

2012年11月20日 全12頁

日本経済見通し：景気はどこから立ち上がる？

世界経済動向に関する定量的なシミュレーションを実施

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- **経済見通しを大幅に下方修正**：2012年7-9月期GDP一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを大幅に下方修正した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+0.7%（前回：同+1.8%）、2013年度が同+0.9%（同：同+1.2%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第175回 日本経済予測」（2012年11月15日）参照）。
- **景気はどこから立ち上がる？**：日本経済は海外経済の悪化などを背景に、2012年3月を「山」に景気後退局面入りした可能性が濃厚である。今回のレポートでは過去の日本経済の回復局面を検証することなどを通じて、今後の日本経済回復の条件を探った。過去の日本経済の回復局面を検証すると、1990年代以降、景気回復のドライバーが「財政・金融政策」から「輸出」へと明確に変化していることが確認できる。今後の景気後退局面でも、海外経済の回復などによる輸出の増加が日本経済底入れの発火点となる可能性が高いだろう。今後の日本経済は、様々な景気下振れリスクを抱えつつも、メインシナリオとして、①米国・中国経済の持ち直し、②震災発生に伴う「復興需要」、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、緩やかな回復軌道を辿る公算である。
- **今後の世界経済をどう見るか？**：今後の世界経済を展望する上で鍵になるのは、欧米など先進国の内需低迷を、新興国の政策発動でどの程度相殺できるか、という点である。当社は今後の世界経済に関して、①先進国の内需、②新興国の政策発動、を外生変数とする定量的なシミュレーションを行った。結論として、新興国が積極的な財政・金融政策の発動を実施すれば、先進国の内需低迷をある程度相殺することは可能だと見られる。ただし、「欧州ソブリン危機」の深刻化、米国の「財政の崖」、など複数のリスク要因が同時に起きるケースでは、新興国の政策発動のみで世界経済を支えるには力不足であると考えられる。
- **日本経済のリスク要因**：今後の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日中関係の悪化、③米国の「財政の崖」、④地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、⑤円高の進行、の5点に留意が必要である。

1. 経済見通しを大幅に下方修正

経済見通しを大幅に下方修正

2012年7-9月期GDP一次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを大幅に下方修正した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+0.7%（前回：同+1.8%）、2013年度が同+0.9%（同：同+1.2%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第175回 日本経済予測」（2012年11月15日）参照）。

2012年7-9月期の実質GDP成長率（一次速報）は前期比年率▲3.5%と3四半期振りのマイナス成長

2012年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.5%（前期比▲0.9%）と3四半期振りのマイナス成長となり、ほぼ市場コンセンサス（前期比年率▲3.6%、前期比▲0.9%）に沿った内容であった。個人消費がエコカー補助金終了の影響による自動車販売の低迷から2四半期連続の減少となったこと（前期比▲0.5%）、設備投資が2四半期振りの減少となったこと（同▲3.2%）を主因に、民需の寄与度（前期比ベース）は前期比▲0.4%ポイントとなった。また、欧州を中心とした海外景気の悪化などを背景に、輸出が前期比▲5.0%と減少したことから、外需（純輸出）寄与度は前期比▲0.7%ポイントと、2四半期連続のマイナス寄与となった。一方、2012年に入ってからの復興需要の本格化を受けて、公共投資は前期比+4.0%と3四半期連続の増加であった。政府消費も含めた公需の寄与度は前期比+0.3%ポイントと、4四半期連続のプラス寄与となり、一定程度景気を下支えしたが、民需と外需の落ち込みを補うほどの効果はなく、7-9月期は内外需ともに悪化する結果となった。

景気はどこから立ち上がる？

日本経済は海外経済の悪化などを背景に、2012年3月を「山」に景気後退局面入りした可能性が濃厚である。本予測では過去の日本経済の回復局面を検証することなどを通じて、今後の日本経済回復の条件を探った。過去の日本経済の回復局面を検証すると、1990年代以降、景気回復のドライバーが「財政・金融政策」から「輸出」へと明確に変化していることが確認できる。今後の景気後退局面でも、海外経済の回復などによる輸出の増加が日本経済底入れの発火点となる可能性が高いだろう。今後の日本経済は、様々な景気下振れリスクを抱えつつも、メインシナリオとして、①米国・中国経済の持ち直し、②震災発生に伴う「復興需要」、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、緩やかな回復軌道を辿る公算である。

