

2012年7月20日 全9頁

日本経済見通し：「欧州危機」深刻化に伴う世界的なマネーフロー逆流のリスク

メインシナリオでは緩やかな景気拡大を想定。4つのリスクに要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- 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。当社の実質GDP予想は、2012年度が前年度比+2.4%、2013年度が同+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）。
- 日本経済のリスク要因：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。
- 「欧州ソブリン危機」深刻化に伴う世界的なマネーフロー逆流のリスク：今回のレポートでは、上記「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」に関連して、「欧州ソブリン危機」が深刻化する結果、世界的なマネーフローが逆流するリスクについて検証した。現在のグローバルなマネーフローは、「リーマン・ショック」前夜と非常に似通った特徴を有している。具体的に、今後、欧州の「ソブリン危機」深刻化に伴い警戒すべきは、①米長期金利の上昇、②我が国における長期金利上昇、③新興国株の下落、④ユーロ安、の4点であるといえよう。

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

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。当社の実質GDP予想は、2012年度が前年度比+2.4%、2013年度が同+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）。

1.1 好材料①：「復興需要」

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。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。新設住宅着工戸数に関しても、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1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。

図表1：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 好材料②：米国・中国を中心とする海外経済の回復

グローバル経済の動向

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。

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」の影響などから後退、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。

なお、以下では、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、次章で「リスク要因」として取り上げることとしたい。

米国経済は「長期構造不況」ではない

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2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。

米国における家計部門の「バランスシート調整」は終盤へ

なお、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。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2：「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

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。

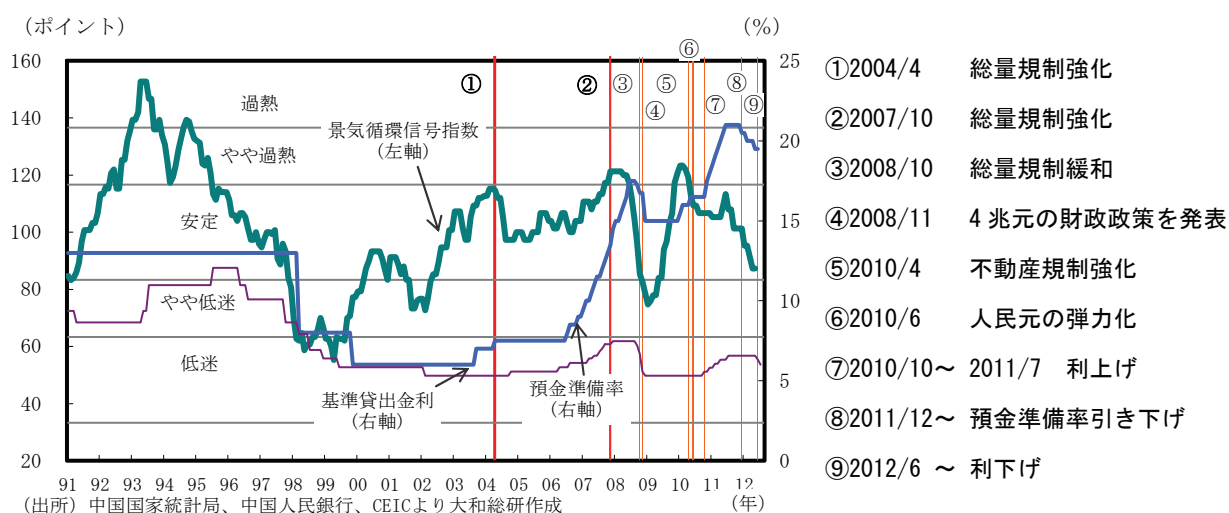
「政治的ビジネスサイクル」の存在

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。

中国経済の過熱感は大幅に後退

さらに、**図表 3** 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幅に後退している。同指数は2010年2月の123.3をピークに低下し、直近のデータ（2012年5月）は87.3と、景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）の下限に近い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 3：中国：景気循環信号指数



1.3 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（アンダースタンディング）」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「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。

2. 日本経済のリスク要因

日本経済が抱える4つのリスク要因

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。

「欧州ソブリン危機」深刻化に伴う世界的なマネーフロー逆流のリスク

今回のレポートでは、上記「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」に関連して、「欧州ソブリン危機」が深刻化する結果、世界的なマネーフローが逆流するリスクについて検証しておきたい。

現在のグローバルなマネーフローは、「リーマン・ショック」前夜と非常に似通った特徴を有している。具体的に、今後、欧州の「ソブリン危機」深刻化に伴い警戒すべきは、①米長期金利の上昇、②我が国における長期金利上昇、③新興国株の下落、④ユーロ安、の4点である。

第一に、日本、アジア、英国などからの米国への資金流入が細れば、「米債券安（＝米長期金利の上昇）」のリスクが生じる。第二に、英国から日本への巨額のマネーフローが「逆流」を起こすと、「円債相場下落（＝我が国における長期金利の上昇）」が懸念される。第三に、米国資本がリスク回避の動きを強めると、中南米、アジア、オセアニアなどに向けたリスクマネーが収縮し「新興国株の下落」が懸念される。第四に、米国とユーロ圏の間のマネーフローが「逆流」すると「ユーロ安」が進行する可能性がある。

