

2011年9月20日 全17頁

# 日本経済見通し：日本経済が抱える3つの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

## ①原発停止に伴う生産の低迷、②海外経済の下振れ、③円高の進行、に要注意

### [要約]

- 経済見通しを改訂：2011年4-6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+0.1%（前回予想：同±0.0%）、2012年度が同+2.6%（同：同+2.6%）である。
- 日本経済のメインシナリオ：今後の日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を辿る展開が予想される。現時点で、当社は、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%ポイント程度と試算している。
- 日本経済の3つのリスク要因：今回のレポートでは、日本経済が抱える3つのリスク要因について検証した。日本経済のリスク要因としては、①原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、の3つに留意が必要である。仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質 GDP に対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性がある。他方で、現状の米国では、世界大恐慌期やわが国の平成不況期とは異なり、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの理由から、財政・金融面の「出口戦略」を急ぐことがなければ、「デフレスパイラル」を伴うような「長期構造不況」は回避される公算が大きい。為替相場に関しては、米国の通貨当局が、本格的な「ドル防衛策」に乗り出すか否かが焦点となろう。

## 1. はじめに～日本経済の現状と展望～

### 経済見通しを改訂

2011年4-6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+0.1%（前回予想：同±0.0%）、2012年度が同+2.6%（同：同+2.6%）である。今後の日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を辿る展開が予想される。当社は、今回の予測の前提条件として、世界経済に関しては、2012年にかけて緩やかに拡大すると想定している。

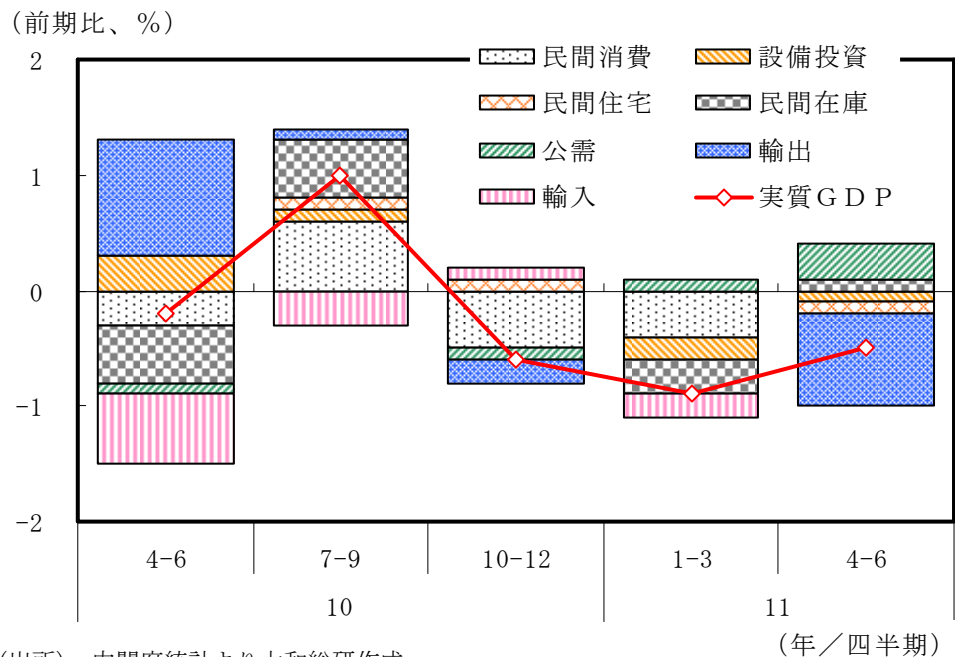
### 2011年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は3四半期連続のマイナス成長となり、市場コンセンサスどおりの結果

2011年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲2.1%（前期比▲0.5%）と3四半期連続のマイナス成長となり、市場コンセンサス（同▲2.1%、同▲0.5%）どおりの結果であった（**図表1**）。実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を見ると、内需（一次速報：+0.4%ポイント→二次速報：+0.2%ポイント）が3四半期振りのプラス寄与となった一方で、サプライチェーン寸断に伴う輸出の低迷を主因に、外需（同：▲0.8%ポイント→同：▲0.8%ポイント）が4四半期連続のマイナス寄与であった。なお、GDPデフレーターは前年比▲2.2%と市場コンセンサスどおりの結果となり、7四半期連続で低下した。

### 日本経済は、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を辿る見通し

2011年4-6月期の実質GDP成長率は3四半期連続のマイナスであったが、これは、東日本大震災直後の2011年3-4月に日本経済が急速に悪化したことを受け「発射台」が低くなった為であり、5月以降、日本経済は着実な回復傾向にある。今後に関しても、日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて、回復軌道を辿る展開が予想される。ただし、日本経済のリスクシナリオとして、①今後、各地の原子力発電所で、定期検査後に自治体の同意が得られず運転再開が出来ないような事態が頻発（仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性）、②世界的な金融市場の混乱を受け海外経済が下振れ、③円高が進行、などのケースに一定の留意が必要となろう。

図表1：わが国の実質GDP成長率



## 2. 日本経済のメインシナリオ：2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復

### 2.1. 東日本大震災が日本経済に与える影響

東日本大震災の影響は、2011年度の実質GDP成長率を1.4%ポイント押し下げ

本章では、今後の日本経済のメインシナリオについて考察する。最初に、2011年3月11日（金）に発生した東日本大震災が日本経済に与える影響について、現時点での再評価を行いたい。図表2に示した通り、当社は、現時点で、東日本大震災は2011年度の実質GDP成長率を1.4%ポイント程度押し下げると試算している。

2011年度の実質GDPを押し下げる4つのルート

東日本大震災は、基本的に4つのルートを通じて2011年度の実質GDPを0.8%程度押し下げる。現時点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：▲0.1%）」「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」「③消費者マインド悪化などによる個人消費の下振れ（同：▲0.5%）」「④5円の円高・ドル安が進行（同▲0.1%弱）」という4要因を織り込んでいる。

