

2012年10月19日 全9頁

日本経済見通し：中国における反日デモの影響は？

日本経済は景気後退の瀬戸際に。5つの景気下振れリスクに要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- **日本経済は景気後退の瀬戸際に**：足下の日本経済は減速感が強まっている。9月以降発表された経済指標は、日本経済が景気後退の瀬戸際にあることを感じさせる内容であった。当社は、今後の日本経済は、メインシナリオとして、2012年一杯「踊り場」の状態が続いた後、①震災発生に伴う「復興需要」、②米国・中国経済の底割れ回避、③日銀の追加金融緩和、という「三本の矢」に支えられて、2013年以降、緩やかな回復軌道に戻ると想定している。ただし、日本経済の下振れリスクとして、①日中関係の悪化、②「欧州ソブリン危機」の深刻化、③地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、④円高の進行、⑤将来的な経常収支赤字化、の5点に留意が必要である。
- **中国における反日デモの影響をどう捉えるか？**：今回のレポートでは、中国における反日デモの影響を定量的に検証した。日中関係が急速に悪化した場合、日本経済が相応の打撃を受ける可能性には注意が必要となる。
- **政府・日銀に求められる政策対応**：政策当局は、デフレが継続するなか、日本経済再生に向けて、①トップリダーの確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に基づいた体系的のある政策を実行、②「内需」や「需要サイド」のみに固執するのではなく、「外需」や「供給サイド」も重視したバランスのとれた経済政策を実施、③消費税引き上げ、社会保障費を中心とする歳出削減などを通じて「財政再建」を実現、④政府・日銀がより一層緊密に連携、という4点を柱に据えた経済政策を断行すべきである。特に、上記④に関連して、当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などによれば、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

1. 日本経済は景気後退の瀬戸際に

足下の日本経済は減速感が強まる

足下の日本経済は減速感が強まっている。9月以降発表された経済指標は、日本経済が景気後退の瀬戸際にあることを感じさせる内容であった。当社は、今後の日本経済は、メインシナリオとして、2012年一杯「踊り場」の状態が続いた後、①震災発生に伴う「復興需要」、②米国・中国経済の底割れ回避、③日銀の追加金融緩和、という「三本の矢」に支えられて、2013年以降、緩やかな回復軌道に戻ると想定している（→詳細は、熊谷亮丸他「第174回 日本経済予測（改訂版）」（2012年9月10日）参照）。

日本経済のリスク要因

ただし、日本経済の下振れリスクとして、①日中関係の悪化、②「欧州ソブリン危機」の深刻化、③地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、④円高の進行、⑤将来的な経常収支赤字化、の5点に留意が必要である。

2. 中国における反日デモの影響をどう捉えるか？

日中関係の悪化が日本経済に与える影響

今回のレポートでは、中国における反日デモの影響を定量的に検証した。**図表1**に示した通り、日中関係の悪化は、日本経済に対して3つのルートを通じて悪影響を与える。日中関係が急速に悪化した場合、日本経済が相応の打撃を受ける可能性には注意が必要となろう。

