

2011年7月20日 全12頁

日本経済見通し：外部環境とリスク要因を検証する

経済調査部

チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

2012年にかけてグローバルな「政治的ビジネスサイクル」が好転

[要約]

- 日本経済は、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復へ：当社は、2011年1-3月期 GDP 二次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2011年度が前年度比▲0.3%（前回予想：同▲0.3%）、2012年度が同+3.4%（同：同+3.4%）である。日本経済は、当面下振れ圧力の強い状態が続くものの、2011年度下期以降は、復興需要に支えられて回復軌道を辿る見通しだ。
- 日本経済を取り巻く外部環境とリスク要因：今回のレポートでは、日本経済を取り巻く外部環境とリスク要因を検証した。当社は、2012年にかけてグローバルな「政治的ビジネスサイクル」の好転が見込まれること等が好材料であると考えている。他方で、リスク要因としては、「地政学的リスク」を背景に原油価格が急騰した場合、日本経済が「スタグフレーション（不況下の物価高）」に陥る可能性が挙げられよう。
- 東日本大震災後の日本経済の構造変化と今後の政策課題：東日本大震災の発生を受け、日本経済を取り巻く環境は、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。今回の震災の様な「供給ショック」が起きた際に最も警戒すべきは、「クラウドファンディングアウト（大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと）」の発生である。今後、政策面では、①経済の「供給サイド」の政策（電力不足問題の解決、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定への参加等）と、②「財政規律」の維持が、従来以上に重要となろう。

第169回日本経済予測（改訂版）

主要結果	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)	2010暦年 (実績)	2011暦年 (予測)	2012暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	0.4	-1.2	3.3	1.7	-2.2	2.8
実質GDP成長率（00年暦年連鎖価格）	2.3	-0.3	3.4	4.0	-1.0	3.0
内需寄与度	1.4	0.4	3.1	2.1	-0.3	3.2
外需寄与度	1.3	-0.8	0.3	2.1	-0.6	-0.2
GDPデフレーター	-2.0	-0.7	-0.1	-2.1	-1.2	-0.2
全産業活動指数増加率	2.1	-0.9	2.0	3.1	-1.4	2.0
鉱工業生産指数増加率	9.0	1.8	5.9	16.6	-0.7	7.1
第3次産業活動指数増加率	1.2	-1.6	0.3	1.3	-1.4	-0.2
国内企業物価上昇率	0.7	1.4	1.3	-0.2	1.6	1.2
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.8	0.2	0.3	-1.0	0.1	0.2
失業率	5.0	5.1	4.9	5.1	4.9	5.0
10年物国債利回り	1.12	1.31	1.50	1.15	1.26	1.48
マネーストック(M2)増加率	2.7	-2.0	3.3	2.8	-1.1	2.1
貿易収支（兆円）	6.5	-0.2	-0.3	7.9	1.3	-1.4
経常収支（億ドル）	1832.4	1314.3	1444.2	1959.9	1403.8	1275.5
経常収支（兆円）	15.7	10.8	11.8	17.2	11.5	10.5
対名目GDP比率	3.3	2.3	2.4	3.6	2.5	2.2
為替レート（円/ドル）	85.7	82.0	82.0	87.8	82.1	82.0
（円/ユーロ）	113.2	112.0	112.0	116.5	112.1	112.0
雇用者数増加率	0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	-0.1
一人当り雇用者報酬増加率	0.7	-0.9	0.3	0.7	-0.7	-0.1
2. 実質GDP成長率の内訳（括弧内は寄与度、00年暦年連鎖価格）						
民間消費	0.8 (0.5)	-0.5 (-0.3)	1.2 (0.7)	1.8 (1.1)	-0.9 (-0.5)	1.1 (0.6)
民間住宅投資	-0.2 (-0.0)	5.1 (0.1)	6.0 (0.1)	-6.3 (-0.2)	5.2 (0.1)	6.0 (0.1)
民間設備投資	4.3 (0.6)	-1.5 (-0.2)	7.9 (1.1)	2.1 (0.3)	-1.3 (-0.2)	6.0 (0.8)
政府最終消費	2.3 (0.4)	2.9 (0.6)	1.6 (0.3)	2.2 (0.4)	2.9 (0.6)	2.1 (0.4)
公共投資	-10.0 (-0.4)	3.0 (0.1)	9.2 (0.3)	-3.4 (-0.1)	-5.4 (-0.2)	15.4 (0.5)
財貨・サービスの輸出	17.0 (2.4)	-0.7 (-0.1)	8.1 (1.3)	23.9 (3.1)	0.7 (0.1)	5.6 (0.9)
財貨・サービスの輸入	11.0 (-1.1)	6.3 (-0.7)	8.4 (-1.0)	9.8 (-1.0)	6.3 (-0.7)	9.2 (-1.0)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
米国の実質GDP成長率	2.8	2.8	2.9	2.9	2.7	2.9
米国消費者物価指数上昇率	1.6	3.2	2.1	1.6	3.1	2.2
主要貿易相手国・地域経済成長率 （貿易額加重平均）	5.4	4.4	4.8	6.1	4.3	4.7
日本の原油輸入価格（CIF、\$/bbl）	83.7	102.2	107.2	79.7	100.0	106.0
(2) 日本の経済政策						
名目公共投資	-9.0	4.2	10.4	-3.6	-4.1	16.7
コールマネーレート（年度末）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 特に断りのない場合は%表示。
(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除く。
(出所) 大和総研