図表2：東日本大震災がわが国の実質GDPに与える影響（2011年度）

<p><b>I. 実質GDPの押し下げ要因：▲0.8%</b></p> <p>&lt;メインシナリオ&gt;</p> <p>① サプライチェーンの寸断による生産減⇒▲0.1%</p> <p>② 電力不足による生産減⇒▲0.1%</p> <p>③ 消費者マインド悪化等による個人消費下振れ⇒▲0.5%</p> <p>④ 5円の円高・ドル安が進行⇒▲0.1%弱(2012年度は▲0.3%)</p> <p>&lt;リスクシナリオ&gt;</p> <p>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</p> <p><b>II. 実質GDPの押し上げ要因：+0.5%程度</b></p> <p>・復興事業が本格化し、実質GDPを押し上げ</p> <p>— 失われた有形固定資産を5年間で回復すると想定→年平均+0.8%の押し上げ</p> <p>  { 固定資本形成(住宅)：5400億円/年</p> <p>  { 固定資本形成(非住宅)：3兆1000億円/年</p> <p><b>III. ネットベースの実質GDPに対する影響：▲0.3%</b></p> <p>・実質GDP成長率に対する影響は▲1.4%pt</p> <p>(1-3月期のGDPが下振れし、ゲタが震災前予測の+0.3%から▲0.8%へと1.1%pt低下した影響を考慮)</p>
--

(出所) 大和総研作成

前回予測からの変更  
点：「サプライチェーンの回復」は好材料だが、「円高の進行」などは懸念材料

上記の4要因のなかで、前回予測（2011年6月9日発表）との比較では、「①サプライチェーンの回復」は好材料だが、「④円高の進行」や「②電力不足による生産減」は懸念材料である。具体的には、「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：▲0.1%）」に関して、前回予測では、「震災の影響で自動車生産が100万台程度減少することで、2011年度の実質GDPが0.6%程度押し下げられる」と想定していたが、現時点では、サプライチェーンの回復を受け、自動車の減産台数は20万台程度に留まると見ている。他方で、足下の円高の進行を受け、前回予測時点では「リスクシナリオ」の位置づけであった「④5円の円高・ドル安が進行（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.1%弱）」を、今回は「メインシナリオ」に織り込んだ。なお、「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」に関しては、今回の予測では原発が順次稼働する展開をメインシナリオの前提としている。原発停止に伴う日本経済への悪影響は、次章で「リスクシナリオ」として検討するが、仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性があり、要注意である。

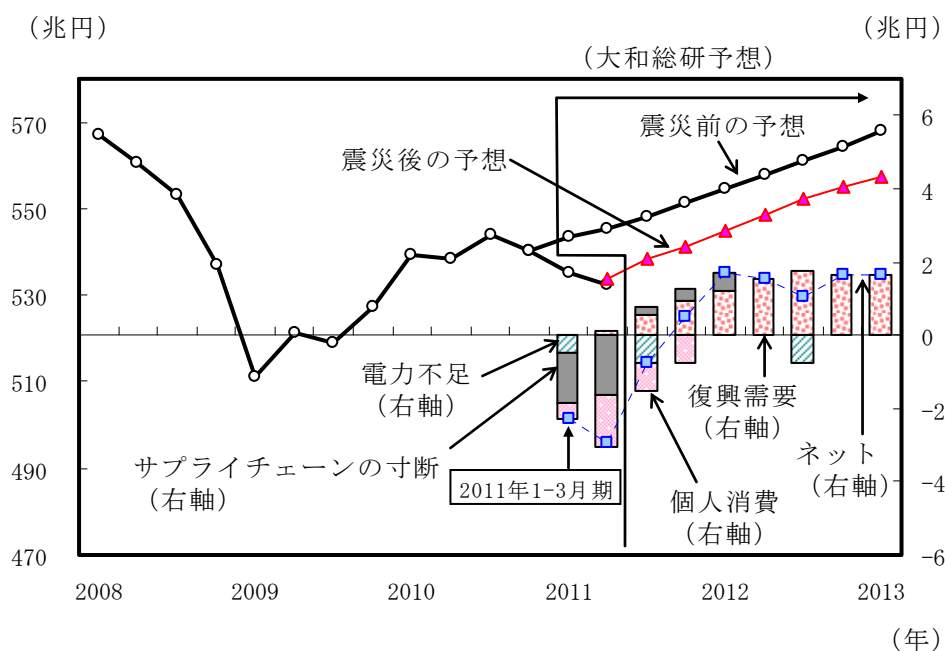
「復興需要」の想定を  
下方修正

他方で、今回の予測では、「復興需要」に関する想定を下方修正した。具体的には、前回予測では、「復興需要が2011年度の実質GDPを+0.8%押し上げる」と想定していたが、今回の予測では、政治情勢の混乱に伴う補正予算編成の遅れなどを勘案し、「+0.5%程度の押し上げに留まる」との見方に修正した。公共投資が本格化するタイミングに関しても、従来は2011年10-12月期と想定していたが、今回の予測では、2012年1-3月期に後退させた。

## 東日本大震災がわが国の実質GDPに与える影響

図表3に、東日本大震災がわが国の実質GDPに与える影響を時系列で示した。2011年4-6月期まで、わが国の実質GDPを大きく下押しした「サプライチェーンの寸断」は急速に改善している。「個人消費」は底入れ傾向にあるが、2011年一杯は、震災前との比較では下振れした状態が続こう。他方で、当社のメインシナリオでは、「電力不足」が夏場に実質GDPを若干下押しすると想定している。これに対して、2011年10-12月期以降は、「復興需要」が日本経済を下支えする展開が予想される。この結果、日本経済は、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を進む公算が大きい。

図表3：今回の震災が日本経済に与える影響



- (注1) 復興需要は、民間消費、民間住宅、民間設備投資、民間在庫、政府消費、公的固定資本形成、輸入について、阪神・淡路大震災後の復興のパターンをベースに作成。
- (注2) 電力供給（全国ベース）が需要に対して2011年7-9月期は5%、冬場は不足ゼロ、12年7-9月期も5%不足すると仮定。
- (注3) 個人消費の変動は、買いだめ品目について、3-5月に通常の1割増し、マインドの影響を受けやすい品目については、3-12月は通常の5%減、さらに3-5月は買いだめ出費増分相当の減少（10%相当）、その他の品目については不変と仮定。
- (出所) 各種統計より大和総研作成

## 2.2. 企業部門：設備投資は底入れするが、中長期的な「空洞化」の懸念は拭えず

### 企業部門の動向

以下では、日本経済の部門別の動向について検討していきたい。企業部門では、「サプライチェーン」が急速に回復するなか、2012年にかけて設備投資は着実に増加すると見ているが、中長期的に「空洞化」が進行する可能性には警戒が必要と考えられる。

