

2012年6月20日 全17頁

日本経済見通し：「欧州ソブリン危機」への警戒は解けず

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二次速報を受け、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+2.4%（前回：同+2.3%）、2013年度が同+1.3%（同：同+1.3%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第173回 日本経済予測 改訂版（2012年6月8日付）」参照）。
- 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。
- 日本経済のリスク要因：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。特に、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. 日本経済のメインシナリオ：「三本の矢」に支えられて緩やかに拡大

1.1. 足下の経済状況：日本経済は緩やかに回復

今後の日本経済のメインシナリオ

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。当社は、今後の日本経済は、メインシナリオとして、緩やかな景気拡大が続くものと予想している。

日本経済の現状

最初に、日本経済の現状を簡単に整理しておこう。足下の日本経済は緩やかに回復している。前述した通り、2012年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は、前期比年率+4.7%（前期比+1.2%）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、実質GDP成長率を押し上げた形である。

わが国の鉱工業出荷の内訳

図表1-1・図表1-2はわが国の鉱工業出荷の内訳を見たものである。**図表1-1**が現在の鉱工業出荷、**図表1-2**が阪神・淡路大震災時の鉱工業出荷の動向である。

輸出向け出荷

図表1-1で現在の出荷動向を見ると、「輸出向け出荷」が総じて堅調に推移している点が注目される。

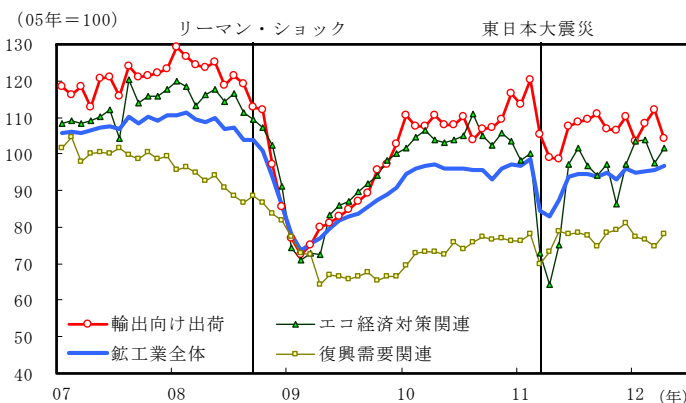
エコ経済対策関連

「エコカー減税・エコポイントの対象となる国内向け耐久消費財」と定義される「エコ経済対策関連」の出荷は東日本大震災が発生した2011年前半にいったん大きく落ち込んだものの、足下ではエコカー補助金復活の効果などもあり、持ち直している。

復興需要関連

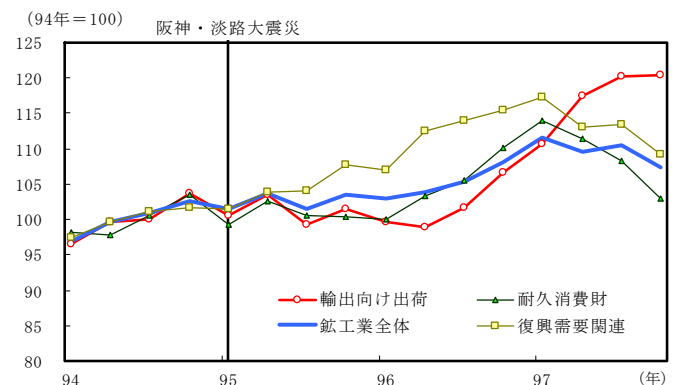
他方で、「建設財」「資本財（除く輸送機械）」といった「復興需要関連」の出荷は、わが国の政治情勢の混乱や復興計画策定の遅れなどを背景に、**図表1-2**に示した阪神・淡路大震災時と比べ伸び悩んできたが、今後は徐々に増勢を強める見通しである。

図表1-1：鉱工業出荷の内訳



(注1) エコ経済対策関連はエコカー減税・エコポイントの対象となる国内向け耐久消費財。
(注2) 復興需要関連は「建設財」と「資本財（除く輸送機械）」。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表1-2：鉱工業出荷の内訳（阪神・淡路大震災時）



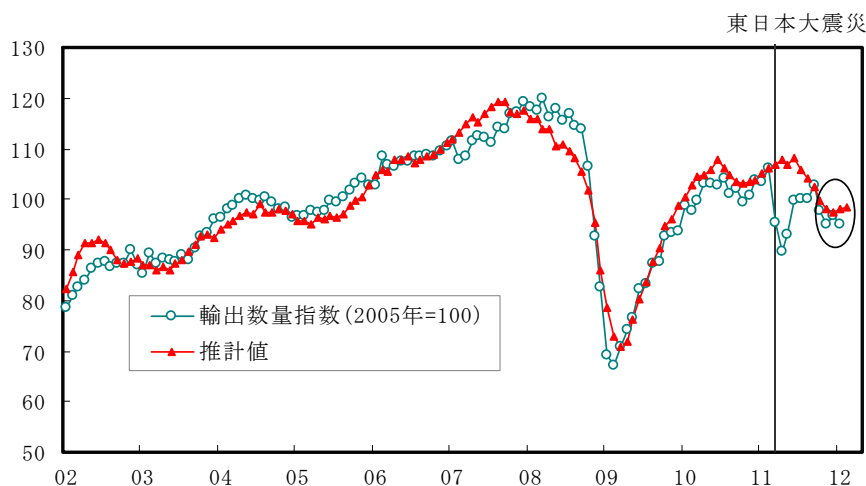
(注) 復興需要関連は「建設財」と「資本財（除く輸送機械）」。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

わが国の輸出には回復の兆し

足下で、海外経済の回復や円安の進行などを背景に、わが国の輸出には回復の兆しが見られる。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2**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、ここにきて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生じていることは心強い材料である。

