

大震災後の経済政策の方向性

一橋大学経済研究所 教授 小林慶一郎

1. 災害のインパクト

地震による供給力の損害

- ▶ 生産設備の損害による供給力の減少
 - ▶ 2.6兆円～4兆円(第一生命経済研)
 - ▶ 4兆円(日経センター)
- ▶ 地震の影響で1～2%供給力が失われた計算
 - ▶ (日経新聞 5月2日朝刊)

社会資本・住宅・民間企業設備の直接的被害

| | 毀損額 | 地震前の ストック総額 |
|----------|---------|----------------|
| 被災地全域 | 16～25兆円 | 175兆円 |
| 岩手、宮城、福島 | 14～23兆円 | 70兆円 |

(注) 停電の影響やサプライチェーン分断の影響は含まれていない。

(資料) 内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議 震災対応特別会合資料」

生産動向（鋁工業指数 3月）

- ▶ 鋁工業生産 ▲15.3%
 - ▶ 輸送機械 ▲46.4%
 - ▶ 一般機械 ▲14.5%
 - ▶ 化学 ▲11.4%
 - ▶ 電デバ ▲6.9%
- ▶ 過去最大の落ち込み。4月、5月の予測指数はプラスに。
 - ▶ ※季節調整済指数、前月比

地震後の買いだめ（家計調査3月）

- ▶ 消費支出 ▲8.5%
 - ▶ 食料 ▲1.6%
 - ▶ 米 +19.5%、カップめん +43.2%、
ミネラルウォーター +161.3%
 - ▶ 食事代(外食) ▲14.2%、 飲酒代 ▲35.7%
 - ▶ 教養娯楽
 - ▶ 電池 +185.7%
 - ▶ 宿泊料 ▲33.8%
 - ▶ その他
 - ▶ 寄付金 +857.3%
- ▶ ※いずれも二人以上の世帯、実質、前年同月比

