

2012年4月19日 全10頁

日本経済見通し：日本銀行が抱える3つの課題

経済調査部

チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

日本経済は「三本の矢」に支えられて拡大が続くが、4つのリスクに要注意

[要約]

- 日本銀行が抱える3つの課題：最近、政府・与党や野党による「日銀包囲網」が強まっている。筆者は、わが国でデフレが継続してきた一因は日銀の金融緩和が不十分であったことにあると見ており、追加的な金融緩和の必要性を折に触れて主張してきた。今後、日本銀行は3つの課題への対応を迫られると考えられる。
- 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、①東日本大震災発生に伴う「復興需要」、②米国を中心とする海外経済の持ち直し、③日銀の事実上の「インフレ目標」導入を受けた円安の進行、という「3本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである。
- リスク要因：日本経済のリスク要因としては、①「欧州ソブリン危機」の深刻化、②地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、③円高の進行、④原発停止に伴う生産の低迷、の4点に留意が必要である。今回のレポートでは紙幅の関係もあり、特に重要性が高い上記①と②についてのみ、詳細な分析を行うこととした。第一に、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定した上で、日本経済に与える影響を算定したところ、最悪のケースでは、わが国の実質GDPは4%以上押し下げられる可能性がある。今後の「欧州ソブリン危機」の展開次第では、日本経済が「リーマン・ショック」並の打撃を受ける可能性が皆無ではない。第二に、イラン情勢緊迫化などを背景に原油価格が高騰した場合、日本企業の交易条件悪化などを通じて、日本経済が「ミニ・スタグフレーション（不況下の物価高）」に陥るリスクがある。

1. 日銀が抱える3つの課題

日銀包囲網が強まる

最近、政府・与党や野党による「日銀包囲網」が強まっている。筆者は、わが国でデフレが継続してきた一因は日銀の金融緩和が不十分であったことにあると見ており、追加的な金融緩和の必要性を折に触れて主張してきた。

日銀は事実上の「インフレ目標」を設定

2月14日の「バレンタインデー」に、日銀は事実上の「インフレ目標政策」を導入した。

日銀は「中長期的な物価安定の目途（Price Stability Goal）」を当面+1%とすることを決めた。この政策変更は、従来日銀が「物価安定の目途（ゴール）」ではなく「物価安定の理解（アンダースタANDING）」というわかりにくい表現を使ってきたのと比べれば大きな進歩である。金融市場は日銀の政策変更を好感し、株価は急騰して一時1万円台を回復、為替市場では大幅な円安が進行した。

日銀が抱える3つの課題

今回の日銀による「バレンタイン・プレゼント」は大いに評価できるが、今後、日銀は3つの課題への対応を迫られるであろう。

課題①：金融市場とのコミュニケーション能力の向上

第一の課題は、「金融市場とのコミュニケーション能力の向上」である。

筆者が海外の投資家と議論していると、「日銀は常に『タカ派』的だ」「日銀はデフレ下でも、常にインフレの心配をしている」といった批判を耳にすることが多い。

こうした議論には誤解も多く、日銀に伝えれば「自分達はそうではない」と答えるのだろうが、海外の投資家に理解してもらうところまでが日銀に課せられた「説明責任」であるとも言える。今後、日銀の海外投資家に対する情報発信には大いに改善の余地があるだろう。

課題②：物価上昇率の「目途（ゴール）」を+2%に引き上げ

第二の課題は、現在+1%としている消費者物価上昇率の「目途（ゴール）」を、米国並みの+2%に引き上げることだ。

わが国の物価統計には1%程度の「下方バイアス」が存在すると言われており、物価上昇率の実態は、消費者物価統計に表面上表れる数字より1%ポイント程度低いとの見方もある。こうした統計上の歪みなどを勘案すると、消費者物価上昇率の「目途」を、現在の+1%から+2%へと引き上げることは十分検討に値する。