本章で後述する通り、海外経済については、「欧州ソブリン危機」が深刻化するユーロ圏の状況こそ厳しいものの、米国経済には緩やかな回復の兆しが見られる。また、2月14日に、日本銀行が事実上の「インフレ目標」を導入したことを受け、少なくとも欧州情勢がさらなる混乱を示さない限りは、一本調子で円高・ドル安が進行する可能性はやや低下している。

図表2：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

設備投資関連指標も
着実に回復

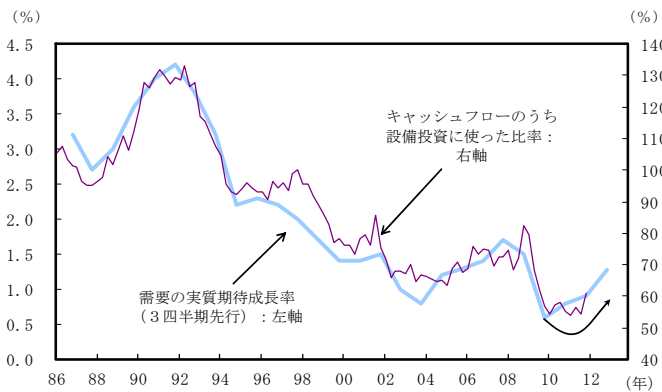
輸出の好調を受け、設備投資関連の経済指標なども着実な回復傾向をたどっている。

第一に、**図表3-1**に示した通り、「設備投資／キャッシュフロー比率」に3四半期程度先行する「需要の実質期待成長率（今後5年間の見通し）」は大幅に好転している。①「設備投資／キャッシュフロー比率」が過去最低レベルまで低下していること、②設備投資が減価償却費を下回り「純投資」がマイナスに落ち込んでいること、などを勘案すると、今後設備投資は緩やかな増加傾向を辿るものと予想される。

第二に、**図表3-2**で示した、「実質設備投資」に1四半期先行する「設備投資先行インデックス（＝出荷前年比－生産能力前年比）」が底入れしていることも好材料である。

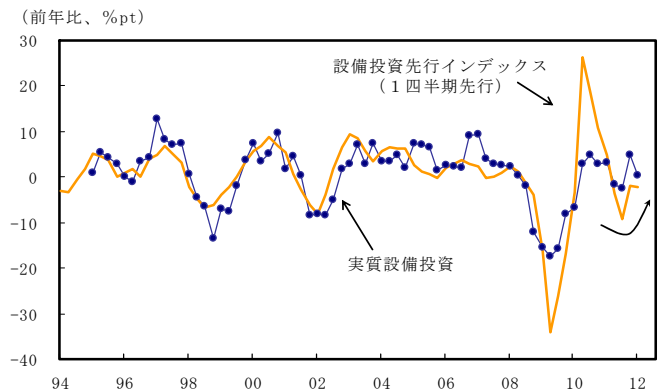
第三に、**図表3-3**に示した通り、設備投資の先行指標である「機械受注」は緩やかな回復傾向にある。2012年1-3月期のGDP統計における実質設備投資は、前期に高い伸び（前期比+5.2%）となった反動もあり、同▲2.1%と2四半期振りに減少したものの、今後の動向を過度に悲観視する必要はないだろう。

図表3-1：設備投資／キャッシュフロー比率と期待成長率（全産業）



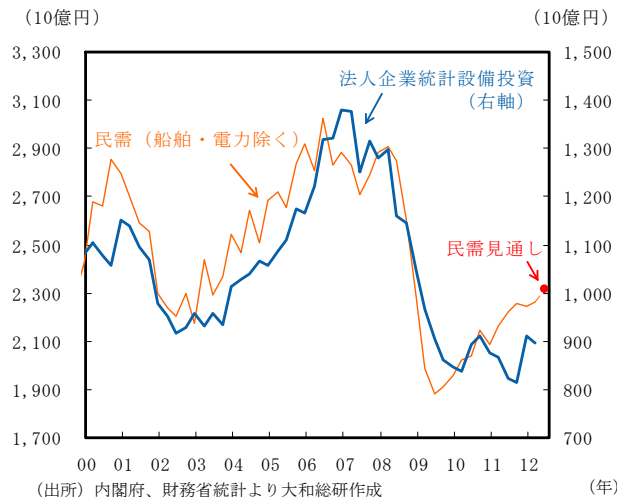
(注1) 需要の実質期待成長率は、今後5年間の見通し。
(注2) 期待成長率の2010年度調査は震災前に実施。
(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

図表3-2：設備投資と先行インデックス



(注) 設備投資先行インデックス＝出荷前年比－生産能力前年比。
(出所) 内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