1. 日本経済の現状と展望

日本経済は、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復へ

当社は、2011年1-3月期 GDP 二次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2011年度が前年度比▲0.3%（前回予想：同▲0.3%）、2012年度が同+3.4%（同：同+3.4%）である。日本経済は、当面下振れ圧力の強い状態が続くものの、2011年度下期以降は、復興需要に支えられて回復軌道を辿る見通しである。当社は、今後の原発事故の動向、電力不足問題の行方、個人消費の動向等を注視しつつ、今回の震災が日本経済に与える影響を慎重に見極めて行きたいと考えている。

2011年度の実質GDPを押し下げる5つのルート

図表1に示した通り、東日本大震災は、基本的に3つのルートを通じて2011年度の実質GDPを1.2%程度押し下げる。当社のメインシナリオでは、「①サプライチェーンの寸断による生産減（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.6%）」「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」「③消費者マインド悪化等による個人消費の下振れ（同：▲0.5%）」という3要因を織り込んでいる。なお、リスクシナリオとして、「④仮に5円の円高・ドル安が進行」した場合、実質GDPは2011年度に▲0.1%弱、12年度に▲0.3%押し下げられる。さらに「⑤今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響」に関しては、現時点では全く予測不能であると言わざるを得ない。上記⑤の動向次第では、日本経済が更なる悪化を示すリスクがあり要注意であるといえよう。

全国の原発が停止するリスクも

なお、今後、全国の原子力発電所が定期検査後に再稼動しない場合には、来年5月時点で、わが国で全ての原発が停止することとなる。原発停止による電力供給の減少を火力発電等で賄った場合、日本企業のコストは合計3兆円程度増加し、わが国の実質GDPは1%以上、押し下げられる可能性がある。

2011年7-9月以降は復興需要が実質GDPを下支え

他方で、2011年7-9月以降は、復興需要が実質GDPを下支えする見通しである。現時点では、2011~2015年度にかけて、復興需要が実質GDPの水準を平均+0.8%ずつ下支えする展開を想定している。さらに、2011年1-3月期の実質GDP成長率が下振れし、震災発生前の当社予想と比べ、所謂「成長率のゲタ」が0.9%ポイント低下したことを勘案すると、東日本大震災による、2011年度の実質GDP成長率に対する押し下げ幅は▲1.4%程度と見られる。

図表 1 : 日本のマクロ経済への影響 (2011年度)

I. 実質GDPの押し下げ要因: ▲1.2%

<メインシナリオ>

① サプライチェーンの寸断による生産減 ⇒ ▲0.6%

② 電力不足による生産減 ⇒ ▲0.1%

③ 消費者マインド悪化等による個人消費下振れ ⇒ ▲0.5%

<リスクシナリオ>

④ 仮に5円の円高・ドル安が進行 ⇒ ▲0.1%弱 (2012年度は▲0.3%)

