

2012年経済見通し

2012年1月20日

日本記者クラブ

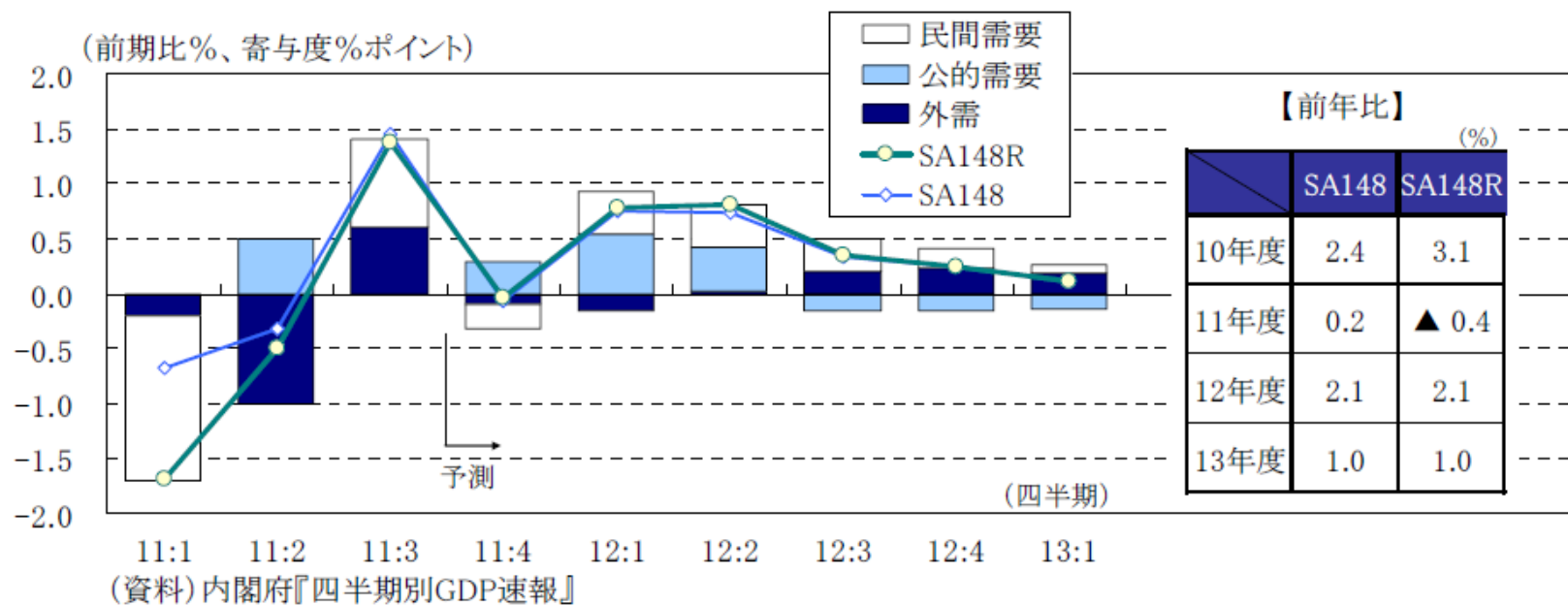
日本経済研究センター理事長

岩田一政

1. 日本経済の見通し

1. 2012年度の実質経済成長率は、2%程度、名目経済成長率は1%近傍と予測する(図1)。それでも先進国の間では高い成長率。中長期の潜在成長率は1%弱。
 - 年度前半は復興需要が主導する(公共投資、設備投資、住宅投資)。
 - 年度後半には、IT在庫調整が終了。
 - ユーロ危機の深化による下振れリスク(1%)がある。
2. 2012年1-3月期から2011年度復興予算(18兆円)の効果が現れる。しかし、公共投資の寄与は予想されるよりも小さく、10-12月期には効果が剥落する。
3. 円高の持続もあり、デフレ脱却は実現しない(消費者物価は2012年度にマイナス0.5%)。
4. 日本経済のリスク
 - ユーロ急落に伴う円高
 - 原子力再稼働停止と電力不足
 - 原油価格急騰(ホルムズ海峡封鎖)
 - 自然災害(首都圏直下型地震、西日本大地震)

図1. 経済成長率の見通し



2. 世界経済の見通し

1. 世界経済は、アメリカと新興国が下支え(2.5%)。
 - アメリカ経済は、2012年に2-2.5%成長。
 - 中国は、8%成長。
2. ユーロ圏は、2011年10-12月期から景気後退(ドイツも、すでにマイナス0.25%)
3. 世界経済のリスク
 - ユーロ危機の深化とその波及
 - 地政学的なリスク(イラン、北朝鮮)

3. ユーロの生存をかけた危機

1. フランスなど9カ国の格下げ

- EFSF債の格下げと融資可能額の縮小(格付け維持可能な融資額は、4400億ユーロから2714億ユーロへ(第一生命研究所))
- フランス大統領選挙で、サルコジ大統領には不利な材料。4月はユーロにとって「最も悲惨な月」(ウォーシュ)になるか？

2. 財政資金と銀行部門の資金需要

- 2012年のユーロ圏の国債借り換え総額は1兆ユーロ
- ユーロ圏金融機関の自己資本不足は1147億ユーロ(欧州金融機関のリスクエクスポージャーは、2.3兆ユーロなのでより大きくなる可能性)
- ユーロ圏金融機関の債務借り換えは7000億ユーロ
- ターゲット2の未決済額(質の悪い共同債)は5080億ユーロ(ベルギーのプラート理事が政策担当になった理由)

3. ユーロの生存をかけた危機

3. 融資可能額

- EFSFとESM合わせて上限が5000億ユーロ(ドイツは上限引き上げに反対)+IMF融資1500億ユーロ。
- 1兆ユーロまでレバレッジで拡大の予定だが未決着:部分保証方式(モノライン?)と共同投資ファンド方式(劣後部分をEFSF負担:CDO?)。

4. 民間関与も難航

- 民間部門保有のギリシャ向け債権のヘアカット(債務元本の減免)50%案も交渉中だが、失敗し、強制的債務交換になるとデフォルトと認定される。

5. 危機の波及:デレバレッジによるクレジットクランチ

- ユーロ圏の金融機関の資産規模(41兆ユーロ)は、アメリカの金融機関(16兆ユーロ)を大きく上回るので、アメリカを含むグローバルな金融仲介に悪影響(ヒュン・ソン・シン教授の「銀行過剰説」)。
- 中東欧(3140億ユーロ)、中南米(1350億ユーロ)、アジア向け債権(2580億ユーロ)が売却される。

3. ユーロの生存をかけた危機

6. デフォルトのリスク

- ギリシャのデフォルト・リスク高まる(3月末に債務不履行になるか？(フィッチ))
- ギリシャは、1826, 1843, 1860, 1893年、1932-64年にデフォルトしている(1829-2006年間にデフォルト、リスケジューリング確率50.6%)。
- スペインは、1476-2006年に13回デフォルト(デフォルト・リスケジューリング確率23.7%)
- 日本のデフォルトは、1946-52年(預金封鎖)。アメリカは1933年パナマに対する金での支払いを停止(1936年に紛争解決で支払い)。
- 中世の時代には、国家破綻は、病いを癒す「瀉血」(血液を抜き取る治療法)であった(フランスは943-1800年に8回デフォルト)。
- イギリスの名誉革命によって、納税者が税収を決定できるようになり、国債は市場に流通するようになった
- 対外デフォルトは経常収支赤字と密接に関連し、国内債務残高も新興国の国内デフォルトに関連。

3. ユーロの生存をかけた危機

7. 当面の処方箋

- 金融安定化基金の抜本的拡充(2兆ユーロは必要)
- 国債ECBによる購入(3年のリファイナンスは、市場ストレスを鎮静化)
- ユーロ共同債権の発行(ドイツ反対): 欧州債務庁発行債(ユンケル・トレモンティ)、ブルーボンド・レッドボンド(ブリュッセル研究所)、減債基金債、安定債(EC提案、Brunnermeierプリンストン大学教授)

8. 財政同盟への道

- フィスカル・コンパクト(加盟国予算の監視強化、憲法で財政赤字を名目GDP比率で0.5%まで削減を明記)

9. 五賢人委員会の減債基金提案

- 名目GDP比60%を超える国債をプールし、20-25年で償還するために共同債を発行
- 償還資金は、税収にイアマーク
- 財政規律を守らない加盟国の国債は、基金の枠外

4. アメリカの脆弱性と強み

1. 強み:

- 2002年以来、すでにドル価値はかなり低下。製造業持ち直し。
- ドルは「王か乞食か?」:「パラノーマル」は、ユーロ圏金融機関のデレバレッジとインフレ高進の綱引き。
- オイルシェールガスの生産拡大で貿易・経常収支改善

2. 脆弱な住宅部門

- 住宅価格はなお1-2割低下か? ネガティブ・エクイティの件数(1000万件)が増加する(5%低下で200万件増加(みずほ総研))。
- 家計部門の債務・可処分所得比率はなお高い。

3. 財政部門

- 信頼性のある財政赤字削減目標(4兆ドル以上)の実行は不可欠。
- アメリカの将来債務(メディケイド35兆ドル、メディケア23兆ドル、年金など8兆ドル)が、66兆ドルに達する。