図1 米

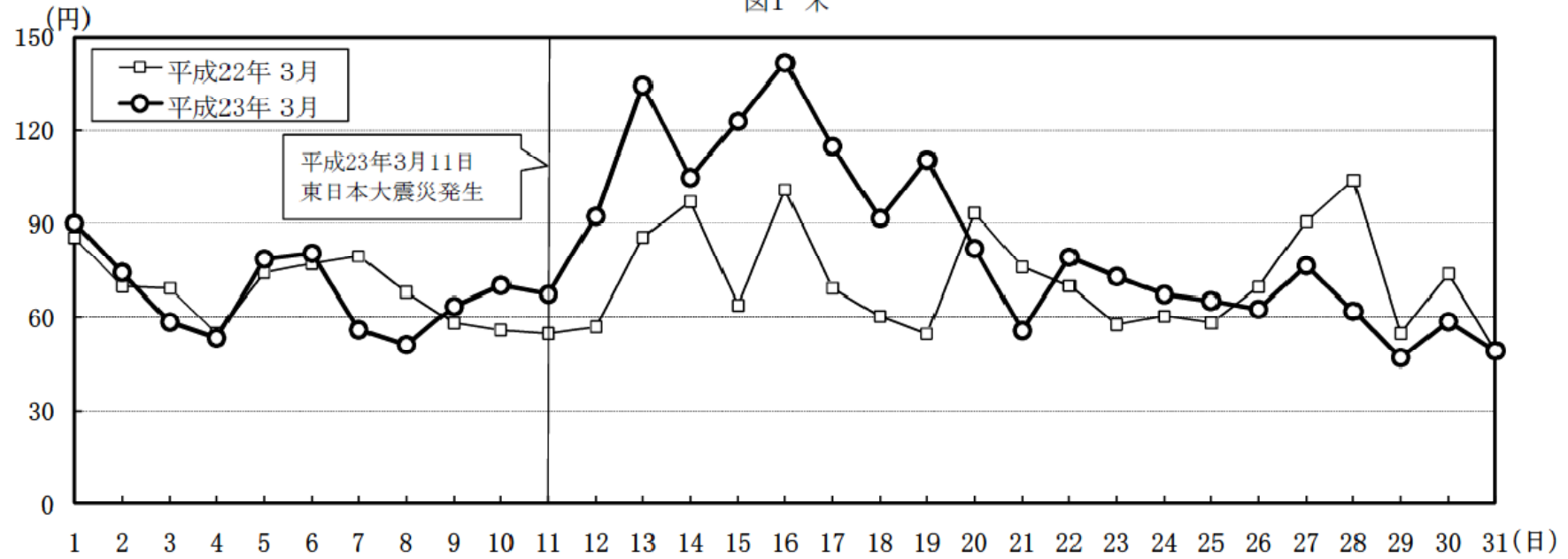


図7 魚介の缶詰

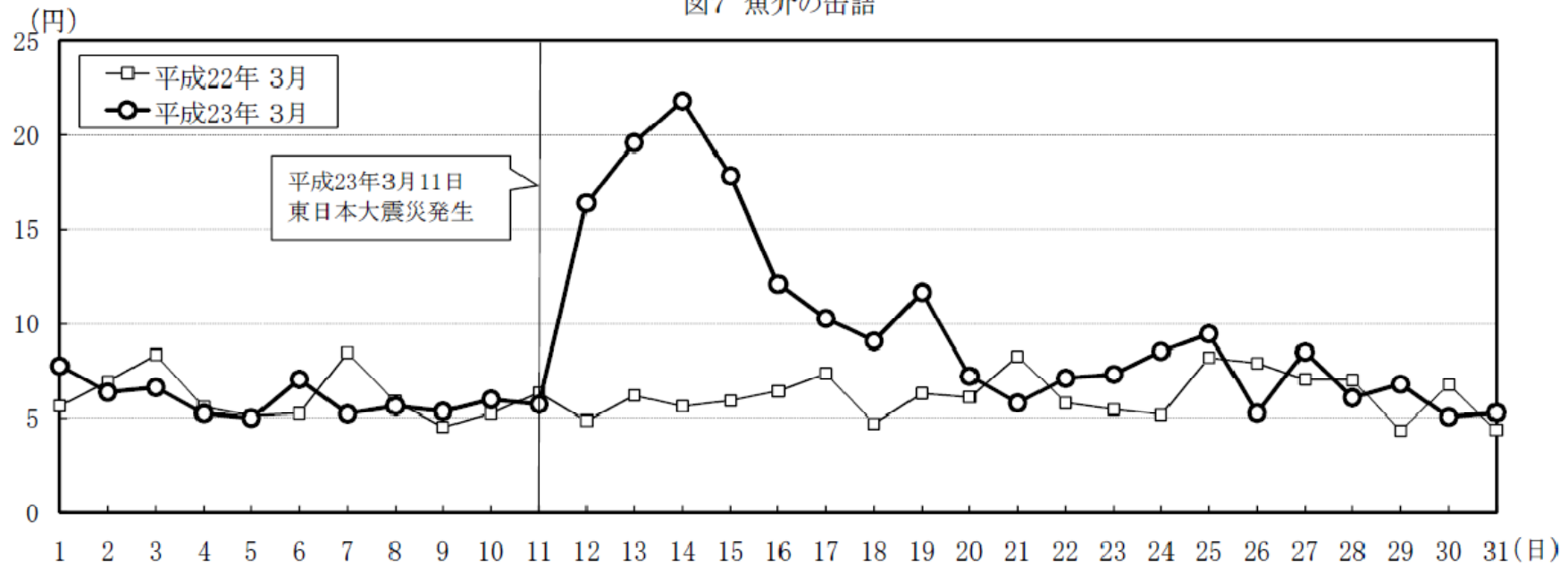


図4 カップめん

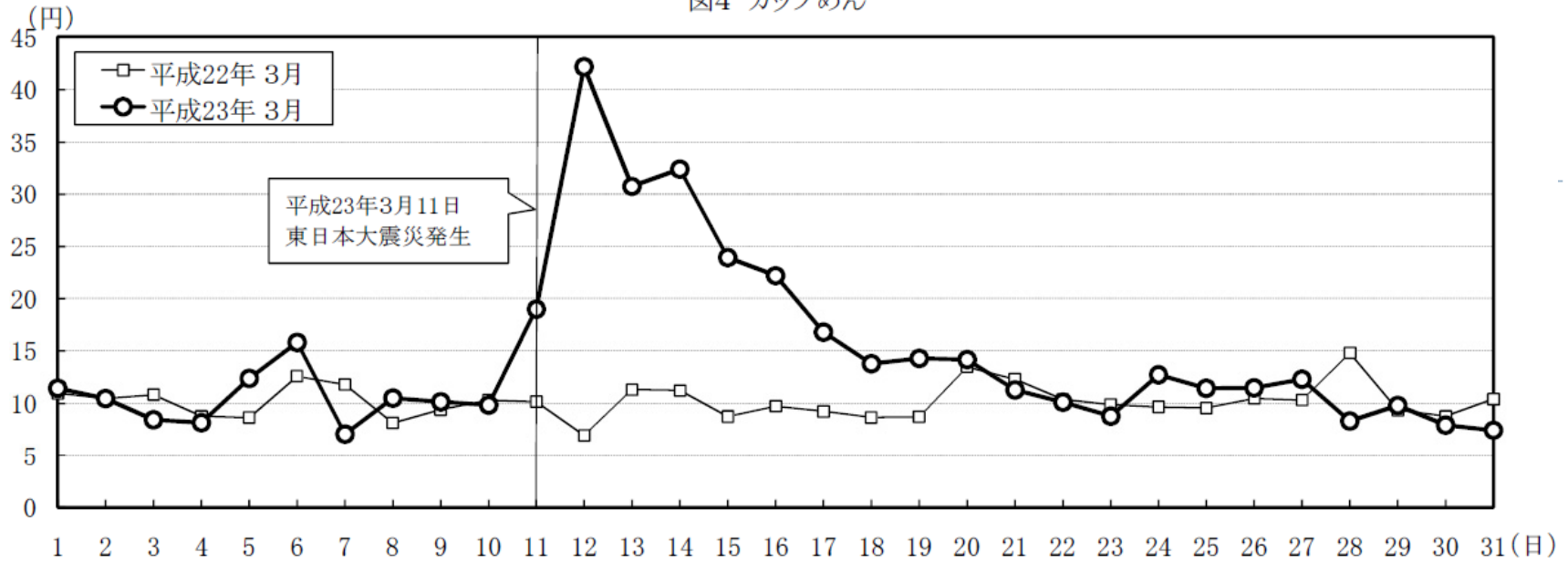


図18 トイレットペーパー

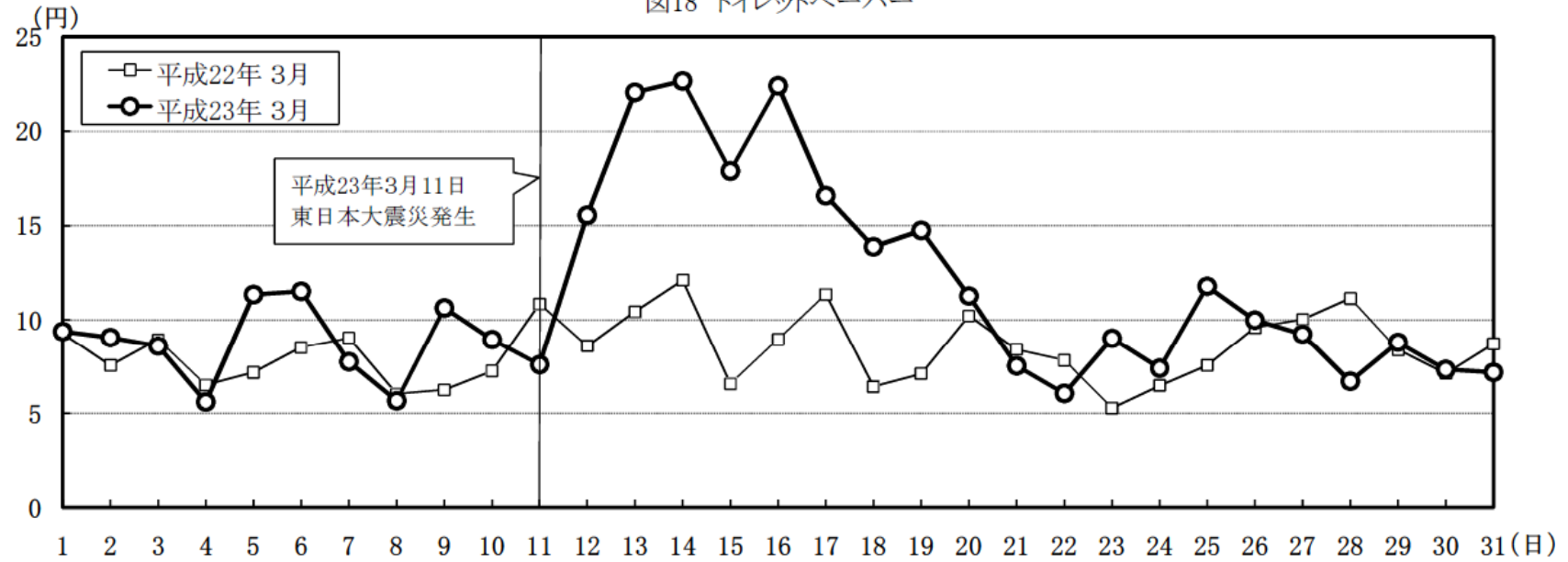


図11 ミネラルウォーター

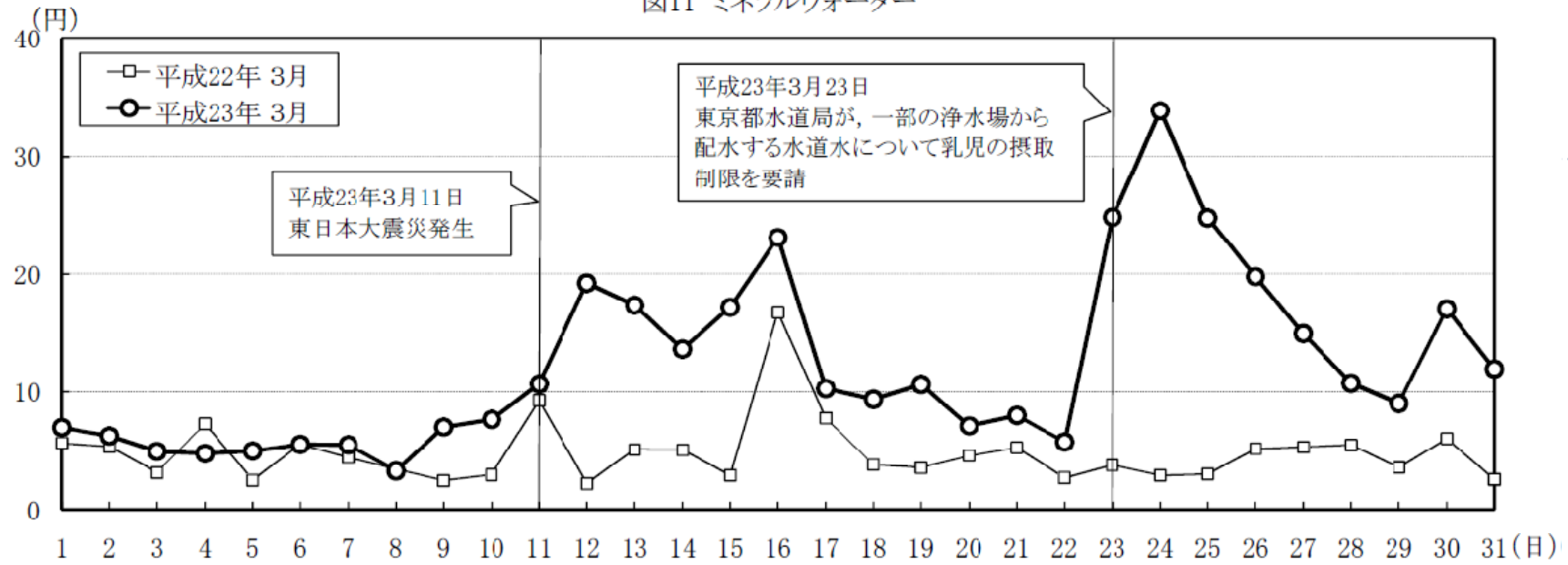
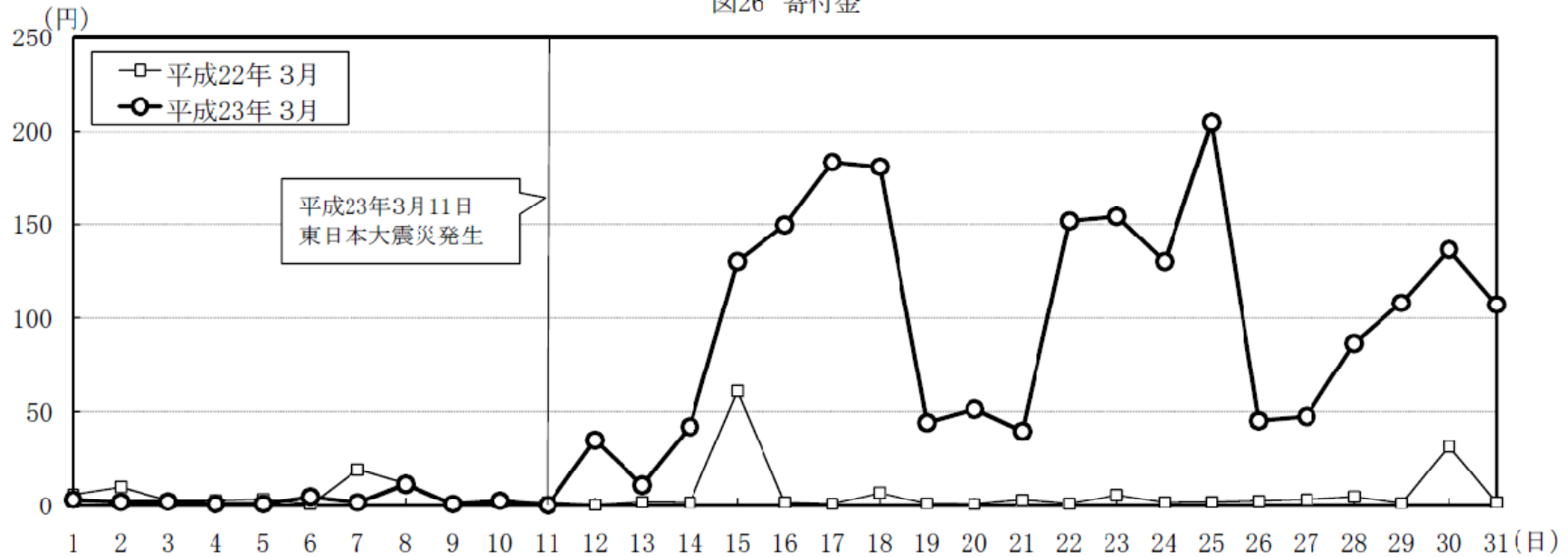


図26 寄付金



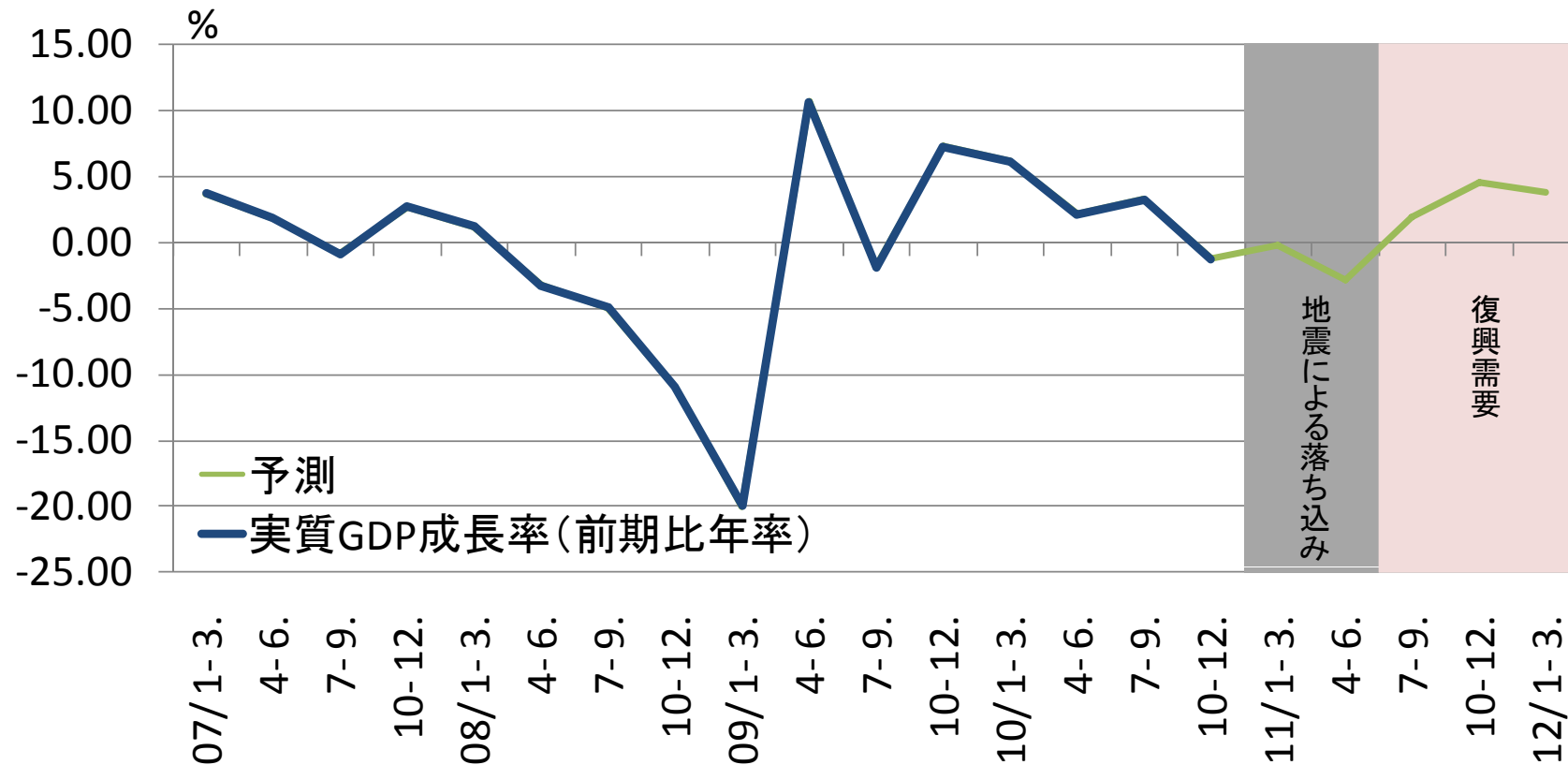
短期的な財政拡張は必要なし

- ▶ 一般的に、災害直後の1~3年間はGDPは復興で急回復（ただし、資本ストックなどの破壊により、経済厚生は悪化）
- ▶ 地震災害の場合、長期的な経済成長率（災害直後を除く15年~20年間）は災害の影響を受けないか、または、若干マイナスの影響を受ける。
（水害の場合は、長期的な経済成長率はプラスの影響を受ける）
 - ▶ 災害の経済学（Sawada, Bhattacharyay and Kotera, 2011など）

短期的な財政拡張は必要なし（つづき）

- ▶ 復興期に、あえて景気刺激を目的とした財政政策が必要とは考えにくい。
- ▶ 財政再建路線を堅持することは、震災復興のための財政資金を国債発行で円滑にファイナンスするためにも必要。
 - ▶ c.f. 関東大震災の震災公債の引受難と、加藤高明内閣での15%の財政整理（歳出カット）

