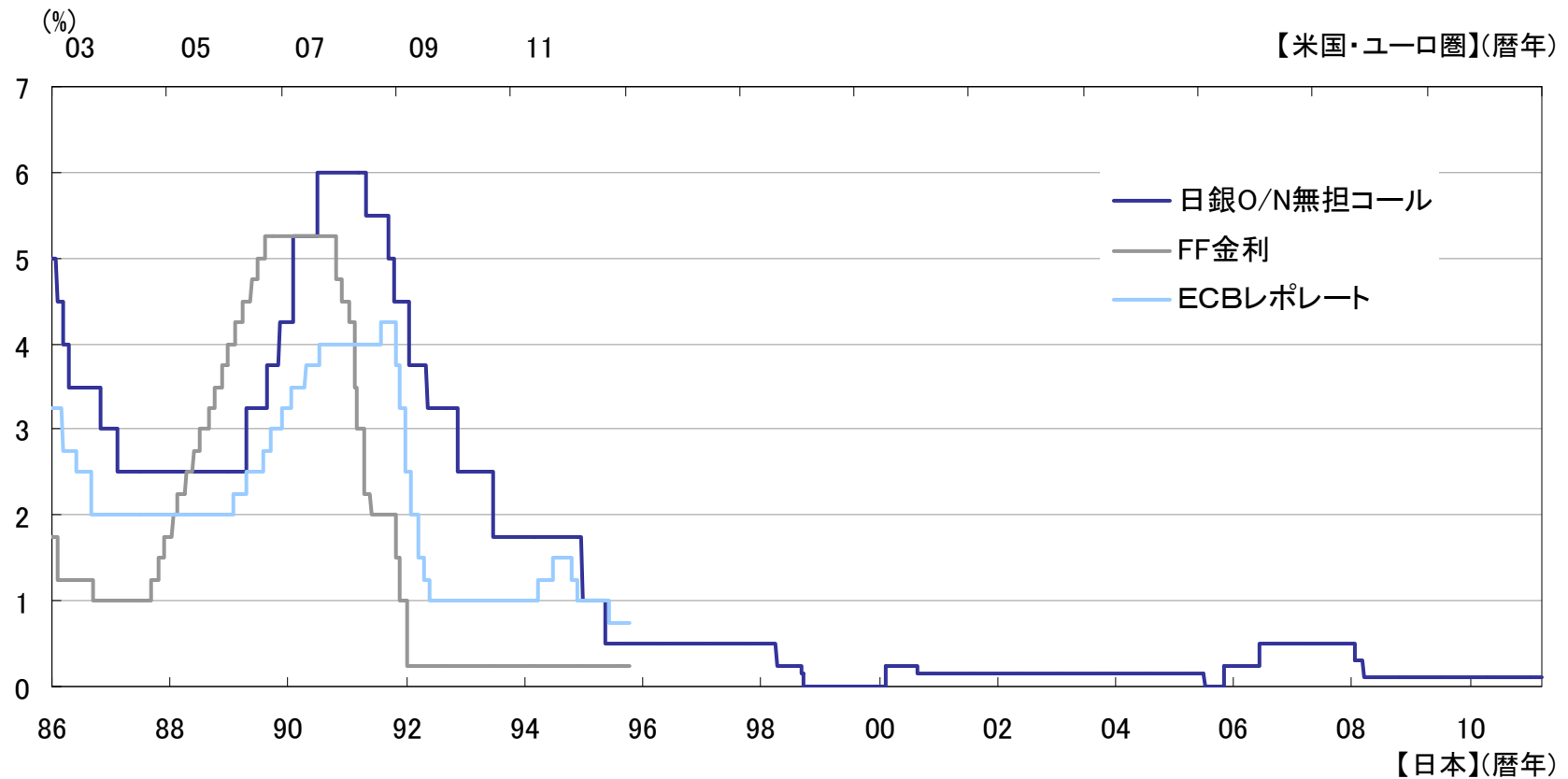
(注)日本の1990年と米国の2007年を対応させて表示

(資料)Bloomberg

政策金利の日本化: 長期安定への意識強まる

- 政策金利の類似性、米国は2014年後半までの時間軸
- 欧州は2011年に利上げを行い、現在、再び利下げに

【日米欧の政策金利の推移】

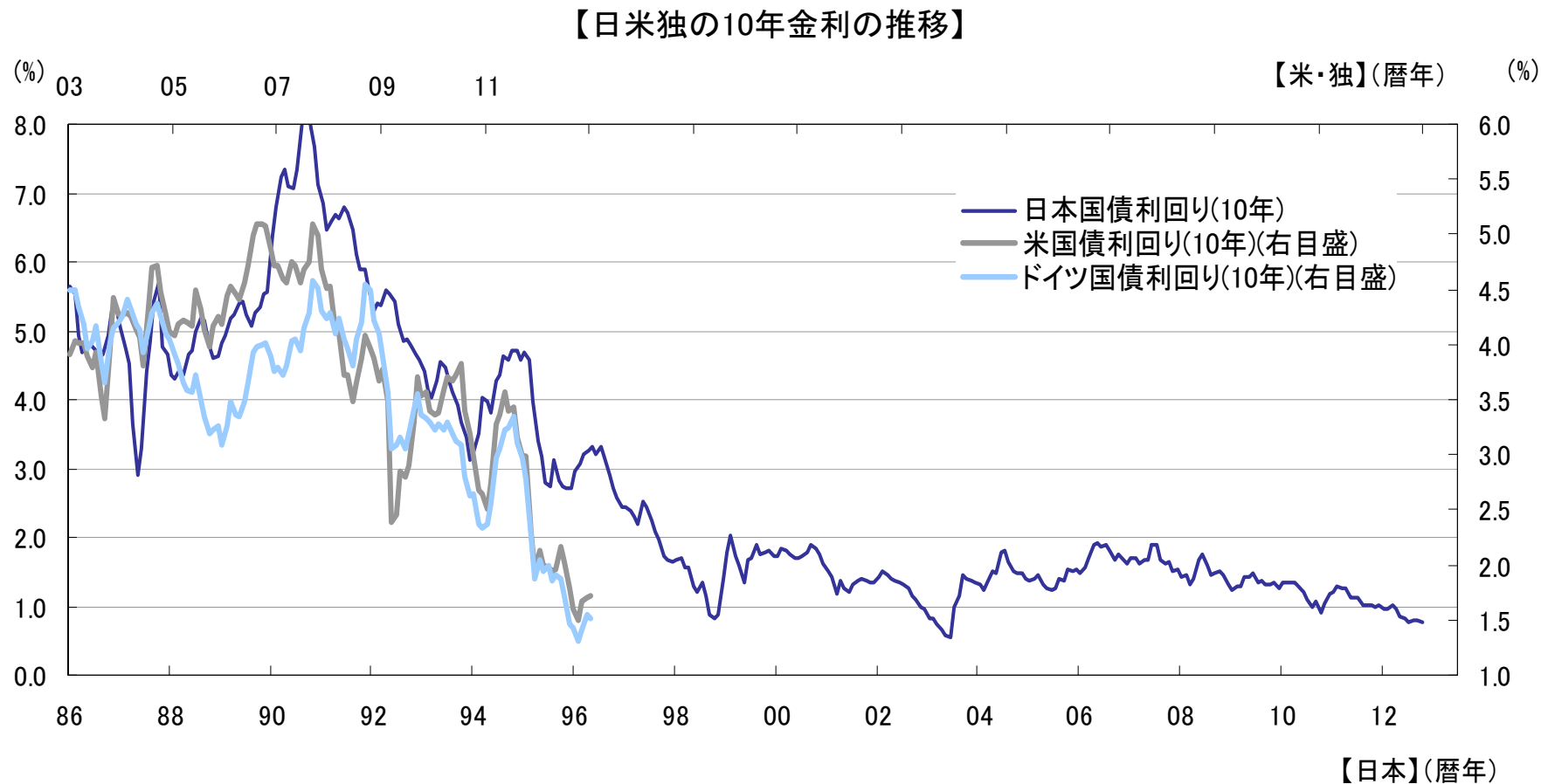


(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg

日米の長期金利の日本化: 低金利継続

- 日米独の長期金利の動きは極めて類似性が強い
- 長期金利は低金利継続か



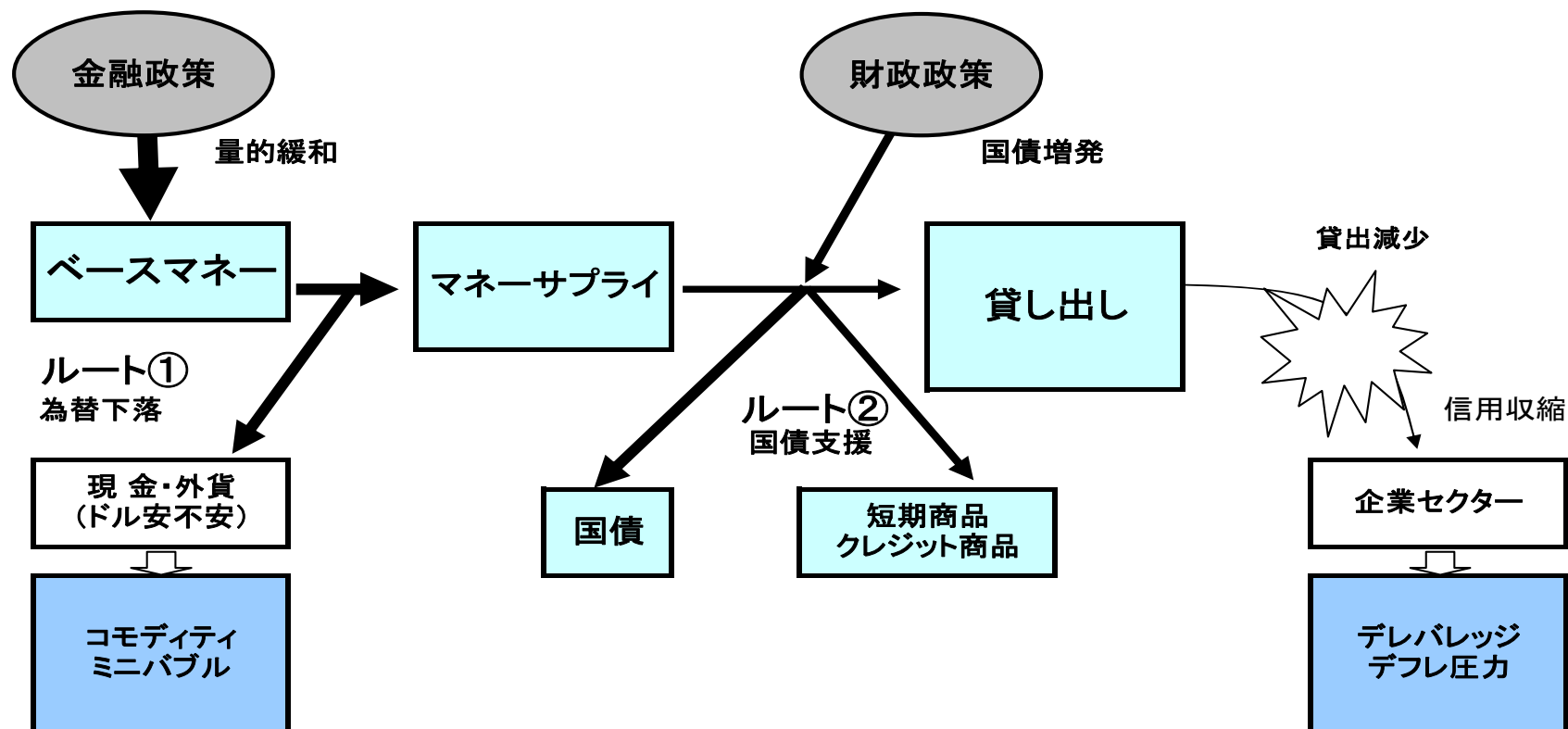
(注)日本の1990年10月と米国・ドイツの2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg

