

2012年5月24日 全16頁

日本経済見通し：①経常収支赤字化、②ギリシャ問題を検証

経済調査部

チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

メインシナリオでは緩やかな景気拡大を見込むが、景気下振れリスクに要注意

[要約]

- 経済見通しを改訂：2012年1-3月期GDP一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+2.3%（前回：同+1.9%）、2013年度が同+1.3%（同：同+1.4%）である。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・中国を中心とする海外経済の持ち直し、③日銀の追加金融緩和が見込まれること、という「三本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである（→詳細は、熊谷亮丸他「第173回 日本経済予測（2012年5月22日付）」参照）。
- 日本経済の中長期的リスク：「経常収支赤字化」：今回のレポートでは、日本経済が抱える様々なリスク要因を多面的に検証した。日本経済が抱える中長期的なリスク要因は「経常収支赤字化」である。当社は、わが国の中長期的な経常収支の動向に関する定量的なシミュレーションを行った。基本シナリオでは、2020年時点でわが国の経常収支は24兆円程度の黒字を維持する見通しである。リスクシナリオとして、円高、原油高、世界経済の悪化などが複合的に発生するケースでも、よほど劇的な変化が起きない限り、わが国の経常収支は容易には赤字化しない公算である。ただし、製造業の海外流出が加速し「悪い空洞化」が進行する場合には、将来的な経常収支赤字化の可能性が高まるものと考えられる。わが国の政策当局は、将来的な日本経済を取り巻く環境の激変を念頭に置き、経済の「供給サイド」の政策と、財政再建を中核に据えた適切な政策対応を講じる必要がある。
- 日本経済の短期的リスク：ギリシャのユーロ離脱など：2012-13年度にかけて日本経済が抱えるリスク要因としては、①ギリシャのユーロ離脱などを受け「欧州ソブリン危機」が深刻化、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、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についてのみ、詳細な分析を行うこととしたい。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リスクがある。今後、ギリシャのユーロ離脱などをきっかけに「欧州ソブリン危機」が深刻化した場合、日本経済が「リーマン・ショック」並みの打撃を受ける可能性を否定し得ない。

1. 経済見通しを改訂

経済見通しを改訂

2012年1-3月期GDP一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+2.3%（前回：同+1.9%）、2013年度が同+1.3%（同：同+1.4%）である（→詳細は、**熊谷亮丸他「第173回 日本経済予測（2012年5月22日付）」**参照）。

2012年1-3月期の実質GDP成長率（一次速報）は前期比年率+4.1%と3四半期連続のプラス成長

2012年1-3月期の実質GDP成長率（一次速報）は、市場コンセンサス（前期比年率+3.5%、前期比+0.9%）を上回り、前期比年率+4.1%（前期比+1.0%）と3四半期連続のプラス成長となった。需要項目別に見ると、個人消費、公共投資、輸出などが市場コンセンサスを上回る伸びとなったことが、実質GDP成長率を押し上げた。実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度は、内需（市場コンセンサス：+0.7%ポイント→実績：+0.9%ポイント）が個人消費や公共投資の増加を主因に4四半期連続のプラス寄与となる一方で、海外経済の回復や円高修正などを背景に、外需（同：+0.1%ポイント→同：+0.1%ポイント）が2四半期振りのプラス寄与に転じた。

今後の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・中国を中心とする海外経済の持ち直し、③日銀の追加金融緩和が見込まれること、という「三本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである。当社は、今回の予測の前提条件となるグローバル経済の動向に関して、①ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから低迷、②米国経済は総じて底堅く推移、③中国経済は政治指導者交代を控え、「政治的ビジネスサイクル」にも支えられて徐々に持ち直す、と想定している。

中長期的リスク：「経常収支赤字化」

今回のレポートでは、日本経済が抱える様々なリスク要因を多面的に検証した。日本経済が抱える中長期的なリスク要因は「経常収支赤字化」である。当社は、わが国の中長期的な経常収支の動向に関する定量的なシミュレーションを行った。当社の基本シナリオでは、2020年時点でわが国の経常収支は24兆円程度の黒字を維持する見通しであるが、製造業の海外流出が加速し「悪い空洞化」が進行する場合には、将来的に経常収支赤字化の可能性があり要注意である。

短期的リスク：ギリシャのユーロ離脱など

他方で、2012-13年度にかけて日本経済が抱えるリスク要因としては、①ギリシャのユーロ離脱などを受け「欧州ソブリン危機」が深刻化、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、の4点に留意が必要となる。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についてのみ、詳細な分析を行うこととした。

2. 日本経済の中長期的リスク：「経常収支赤字化」

「経常収支赤字化」の懸念が強まる

今回のレポートでは、日本経済が抱える様々なリスク要因を多面的に検証した。日本経済が抱える中長期的なリスク要因は「経常収支赤字化」である。

最近、わが国では、近い将来、日本の経常収支が赤字化すると懸念が強まっている。財務省が5月10日に発表した国際収支速報によれば、2011年度の経常収支黒字は前年度比52.6%減少し、7兆8,934億円となった。日本の経常収支黒字が10兆円を割り込むのは15年振りのことで、前年度比の減少率は統計が比較可能な1985年度以降で最大となっている。貿易収支が、資源価格の上昇に伴う輸入金額の増加や、東日本大震災発生を受けた輸出金額の減少などを背景に、第二次オイルショックが発生した1979年度以来の赤字（▲3兆4,495億円）に転落したことが響いた。

わが国の経常収支は赤字化するのか？

今回のレポートでは、わが国の中長期的な経常収支の動向に関する定量的なシミュレーションを行った。

本章の結論をあらかじめ述べれば、以下の通りである。

当社の基本シナリオでは、2020年時点でわが国の経常収支は24兆円程度の黒字を維持する見通しである。リスクシナリオとして、円高、原油高、世界経済の悪化などが複合的に発生するケースでも、よほど劇的な変化が起きない限り、わが国の経常収支は容易には赤字化しない公算である。ただし、製造業の海外流出が加速し「悪い空洞化」が進行する場合には、将来的な経常収支赤字化の可能性が高まるものと考えられる。わが国の政策当局は、将来的な日本経済を取り巻く環境の激変を念頭に置き、経済の「供給サイド」の政策と財政再建を中核に据えた適切な政策対応を講じる必要がある。

