

2013年4月19日 全10頁

日本経済見通し：黒田日銀新総裁、鮮烈なデビューを飾る

メインシナリオでは景気回復を見込むが、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]

- 黒田日銀新総裁が鮮烈なデビューを飾る：「異次元の金融政策」を標榜する、黒田東彦・日本銀行新総裁が鮮烈なデビューを飾った。4月4日に新生・黒田日銀が決定した金融緩和は、金融市場の事前予想を大幅に上回る大胆な内容であった。「黒田マジック」を受けて、ボールは完全に政府に投げられた。今後、安倍政権にとっては、①成長戦略の強化、②財政規律の維持、③雇用者の所得環境を好転させること、という3点が課題になるだろう。
- 日本経済のメインシナリオ：日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続や大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、現状の為替市場は過度な円高を修正する局面にあると捉えている。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆される。
- 日本経済のリスク要因：今回のレポートでは、日本経済のリスク要因について検証した。今後の日本経済のリスク要因としては、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

1. 黒田日銀新総裁、鮮烈なデビューを飾る

異次元の金融緩和

「異次元の金融政策」を標榜する、黒田東彦・日本銀行新総裁が鮮烈なデビューを飾った。

白川方明・前日銀総裁から黒田・新総裁へのバトンタッチは、あたかも「白」から「黒」へと一気に局面が転換する「オセロゲーム」のようだ。

日銀に対して普段は辛辣な海外メディアの報道も総じて好意的である。英フィナンシャルタイムズ (FT) は「黒田が市場を急襲」「日本が金融革命を始めた」という表現で賛辞を送った。独フランクフルターアルゲマイネ・電子版も「天変地異が起きた」と報じた。

新生・黒田日銀が決定した金融緩和は、金融市場の事前予想を大幅に上回る大胆な内容であった。

4月4日に、日銀は2年間で前年比+2%の消費者物価上昇率実現を目指す「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。政策目標を従来の「金利（無担保コール翌日物金利）」から「マネーの量」に切り替えると共に、「マネタリーベース（資金供給量）」を2年間で倍増させる。日銀が市場から購入する国債の残存期間を長期化することに加え、長期国債や上場投資信託 (ETF) などのリスク資産も大幅に買い増す。この結果、2014年末の日銀の資産規模は290兆円 (GDP比59%) に倍増することとなる。

今回の黒田新総裁の英断は、過去の日銀との決別を意味するものだとも言える。

従来、外国人投資家の間では「日銀の金融緩和は極めて不十分」との不満が蔓延していた。

旧来の日銀擁護派がどういった理屈を並べたてようとも、大幅な円安・株高進行という「現実」の前では、黒田新総裁に対する「揚げ足取り」の様な批判はむなしく響くだけだ。

昨年の11月半ばに、衆議院の解散が事実上決まってから、わが国の株式時価総額は140兆円程度増加している。驚くべきことに、1年間の国家予算（当初予算ベースで90兆円程度）を大幅に上回る規模の富が、政権交代に伴い創出されたのである。

この間、ドル円相場は18円程度、円安になっている。大和総研のマクロ経済モデルでは、10円の円安・ドル高は、わが国の実質GDP（国内総生産）を約0.4%（2兆円）増加させる。従って、単純計算では、政権交代に伴う円安は、わが国の実質GDPを4兆円弱押し上げることになるのだ。

類まれなる「市場との対話能力」

今回、黒田新総裁は政策の内容のみならず、「市場との対話能力」という面でも、類まれなる才能を見せつけた。

元々、黒田氏は「通貨マフィア」と呼ばれる、為替市場のプロ中のプロである。グローバルな金融市場参加者のメンタリティに精通している。

一言で言えば、金融市場には「サプライズ（驚き）」を与えることが重要だ。

「サプライズ」とは、「金融市場が事前に想定していた政策内容」と「現実に打ち出された政策内容」の違いのことである。金融市場の反応は、「現実に打ち出された政策内容」ではなく、この「サプライズ」の大きさによって決まるのだ。つまり、いい意味で「市場の期待感」を裏切ることがポイントになるのである。