どうして国債は暴落しなかったか

- ・ 90年代から日本で資金は国債(ルート②)か、海外に(ルート①)しか行かなかった
- ・ この資金フローが欧米にも波及

【資金フローの概念図】

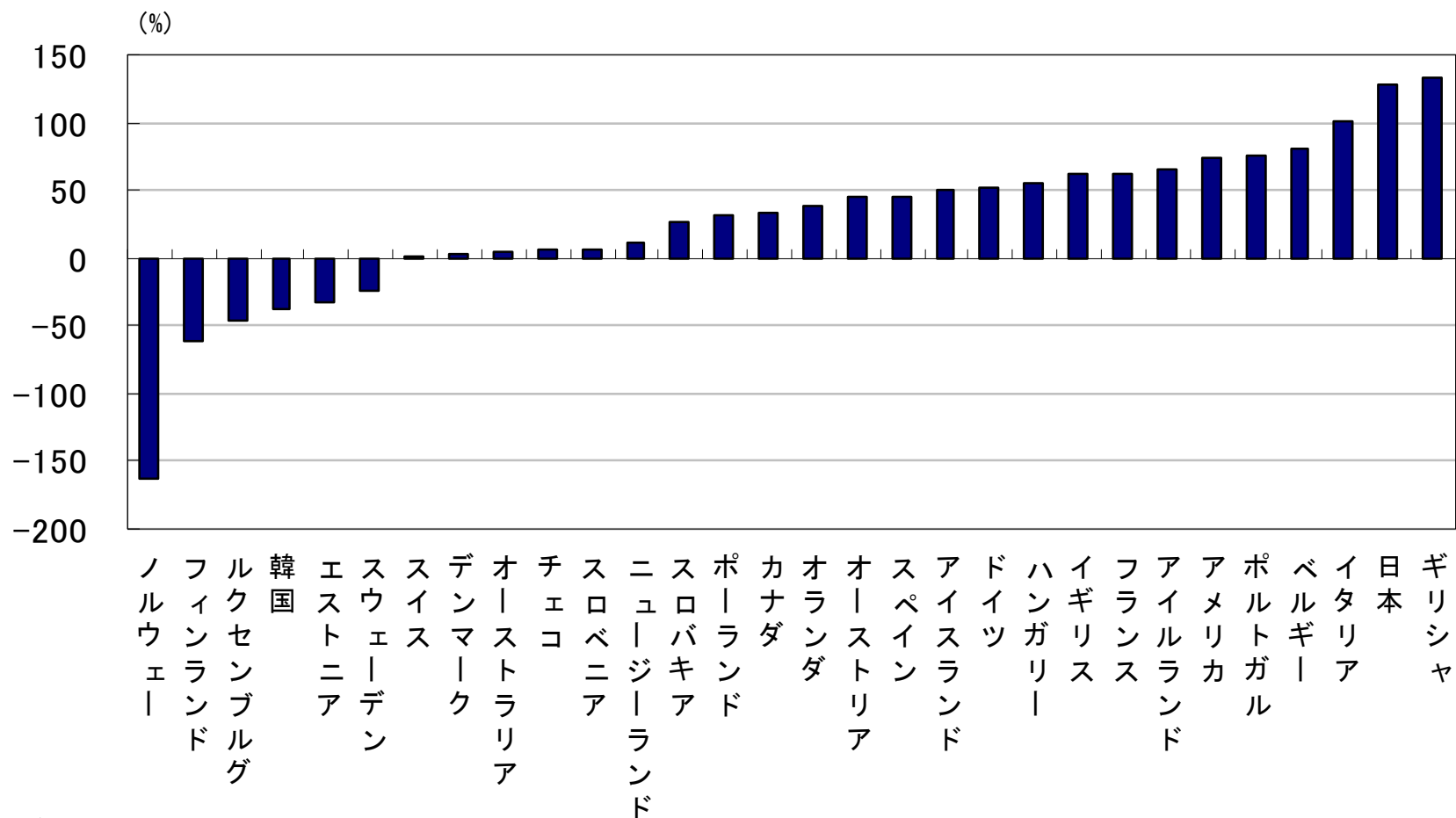


(資料) みずほ総合研究所

日本国債は暴落するか？

- PIIGS諸国同様に日本の財政赤字は大きい
- 日本の債務問題不安は続く

【各国のネット債務残高(対GDP比、2011年)】

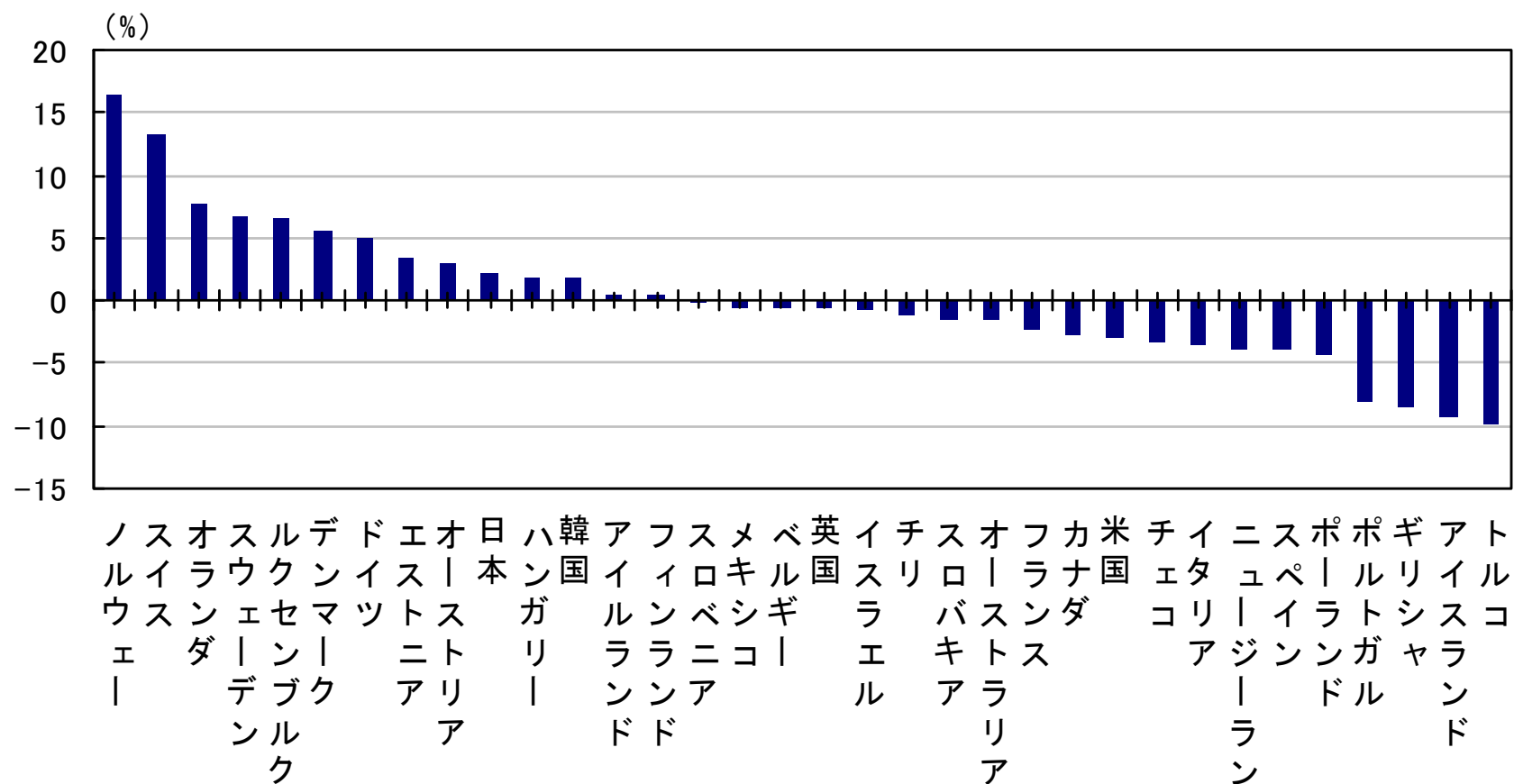


(資料) OECD Economic Outlook

日本とPIIGS諸国の違いはなにか

- PIIGS問題は財政赤字に加えて、経常収支赤字
- PIIGS問題は従来の途上国の危機に類似

【各国の経常収支(対GDP比、2011年)】



(資料) OECD Economic Outlook

日本の構造は「お父さんとお母さんのやりとり」

- ・日本は「家」としては借金はない
- ・日本の国債の保有構造は「お父さんとお母さんのやり取り」
- ・しかし、お母さんは不安になってきた面も
- ・日本は「時間を確保できる特権」
- ・ただし、同じ家でも求められる「信認」、「愛」