2.1. 貿易収支悪化の要因分解：リーマン・ショック後との比較

貿易収支悪化の要因分解

最初に、現状を整理する意味で、**図表1**を用いて、2011年度の貿易収支（通関ベース）変動の要因を、リーマン・ショック後と比較してみよう。

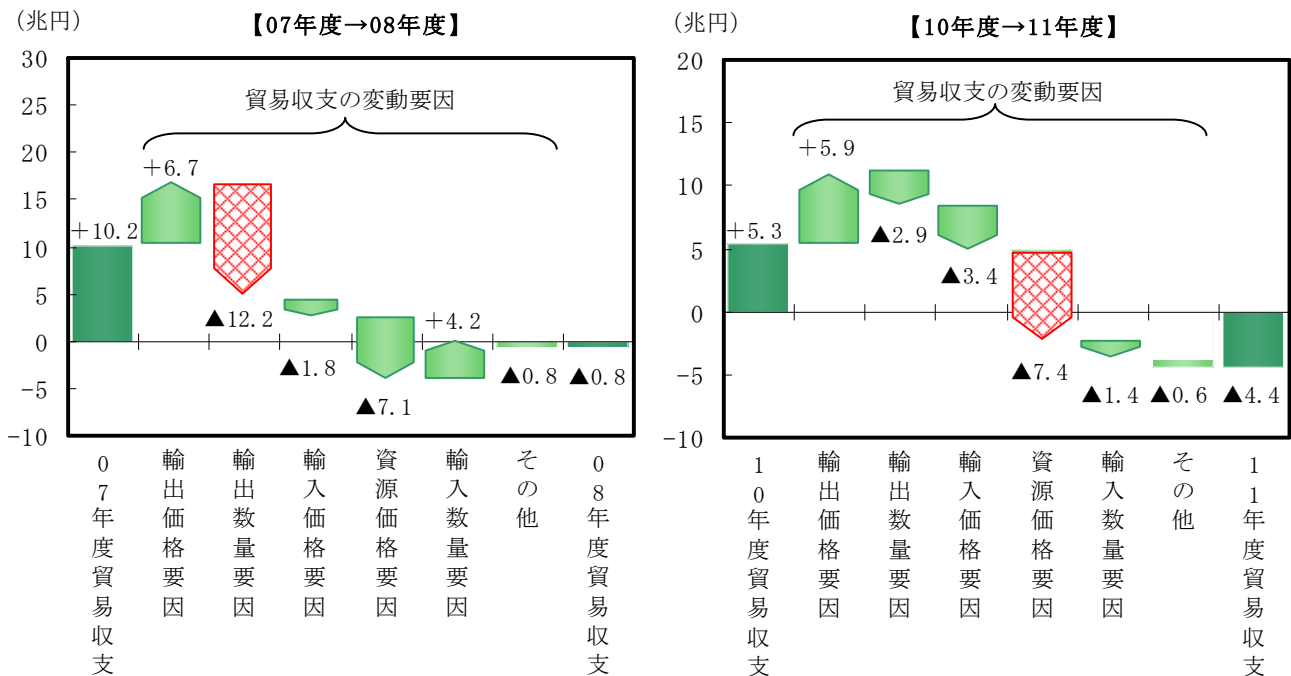
①リーマン・ショック後：貿易収支赤字化の主因は輸出数量の激減

図表1の左側の図表で、2007年度から、リーマン・ショック（2008年9月15日）が発生した2008年度にかけての貿易収支変動を要因分解すると、輸出数量の急減が貿易収支赤字化の主因であったことが確認できる。すなわち、わが国の貿易収支が10.9兆円悪化（2007年度：+10.2兆円→2008年度：▲0.8兆円）した主因は、「輸出数量要因（▲12.2兆円）」であった。リーマン・ショック発生に伴う、海外経済の急速な悪化と円相場の急騰を背景に、わが国から海外に向けての輸出数量が激減したのである。なお、この間、原油や資源価格などのエネルギー資源価格上昇を受け、「資源価格要因（▲7.1兆円）」も貿易収支悪化に寄与したものの、あくまで副次的な要因であった。

②東日本大震災後：貿易収支赤字化の主因は資源価格の上昇

これに対して、**図表1**の右側の図表で、2010年度から2011年度にかけての貿易収支変動を要因分解すると、原油や資源価格などのエネルギー資源価格上昇が貿易収支赤字化の主因となっている。この間、わが国の貿易収支が9.7兆円悪化（2010年度：+5.3兆円→2011年度：▲4.4兆円）した主因は、「資源価格要因（▲7.4兆円）」である。これに対して、「輸出数量要因」による貿易収支の悪化幅は▲2.9兆円と、リーマン・ショック後の局面（▲12.2兆円）と比べ遥かに少ない点特徴的である。

図表1：貿易収支（前年度差）の要因分解：リーマン・ショック後と東日本大震災後



(注1) 輸入価格（数量）要因は逆符号。輸入価格（数量）がプラスのとき、輸入価格（数量）要因はマイナスとなる。

(注2) 資源価格は原油や天然ガスなどのエネルギー資源価格。

(注3) 輸出価格要因は為替の影響を除くベースで、輸入価格要因は為替と資源価格の影響を除くベース。

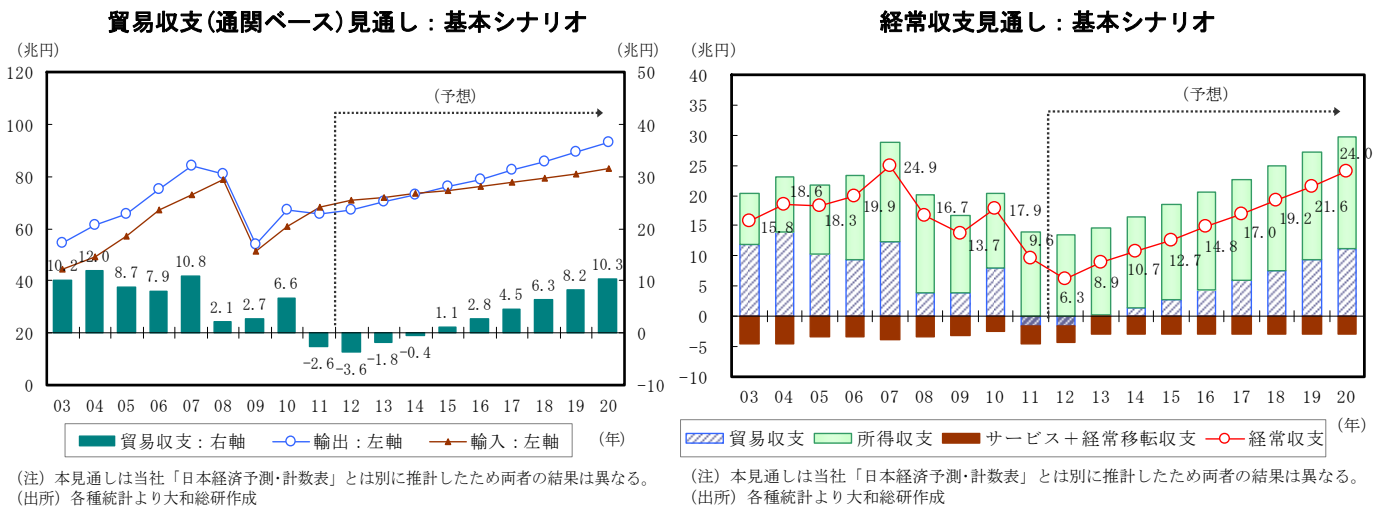
(出所) 財務省統計より大和総研作成

2.2. 基本シナリオ：2020年の経常収支は一定の黒字幅を維持

貿易収支・経常収支のシミュレーション：基本シナリオ

図表2に、2020年にかけての貿易収支・経常収支のシミュレーション結果を示した。当社の「基本シナリオ」では、2020年時点の貿易収支（通関ベース）は10.3兆円、経常収支は24.0兆円と何れも一定の黒字幅を維持する見通しである。貿易収支（通関ベース）に関しては、2014年まで赤字の状態が続くものの、2015年以降は世界経済の回復などを背景に黒字へと転換する公算である。なお、「貿易収支と経常収支の推計方法の概要」及び「基本シナリオにおける予測期間中の主な前提条件」については、**図表2**の下部の記述を参照されたい。また、**図表2**で提示したのはあくまで中長期的な貿易収支・経常収支のシミュレーション（基本シナリオ）なので、2012-2013年の貿易収支・経常収支の想定が、当社の経済見通しにおける予測値と完全に一致している訳ではない点をお含み置き頂きたい。