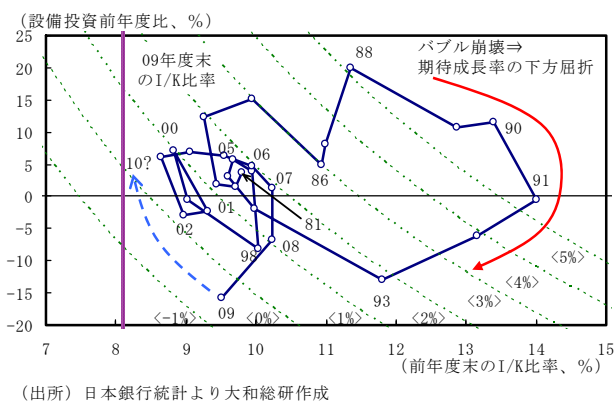
2012年にかけて、資本ストック循環などから見て、設備投資は徐々に底入れに向かう

第一に、資本ストック循環などから見ると、2012年にかけて、設備投資は徐々に底入れに向かう見通しである。わが国では、設備のストック調整が着実に進展している。経済学の教えるところによれば、縦軸に「設備投資（フロー）の伸び率」、横軸に前年末の「設備投資（フロー）／設備ストック」ととると、右回りのサイクルを描くことが知られている。この右回りのサイクルと、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。図表4に、わが国の資本ストック循環を示した。現時点で資本ストック調整は十分に進展しており、たとえ0%の期待成長率を前提にした場合でも、2010～11年度の実質設備投資はプラスに転じる可能性が高い。実際、法人企業統計によれば、設備投資は減価償却費を大きく下回る水準（すなわち純投資がマイナス）での推移が続いている。「純投資がマイナス」に陥ることは過去50年間以上に亘り殆ど見られなかった現象であり、企業が設備投資を削減し過ぎてしまった可能性が示唆される。機械受注統計の動きなどから見ると、GDPベースの設備投資は、2012年には本格回復が視野に入るものと考えられる。

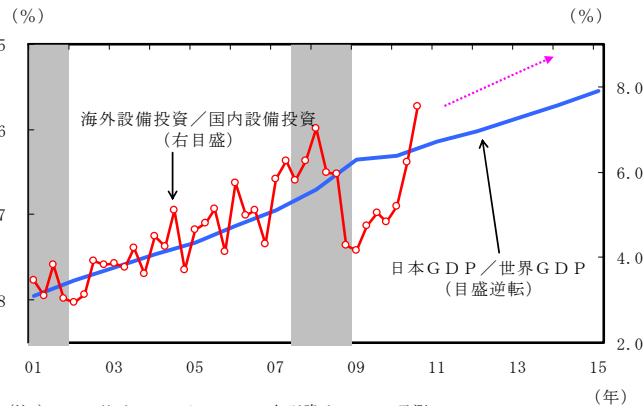
中長期的な「空洞化」進行の懸念が強まる

他方で、中長期的により一層深刻な問題は、東日本大震災をきっかけに、日本企業の海外進出が加速し「空洞化」が進行する懸念である。図表5に示した通り、わが国では「海外設備投資／国内設備投資」の比率が「日本のGDP／世界のGDP（逆目盛）」とトレンドとして似通った動きをしている。「日本のGDP」の伸びは、趨勢的に「世界のGDP」を下回っているので「空洞化」は自然な流れとも言える。今回の震災の影響で、「空洞化」の進行が従来以上のスピードで加速する可能性が高まっていることが、日本経済に暗い影を投げ掛けている。日本政府は、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など）を従来以上に加速し、わが国の期待成長率を高める必要があるだろう。

図表4：日本 資本ストック循環



図表5：海外設備投資比率



### 2.3. 家計部門：所得・雇用環境の悪化などから個人消費の回復は緩慢

#### 家計部門の動向

家計部門に関しては、所得・雇用環境の悪化などから、当面、個人消費の回復ペースは緩慢とみられる。

#### 過去の事例では、個人消費の下振れは一時的

歴史的に、今回の震災同様、個人消費に対する悪影響が懸念された先例としては、「①1995年の阪神・淡路大震災」「②2001年の米国同時多発テロ」が挙げられる。これらのケースでは、個人消費の下振れはあくまで一時的で、翌四半期以降、個人消費は着実に回復に向かった。2001年に米国で同時多発テロが起きた後は「個人消費を抑制し米国経済が悪化すればテロリストの思う壺だ」との世論が高まり、国を挙げた積極的な消費活動が展開されたことは有名な話だ。

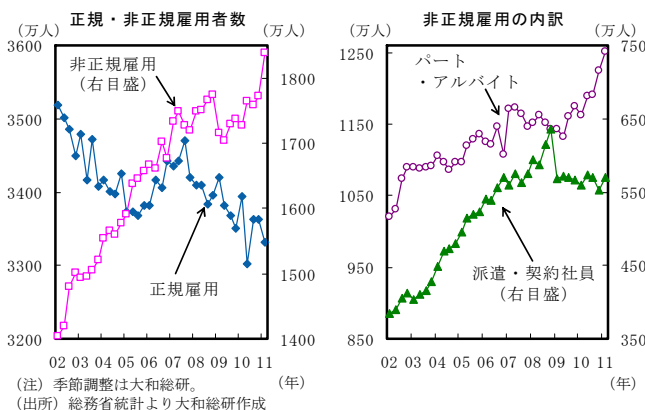
#### 今回は消費者マインドの悪化が深刻

しかし、今回の震災は、これらの先例と比べ日本国民に与える心理的なダメージが遥かに大きいとみられる。原発事故の発生、電力不足問題などが、消費者マインドに暗い影を投げ掛けている。ミネラルウォーター、ティッシュペーパーといった生活必需品に対する需要が一時的に高まる局面はあるにせよ、消費者マインドの改善が遅れるなか、全国的に消費活動が脆弱な状態が続くだろう。