日本国債への暗黙裡の信認と「市場への愛」

- 日本国債の信認の大前提は経常収支黒字
- 日本国債が暴落しなかったのは、残存する暗黙の信認
- 成長シナリオと「市場への愛」は不可欠
- 消費税引き上げ、電力問題への対応は国債の信認に直結
- 日本にとって近隣関係上正常化での市場確保は不可欠

【日本の投資家が日本国債に抱く暗黙の信認3条件】

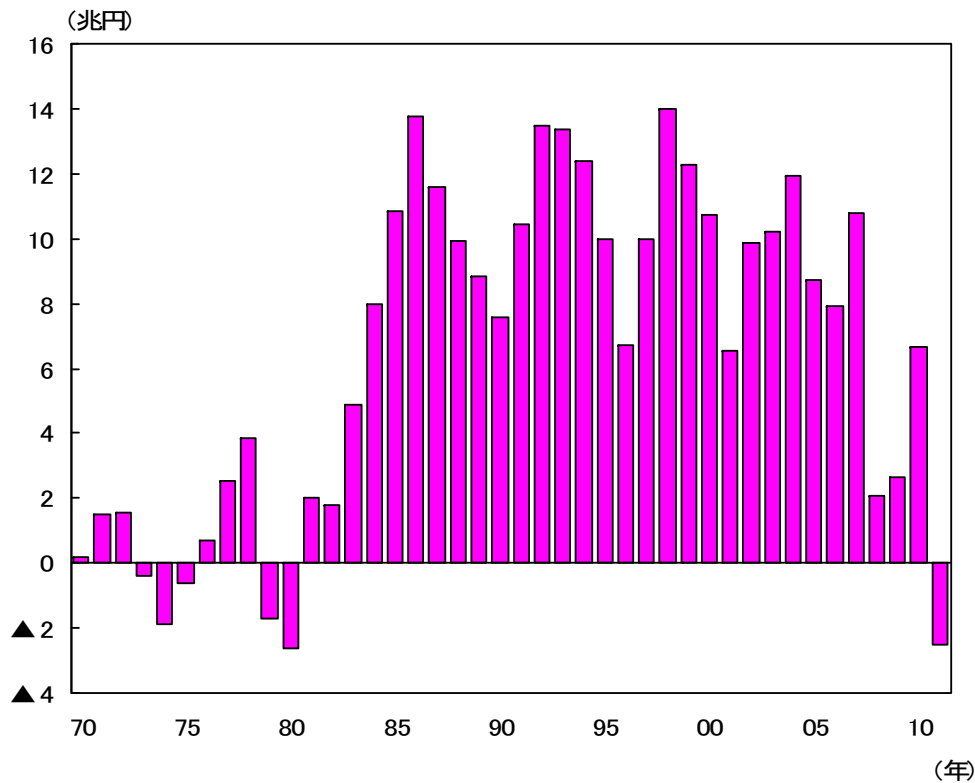
- ① 日本はいずれ成長軌道に戻る ⇒ 成長シナリオ
- ② 経済成長路線に戻れば政府はそこで増税の租税高権を行使する決断を行う
⇒ 消費増税
- ③ 政府には決断を実行できるガバナンスが存在する

(資料) みずほ総合研究所

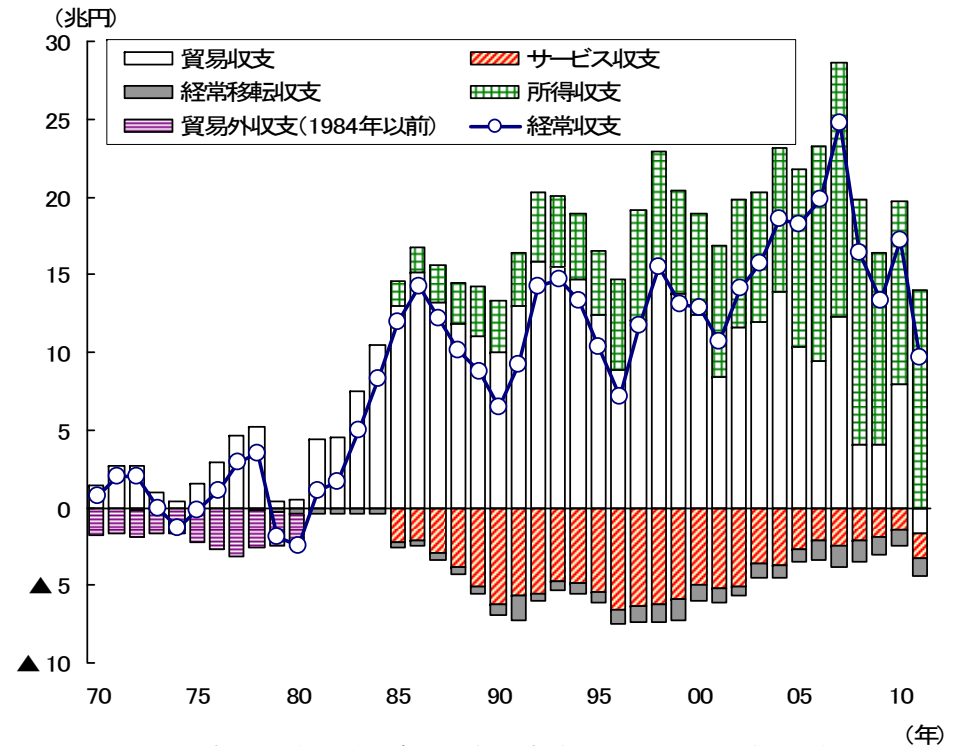
日本の経常収支は赤字になるか

- ・ 日本の貿易収支は、31年ぶりに赤字転落
- ・ 2011年の貿易収支(通関ベース、▲2.5兆円)は、1980年以来の赤字
- ・ 所得収支黒字(14.0兆円)の支えで、2011年の経常収支は9.6兆円の黒字を維持

【貿易収支の推移】



【経常収支の推移】



○ リーマンショック後の輸出減、震災後の燃料輸入増が貿易収支悪化の背景

- ・ 2011年度の輸出金額はリーマンショック前(2007年度)比で19.8兆円減少
- ・ 2011年度の輸入金額は震災前(比)で7.2兆円(うち鉱物性燃料が5.0兆円)増加
- ・ 2012年4-10月は前年に比べ輸出(主に一般機械)が1.0兆円減、輸入(主にLNG)が0.8兆円増

【 貿易収支の要因分解 】

(単位:兆円)

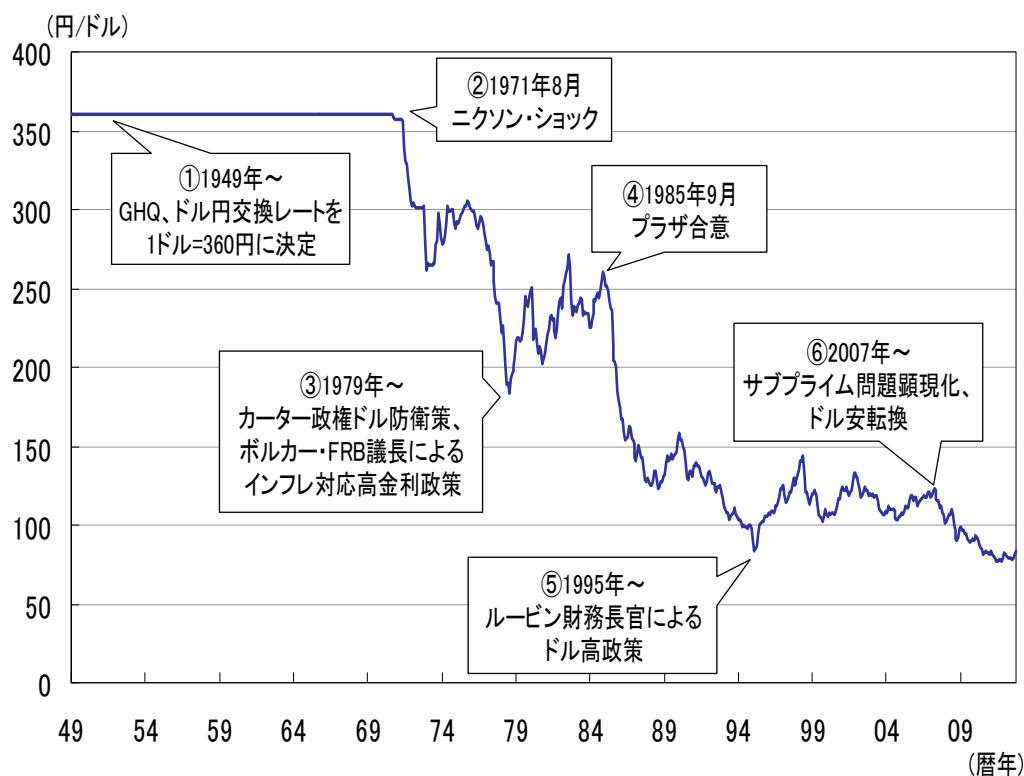
	2007 年度	2008	2009	2010	2011	2007	2010	2012 4-10月	2011
						年度比	年度比		4-10月比
輸出金額	85.1	71.1	59.0	67.8	65.3	▲ 19.8	▲ 2.5	37.3	▲ 1.0
化学製品	7.8	6.5	6.4	7.0	6.6	▲ 1.3	▲ 0.5	3.7	▲ 0.2
鉄鋼	4.1	4.2	3.0	3.8	3.6	▲ 0.5	▲ 0.2	2.1	▲ 0.1
一般機械	16.8	14.0	10.4	13.8	13.8	▲ 3.1	▲ 0.0	7.4	▲ 0.6
電気機器	16.7	13.6	11.7	12.5	11.5	▲ 5.2	▲ 1.0	6.7	▲ 0.1
輸送用機器	21.4	16.9	13.3	15.0	14.4	▲ 7.0	▲ 0.6	8.7	0.9
輸入金額	75.0	71.9	53.8	62.5	69.7	▲ 5.3	7.2	41.1	0.8
鉱物性燃料	22.2	24.5	15.3	18.1	23.1	0.9	5.0	13.6	0.9
原油	13.7	13.6	8.6	9.8	11.9	▲ 1.8	2.1	6.9	0.3
LNG	3.5	4.5	2.9	3.5	5.4	1.9	1.9	3.4	0.6
石炭	0.8	1.3	0.8	1.0	1.2	0.3	0.1	0.7	▲ 0.0
貿易収支	10.2	▲ 0.8	5.2	5.3	▲ 4.4	▲ 14.6	▲ 9.8	▲ 3.8	▲ 1.8