図表1：日中関係の悪化が日本経済に与える影響

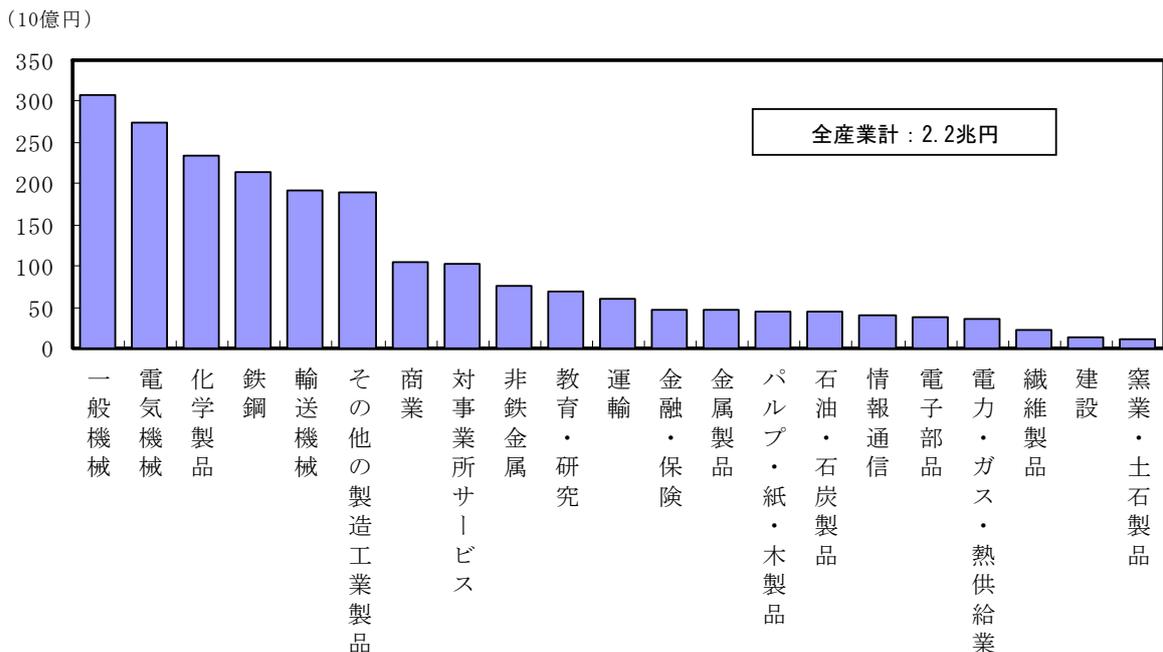
①対中国輸出	②中国現地法人	③訪日中国人観光客
年間輸出額 約12兆円 (シェア19%)	年間売上高 約20兆円 (シェア5%)	年間訪日者数 約141万人 (シェア16%)
→1ヶ月 停止 国内生産:-2.2兆円 GDP:-8,200億円	→1ヶ月 停止 売上高:-1.7兆円 経常利益:-1,200億円	→半減 国内生産:-2,200億円 GDP:-1,100億円

(出所) 財務省、総務省、経済産業省統計等より大和総研作成

対中輸出が1ヶ月停止した場合の影響

図表2に、わが国の対中輸出が1ヶ月停止した場合、国内生産に与える影響を、「産業連関表」を用いて試算した。この場合、国内生産の減少額は合計2.2兆円に達する。一般機械、電気機械、化学製品、鉄鋼、輸送機械などの広範な業種が悪影響を受ける可能性があり要注意であるといえよう。

図表2：対中輸出が1ヶ月停止した際の各産業への影響



(注) 中国向け輸出が1ヶ月間ゼロになったと仮定した際の、各産業の生産減少額。

(出所) 財務省、総務省統計より大和総研作成

中国では、将来的な過剰資本（設備）ストック調整の可能性に要注意

中国では将来的に過剰資本（設備）ストック調整の可能性に要注意である。

図表 3 に、中国の資本ストック循環を示した。縦軸に「固定資本形成増加率」、横軸に前期の「設備投資（フロー）／設備ストック」をとると、右回りのサイクルを描く。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、設備投資等の局面評価をすることができる。