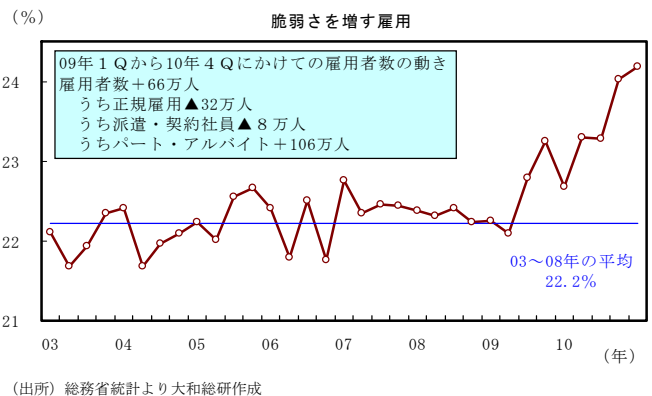
#### 東日本大震災を受け所得・雇用環境は悪化する見通し

東日本大震災発生を受け、所得・雇用環境が悪化するとみられることも、個人消費の悪材料である。図表6・図表7に示した通り、わが国の雇用情勢は「リーマン・ショック」後の急速な落ち込みを経て大きく改善したが、その構造はきわめて脆弱だ。2009年第1四半期から2010年第4四半期にかけて雇用者数は+66万人増加した。しかし、その内訳を見ると、「正規雇用者」が▲32万人、「派遣・契約社員」が▲8万人、「パート・アルバイト」が+106万人と、「パート・アルバイト」に極端に偏った増加となっている。今回の震災発生で最もあおりを受けるのは、雇用が不安定な「パート・アルバイト」であろう。日本政府は潤沢な「雇用調整助成金」を用意しているが、「パート・アルバイト」はその枠外である場合も多く、雇用情勢が悪化する可能性を警戒すべきだ。

図表6：雇用の内訳



図表7：雇用者に占めるパート・アルバイトの割合



### 3. 日本経済の3つのリスク要因

#### 3.1. リスク要因①：原発停止に伴う生産の低迷

##### 日本経済の3つのリスク要因

本章では、日本経済の3つのリスク要因について考察したい。当社は、日本経済のリスク要因として、①原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、という3点に留意が必要であると考えている。

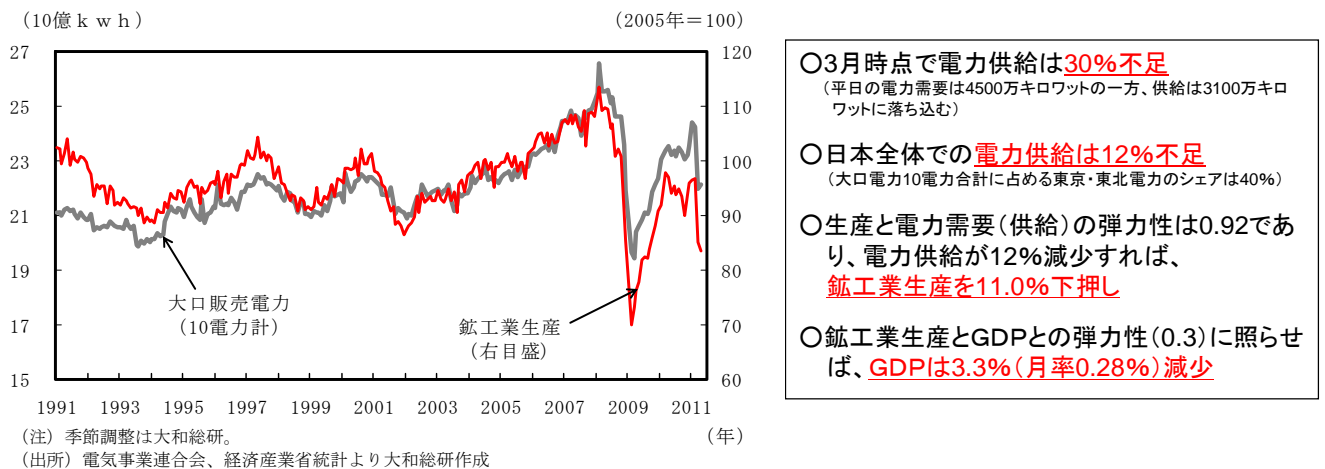
##### 原発停止に伴う生産の低迷

日本経済の第一のリスク要因は、全国の原子力発電所が相次いで停止する可能性が生じていることである。原発事故の発生を受けた電力不足は日本経済にとって死活問題となりかねない。菅政権の原子力発電所の再稼働問題への対応が迷走を続けたことが、事態をより一層混乱させている。今後、各地の原子力発電所で、定期検査後に自治体の同意が得られず運転再開が出来ないような事態が頻発すると、電力不足問題が深刻化するリスクが強まろう。

##### 電力不足が日本経済に与える影響

実際のデータを用いて、わが国では鉱工業生産と大口販売電力量がきわめて密接な関係を有することを説明したい。図表8に、鉱工業生産と大口販売電力量の関係を示した。東日本大震災発生直後の2011年3月時点で、平日の電力需要4,500万キロワットに対して、供給が3,100万キロワットに落ち込んだことから、電力供給は30%不足していた。大口販売電力（10電力合計）に占める東京電力・東北電力のシェアは40%なので、日本全体での電力供給が12%不足する計算だ。生産と電力需要（供給）の弾力性は0.92程度（=電力供給が1%減少すると鉱工業生産は0.92%程度減少）であることを勘案すると、仮に、電力供給が12%減少した場合、鉱工業生産は11.0%（=12%×0.92）下押しされる。さらに、鉱工業生産とGDPの弾力性は0.3程度（=鉱工業生産が1%減少するとGDPは0.3%程度減少）なので、最終的に、2011年3月並みの電力不足が1年間継続すると、わが国のGDPは3.3%（=11%×0.3）減少する計算となる。仮に、2011年3月並みの計画停電が1か月間行われると年間のGDPは0.28%（=3.3%÷12か月）減少することになるのだ。

図表8：鉱工業生産と大口販売電力量





仮に、わが国で全ての原発が停止すると、電力料金の値上げを受け、実質GDPは1%以上低下する恐れ

仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、電力料金は+15~20%程度の値上げを余儀なくされるとみられる。例えば、日本エネルギー経済研究所の試算によれば、全ての原子力発電所が運転停止し、火力発電所で発電を代行した場合、液化天然ガス(LNG)や石炭など燃料調達費が増えるため、2012年度の標準家庭の電気料金は18%程度上昇する見通しだ。**図表9**で、電力料金の値上げがわが国の実質GDPに与える影響に関するシミュレーション結果を示した(→推計方法の詳細などについては、**長内智・斎藤勉「電力料金の値上げによる生産への影響について(2011年8月5日付)」**を参照されたい)。試算結果については、ある程度の幅を持って見る必要があるものの、仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性がある、と見ておくべきであろう。

中長期的なエネルギー戦略の再構築が必要

「電力の安定供給」は第二次世界大戦後の日本経済復興にとって不可欠の条件であった。日本政府は、当面の電力不足問題を解決すると同時に、今回の原発事故を受けた中長期的なエネルギー戦略の再構築に取り組む必要がある。我々は、「電力の安定供給」と「安全性」という2つの価値を比較衡量し、「ベストミックス」のエネルギー戦略を再構築するという難問に、正面から取り組まねばならないのである。