(資料)財務省「貿易統計」

円ドル相場の歴史は米国の為替政策(達磨さんが転んだ)

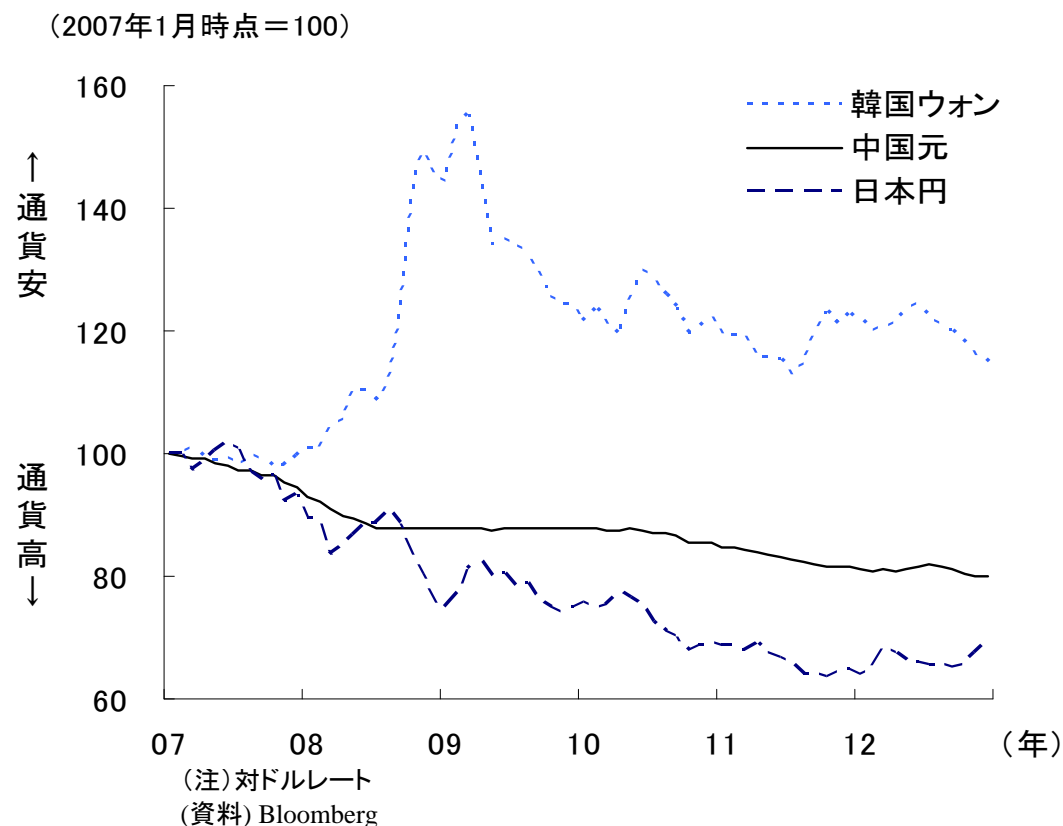
- ドル円相場の長期トレンドは、米国の通貨政策により決定されてきた歴史
- 足元の円安トレンドを定着させるためには、金融緩和に加え米国による円安容認のための環境整備が必要
 - ・ 一方、為替操作への批判を受けて、中国・韓国は元安・ウォン安の修正を迫られている状況
 - ・ TPPへの取り組みを強化するなど、外交面からも対米協調姿勢を打ち出すことが為替相場の観点で重要

【戦後のドル円推移】



(資料) Bloomberg

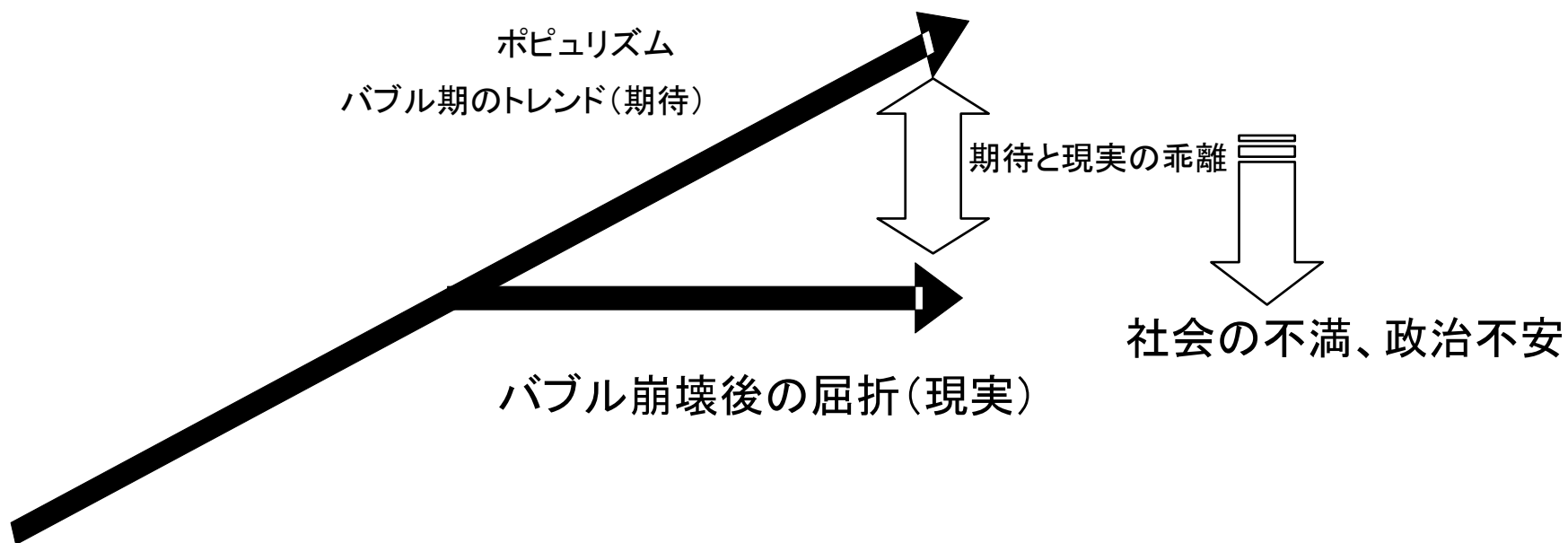
【円、元、ウォンの対ドルレート】



世界はなぜ「政局化」するか

- ・ バランスシート調整による期待と現実のギャップ
- ・ ギャップがもたらす社会の不满と政治の混乱

【バランスシート調整でのギャップ状況概念図】



(資料)みずほ総合研究所

日本の「政治暦」は9月始まりか

- ・ 日本の首相は毎年変わるのなぜ
- ・ 期待と現実がもたらす不満が政治の不安と政権交代に
- ・ 民間セクターは「進化」したが、政治は「進化」しきれずポピュリズムに
- ・ 期待と現実のギャップによる政治不安はいまやグローバル化

【小泉首相以降、各首相の在任期間】

首相名	在任期間	日数
小泉 純一郎	2001/4/26 - 2006/9/26	1980日
安倍 晋三	2006/9/26 - 2007/9/26	366日
福田 康夫	2007/9/26 - 2008/9/24	365日
麻生 太郎	2008/9/24 - 2009/9/16	358日
鳩山 由紀夫	2009/9/16 - 2010/6/ 8	266日
菅 直人	2010/6/ 8 - 2011/9/2	452日
野田 佳彦	2011/9/ 2 - 2012/12/26	482日
安倍 晋三 2nd	2012/12/26 -	

(資料) 各種公表資料よりみずほ総合研究所作成

世界の政治も不安定化(1)

- 欧州PIIGSはすべてが政権交代
- 期待と現実のギャップによる政治不安はいまやグローバル化
- 年後半の注目は米国に

2011年以降の欧州諸国の政権交代

	国	旧首相	新首相	備考
2011年 3月	アイルランド	カウエン首相	ケニー首相	14年ぶりの政権交代
6月	ポルトガル	ソクラテス首相	コエーリョ首相	6年ぶりの政権交代
11月	ギリシャ	パパンドレウ首相	パパデモス首相	
	イタリア	ベルルスコーニ首相	モンティ首相	ベルルスコーニ氏の首相在任期間9年
	スペイン	サパテロ首相	ラホイ首相	7年ぶりの政権交代
2012年 5月	フランス	サルコジ大統領	オランド大統領	
	ギリシャ	パパデモス首相	サマラス首相	6月17日再選挙

(資料) みずほ総合研究所

世界の政治も不安定化(2)

・世界的に生じる期待と現実のギャップによる社会・政治の不安定化

【2013年の世界の政治日程】

2012年 12月	(欧)ECB理事会(6日) 景気見通しを下方修正(金融政策は据置き) (米)FOMC(11・12日) ツイスト・オペに代わり追加的な資産購入策を決定 (欧)EU首脳会議(13・14日) (日)衆議院総選挙・東京都知事選(16日) 自民党が大勝。自公連立政権が発足する見通し (韓)大統領選(19日) (日)金融政策決定会合(19・20日)
2013年 1月	(日)東証と大証が統合(日本取引所グループ) (欧)ECB理事会(10日) (米)大統領就任式(20日) (日)金融政策決定会合(21・22日) (米)FOMC(29・30日)
2月	(欧)ECB理事会(7日) (日)金融政策決定会合(13・14日)
3月	(日)金融政策決定会合(6・7日) (欧)ECB理事会(7日) (米)FOMC(19・20日) (日)西村・山口日銀副総裁任期(19日) (日)金融円滑化法期限(31日)
4月	(日)金融政策決定会合(3・4日) (欧)ECB理事会(4日) (日)白川日銀総裁任期(8日) (日)金融政策決定会合(26日) (欧)イタリア総選挙(2月に前倒しの可能性も)

5月	(米)FOMC(4/30・5/1) (欧)ECB理事会(2日) (日)金融政策決定会合(21・22日)
6月	(欧)ECB理事会(6日) (日)金融政策決定会合(10・11日) (米)FOMC(18・19日) G8首脳会合(北アイルランド、17・18日)
7月	(欧)クロアチアがEUに加盟 (欧)ECB理事会(4日) (米)FOMC(30・31日) (日)参議院選挙
8月	(欧)ECB理事会(1日)
9月	(欧)ECB理事会(5日) IOC総会で2020年五輪開催地決定(7日) (米)FOMC(17・18日) G20首脳会合(ロシア・サンクトペテルブルグ) (欧)ドイツ総選挙
10月	(欧)ECB理事会(2日) (米)FOMC(29・30日) APEC首脳会議(インドネシア・バリ)
11月	(欧)ECB理事会(7日)
12月	(欧)ECB理事会(5日) (米)FOMC(17・18日)