経済成長率



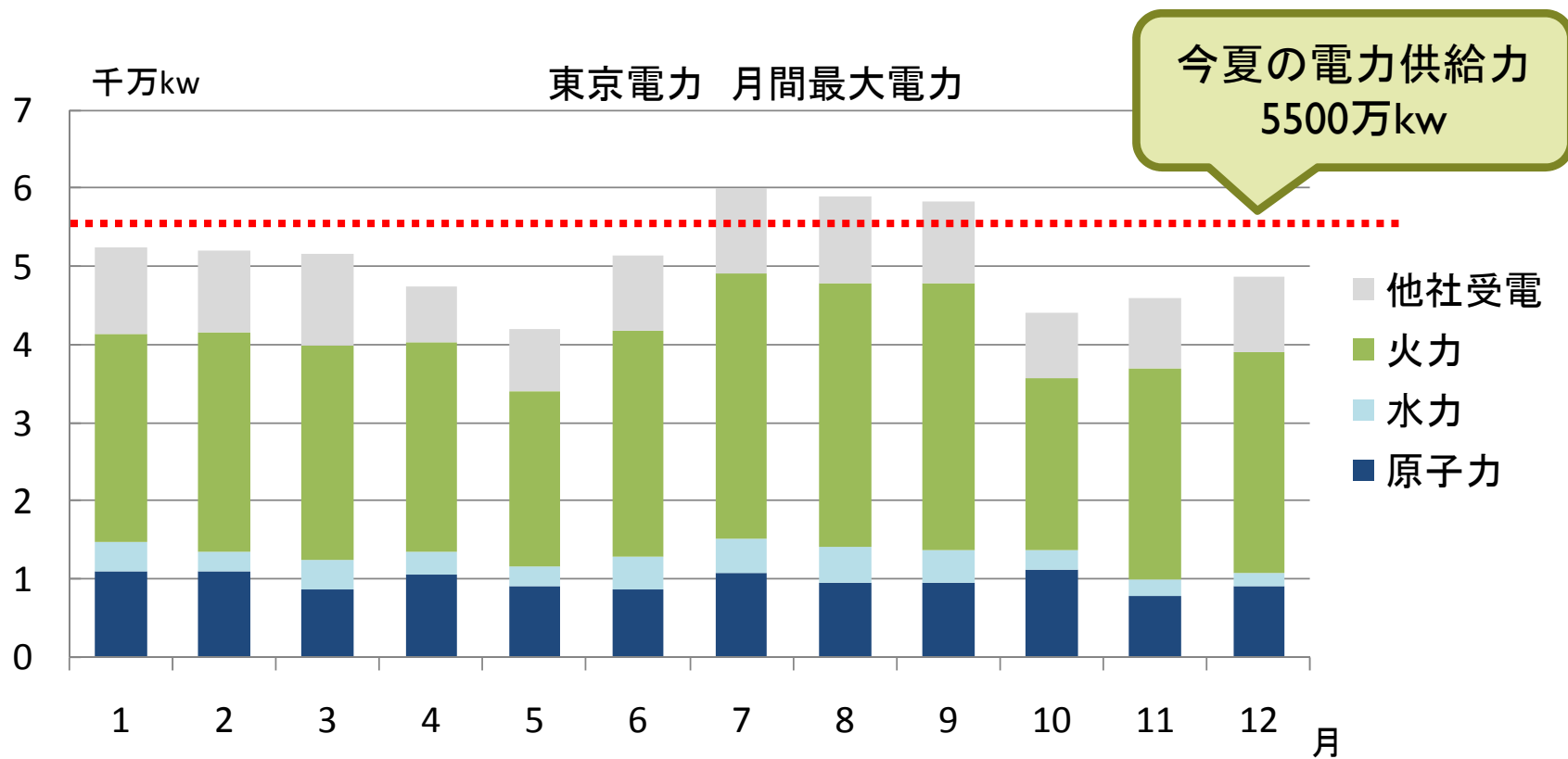
(注) 予測は民間シンクタンク43社の予測の平均。回答期間3/29~4/5。

(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

長期的な成長の制約要因

- ▶ 電力供給の制約
- ▶ 新しいエネルギー戦略の必要性
 - ▶ 地球温暖化対策の道筋
 - ▶ 新エネルギーと原子力発電の費用対効果分析

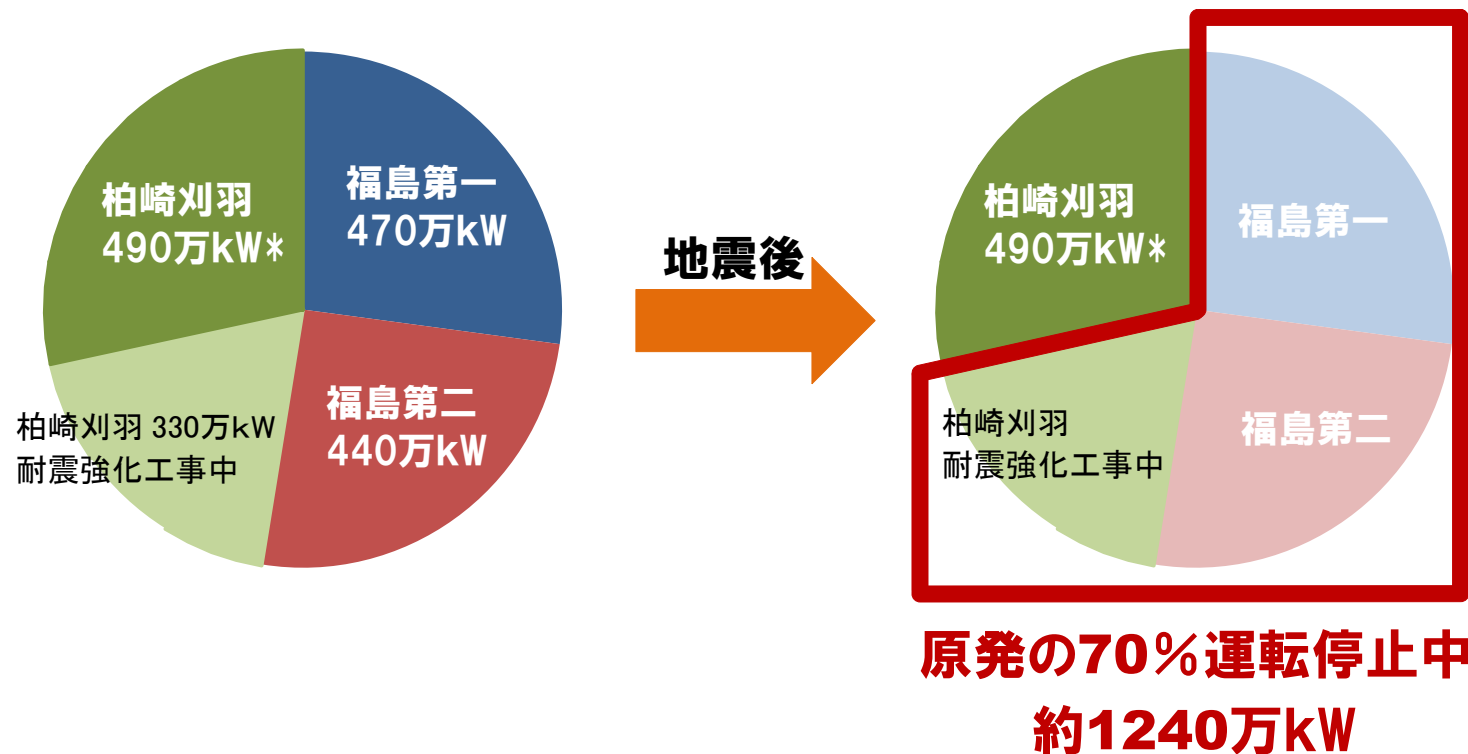
東京電力 2010年 月間最大電力



(注) 2010年実績値

(資料) 資源エネルギー庁「電力調査統計」

東京電力の原子力発電の割合



- ▶ 柏崎刈羽は、2～4号機が停止中

30年以内に震度6強以上の地震が起きる確率 (高確率順)

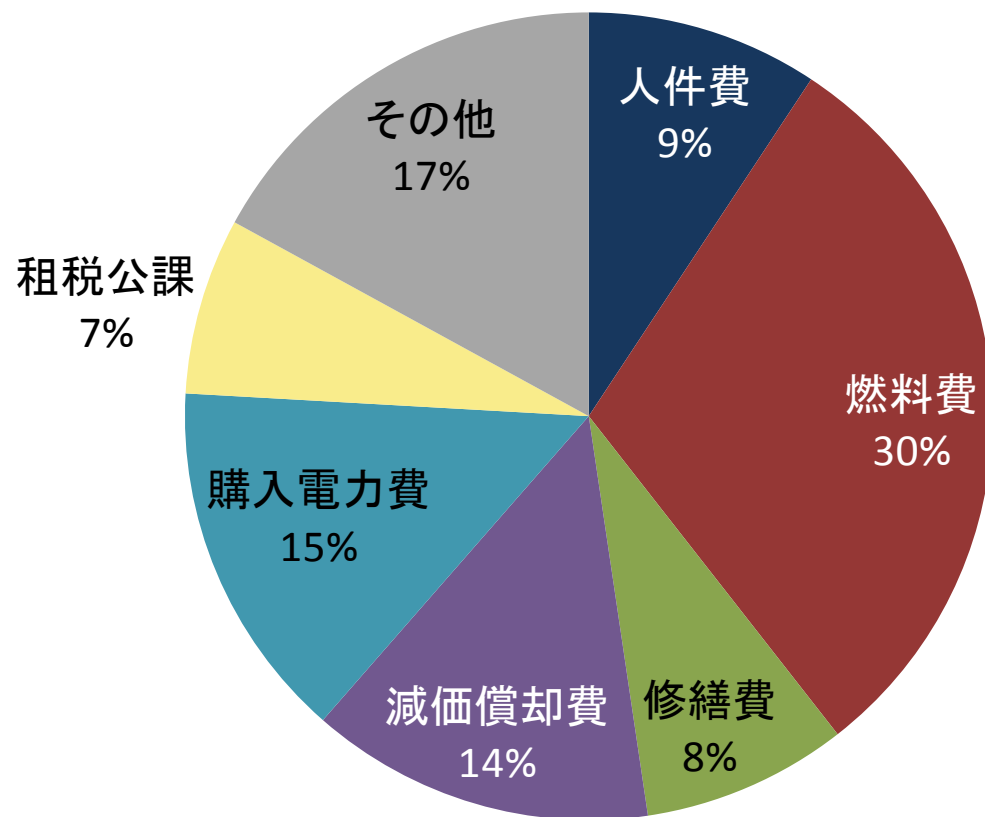
| 電力会社 | 発電所 | 地震発生確率 |
|---------|------------|--------|
| 中部電力 | 浜岡原子力発電所 | 84.00% |
| 東北電力 | 女川原子力発電所 | 8.30% |
| 日本原子力発電 | 東海第二発電所 | 2.40% |
| 東京電力 | 柏崎刈羽原子力発電所 | 2.30% |
| 九州電力 | 川内原子力発電所 | 2.30% |
| 東北電力 | 東通原子力発電所 | 2.20% |
| 日本原子力発電 | 敦賀発電所 | 1.00% |
| 関西電力 | 美浜発電所 | 0.60% |

(資料)海江田経済産業大臣談話・声明

(11年5月9日、参考資料、地震調査研究推進本部地震調査委員会とりまとめ)

東京電力の経常費用の内訳

東京電力 経常費用の内訳



- ▶ 電力料金は、費用積み上げで決定。
- ▶ 精確には、設備投資額なども考慮された上で、営業費等を元に総原価を計算がされる。

(資料)東京電力「平成23年3月期 第3四半期決算短信」

電力料金 約2割上昇（政府試算）

- ▶ 全体の補償規模を10兆円、5兆円などと仮定。
- ▶ 東電を含む電力9社の機構への負担金は総額で年3千億円と想定
- ▶ 東電の負担は約1千億円。さらに東電が独自に返済する分を年1千億円と仮定。
- ▶ 東電は年2千億円負担。これを賄うためには、東電利用者の電気料金は約16%程度の値上げ。

▶ （資料）日経新聞WEB版、11年5月7日

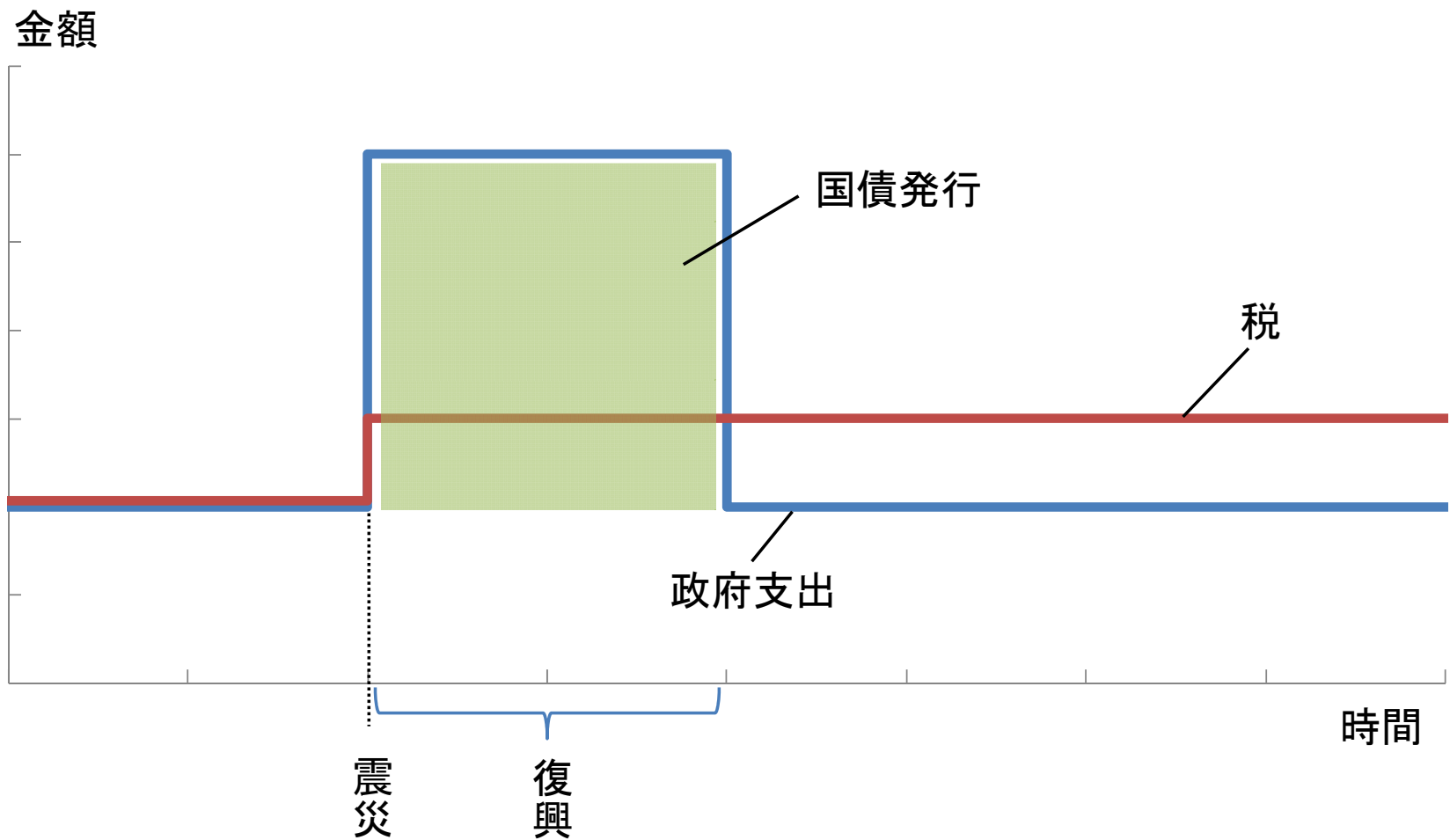
2. 復興財源：国債の一時的増発と恒久増税

復興財源：国債の一時的増発と恒久増税

【課税平準化理論】一時的な財政支出に対する最適なファイナンス方法

- ▶ 国債を一時的に増発し、恒久増税で超長期的に償還
- ▶ 効率性の観点から、
 - ▶ 増税の費目として望ましいのは消費税か所得税。法人税は悪影響大
 - ▶ 朝鮮戦争の財源研究 (Ohanian)
 - ▶ 実物景気循環の研究 (Chariなど)