図表9：電力料金の値上げが鉱工業生産・実質GDPに与える影響

電力料金の値上げ率	電力需要		鉱工業生産		実質GDP	
	楽観シナリオ	悲観シナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ
<ケース1> +20%	▲2.4% ~ ▲5.0%		▲2.3% ~ ▲4.7%		▲0.7% ~ ▲1.4%	
<ケース2> +15%	▲1.8% ~ ▲3.8%		▲1.7% ~ ▲3.5%		▲0.5% ~ ▲1.1%	
<ケース3> +10%	▲1.2% ~ ▲2.5%		▲1.1% ~ ▲2.4%		▲0.3% ~ ▲0.7%	
<ケース4> +5%	▲0.6% ~ ▲1.3%		▲0.6% ~ ▲1.2%		▲0.2% ~ ▲0.4%	

(注) 電力料金と電力需要の弾性値は楽観シナリオが▲0.12、悲観シナリオが▲0.25%。

電力需要と生産の弾性値は0.94、生産と実質GDPの弾性値は0.30。

弾性値は全て大和総研推計。

(出所) 大和総研

### 3.2. リスク要因②：世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ

海外経済下振れのリスク

日本経済の第二のリスク要因は、世界的な金融市場の混乱を受け海外経済が下振れする可能性が生じていることである。

米国では個人消費の回復力は脆弱

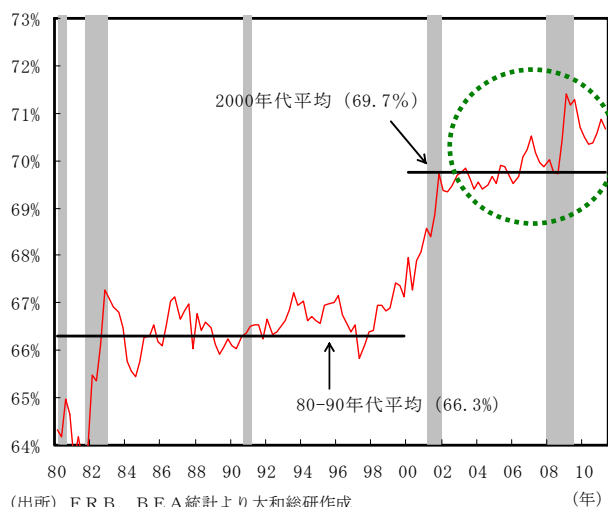
「世界経済のメインエンジン」とも言っても過言ではない、米国では、個人消費の回復力は脆弱とみられる。米国では「過剰消費問題」が依然として解決していない。図表10は、米国の実質個人消費が実質GDPに占める割合を見たものである。1980-90年代の平均では66%程度に過ぎなかった同比率は、2000年以降、7割を大きく超えている。米国では依然として「過剰消費」の調整が完了していない可能性があるのだ。

米国の貯蓄率にも依然上昇余地が残る

米国の貯蓄率にも依然上昇余地が残る。図表11は、米国の個人部門のバランスシートの状況と、貯蓄率の関係を見たものである。歴史的に見て、両者の間には、緩やかな相関が存在する。米国の個人部門のバランスシートが住宅価格下落の影響などから悪化していることを勘案すると、米国の貯蓄率は依然として上昇余地が残る状況だ。貯蓄率の上昇は個人消費の抑制を意味する為、米国の経済成長率を当面抑え込む効果を持つことが懸念される。

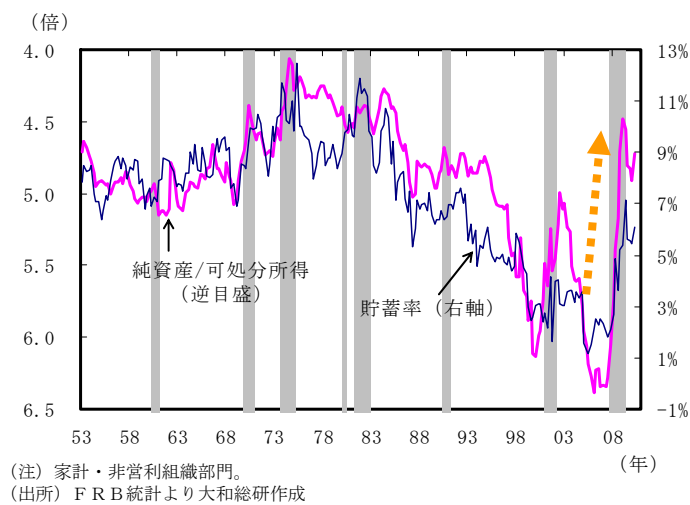
図表 10 :

米国 実質個人消費が実質GDPに占める割合



図表 11 :

米国 個人部門のバランスシートと貯蓄率の関係



「長期構造不況」の3条件：米国が長期構造不況に陥る可能性は限定的

しかしながら、米国経済は、1930年代の世界大恐慌やわが国の平成不況のような「長期構造不況」に陥っている訳ではない。図表12で、1930年代の世界大恐慌、わが国の平成不況、米国と欧州の現状を比較した。現状の米国は、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの面で、世界大恐慌期やわが国の平成不況期に共通する「長期構造不況」の3条件を基本的に満たしていない。従って、米国が、財政・金融面の「出口戦略」を急ぐことがなければ、メインシナリオとして、「デフレスパイラル」を伴うような「長期構造不況」（所謂”Japanization”）は回避されると見るべきだ。他方で、欧州諸国に関しては、①政策対応の遅れ、②労働市場の硬直性、③金融システム不安の残存などから、「長期構造不況」に陥るリスクを一定程度警戒する必要があるだろう。

図表12：「長期構造不況」の条件

長期構造不況の条件	世界恐慌	平成不況	米国の現状	欧州の現状
① 政策対応の失敗	×	×	○	△
② 実質賃金高止まり → 設備投資の長期低迷	×	×	○	△
③ 金融システムの毀損	×	×	○	△