(資料)みずほ総合研究所作成

バランスシート調整が及ぼす影響

- ・ バランスシート調整に伴う「グローバル・フリクション」の存在

【バランスシート調整が引き起こす影響の総括】

分野	影響
社会	社会不安
政治	政治不信、特に政権与党への批判
海外関係	保護主義 ブロック化 通貨引き下げ(通貨戦争) 国際間の紛争

(資料)みずほ総合研究所

世界大恐慌以来の環境と日本

○主要国のバランスシート調整による景気低迷という今日の環境は、世界大恐慌時に類似

- ・世界中が財政緊縮を行うことで「合成の誤謬」が生じるリスクが懸念

【世界大恐慌と今日の環境比較】

	世界大恐慌(1929年以降)	今回(2007年以降)
起 点	1929年10月24日(暗黒の木曜日)	2007年夏、サブプライム問題
背 景	1920年代の信用拡張と投機ブーム	2000年代の米国サブプライムブームと欧州のユーロバブル
金融危機	1931年クレディアンシュタルト倒産	2008年、リーマンショック
財政緊縮	金本位制に伴う財政緊縮化	欧州債務危機で緊縮財政 米国の債務上限問題での緊縮化
通貨政策	通貨切り下げ競争	欧米の金融緩和は実質的に通貨安を誘導
保護主義	保護主義の台頭	一部の新興国に保護主義の兆し

(資料)みずほ総合研究所

5回目のジンクスと国際紛争の歴史

- ・ 70年代以降の連動のなか、政策連動と国際紛争が繰り返された

【1970年代以降の日銀の利上げ「5回目のジンクス」】

	70年代前	70年代後半	80年代後半	90年代後	2000年代半ば
米国の引き締め開始時公定歩合	1973/1(二番目) 4.5%→5%	1977/8(最初) 5.25%→5.75%	1987/9(最初) 5.5%→6%	1999/5(最初) 4.75%→5% (FFレート)	2004/6(最初) 2.5%→2.75% (FFレート)
ドイツ(EU)の引き締め開始時公定歩合	1972/10(最初) 3%→3.5%	1979/3(二番目) 3%→4%	1988/9(二番目) 3%→3.5%	1999/11(二番目) 2.5%→3% (ECB政策金利)	2005/12(二番目) 2.0%→2.25% (ECB政策金利)
日本の引き締め開始時公定歩合	1973/4(最後) 4.25%→5%	1979/4(最後) 3.5%→4.25%	1989/5(最後) 2.5%→3.25%	2000/8(最後) 0%→0.25% (O/Nコールレート)	2006/3(最後) 量的緩和転換 2006/7利上げ 0%→0.25% (O/Nコールレート)
その後の環境	74年から世界的不況	80年以降世界的減速	90年以降世界的減速	01年ITバブル崩壊	07年サブプライム危機
原油価格動向	第一次石油危機	第二次石油危機	イラク侵攻原油上昇	10年ぶり原油価格高騰	原油価格高騰

(資料)高田創・柴崎健・石原哲夫『金融社会主義』 東洋経済新報社、2009年

草食系と肉食系

- ・ 日本では期待を引下げた状態の「進化系」が「草食系」に

【草食系と肉食系】

	草食系 (herbivore)	肉食系 (carnivore)
社会行動	期待水準引き下げ 縮小均衡	理想追求 拡大基調
財務行動	デ・レバレッジ	レバレッジ
物価行動	デフレ・マインド	インフレ・マインド
個人行動	草食系男子	エコノミック・アニマル

(資料)みずほ総合研究所

逆転の発想

- ・「草食系」に伴うデレバレッジはデフレ意識の定着に
- ・「草食系」に進化した状況は、財務的には余裕を有する「逆転の発想」も

【信用拡大期から収縮期での「逆転の発想」】

日本の状況	信用拡大期の評価	信用収縮期の評価
企業の低レバレッジ	低株価、低収益	健全、安全 見直しの余地
企業のキャッシュ保有	低収益、非効率 買収の対象不安	健全、安全 買収の余力
銀行の低預貸率	低収益	安全性のメルクマール 融資の余力
銀行の国債保有 (但し、高クレジット)	低収益	安全 流動性規制上も安定

(資料)みずほ総合研究所

安倍政権の課題

- ・ 安倍政権は円安志向と財政拡大に特徴
- ・ 安倍政権のプロビジネスな「新重商主義」に期待

【安倍政権と民主党政権の違い】

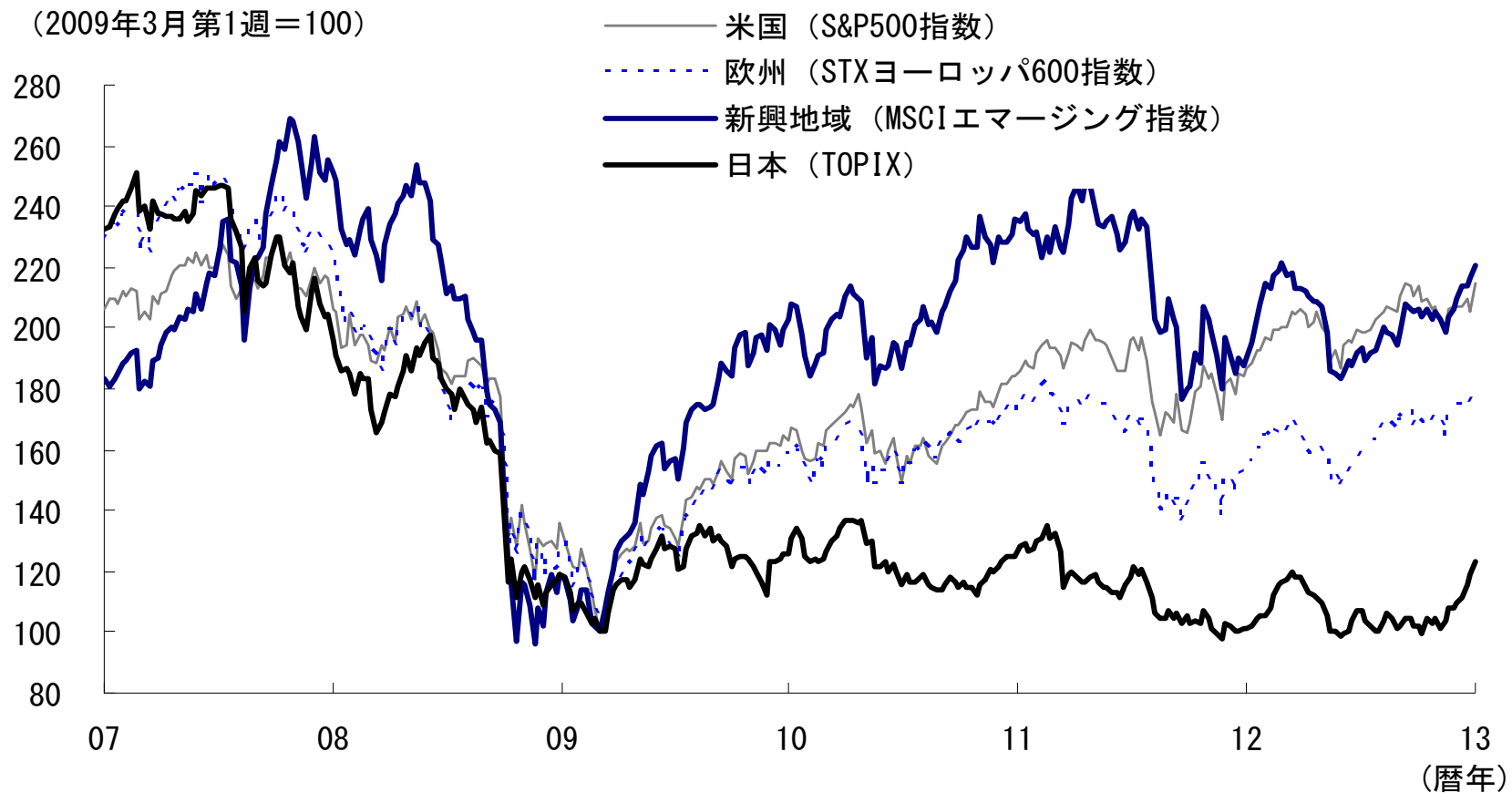
	安倍政権	民主党政権	市場への影響
経済政策	デフレ脱却	経済回復	金利上昇要因
財政	拡大	財政規律重視	金利上昇要因
金融	過度に期待 インフレ目標	金融緩和	短期金利の低下 長期金利に上昇圧力
為替	強い円安政策	円安に期待するも円高に	円安で金利上昇、株高
通商	TPPに慎重	TPPに前向き	
企業への姿勢	プロビジネス	生活者重視	株価にサポート
公共投資	インフラ投資重視	コンクリートから人に	成長率押し上げ
規制緩和	未知数	規制改革として取り組み	

(資料)みずほ総合研究所

日本株の「失われた3年」の行方

- ・ 2009年半ば以降、日本株だけが出遅れる「失われた3年」
- ・ 日本株低迷の要因となった、民主党政権の施策と円高圧力

【金融危機以降の主要株式指数推移】



(資料)Bloomberg

安倍政権の経済政策の方針 ～ 分配から富の創出に

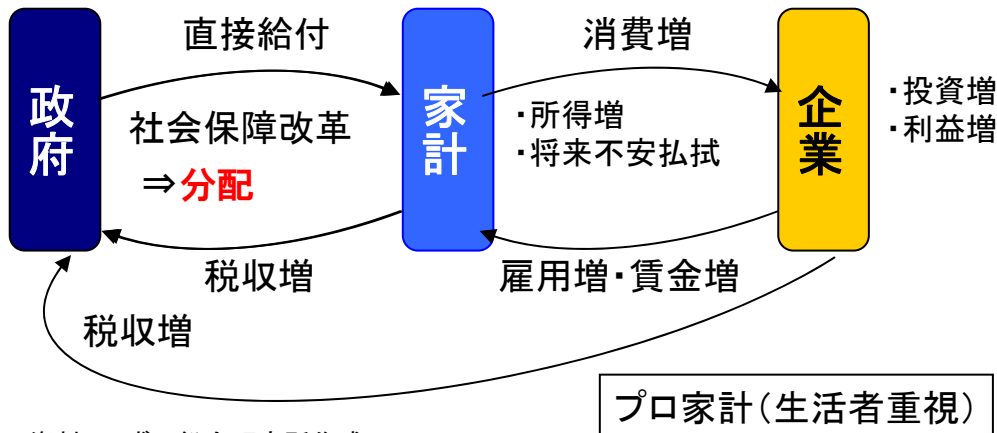
- 経済政策として、「縮小均衡の分配政策」から「成長による富の創出」へ（「プロ家計」から「プロビジネス」へ）
- ・「ハイブリッド経済立国」を目指す（貿易だけでなく、海外投資収益の国内還元を成長に結びつける）