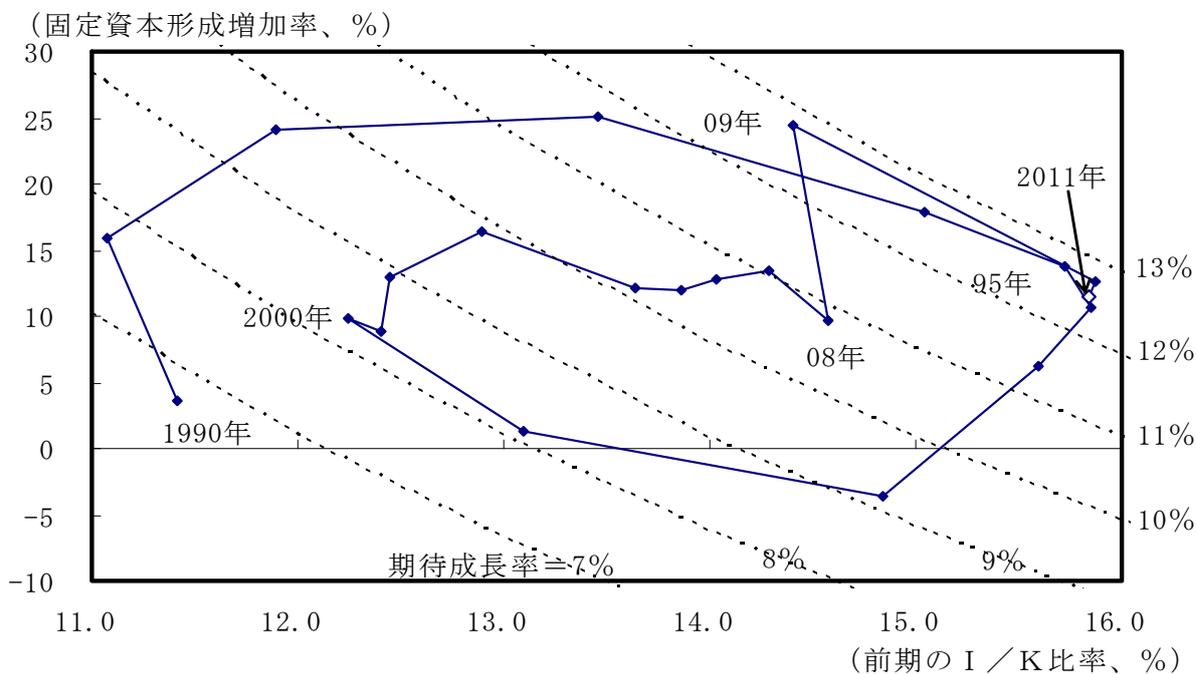
ストック循環からみると、2011 年時点で中国では年+13%近い期待成長率のもとで設備投資が行われており、「設備バブル」が生じている可能性が示唆される。今後の期待成長率が年+7%程度へと低下することを勘案すると、将来的に設備が大幅に調整する（グラフが左下に動く）リスクがあると考えられる。

実際、2015 年に中国における自動車の生産能力は 4 割程度過剰になるとみられており、最近では新たな生産プラットホーム申請の認可は難しくなっているようだ。

中国は「社会主義・市場経済」であるため、向こう 1~2 年程度は財政・金融政策によって問題を先送りすることは充分可能であるが、3~5 年程度のタイムスパンでは、中国で過剰資本（設備）ストックの調整が起こるリスクを警戒すべきかも知れない。

中国経済は、中長期的にみれば、日本経済にとって「悩みの種」となるだろう。

図表 3：中国 資本ストック循環図



(出所) 中国統計年報、CEIC Database、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

3. 政府・日銀に求められる政策対応

3.1 わが国が取り組むべき4つの政策

日本経済再生の処方箋

わが国の政策当局は、デフレが継続するなか、日本経済再生に向けて、①トップリーダーの確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に基づいた体系性のある政策を実行、②「内需」や「需要サイド」のみに固執するのではなく、「外需」や「供給サイド」も重視したバランスのとれた経済政策を実施、③消費税引き上げ、社会保障費を中心とする歳出削減などを通じて「財政再建」を実現、④政府・日銀がより一層緊密に連携、という4点を柱に据えた経済政策を断行すべきである。特に、上記④に関連して、当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などによれば、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

①トップリーダーのビジョンに基づいた体系性のある政策

第一に、確固たる「ビジョン（国家観・哲学）」に裏打ちされた体系性のある政策を行うことが最大のポイントである。

そもそも思考法には「演繹法」と「帰納法」とがある。「演繹法」が一般的・普遍的な原理から論理的な推論を通じて個別的な結論を得る思考法であるのに対して、「帰納法」は個別的な事例から一般的・普遍的な原理を見出そうとする推論方法である。一国の政策が「演繹法」的な思考法によって作られるべきであるという点は論をまたないであろう。出発点として確固たる「国家観（ビジョン）」という総論があり、そこから各論レベルの個別政策が導かれるのが健全な姿だ。以上の考え方に基づいて、日本政府には明確なビジョンに裏打ちされた新たな政策の「工程表」を提示することを求めたい。

