

2011年8月18日 全53頁

第170回日本経済予測

経済調査部
チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 笠原 滝平
齋藤 勉

第170回日本経済予測

ーグローバルな金融市場の混乱と日本経済ー

実質GDP：2011年度±0.0%、2012年度+2.6%

名目GDP：2011年度▲1.7%、2012年度+2.6%

第 170 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **経済見通しを改訂**：2011年4-6月期GDP一次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2011年度が前年度比±0.0%（前予想：同▲0.3%）、2012年度が同+2.6%（同：同+3.4%）である。2011年度の見通しは、サプライチェーンの想定以上の回復などを勘案し上方修正したが、2012年度に関しては、海外経済の下振れや円高の進行などを考慮し下方修正した。
- (2) **グローバルな金融市場の混乱をどう捉えるか？**：本予測では、グローバルな「金融危機」の歴史を検証することなどを通じて、足下のグローバルな金融市場の混乱について考察した。過去100年間程度の「金融危機」の歴史を検証すると「①金融危機→②財政危機→③インフレ圧力昂進」というパターンが抽出できる。最近のグローバルなリスク要因は、全て上記の枠組みの中で位置付けることが可能である。現状は、先進国ではデフレ懸念、新興国では先進国における過度な金融緩和の副作用などからインフレ懸念が燃えるというきわめて不安定な構図になっている。今後の世界経済は、「金融危機」の第二ステップである、現状の「②財政危機」の段階から、米連銀による量的緩和政策第3弾（所謂“QE3”）の導入などを経て、「③インフレ圧力昂進」が懸念される状況へと向かうものと予想される。
- (3) **日本経済のメインシナリオ**：今後の日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を進む展開が予想される。現時点で、当社は、東日本大震災による、2011年度の実質GDP成長率に対する押し下げ幅は▲1.4%ポイント程度と試算している。
- (4) **日本経済の3つのリスク要因**：日本経済のリスク要因としては、①原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、などに留意が必要である。仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性がある。他方で、現状の米国では、世界大恐慌期やわが国の平成不況期とは異なり、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの理由から、財政・金融面の「出口戦略」を急ぐことがなければ、「デフレスパイラル」を伴う様な「長期構造不況」は回避される公算が大きい。為替相場に関しては、米国の通貨当局が、本格的な「ドル防衛策」に乗り出すか否かが焦点となろう。
- (5) **東日本大震災後の日本経済の構造変化と、今後の政策課題**：東日本大震災の発生を受け、日本経済を取り巻く環境は、中長期的に見れば、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。今回の震災の様な「供給ショック」が発生した際に最も警戒すべきは、「クラウドファンディングアウト（大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと）」の発生である。今後、政策面では、①経済の「供給サイド」の政策（電力不足問題の解決、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定への参加など）と、②「財政規律」の維持、の2点が従来以上に重要となろう。
- (6) **日本銀行の金融政策**：震災発生の影響もあり、日本銀行は少なくとも2013年度一杯、政策金利を据え置く見通しである。円高が進行するなど、景気下振れ懸念が強まる局面では、日本銀行が「基金の積み増し」を中核に据えた追加金融緩和に踏み切る可能性が高まろう。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は2011年度+3.8%、2012年度+10.5%と想定。消費税率引き上げは想定せず。
- (2) 為替レートは2011年度78.9円/ドル、2012年度78.0円/ドルとした。
- (3) 米国実質GDP成長率（暦年）は2011年+1.7%、12年+2.5%とした。