4. アメリカの強みと脆弱性

4. アメリカの民間債務・公的債務の和の名目GDP比率は、歴史的に見て異常に高い(360%)。
 - アメリカは経常収支赤字でも「資本流入のボナンザが持続」している。
 - また、2002年からドルの名目実効為替レートは55%低下し、歴史的最低値を更新するなかで、外国の公的当局によるアメリカ国債の保有残高が急増している。前回のドル通貨クラッシュは1971年。(Reinhart=Rogoff(2011))。
 - 他方で、アメリカ民間ファンド、中央銀行・SWFの資産保有多様化が傾向とまる。
5. 連邦準備制度理事会の金融政策: 量的緩和第1, 2弾の後、オペレーションツイスト。
 - 1月24日の政策金利パスの公表(2007年夏のカンザスシティ連銀コンファランスでのバーナンキ議長とスヴェンソン副総裁:「最適な政策予測」)
 - 量的緩和第3弾があるとしても住宅市場に焦点。
 - 7%まで失業率が低下するまで超緩和持続か？
6. インフレ期待は安定しているが、失業率は2-2.5%の成長率では余り低下しない。

5. 日本の円高対策

1. 世界の金融システムが移行期にある下で、スイスフランと円が逃避通貨になっている。
 - 円は、2007年Q2から2011年Q3にかけて名目実効為替レートが34% (実質では27%) 増価。1990年Q2から1995年Q2には45% (実質38%) 増価(表1)。
 - 足元の円の実質実効為替レートの水準は2001年頃の水準であるが、ジョルゲンソン=野村(2007)によれば、2000年に41%、2004年に円は24% 過大評価されている。加えて、韓国、中国の質的な国際競争力の向上。
 - ドルは、2002年Q1から名目実効為替レートが55% 下落 (実質では33% 下落)、ユーロは2009年9月から名目実効為替レートが9.4% 下落(表2)。
 - ピーターソン研究所は、円の実質実効為替レートを9% 過大評価と計算。
2. 過度の円高・株安への対応としては
 - 金融政策でサポートされた介入政策は有効(2003-4年の教訓)
 - 金融機関・企業は円で外貨建て資産購入(欧州金融機関の資産買取、M&A)
 - 円建て外債・カーターボンド(1979年マルク建て65億ドル)

5. 日本の円高対策

3. グローバルな金融危機予防、主要通貨のクラッシュ回避のための3つの提案(10月戦略会議提案)
 - (1) 円での多様な外貨建て資産購入を可能とする金融危機予防基金(50兆円)の創設。
 - (2) IMFの融資枠を7500億ドルから1.5兆ドルに拡大(現実には、IMFは1月に5000億ドル増強要請)。
 - (3) ドル安・ユーロ安が行過ぎる場合(通貨クラッシュ)とシステミックリスクの顕現を予防するため、国際マクロプルーデンス政策と主要通貨為替レートの安定を話し合う「金融危機予防会議」をIMFに設置。

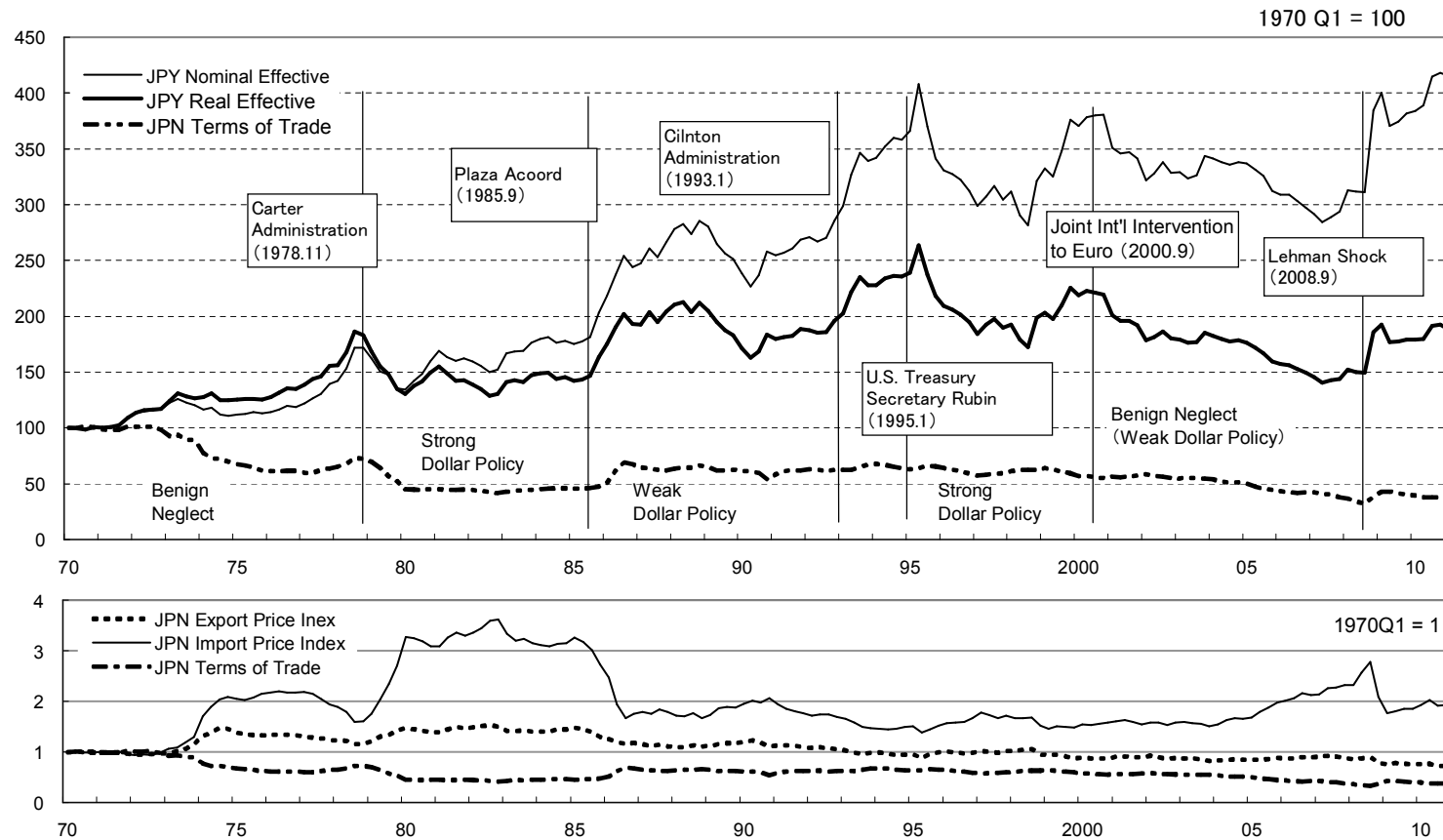
表1 大規模な実効為替レートの上昇・
同時期における交易条件の変化

	日本		スイス
	実効為替レート	交易条件	実効為替レート
1990Q2 -1995Q2	+45% (名目) +38% (実質)	-1.9% (全体) +1.1% (石油・石炭・ 天然ガスを除く)	
2007Q2 -2011Q3	+34% (名目) +27% (実質)	-27.5% -6.0% (石油・石炭・ 天然ガスを除く)	+30% (名目) +25% (実質)