図表2：貿易収支・経常収支のシミュレーション：基本シナリオ



<貿易収支と経常収支の推計方法の概要>

1. 輸出数量、輸出価格、輸入数量、輸入価格を、それぞれ回帰モデルで推計して通関ベースの貿易収支を作成。
2. 通関ベースの推計結果を用いて、国際収支ベースの貿易収支を推計。
3. 所得収支を純対外直接投資残高、同収益率、純対外証券投資残高、同収益率によって推計。

<基本シナリオにおける予測期間中の主な前提条件>

1. 為替レートは80円/ドルで一定。
2. WTI原油先物価格が100ドル/バレルで一定。
3. 貿易加重世界成長率は2005年の輸出金額とIMFの世界経済見通し(WEO)を基に算出。
4. 実質国内需要の伸び率は2000年1Q~2011年4Qの平均値を利用。
5. 純対外直接投資残高と純対外証券投資残高は1995年~2011年のトレンドで延長。
6. 純対外直接投資残高の収益率と純対外証券投資残高の収益率は2011年の水準で一定。
7. サービス収支と経常移転収支は2011年の水準で一定。

2.3. リスク分析（その1）：為替・原油価格・世界成長率・投資収益率が単独で変動するケース

貿易収支・経常収支の リスク分析

次に、2020年にかけての貿易収支・経常収支のリスク分析を行ってみよう。図表3では、左側に貿易収支、右側に経常収支のリスク分析を示している。具体的には、「(1) 為替」「(2) 原油価格」「(3) 世界成長率」「(4) (わが国の対外投資の) 投資収益率」という4つの要因がそれぞれ単独で変動した時の、わが国の貿易収支・経常収支の動向に関するシミュレーションを行っている。なお、各シミュレーションの詳細（前提条件など）については、図表の下部にある（注）の部分を参照されたい。

(1) 為替：ドル円相場が10円円高になると、2020年の経常収支は4兆円程度悪化

第一に「(1) 為替」が変動するケースを検証した。具体的には、「シナリオ①：2020年4Qにかけて70円/ドルまで円高が進行」「シナリオ②：同60円/ドルまで円高が進行」「シナリオ③：足下から10円円高が進行」「シナリオ④：同20円円高が進行」という4つのケースについてシミュレーションを行っている。「シナリオ①」「シナリオ②」に関して言えば、2020年4Q時点のドル円相場が10円円高になると、2020年の経常収支は概ね4兆円程度悪化する計算となる。

(2) 原油価格：原油が25ドル/バレル上昇すると、2020年の経常収支は5兆円程度悪化

第二に「(2) 原油価格」が変動するケースを検証した。具体的には、「シナリオ①：2020年4QにかけてWTI原油先物価格が125ドル/バレルまで上昇」「シナリオ②：同150ドル/バレルまで上昇」「シナリオ③：同175ドル/バレルまで上昇」「ケース④：同200ドル/バレルまで上昇」という4つのケースについてシミュレーションを行った。結論として、2020年4Q時点の原油価格が25ドル/バレル上昇すると、2020年の経常収支は概ね5兆円程度悪化する計算となる。

(3) 世界成長率：世界成長率が1%pt低下すると、2020年の経常収支は4兆～5兆円程度悪化

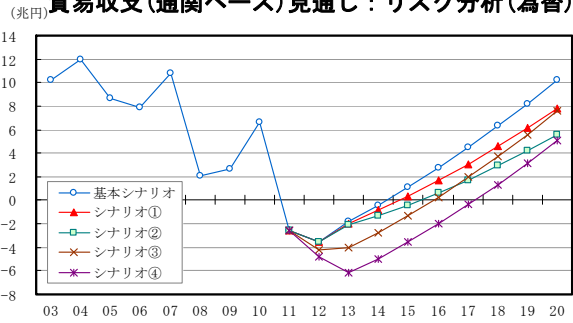
第三に「(3) 世界成長率」が変動するケースを検証した。具体的には、「シナリオ①：貿易加重世界成長率が足下から1%pt下振れ」「シナリオ②：同2%pt下振れ」「シナリオ③：同3%pt下振れ」という3つのケースについてシミュレーションを行った。世界成長率が1%pt下振れすると、2020年の経常収支は概ね4兆～5兆円程度悪化する計算となる。

(4) 投資収益率：投資収益率が1%pt低下すると、2020年の経常収支は2兆～3兆円程度悪化

第四に「(4) (わが国の対外投資の) 投資収益率」が変動するケースを検証した。具体的には、「シナリオ①：純対外直接投資残高・純対外証券投資残高の収益率が足下から1%pt下振れ」「シナリオ②：同2%pt下振れ」「シナリオ③：同3%pt下振れ」という3つのケースについてシミュレーションを行った。(わが国の対外投資の) 投資収益率が1%pt下振れすると、2020年の経常収支は概ね2兆～3兆円程度悪化する計算となる。

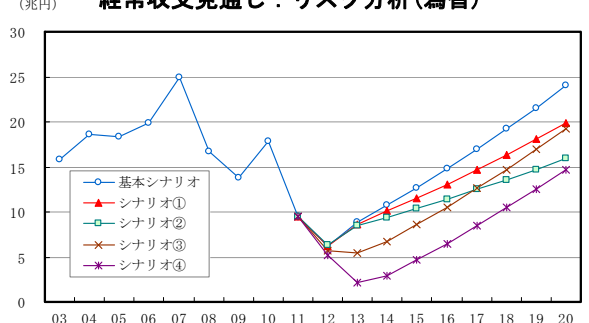
図表3：貿易収支・経常収支のシミュレーション：リスク分析（その1）

貿易収支（通関ベース）見通し：リスク分析（為替）



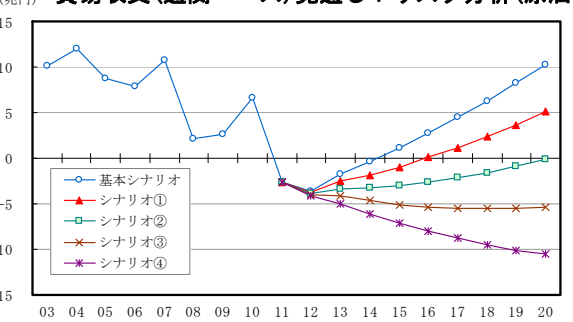
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は為替が2020年4Qにかけて70円/ドルまで円高が進行、②は同60円/ドルまで円高が進行、③は足下から10円円高が進行、④同20円円高が進行。
(出所) 各種統計より大和総研作成

経常収支見通し：リスク分析（為替）



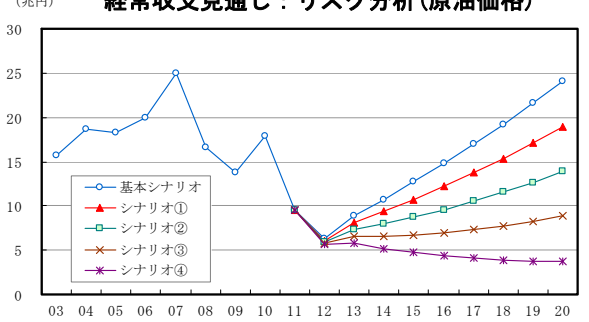
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は為替が2020年4Qにかけて70円/ドルまで円高が進行、②は同60円/ドルまで円高が進行、③は足下から10円円高が進行、④同20円円高が進行。
(出所) 各種統計より大和総研作成