⑤ 今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響 ⇒ 予測不能

II. 実質GDPの押し上げ要因: +0.8%程度

・復興事業が本格化し、実質GDPを押し上げ

— 失われた有形固定資産を5年間で回復すると想定 ⇒ +0.8%

固定資本形成(住宅): 5400億円/年

固定資本形成(非住宅): 3兆1000億円/年

III. ネットベースの実質GDPに対する影響: ▲0.4%

・実質GDP成長率に対する影響は▲1.4%pt

(1-3月期のGDPが下振れし、ゲタが震災前予測の+0.3%から▲0.6%へと0.9%pt低下した影響を考慮)

(出所) 大和総研作成

図表 2 : 日本経済の四半期予測

	2010					2011					2012				
	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	4-6	7-9	10-12	1-3	年度
前期比年率(除く失業率、コアCPI)															
国内総生産(実質)	0.0	3.6	-2.9	-3.5		-2.7	1.2	4.1	4.5		3.3	2.7	3.2	3.6	
<前年同期比>	3.3	4.8	2.4	-0.7	2.3	-1.4	-2.0	-0.3	1.7	-0.3	3.2	3.6	3.4	3.2	3.4
民間消費支出	-0.6	3.3	-4.0	-2.2	0.8	-2.0	1.2	1.6	1.2	-0.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
政府支出	4.8	1.3	1.5	3.8	2.3	3.2	3.2	3.2	2.0	2.9	1.1	1.1	0.8	0.8	1.6
企業設備投資	10.7	4.2	0.1	-4.9	4.3	-7.8	-1.6	7.4	8.2	-1.5	8.2	9.1	10.0	8.2	7.9
民間住宅投資	-2.2	7.9	13.3	2.8	-0.2	2.4	3.2	6.6	7.8	5.1	8.2	4.1	4.1	3.2	6.0
公共投資	-16.8	-9.6	-21.9	-5.4	-10.0	4.0	5.4	24.5	40.5	3.0	15.6	-7.4	-13.3	-14.3	9.2
輸出	22.4	6.6	-3.3	2.8	17.0	-7.8	-1.2	5.3	6.1	-0.7	10.8	8.7	10.4	12.1	8.1
輸入	17.5	12.2	-1.2	8.0	11.0	1.6	7.8	12.6	11.9	6.3	10.4	5.7	2.8	2.8	8.4
国内総生産(名目)	-4.0	2.3	-3.7	-5.1	0.4	-3.0	0.7	3.8	4.2	-1.2	2.8	2.8	3.9	4.4	3.3
GDPデフレーター(前年同期比)	-2.2	-2.1	-1.6	-2.0	-2.0	-1.1	-0.9	-0.7	-0.3	-0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.3	-0.1
鉱工業生産(前年同期比)	20.5	13.3	6.8	-2.5	9.0	-7.1	2.2	4.6	7.7	1.8	13.2	4.8	3.3	3.0	5.9
コアCPI(前年同期比)	-1.2	-1.1	-0.5	-0.2	-0.8	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
失業率	5.1	5.0	5.0	4.7	5.0	4.8	5.0	5.2	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.9
兆円(年率換算)															
貿易収支(財・サービス)	7.2	7.9	7.1	3.7	6.5	2.1	0.3	-1.0	-2.2	-0.2	-2.1	-1.5	0.2	2.2	-0.3
経常収支	15.6	17.6	17.3	12.2	15.7	12.6	11.1	10.1	9.3	10.8	9.6	10.5	12.5	14.8	11.8
コーレレート(期末%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注) GDPは2011年1-3月期まで実績値、それ以降は大和総研予想値。実質GDPの前年同期比は季節調整済み値を元に計算しているため、公表データと誤差が生じる場合がある。