表2 大規模な実効為替レートの下落・
同時期における交易条件の変化

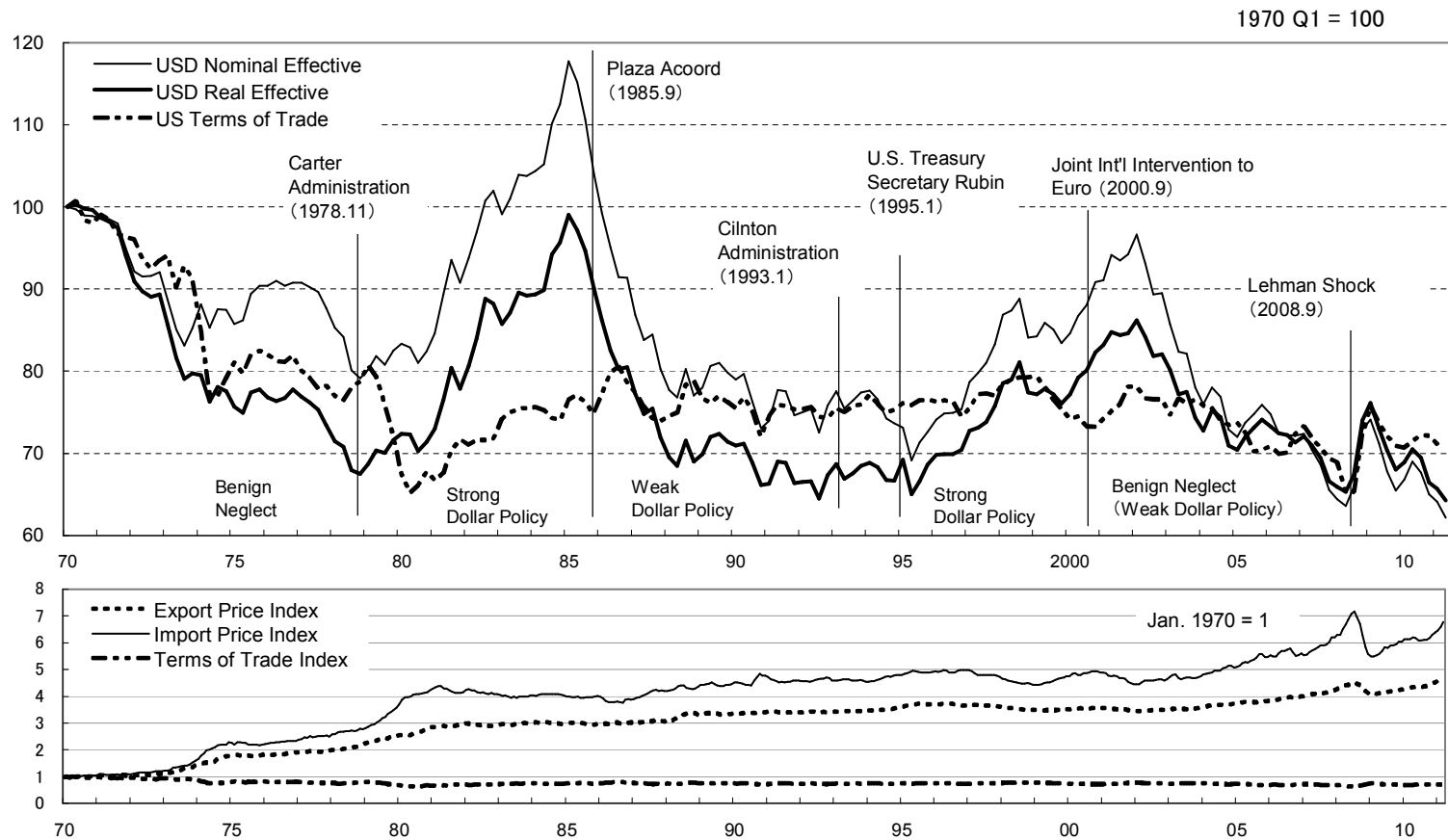
	米国		ユーロ	ドイツ		英国	
1970Q1 -1973Q3	-20%	-7.8%					
1985Q1 -1988Q2	-53%	-2.2%					
1990Q4 -1996Q1						-24%	-0.9%
2002Q1 -2011Q3	-55%	-12%					
2007Q1 -2011Q3						-33%	+0.1%
2009Q3 -2011Q3			-7.1%	-4.3%	-8.7%		
			-9.5%	-6.4%			

図2. 円の名目・実質実効為替レート



(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bank of Japan, *Corporate Price Index*

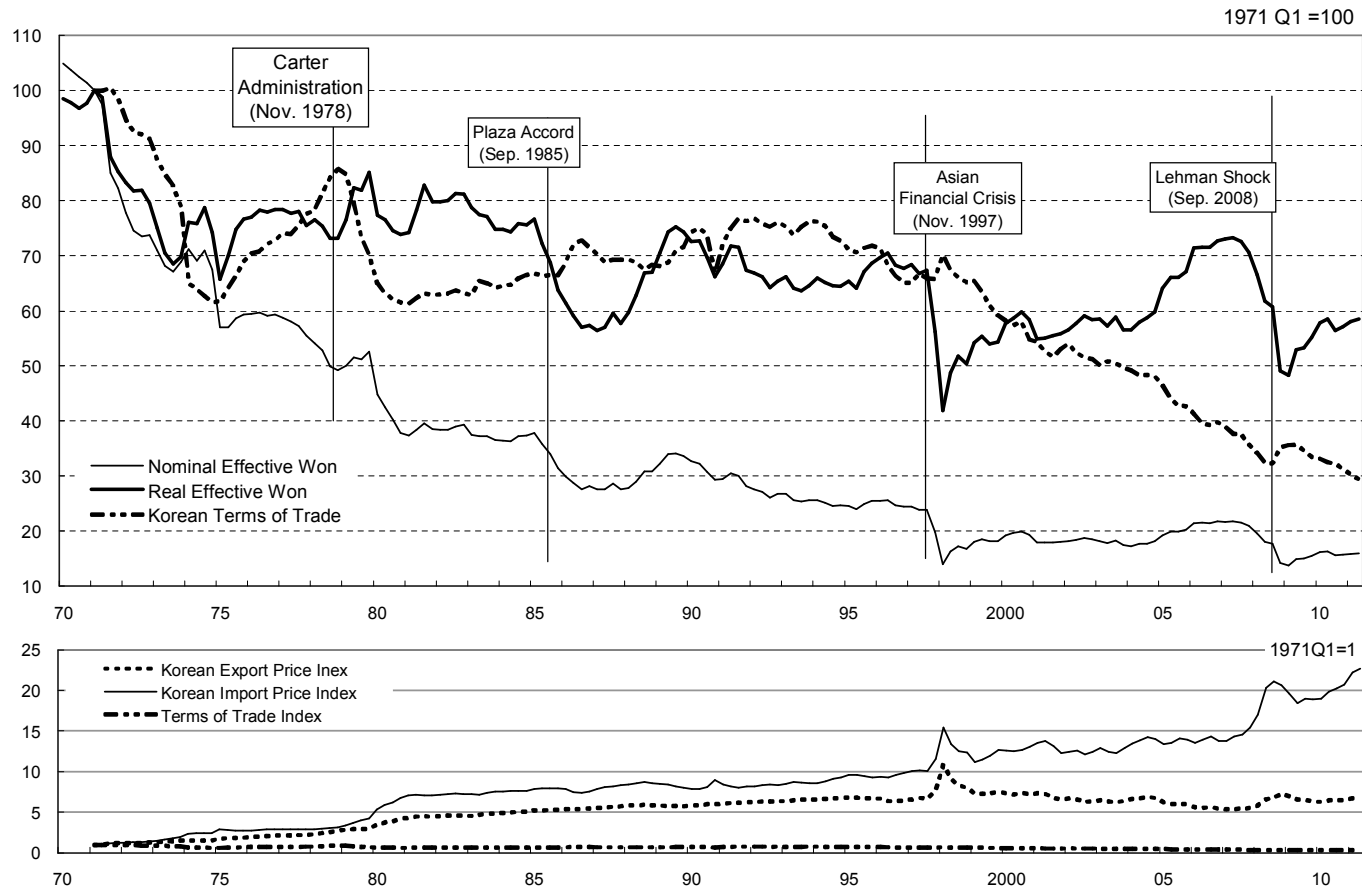
図3. ドルの名目・実質実効為替レート



(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; Bureau of Labor Statistics, *Import and Export Price Indexes*

(Year)

図4. ウォンの名目・実質実効為替レート



(Source) Bank of International Settlement, *The BIS Effective Exchange Rate Indices*; International Monetary Fund, *International Financial Statistics* (Year)