今回、黒田氏はスピード感を持って、金融市場に「ポジティブ・サプライズ（前向きな驚き）」を与えることに成功した。

従来、日銀は経済・金融環境が悪くなってから——言葉を換えれば、追い込まれてから、小出しの金融緩和を行ってきた。日銀の政策は金融市場からは「too little too late(あまりに小さくて遅い)」と揶揄され、日銀が金融緩和を行うと「材料で尽くし」などと言われて、むしろ株価が反落するケースも多かった。日銀の金融緩和の内容が「想定範囲内」である上に、スピード感に乏しかったからである。

新生・日銀の政策決定に至る「情報管理」の徹底も見事の一語に尽きる。

従来、永田町では、「日銀は情報管理が甘い」とみる向きが少なくなかった。しかし、今回の政策決定に際しては、「水も漏らさぬ」情報管理が行われた。主要メディアや金融市場関係者は、いい意味で完全に裏をかかれる形になったのだ。

「アベノミクス」に残された課題

「黒田マジック」を受けて、ボールは政府に投げられた。

一見好調に滑り出したかに見えるアベノミクスは、3つの課題を抱えている。

第一に、現時点でアベノミクスは、金融政策や公共投資などのカンフル剤が中心となっている。だが、アベノミクスを持続的な経済成長につなげるためには、規制緩和や TPP（環太平洋連携協定）参加などの構造改革への取り組み——すなわち三本目の矢の強化が不可欠である。安倍政権が日本経済の体質を抜本的に改革できなければ、株高・円安は一過性のものに終わることが懸念される。

第二の課題は、財政規律を維持することである。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション（負債の現金化）」の色彩を帯びる。もし日本で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

第三の課題は、雇用者の所得を増加させることである。

過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

ただし、2000年代以降、「グローバリゼーション」の進展などを背景に、売上高の賃金に対する先行性が崩れつつある点には一定の留意が必要である。今後、売上高の増加が賃金の増加

に適切に波及していくような「トランスミッションメカニズム（波及経路）」を政策的に強化する必要があることは間違いない。

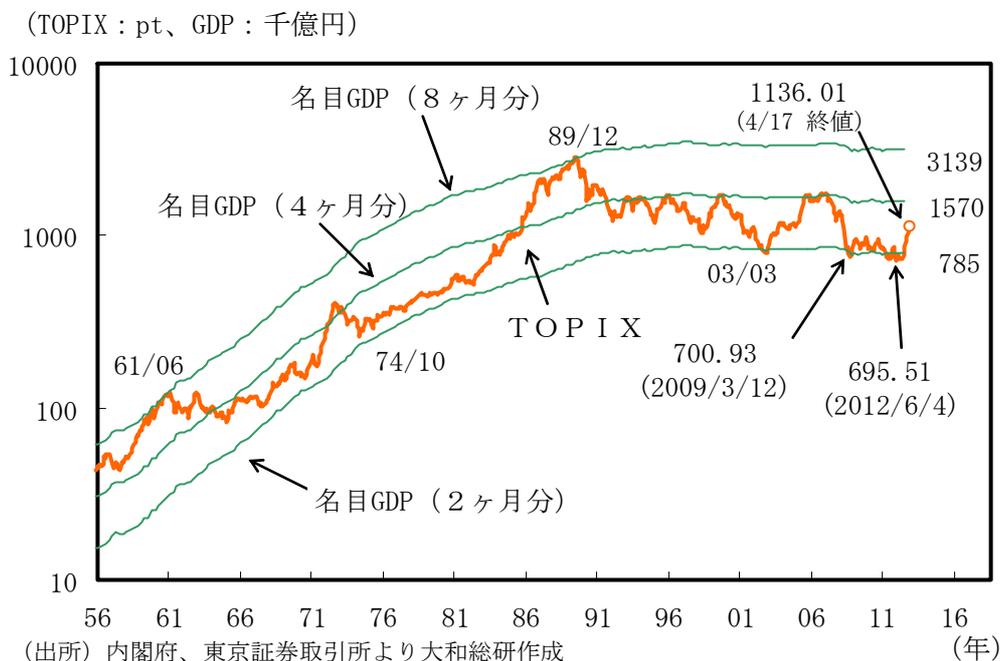
安倍政権には、ここまでの成功に慢心することなく、さらなる政策課題に取り組むことを大いに期待したい。