貿易収支（通関ベース）見通し：リスク分析（原油価格）



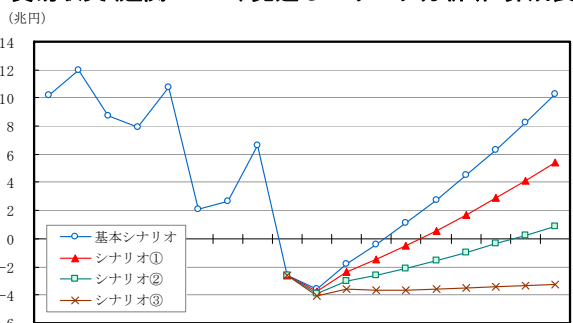
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は2020年4QにかけてWTI原油先物価格が125ドル/バレルまで上昇、②は同150ドル/バレルまで上昇、③は同175ドル/バレルまで上昇、④同200ドル/バレルまで上昇。
(出所) 各種統計より大和総研作成

経常収支見通し：リスク分析（原油価格）



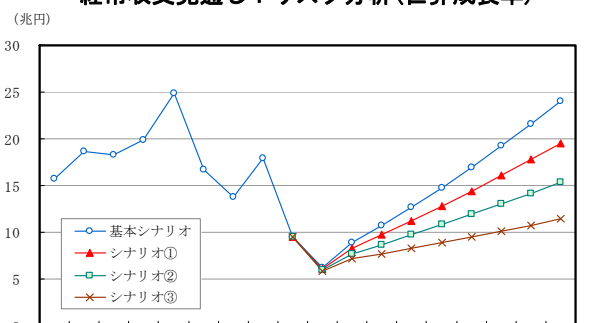
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は2020年4QにかけてWTI原油先物価格が125ドル/バレルまで上昇、②は同150ドル/バレルまで上昇、③は同175ドル/バレルまで上昇、④同200ドル/バレルまで上昇。
(出所) 各種統計より大和総研作成

貿易収支（通関ベース）見通し：リスク分析（世界成長率）



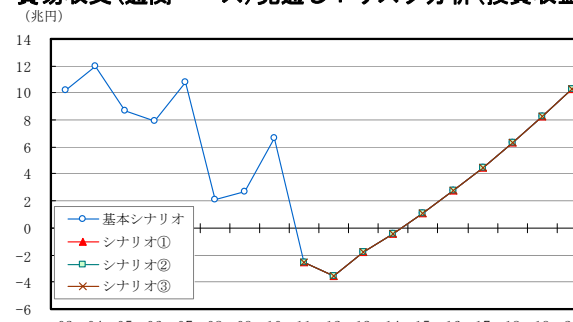
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は貿易加重世界成長率が足下から1%pt下振れ、②は同2%pt下振れ、③は同3%pt下振れ。
(出所) 各種統計より大和総研作成

経常収支見通し：リスク分析（世界成長率）



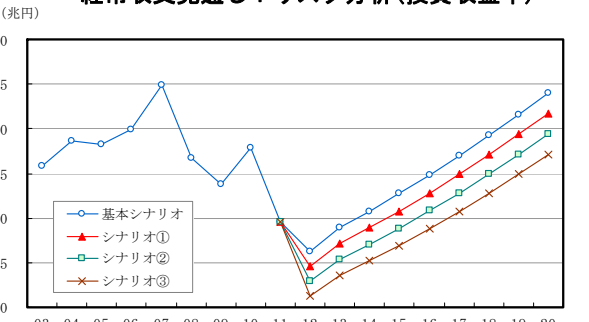
(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は貿易加重世界成長率が足下から1%pt下振れ、②は同2%pt下振れ、③は同3%pt下振れ。
(出所) 各種統計より大和総研作成

貿易収支（通関ベース）見通し：リスク分析（投資収益率）



(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は純対外直接投資残高・純対外証券投資残高の収益率が足下から1%pt下振れ、②は同2%pt下振れ、③は同3%pt下振れ。
(出所) 各種統計より大和総研作成

経常収支見通し：リスク分析（投資収益率）



(注) 基本シナリオからの変更点は次の通り。①は純対外直接投資残高・純対外証券投資残高の収益率が足下から1%pt下振れ、②は同2%pt下振れ、③は同3%pt下振れ。
(出所) 各種統計より大和総研作成

2.4. リスク分析（その2）：為替・原油価格・世界成長率・投資収益率が複合的に変動するケース

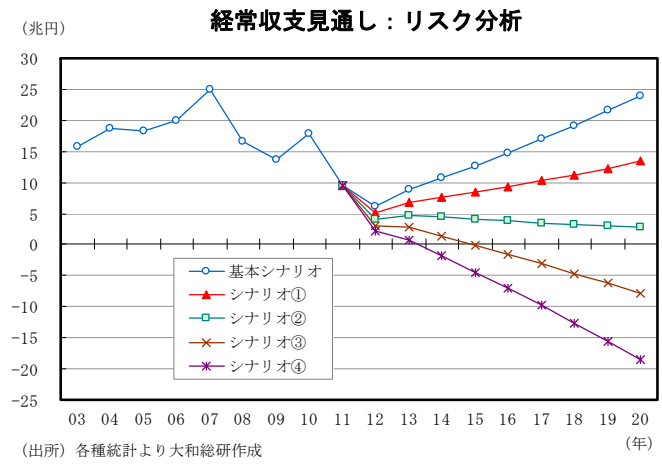
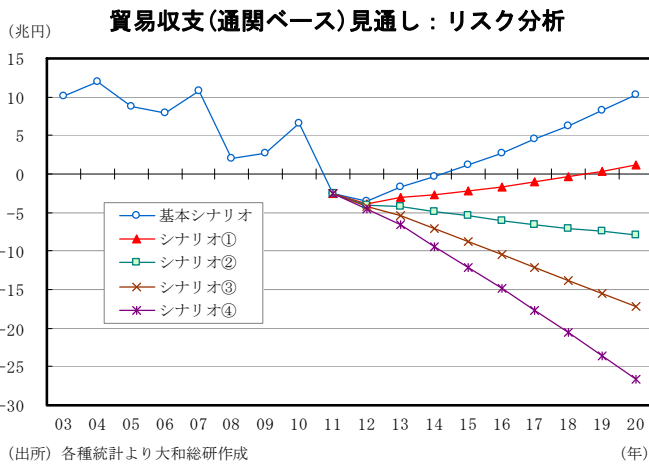
為替・原油価格・世界成長率・投資収益率が複合的に変動するケース

さらに、**図表4**に、「(1) 為替」「(2) 原油価格」「(3) 世界成長率」「(4) (わが国の対外投資の) 投資収益率」という4つの要因が複合的に変動した場合の、わが国の貿易収支・経常収支の動向に関するシミュレーション結果を示した。なお、各シミュレーションの主要な前提条件については、図表の下部にある一覧表を参照されたい。