第170回日本経済予測

主要結果	2010年度	2011年度	2012年度	2010暦年	2011暦年	2012暦年
	(実績)	(予測)	(予測)	(実績)	(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	0.4	-1.7	2.6	1.7	-2.6	2.2
実質GDP成長率(2000暦年連鎖価格)	2.3	0.0	2.6	4.0	-0.7	2.5
内需寄与度	1.4	0.8	2.3	2.1	0.1	2.9
外需寄与度	0.9	-0.7	0.3	1.8	-0.8	-0.4
GDPデフレーター	-1.9	-1.7	0.1	-2.1	-1.9	-0.3
全産業活動指数増加率	2.1	-0.5	1.6	3.2	-1.0	1.8
鉱工業生産指数増加率	9.0	2.0	5.6	16.5	-0.6	7.1
第3次産業活動指数増加率	1.1	-0.7	0.6	1.4	-0.8	0.5
国内企業物価上昇率	0.7	1.7	1.4	-0.2	1.9	1.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.9	-0.5	-0.4	-1.0	-0.5	-0.7
失業率	5.0	4.9	4.9	5.1	4.8	5.0
10年物国債利回り	1.26	1.13	1.36	1.11	1.15	1.29
マネーストック(M2)増加率	2.7	2.5	2.2	2.8	2.5	2.3
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	6.5	-3.4	-2.5	8.0	-1.5	-3.2
経常収支(億ドル)	1,882	909	943	1,956	1,107	839
経常収支(兆円)	16.1	7.2	7.4	17.2	8.9	6.5
対名目GDP比率	3.3	1.5	1.5	3.6	1.9	1.4
2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2000年暦年連鎖価格)						
民間消費	0.8(0.5)	-0.4(-0.2)	1.0(0.6)	1.8(1.1)	-0.8(-0.5)	1.0(0.6)
民間住宅投資	-0.3(-0.0)	1.8(0.0)	4.8(0.1)	-6.3(-0.2)	2.6(0.1)	4.4(0.1)
民間設備投資	4.2(0.5)	0.4(0.1)	5.1(0.7)	2.1(0.3)	0.3(0.0)	4.1(0.6)
政府最終消費	2.2(0.4)	2.6(0.5)	1.6(0.3)	2.2(0.4)	2.6(0.5)	2.1(0.4)
公共投資	-10.0(-0.5)	3.0(0.1)	9.5(0.3)	-3.4(-0.2)	-4.9(-0.2)	14.1(0.6)
財貨・サービスの輸出	17.0(2.3)	-1.4(-0.2)	6.9(1.1)	23.9(3.0)	-0.3(-0.0)	5.7(0.9)
財貨・サービスの輸入	11.0(-1.4)	4.8(-0.5)	6.9(-0.8)	9.8(-1.2)	5.1(-0.7)	7.7(-1.3)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	5.2	4.1	4.0	5.7	4.2	4.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	83.5	85.6	80.0	79.6	89.2	80.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率	3.0	1.7	2.6	3.0	1.7	2.5
米国の消費者物価指数上昇率	1.6	3.2	2.2	1.6	3.1	2.3
(3) 日本経済						
名目公共投資	-9.0	3.8	10.5	-3.6	-3.8	14.9
為替レート(円/ドル)	85.7	78.9	78.0	87.8	80.0	78.0
(円/ユーロ)	112.6	112.1	110.0	115.1	113.0	110.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 特に断りのない場合は%表示。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

前回予測との比較

	今回予測 (8月18日)		前回予測 (6月9日)		前回との差	
	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	-1.7	2.6	-1.2	3.3	-0.6	-0.7
実質GDP成長率(2000暦年連鎖価格)	0.0	2.6	-0.3	3.4	0.3	-0.8
内需寄与度	0.8	2.3	0.4	3.1	0.4	-0.8
外需寄与度	-0.7	0.3	-0.8	0.3	0.0	0.0
GDPデフレーター	-1.7	0.1	-0.7	-0.1	-1.1	0.2
全産業活動指数増加率	-0.5	1.6	-0.9	2.0	0.4	-0.4
鉱工業生産指数増加率	2.0	5.6	1.8	5.9	0.2	-0.3
第3次産業活動指数増加率	-0.7	0.6	-1.6	0.3	0.9	0.3
国内企業物価上昇率	1.7	1.4	1.4	1.3	0.3	0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.5	-0.4	0.2	0.3	-	-
失業率	4.9	4.9	5.1	4.9	-0.1	0.0
10年物国債利回り	1.13	1.36	1.31	1.50	-0.18	-0.14
マネーストック(M2)増加率	2.5	2.2	-2.0	3.3	4.5	-1.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-3.4	-2.5	-0.2	-0.3	-3.2	-2.2
経常収支(億ドル)	909	943	1,314	1,444	-404.9	-501.5
経常収支(兆円)	7.2	7.4	10.8	11.8	-3.6	-4.5
対名目GDP比率	1.5	1.5	2.3	2.4	-0.8	-0.9
2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2000年暦年連鎖価格)						
民間消費	-0.4	1.0	-0.5	1.2	0.2	-0.2
民間住宅投資	1.8	4.8	5.1	6.0	-3.3	-1.2
民間設備投資	0.4	5.1	-1.5	7.9	2.0	-2.8
政府最終消費	2.6	1.6	2.9	1.6	-0.3	0.0
公共投資	3.0	9.5	3.0	9.2	0.1	0.4
財貨・サービスの輸出	-1.4	6.9	-0.7	8.1	-0.7	-1.2
財貨・サービスの輸入	4.8	6.9	6.3	8.4	-1.5	-1.5
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	4.1	4.0	4.4	4.8	-0.3	-0.8
原油価格(WTI、\$/bbl)	85.6	80.0	100.0	105.0	-14.4	-25.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率	1.7	2.6	2.8	2.9	-1.2	-0.2
米国の消費者物価指数上昇率	3.2	2.2	3.2	2.1	0.0	0.1
(3) 日本経済						
名目公共投資	3.8	10.5	4.2	10.4	-0.4	0.0
為替レート(円/ドル)	78.9	78.0	82.0	82.0	-3.1	-4.0
(円/ユーロ)	112.1	110.0	112.0	112.0	0.1	-2.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0