2. 日本経済のメインシナリオ

日本経済のメインシナリオ

日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続や大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、現状の為替市場は過度な円高を修正する局面にあると捉えている。また、**図表1**に示した通り、实体经济との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆される。

図表1：TOPIXと名目GDP



3. 日本経済のリスク要因

3.1 リスク要因①：「欧州ソブリン危機」の深刻化

日本経済の4つのリスク要因

今回のレポートでは、日本経済が抱えるリスク要因について考察したい。当社は、日本経済のリスク要因として、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、という4点に留意が必要であると考えている。

最悪のケースでは「リーマン・ショック」並みのインパクト

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。図表2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。

図表2：「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

3.2 リスク要因②：日中関係の悪化

日中関係の悪化が日本経済に与える影響

日本経済の第二のリスク要因は、日中関係の悪化である。

図表 3 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及ぼす。なお、**図表 3** の左端にある「①対中国輸出が半年低迷」というシナリオの前提条件の詳細については、**図表 4** の（注）を参照されたい。

図表 3：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%)
→半年 低迷 国内生産：-6,545億円 GDP：-2,000億円	→1年間 1割減 売上高：-2.0兆円 経常利益：-1,440億円	→1年間 4割減 国内生産：-1,850億円 GDP：-940億円

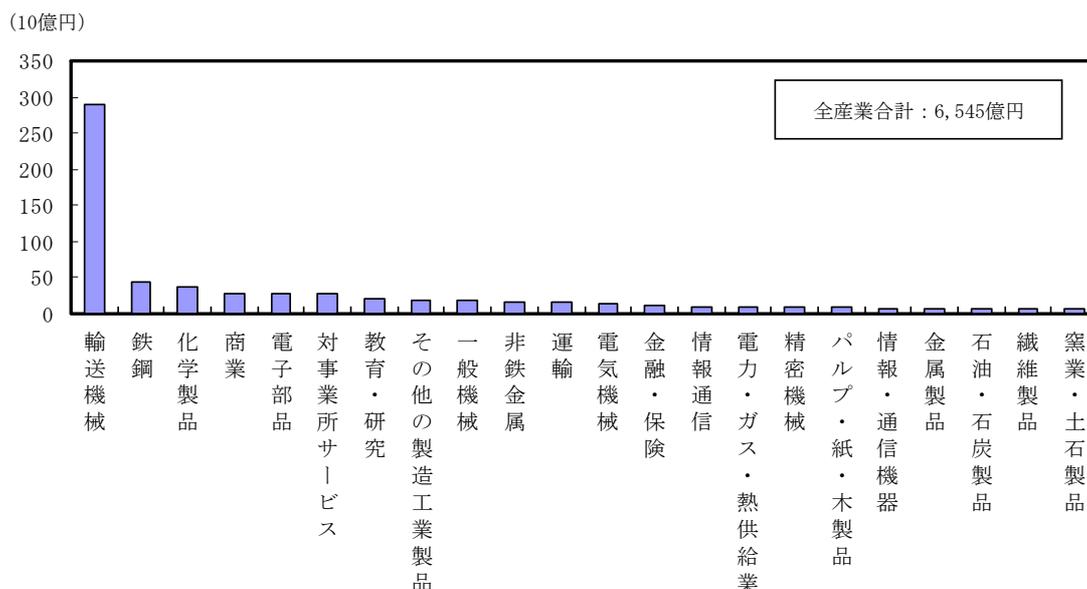
(注) ②の中国現地法人は製造業。シェアは国内製造業の売上高に対する比率。

(出所) 財務省、総務省、経済産業省、日本政府観光局統計等より大和総研作成

対中輸出が半年間低迷した場合、国内生産に与える影響

図表 4 に、わが国の対中輸出が半年間低迷した場合、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 6,545 億円に達する。輸送機械、化学製品、鉄鋼、一般機械、電子部品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 4：対中輸出が 6 ヶ月間下振れした際の各産業への影響