結論：よほど劇的な変化が起きない限り、わが国の経常収支は容易には赤字化しない

2020年時点で経常収支が赤字化するのは「シナリオ③」「シナリオ④」の2つである。「シナリオ③」の主要な前提条件は「2020年4Qにかけて65円/ドルまで円高が進行。同じくWTI原油先物価格が175ドル/バレルまで上昇。世界成長率が足下から1.5%pt下振れ。(わが国の対外投資の)投資収益率が足下から1.5%pt下振れ」というものである。「シナリオ④」の主要な前提条件は「2020年4Qにかけて60円/ドルまで円高が進行。同じくWTI原油先物価格が200ドル/バレルまで上昇。世界成長率が足下から2.0%pt下振れ。(わが国の対外投資の)投資収益率が足下から2.0%pt下振れ」というものだ。つまり、以上のシミュレーション結果からは、リスクシナリオとして、円高、原油高、世界経済の悪化などが複合的に発生するケースでも、よほど劇的な変化が起きない限り、わが国の経常収支は容易には赤字化しないと考えられるのである。

図表4：貿易収支・経常収支のシミュレーション：リスク分析（その2）



主要前提

	基本シナリオ	シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③	シナリオ④
円/ドル					
2012年2Q	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル
2020年4Q	80円/ドル	75円/ドル	70円/ドル	65円/ドル	60円/ドル
WTI原油先物価格					
2012年2Q	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル
2020年4Q	100ドル/バレル	125ドル/バレル	150ドル/バレル	175ドル/バレル	200ドル/バレル
貿易加重世界成長率	IMFの世界経済見通しを元に作成	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ
投資収益率	2011年と同水準	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ

2.5. 製造業の海外進出が貿易収支に与える影響

「空洞化」が加速する
リスク

しかしながら、わが国の中長期的な経常収支の動向を展望する上では、東日本大震災などをきっかけに、日本企業の海外進出が急増し「空洞化」が加速するリスクを検証する必要があるだろう。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。特に、足下では、東日本大震災の発生などもあり、「空洞化」が従来以上のスピードで加速するリスクが高まっている。

「良い空洞化」と「悪い空洞化」

そもそも「空洞化」には「良い空洞化」と「悪い空洞化」がある。概念的に言えば、政策当局が適切な政策対応を講じた上で、個別企業が自主的な判断で海外へと生産拠点を移すことは自然な流れであり、「良い空洞化（若しくは、生産拠点の最適化）」とも考えられる。例えば、内閣府の分析では「海外に進出した企業は、（海外での収益拡大などを通じて）結果的に国内で雇用を増やした」との試算結果もある。他方で、政策対応のミスなどから生じる、海外への生産拠点の移転は「悪い空洞化」である。

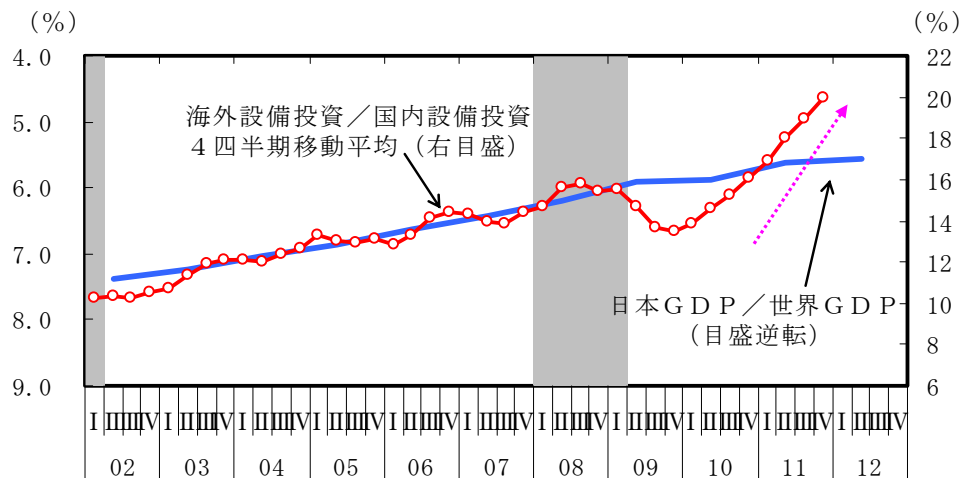
「悪い空洞化」阻止に向けた政策対応を

今後、「悪い空洞化」を起こさない為には、日本政府が適切な経済の「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）を従来以上に推進し、わが国の期待成長率を高める必要がある。

「GNI（国民総所得）大国」を目指す必要

さらに、わが国が「GNI（国民総所得）大国」を目指すことも重要な政策課題となるだろう。「GDP（国内総生産）」ではなく、海外からの利子・配当の増加などを通じて「GNI（国民総所得）」を拡大させる為には、①投資優遇税制の導入、②海外から日本への資金還流の促進、③投資や知財に力点を置いた通商政策の展開、④海外における資源関連の権益確保、⑤グローバル化に対応した教育制度の抜本的な改革、などを柱とする、包括的な政策パッケージが必要となる。

図表5：海外設備投資比率（製造業）



(注1) GDP比はPPPベース。2011年以降はIMFの予測。
 (注2) シャドローは景気後退局面。
 (注3) 海外設備投資、国内設備投資はそれぞれ4四半期移動平均を取ったものを用いた。
 (出所) 経済産業省、財務省、IMF統計より大和総研作成

製造業の海外進出が貿易額に与える影響

以下では、製造業の海外進出が、わが国の貿易額に与える影響に関するシミュレーションを行ってみよう。製造業の海外進出は、わが国の貿易額に対して、「(1) 逆輸入効果」「(2) 輸出誘発効果」「(3) 輸出代替効果」「(4) 輸入転換効果」という4つの効果をもたらす。

(1) 逆輸入効果

第一に「(1) 逆輸入効果」とは「親会社などが、海外現地法人が生産した財を購入することで、輸入額が増加する」という効果だ。

(2) 輸出誘発効果

第二に「(2) 輸出誘発効果」とは「海外現地法人向けの部品輸出などで、親会社などから海外現地法人向けの売上が増え、輸出額が増加する」という効果である。

(3) 輸出代替効果

第三に「(3) 輸出代替効果」とは「日本で生産するはずであった財を、海外現地法人が代替生産することで、日本国内の生産量が減少し、日本の輸出額が減少する」効果を指す。

(4) 輸入転換効果

第四に「(4) 輸入転換効果」とは「日本で生産するはずであった財を、海外現地法人が代替生産することで、日本の生産拠点の海外からの仕入高が減少し、日本の輸入額が減少する」という効果である。

「垂直的直接投資」による海外進出では「(2) 輸出誘発効果」が大きい

通常、上記の4つの効果の中で、「(3) 輸出代替効果」を大きなものと捉え、輸出が減少し、貿易収支の赤字幅が拡大すると見る向きが多いようだ。しかし、「(3) 輸出代替効果」が生じる際には、日本での生産が減少することから、同時に「(4) 輸入転換効果」が生じ、貿易収支に与える影響はある程度相殺される。

むしろ、上記の効果の中で重要なのは「(2) 輸出誘発効果」であろう。生産工程が海外へと代替された場合でも、その生産工程で用いる部品や材料を日本から輸出すれば、輸出額は増加し、貿易収支の黒字拡大に寄与する。いわゆる「垂直的直接投資」による海外進出では、この効果が大きいと考えられている。