日本経済のリスク要因

今後の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日中関係の悪化、③米国の「財政の崖」、④地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、⑤円高の進行、の5点に留意が必要である。

2. 景気はどこから立ち上がる？

過去の景気回復局面を検証

本章では、過去の日本経済の回復局面を検証することなどを通じて、今後の日本経済回復の条件を探っていきたい。過去の日本経済の回復局面を検証すると、1990年代以降、景気回復のドライバーが「財政・金融政策」から「輸出」へと明確に変化していることが確認できる。今後の景気後退局面でも、輸出の増加が日本経済底入れの発火点となる可能性が高いだろう。

1980年代までの景気回復局面の特徴としては「財政・金融政策」が鍵

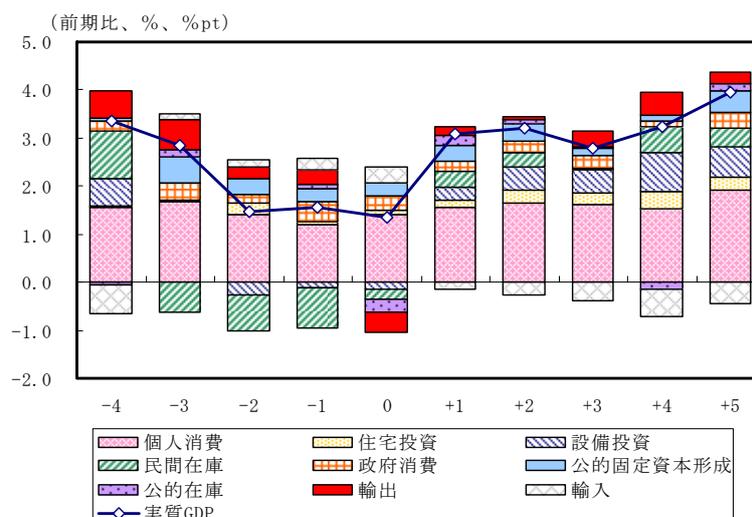
図表1に、1980年代までの過去8回の景気回復局面（1958年～1989年）の平均的な姿を示した。過去の景気回復局面の平均的な特徴として、①在庫投資が積み増しに転じる、②金利低下などを受け住宅投資・設備投資が増加、③公共投資による景気下支えが継続、という3点が指摘できる。要するに、歴史的に見てわが国の景気回復のドライバーは「財政・金融政策」であったと言えよう。なお、個人消費の実質GDP成長率に対する寄与度は大きいものの、景気回復局面における限界的な景気押し上げ効果は限定的であった。また、輸出による景気の牽引力は、近年の景気回復局面程には強くなかった。

図表1：1980年代までの景気回復局面の特徴

I. 過去8回の景気回復局面(1958年～1989年)の平均的な特徴

- ①在庫調整が一巡し、**在庫投資**が積み増しに転じる
 - ②金利低下などを受け**住宅投資・設備投資**が増加
 - ③**公共投資(公的固定資本形成)**による景気下支えが継続
- ※なお、④**個人消費**の実質GDP成長率に対する寄与度は大きい、景気回復局面における限界的な景気押し上げ効果は限定的
- ⑤**輸出**による景気の牽引力は、近年の景気回復局面程には強くない

日本：景気回復局面のGDP内訳（1958年～1989年の8回の平均）



(注) 横軸の目盛りは、景気の谷(=0)を基点とする経過四半期数。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

1990年代以降の景気回復局面では「輸出」が鍵

図表 2 に、1990年代以降の過去4回の景気回復局面の平均的な姿を示した。近年の景気回復局面の特徴としては、以下の3点が指摘できる。第一に、景気回復のドライバーは「財政・金融政策」から「輸出」へと明確に変化している。第二に、景気の谷から約2～3四半期後に、設備投資と在庫投資の増加が顕著になる。設備投資の増勢は、外需に牽引された「加工組立産業」が主役である。第三に、個人消費・公共投資・住宅投資による景気押し上げ効果は従来と比べ大きく低下している。