(注) 中国向け輸出が6ヶ月間下振れした際の各産業の生産の減少額。

自動車では8割、自動車部品では2割、それ以外の品目では2%、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

(出所) 財務省、総務省統計より大和総研作成

日中関係の悪化による輸出の減少は、最悪のケースでもわが国の GDP を 0.1%程度下押し

図表 5 は、日中関係の悪化による輸出の減少が日本の GDP に与える影響に関して、様々な前提条件を置いて試算したものである。輸出の減少に伴う生産の減少という直接的な影響に加えて、各産業の生産の減少が他産業に与える波及効果を含めた影響を「産業連関表」を用いて試算した。なお、この試算結果は日中関係悪化の影響がなかったケース（基本シナリオ）からの GDP の下振れ幅であるため、中国の景気要因は含まれていない点に留意されたい。

まず、シナリオ 1 は、日中関係悪化の影響が短期に留まり、3ヶ月間で収束した場合の影響である。輸出の下振れ幅は、2012年9月に中国国内で起こった反日デモの後と同程度の下振れを想定した。前回の反日デモ時には、中国国内での不買運動により自動車の販売が大きく落ち込んだため、自動車および自動車部品の輸出が大幅に減少することとなった。一方、それ以外の品目においては目立った輸出の減少は見られなかった。このシナリオでは GDP を、1,178 億円（対名目 GDP 比 0.02%）押し下げるという結果になる。

シナリオ 2 は、各品目の輸出金額の下振れ幅はシナリオ 1 と同様だが、影響が 6ヶ月間続いた場合である。このシナリオでは、GDP を 2,062 億円（対名目 GDP 比 0.04%）押し下げるという結果になった。

シナリオ 3 は、日中関係の影響が、2012年よりもさらに深刻化し、かつ長期化するという前提を置いたシナリオである。このシナリオでは、GDP が 5,402 億円（対名目 GDP 比 0.11%）下振れするという結果となった。

以上を総括すると、日中関係の悪化による輸出の減少は、最悪のケースでもわが国の GDP を 0.1%程度下押しするに留まる見込みであり、その影響は決して大きくない。

図表 5：日中関係の悪化による輸出の減少が GDP に与える影響 シナリオ分析

		シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 3
中国向け輸出減少による GDP の押し下げ	(億円)	1,178	2,062	5,402
	(対 GDP 比、%)	(0.02)	(0.04)	(0.11)
うち自動車・自動車部品による影響	(億円)	767	1,342	2,933
	(対 GDP 比、%)	(0.02)	(0.03)	(0.06)

シナリオ 1：中国向け輸出が3ヶ月間下振れすると想定したケース。

自動車では8割、自動車部品では2割、それ以外の品目では2%、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

シナリオ 2：中国向け輸出が6ヶ月間下振れすると想定したケース。

各品目の落ち込み幅はシナリオ 1 と同様。

シナリオ 3：中国向け輸出が12ヶ月間下振れすると想定したケース。

自動車では8割、自動車部品では4割、それ以外の品目では4%、輸出金額の水準が下振れすると仮定。

(注) 対 GDP 比は、2012年の名目 GDP に対する比率。

(出所) 財務省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

3.3 リスク要因③：米国の財政問題

米国で財政問題が顕在化すると、日本の GDP は 0.3%～0.4%程度低下

第三のリスク要因は、米国の財政問題である。結論として、米国で「財政の崖」が顕在化すると、日本の GDP は 0.3%～0.4%程度低下する見通しである。

図表 6 に、GDP 比 1%の財政支出を削減した場合の各国・地域の GDP 水準への影響を示した。仮に、米国で財政問題が顕在化し、GDP 比で 1.5%～2%程度の財政削減が行われる場合には、日本の GDP は「0.3%～0.4% (=0.2%×1.5～2)」程度下押しされる計算となる。今後も、米国の財政問題から引き続き目が離せない状態が続くだろう。

図表 6：GDP 比 1%の財政支出を削減した場合の各国・地域の GDP 水準への影響

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
米国での削減	米国	-0.9	-1.0	-0.6	0.0	0.5
	日本	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1
	ユーロ圏	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
	OECD全体	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2
	OECD非加盟国	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1
	世界	-0.4	-0.4	-0.3	0.0	0.2