課税標準化のイメージ



課税平準化の理論を今回の大震災に適用すると

1. 復興国債を発行して震災復興の財源を調達
(原発処理にかかる財政支出も含む)
2. 復興国債は消費税などの小幅な恒久増税(または小幅で恒久的な歳出削減)によって償還
 - ▶ 震災前の財政再建スタンスを後退させないことが前提
 - ▶ 「税と社会保障の一体改革」は、スケジュール堅持が望ましい

政治的には「復興目的」の時限的な増税

- ▶ 被災地支援の連帯感が高まっている時期に、
復興目的の時限的な増税が政治的には合理的

→復興財源の増税 賛成58%、反対33%
(毎日新聞、4/18)

- ▶ 社会連帯税
- ▶ 復興消費税

政治経済的合理性を考慮した理想的な増税案

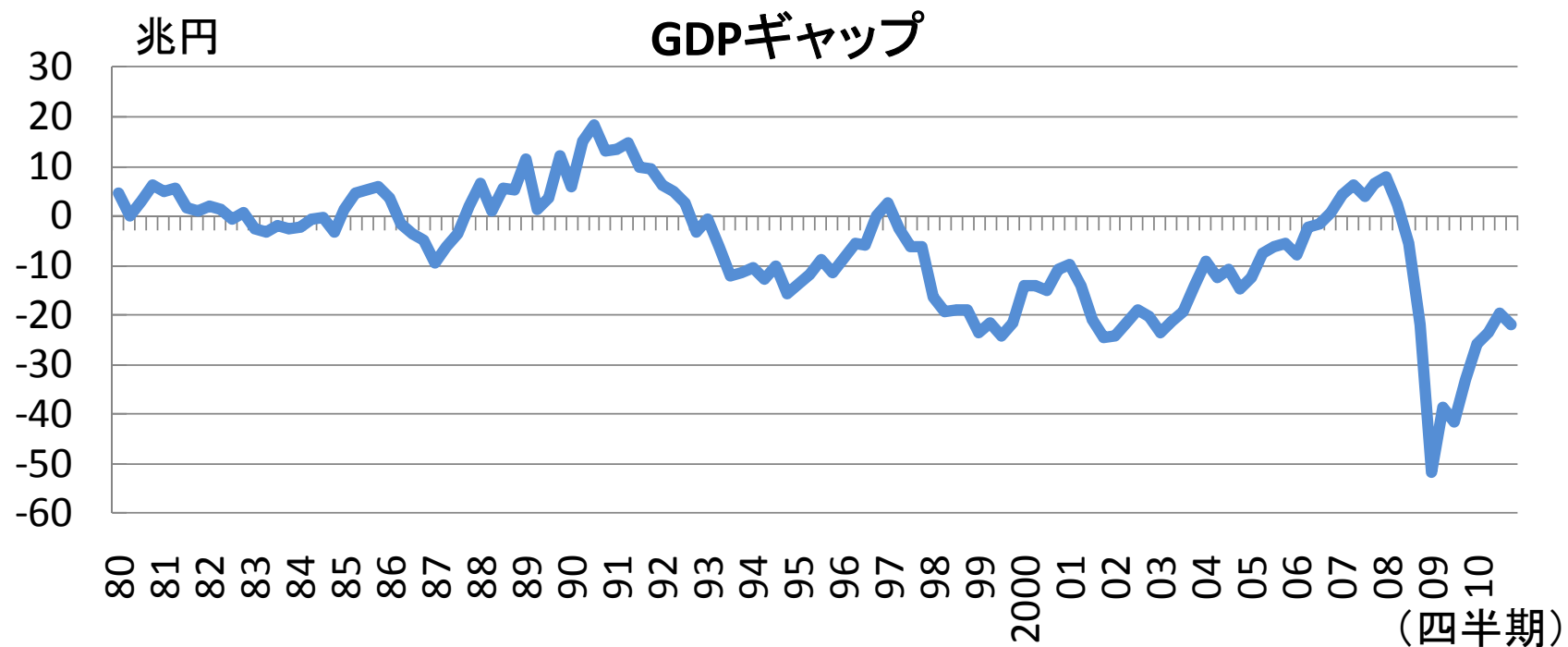
- ◇ 政治的には時限増税 ⇔ 経済的には恒久増税
- 1. 復興国債の償還財源としては時限的な増税(ガソリン税の暫定税率と同様)
- 2. 復興の財源総額を調達できた時点で、暫定税率を下げずに、社会保障費のための恒久税に衣替え
- 3. 将来時点での「暫定増税⇒恒久税」の衣替えも、現時点で法制化しておく

3. デフレへの対応は金融政策で

震災後もデフレが課題

- ▶ サプライチェーン分断や電力不足による供給能力の破壊
 - ▶ デフレギャップ(GDP比4%)を解消するインパクトはない(佐藤・小黑)。
 - ▶ デフレは引き続き日本経済の課題であり続ける。

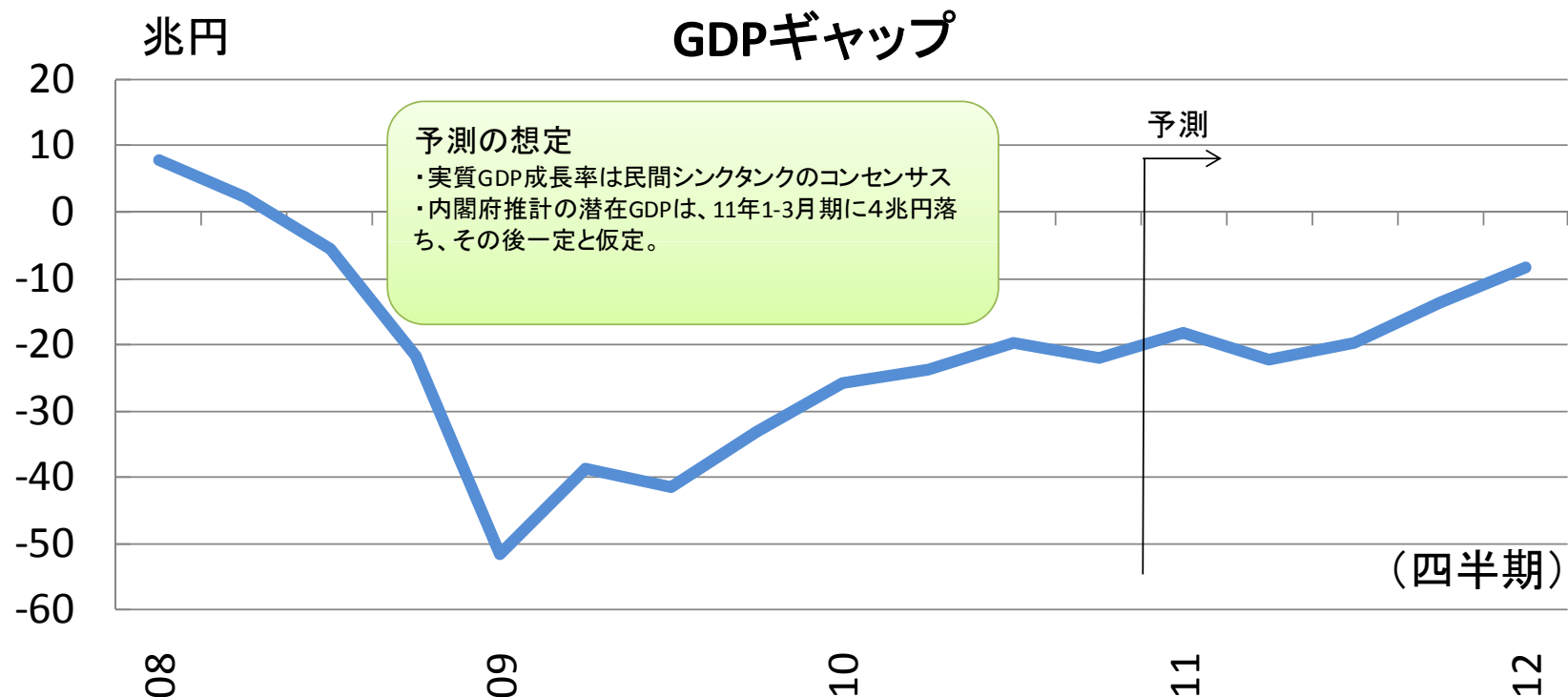
GDPギャップ (水準)