「横ばいシナリオ」：製造業の海外進出が貿易収支に与える影響は限定的

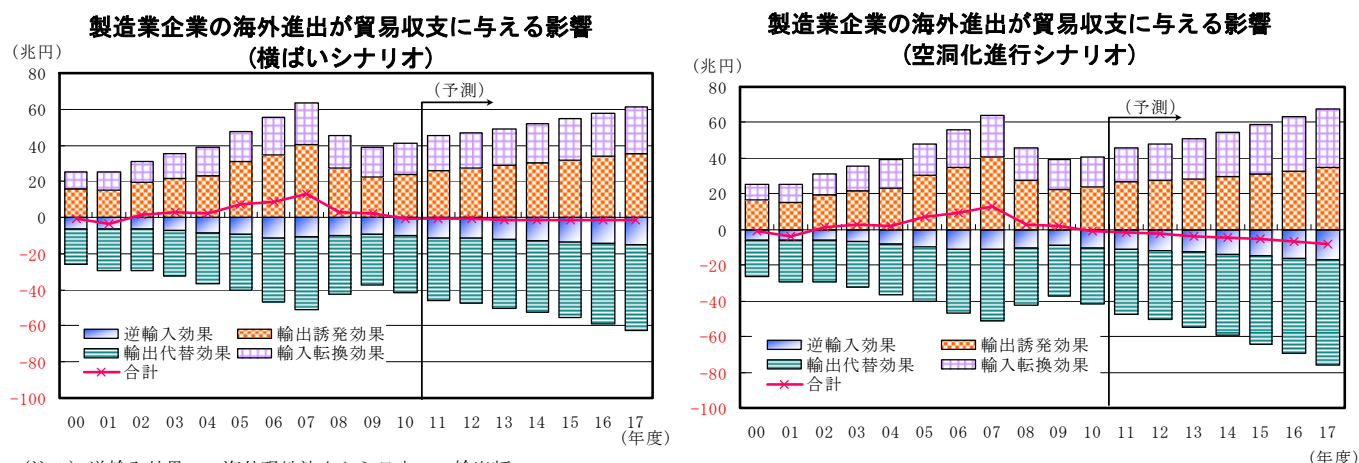
実際、**図表6**で、上記の4つの効果を定量的に試算してみると、企業の海外進出は2007年度まで、「(2) 輸出誘発効果」の拡大を通じて、順調に貿易収支の黒字幅の拡大に貢献してきたことがわかる。また、2011年度以降はいくつかの仮定のもとで経済が推移した場合の効果を予測したものであるが、**図表6**の左上の「横ばいシナリオ」に示した通り、大きな構造変化が起これなければ、企業の海外活動が活発化しても、貿易収支に与える効果はほぼ中立的であるとみられる。

ただし、上記のシナリオで前提としているのは2010年度の経済構造である。東日本大震災が発生してから、日本経済は大きな構造変化に直面している。電力問題は未だに解決の道筋が見えていない。がれき処理や政策対応の遅れから、復興の本格化にはもう少し時間がかかりそうだ。こうした状況下では、企業の海外進出が、日本から部品や材料の調達を前提とせず、すべての工程を海外で賄う、「水平的直接投資」で行われる可能性があるだろう。現在、世界的な直接投資の潮流が、「垂直的直接投資」から「水平的直接投資」へと大きく舵を切っていることを併せ考えると、今後企業の海外進出は貿易収支の赤字幅を拡大させる方向に作用することが懸念される。

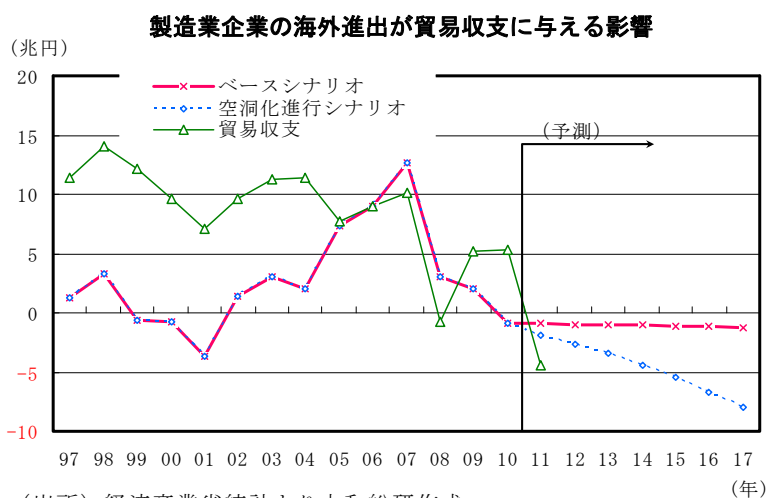
「空洞化進行シナリオ」：将来的に5兆円以上の貿易収支悪化を招く可能性

上記の点を勘案し、**図表6**の右上に「空洞化進行シナリオ」のシミュレーション結果を示している。なお、シミュレーションの主要な前提条件は**図表6**の(注3)に示した通りである。当社のシミュレーション結果によれば、わが国で製造業の海外進出が加速した場合、将来的に5兆円以上の貿易収支悪化を招く可能性があり要注意であるといえよう。

図表 6 : 製造業企業の海外進出が貿易収支・経常収支に与える影響



- (注1) 逆輸入効果 = 海外現地法人から日本への輸出額、
 輸出誘発効果 = 海外現地法人の日本からの輸入額、
 輸出代替効果 = 海外現地法人売上高（日本向けを除く）× 輸出代替率、
 輸入転換効果 = 海外現地法人仕入高（日本からを除く）× 輸出代替率。
- (注2) 輸出代替率は「海外事業活動基本調査」の調査結果より推計した値を用いた。
- (注3) 空洞化進行シナリオでは、以下の様な状況を想定している。
 1、海外現地法人売上高の通関輸出高に対する比率が上昇する。
 2、誘発輸出額の海外現地法人売上高に対する比率が下落する。
 3、輸出代替率が上昇する。
 対して横ばいシナリオでは、上記のすべてが横ばいで推移すると仮定している。
- (出所) 経済産業省統計より大和総研作成



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

- ◆ 製造業企業の海外進出によって、日本の貿易額に以下の様な効果が生じる。
1. **逆輸入効果**: 親会社などが海外現地法人が生産した財を購入することで、輸入額が増加する。
 2. **輸出誘発効果**: 海外現地法人向けの部品輸出などで、親会社などから海外現地法人向けの売上が増え、輸出額が増加する。
 3. **輸出代替効果**: 日本で生産するはずであった財を、海外現地法人が代替生産することで、海外現地法人の売上高が増加し、日本の輸出額が減少する。
 4. **輸入転換効果**: 日本で生産するはずであった財を、海外現地法人が代替生産することで、海外現地法人の仕入高が増加し、日本の輸入額が減少する。