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
日本での削減	米国	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
	日本	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7
	ユーロ圏	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
	OECD全体	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
	OECD非加盟国	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	世界	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
ユーロ圏での削減	米国	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1
	日本	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
	ユーロ圏	-0.8	-0.8	-0.5	-0.3	-0.1
	OECD全体	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
	OECD非加盟国	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
	世界	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0

(注) 標準シナリオからの乖離率(%)。

(出所) OECD “The OECD’s New Global Model” より大和総研作成

3.4 リスク要因④：地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰

原油価格上昇が日本経済に及ぼす影響

日本経済の第四のリスク要因は、地政学的リスクなどを背景に原油価格が高騰した場合、日本経済が「ミニ・スタグフレーション（不況下の物価高）」に陥る可能性があることである。

当社のマクロ経済モデルを用いた分析では、原油価格が10ドル上昇すると、わが国の実質GDPの水準は1年目に▲0.1%程度、2年目に▲0.2%程度押し下げられる。

原油価格が10%上昇した場合、日本のマクロ的な企業収益は5%程度減少

図表7に、原油価格が10%上昇した場合、日本のマクロ的な企業収益に与える影響に関する定量的なシミュレーション結果を示した。原油価格上昇が企業収益に与える影響は、極めて単純化して言えば「①原油価格が上昇した時、企業部門の投入価格（原材料価格）全体が何パーセント上昇するか？」「②企業が原材料価格の上昇をどの程度、販売価格に転嫁できるか？」という2つの要素によって決定される。図表では、上記①・②について、それぞれ3つずつのシナリオを設定し、合計9ケース（=3×3）の試算結果を示している。

「①原油価格が上昇した時、企業部門の投入価格（原材料価格）全体が何パーセント上昇するか？」という点については、原油価格が10%上昇した場合、企業部門の投入価格が+1.3%上昇する展開をメインシナリオに据えている。

「②企業が原材料価格の上昇をどの程度、販売価格に転嫁できるか？」という点に関して、当社は、最近の産出価格のディスインフレ傾向などを勘案すると、「①ゼロ転嫁」と「②実勢転嫁」の中間的なシナリオとして、原油価格が10%上昇した場合、企業収益が5%程度減少するとみておくのが現実的だと考えている。

図表7：原油価格が10%上昇したときの企業収益への影響度

	産出物価への 転嫁率	投入物価上昇率		
		+0.3%	+1.3%	+2.6%
①「ゼロ転嫁」シナリオ	0%	▲1.7%	▲7.3%	▲14.6%
②「実勢転嫁」シナリオ	41%	▲0.7%	▲2.9%	▲5.7%
③「最適転嫁」シナリオ	71%	0.0%	0.0%	0.0%

(注1) 実勢転嫁率は、転嫁率が安定していた2005年から2007年半ばの平均値を使用。

(注2) 最適転嫁率は、投入価格の上昇が企業収益に影響を与えないような転嫁率。

(注3) 中間投入のうち原油の占める割合は3%であり、10%の原油価格上昇は計算上投入価格を0.3%押し上げる。

(注4) 実証的には、原油価格が10%上昇すると、他の商品市況の連動もあり、投入価格は1.3%程度上昇する。

(出所) 日本銀行、総務省、財務省統計より大和総研作成

図表 8 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2012. 10-12	2013. 1-3	4-6	7-9	10-12	2014. 1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.2 0.5	2.0 -0.7	2.9 0.3	4.5 2.4	5.2 3.6	4.8 4.4	0.3	1.0	2.7	0.4
経常収支 (季調済年率、兆円)	2.5	0.6	1.1	1.6	2.1	2.5	7.6	3.2	1.8	7.1
失業率 (%)	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.5	4.3	4.1	4.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.3	0.4	-0.0	-0.2	0.2	2.6
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、%)	0.76	0.66	0.60	0.60	0.70	0.70	1.05	0.76	0.65	0.75

(注) 予測値は原則として大和総研・第176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