財政・金融政策の効果が大きく低下した理由

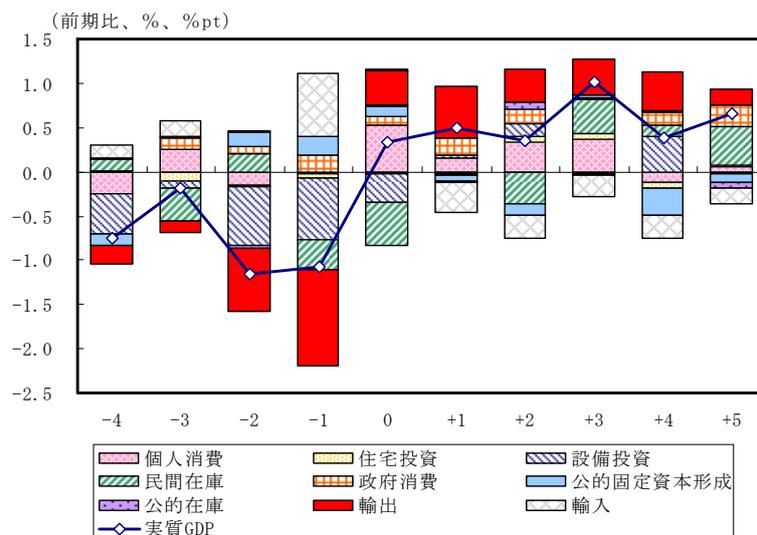
1990年代以降、財政・金融政策の効果が大きく低下した理由としては、以下の点が挙げられる。財政政策に関しては、財政赤字が急速に拡大するなかで景気下支え効果が限界に達しつつあること、金融政策については、①企業がキャッシュフローの範囲内で設備投資を行う傾向が強まったこと、②資金調達面で間接金融から直接金融へのシフトが進んだこと、③特に、2000年代以降は追加的な金融緩和余地が大幅に低下したこと、などが指摘できよう。

図表 2：1990年代以降の景気回復局面の特徴

II. 1990年代以降(過去4回)の景気回復局面の特徴

- ①景気回復のドライバーは、**輸出**の増加(特に直近2回(2002、2009年)の景気回復局面)
- ②景気の谷の約2～3四半期後に、**設備投資**と**在庫投資**の増加が顕著に(特に、外需に牽引された加工組立産業)
- ※他方で、③**個人消費・公共投資・住宅投資**による景気押し上げ効果は従来と比べ大きく低下している

日本：景気回復局面のGDP内訳（1990年代以降の4回の平均）



(注) 横軸の目盛りは、景気の谷(=0)を基点とする経過四半期数。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

今後の景気回復局面でも「輸出」の動向が鍵

今後の景気回復局面でも、わが国では内需主導の自律的な景気回復メカニズムは脆弱であり、日本経済の回復は「輸出」次第であろう。近年日本経済は「輸出頼み」の様相を強めており、輸出数量指数と鉱工業出荷の間には高い連動性が存在する。今後の景気後退局面でも、海外経済の回復などによる輸出の増加が日本経済底入れの発火点となる可能性が高いものと考えられる。

わが国の鉱工業出荷の内訳

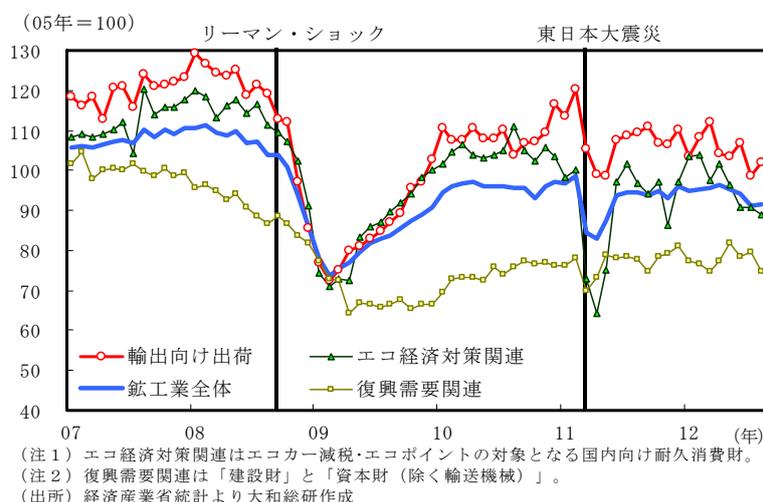
図表 3 はわが国の鉱工業出荷の内訳を見たものである。

内訳を見ると、「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」の出荷が失速している。さらに、欧州を中心とする海外経済の低迷を背景に、「輸出向け出荷」が息切れ気味である。

これに対して、「建設財」「資本財（除く輸送機械）」といった「復興需要関連」の出荷は概ね底堅く推移しているものの、日本経済は復興需要頼みの「一本足打法」の様相を呈しているといえよう。