(出所) 大和総研

2. 日本経済を取り巻く外部環境とリスク要因

2.1. 好材料：2012年にかけてグローバルな「政治的ビジネスサイクル」が好転

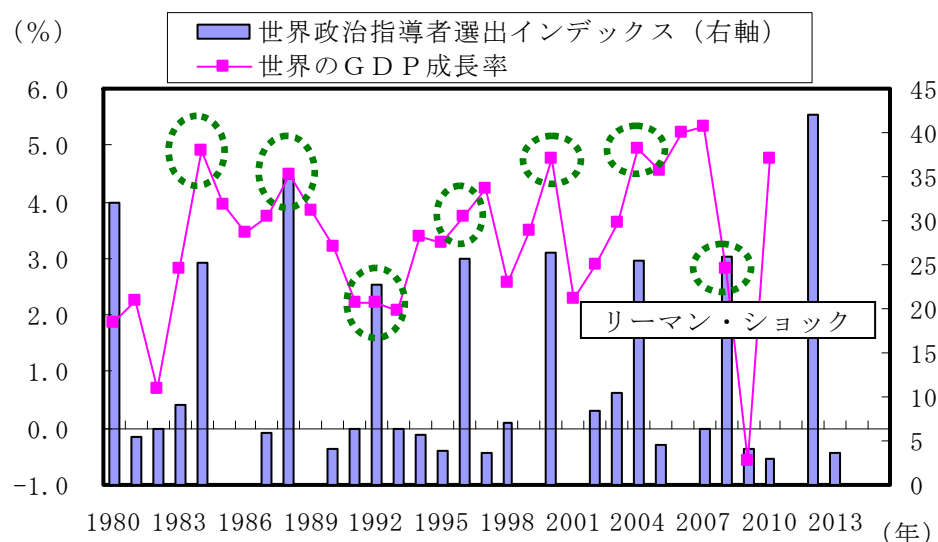
好材料とリスク要因

本章では、日本経済を取り巻く外部環境とリスク要因について考察したい。当社は、2012年にかけてグローバルな「政治的ビジネスサイクル」の好転が見込まれること等が好材料であると考えている。他方で、リスク要因としては、「地政学的リスク」を背景に原油価格が急騰した場合、日本経済が「スタグフレーション（不況下の物価高）」に陥る可能性があると考えている。

2012年にかけて「政治的ビジネスサイクル」が世界経済を下支え

2012年にかけてグローバルな「政治的ビジネスサイクル」が好転することが、世界経済を下支えする見通しである。図表3に示した、「世界政治指導者選出インデックス」とは、「世界の主要国で、その年に国政選挙等が行われ政治指導者交代の可能性がある国のGDP」が、世界のGDPに占める割合を計算したものである。折れ線は、世界経済の成長率を示している。「リーマン・ショック」後の一時期を除けば、政治指導者が交代する可能性がある年は、世界の経済成長が高まる傾向が顕著である。古今東西、政治家は選挙の前には、大盤振る舞いの景気対策を打ち、景気を加速させる傾向があるからである。2012年には米国、ロシア、フランス、韓国等で国政選挙が実施され、中国では指導者の交代が予定されていることが、世界経済を下支えする要因となるだろう。

図表3：世界的に「政治の季節」には経済が加速しやすい



(注) 「世界政治指導者選出インデックス」は、主要国(米国、ドイツ、フランス、イギリス、中国、ロシア、韓国)の政治指導者選出時(若しくは就任時)に1、それ以外には0を、各国GDPの世界GDPに占めるシェアに乗じて加算したものである。

(出所) IMF, Haver analytics, 各国HPなどより大和総研作成

2.2. リスク要因：原油価格が急騰すると日本は「スタグフレーション」に

「地政学的リスク」を背景に原油価格が急騰

ここまで、日本経済を取り巻く外部環境について「好材料」を指摘してきたが、リスク要因としては、「地政学的リスク」を背景に原油価格が急騰した場合、日本経済が「スタグフレーション（不況下の物価高）」に陥る可能性がある。