(注) 長期構造不況の条件について

× (=満たしている)、△ (=ある程度満たしている)、○ (=満たしていない) を付した。

(出所) 大和総研

「長期構造不況」の条件②：実質賃金高止まり→設備投資の長期低迷

「長期構造不況」に共通する上記3条件のなかで、特に重要なのが、第二の条件である「時間当たり実質賃金の高止まり、及び、その結果としての設備投資の長期低迷」である。世界大恐慌期、平成不況期の時間当たり実質賃金の動きを見ると、長期不況下であるにも拘わらず、名目賃金の下方硬直性と物価の急速な低下を背景に高止まりしていたことが確認できる。世界大恐慌期には、1929年にフーバー大統領と企業経営者との間で労働者の名目賃金を維持するという協約が交わされたことが、賃金調整の足枷となった。わが国でも、サービス産業の規制緩和の遅れ、大企業を中心とする終身雇用制の残存、労働の流通市場の未整備などを背景とする、過剰雇用、実質賃金の高止まりに伴う高水準の労働分配率が、企業の資本収益率低迷を助長した。

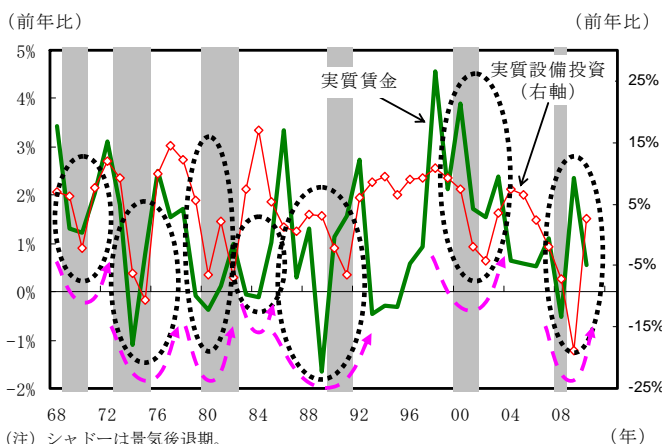
米国には「労働市場の柔軟性」を基点とする、設備投資回復のサイクルが存在

実質賃金の高止まりは、企業収益の悪化などを通じて、設備投資の低迷を長期化させる。硬直的な賃金構造が企業利潤を圧迫するとともに、失業率の上昇、設備稼働率の低下が不況をより一層深刻化させるのである。日本経済が、2000年代に入り、実質賃金の大幅な調整を経て、企業部門が主導する形で息の長い景気拡大局面に入ったのは記憶に新しいところである。これに対して、米国では、労働生産性との比較において実質賃金が適正に管理されており（不況期には柔軟に賃下げを実施）、世界大恐慌や平成不況のような設備投資のスパイラル的な減少に至る可能性は低いものと判断される。事実、**図表 13**を見ると、米国では、「実質賃金の調整→設備投資の増加」という形で、「労働市場の柔軟性」を基点とする、設備投資回復のサイクルが明確に存在する。

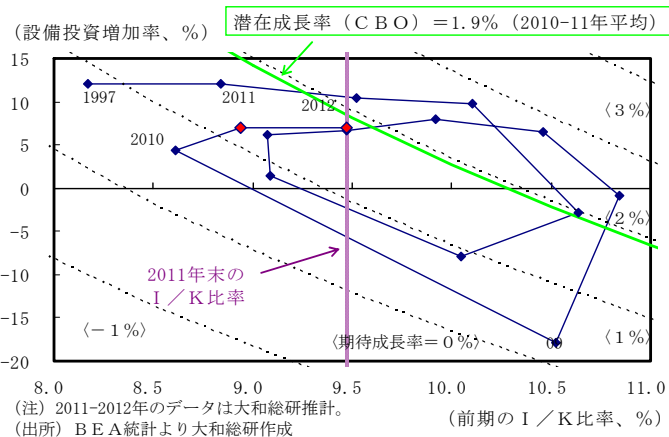
米国における資本ストック循環は総じて良好な状態

この結果、米国では、資本ストック循環などから見て、設備投資の緩やかな回復が続くことが期待される。縦軸に「設備投資の伸び率（フロー）」、横軸に前年末の「設備投資（フロー）／設備のストック」をとると、右回りのサイクルを描くことが知られている。この右回りのサイクルと、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。**図表 14**に、米国の資本ストック循環の動向を示した。資本ストック循環から判断すると、今後の期待成長率が急低下しない限り（なお、米議会予算局は米国の潜在成長率を+2.3%程度と見ている）、2011～12年にかけて、設備投資は緩やかな増加が続くものと予想される。

図表 13：米国 賃金と設備投資の関係



図表 14：米国 資本ストック循環



「長期構造不況」の条件③：金融システムの毀損

米国では「金融システム不安」が大きく後退

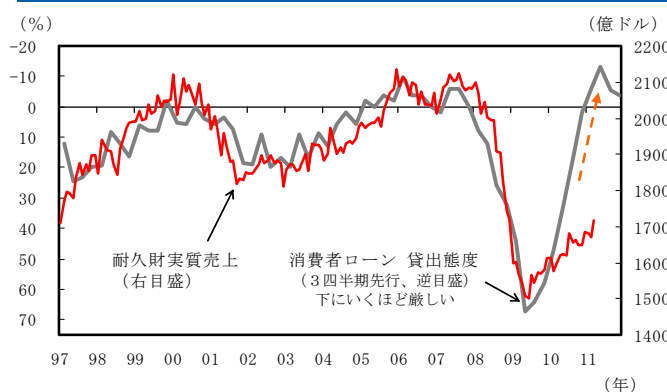
金融市場でも、米国における銀行貸出リスクへの警戒感は希薄

「長期構造不況」に共通する、第三の条件である「金融システムの毀損」が起きていることも、米国経済が「ハードランディング」に至る可能性を低下させている。

米国では、「リーマン・ショック」後と比べ「金融システム不安」が大きく後退している。図表 15 に示した通り、米国では「貸出態度」と「耐久財の売上」の間に強い相関がみられる。つまり、耐久財の売上はファイナンス面から金融機関の貸出態度に大きく依存しているのである。貸出態度が、「リーマン・ショック」で急速に悪化した後、大きく改善していることを勘案すると、今後、耐久財の売上についても緩やかな増加傾向が続くものと予想される。

2011 年夏場の世界的な株価暴落局面でも、米国では、銀行貸出リスクへの警戒感が強まっている訳ではない。図表 16 に示した通り、米国では株価の暴落を受けて「VIX 指数（別名「恐怖指数」とも呼ばれる、米株式相場の変動性を示す指数）」こそ上昇しているものの、銀行の貸出リスクを示す「LIBOR-OIS（ドル）」は、「リーマン・ショック」後を遥かに下回る水準で推移している。今回の「米国債価格下げ」を「リーマン・ショック」の再来と見る向きもあるが、金融システムの健全性が全く異なっているという点は、十分認識しておく必要があるだろう。