以上の分析からも、今後日本経済が持ち直すには、海外経済が回復し「輸出向け出荷」が持ち直すか否かが、大きな鍵を握っているものと考えられる。

図表 3： 鉱工業出荷の内訳



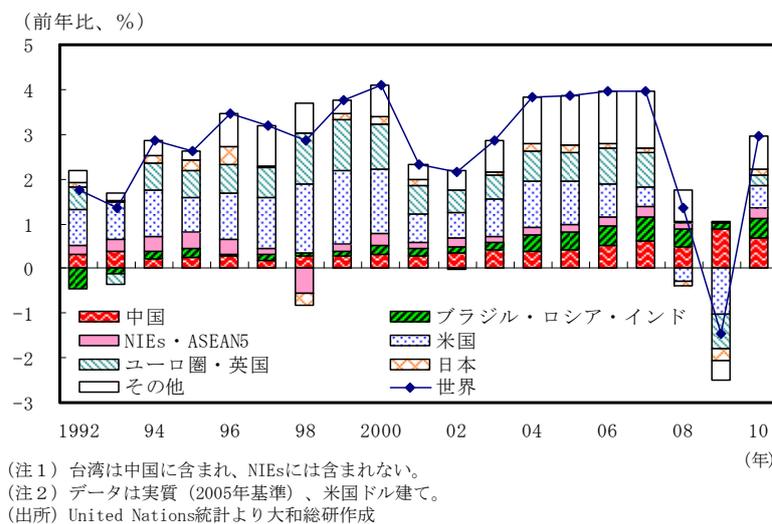
3. 今後の世界経済をどう見るか？

3.1 先進国の内需低迷が新興国経済に波及

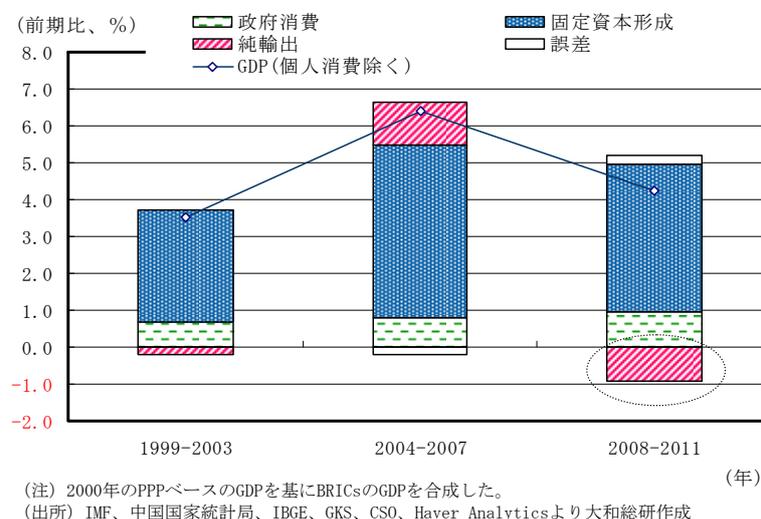
世界経済に対する慎重な見方が強まる

本章では、今後の日本経済回復の鍵を握る、世界経済の動向を大局的に考察したい。グローバルな金融市場では、世界経済に対する慎重な見方が強まっている。2012年10月にIMFは世界経済見通しの下方修正を行った。経済見通し下方修正の理由としては、①「ソブリン危機」の影響などから欧州経済が低迷していること、②欧州を中心とする先進国経済の減速が中国を中心とする新興国に波及してきたこと、という2点が強調された。図表4で「世界の実質最終消費+固定資本形成」の成長率を見ると、新興国が世界経済を下支えしている様子が確認できる。しかしながら、図表5でBRICs諸国の合成実質GDP（個人消費を除く）を見ると、近年輸出が景気を押し下げており、先進国の内需低迷が新興国経済に波及している可能性が示唆される。