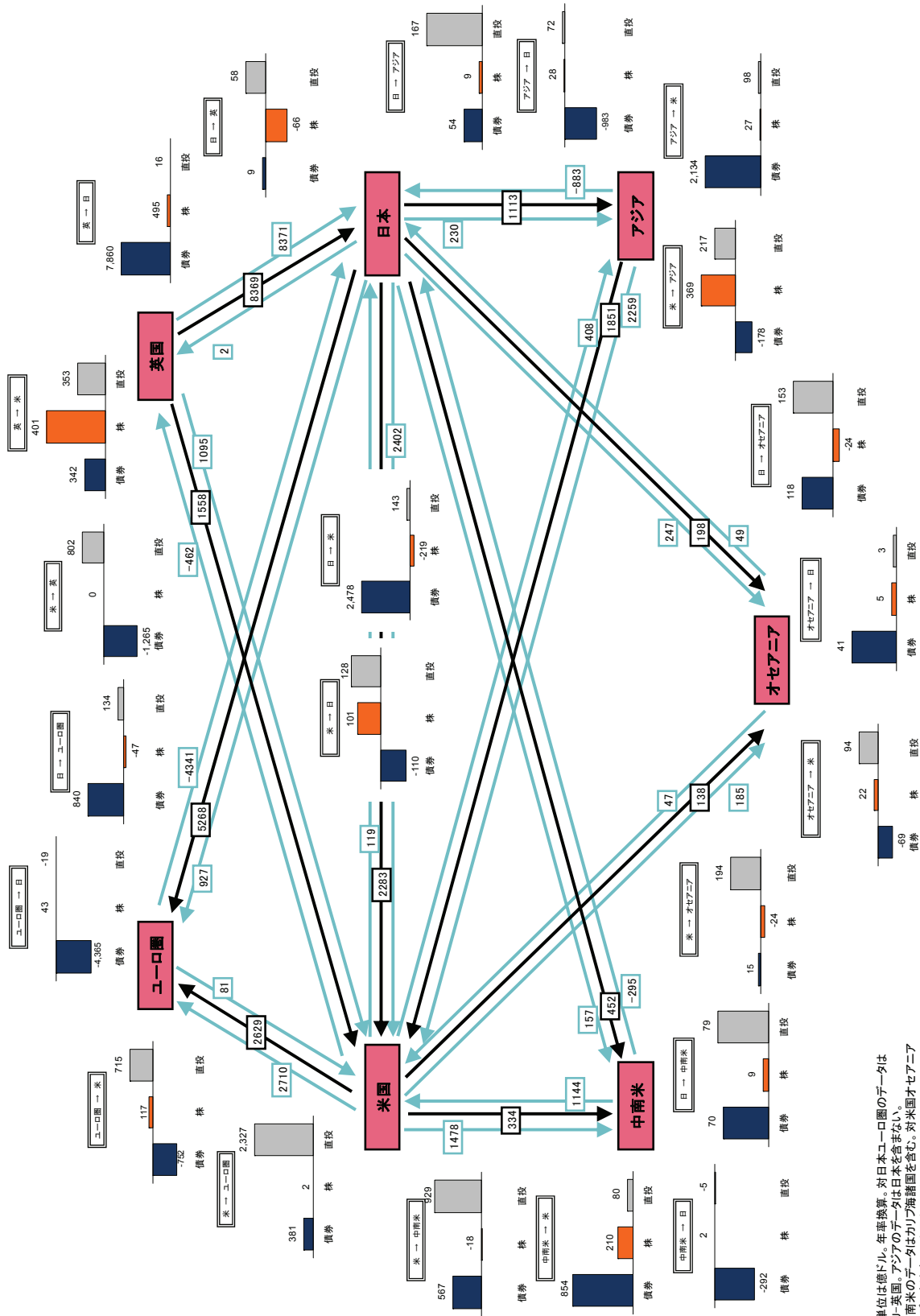
日米両国の長期金利上昇に要注意

上記の4つのリスクの中で、第三、第四の動きは既に一部で顕在化している。従って、今後の最大のリスク要因は、日米両国における長期金利の上昇（＝債券相場下落）に他ならない。

すなわち、信用不安が極限に達すると、これまで「安全資産」と思われてきた、米国や日本の国債までもが売り浴びせられる可能性が生じる。この場合、逃避資金は、現金として保有されるか、金を中心とする貴金属の市場に流入し、世界的な金融市場の混乱が過ぎ去るのをじっと身を潜めて待つことになるだろう。

今後、日米両国で長期金利が急上昇（＝債券相場が暴落）し、世界的な金融市場が大混乱に陥るか否かは、欧州を中心とする政策当局の対応次第であると言っても過言ではない。具体的には、①金融システム危機を防止する「安全網（セーフティネット）」の整備、②各国の「財政主権」に切り込む形での構造改革、③将来的な「財政統合」まで視野に入れた、「欧州共同債」の発行やドイツからの財政移転、などの成否が、欧州における「ソブリン危機」沈静化の鍵を握っているのである。

図表4：グローバルマネーフロー（2012年10）



(注) 単位は億ドル。年率換算。対日本ユーロ圏のデータは EU-英国、アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。(出所) 米財務省、米商務省、財務省、大和総研

図表5：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
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	0.89	0.80	0.85	0.90	1.15	0.99	0.86	1.00

(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