【 民主党政権と安倍政権の経済政策方針の比較 】

「プロ家計」→「プロビジネス」

● 民主党政権

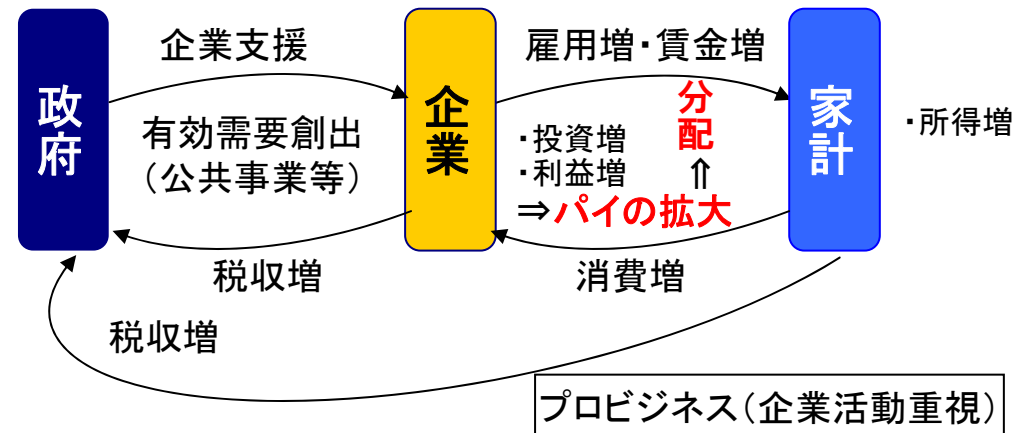
- ・コンクリートから人へ
- ・ムダづかい根絶
- ・国民の生活が第一（鳩山政権、菅政権）
- ・強い経済、強い財政、強い社会保障（菅政権）
- ・誰にも居場所と出番がある共生社会（野田政権）



(資料) みずほ総合研究所作成

● 安倍政権

- ・経済、外交、安保、教育、暮らしの危機を突破
- ・金融政策、財政政策、成長戦略の三本の矢によるデフレ脱却
- ・「縮小均衡の分配政策」から「成長による富の創出」へ
- ・世界で一番企業が活動しやすい国へ
- ・海外投資収益の国内還元を成長に（産業投資立国、GNI大国）
- ・ハイブリッド経済立国（産業投資立国＋貿易立国）



○ 均衡財政乗数の理論からは、「コンクリートから人へ」の政策は経済成長を低下させる

- ・ 増税を行って同額の公共投資を行うと、GDPが公共投資の分だけ拡大に

$1/(1-c)$	—	$c/(1-c)$	=	1	
↑		↑		↑	
公共投資の乗数		増税の乗数		均衡財政乗数	ここで、cは消費性向 (0 < c < 1)

- ・ これと全く逆に、公共投資を削減し、同額を減税(≒国民への直接給付)に充てると、公共投資抑制分のGDPマイナス効果が及ぶことに

○ 「プロビジネス」「成長による富の創出」という安倍政権の成長志向は、海外投資家等のマインドセットに影響

【 公共投資と家計向け所得減税の効果比較 】

(ベースライン比、%)

	公共投資(1兆円増加)		個人所得税(1兆円減税)		効果比較 (効果の大きいもの)
	1年目	2年目	1年目	2年目	
実質GDP	0.21	0.24	0.05	0.10	公共投資
国内需要	0.25	0.29	0.06	0.12	公共投資
個人消費	0.02	0.03	0.08	0.15	減税
設備投資	0.27	0.46	0.05	0.16	公共投資
名目GDP	0.21	0.26	0.05	0.10	公共投資
消費者物価	0.00	0.02	0.00	0.01	ほぼ同じ
株価(東証株価指数)	0.24	0.14	0.03	0.02	公共投資
地価(市街地価格指数)	0.15	0.11	0.04	0.05	公共投資
企業経常利益	1.70	1.39	0.37	0.62	公共投資
家計可処分所得	0.05	0.08	0.36	0.39	減税
雇業者所得	0.10	0.15	0.02	0.06	公共投資

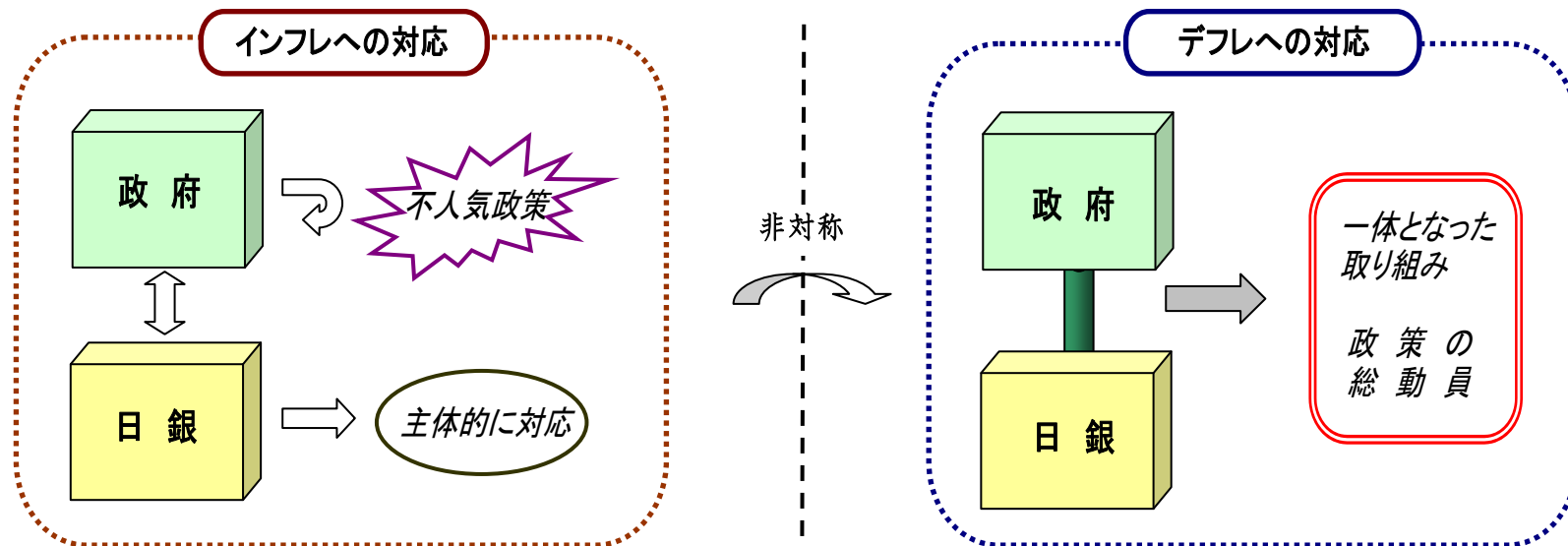
(注)1.ベースラインに対する押し上げ効果(みずほマクロモデルによるシミュレーション結果)

2.各種手当て・給付金等の家計向け所得移転は、対象を限定せず全家計に一律給付がなされるとした場合、所得税減税と同等の効果を持つと考えられる
(資料)内閣府、みずほ総合研究所

最優先のテーマは前例なきデフレからの脱却

- 前例のないデフレ
 - ・ デフレは第二次世界大戦後、主要先進国では経験がなく、その対策、処方箋に関する知見も限られる
- インフレとデフレの「非対称性」
 - ・ デフレもインフレもマネタリーな現象ではあるが、デフレへの対応は金融緩和だけでは実現しにくい
 - ・ インフレへの対処は、不人気な政策のため、政府とは独立性をもった中央銀行が取り組む必要
 - ・ 一方、デフレについては、その対処の仕方がインフレと対称的とは位置付けられない
- デフレには政策の総動員でのマインド改善が必要