図表 15：米国 貸出態度と耐久財売上



図表 16：米国の銀行貸出リスクと株式市場の混乱



### 3.3. リスク要因③：円高の進行

10円の円高で、2011年度の実質GDPの水準は0.1%低下

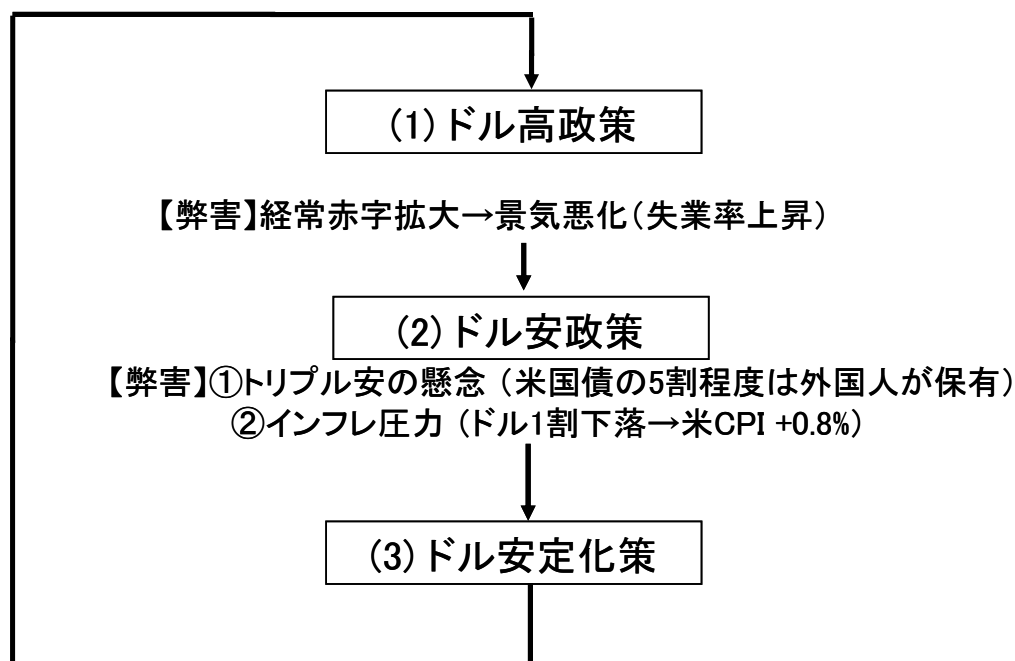
日本経済の第三のリスク要因は、円高の進行である。ドル円相場が標準シナリオと比べて10円円高になると、わが国の実質GDPの水準は2011年度で▲0.1%、12年度で▲0.6%低下する計算となる。企業収益面では、想定レートに対して、10円円高になった場合の経常利益への影響は2011年度で▲10.9%（うち、ドル安の影響が▲8.6%、ユーロ安の影響が▲2.3%）、2012年度でも▲9.5%（うち、ドル安の影響が▲7.3%、ユーロ安の影響が▲2.2%）と試算される（→詳細は、大和証券キャピタルマーケット金融証券研究所「2010～2012年度の企業業績見通し（2011年6月7日付）」参照）。

米国の通貨戦略のサイクル

- (1) ドル高政策
- (2) 介入などによるドル下落・ドル安放任
- (3) ドル安定化

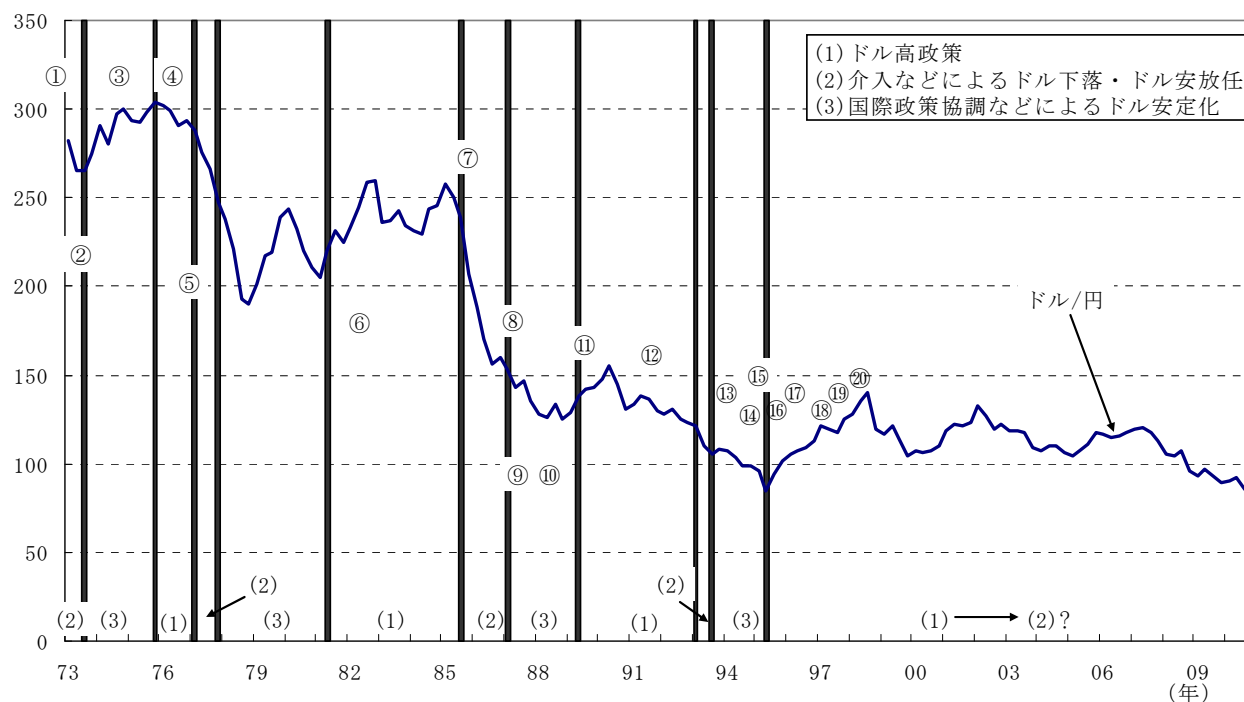
今後に関しては、米国の通貨当局が、本格的な「ドル防衛策」に乗り出すか否かが焦点となろう。米国の通貨当局は、1970年以降、きわめて単純化していえば、「(1)ドル高政策→(2)介入などによるドル下落・ドル安放任→(3)国際政策協調などによるドル安定化」という政策サイクルを繰り返してきた（図表17）（図表18）。すなわち、「(1)ドル高政策」の結果、経常赤字が許容できない水準まで拡大すると、米国の通貨当局は、「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」を図る。その後、ドル安がオーバーシュート気味に進展し、米国におけるインフレ圧力昂進、米国金融市場の混乱などが懸念される状況になると、「(3)国際政策協調などによるドル安定化」を模索する。さらに、ドルが安定化するなかで、米国の対外不均衡が縮小すると、「(1)ドル高政策」へと回帰する。