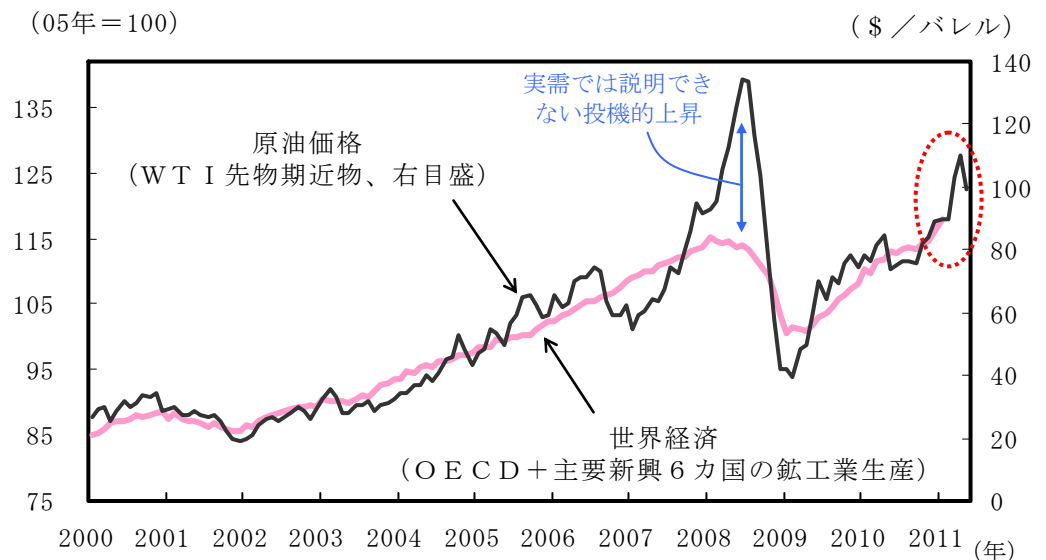
「世界経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）」と原油価格の動向

そもそも原油価格の適正レベル（フェアバリュー）はどの程度の水準なのだろうか？図表4は、「世界経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）」と原油価格の動向を見たものである。「世界経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）」の代理変数としては、「経済協力開発機構（OECD）加盟国と主要新興国（ブラジル、ロシア、インド、中国、インドネシア、南アフリカの6カ国）の鉱工業生産」を使用している。

原油の適正価格（フェアバリュー）は80～90ドル前後

注目すべきは、足下で「世界経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）」から見た原油の適正価格（フェアバリュー）がせいぜい80～90ドル前後と見られる点である。現状の100ドル前後の原油価格は「バブル」とまでは言い切れないものの、若干オーバーシュートした水準にあると言わざるを得ない。中東情勢の緊迫化という「地政学的リスク」に加え、先進国における過度な金融緩和を背景とする投機資金の流入等から、商品市場における「バブル」発生の懸念が残存している証左であるといえよう。

図表4：世界経済と原油価格



(注) 主要新興6カ国は、ブラジル、ロシア、インド、中国、インドネシア、南アフリカ。
(出所) OECD、NYMEXより大和総研作成

原油価格上昇が日本
経済に及ぼす影響

次に、原油価格の上昇は日本経済にどの程度の悪影響を及ぼすのであろうか？
当社のマクロ経済モデルを用いた分析では、原油価格が10ドル上昇すると、わが
国の実質GDPの水準は1年目に▲0.1%程度、2年目に▲0.2%程度押し下げられる。

原油価格が10%上昇
した場合、日本のマク
ロ的な企業収益に与
える影響

図表5に、原油価格が10%上昇した場合、日本のマクロ的な企業収益に与える影
響に関する定量的なシミュレーション結果を示した。原油価格上昇が企業収益に
与える影響は、極めて単純化して言えば「①原油価格が上昇した時、企業部門の
投入物価（原材料価格）全体が何パーセント上昇するか？」「②企業が原材料価
格の上昇をどの程度、販売価格に転嫁できるか？」という2つの要素によって決
定される。図表では、上記①・②について、それぞれ3つずつのシナリオを設定
し、合計9ケース（＝3×3）の試算結果を示している。

図表5：原油価格が10%上昇したときの企業収益への影響度

	産出物価への 転嫁率	投入物価上昇率		
		+0.3%	+1.3%	+2.6%
①「ゼロ転嫁」シナリオ	0%	▲1.7%	▲7.3%	▲14.6%
②「実勢転嫁」シナリオ	41%	▲0.7%	▲2.9%	▲5.7%
③「最適転嫁」シナリオ	71%	0.0%	0.0%	0.0%

(注1) 実勢転嫁率は、転嫁率が安定していた2005年から2007年半ばの平均値を使用。

(注2) 最適転嫁率は、投入価格の上昇が企業収益に影響を与えないような転嫁率。

(注3) 中間投入のうち原油の占める割合は3%であり、10%の原油価格上昇は計算上投入価格を0.3%押し上げる。

(注4) 実証的には、原油価格が10%上昇すると、他の商品市況の連動もあり、投入価格は1.3%程度上昇する。

(出所) 日本銀行、総務省、財務省統計より大和総研作成

論点①「原油価格が上
昇した時、企業部門の
投入物価（原材料価
格）全体が何パーセン
ト上昇するか？」

第一の論点である「①原油価格が上昇した時、企業部門の投入物価（原材料価
格）全体が何パーセント上昇するか？」という問いに関しては、以下の3つのシ
ナリオを設定した。