図5. 人民元の名目・実質為替レート

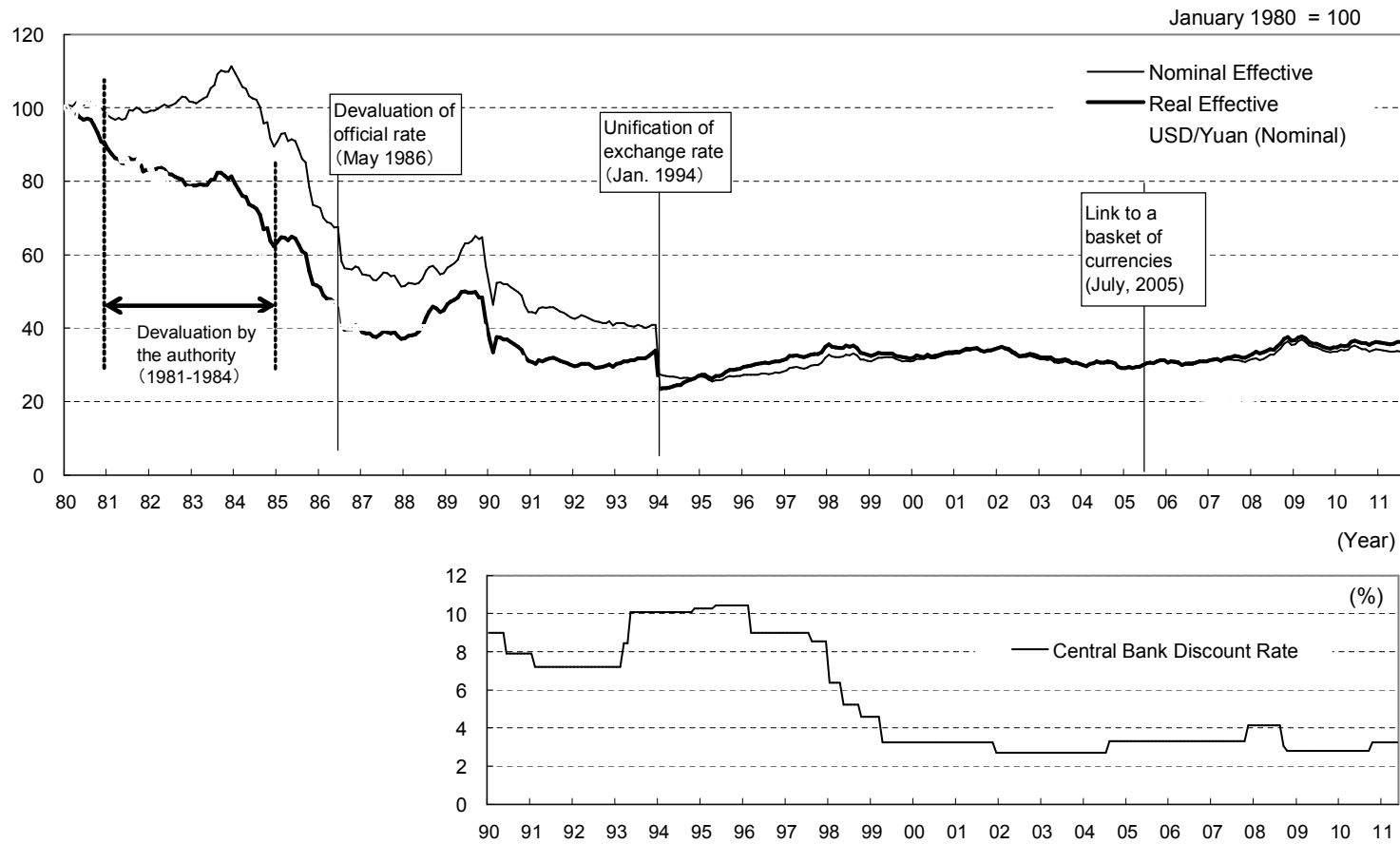
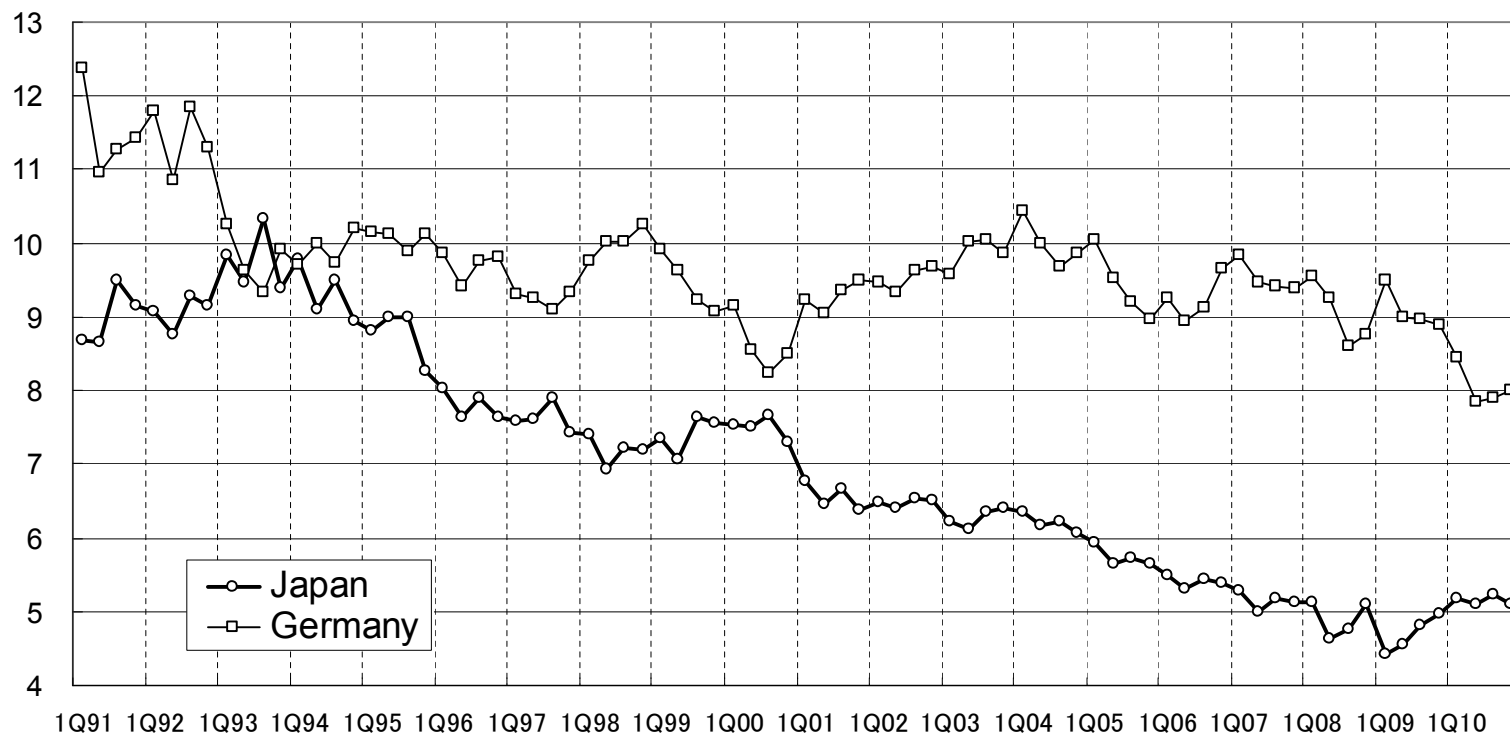


図6. 日本・ドイツの輸出シェア

The Shares in the World Export Value in Total (%): Japan and Germany



(Note) The values are measured in the US dollars.

(Quarter/Year)

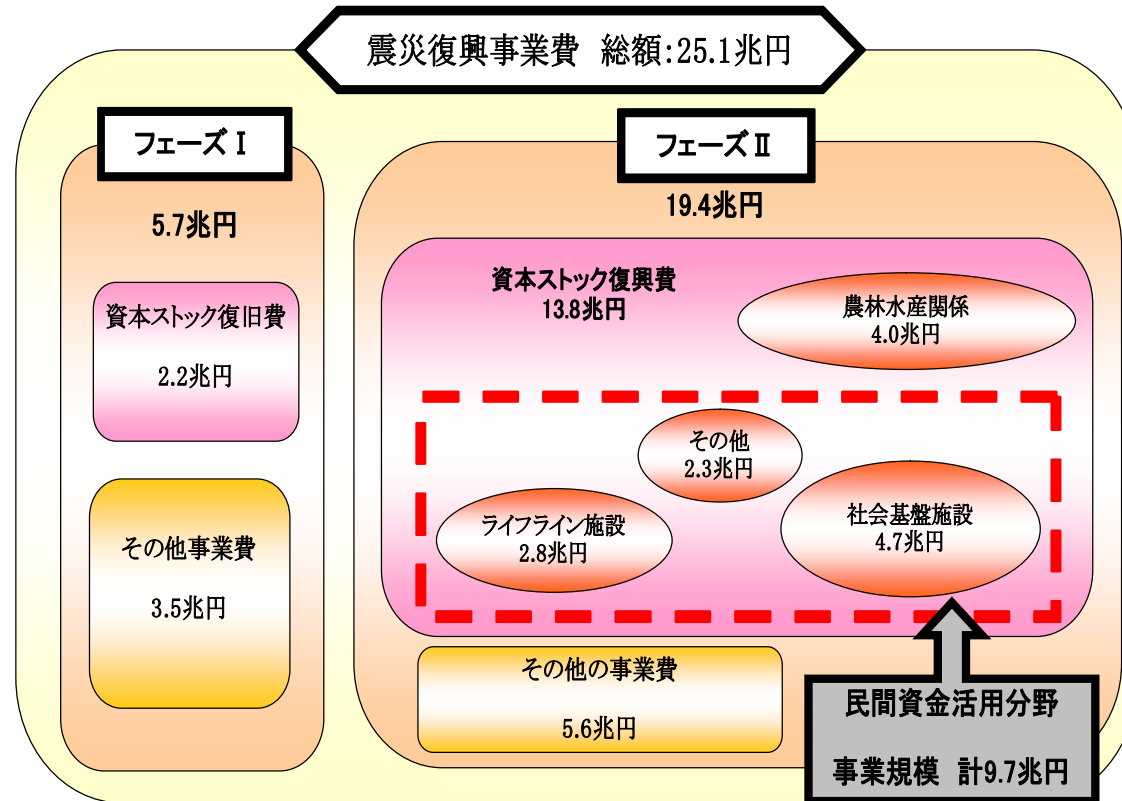
(Source) International Monetary Fund *Direction of Trade Statistics*

6. 復興予算への提言

1. 復興費用は25兆円と試算しているが、すべて国費で見るべきか疑問である(2015年度までの復興予算は19兆円)。
 - 国内でPFIの活用余地が10兆円程度ある(図7)。
 - 海外でのPPP事業展開にもPFIの国内での展開によるノウハウ蓄積は有用である。世界、アジアのインフラ投資需要は2030年までに、それぞれ41兆ドル、13兆ドル(図8)。
 - タイの洪水に地球温暖化要因: 2050年に温暖化による被害が最も大きいのは東南アジア