図表3-3：機械受注（船舶・電力除く民需）と法人企業統計設備投資

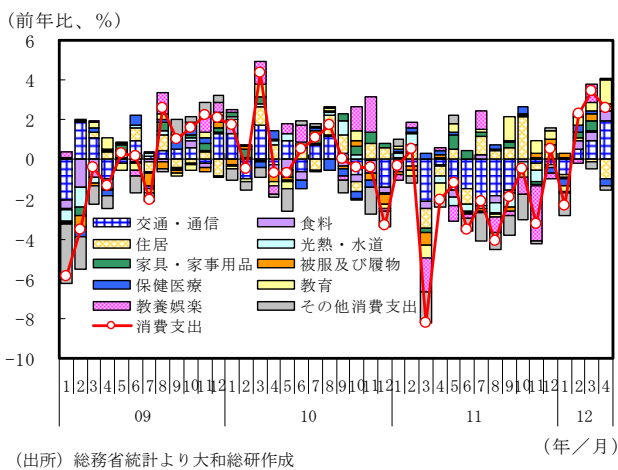


(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

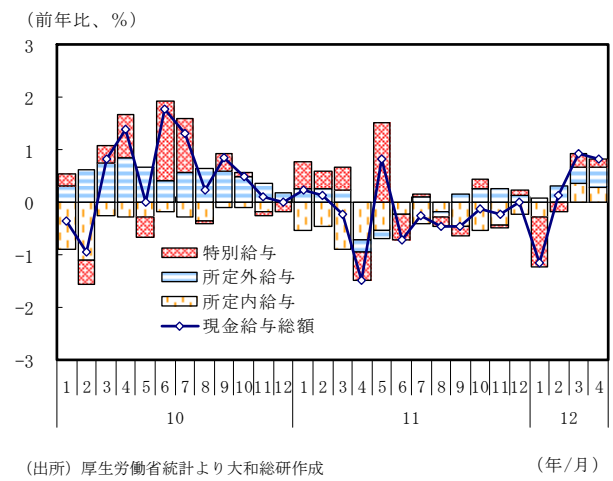
個人消費は堅調な動き

個人消費も堅調な動きを続けている。2012年1-3月期のGDP統計における実質個人消費（前期比+1.1%）は、2011年7月の地上デジタル放送への完全移行後のテレビ販売の落ち込みが重しとなる一方で、①エコカー補助金の復活、②消費者マインドの好転に伴う外食・旅行といったサービス消費の増加、③冬の寒さが厳しかったことによる衣料品販売の好調、④うるう年の影響、などから、4四半期連続のプラスであった。**図表4**で消費支出（全世帯・実質）の内訳を見ると、「交通・通信」「教養娯楽」「食料」「家具・家事用品」など広範な品目で消費が拡大している。東日本大震災発生後の「巣ごもり」状態が解消し、消費者マインドが改善するなか、外食・旅行といったサービス消費も回復傾向にある。**図表5**で、**所得環境**を見ると、「震災発生1年が経過し、前年比の伸び率が高めに出る」という特殊要因を割り引いたとしても、総じて緩やかな改善傾向にあることが確認できる。2012年の夏場以降、エコカー補助金の効果が一巡するとみられることは懸念材料であるが、海外経済の回復や復興需要に支えられて、メインシナリオとして、今後も個人消費は総じて底堅く推移すると見ていいだろう。

図表4：消費支出内訳（全世帯・実質）



図表5：現金給与総額 要因分解



1.2. 今後の日本経済は「三本の矢」に支えられて緩やかに拡大

1.2.1. 好材料①：「復興需要」

日本経済のメインシナリオ：「三本の矢」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・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。

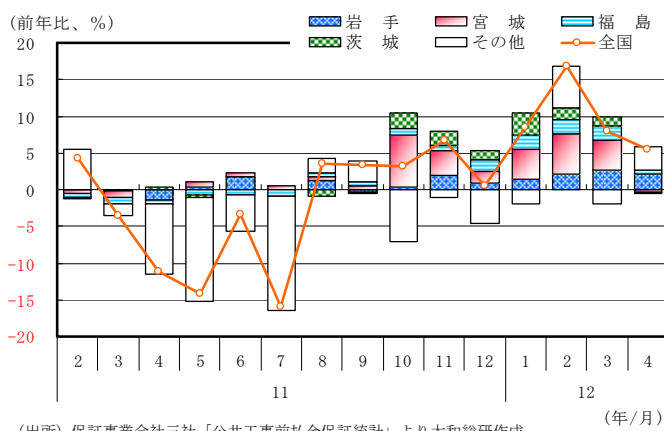
2012年に入り「復興需要」は徐々に顕在化

今後の日本経済を支える第一の要因は、東日本大震災発生に伴う「復興需要」の顕在化である。図表6で、地域別公共工事前払保証請負金額を見ると、2012年に入り、宮城県や岩手県を中心に着実な増加傾向にある。図表7で、県別新設住宅着工戸数（総数）を見ると、宮城県を中心に高い伸びが続いている。

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

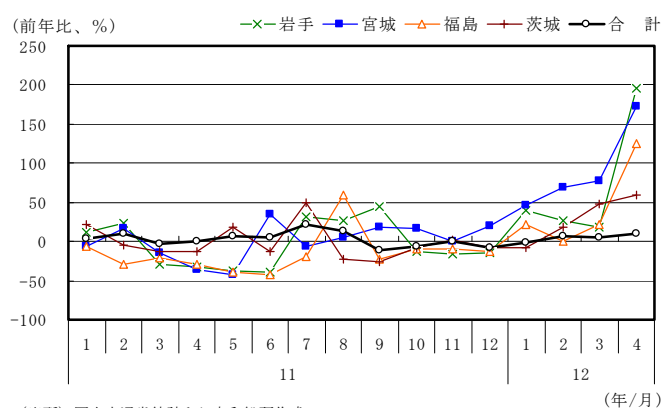
図表8に、東日本大震災からの復興に係る公共投資、税制改正が、日本経済に与える影響に関する試算を示した。公共投資の増加、所得税などの増税、子ども手当から児童手当への移行などの諸要因を総合的に勘案すると、2012年度の実質GDPは0.98%押し上げられる計算となる。ただし、2013年度の実質GDPに対する押し上げは0.94%、2014年度には0.66%と、景気押し上げ効果は徐々に減衰するとみられる。なお、当社は、GDP統計における実質公的資本形成（公共投資）のピークは、2012年7-9月期になると想定している。

図表6：地域別公共工事前払保証請負金額の推移



(出所) 保証事業会社三社「公共工事前払保証統計」より大和総研作成

図表7：県別新設住宅着工戸数（総数）



(出所) 国土交通省統計より大和総研作成

図表8：復興増税、復興需要のGDPへのインパクト（2000年基準のGDPでの試算）

	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5月22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