第一のシナリオは、原油価格が10%上昇した際、企業部門の投入物価（原材料
価格）全体が+0.3%しか上昇しないケースである。中間投入のうち原油の占める
割合は3%程度なので、原油価格が10%上昇しても、他の商品価格が原油に全く
連動しない場合には、企業部門の投入物価（原材料価格）は+0.3%上昇する計算
となるからである。

第二のシナリオは、企業部門の投入物価が+1.3%上昇するケースである。この
シナリオはメインシナリオとでも呼ぶべきものだ。実際、過去のデータを実証的
に検証すると、原油価格が10%上昇した時、他の商品市況が連れ高になることも
あり、企業部門の投入物価は+1.3%程度上昇していることが確認できる。

第三のシナリオとして、「アグフレーション（agflation）」とも言われる世界的
な食料品価格高騰の影響等を勘案し、原油価格が10%上昇した際、企業部門の投
入物価が+2.6%上昇するケースを想定した。

論点②「企業が原材料価格の上昇をどの程度、販売価格に転嫁できるか？」

第二の論点である「企業が原材料価格の上昇をどの程度、販売価格に転嫁できるか？」という問いに関しても、3つのシナリオを設定した。第一の論点である「原油価格が上昇した時、企業部門の投入物価（原材料価格）全体が何パーセント上昇するか？」という論点について、当社のメインシナリオ（上記の第二のシナリオ。「原油価格が10%上昇した場合、企業部門の投入物価（原材料価格）全体が+1.3%上昇する」と想定）を前提にすると、各シナリオにおける、わが国のマクロ的な企業収益への影響は以下の通りである。

第一に、日本企業が投入価格（仕入れ値）の上昇を産出価格（売値）に全く転嫁できない「①ゼロ転嫁（転嫁率=0%）」シナリオでは、原油価格が10%上昇した場合、マクロ的な企業収益は7.3%減少する計算となる。

第二に、転嫁率が安定的に推移していた2005～2007年半ばの平均的な価格転嫁率を用いた「②実勢転嫁（転嫁率=41%）」シナリオでは、マクロ的な企業収益は2.9%減少する。

第三に、投入価格上昇の影響を帳消しにできる「最適」な転嫁率が実現するという「③最適転嫁（転嫁率=71%）」シナリオでは、定義上、マクロ的な企業収益への影響はゼロとなる。

結論：原油価格が10%上昇した場合、日本のマクロ的な企業収益は5%程度減少

今後、実際に原油価格が10%上昇した場合の影響は、企業がどの程度の価格転嫁を行えるかという点に大きく依存する。当社は、最近の産出価格のディスインフレ傾向を勘案すると、当面「①ゼロ転嫁」と「②実勢転嫁」の中間的なシナリオとして、企業収益が5%程度減少すると見ておくのが現実的だと考えている。

3. 東日本大震災後の日本経済の構造変化と今後の政策課題

3.1. 東日本大震災後の日本経済の構造変化

日本経済を取り巻く環境は劇的に変化する可能性

本章では、東日本大震災がわが国の経済構造に与える影響について考察した上で、今後のわが国の政策課題について検討したい。当社は、**図表6・7**に示した通り、東日本大震災の前後で日本経済を取り巻く環境は劇的に変化する可能性があり、政府・日銀の政策対応も修正を迫られると考えている。

東日本大震災発生前：日本は「ゆで蛙」の様な状況

東日本大震災発生前のわが国では、財政赤字が国内の民間貯蓄で十分ファイナンスされており、経常収支は大幅な黒字であった。この結果、為替相場は「円高」基調で推移し、海外で先進国を中心にインフレ圧力が限定的であったこともあり、わが国では「デフレ」が継続した。「円高」「デフレ」が継続するなか、日本政府が適切な「供給サイドの政策（規制緩和、法人税減税等）」を講じなかったため、企業の期待成長率が低下し、資金需要は低迷した。