課題③：「目途（ゴール）」を「目標（ターゲット）」に変更

第三の課題は、物価に関する「目途（ゴール）」を「目標（ターゲット）」へと変更することだ。

現在、日銀が採用している物価安定の「目途（ゴール）」は、厳格な意味での義務ではなく、努力目標的な意味合いが強い。

これに対して、英国では物価安定を「目標（ターゲット）」と位置づけている。すなわち、英国では物価上昇率の「目標（ターゲット）」達成の期限を区切り、一定期間内での達成を中央銀行に義務付けている。仮に英国の中央銀行が目標を大幅に外した場合、財務大臣に向けて、理由や今後の対応を記したレター（手紙）の提出が必要となるのだ。わが国でも英国と同様の考え方で、日銀に一定の期間内にインフレ目標の達成を義務付けることは政策論として十分考えられるだろう。

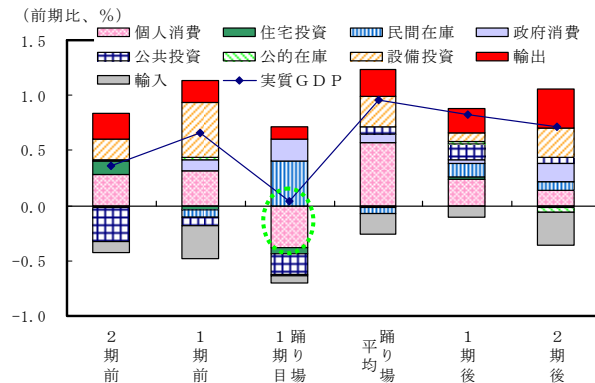
日本銀行には上記3点への対応を軸に、今後政府とより一層緊密な連携を行って欲しい。

2. 日本経済のメインシナリオ：「3本の矢」に支えられて緩やかに拡大

「踊り場」と「二番底」の違い：輸出がマイナスに転じるか否かがポイント

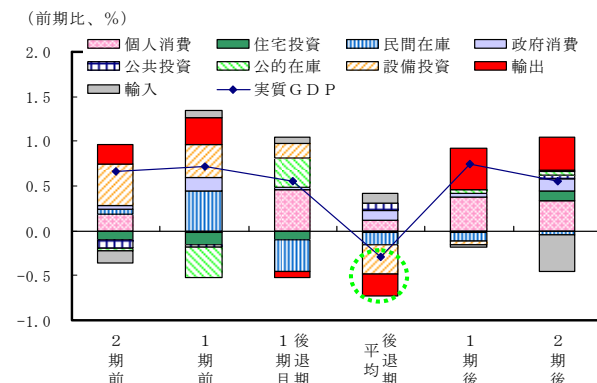
本章では、今後の日本経済のメインシナリオについて考察する。日本経済は、2011年夏場以降、「踊り場」の状態にある。今後の最大の焦点は、日本経済が「踊り場」で留まるのか、或いは「二番底（景気後退）」に陥るのか、という点である。図表1-1・図表1-2は、1980年代以降の景気の「踊り場」局面と、「二番底」に陥った局面の平均的な実質GDPの動きを比較した図表である。なお、景気の「踊り場」は、「政府が景気拡張期と認定している時期のうち、景気動向指数・一致C I（旧基準）の3ヶ月後方移動平均が3ヶ月に少なくとも1度下降している時」という判断基準を原則として、当社が認定した。具体的には、①1989年6月～1990年5月、②1995年1月～1995年11月、③2003年4月～2003年8月、④2004年10月～2005年11月、⑤2006年9月～2007年5月という5つの時期を指している。図表1-1を見ると、景気の「踊り場」局面は、消費者マインド悪化などを背景とする個人消費の一時的な調整によってもたらされることが多い。他方で、「踊り場」の場合、輸出が減速傾向にあるものの基本的にプラスを維持している点が注目される。これに対して、図表1-2の「二番底」のケースでは、輸出がマイナスに転換している。

図表1-1：景気の「踊り場」のGDP



(注) 1980年以降の踊り場の平均。踊り場の時期は大和総研で設定。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表1-2：景気後退期のGDP