図表17：米国の通貨戦略のサイクル



(出所)大和総研

図表 18 : 米国の通貨戦略のサイクル



年月	出来事
① 73. 3	変動相場制へ移行
② 73. 7	バーンズ連銀議長＝シュルツ財務長官のドル買い介入宣言(「ドル安→インフレ」阻止の目的)
③ 75. 11	ランブイエ・サミット：ドル安定を目的とした国際協調体制の構築
④ 77. 2	ブルメンソール財務長官のドル安発言「円過小評価論」「日独機関車論」
⑤ 77. 12	カーター大統領「ドル防衛」の意思表明→78. 11 カーター大統領「ドル防衛策」
⑥ 81. 4	リーガン財務長官＝スプリンケル財務次官の為替市場非介入宣言
⑦ 85. 9	プラザ合意「ドル安」政策を採用
⑧ 87. 2	ルーブル合意：「ドル安定」を表明
87. 4	ワシントン合意：「ドル安定」を確認
⑨ 87. 10	ブラック・マンデー
⑩ 87. 12	クリスマス合意「一層のドル安阻止」
⑪ 89. 4	ワシントン G7「ドル高抑制」を確認
⑫ 93. 2	フォーリー下院議長「クリントン大統領は円高を望んでいる」
93. 4	バンツェン財務長官「米国の輸出促進に繋がる円の上昇を支持する」
	クリントン大統領「日米貿易不均衡で具体的な成果を出すには第一に円高、第二に景気刺激策」
	FRBドル買い介入
	サマーズ財務次官「米政府の為替政策の誤解を解くには今が適当」
⑬ 95. 4	ワシントンG7「為替相場の秩序ある反転を望む」
⑭ 95. 7	日米協調介入。日市場金利低め誘導
⑮ 95. 11	米通貨当局ドル買い介入
⑯ 97. 2	ベルリンG7「為替相場の著しい不均衡は是正」
⑰ 97. 4	ワシントンG7「大幅な対外不均衡が再現する恐れのある為替相場を回避することが重要」
⑱ 97. 6	榊原大蔵省国際金融局長「行き過ぎた為替の動きには断固として対処する」
⑲ 97. 9	香港G7「対外不均衡をもたらすような過度の下落を避けることが重要」
⑳ 98. 6	日米協調円買いドル売り介入

(出所) 総務省、財務省、米国労働統計局、FRB、Haver Analyticsなどより大和総研作成

米国の通貨戦略を規定する3つのファクター

**図表 19** に示した通り、米国の通貨戦略のサイクルは、基本的に、「①米国の経常収支」「②米国のインフレ圧力」「③米国金融市場の動向」3つのファクターによって決定されている。すなわち、「①米国の経常収支」悪化が懸念されると「(1)ドル高政策」から「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」へと移行し、その後、経常赤字が頭打ちになると「(3)ドル安定化策」を講ずる。「②米国のインフレ圧力」が限定的な時点で「(1)ドル高政策」から「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」へと転換し、インフレ懸念が強まると「(3)ドル安定化策」をとる。「③米国金融市場」が安定している時に「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」を採用し、金融市場が混乱すると「(3)ドル安定化策」に移行するのである。

米国の金融市場とインフレの動向次第では、米国が本格的な「ドル防衛策」を講ずる可能性も

ここまで米国は、「①米国の経常収支」改善による景気下支えを意図して、事実上の「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」政策を採用してきた可能性が高い。しかしながら、現状では、米国の通貨当局が、「②米国のインフレ圧力」「③米国金融市場の動向」への配慮から、ドル急落に端を発する「トリプル安」やインフレ圧力の昂進を回避すべく、「(3)ドル安定化策」へと移行する可能性が出てきた。2011年8月のG7で、わが国の通貨当局は、米国の通貨当局から、円売り介入に関する一定の「お墨付き」を得たとみられる。現時点で、米国は「(円売り)協調介入」は行わないまでも、わが国の通貨当局による「単独介入」をあからさまに批判するような状態ではないと考えられる。さらに、今後、①米債券相場の調整(=米長期金利の上昇)を受けた「トリプル安(ドル安・米債券安・米株安)」進行、②ドル安による輸入インフレ圧力の昂進、などのリスクが強まる局面では、米国の通貨当局のスタンスが「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」から「(3)国際政策協調などによるドル安定化」へと移行し、本格的な「ドル防衛策」を講ずる可能性が生じよう。

図表 19 : 米国の通貨戦略を決定する3つのファクター

	(1)ドル高政策	→	(2)介入等によるドル下落・ドル安放任	→	(3)ドル安定化策
①米国の経常収支	赤字幅拡大	→	赤字幅頭打ち		
(現状)					●
②米国のインフレ圧力	物価安定	→	インフレ懸念		
(現状)				●	
③米国金融市場の動向	安定	→	混乱		
(現状)					●

(注) 現在の位置を●で表示  
(出所) 大和総研作成



図表 20 : 日本経済・金利見通し

(予) →

	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-3.7 -1.0	-2.1 -1.1	5.2 -0.9	2.3 0.5	2.9 2.2	2.8 3.3	2.3	0.1	2.6
経常収支 (季調済年率、兆円)	13.0	7.4	8.9	7.9	6.7	7.1	16.1	7.8	8.5
失業率 (%)	4.7	4.6	4.7	4.9	4.9	4.8	5.0	4.8	4.7
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2005=100) [前年比%]	-0.8	-0.3	-0.1	-0.7	-0.8	-1.0	-0.9	-0.5	-0.4
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、%)	1.24	1.18	1.05	1.05	1.10	1.15	1.15	1.09	1.25

(注1) 予測値は原則として大和総研・第170回日本経済予測 (改訂版) による。

(注2) 2011年3月以降の失業率は被災3県 (岩手県、宮城県及び福島県) を除く失業率。

(出所) 各種統計より大和総研作成