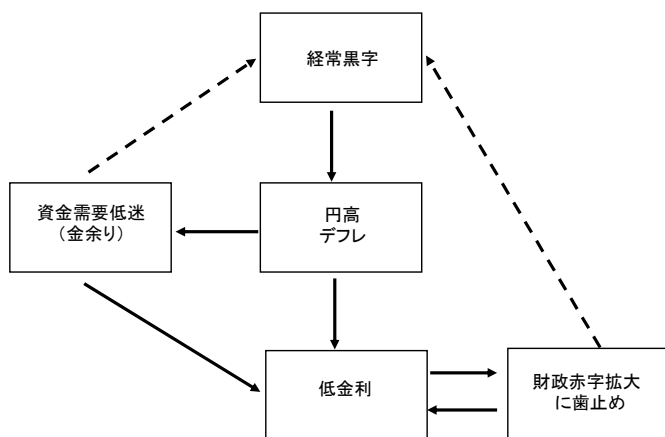
民間金融機関は、余剰資金の運用先として、消去法的に巨額の国債を購入せざるを得なかった。低金利の継続が、国債の利払い負担の軽減を通じて、財政赤字の持続を可能にした側面もある。「日本国債は国内で95%が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」との見方から、国債市場への資金流入が加速し、「国債バブル」ともいべき状況が現出した。

こうした非効率な均衡のなかで、「ゆで蛙」の様に、日本経済は長期停滞の途を辿ってきたのである。

東日本大震災前の政策課題

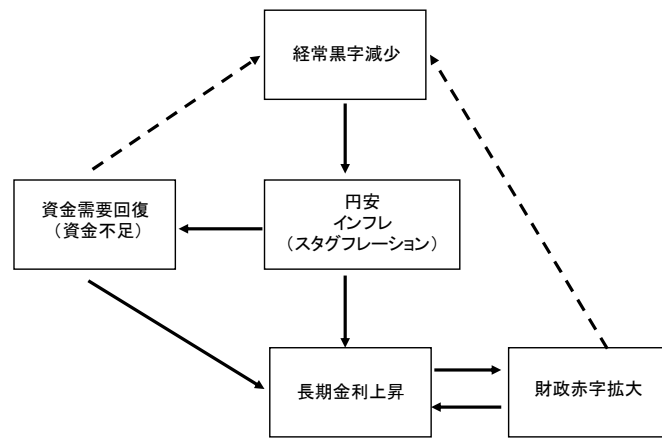
政策面では、震災前のわが国で必要とされたのは、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であった。「デフレ」脱却の処方箋に関しては「百家争鳴」の状態であったが、極めて単純化して言えば、①規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策を重視、②「需要サイド」の政策を重視、という2つの考え方が対極にあった。震災前の政策対応を振り返ると、小泉政権下の一時期を除けば、規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分であったと言わざるを得ない。また、「財政再建」への取り組みも、わが国が膨大な経常黒字を有するなかで、財政赤字拡大に伴う「国債暴落」の懸念が切迫したものではなかったこともあり、遅々として進まなかった。

図表6：東日本大震災前の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

図表7：東日本大震災後の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

東日本大震災による 5つの構造変化

しかしながら、東日本大震災の発生で、日本経済を取り巻く環境は激変する可能性がある。結論を予め述べれば、震災の前後で、日本経済を取り巻く環境は、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。こうした構造変化は、「ゆで蛙」の様であった日本経済を、いきなり熱湯の中に投げ込む程の衝撃を与えるだろう。

①財政赤字の拡大

第一に、今後は、震災後の復興に向けた巨額の資金調達が必要となるため、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

②経常黒字の縮小

第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常黒字を縮小させる可能性がある。

③「円高」から「円安」 へ

第三に、為替市場では、①日本と海外の金利差が拡大すること、②東日本大震災を受け急速な円高が進行した後、2011年3月にG7諸国の円売り協調介入が行われたこと等から、当面「円安」の進行が予想される。

④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」へ

第四に、世界経済の潮流が着実に「インフレ」へと向かうなか、今後はわが国の「デフレ」基調も曲がり角を迎える可能性がある。東日本大震災の悪影響（電力不足、「サプライチェーン（部品供給網）」の寸断等）や投機的な商品価格上昇といった「供給ショック」が続けば、わが国では良性的「インフレ」ではなく、悪性の「スタグフレーション（不況下の物価高）」に見舞われるかも知れない。当社は、日本が「復興需要」に支えられて最終的に「デフレ」から脱却する時期は2013年初頭と見ているが、当面極めて不安定な物価環境が続くことは間違いないだろう。