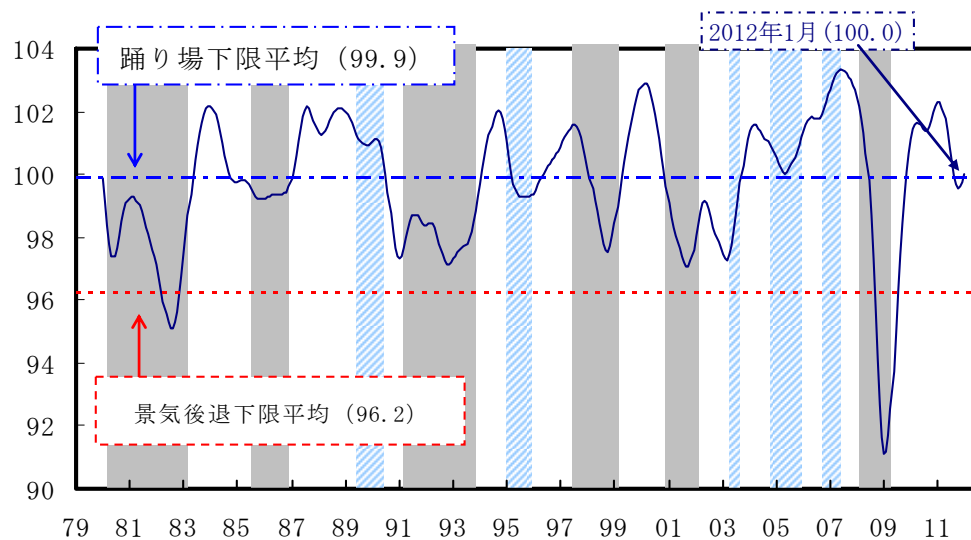


(注) 1980年以降の景気後退期の平均。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

景気の「踊り場」と「二番底」を分ける最大のメルクマール（判断基準）は「OECD景気先行指数」

より具体的に、当社では、景気の「踊り場」局面と「二番底」局面における様々な経済指標・金融データを比較・対照した結果、両者を分ける最大のメルクマール（判断基準）として、「OECD景気先行指数」に注目している。図表2に示した通り、同指数は、景気の「踊り場」局面における下限の平均値が99.9であるのに対して、景気後退期の下限の平均値は96.2である。現状、同指数は、過去の「踊り場」局面の平均レベルまで低下しており、現状は日本経済が「二番底」に入る瀬戸際状況であると評価できる。今後の日本経済の動向は、海外経済次第と言っても過言ではないのだ。

図表2：OECD景気先行指数



(注) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。

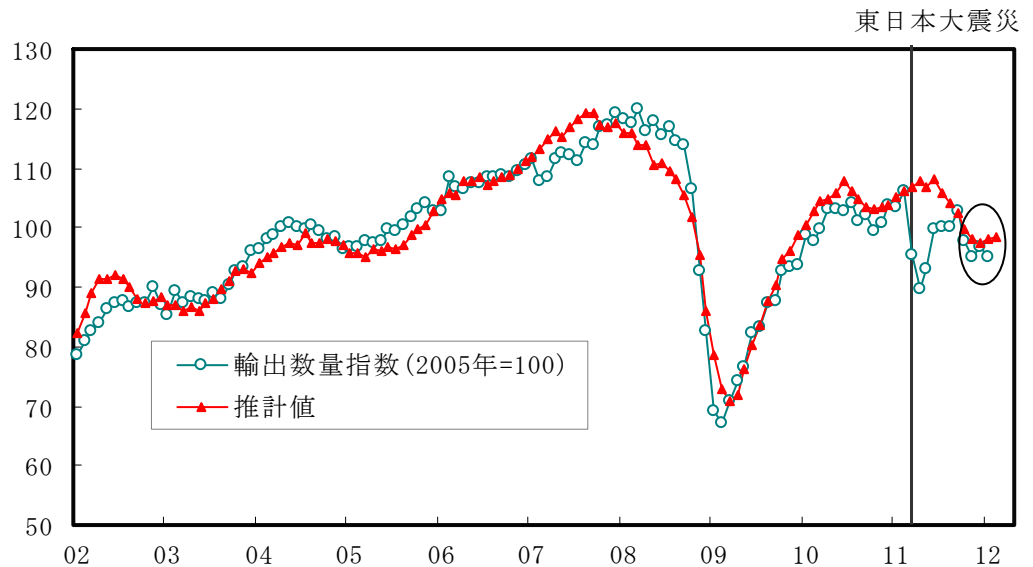
(年)