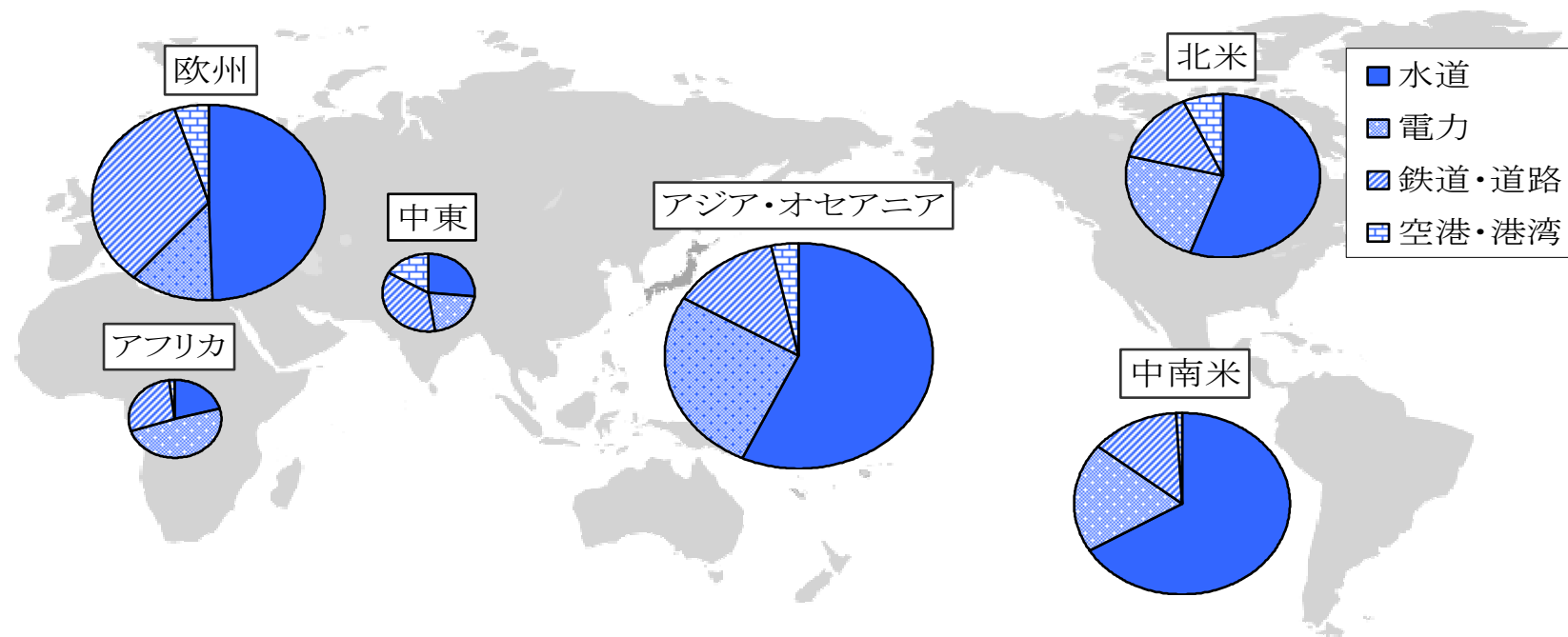
2. 2重ローン(3兆円程度)負担軽減策。
 - 1. 5%の住宅ローン減税4500億円、
 - 高台移転への土地買取り補助8400億円、
 - 中小零細企業からの債権買取1. 5兆円、
 - 金融機関へ5000億円の公的資金投入。

図7. 復興事業費の推計



注) 復興事業費は以下の方法により推計した。本推計には原発事故関係は含まれていない。
 (1) 阪神淡路大震災の(復興事業費総額-民間事業者負担分)/資本ストック被害額の比率から、復興事業費全体25.1兆円を推計。
 (2) フェーズ I 復興事業費を11年度第一次および第二次補正予算とし、残りをフェーズ II 復興事業費とした。
 (3) 阪神淡路大震災における復興事業費の負担区分内訳から、東日本大震災フェーズ II 事業費を資本ストック復興とそれ以外に按分。
 (4) フェーズ II 資本ストック復興費の内訳は、資本ストック被害額の比率から按分して推計した。
 資料) 内閣府、兵庫県

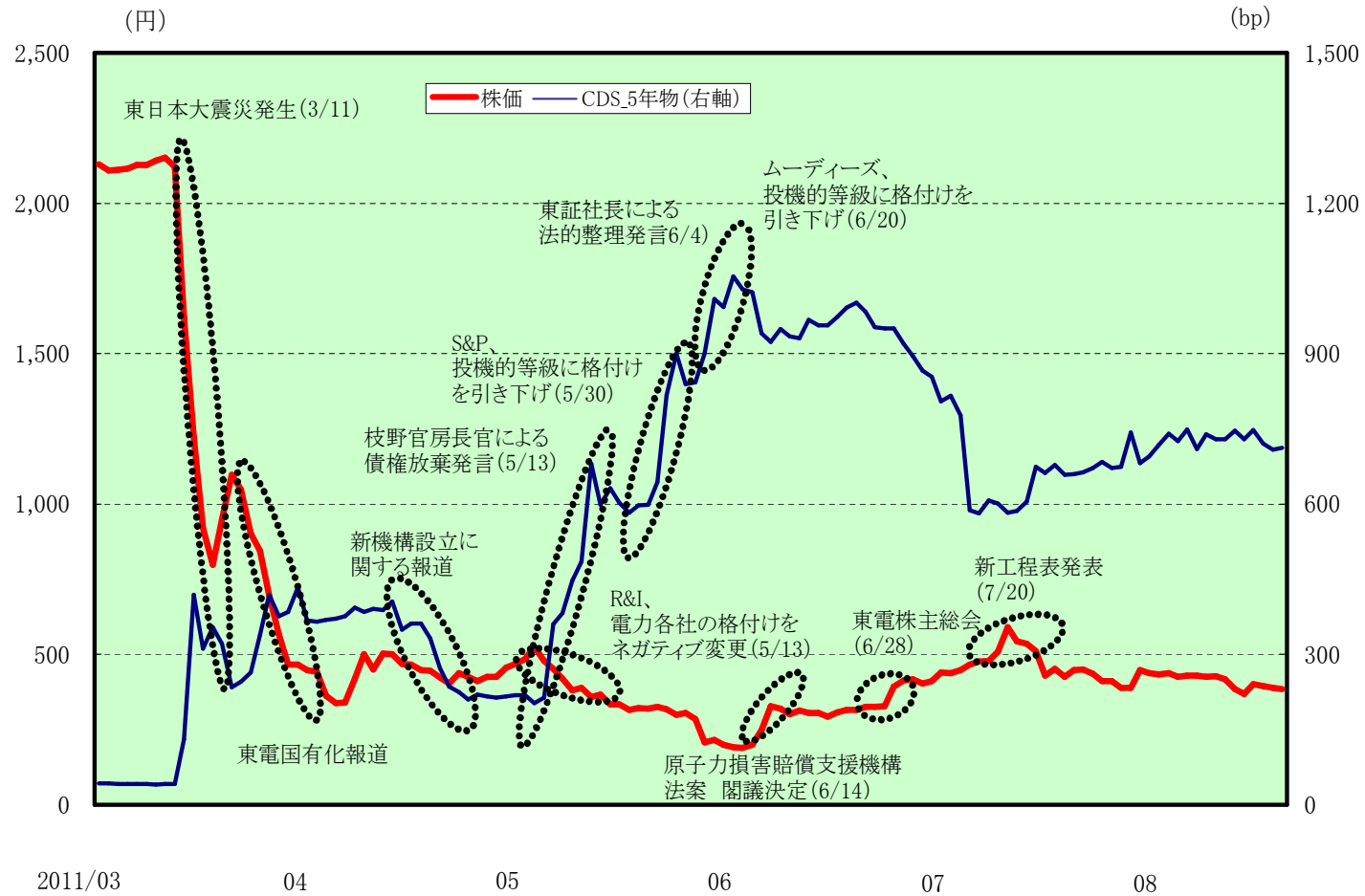
図8. 2005～30年のインフラ投資市場予測
(2005-30年に世界で41兆ドル、アジア・オセアニアで13兆ドル)



7. 原発事故発生確率と保険料

1. 原発事故の発生確率について、CDS市場の価格情報を活用すべきである。
 - CDSスプレッドの変化から観察される原発事故の発生確率は1基当たり4-5%である(図9)。20-25年に1回事故。
 - 過去の実績は世界で57年に1回、日本では3基事故があり1500分の3で、日本に約50基あるので10年に1回事故。
 - IAEA安全基準では、10万年に1回以下が基準。日本に約50基あるので2000年に1回。
2. アメリカでは個別の責任保険で3億ドル、二次的措置として電力業界での賠償責任上限125億ドルをおいている。
 - アメリカの措置を前提に、CDSの価格情報を用いると原子力損害賠償機構の一般負担金は1年で400-500億円になる。
 - 日本の場合、電気料金は規制されており、一般負担金が電気料金に転嫁されるとすれば、電力会社の株主ではなく、家計・企業が負担することになる。

図9. 東京電力の株価とCDS(5年物)の推移(2011/03/01~8/31)