⑤長期金利は「低下」 から「上昇」へ

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが生じている。財政赤字の拡大を受け、国債の発行が急増し国債市場の需給環境が悪化すると観測が根強い。また、わが国では経常黒字の縮小が見込まれることから、ここまで国債市場を支えてきた「日本国債は国内で95%が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」という神話の信憑性が低下している。さらに、民間企業の資金需要が強まってくると、金融機関が債券投資に振り向ける余剰資金の減少が見込まれる。国債価格の下落（＝長期金利上昇）は、国債の利払い負担の増加を通じて、わが国の財政赤字の持続可能性に更なる疑問を投げ掛けることになるだろう。

3.2. 「クラウドイングアウト」阻止に向け、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持が重要

今後の政策課題も大きく変化する可能性

東日本大震災後の日本経済を取り巻く環境の激変は、政府・日銀が講ずるべき政策対応にも大きな変更をもたらす。震災前のわが国で必要とされた政策は、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であったが、現実には規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分で、「財政再建」への取り組みも遅々として進まなかった。これに対して、震災後は、「供給サイド」の政策と「財政再建」への取り組みが従来以上に重要となる。日本政府は、長年先送りしてきた2つの宿題を突きつけられたとも言える。

政策対応上のポイント①：「供給サイド」の政策

第一に、今回の震災は、「リーマン・ショック」の様な「需要ショック」ではなく、生産設備の毀損や電力不足問題の発生といった「供給ショック」の側面が強い。財政出動を中心とする「需要サイド」の政策に関しては復興需要への対応を中心にピンポイントで必要不可欠な範囲で発動する一方で、電力不足問題の解消を中心とする「供給サイド」の政策を従来以上に重視すべきだ。さらに、中長期的な課題である、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定（TPP）への参加などの「供給サイド」の政策に関しては、日本経済の体質を改善し「産業空洞化」を防ぐ意味で、東日本大震災の発生を「口実」に先送りすることなく、着実に実行する必要がある。

政策対応上のポイント②：「財政規律」の維持

第二に、今回の震災の様な「供給ショック」が起きた際に最も警戒すべきは、「クラウドイングアウト（大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと）」の発生である。長期金利の上昇を防ぐ意味で、日本政府の「財政規律」維持に向けた中長期的なコミットメントが不可欠だ。勿論、震災に伴う復興費用はあくまで一時的な経費なので、必ずしも直ちに増税を行う必要はないが、景気動向を睨みつつ将来的な「復興連帯税」の導入等を担保する仕組みを構築すべきだ。

大震災後の日本経済の構造変化を踏まえた適切な政策対応が望まれる

わが国の政策当局には、東日本大震災発生による日本経済を取り巻く環境の構造的な変化を認識した上で、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持を柱に据えた、適切な政策対応を望みたい。我々は、政府・日銀の適切な政策が講じられ、国民が一丸となって努力すれば、日本経済は必ずや「不死鳥」の様に復活すると確信している。

図表 8 : 日本経済・金利見通し

(予) →

	2010. 10-12	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	2010年度	2011年度	2012年度
実質GDP (前期比年率%)	-2.9	-3.5	-2.7	1.2	4.1	4.5			
[前年比%]	2.2	-1.0	-1.4	-2.0	-0.3	1.7	2.3	-0.3	3.4
経常収支 (季調済年率、兆円)	17.3	13.0	12.6	11.1	10.1	9.3	15.7	10.8	11.8
失業率 (%)	5.0	4.7	4.8	5.0	5.2	5.2	5.0	5.1	4.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2005=100) [前年比%]	-0.5	-0.2	0.2	0.3	0.1	0.0	-0.8	0.2	0.3
	2010. 10-12	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	2010年度	2011年度	2012年度
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債長期物) (期中平均、%)	1.04	1.24	1.18	1.15	1.25	1.30	1.15	1.22	1.40

(注) 予測値は原則として大和総研・第169回日本経済予測 (改訂版) による。

(出所) 各種統計より大和総研作成