1.2.2. 好材料②：米国・中国を中心とする海外経済の回復

海外主要国の購買担当者景況感（PMI）はまちまちの状況

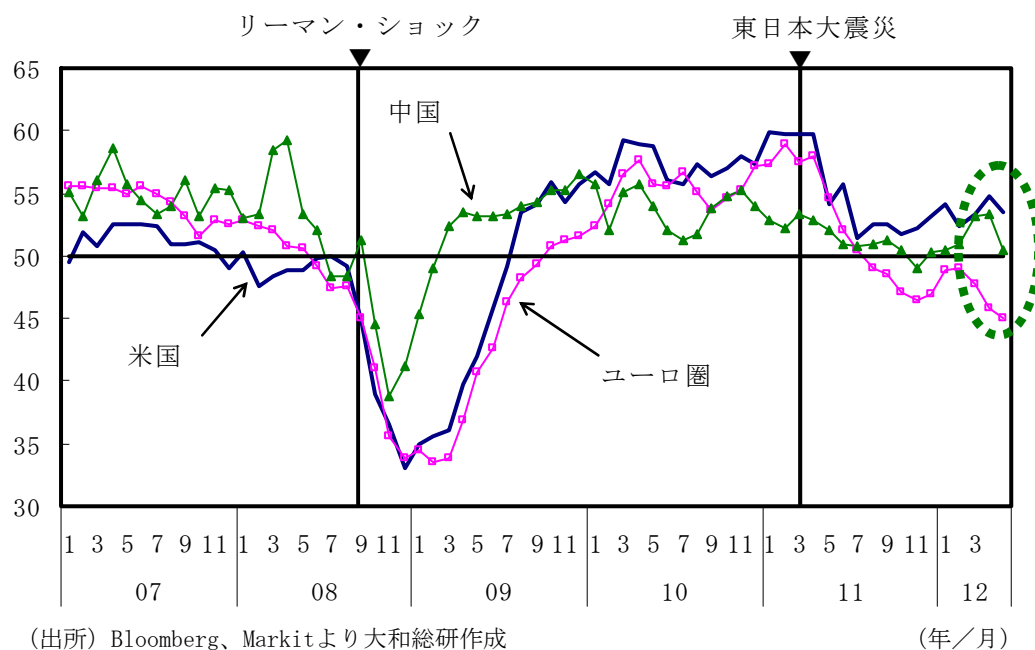
今後の日本経済を支える第二の要因は、米国・中国を中心とする海外経済の持ち直しが見込まれることである。

足下で海外主要国の景況感はまちまちの状況にある。図表9に示した通り、各国の購買担当者の景況感（製造業PMI）を見ると、ユーロ圏や中国が悪化する一方で、米国は緩やかな回復傾向をたどっている。

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」の影響などから減速、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。

本章では、今後の景気回復が予想される「米国」と「中国」の動向について考察する。他方で、景気悪化傾向が続くとみられる「ユーロ圏」については、「第2章 日本経済のリスク要因」で取り上げることとしたい。

図表9：主要国の購買担当者の景況感（製造業PMI）



「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

最初に、米国経済に関しては、1930年代の世界大恐慌やわが国の平成不況の様な「長期構造不況」に陥っているわけではないという点を強調しておきたい。図表10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」を伴う様な「長期構造不況」（いわゆる“Japanization”）は回避されるとみるべきだ。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10：「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

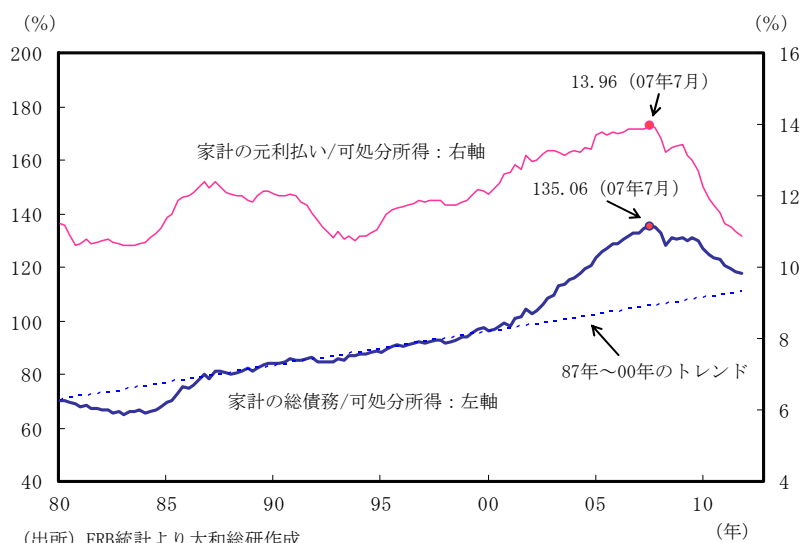
× (=満たしている)、△ (=ある程度満たしている)、○ (=満たしていない) を付した。

(出所) 大和総研作成

米国における家計部門の「バランスシート調整」は終盤に入った可能性

当社は、米国における家計部門の「バランスシート調整」は終盤に入ったとみている。図表11で、米国における家計債務負担率や、家計のバランスシートの状況などを見ると、2012年後半～2013年にかけて、家計部門の「バランスシート調整」終了が視野に入ることが期待される。

図表11：米国における家計部門のバランスシートなどの状況



今後中国経済は徐々に持ち直す見通し

次に、世界経済の新たな牽引役としての期待がかかる、中国経済の動向について検討しよう。今後の中国経済は、マクロ的な景気刺激策や地方の公共投資が下支え役となり、徐々に持ち直す見通しである。当社は、中国の実質GDP成長率を、2012年=+8.5%、2013年=+9.0%と予想している。

「政治的ビジネスサイクル」の存在

そもそも中国では「政治的ビジネスサイクル」の存在が顕著に確認できる。中国は純粋な「資本主義経済」ではなく、「社会主義・市場経済」であるからだ。具体的には、中国の経済成長率は、共産党大会が行われる年に上振れする傾向が顕著である。1997年の「アジア通貨危機」、2002年の「ITバブル崩壊」の様な、世界経済を巻き込むほどの混乱が生じない限り、共産党大会が行われる年には、中国の成長率はほぼ例外なく上振れしている。中国の共産党大会は西暦の下一桁が「2」と「7」の年に開催されるので、「中国では西暦の下一桁が『2』と『7』の年に経済成長率が高まる」という法則は記憶しておいて損はないだろう。