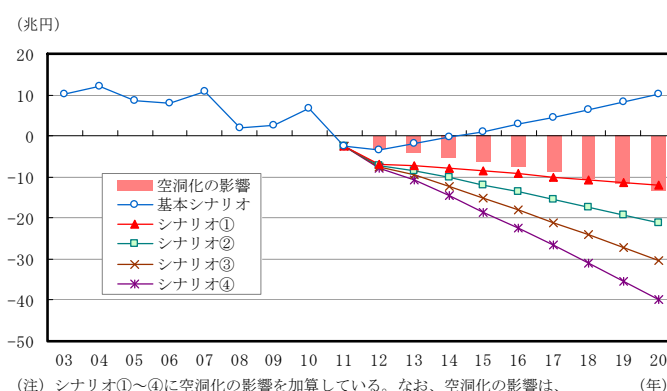
垂直的直接投資による海外進出では、輸出誘発効果が大きく、輸出代替効果が小さい。
水平的直接投資による海外進出では、輸出誘発効果は小さく、輸出代替効果が大きい。
 ⇒ 水平的直接投資による海外進出が活発化した場合（いわゆる「空洞化」）、輸出代替効果が大きくなり、輸出の減少が貿易収支の赤字幅を拡大させる。

2.6. 空洞化の影響を加味した中長期的な経常収支のイメージ

空洞化の影響を加味したイメージ

最後にここまでの考察を踏まえ、空洞化の影響を加味した、中長期的な経常収支のイメージを示したい。（空洞化の影響を考慮しない）従来のシミュレーション結果によれば、リスクシナリオとして、円高、原油高、世界経済の悪化などが複合的に発生するケースでも、よほど劇的な変化が起きない限り、わが国の経常収支は容易には赤字化しないと考えられた。しかしながら、**図表7-1・図表7-2**に示した通り、製造業の海外流出が加速し「悪い空洞化」が進行する場合には、将来的な経常収支赤字化の可能性が高まるものと見られる。

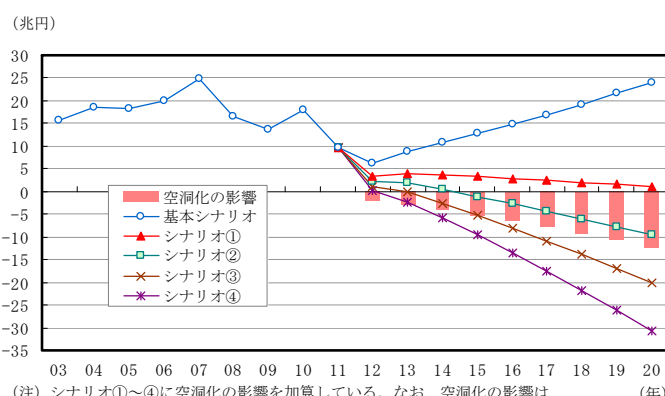
図表7-1：貿易収支見通し
空洞化の影響を加味したイメージ図



(注) シナリオ①～④に空洞化の影響を加算している。なお、空洞化の影響は、シミュレーション結果に別途推計したものを加算しているため、厳密な推計結果とは異なる。

(出所) 各種統計より大和総研作成

図表7-2：経常収支見通し
空洞化の影響を加味したイメージ図



(注) シナリオ①～④に空洞化の影響を加算している。なお、空洞化の影響は、シミュレーション結果に別途推計したものを加算しているため、厳密な推計結果とは異なる。

(出所) 各種統計より大和総研作成

主要前提

		基本シナリオ	シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③	シナリオ④
円/ドル	2012年Q2	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル	80円/ドル
	2020年Q4	80円/ドル	75円/ドル	70円/ドル	65円/ドル	60円/ドル
WTI原油先物価格	2012年Q2	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル	100ドル/バレル
	2020年Q4	100ドル/バレル	125ドル/バレル	150ドル/バレル	175ドル/バレル	200ドル/バレル
貿易加重世界成長率	IMFの世界経済見通しを元に作成	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ
投資収益率	2011年と同水準	基本シナリオから0.5%pt下振れ	基本シナリオから1.0%pt下振れ	基本シナリオから1.5%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ	基本シナリオから2.0%pt下振れ

政策当局には適切な政策対応が望まれる

わが国の政策当局には、日本経済を取り巻く環境の構造的変化を認識した上で、「供給サイド」の政策と「財政再建」を柱に据えた適切な政策対応を望みたい。当社は、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。

3. 日本経済の短期的リスク：ギリシャのユーロ離脱など

日本経済の4つのリスク要因

本章では、2012-13年度にかけて日本経済の4つのリスク要因について考察したい。当社は、当面の日本経済のリスク要因として、①ギリシャのユーロ離脱などを受け「欧州ソブリン危機」が深刻化、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。

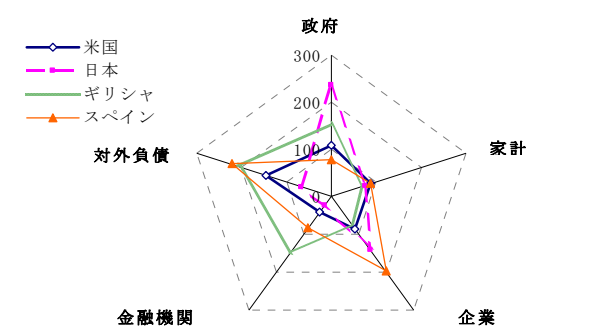
ギリシャがユーロから離脱する可能性

上記①～④の中で、最大のテールリスクが①であることは言うまでもない。現在、グローバルな金融市場では欧州の「ソブリン危機」に対する警戒感が強まっている。2012年5月に実施されたフランス大統領選挙では、EU（欧州連合）の財政安定協定の見直しを主張したオランド氏が、現職のサルコジ氏を破って当選を果たした。同じく、5月に実施されたギリシャの総選挙では「急進左派連合」が躍進し、ギリシャがユーロから離脱する可能性が生じている。

南欧諸国のアキレス腱は対外負債の積み上がりと金融機関のバランスシート悪化

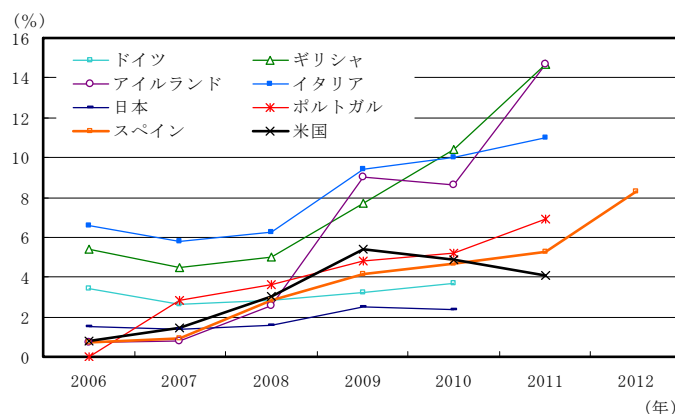
図表8は、日米両国とギリシャ・スペインの経済構造を比較したものである。図表では、各国の部門別総債務の名目GDP（国内総生産）に対する比率を示している（ただし、金融部門は「不良債権比率×10」の値を表示している）。この図表を見ると、わが国では、金融部門や家計部門のバランスシートの状態は総じて良好であり、政府の財政状況のみが突出して悪いことが確認できる。これに対して、ギリシャやスペインでは、対外負債の積み上がりと金融機関のバランスシート悪化がアキレス腱になっていることがわかる。実際、図表9で、各国の金融機関の不良債権比率を見ると、ギリシャ、アイルランド、イタリアが非常に高く、スペインも足下で急上昇している点が注目される。