(出所) OECD統計より大和総研作成

足下で、わが国の輸出 には回復の兆し

しかしながら、足下では、海外経済の回復や、円安の進行などを背景に、わが国の輸出に回復の兆しがみられる。わが国では、2011年の夏場以降、世界経済の減速や円高の進行などを背景に、景気のドライバーとも言える「輸出」が頭打ちの状態にあった。図表3に示した通り、世界景気と為替からみた日本の輸出数量指数の推計値（当社推計）は、6月に頭打ちしてから6ヶ月連続で低下していた。しかしながら、足下では、海外経済の回復や、円安の進行などを背景に、わが国の輸出数量に回復の兆しがみられることは心強い材料である。

図表3：世界景気と為替による輸出数量指数の推計値



(注1) 輸出数量(推計値) = $-130.80 + 2.63 \times \text{OECD_CLI}[-2] + 0.18 \times \text{OECD_CLI_TR}[-2] - 0.53 \times \text{実質実効為替}[-2]$ (年)

* 括弧内[]は先行月数。係数は全て1%有意。推計期間は02年1月～11年2月。
OECD景気先行指数(CLI)はOECD諸国とBRICsなど非加盟6ヶ国を集計したベース。
OECD_CLI_TRは、トレンド復元ベースのCLI。

(注2) 輸出数量指数の季節調整は内閣府、直近月は大和総研推計。

(出所) 財務省、内閣府、OECD、日本銀行統計より大和総研作成

日本経済のメインシナリオ：「3本の矢」が景気を下支え

今後の日本経済は、メインシナリオとして、①東日本大震災発生に伴う「復興需要」、②米国を中心とする海外経済の持ち直し、③日銀の事実上の「インフレ目標」導入を受けた円安の進行、という「3本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである。当社の試算では、復興関連予算は、2012年度の実質GDPを1%弱押し上げることが期待される。さらに、「資本ストック循環」などの面から見て、設備投資の緩やかな拡大が見込まれることも、日本経済を下支えする要因となろう。

復興に係る公共投資、税制改正のインパクトに関する試算

図表4に、東日本大震災からの復興に係る公共投資、税制改正が、日本経済に与える影響に関する試算を示した。公共投資の増加、所得税などの増税、子ども手当から児童手当への移行などの諸要因を総合的に勘案すると、2012年度の実質GDPは0.98%押し上げられる計算となる。しかしながら、2013年度の実質GDPに対する押し上げは0.94%、2014年度には0.66%と、景気押し上げ効果は徐々に減衰するとみられる。2013年以降は、2012年に予定されている世界的な政治指導者の交代が一巡し、グローバルな「政治的ビジネスサイクル」が下降局面に入ることなどを勘案すると、2013年以降の日本経済については、やや慎重な見方をしておくべきだろう。

図表4：復興に係る公共投資、税制改正のインパクトに関する試算

	実質GDP	個人消費	設備投資	住宅投資	公共投資	政府消費	輸出	輸入
2012年度	0.98%	0.1%	-0.7%	0.1%	21.7%	0.1%	0.0%	1.0%
2013年度	0.94%	0.3%	-0.9%	0.5%	22.5%	0.4%	-0.2%	1.4%
2014年度	0.66%	0.1%	-1.5%	0.7%	23.5%	0.8%	-0.4%	1.4%

(注1) 公共投資は期間中4.8兆円ずつ発現すると仮定。

(注2) 所得税は2.1%増税を2013年1月からと仮定。増税期間は25年。

(注3) 個人住民税は1人当たり1,000円の増税を2014年6月からと仮定。

(注4) 退職課税の10%税額控除廃止を2013年1月から実施すると仮定。

(注5) 子ども手当から児童手当への移行で年間約0.5兆円の所得減を想定。2012年度からと仮定。

(注6) 試算は内閣府短期モデルを基に行った。

(注7) 2012年2月16日時点で得られた情報を基に作成している。

(出所) 内閣府、報道発表より大和総研作成

3. 日本経済のリスク要因

日本経済の4つのリスク要因

本章では、日本経済の4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「欧州ソブリン危機」の深刻化、②地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、③円高の進行、④原発停止に伴う生産の低迷、という4点に留意が必要であると考えている。今回のレポートでは紙幅の関係もあり、特に重要性が高い上記①と②についてのみ、詳細な分析を行うこととした。