図表4：世界の実質最終消費+固定資本形成成長率



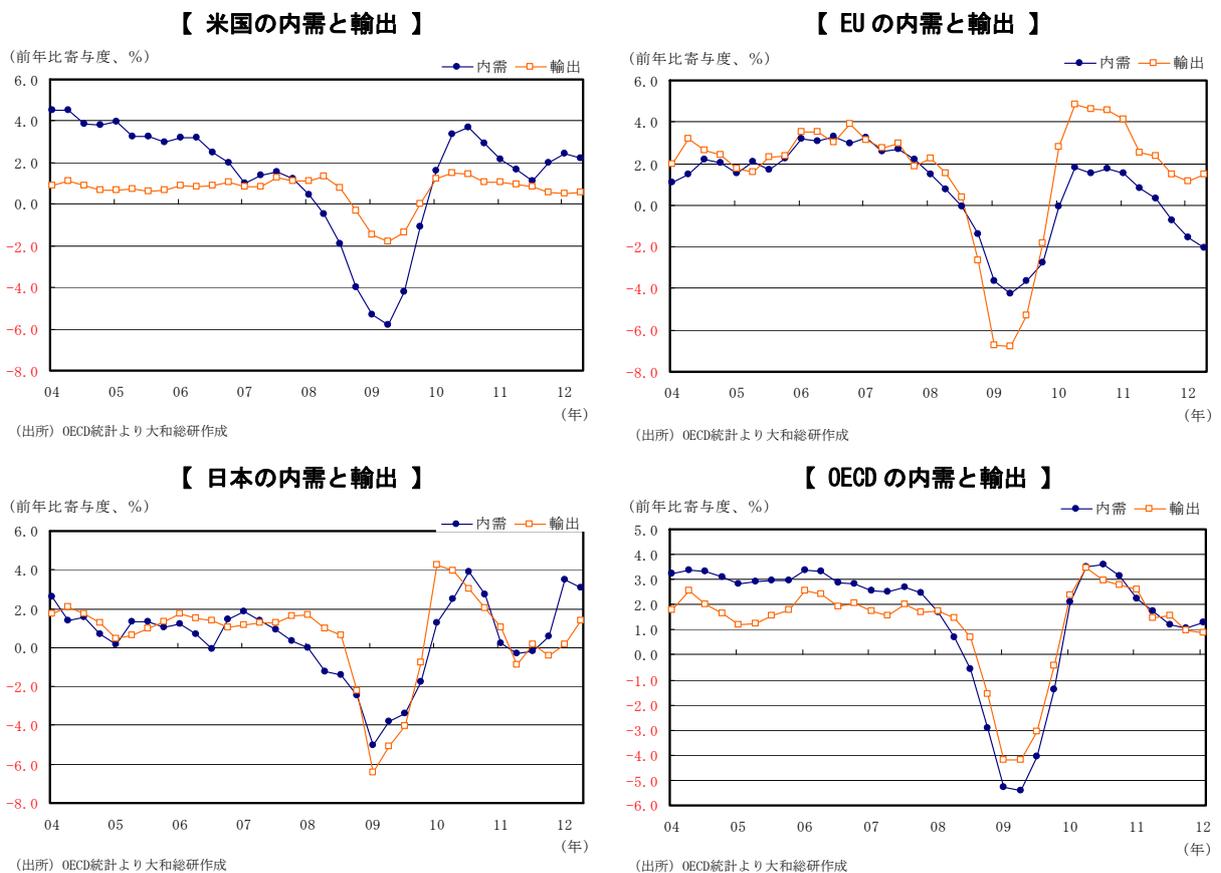
図表5：BRICsの合成実質GDPの推移（個人消費を除く）



先進国では内需と輸出の連動性が高い

そもそも、主要国において、内需と輸出はどの程度の連動性を有するのであろうか？**図表 6** は、米国、EU、日本、OECD などのデータを用いて、先進国における内需と輸出の連動性について考察したものである。**結論として、先進国では総じて内需と輸出の連動性が高い点が特徴的だ。**なお、米国だけは旺盛な個人消費などの内需が景気を主導する傾向があり、内需と輸出の連動性は相対的に見ればあまり高くない。これに対して、日本は典型的な「輸出主導型」の経済構造を有しており、内需と輸出の間に高い連動性が存在する。