8. 日本経済

: 原発停止による電力不足

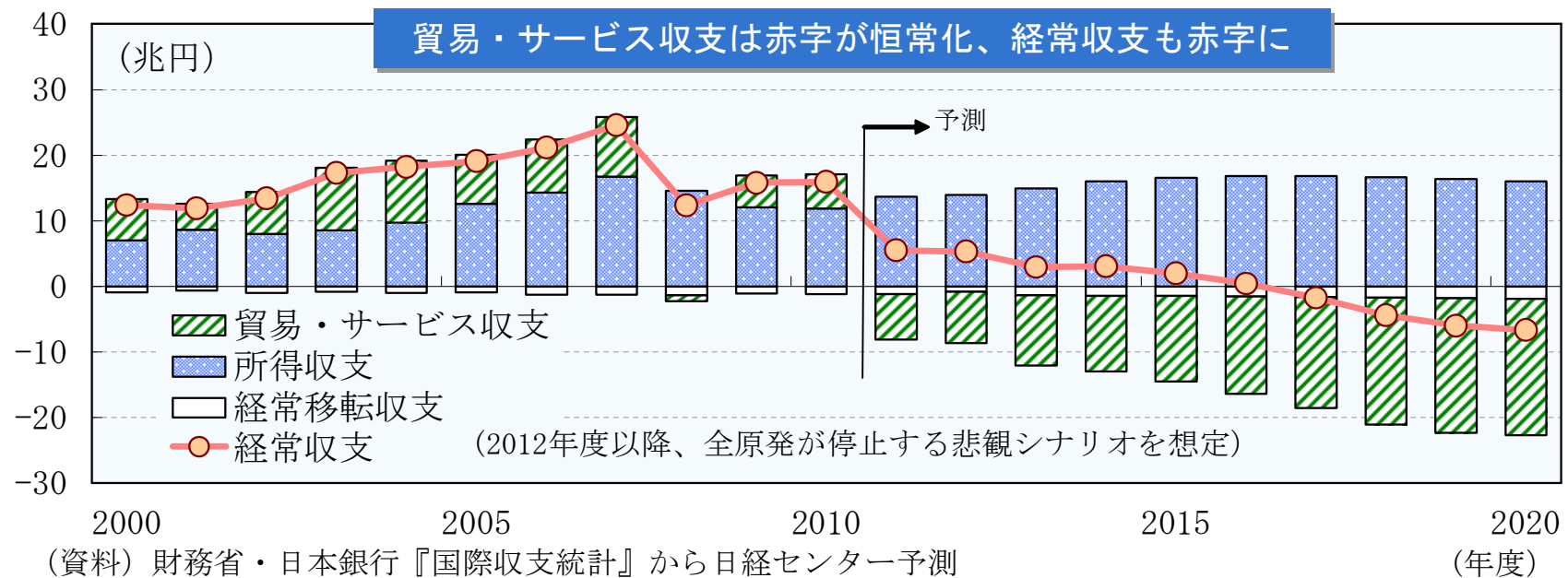
1. 原子力発電所が、再稼動しない場合、2012年5月にはすべて運転停止となる(シナリオ1)。
2. 耐用年数40年、新規原発建設ゼロなら、2050年に原発がゼロになる(シナリオ2)。
3. シナリオ1では、潜在GDPは、原発が操業する場合に比べて、中長期的に平均して1.2%低下する。潜在成長率は、2015年度までほぼゼロ。地域的には、関東、関西で最も深刻な電力不足が発生(表3)。
 - 6-11月には、生産と電力使用量の間的大幅な乖離が生じた。これは節電努力による電力生産性の向上を示す。
 - 化石燃料輸入費用は3-4兆円増加する(10年間で約24兆円)。
 - 貿易収支は赤字になり、やがて経常収支にも影響を与える(2017年度に経常赤字)(図10:成熟した債権国から債権取崩国へ急速に移行)

表3. 全原発が止まった場合の各電力管内の供給制約率
(GDPの押し下げ率)

(%)

電力会社\年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
北海道電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
△ 東北電力	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
▲ 東京電力	0.4	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1
中部電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
北陸電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
▲ 関西電力	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2
△ 中国電力	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
四国電力	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
△ 九州電力	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
▲ 全国	0.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	0.5

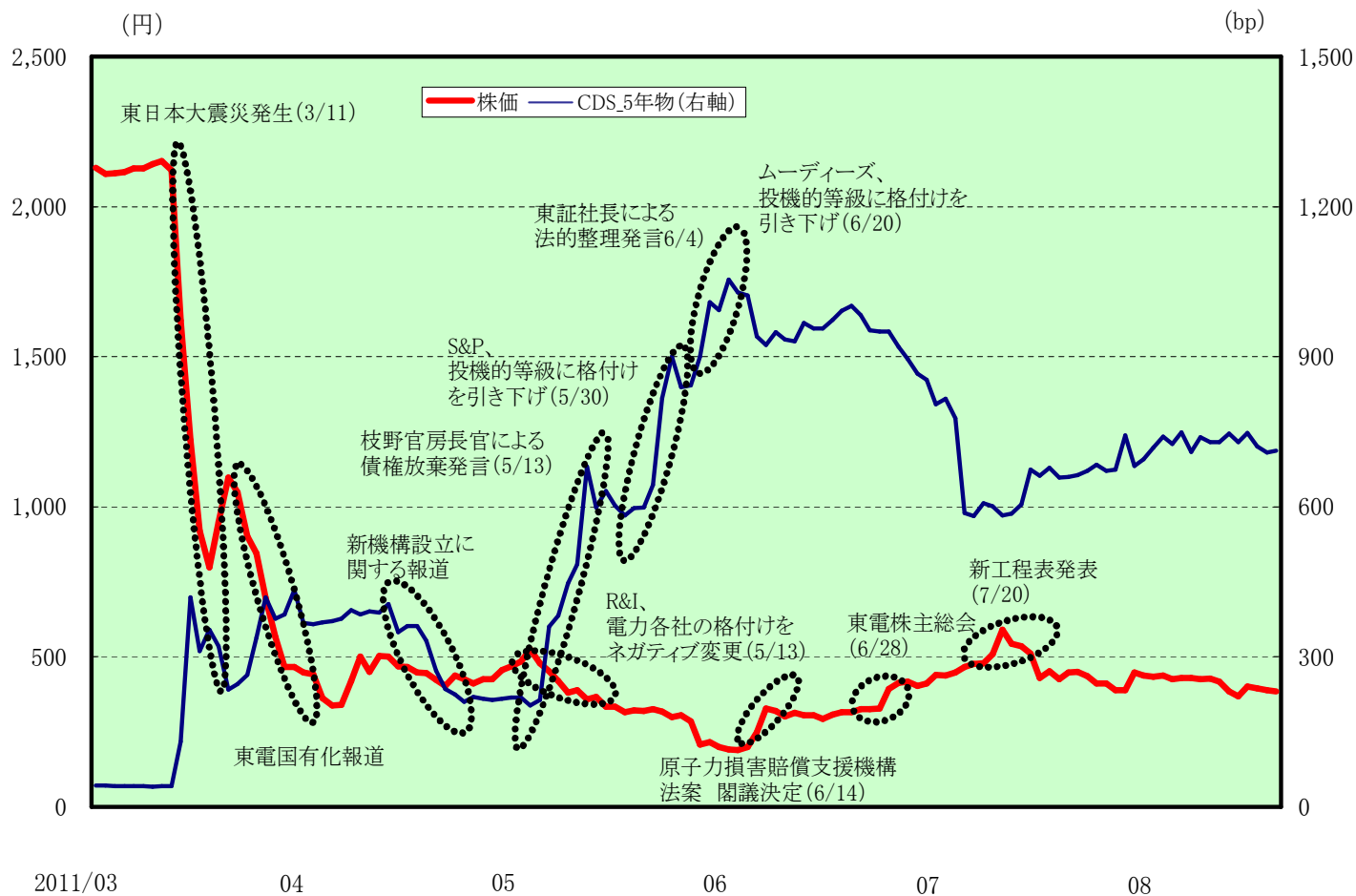
図10. 経常収支は赤字へ:成熟した債権国から債権取崩国への移行



9. 原発の処理・維持費用

1. 原子力発電所の処理費用: 5.7 – 20兆円と推定(日経センター4月)。
 - 汚染除去費用は12-55兆円。標準ケースは40年間で40兆円。
 - 損害賠償費用、廃炉費用、保険料, 電源立地対策費も加える必要。
 - 40兆円の除染費用、損害賠償、保険料、電源立地対策費を考慮すると、原子力の発電コストは20円/kWhを超えることになる。