「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関するシミュレーション

上記①～④の中で、最大のテールリスクが「①『欧州ソブリン危機』の深刻化」であることは言うまでもない。図表5に、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する、当社のシミュレーション結果を示した。具体的には、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定し、それぞれのケースについて欧州主要銀行の「必要自己資本額」を計算した。その上で、信用収縮が世界経済に与える影響を測定した後、消去法的な円高進行の可能性などを勘案し、最終的にわが国の実質GDPに与える影響を算出した。当社のシミュレーションによれば、最悪のケース（下記「ケース3」）では、わが国の実質GDPは4%以上押し下げられる可能性がある。試算結果については、相当程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、今後の「欧州ソブリン危機」の展開次第では、日本経済が「リーマン・ショック」並の打撃を受けるリスクを否定し得ない。こうした事態を回避するために、欧州諸国には、「ポピュリズム」の風潮に流されることなく、財政規律を着実に回復させることが強く望まれる。

図表5：「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

	各国のヘアカット率						必要自己資本額 (億ユーロ)	リスク資産 圧縮割合	世界の銀行 貸出(ドル) 変化率	世界の名目 GDP(ドル) 変化率	日本の実質 GDP(円) 変化率
	ベルギー	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン					
ケース1	0%	60%	40%	10%	40%	10%	1,274	7.0%	-1.7%	-1.6%	-0.6%
ケース2	15%	80%	50%	30%	50%	30%	2,233	13.9%	-3.4%	-3.2%	-2.2%
ケース3	30%	100%	60%	50%	60%	50%	3,240	24.9%	-6.0%	-5.7%	-4.1%

(注1) 試算にあたっての主な仮定は以下の通りである。

- ① 不足するコアTier1比率の半分をリスク資産の圧縮で対応。
- ② リスク資産圧縮割合と同じ比率で欧州銀行の貸出が減少。
- ③ 円ドルレートは、ケース1では変化なし、ケース2では5%円高、ケース3では10%円高と想定。

(注2) 弾性値から試算していること等から、試算結果は一定程度の幅を持って見る必要がある。

(出所) 世界銀行、EBA、内閣府統計より大和総研作成

「地政学的リスク」を背景に原油価格が高騰

原油価格上昇が日本経済に及ぼす影響

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

日本経済の第二のリスク要因は、地政学的リスクなどを背景に原油価格が高騰した場合、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ことである。

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。

図表6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、企業部門の投入価格（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6：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、企業部門の投入価格（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、企業部門の投入価格（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、企業部門の投入価格（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、企業部門の投入価格が+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、企業部門の投入価格は+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などを勘案し、原油価格が10%上昇した際、企業部門の投入価格が+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、企業部門の投入価格（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、企業部門の投入価格（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%程度減少するとみておくのが現実的だと考えている。

図表 7 : 日本経済・金利見通し

					(予) →		(予) →			
	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-6.9 -0.3	-1.2 -1.7	7.1 -0.4	-0.7 -0.6	2.4 1.9	2.1 2.7	3.1	-0.2	1.9	1.4
経常収支 (季調済年率、兆円)	13.8	7.5	10.3	7.4	5.2	5.0	16.1	7.6	5.5	6.4
失業率 (%)	4.8	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	5.0	4.5	4.4	4.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.8	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.9	-0.1	0.1	0.4
	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度	2013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	0.100
国債利回り (10年債長期物) (期中平均、%)	1.24	1.18	1.05	1.00	0.98	0.95	1.15	1.05	1.10	1.20

(注1) 予測値は原則として大和総研・第172回日本経済予測(改訂版)による。

(注2) 2011年3月～8月の失業率は被災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