②「外需」や「供給サイド」にも目配りしたバランスのとれた経済政策

第二に、日本経済再生の鍵は、「内需」や経済の「需要サイド（ディマンドサイド）」のみでなく、「外需」や「供給サイド（サプライサイド）」にも目配りをしたバランスのとれた経済政策を実行することにある。

そもそも、経済政策を大別すると、①経済の「供給サイド」の政策と「需要サイド」の政策、②内需と外需、という4つの象限に分けることができる。この4つの中で、民主党政権は、「供給サイド」や「外需」に一定の目配りをしてきた自民党へのアンチテーゼという意味合いもあり、「需要サイド」の「内需」に大きなウエイトを置いた。2009年の衆院選における民主党のマニフェストでは、①子ども手当支給による少子化対策、②雇用対策、③年金・社会保障制度改革などが重要政策として掲げられていた。現実には、これらの政策の中で最も重要性が高いと考えられる「年金・社会保障制度改革」は遅れ気味であり、「子ども手当」（「児童手当」に改称）を中心とする政策が中核に据えられてきた。

この結果、わが国の株式市場のキー・プレイヤーである外国人投資家の多くが、民主党政権

は子ども手当を中心とする「内需」の「需要サイド」——つまりは、経済政策全体の4分の1の部分にしか関心がない、バランスの悪い政権だと捉える様になってしまった。「追い出し5点セット（2010年に設置された日本政府主催の国内投資促進円卓会議で、わが国の財界首脳が指摘した、日本企業を海外に追い出し『空洞化』を招く5つの政策）」とも言われる、①円高、②EPA（経済連携協定）などの遅れ、③環境規制、④労働規制、⑤高い法人税、を放置してきた民主党政権は、「アンチビジネス（反企業）」的な政権だとの悪評にさらされることとなった。

我々は「供給サイドか？需要サイドか？」という不毛な対立を乗り越え、両者のバランスのとれた政策を行う必要があるだろう。

今後、日本政府が「アンチビジネス（反企業）」的な姿勢を改め、「プロビジネス（企業寄り）」的なスタンスを鮮明化することは、最大の景気対策になる。具体的には、「内需」だけでなく「外需」にも焦点を当て、成長戦略の具体化、規制緩和、法人税減税、TPP（環太平洋経済連携協定）・FTA（自由貿易協定）・EPA（経済連携協定）の推進、産業構造調整、官民一体となった海外での大型受注獲得（高速道路、上下水道、次世代送電網、水処理施設など）といった政策を強化することが重要な課題であると言えよう。

③財政再建

日本政府が取り組むべき第三の課題は、言うまでもなく「財政再建」である。

「増税の前にやることがある（増税の前に、経済成長や歳出カットが必要だ）」という議論はあたかも正論の様に聞こえる。しかしながら、1970年代に大平総理が一般消費税を導入しようとして頓挫した時から、まったく同じ議論が30年間以上にわたり繰り返されてきた。つまり、「増税の前にやることがある」というのは、論点を拡散させることによる先送りの議論なのだ。「経済成長」「歳出削減（社会保障の合理化）」「消費税の増税」という3つの政治課題があった時に、全てを一体的に進めないと絶対に駄目だという考え方では、現実問題として永久に財政再建などできるわけがない。こうした議論を通じて「先送り」が繰り返されてきた結果、わが国の財政状況は世界最悪の状態に陥っているのだ。

今後、わが国にとって必要なのは、2014年4月に増税が実施されるまでの1年半の間に、「経済成長」と「歳出削減（社会保障の合理化）」を着実に実行するために、国民的な論議を巻き起こすことであるといえよう。