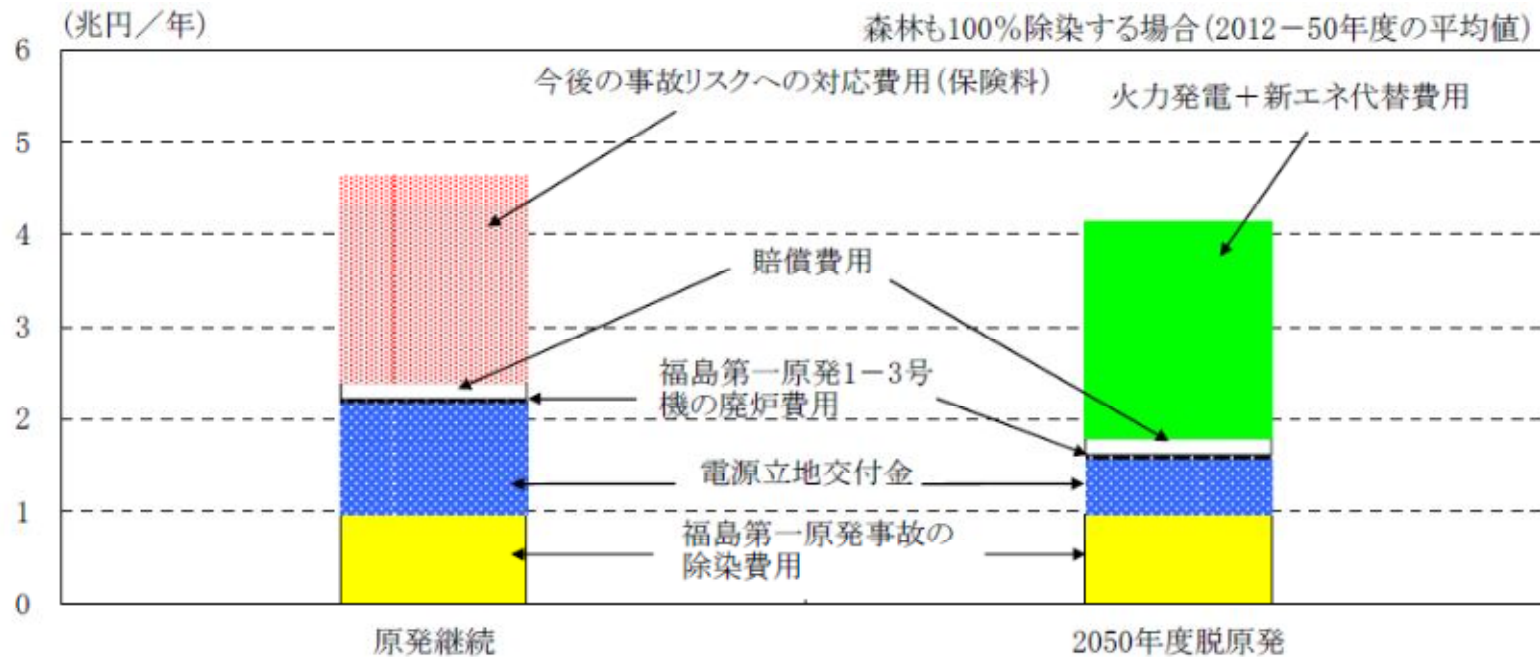
図11. 東京電力の株価とCDS(5年物)の推移 (2011/03/01~8/31)



9. 実行可能なエネルギー・パス

1. 原子力発電に関しては、以下の5つのケースが考えられる。
 - (1) 2012年初めにすべて停止(シナリオ1)
 - (2) 新規原発建設の停止(シナリオ2)(2050年脱原発)
 - (3) (1)と(2)の中間(ドイツ型対応)
 - (4) 新規原発建設の一時停止(アメリカ型対応:電力会社の損害賠償に上限)
 - (5) 原発発電量を継続して維持(シナリオ3)
2. 望ましいエネルギー・パスについては、発電の私的費用に加え、発電の社会的費用、電力不足に伴う経済負担の大きさを客観的、総合的に判断すべきである。
 - 省電力20%を前提にすると、原発継続(シナリオ3)の費用は、2050年脱原発ケース(シナリオ2)の費用よりも高くなる可能性。

図12. 原発継続と2050年度脱原発の追加費用比較



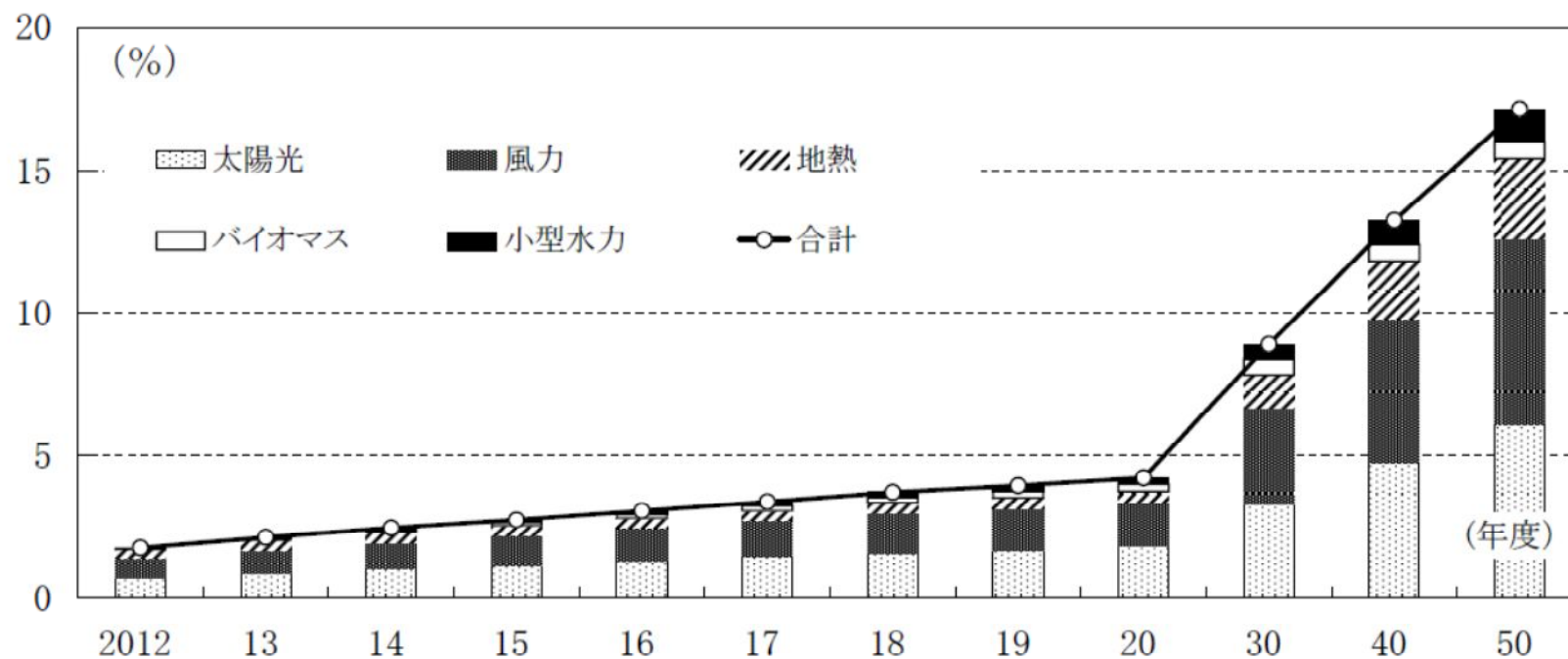
(注) 環境省、日本原燃 HP、東京電力 HP、原子力・安全保安院、原子力委員会、東京電力に関する経営・財務調査委員会の資料より推計

9. 実行可能なエネルギー・パス

3. 火力発電については、短期的には増やさざるを得ないが、中長期的には、温暖化ガスの2050年半減(先進国は80%)目標を維持するのであれば、減らさざるを得ない。
 - 将来の火力発電依存増、原油価格上昇による所得移転の大きさも考慮する必要がある。
 - オイルシェールガスの供給先(カナダなど)の確保、石炭火力(CCS)の実用化も有望。

4. 節電20%を前提にすると、新エネルギー(太陽光、風力、地熱、バイオマス、小型水力)の比率は、2020年度に3%(水力加えると11%)、2050年度に17%(水力加えると27%)となる。
 - 積み上げ方式で考えると、2020年に再生エネルギーの割合を20%(水力含む)にする政府の目標達成は困難である。
 - 送電・配電網の改革を含めた新たな政策フレームを作成し、「創エネルギー社会」の構築を大胆に進める必要がある。

図13. 2050年度には太陽光や風力、地熱などで17%の発電が可能に(消費電力に占める各電源の発電比率の推移)



10.政府債務の基本問題

1. 2015年度から消費税を毎年1%上昇させ、10%にしても2020年度に基礎収支赤字は、名目GDP比率で2.9%
 - IMFは、4Ss (sooner, stepwise, sustained, simple)で15%まで引き上げを推奨
2. 債務累積の基本問題:コモンプールと政治のフラグメンテーション
 - 財政制度の透明性は、先進11カ国で日本が最も低い(田中秀明(2011年)):財政統計の不十分性、一般会計ベースの予算編成、手続き上の透明性不足(経済財政諮問会議、事業仕分けの役割)。
 - 日本は、「世代会計」の存在する国のなかで生涯純負担に関して最も世代間不公平性度が高い(負担先送り):生涯純負担額:65歳:マイナス3633万円。0歳:プラス3511万円。将来世代1億795万円(増島・島澤・村上(2009))