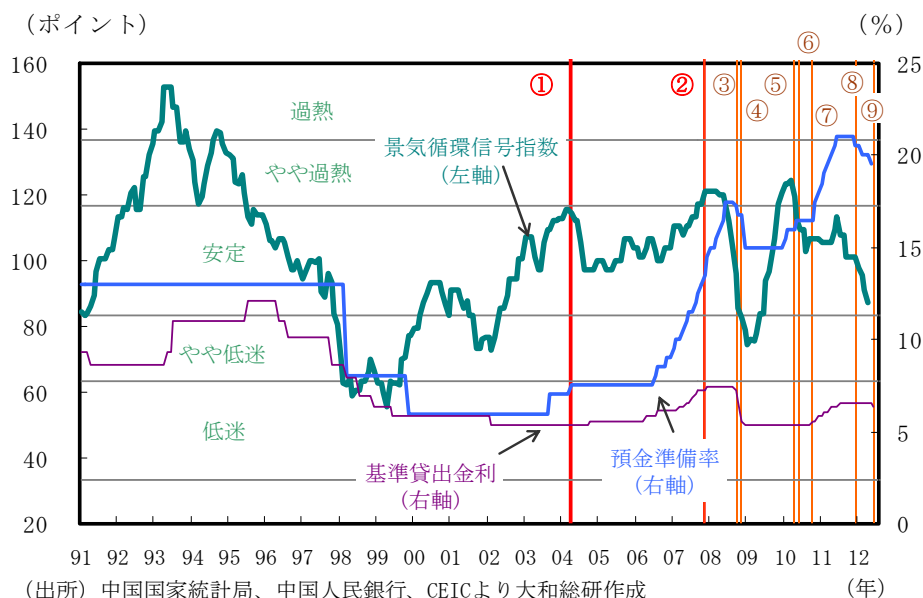
中国のマクロ経済政策のスケジュール感

今後の中国におけるマクロ経済政策のスケジュール感は、以下の通りだ。2012年の政治指導者交代を視野に入れ、中国は「政治の季節」に入っている。2012年の秋口～年末と目される第18回党大会、および、2013年春の國務院人事をにらみ、今後は地方を中心に拡張的な政策が採られやすくなるものと予想される。

中国経済の過熱感は大大幅に後退

図表 12で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済の過熱感は大大幅に後退している。同指数は2010年3月の124.7をピークに低下し、直近のデータ(2012年4月)は87.3と、景気の「安定」を示すゾーン(83.33~116.66)の中間以下のレベルまで低下している。図表中で示した通り、過熱気味であった景気がこのレベルまで沈静化したケースでは、マクロ的な景気刺激策の発動が次第に視野に入るだろう。結論として、今後の中国経済は、マクロ的な景気刺激策や地方の公共投資が下支え役となり、徐々に持ち直す見通しである。

図表 12 : 中国 : 景気循環信号指数

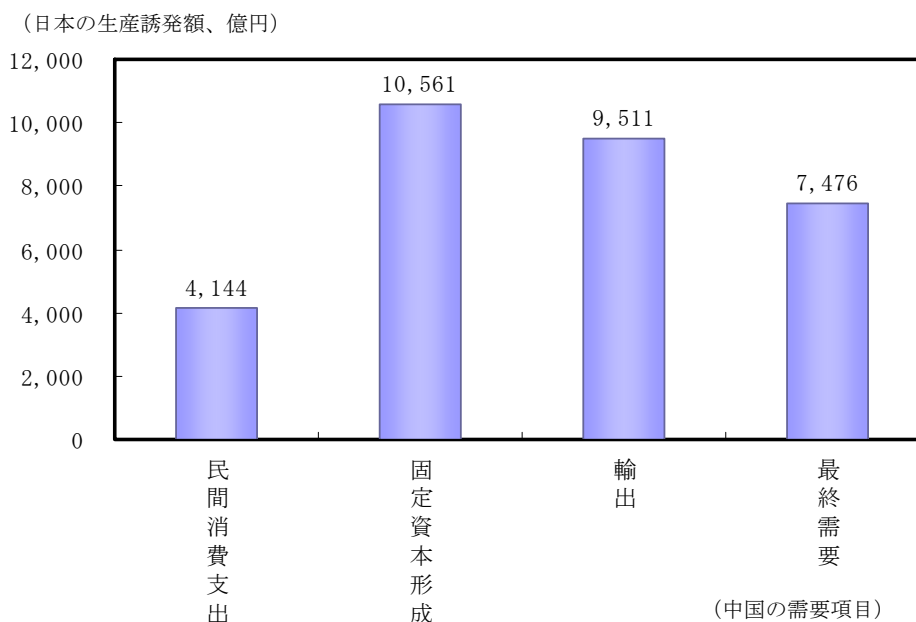


- | | |
|----------------------|--------------------|
| ①2004/4 総量規制強化 | ⑤2010/4 不動産規制強化 |
| ②2007/10 総量規制強化 | ⑥2010/6 人民元の弾力化 |
| ③2008/10 総量規制緩和 | ⑦2010/10~利上げ |
| ④2008/11 4兆元の財政政策を発表 | ⑧2011/12~預金準備率引き下げ |
| | ⑨2012/6~ 利下げ |

中国経済の変動が日本経済に与える影響

なお、**図表 13** に、中国経済の変動が日本経済に与える影響に関する試算を示した。中国の各需要項目が 1 兆元（約 12.5 兆円）増加したとき、日本の生産に与える影響は、公的固定資本形成で 1 兆 561 億円、輸出で 9,511 億円、民間消費で 4,144 億円とみられる。同様に、中国の各需要項目が 1 兆元増加したとき、日中の各産業に与える影響については、**図表 14** を参照していただきたい。