図表 6：先進国では内需と輸出の連動性が高い

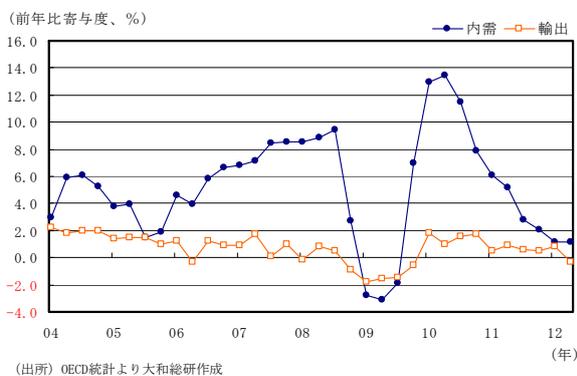


新興国では内需と輸出の連動性は低い

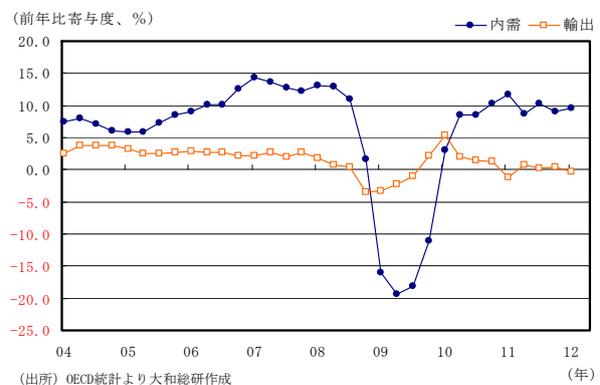
一方、新興国では内需と輸出の連動性が相対的に低いという特徴がある。図表7は、ブラジル、ロシア、インド、中国などの新興国における、内需と輸出の連動性を見たものである。先進国と対照的に、新興国では内需と輸出の連動性が高いとは言い難い。とりわけ興味深いのは、中国における内需と輸出の関係が緩やかな逆相関にあるように見受けられる点である。従来中国では「保八（ほはち。8%の経済成長を保つという意味）」という言葉に象徴される通り、海外経済が悪化し輸出が低迷する場面では、経済成長率を一定以上のレベルに保つ目的で積極的な財政・金融政策が発動されてきた。今回の世界的な景気減速局面でも、中国政府は財政・金融政策を発動しており、最終的に景気底割れは回避されるとみるべきであろう。

図表7：新興国では内需と輸出の連動性は低い

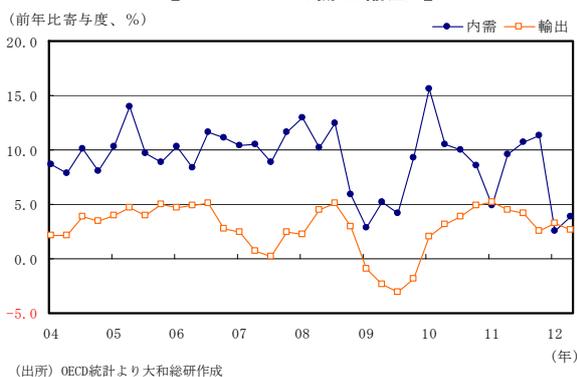
【ブラジルの内需と輸出】



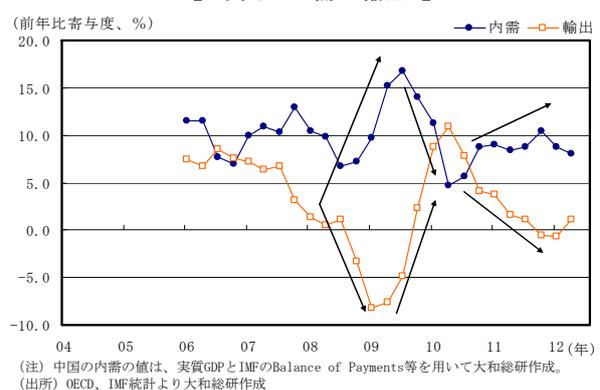
【ロシアの内需と輸出】



【インドの内需と輸出】



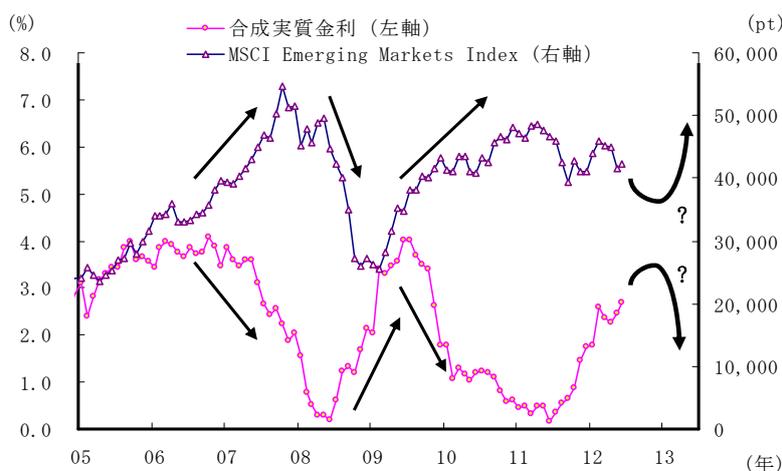
【中国の内需と輸出】



新興国では金融緩和を受け株価急落は回避される公算

世界的な景気減速懸念が強まるなか、今後新興国は金融緩和スタンスを強化する見通しである。金融緩和の効果もあり、新興国では株価の急落は回避されるとみられる。**図表 8** は、新興国における株価と実質金利の関係を見たものである。新興国では株価と実質金利の間に緩やかな逆相関が見られる。今後に関しては、新興国が金融緩和スタンスを強めるとみられることを勘案すると、新興国の株価は総じて底堅く推移するとの見方も可能であろう。