(注) 四半期別GDPの2010年10-12月期2次速報値をもとに内閣府推計

(資料)内閣府(2011年2月)「今週の指標No.981」

GDPギャップの動向



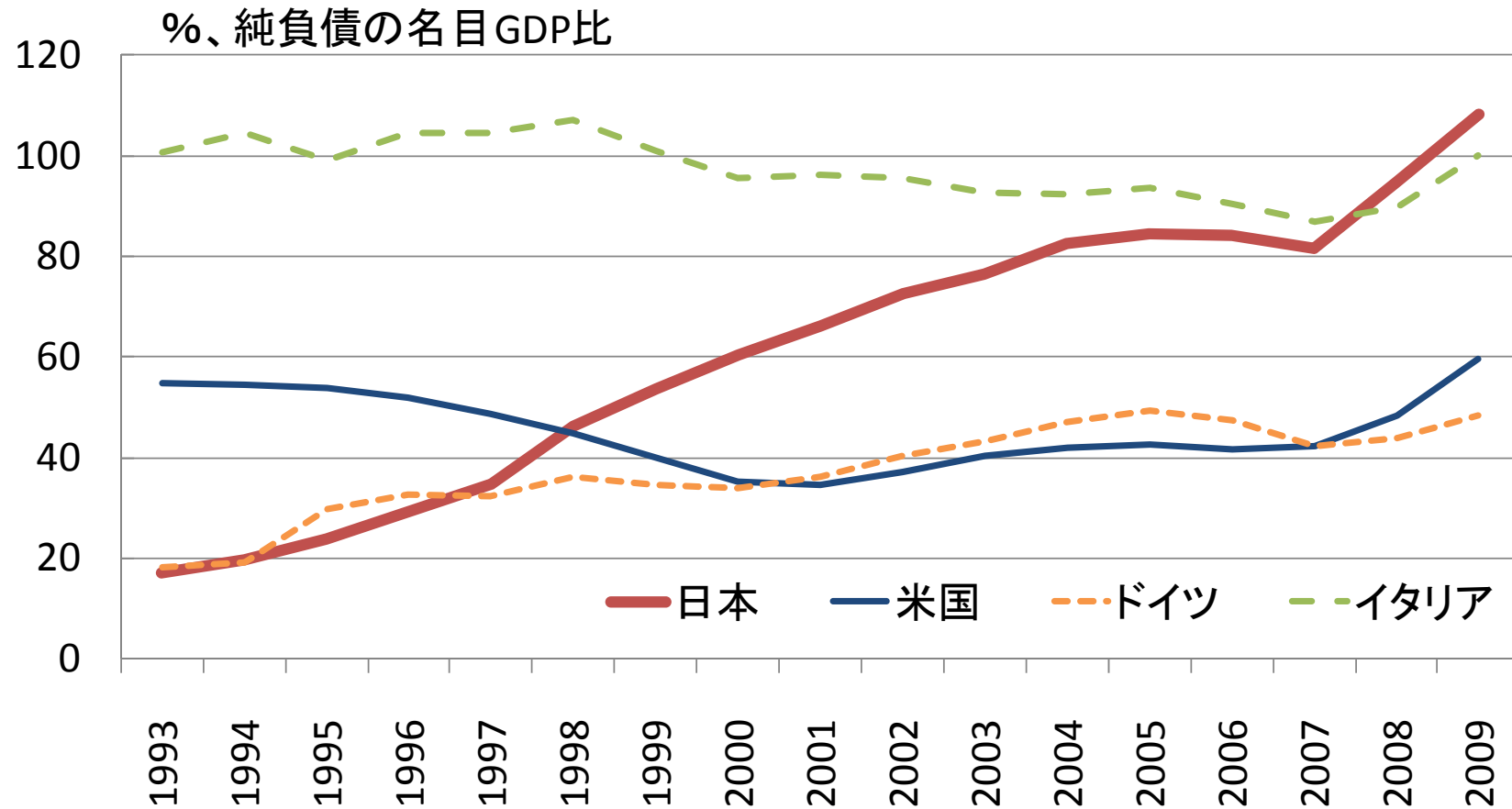
(注) 四半期別GDPの2010年10－12月期2次速報値をもとに内閣府推計。

(資料) 内閣府(2011年2月)「今週の指標No.981」、
経済企画協会(2011年4月)「ESPフォーキャスト」

財政によるデフレ対策の余地は小さい

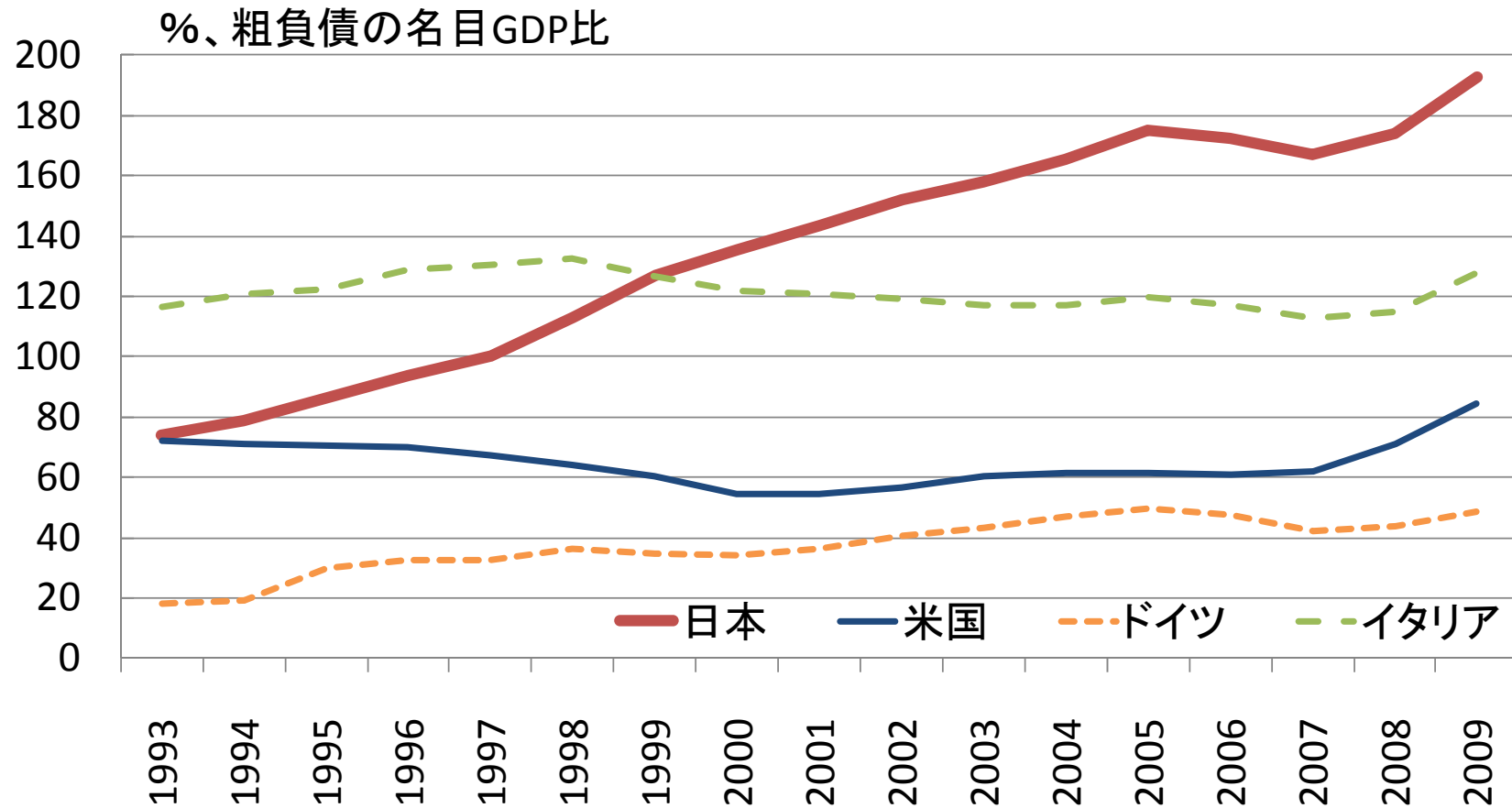
- ▶ 震災前から、財政再建路線は必要
(⇒国債市場の信認が維持されないと、震災復興の資金も調達できなくなる)
- ▶ 財政拡大によるデフレ対策の余地は乏しい

政府 純負債の名目GDP比



(資料) OECD Economic Outlook, No.88, 2010年11月

政府 粗負債の名目GDP比



(資料) OECD Economic Outlook, No.88, 2010年11月

デフレへの対応は金融政策が主

- ▶ 90年代からのマクロ経済政策の公式：財政健全化+金融緩和

【マンデル・フレミング・モデル】

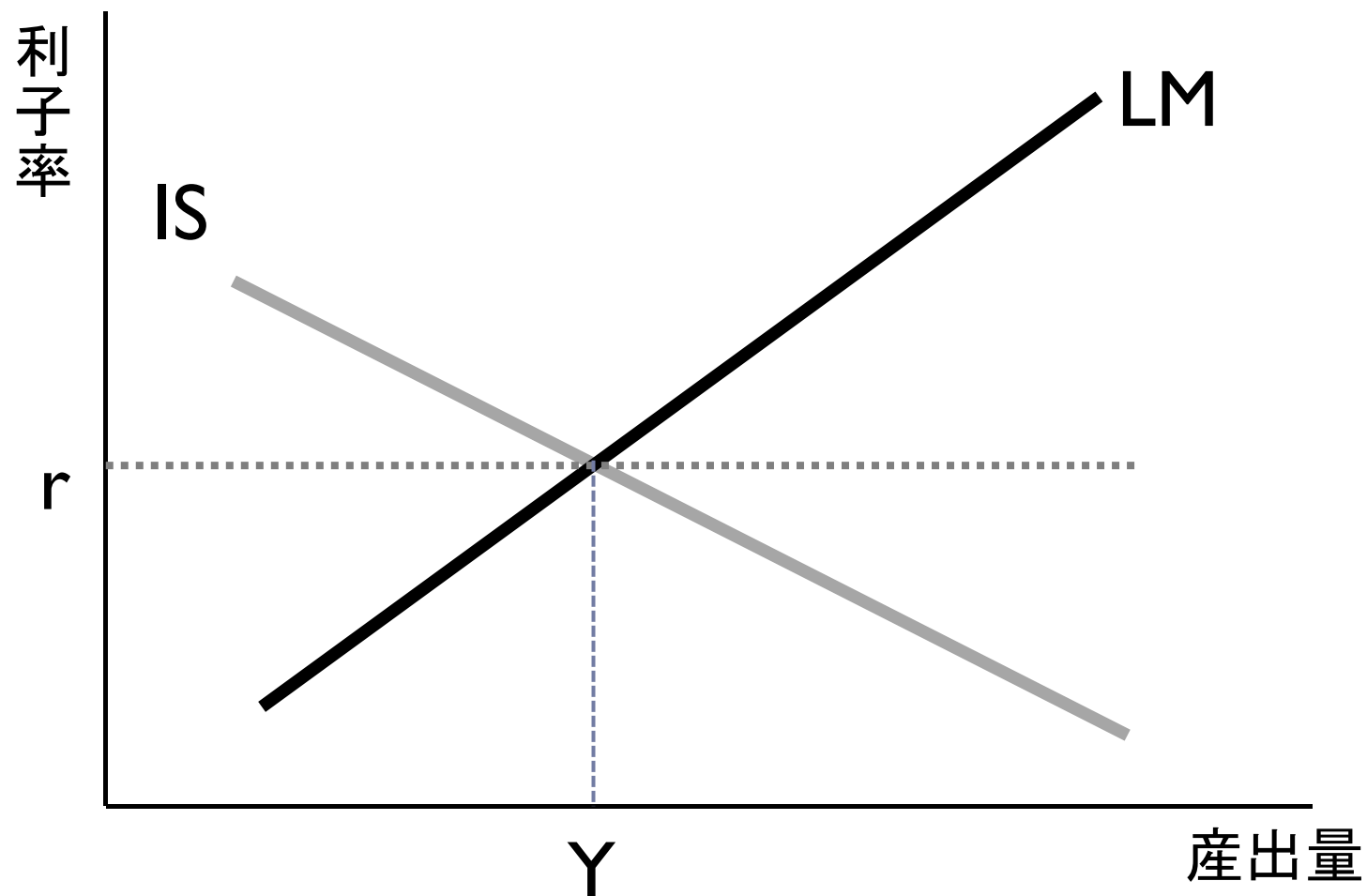
- ▶ 財政政策は、円高を招来するので、景気回復効果は減殺される
 - ▶ 金融緩和は、金利低下に加え、円安を招来するので、景気回復効果を増幅
 - ▶ 金融緩和の効果：外国の需要を取り込むことで成長を増幅
- オープン・エコノミーでは、「金融緩和≒近隣窮乏化政策」

マンデル＝フレミングモデル

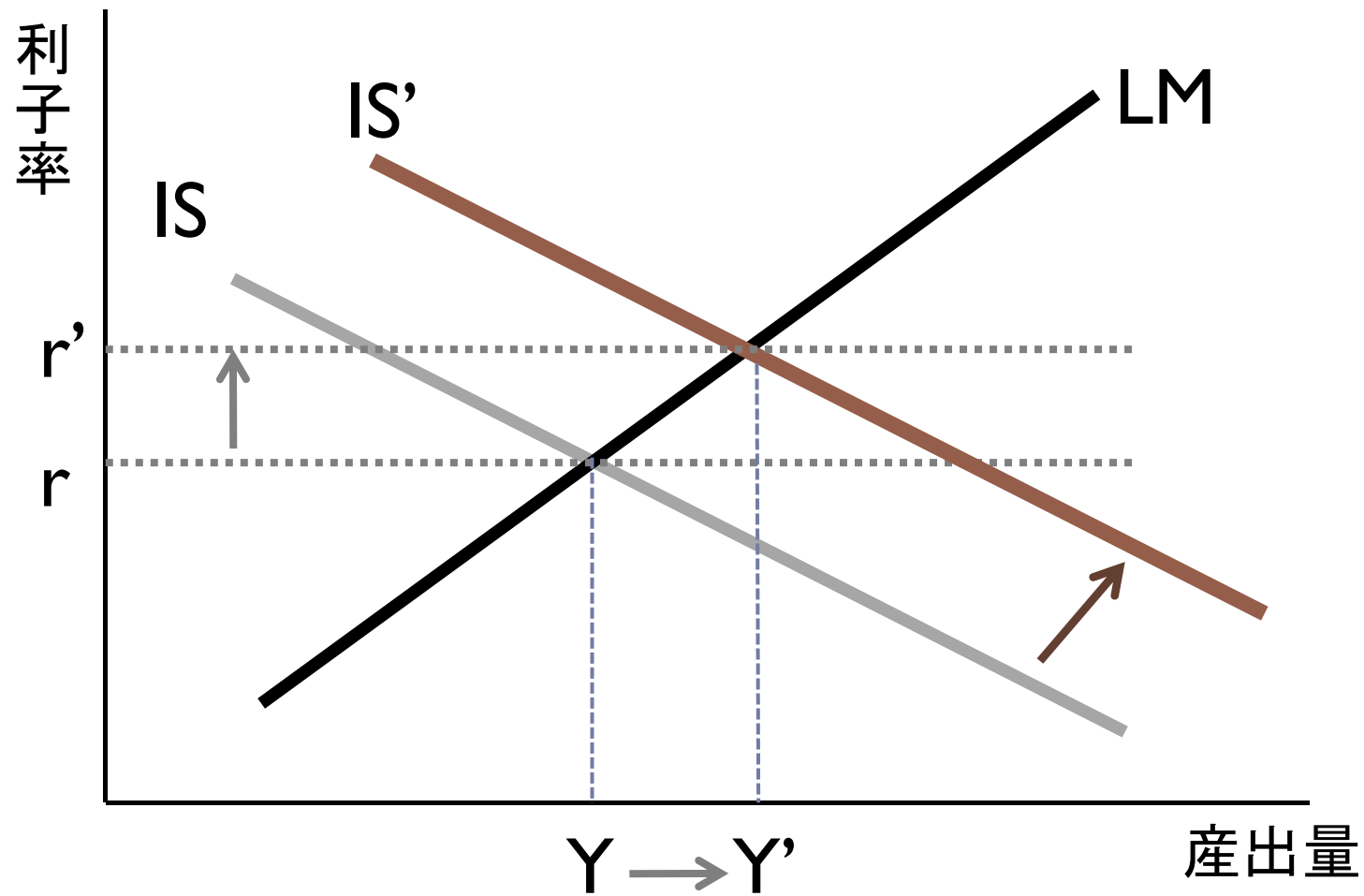
▶ 財政政策は無効

1. 財政政策拡大 = IS曲線が右側にシフト
2. 一時的な産出量の増加、自国利子率上昇
3. 内外利子率格差によって、資金流入
4. 為替が円高になり純輸出が減少
5. 産出量が減少、利子率の低下
= IS曲線が左にシフトし、元の位置に戻る