図表 13：中国の各需要項目が 1 兆元増加したとき日本の生産に与える影響



(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

図表 14：中国の各需要項目が 1 兆元増額する場合、日中の各産業に与える影響

日本	中国の各需要項目			中国	中国の各需要項目		
	輸出 1兆元増加	民間消費 1兆元増加	固定資本形成 1兆元増加		輸出 1兆元増加	民間消費 1兆元増加	固定資本形成 1兆元増加
農林業	18	15	16	農林業	9,429	31,178	5,161
漁業	3	3	3	漁業	555	3,795	281
鉱業	14	6	15	鉱業	12,112	7,706	14,264
食料品	47	57	44	食料品	7,210	33,892	3,298
繊維・衣服・革製品	189	110	47	繊維・衣服・革製品	32,395	15,680	3,338
製材・木製品・紙・印刷	181	97	167	製材・木製品・紙・印刷	10,487	6,870	8,064
化学製品	1,083	616	640	化学製品	22,368	15,862	12,341
プラスチック・ゴム製品	322	162	271	プラスチック・ゴム製品	10,693	4,359	4,759
石油・石炭製品	222	134	213	石油・石炭製品	8,857	6,758	8,776
窯業・土石製品	147	43	120	窯業・土石製品	5,113	2,288	19,866
鉄鋼・非鉄・金属製品	1,040	360	1,553	鉄鋼・非鉄・金属製品	38,701	10,730	46,006
一般機械	359	149	2,019	一般機械	16,250	4,674	27,080
民生用電子機器・通信機械	89	24	87	民生用電子機器・通信機械	11,765	2,243	2,361
民生用電気機器・民生用機器	10	9	8	民生用電気機器・民生用機器	3,366	3,041	1,148
半導体・集積回路・その他の電子部品	2,137	339	641	半導体・集積回路・その他の電子部品	13,448	1,331	2,121
産業用電気機器・その他の電気機器	451	141	542	産業用電気機器・その他の電気機器	10,706	3,202	11,066
電子計算機・同付属装置	77	10	44	電子計算機・同付属装置	14,535	1,510	2,547
自動車	6	73	237	自動車	1,235	2,342	8,773
自動車部品	110	151	444	自動車部品	4,390	3,131	5,778
その他輸送機械	10	8	63	その他輸送機械	3,381	2,014	3,749
精密機械	377	123	478	精密機械	5,620	742	626
その他製造業(含、再生資源)	148	79	149	その他製造業(含、再生資源)	7,969	3,606	4,301
建設	58	26	72	建設	810	1,797	70,670
電力・ガス・水道	209	87	203	電力・ガス・水道	12,462	14,485	13,707
商業	707	308	861	商業	10,414	14,616	8,327
金融・保険・不動産	289	147	321	金融・保険・不動産	6,526	22,177	10,210
運輸	315	367	337	運輸	12,573	10,244	12,411
サービス	807	459	862	サービス	15,833	40,646	12,920
公務・公共サービス	38	19	42	公務・公共サービス	308	694	229
分類不明	49	21	60	分類不明	0	0	0
計:億円	9,511	4,144	10,561	計:億円	309,511	271,613	324,177

(注) 為替は 0.08 円 / 円。

(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業連関表(30部門)」より大和総研作成

1.2.3. 好材料③：日銀の追加金融緩和が見込まれること

日銀はさらなる金融緩和に踏み切る公算

今後の日本経済を支える第三の要因は、日銀の追加金融緩和が見込まれることである。日本銀行は少なくとも2014年度いっぱい、政策金利を据え置く見通しである。円高が進行するなど、景気下振れ懸念が強まる局面では、日本銀行が、拘束力のあるインフレターゲットの導入や、基金の残高積み増しなどを含む、さらなる金融緩和策に踏み切る可能性が生じよう。

日銀は事実上の「インフレ目標」を設定

最近、政府・与党や野党による「日銀包囲網」が強まっている。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

先般の日銀による「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「自分たちはそうではない」と答えるのだろうが、海外の投資家に理解してもらおうところ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「上方バイアス」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。

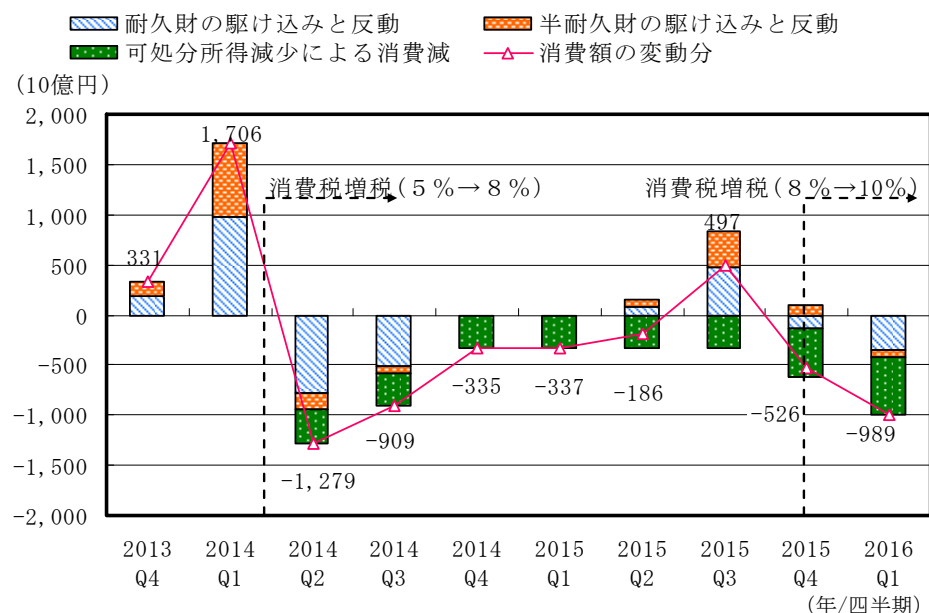
これに対して、英国では物価安定を「目標 (ターゲット)」と位置づけている。すなわち、英国では物価上昇率の「目標 (ターゲット)」達成の期限を区切り、一定期間内での達成を中央銀行に義務付けている。仮に英国の中央銀行が目標を大幅に外した場合、財務大臣に向けて、理由や今後の対応を記したレター (手紙) の提出が必要となるのだ。わが国でも英国と同様の考え方で、日銀に一定の期間内にインフレ目標の達成を義務付けることは政策論として十分考えられるだろう。