図表8：各国総債務の対GDP比（各部門別、%）



(注1) 債務GDP比は、IMF “World Economic Outlook” の2012年予想に基づく。
(注2) 「金融機関」は債務GDP比ではなく、不良債権比率×10の値を表示している。
日本は2010年、米国、ギリシャは2011年の数値。スペインは2012年2月の数値。
(出所) IMF “Global Stability Financial Report (April 2012)”、
IMF “Financial Soundness Indicators (April 2012)”、
Banco de España統計より大和総研作成。

図表9：国別不良債権比率

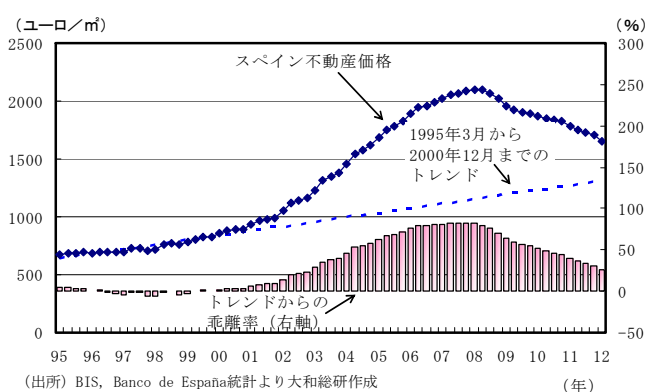


(出所) IMF資料、Banco de España統計より大和総研作成

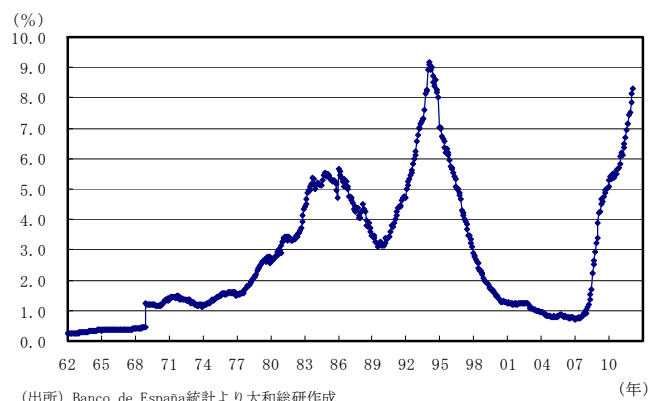
ギリシャがユーロから離脱すると、次はスペインへの飛び火が懸念される

仮に、ギリシャがユーロから離脱することになった場合、次はスペインに飛び火することが懸念される。図表 10 は、スペインの住宅価格の推移を見たものである。住宅バブル発生前（1995年3月～2000年12月）のトレンドと比較すると、スペインの住宅価格は依然として2～3割程度、割高な状態にある可能性がある。図表 11 を見ると、スペインの不良債権比率は急激に上昇しており、過去最高レベルに迫っている。

図表 10：スペイン：住宅価格の推移



図表 11：スペイン：不良債権比率の推移



「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：

最悪のケースは「リーマン・ショック」並み

図表 12 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リスクがある。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、ギリシャのユーロ離脱などをきっかけに「欧州ソブリン危機」が深刻化した場合、日本経済が「リーマン・ショック」並みの打撃を受ける可能性を否定し得ない。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 12：「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

ユーロ圏の3つの政策課題

現実には、ギリシャのユーロ離脱などをきっかけに、**図表 12**の「ケース 3」に至るか否かは、政策当局の対応次第であると言っても過言ではない。具体的に今後ユーロ圏には、以下の3つの課題が課せられている。

① ECBが一定の役割を果たす形で、欧州の「安全網（セーフティネット）」を整備

第一に、ECBが一定の役割を果たす形で、欧州の「安全網（セーフティネット）」を整備する必要がある。

2011年後半以降、国際金融市場では「イタリアが危機を迎える」との観測が強まった。その際、国際金融市場で流行ったのは「象がゴムボートに乗ることはできない」という言葉だ。ここで言う「象」とは「イタリア」のことである。イタリアの総債務は、総額2兆ユーロ（202兆円程度）以上ある。これに対して、当時、ユーロ圏の諸国を救済する「安全網（セーフティネット）」は1兆ユーロ（102兆円）にも満たなかったのだ。従って、「イタリア＝象」をこの程度の「安全網（セーフティネット）＝ゴムボート」で救うことは到底できない、ということが主張されたのである。

今後、欧州では「安全網（セーフティネット）」として、2兆～3兆ユーロ（202兆～303兆円）程度の資金を準備する必要があるだろう。その際、政府が前面に出ると財政赤字が拡大する結果、国債が売り込まれてしまい、より一層状況が悪化する可能性がある。従って、中央銀行であるECBが一定の役割を果たす形で、「安全網（セーフティネット）」を整備することが必要になるのである。

②各国の「財政主権」に切り込む形での構造改革

第二に、各国の「財政統合」まで視野に入れた、「財政主権」に切り込む形での構造改革が不可欠だ。

ここまで財政面では各国の主権が尊重されてきたが、各国に拘束力のある形で財政赤字削減を迫る必要がある。税制面では、法人税の課税ベースの共通化などの諸制度の統一を推進せねばならない。

さらに、南欧諸国は、財政の構造改革に加え、産業構造改革、教育制度改革、労働市場改革などに取り組む必要がある。

③「欧州共同債」の発行

第三に、「欧州共同債」の発行が検討課題となる。

現状、ユーロ圏では、それぞれの加盟国が別個に国債を発行して資金調達を行っている。従って、財政状態が健全で信用力の高い「ドイツ国債」の相場が安定的に推移する一方で、財政赤字が積み上がり信用力の低い「ギリシャ国債」が売られ（＝長期金利は上昇）、といったことが起きるのである。

仮にユーロ圏全体で一本の「欧州共同債」を発行することができれば、ユーロ圏の「ソブリン危機」は大幅に沈静化するとみられる。

そもそも欧州全体の財政状態は、日本はもちろんのこと米国よりも健全なのである。ドイツの高い信用力をバックに欧州共同債を発行できれば、「ソブリン危機」が沈静化することは間違いない。

ただし、ドイツは欧州共同債発行に対する慎重な姿勢を崩していない。ドイツ国民からすれば「欧州共同債を発行してもギリシャなどの南欧諸国がメリットを受けるばかりで、ドイツは一方的に財政負担が増す」との反対論が根強いからだ。ドイツは、今後「ソブリン危機」が緊迫化した時に備えて、欧州共同債を「最後の切り札」として温存する意向とも考えられる。

今後の欧州の状況は政策対応次第

当社は、以上の3つの課題を解決することできるか否かが、欧州における「ソブリン危機」沈静化の最大の鍵になると考えている。

図表 13 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2011.10-12	2012.1-3	4-6	7-9	10-12	2013.1-3	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.1 -0.5	4.1 2.7	2.1 3.5	1.8 2.0	1.6 2.4	0.9 1.6	3.2	-0.0	2.3	1.3
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	7.1	5.3	5.5	5.9	5.8	16.7	7.9	5.6	6.4
失業率 (%)	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2	5.0	4.5	4.4	4.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	-0.0	-0.9	-0.0	0.1	0.2
	2011.10-12	2012.1-3	4-6	7-9	10-12	2013.1-3	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年債最長期物) (期中平均、%)	1.00	0.98	0.85	0.90	0.95	1.00	1.15	0.99	0.93	1.05

(注) 予測値は原則として大和総研・第173回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成