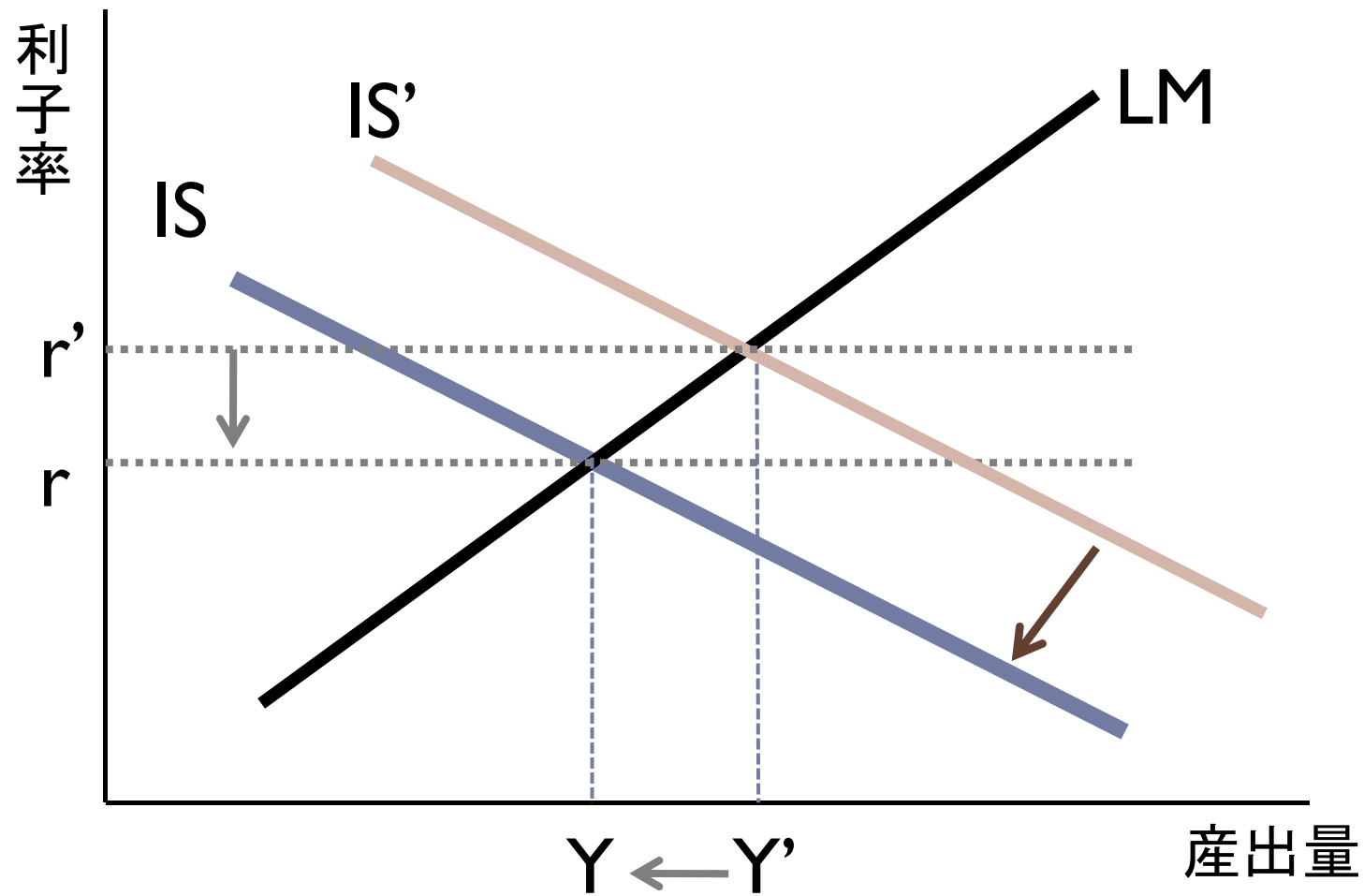
開放経済では財政政策無効



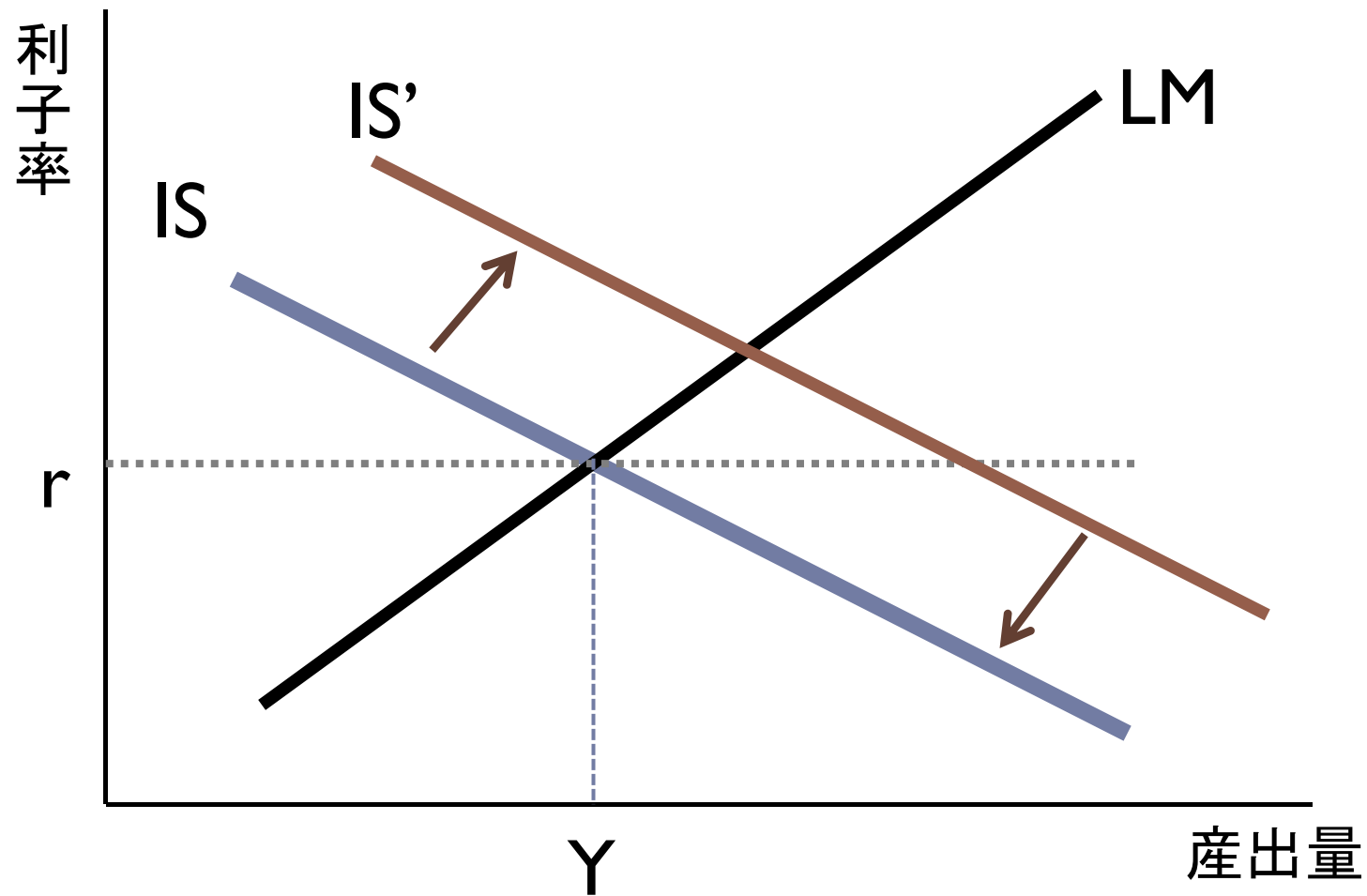
開放経済では財政政策無効



開放経済では財政政策無効



開放経済では財政政策無効

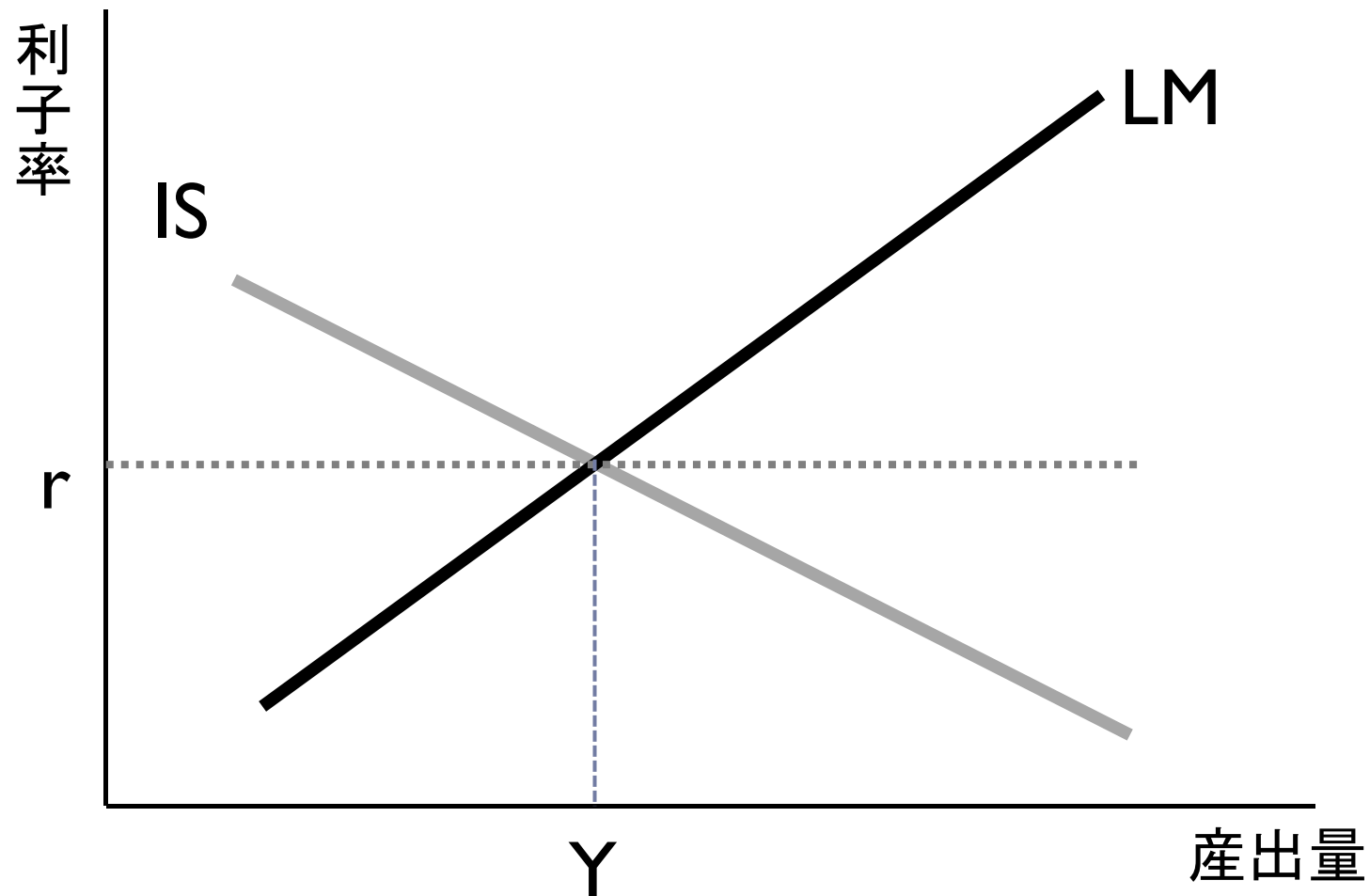


マンデル＝フレミングモデル

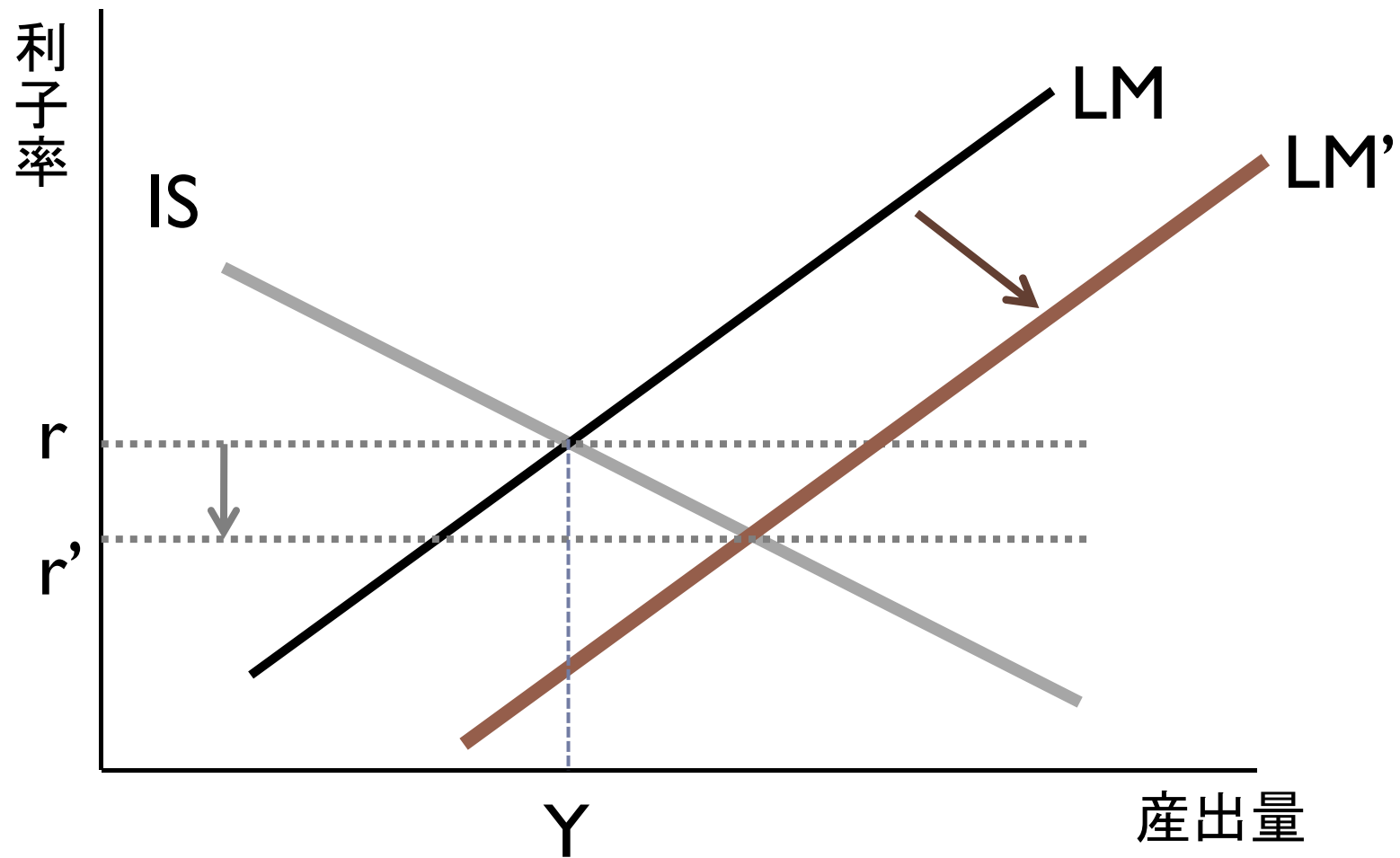
▶ 金融政策は有効

1. 金融政策 緩和 = LM曲線が右側にシフト
2. 一時的に自国利子率が低下
3. 内外利子率格差によって、資金流出
4. 為替が円安になり純輸出が増加
5. 産出量が増加、利子率の上昇
= IS曲線が右にシフト