図表 8 : MSCI Emerging Markets Index と合成実質金利の推移



- (注1) MSCI Emerging Markets Index は新興国の自国通貨ベース。
 (注2) 合成実質金利の構成国は、ブラジル、ロシア、インド、中国、香港、インドネシア、韓国、シンガポール、タイ。
 (注3) 合成実質金利はCPIまたはWPIで実質化した政策金利に実質GDPに基づくウェイトをかけて算出。
 (注4) ブラジル、韓国、台湾、タイについては各国の定義によるコアCPIを使用し、ロシア、中国、香港、インドネシア、シンガポールについてはヘッドラインCPI、インドについてはヘッドラインWPIを使用した。
 (出所) MSCI、Haver Analyticsより大和総研作成

3.2 今後の世界経済に関するシミュレーション

先進国の内需低迷を新興国の政策発動で補えるか？

最後に、本章の議論を総括する意味で、今後の世界経済に関して、①先進国の内需、②新興国の政策発動、を外生変数とする定量的なシミュレーションを行いたい。

先進国経済が抱えるリスク

今後の先進国経済の大きなリスクとして考えられるのが、欧州、及び、米国のさらなる減速である。

まず、欧州に関しては、金融規制の一元化や財政問題国の支援の枠組みなど、現在進められている金融安定化の方策が滞った場合、金融危機がさらに拡大する可能性がある。IMF は 2012 年 10 月に発表した GFSR（国際金融安定性報告書）において、最悪のケースではユーロ圏の 58 銀行において 4.5 兆ドルのデレバレッジ（資産圧縮）が起こると試算した。銀行の資産圧縮は貸しはがしや貸し出しの減少につながるため、実体経済にも大きな影響を及ぼす。IMF の試算によれば、欧州の GDP が 1.4%ポイント低下する計算となる。

また、国際的に注目を浴びている、米国の“Fiscal Cliff”（財政の崖）の問題も深刻だ。「財政の崖」とは、減税措置の終了と強制的な歳出削減が同時に起こることで、米国の名目 GDP 比で 4%分に相当する負担増が生じるという問題である。財政の崖の問題については様々な見解が表明されているが、米国の議会予算局（CBO）の試算によると、財政の崖を回避できないケースでは、崖を回避したケースに比べて実質 GDP 成長率は 2.2%ポイント下押しされる見通しである。

モデルの概要

それでは、先進国の景気が減速した場合、世界経済、日本経済にはどのような影響がおよぶのだろうか？今回、世界経済の貿易構造を考慮した簡易なモデルを作成し、その影響を考察した。

今回のレポートで採用したモデルの構造は、**図表 9**に示した通りである。

分析対象国は先進国では日本、米国、英国、ユーロ圏の 4ヶ国・地域、新興国ではブラジル、ロシア、インド、中国の 4ヶ国とした。モデルに用いた変数は、各国の実質 GDP、実質輸出入、内需、実質実効為替レート、国別輸出金額と、新興国の財政支出金額、政策金利、物価上昇率である。方程式は推計式 21 本、定義式 16 本の合計 37 本となっており、121 個の変数を利用している。

前提として、日本を除く先進国の内需と、新興国の経済政策（財政支出額と金利の水準）が外生的に決定されることを仮定した。また、新興国の内需は政策と輸出によって、日本の内需は輸出額によって決定されると仮定している。

このモデルを用いて、先進国の内需にショックを与えることで、欧州の金融危機や米国の財政の崖の問題の影響を分析してみよう。

シミュレーション結果

図表 9の横軸に、先進国のリスクシナリオが世界経済と日本経済に与える影響を示した。欧州の金融危機の拡大、米国の財政の崖の影響は、IMF、CBO がそれぞれ試算している値と同程度内需の減少という形で表れると想定した。