④政府・日銀がより一層緊密に連携

わが国が取り組むべき第四の課題は、政府と日本銀行がより一層緊密に連携することである。この点については、以下で定量分析などを交えてもう少し詳しく論じてみたい。

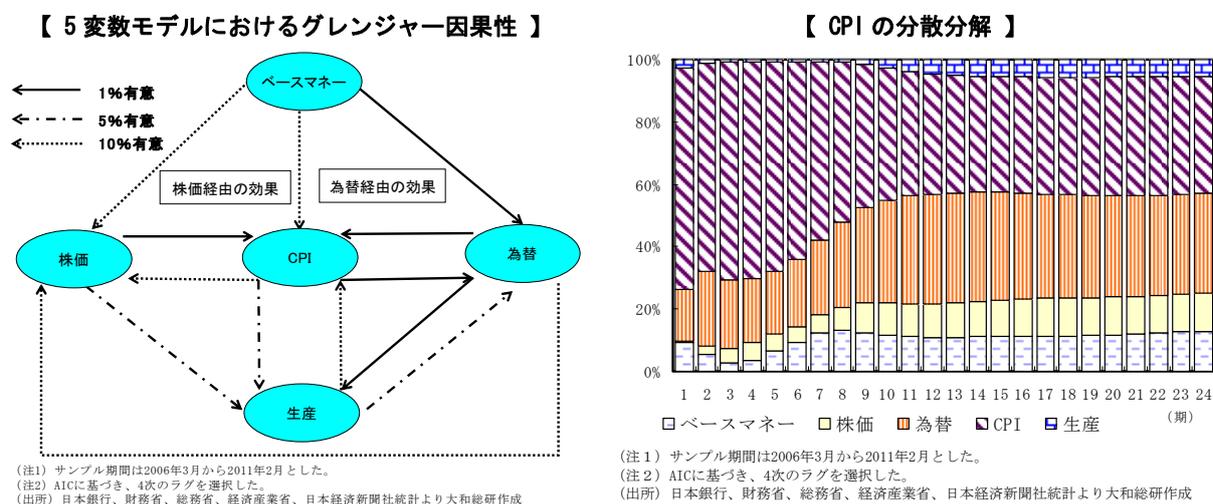
3.2 日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効

日銀が株価や為替に働きかけることの重要性

当社は、グレンジャー因果性を用いた分析などから、日銀の更なる金融緩和を通じた円安・株高の進行などがデフレ脱却に有効であると考えている。

図表 4 に、当社が作成した「5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性」を示した。なお、「グレンジャー因果性」とは、「変数 X に関する過去の情報が、変数 Y の予測の改善に役立つ場合には、変数 X から変数 Y に対して『グレンジャー因果性』がある」と定義付けられる。当社が行った分析によれば、ベースマネーの拡大が、株価や為替を通じて、CPI に影響を与えている可能性が示唆される。さらに、CPI の分散分解を行うと、為替が物価に対して一定の影響を与えている可能性が指摘できる。

図表 4 : 5 変数モデルにおけるグレンジャー因果性



【 モデルの詳細 】

		5変数モデル(対前年同月比)
サンプル期間		2006年3月～2011年2月
変数の定義	ベースマネー	マネタリーベース平均残高. 準備率調整後. 季節調整済み
	株価	日経平均株価. 東証225種. 月中平均
	為替	外国為替相場実効為替レート. 2010年基準. 名目(BIS方式)
	生産	全産業活動指数(農林水産業生産指数及び公務等活動指数を除く)(2005年基準)季節調整済指数
	CPI	消費者物価指数(2010年基準)全国. 基本分類指数. 生鮮食品を除く総合

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、経済産業省、日本経済新聞社統計より大和総研作成

「修正ソロスチャート」は円高・ドル安を示唆

図表 5 は、日米両国の中央銀行の相対的な金融政策スタンスとドル円相場の推移を見たもので、大手ヘッジファンド創始者であったジョージ・ソロス氏の名を冠して「修正ソロスチャート」と呼ばれている。なお、「修正」と付されているのは、超過準備額を除く形で、オリジナルな「ソロスチャート」から若干の修正が行われているためである。同チャートによれば、わが国のマネタリーベースが米国との対比で相対的に増加すると、ドル円相場は円安・ドル高になり、減少すると、円高・ドル安になる傾向がある。