1.3. 消費税増税の影響

消費税増税が実質GDPに与える影響

本章の最後に、消費税増税の影響について検討しておこう。図表15に示した通り、当社は、消費税増税に伴う実質GDPへの影響を、2013年度が+0.44%pt、2014年度が▲0.63%pt、2015年度が▲0.27%ptと試算している。

図表15：消費税増税の実質民間消費への影響



(注1) 以下の推計式と、1997年の消費税率引き上げ時の消費額の変化を基に推計した。

なお、2014年4月に8%、2015年10月に10%に消費税率を引き上げ、消費税1%増税で2.5兆円民間所得が減少すると仮定している。

(注2) $\text{Log}(\text{実質消費}) = -1.8 + 0.44 \times \text{Log}(\text{一人当たり雇用者報酬}) + 0.30 \times \text{Log}(\text{雇用者数}) + 0.04 \times \text{Log}(\text{家計純金融資産}) + 0.23 \times \text{Log}(\text{平均世帯人員数}) + 0.02 \times \text{Log}(\text{消費者態度指数}) + 0.67 \times \text{Log}(\text{実質消費}(-1))$

すべての説明変数が1%有意である。

(出所) 内閣府統計等より大和総研作成

消費税増税の影響 (%pt)

	2013年度	2014年度	2015年度
消費	0.73	-1.06	-0.44
GDP	0.44	-0.63	-0.27

(注) 増税がないケースからの乖離幅。

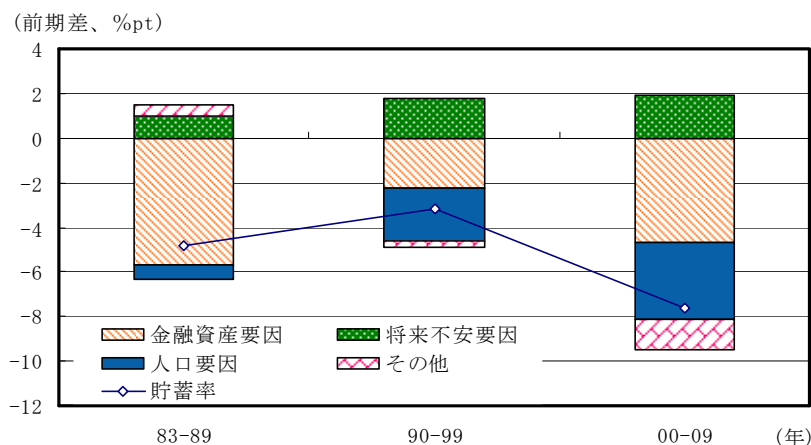
(出所) 各種資料より大和総研作成

1983年以降、国民の将来不安が貯蓄率を5%ポイント近く押し上げてきた

他方で、当社は、消費税増税などに伴い国民の将来不安が解消すれば、中長期的に見て、個人消費の活性化という日本経済にとってプラスの効果をもたらされると考えている。

図表16は、わが国の貯蓄率(2000年度基準のSNAベース)を、①金融資産要因(家計金融資産対GDP比、1期ラグ)、②将来不安要因(老後のための貯蓄割合、1期ラグ)、③人口要因(従属人口比率、1期ラグ)、という3つの要因によって推計したものである。推計結果によれば、1983年以降の累計では、「②将来不安要因」がわが国の貯蓄率を5%近く押し上げてきた可能性が示唆される。結論として、現在わが国では国民の将来不安が個人消費の低迷を招いていることから、消費税増税などに伴い国民の将来不安が解消すれば、日本経済にとってプラスの効果をもたらされることが期待されるのである。

図表 16 : 貯蓄率の要因分解



(注1) 金融資産要因は家計金融資産対GDP比を、人口要因は従属人口比率を、将来不安要因は金融広報中央委員会調査において、金融資産の保有目的として「老後の生活資金」を挙げた人の割合を用いている。貯蓄率は2000年度基準のSNAベース。

(注2) 推計式は以下の通り。

$$\text{貯蓄率} = 30.2 - 10.3 * \text{家計資産対GDP比} (-1) + 0.25 * \text{老後のための貯蓄割合} (-1) - 0.33 * \text{従属人口比率}$$
 家計資産対GDP比、将来不安要因は1%有意。従属人口比率は5%有意。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、金融広報中央委員会統計より大和総研作成

消費税引き上げを巡る5つの論点

なお、消費税増税を巡る主要な論点に関しては、熊谷亮丸他「第172回 日本経済予測 改訂版(2012年3月8日付)」を参照されたい。同レポートで検討した主要な5つの論点に関する結論は、以下の通りである。当社は、わが国では高齢化が進展し財政赤字が累増するなか、世界的な税制改革の潮流などに照らしても、消費税引き上げが急務であると考えている。

論点①：財政赤字が経済に及ぼす悪影響は？

第一に、グローバルなデータを用いた分析などからは、財政赤字の累増が経済に悪影響を及ぼす可能性が示唆される。特に、わが国では、将来不安が貯蓄率を押し上げている可能性が高い。

論点②：消費税増税のメリット・デメリットは？

第二に、消費税は、①水平的公平性の確保や世代間格差の是正、②経済活動への中立性、③高齢化社会での安定財源確保（高い財源調達力）などの面で優れた特質を有している。これに対して、消費税のデメリットとして、「逆進性」「益税（損税）問題」などを挙げる向きも多いが、いずれも決定的なものではない。