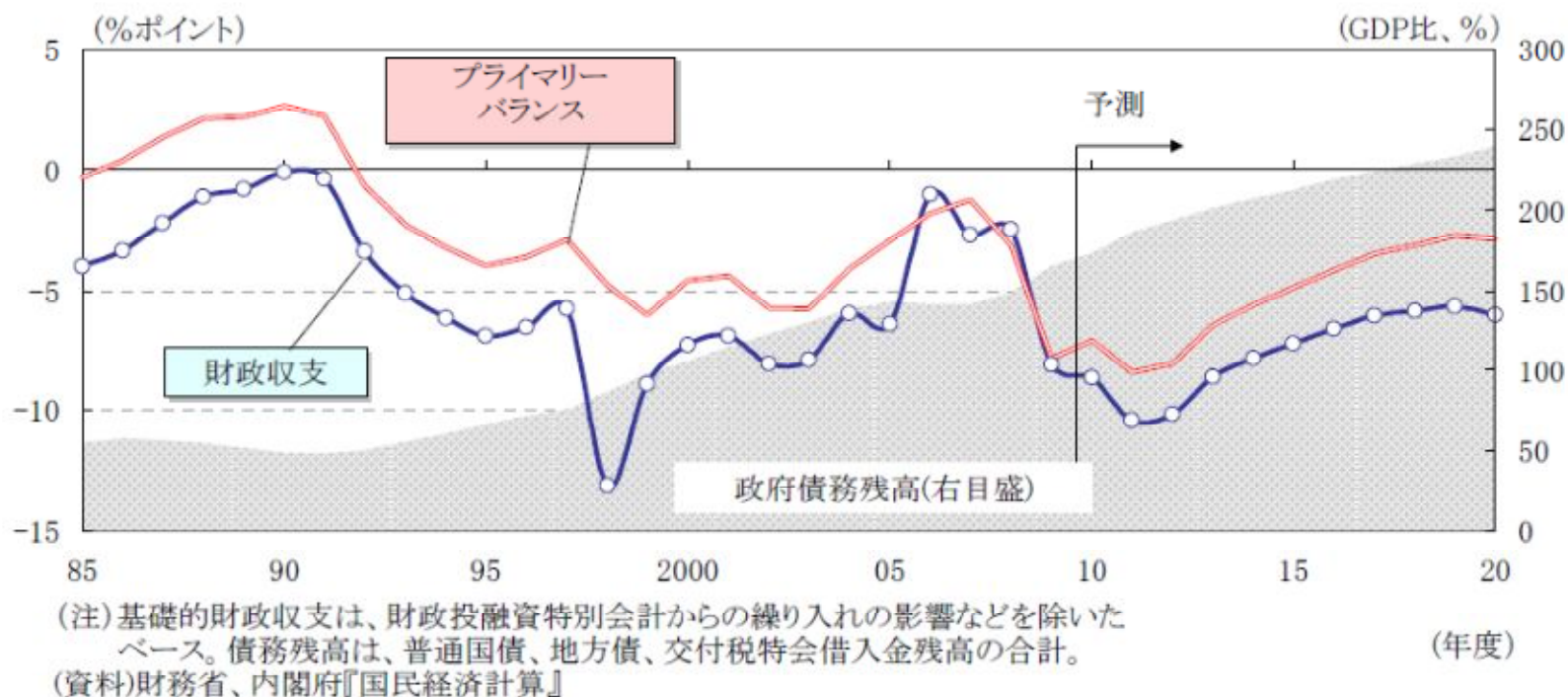
10.政府債務の基本問題

- 赤字国債と賦課方式の公的年金制度は、後世代に「負の遺産」を残すことを可能にする。
- 負の遺産を残したい人が、選挙の中位投票者になると(総人口の中位年齢は45歳、投票者の中位年齢は53歳)、政府債務は累増する。

3. 処方箋

- 社会契約アプローチ:憲法による財政赤字禁止
 - 選挙制度:少なくとも一人一票制度とドメイン投票法、
 - 世代間の不公平性を是正する中立的な「財政調整審議会」の設置
- * 環境維持のための環境税も、負の遺産を残さないためのものである。

図14. 国と地方の基礎的財政収支、財政収支、債務残高(GDP比):消費税毎年1%上昇ケース



11. 自由貿易体制強化 : TPP、APEC、WTO

世界経済システムが移行期にある下での自由貿易体制強化のための3つの提言
(CSIS=日経バーチャルシンクタンク政策提言; 岩田=浦田編(2011年))

(1) 21世紀型貿易のルールメーカーになる。

- 21世紀型の貿易ルールは、企業の国境を越えた生産工程間のきめ細かな国際分業を円滑に行うことを可能にする。
- 日本企業のグローバル・サプライ・チェーンの再構築を障害なしに実施できるようにすべきである。ドーナツ型を回避し、ピザ型展開。

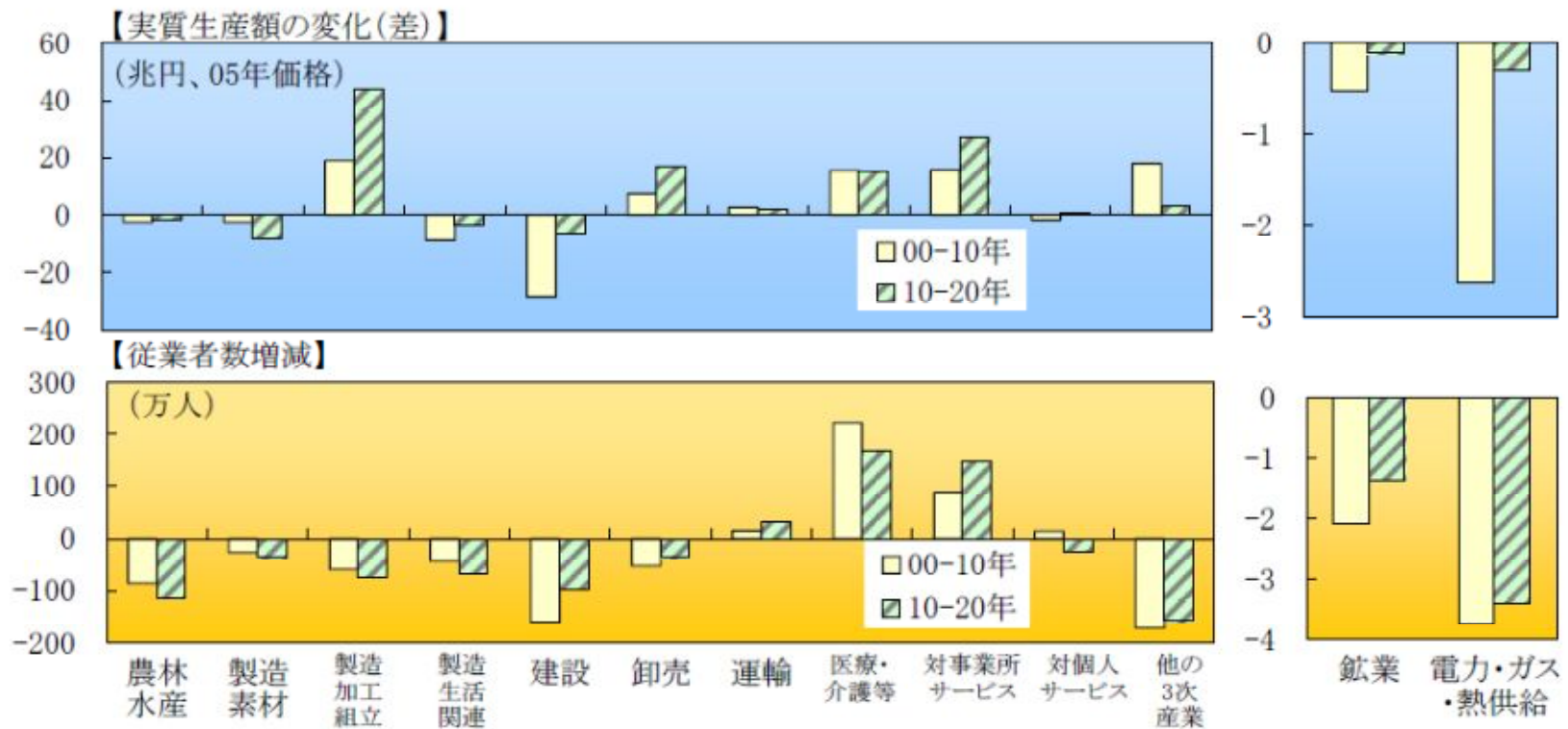
(2) 安全保障(環境、エネルギー、食料)の観点からも多角的な自由貿易体制の強化が必要。

- 環境財にゼロ関税、差別的な輸出規制(レアアース)の禁止、食料の差別的な輸入規制禁止。

(3) 若者が担う「強い農業」を創る。

- 若者にとって魅力のある産業へと変革し、農漁業・食品加工業など含め成長戦略の1つに位置付ける。
- フランスでは高齢者への離農終身保証金の交付、若者への就農交付金などにより青年農業者への経営移譲を促進し、1経営当り19ha(1970年)から53ha(2006年)に集約化した。

図15. 今後10年間の生産・雇用の変化



参照文献

- [1]岩田一政・浦田秀次郎編「新興国からの挑戦：揺らぐ世界経済システム」
日本経済新聞出版社、2011年
- [2]田中秀明「財政規律と予算制度改革」日本評論社、2011年
- [3]増島稔・島澤諭・井上貴昭「世代別の受益と負担：社会保障制度を反映した世代会計モデルによる分析」内閣府経済社会総合研究所、ESRI Discussion Paper Series, No.217, June 2009
- [4]Jorgenson, D., and Nomura, K., "The Industry Origin of the US-Japan Productivity Gap," Economic Systems Research, 19, 2007
- [5]Reinhart, C., and K. Rogoff, "A Decade of Debt," NBER Working Paper, No.16827, February 2011
- [6]Reinhart, C., and K. Rogoff, "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis," NBER Working Paper, No.13882, March 2008