現状、同チャートをみる限り、日銀の金融政策スタンスについて、米 FRB との比較において未だ金融緩和の度合いが不十分であるとの解釈が可能だ。今後、日銀はベースマネーを拡大することなどを通じて、円高に歯止めをかける必要があるだろう。

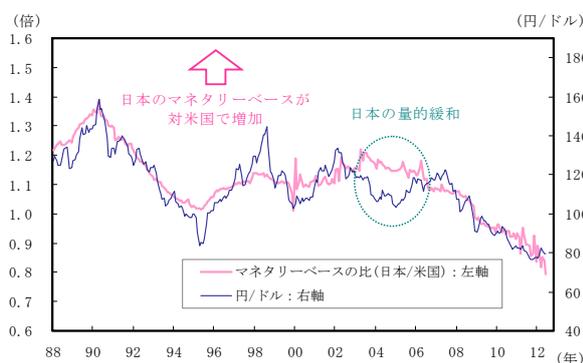
国際比較の観点からも、日銀がマネーサプライの増加率を高める必要

当社は、国際比較の観点からも、今後日銀がマネーサプライの増加率を高める必要があると考えている。**図表 6** は、各国のマネーサプライ上昇率と CPI 上昇率の関係を見た図表である。わが国は図表中で左下に位置しており、マネーサプライの伸び率の低迷がデフレを招いている可能性が示唆される。

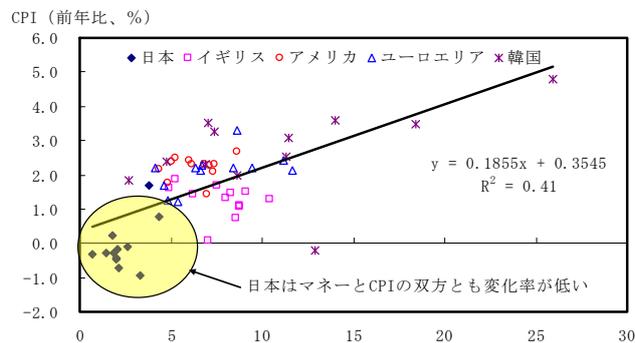
日銀がマネーサプライの伸び率を積極的に高めることは、円高に歯止めをかける要因になり得るのみではなく、株価の上昇などを通じてインフレ期待を高めることにもつながる。さらに、株価の上昇を加速させるには、①金融市場とのコミュニケーション能力の向上、②リスク資産の購入を増加させること、③現在+1%としている消費者物価上昇率の「目途（ゴール）」を米国並みの+2%に引き上げること、④物価に関する「目途（ゴール）」を「目標（ターゲット）」へと変更すること、などが検討課題となるだろう。

図表 5：日米の修正ソロスチャート

図表 6：各国のマネーサプライ上昇率と CPI 上昇率の関係



(注) 超過準備額を除くベース。
(出所) FRB、日本銀行統計より大和総研作成



(注1) 推計期間は1997年から2008年とした。
(注2) マネーについては、日本はM2+CDを、ユーロエリアはM3を、その他はM2を用いた。
(注3) CPIについては、ユーロエリアについてはHCPI総合を、その他はCPI総合（食料およびエネルギー除く）を用いた。
(出所) OECD統計より大和総研作成

図表7：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%]	0.3 -0.7	5.3 2.9	0.7 3.2	0.5 1.6	0.5 1.7	1.2 0.7	3.3	-0.0	1.8	1.2
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	5.9	5.4	5.6	6.1	6.2	16.7	7.6	5.8	6.9
失業率 (%)	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	5.0	4.5	4.3	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	-0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.9	-0.0	0.0	0.1
	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	0.89	0.80	0.80	0.85	1.15	0.99	0.84	1.00

(注) 予測値は原則として大和総研・第174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