【 インフレとデフレで非対称な政府と日銀の対応 】



(資料) みずほ総合研究所

日本は危機対応の先進国

- ・ 今日、世界中が抱える問題の全てを先行して体験した国
しかも、海外からみて、類稀な対応を自国独自で行ってきた

【日本の戦後に抱えた問題と課題】

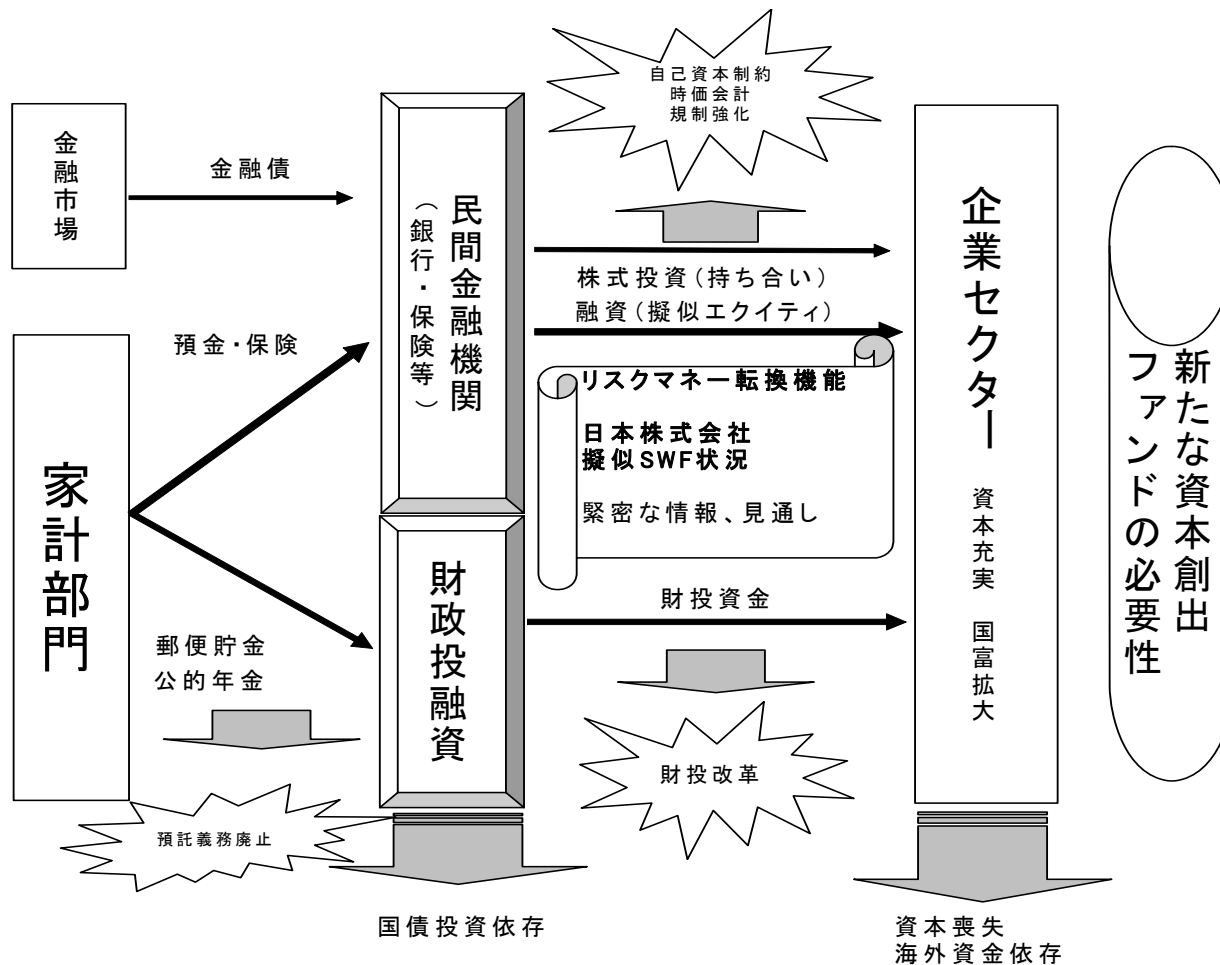
年代	問題と課題
1970年代	石油危機、エネルギー制約、公害、環境問題
1980年代	プラザ合意、円高
1990年代	バブル崩壊、金融危機
2000年代	財政問題、デフレ問題
2010年代	高齢化社会