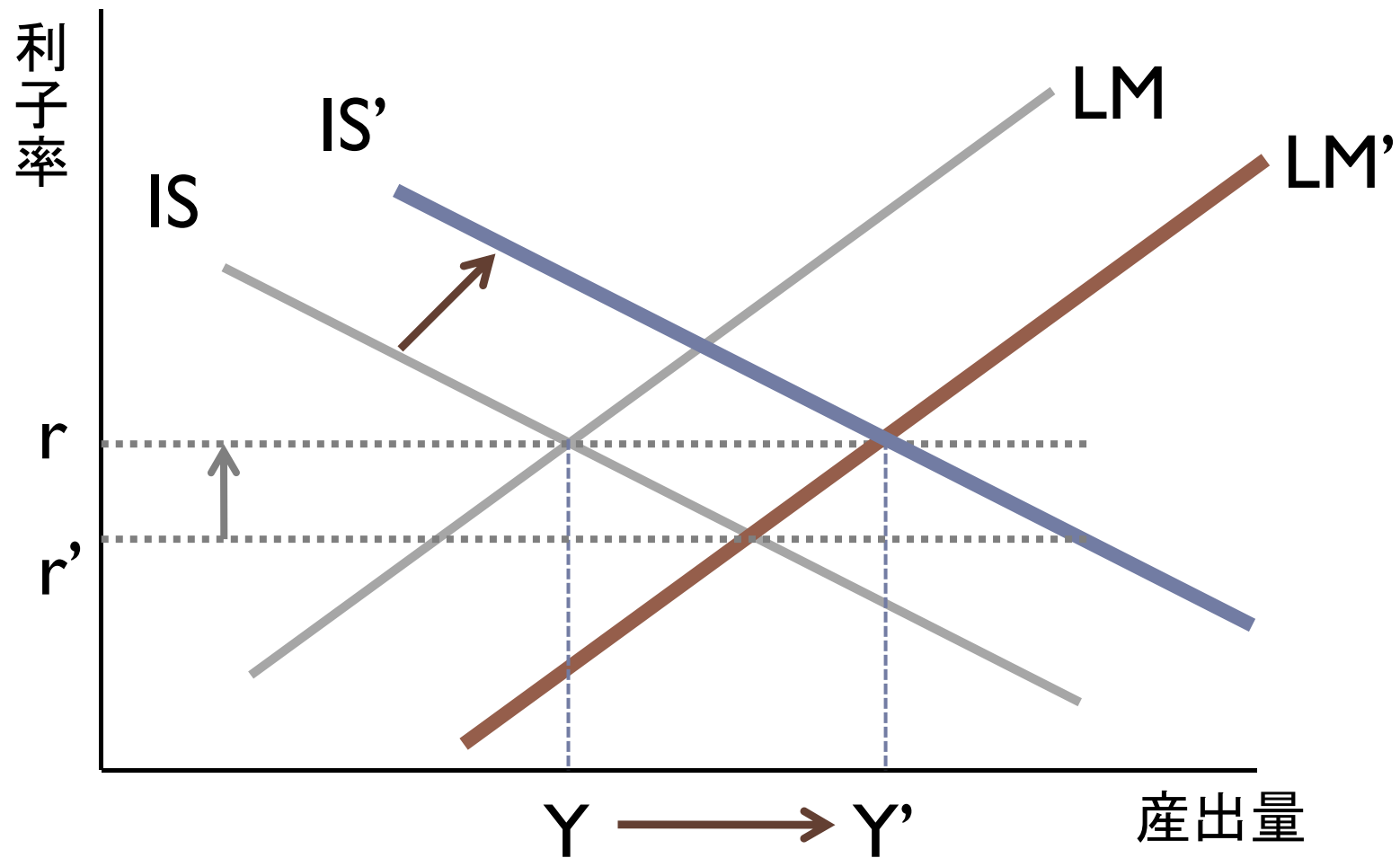
開放経済では金融政策有効



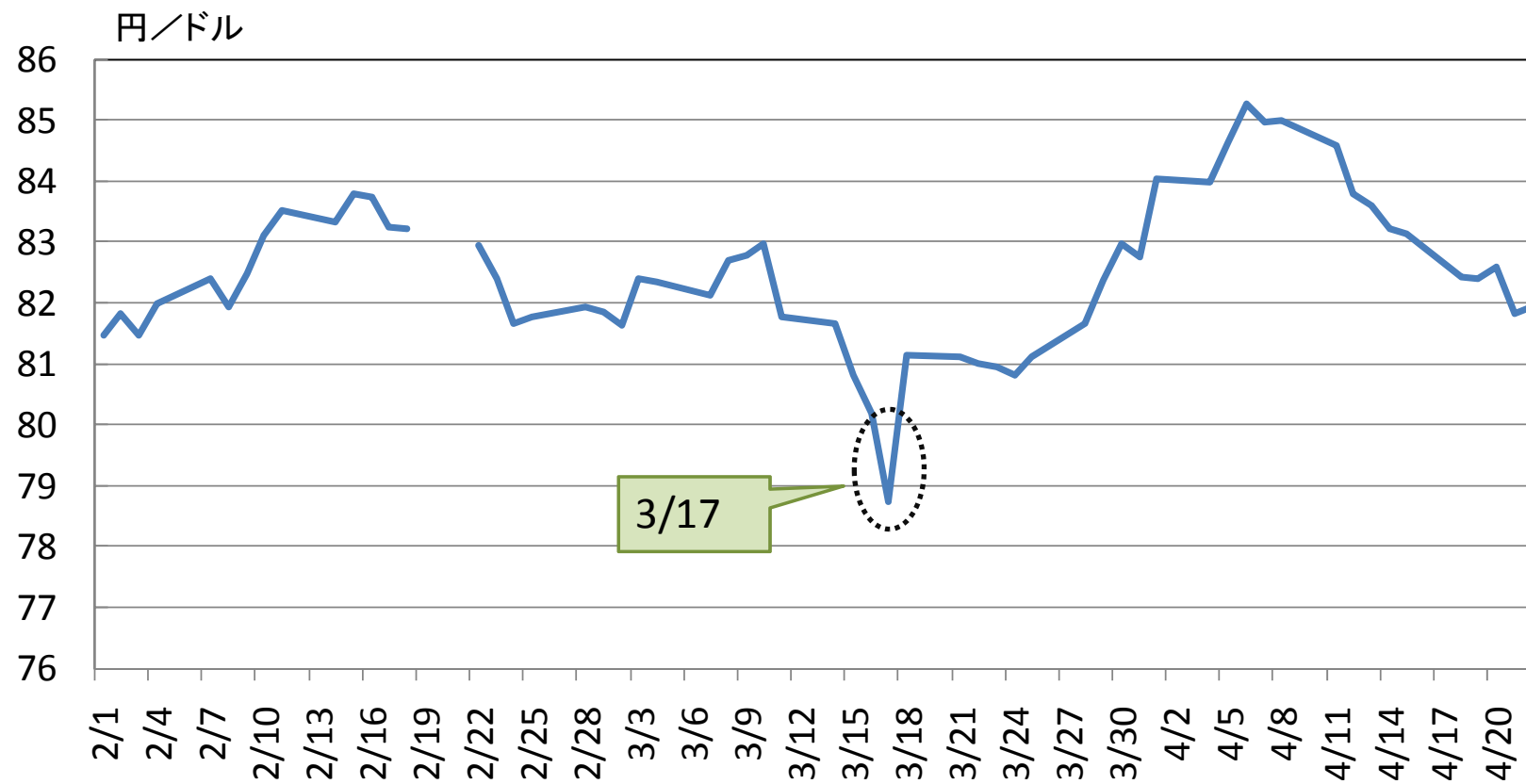
開放経済では金融政策有効



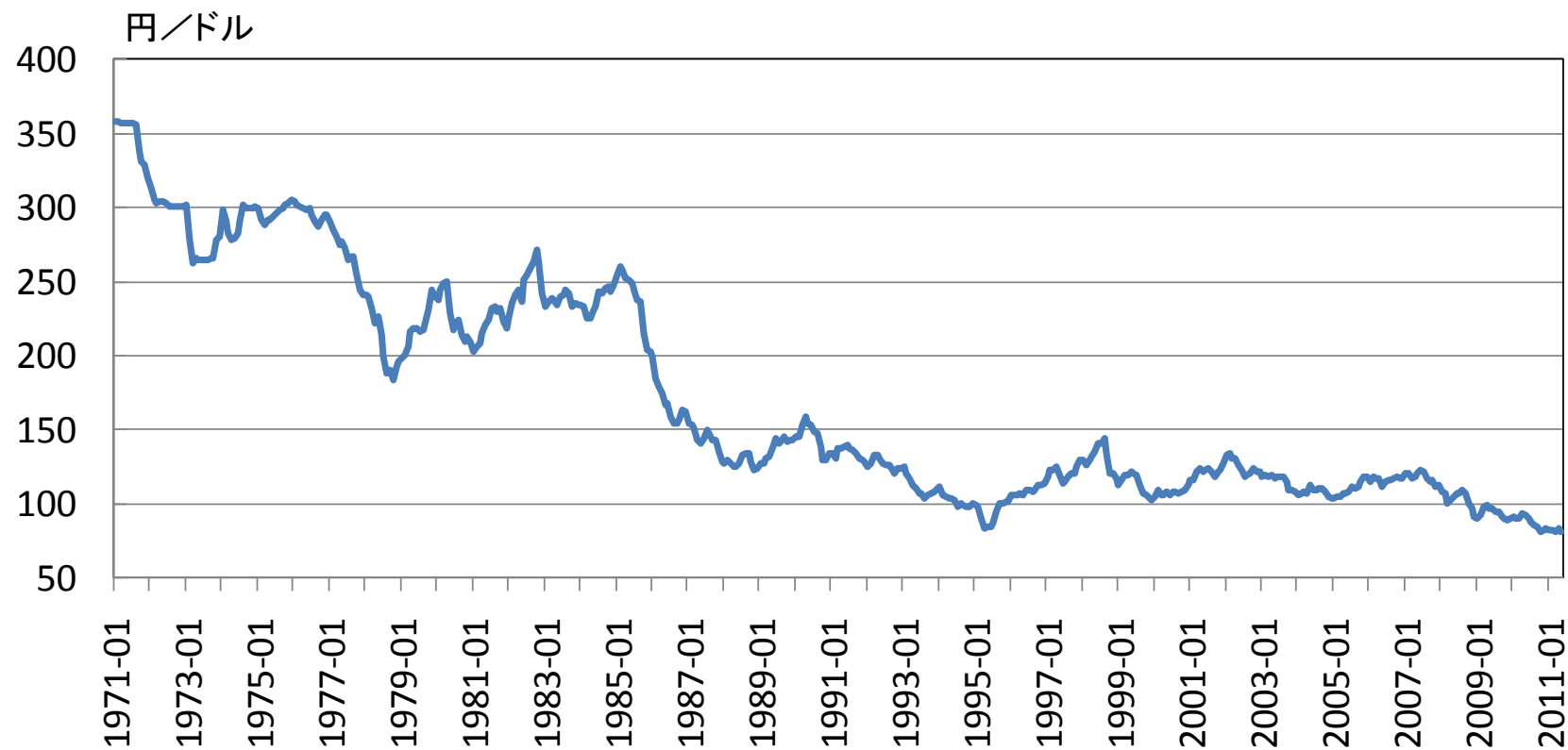
開放経済では金融政策有効



直近の為替レート



長期の為替レート



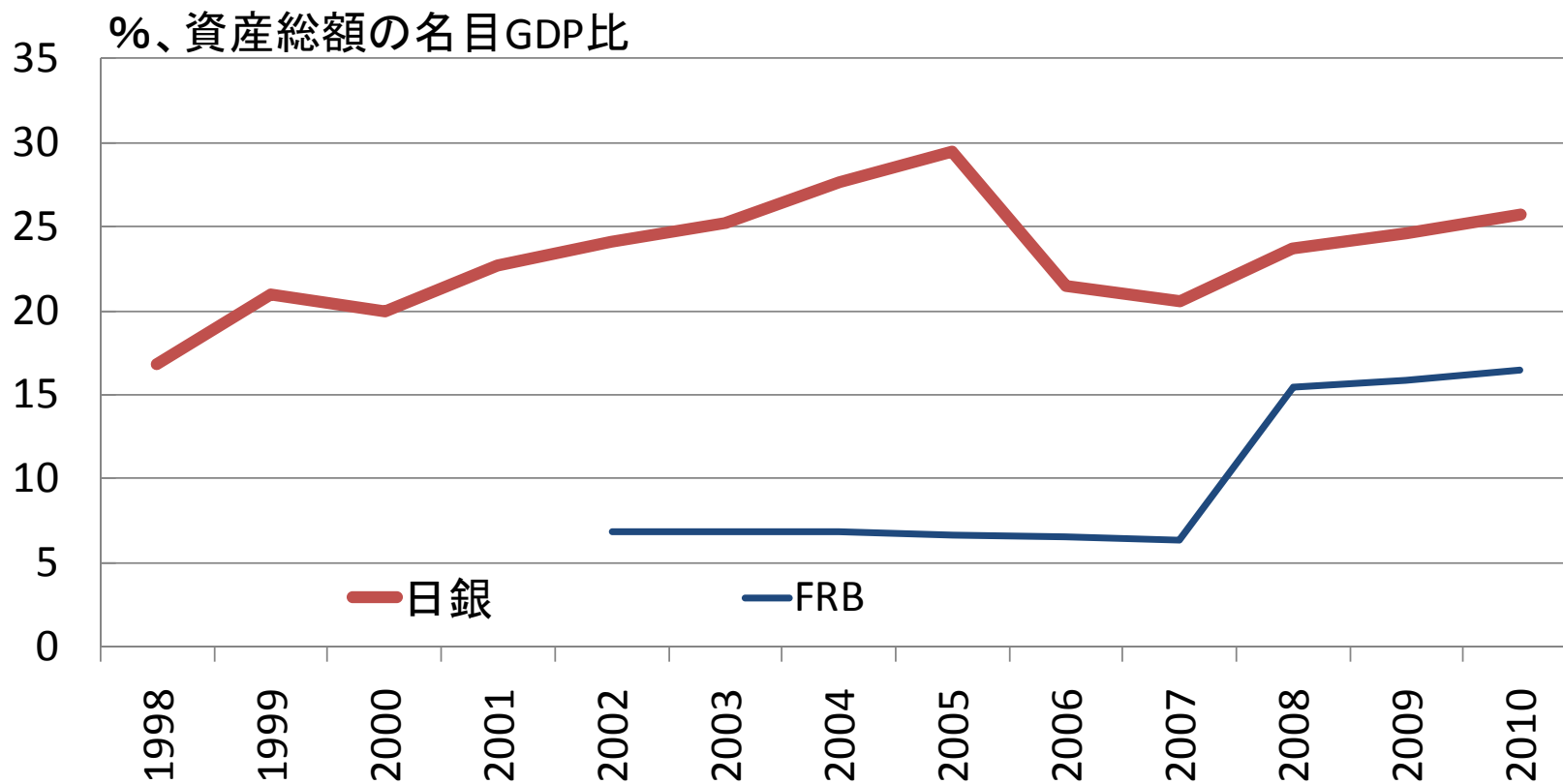
為替レートも問題

- ▶ 震災後は、超円高→円安→円高
 - ▶ 対外資産大国
 - ▶ 所得収支の堅調予想
 - ▶ 新興国等の外貨準備が円シフト
 - ▶ 復興事業の予想(財政拡大)→円高
(マンデル・フレミング・モデル、阪神淡路大震災)
- ▶ 長期的にはリーマン・ショック後は円高局面

デフレ円高対策：金融緩和

- ▶ 円高の進行で外需縮小 ⇒ デフレ（阪神淡路大震災）
- ▶ 日銀による金融緩和策：
 - 国債買入れの増額
 - リスク資産（REIT, ETF）の買入の増額
 - 社債、CPの買入（東電対応）
 - 外貨建て債券（？）

日銀とFRBの資産総額（名目GDP比）



(注) 資産総額は年末値。

(資料) 日本銀行、FRB、内閣府「国民経済計算」、BEA, "NIPA Tables"

デフレ円高対策：積極的な外需の取り込み

- ▶ 政府系ファンドで、日本企業の対外投資を支援

【政策のスキーム】

- ▶ 既存の公的金融機関の枠組みを活用
- ▶ 政府出資で対外投資ファンドを組成。円建て債務で資金調達。外貨建て資産に投資。
- ▶ 日本企業はファンド経由で対外投資することによって為替リスクを回避

デフレ円高対策：積極的な外需の取り込み

【政策の効果】

- ▶ 公的主体が円高リスクをとって対外投資、輸出の促進

⇒ 外需増による成長

- ▶ 公的主体が対外資産を増やすこと

⇒ 将来的な国債暴落リスクの軽減（為替差益の予想で）

4. 二重債務問題の解決のために 「債務削減機構」の設立を

二重債務問題

- ▶ 地震前の設備投資や住宅のローンに加え、復旧のために新たなローンが必要な債権者が増加。
- ▶ 「宮城、岩手、福島を中心に5000億～8000億円」のローン削減が必要。（七十七銀行 氏家頭取の見通し）
- ▶ 対応策として
 - ▶ 「事業再建支援基金」(岩手県 達増知事)
 - ▶ 「住宅を再建する被災者への生活再建支援金(現行は最大300万円)の500万円規模への拡充を提案」(岩手県 達増知事)
 - ▶ 「既存の債務を国に簿価買取」(仙台銀行 三井頭取)

銀行のバランスシートの毀損

- ▶ 地震により債権回収が困難。引当金増に伴う、バランスシートの悪化が進む。
- ▶ 岩手、宮城、福島、茨城の4県を地盤とする地方銀行・第二地方銀行10行のうち、8行が11年3月期連結決算の利益の見通しを下方修正。
- ▶ 4行は黒字予想から赤字に転落する見通し。
- ▶ 現在、仙台銀行(仙台市)、七十七銀行(仙台市)、筑波銀行(つくば市)が公的資金申請を検討中。

地銀・第二地銀の利益予想額

| | | 連結税引き後利益予想額 |
|-----|-------|-------------|
| 岩手県 | 岩手銀行 | 11(53) |
| | 東北銀行 | ▼33(6) |
| | 北日本銀行 | ▼45(15) |
| 宮城県 | 七十七銀行 | ▼300(150) |
| | 仙台銀行 | ▼67(▼23) |
| 福島県 | 東邦銀行 | 48(66) |
| | 福島銀行 | ▼51(12) |
| 茨城県 | 常陽銀行 | 139(190) |

(注) 単位・億円、億円未満は切り捨て。カッコ内は修正前の予想値。▼は赤字
(資料) 読売新聞WEB版、2011年5月10日

二重債務問題

- ▶ 二重債務問題は、被災企業の事業再生の最大のネック
- ▶ 震災前の債務： 債務免除が望ましい
 - ▶ 地元金融機関にとっては不良債権処理のプロセス（担保査定、連帯保証、株主への説明責任 …）
 - ▶ 時間がかかりすぎる懸念大
- ▶ 「借り手間の公平性 ⇔ サプライチェーンの効率性」
社会全体の厚生で判断すべき

債務削減機構 — 負担軽減の迅速化

- ▶ 政府出資で「債務削減機構」を設立し、
被災企業向け債権を一括買い上げ
 - ▶ 「整理回収機構」など不良債権処理政策における資産管理会社(AMC)と類似の機構
 - ▶ 回収最大化ではなく、被災企業の債務負担免除を存在目的に設定
 - ▶ 銀行への公的資金注入と引き換えに一括買い上げ
 - ▶ 簿価ではなく、時価での買い上げ。
 - ▶ 借り手と銀行は、一定の負担と自助努力が必要。
 - ▶ 手続きを簡素化し、迅速に債務免除(または債務の株式化など)
 - ▶ 担保資産の売却や活用は被災地復興と一体的に長期間で進める

債務削減機構 — 再スタート支援

- ▶ 「債務削減機構」による既存債務の削減
- ▶ 日本政策投資銀行や地域金融機関による再スタート資金の融資
- ▶ 負担軽減とニューマネーをセットで提供し、再生支援
- ▶ モラルハザード: 「震災前からの不良債権」の混入
 - 1923年 関東大震災後の震災手形
 - 1927年 昭和金融恐慌

まとめ

1. 短期的な財政拡張(景気刺激を目的とした公共事業や減税)は必要なし
2. 復興財源は国債増発を主とし、小幅で恒久的な増税により超長期で償還
 - ▶ 震災前よりも財政スタンスを緩めるべきではない
 - ▶ 「税と社会保障の一体改革」はスケジュール通り進めるべき
3. デフレへの対応は金融緩和(とその結果の円安)で内需と外需を刺激
 - ▶ 近年のマクロ経済政策の公式:「財政健全化+金融緩和」
 - ▶ 積極的な外需取り込み(政府系ファンドによる外債購入など)
4. 被災企業の二重債務問題は、「債務削減機構」を設立して一括処理

補足

5. 放射能汚染の問題

- ▶ 風評被害の防止：放射能汚染の徹底的な(過剰なほど)情報開示が必要
- ▶ 放射能汚染された土壌や瓦礫の処分方法の確立と迅速な処分実施（焼却の際の飛散防止システム、埋め立て方法など）
- ▶ 全国で放射線の常時検査と公表
(学校の校庭、農産物、水産物、下水汚泥溶融スラグ)
- ▶ 海洋汚染調査のための国際的システム作り