もし、欧州の金融危機の拡大と財政の崖の問題が同時に生じた場合、日本経済には1.7%の下押し圧力がかかる可能性がある。先進国の景気減速は貿易を通じて新興国経済を下押しすることになり、世界全体で見てもGDPは1.2%程度下押しされる見込みだ。

ただし、中国をはじめとする新興国については、先進国と比べて財政拡大の余地があり、インフレに苦しんでいない国に関しては今後金融緩和の拡大も見込める。先進国の内需不足による世界経済の後退懸念を、ある程度新興国が緩和することができると思込んでいる。

図表9の縦軸には、新興国の政策対応が世界経済と日本経済に与える影響を示した。これを見ると、財政政策の拡張と金融緩和により、世界経済は0.5%、日本経済は0.9%上振れする可能性がある。

欧州の金融危機が拡大した場合でも、新興国が景気対策を存分に打てば世界のGDPは横ばいで留まり、日本のGDPは0.4%上振れする。米国で財政の崖の問題が生じた場合も同様に、世界経済、日本経済の落ち込みはそれぞれ0.3%ずつで済むのである。

以上を総括すると、新興国が積極的な財政・金融政策の発動を実施すれば、先進国の内需低迷をある程度相殺することは可能だとみられる。ただし、「欧州ソブリン危機」の深刻化、米国の「財政の崖」、など複数のリスク要因が同時に起きるケースでは、新興国の政策発動のみで世界経済を支えるには力不足であると考えられる。

図表9：先進国の内需ショック、新興国の政策が世界、日本のGDPに与える影響

ベースケースからの乖離幅		先進国の内需ショック			
		ベースシナリオ	欧州の内需：▲1.4% (金融危機の拡大)	米国の内需：▲2.2% (財政の崖)	欧州：▲1.4% 米国：▲2.2%
新興国の政策対応	ベースシナリオ	世界GDP:+0.0% 日本GDP:+0.0%	世界GDP:▲0.5% 日本GDP:▲0.5%	世界GDP:▲0.8% 日本GDP:▲1.2%	世界GDP:▲1.2% 日本GDP:▲1.7%
	財政支出+5% (対名目GDP比)	世界GDP:+0.3% 日本GDP:+0.5%	世界GDP:▲0.1% 日本GDP:▲0.0%	世界GDP:▲0.5% 日本GDP:▲0.7%	世界GDP:▲0.9% 日本GDP:▲1.2%
	政策金利 ▲2%	世界GDP:+0.2% 日本GDP:+0.4%	世界GDP:▲0.3% 日本GDP:▲0.1%	世界GDP:▲0.6% 日本GDP:▲0.8%	世界GDP:▲1.1% 日本GDP:▲1.3%
	政策金利 ▲2% 財政支出+5% (対名目GDP比)	世界GDP:+0.5% 日本GDP:+0.9%	世界GDP:+0.0% 日本GDP:+0.4%	世界GDP:▲0.3% 日本GDP:▲0.3%	世界GDP:▲0.7% 日本GDP:▲0.8%

(注) 政策金利には、物価上昇率を差し引いた実質金利を使用している。

(出所) 各種統計より大和総研作成

世界経済・日本経済のシミュレーションの概要

対象国：日本、米国、英国、ユーロ圏、ブラジル、ロシア、インド、中国の8地域
 使用変数：各国のGDP、実質輸出入、内需、実質実効為替レート、国別輸出金額
 新興国の財政支出金額、政策金利、物価上昇率
 式体系：方程式数37本(推計式21本、定義式16本)の簡易モデル
 日本を除く先進国の内需は外生的に決定される
 新興国の内需は政策と輸出によって、日本の内需は輸出額によって決定される
 各国の貿易額は、輸出額ウエイトで作成された海外の内需によって決定される

図表 10：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%]	-1.2 -0.7	5.2 2.9	0.3 3.3	-3.5 0.1	-0.9 0.2	1.6 -0.7	3.3	-0.0	0.7	0.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	6.7	5.9	6.1	3.7	3.6	3.7	16.7	7.6	4.3	4.5
失業率 (%)	4.5	4.5	4.4	4.2	4.3	4.4	5.0	4.5	4.3	4.3
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	-0.2	-0.0	-0.0	-0.9	-0.0	-0.1	-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、%)	0.98	0.99	0.83	0.77	0.75	0.80	1.26	0.99	0.79	0.95

(注) 予測値は原則として大和総研・第175回日本経済予測による。
(出所) 各種統計より大和総研作成