(資料)みずほ総合研究所

日本の戦後のリスクマネー供給

- 戦後、国としてエクイティ性資金、長期性資金を創出するSWFのような構造だった

【日本の戦後のリスクマネー供給とその転換の概念図】



(資料): みずほ総合研究所

日本の「持っているもの」

- ・ 日本は様々な優位性を持っている国

【日本の「持っているもの」】

①適応力

②企業の技術力

③総合商社のファンド機能

④金融の資金力

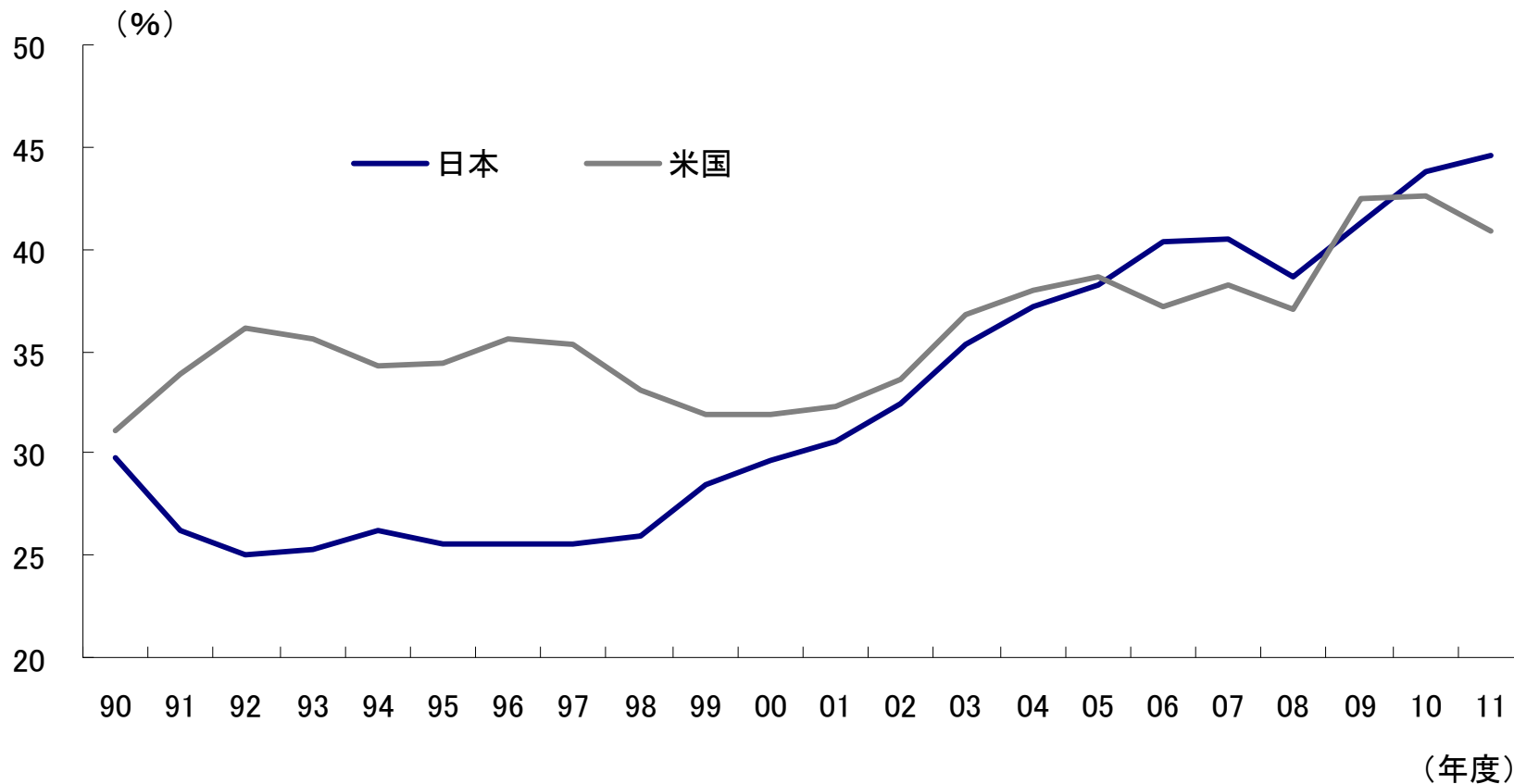
- 1) 国債の調達力
- 2) 銀行の安定的な調達力
- 3) 企業の財務力

(資料)みずほ総合研究所

日本企業の財務体質の改善

- 日本の上場企業は45%程度が実質無借金と米国を上回る水準に変化

【日米の実質無借金会社比率推移】

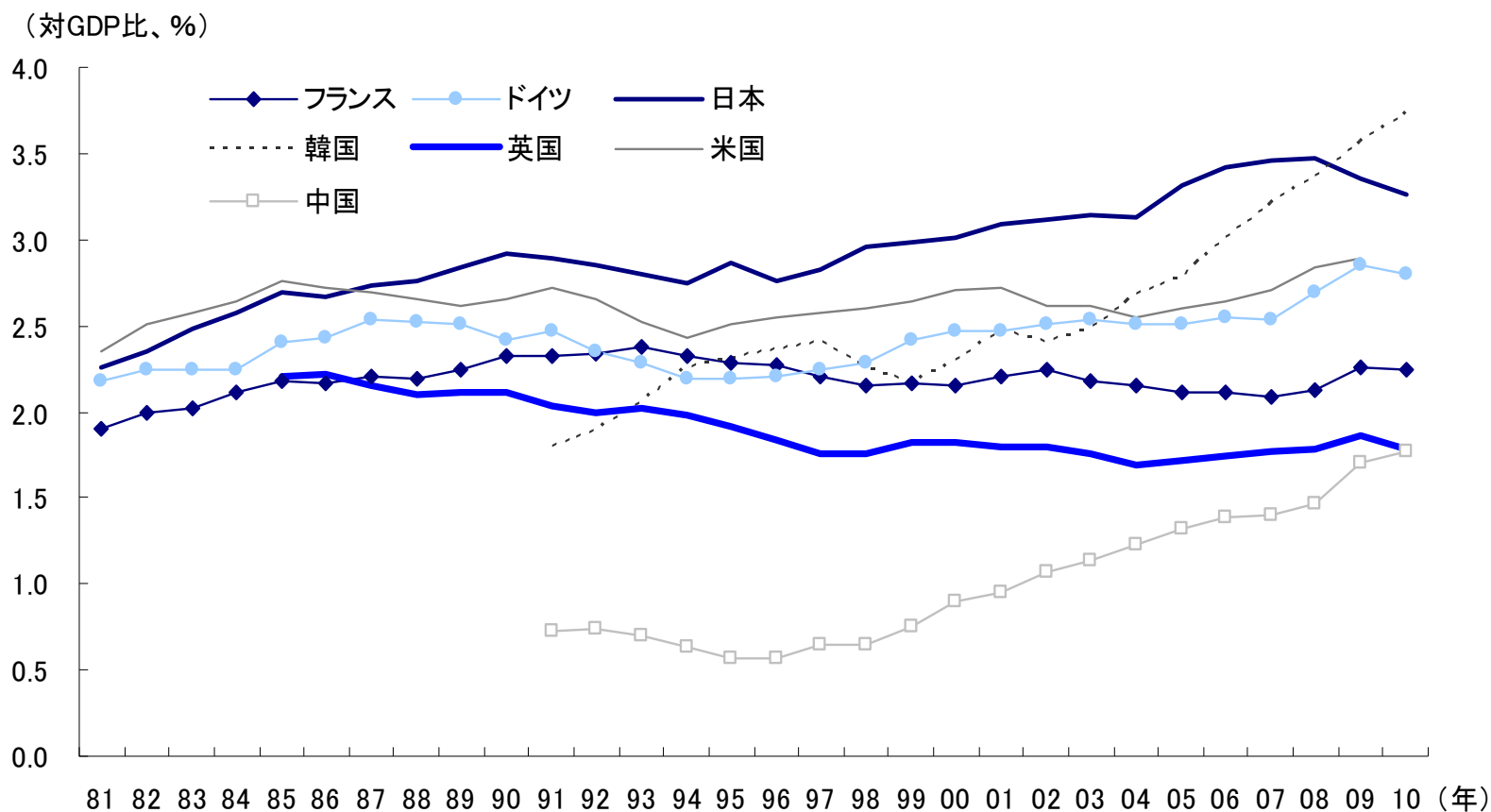


(注) 調査対象は金融を除く上場企業 日本:1,739社、米国:1,153社
(資料) NEEDS-FQ、OSIRISよりみずほ総合研究所作成

日本は技術立国

- 日本の研究開発費は世界のトップクラスを常に維持
- ただし、2009年以降の減少に留意

【研究開発費のGDP比率推移】

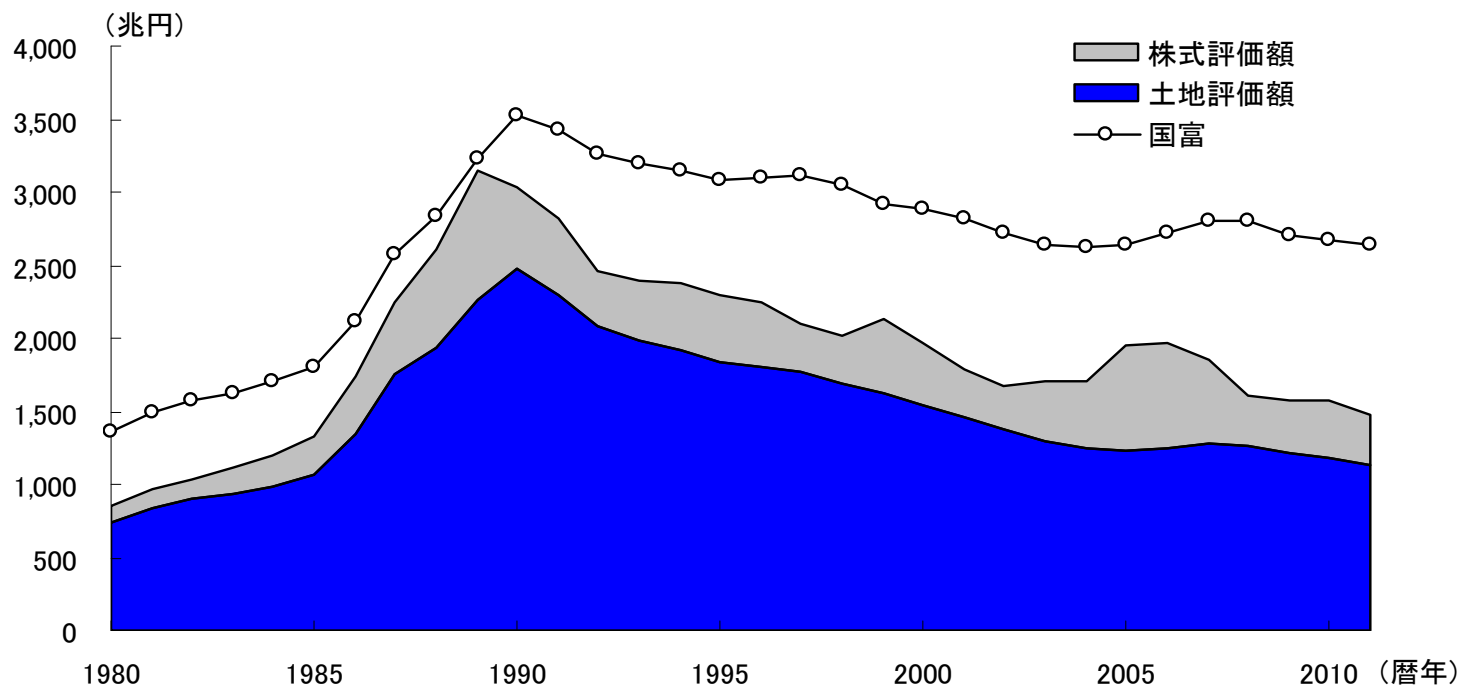


(資料)OECD「Main Science and Technology Indicators database」よりみずほ総合研究所作成

国富を高めることが必要

- 実態を伴った株式・不動産等の資産価格の上昇を促し、国家としての「国富拡大」を掲げることも重要
 - ・バブル崩壊後、バランスシート両面の株・不動産と負債(レバレッジ)が「悪の枢軸」とみなされるバイアスがデフレ意識醸成の背景に
 - ・国富が2011年末まで4年連続のマイナス状況の転換が急務
 - ・国富の存在が税収や年金支払いの大前提に

【 国富と土地、株式の評価額 】

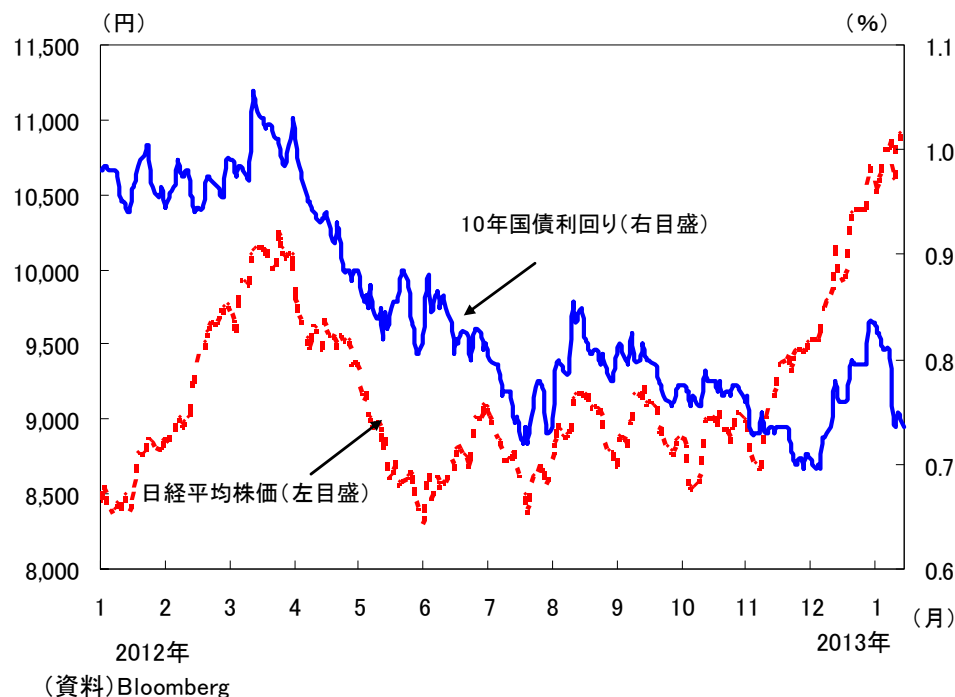


(注) データは2000年基準。ただし、2010年については2005年基準より推計。
(資料) 内閣府経済社会総合研究所

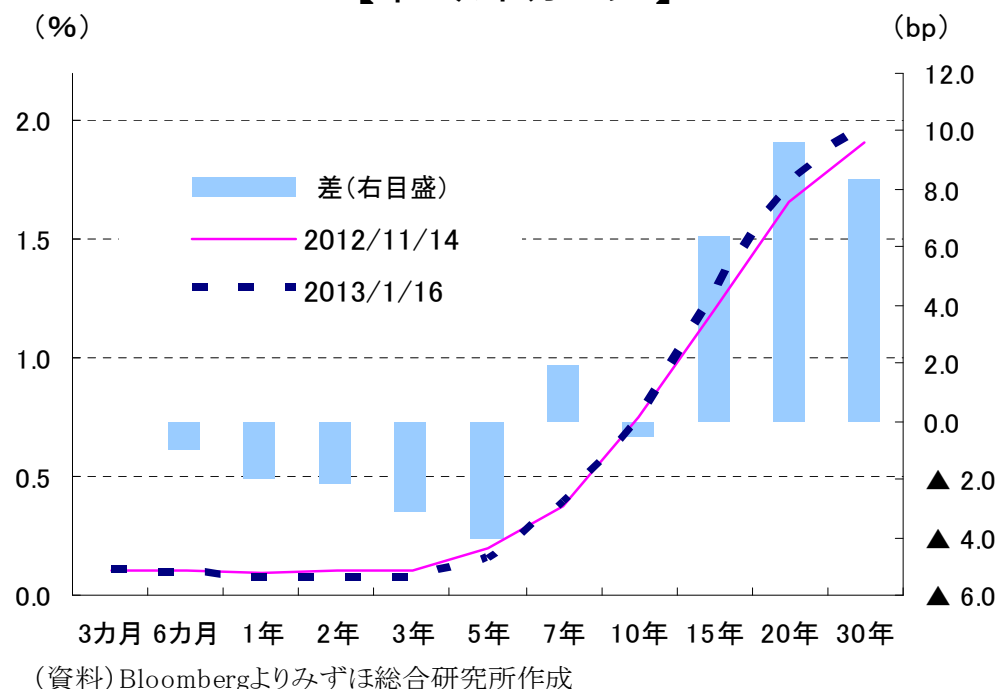
日本国債の調達力は日本の「国力」そのもの、「金の卵を産む鶏」を大切に

- 今日、世界で10兆円規模での国債の追加調達可能な国は日本と中国くらいしかない
 - ・しかも、世界最低金利水準での安定調達可能なのは「日本の国力」そのもの
- 持続的景気回復でデフレ脱却が実現すれば、長期金利は上昇圧力（「よい金利の上昇」）。
 - ・デフレ下での財政悪化による長期金利上昇（「悪い金利の上昇」）回避すべく、財政規律の配慮が必要
 - ・超長期債利回りは財政悪化への懸念から高止まりし、イールドカーブはスティーピング
 - ・日銀による長期国債買入れが実質的な財政ファイナンスと見なされれば、長期金利が急騰する可能性

【 10年国債利回りと株価の推移 】



【 イールドカーブ 】



日本を取り巻く環境と「日本の見直し」

- ・ 「ジャパン ペシミズム」の広がり、政治の不安、外交の失敗
- ・ 米国低迷、欧州危機出口なし、中国の減速⇒世界大恐慌に類似した環境
- ・ 日本はまだ「持っている国」
潤沢な貯蓄、世界最大の対外純資産、技術力、適応力
- ・ 日本にとっての競争力の源は緊密な「絆」に存在、様々なネットワーク構築の重要性
- ・ 金融力の相対的地位向上で企業の海外支援へ
- ・ アベノミックスで日本の見直しも視野に

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。