論点③：成長すれば財政再建できるのか？

第三に、最近、一部のエコノミストが口にする「経済成長できれば増税をしなくても財政再建は十分達成可能である」との主張には大きな疑問が残る。

論点④：消費税増税の景気への影響は？

第四に、諸外国の事例などを検証すると、消費税引き上げが必ずしも景気に大幅な悪影響を及ぼしているわけではない。

論点⑤：わが国の財政再建に向けた課題は？

第五に、海外の財政再建の成功例などから得られるインプリケーションとして、わが国が財政再建を成就するためには、消費税増税のみでは不十分であり、社会保障費の大幅な削減が必須である点を強調しておきたい。

2. 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、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。

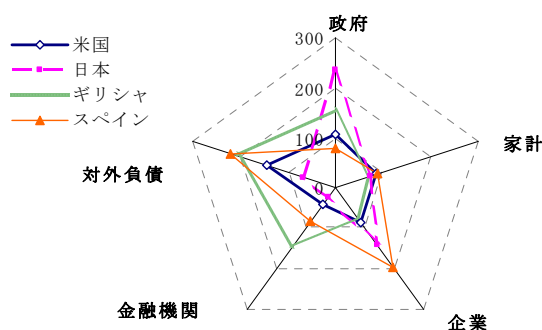
ギリシャ情勢は依然として予断を許さず

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。6月17日に投開票されたギリシャ国会再選挙では、緊縮財政を支持する新民主主義党（ND）が第一党となり、同党を中心とする連立政権が成立する見通しとなった。今回の選挙結果を受け「最悪の事態」こそ回避されたものの、今後、新政権は欧州委員会などとの間で緊縮財政政策に関する厳しい再交渉を迫られる。7月にも国家の資金繰りが行き詰まるとの見方が燦る中で、緊縮財政政策などの構造改革と、経済成長を両立するのは至難の業だ。結論として、欧州の「ソブリン危機」が解決したとの見方は時期尚早であり、今後も不安定な状態が続く見通しである。

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

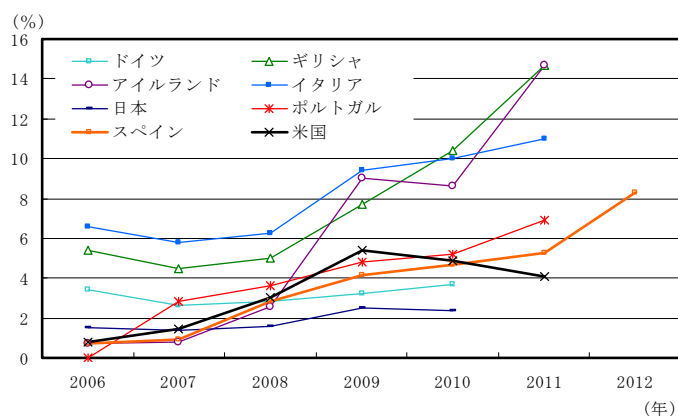
図表17は、日米両国とギリシャ・スペインの経済構造を比較したものである。図表では、各国の部門別総債務の名目GDP（国内総生産）に対する比率を示している（ただし、金融部門は「不良債権比率×10」の値を表示している）。この図表を見ると、わが国では、金融部門や家計部門のバランスシートの状態は総じて良好であり、政府の財政状況のみが突出して悪いことが確認できる。これに対して、ギリシャやスペインでは、対外負債の積み上がりと金融機関のバランスシート悪化がアキレス腱になっていることがわかる。実際、図表18で、各国の金融機関の不良債権比率を見ると、ギリシャ、アイルランド、イタリアが非常に高く、スペインも足下で急上昇している点が注目される。

図表17：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18：国別不良債権比率

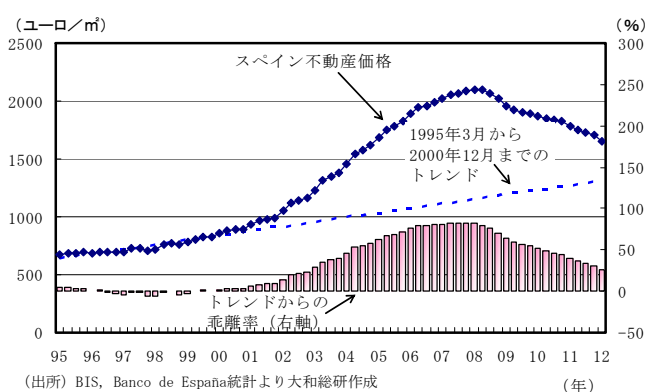


(出所) IMF資料、Banco de España統計より大和総研作成

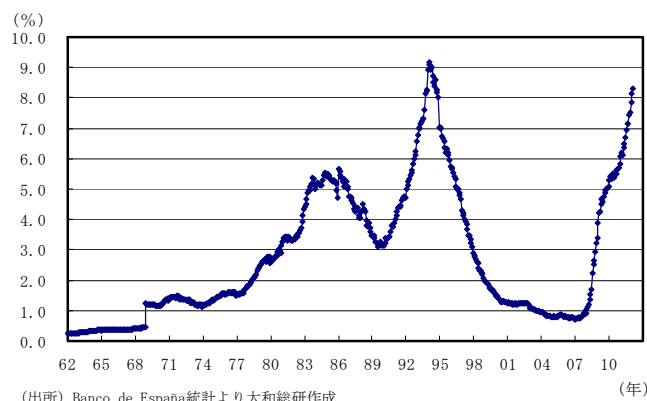
ギリシャがユーロから離脱すると、次はスペインへの飛び火が懸念される

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 19 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 20 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 19 : スペイン:住宅価格の推移



図表 20 : 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 21 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 21 : 「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 21**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 22 : 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 -0.6	4.7 2.8	2.1 3.7	1.9 2.1	0.8 2.4	1.1 1.4	3.2	-0.0	2.4	1.3
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	7.1	5.3	5.5	5.7	5.7	16.7	7.9	5.5	6.2
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(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成