(注1) 特に断りのない場合は%表示。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(注4) 消費者物価上昇率は、今回予測から2010年基準ベース。

(出所) 大和総研

◎目次

1. はじめに～日本経済の現状と展望～	6
2. グローバルな金融市場の混乱をどう捉えるか？	8
2.1. 歴史的な観点から見た、現在のグローバルな経済・金融環境	8
2.2. 新興国では「インフレ」懸念が燦る	10
2.3. 先進国は「財政危機」的な状況	11
2.4. 中長期的に見れば、世界経済の潮流は「インフレ」へ	13
2.5. 「米国が利上げをしない限り、日本経済は後退しない」という経験則	16
3. 日本経済のメインシナリオ：2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復	17
3.1. 東日本大震災が日本経済に与える影響	17
3.2. 企業部門：設備投資は底入れするが、中長期的な「空洞化」の懸念は拭えず	20
3.3. 家計部門：所得・雇用環境の悪化などから個人消費の回復は緩慢	21
4. 日本経済の3つのリスク要因	22
4.1. リスク要因①：原発停止に伴う生産の低迷	22
4.2. リスク要因②：世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ	24
4.2.1. 米国経済は「長期構造不況」ではない	24
4.2.2. 中国経済は2012年の指導者交代を控え徐々に持ち直し	28
4.3. リスク要因③：円高の進行	31
5. 東日本大震災後の日本経済の構造変化と、今後の政策課題	34
5.1. 東日本大震災後の日本経済の構造変化	34
5.2. 「クラウドファンディングアウト」阻止に向け、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持が重要	36
6. 補論：マクロ経済リスクシミュレーション	37
6.1. 円高	37
6.2. 原油高騰	38
6.3. 米国経済の成長鈍化	38
6.4. 金利上昇	38
7. 四半期計数表	41

第 170 回日本経済予測

ーグローバルな金融市場の混乱と日本経済ー

チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
 エコノミスト 長内 智
 エコノミスト 笠原 滝平
 齋藤 勉

1. はじめに～日本経済の現状と展望～

経済見直しを改訂

2011年4-6月期GDP一次速報を受け、2011-12年度の成長率見直しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2011年度が前年度比±0.0%（前回予想：同▲0.3%）、2012年度が同+2.6%（同：同+3.4%）である。2011年度の経済見直しは、サプライチェーンの回復が想定以上のスピードで進行していることなどを勘案し、上方修正したものの、2012年度に関しては、海外経済の下振れや円高の進行などを考慮し、見直しを下方修正した。今後の日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を迎える展開が予想される。図表1に示した通り、当社は、今回の予測の前提条件として、世界経済に関しては、2012年にかけて緩やかに拡大すると想定している。

図表 1 : 世界経済の見直し

(暦年)	2008	2009	2010	2011	2012	(暦年)	2008	2009	2010	2011	2012		
先進国	米国	0.0	-2.6	2.8	1.7	2.5	新興国	ブラジル	5.2	-0.6	7.5	4.8	5.7
	ユーロ圏	0.4	-4.1	1.7	1.9	1.7		ロシア	5.2	-7.8	4.0	4.7	6.3
	英国	-0.1	-4.9	1.3	1.0	1.4		インド	6.2	6.8	10.4	8.0	8.2
	日本	-1.2	-6.3	3.9	-0.7	2.5		中国	9.6	9.2	10.3	9.7	12.0
	香港	2.3	-2.7	6.8	4.0	3.5		インドネシア	6.0	4.6	6.1	6.5	6.3
	韓国	2.3	0.2	6.1	5.8	5.0		マレーシア	4.7	-1.7	7.2	6.2	5.1
	シンガポール	1.5	-0.8	14.5	7.3	6.2		フィリピン	3.7	1.1	7.3	6.0	5.0
	台湾	0.7	-1.9	10.8	5.8	5.2		タイ	2.5	-2.3	7.8	3.6	3.4
						ベトナム	6.3	5.3	6.8	5.8	6.3		
世界(市場為替レート、USD)	1.6	-1.9	4.3	3.1	4.0								
世界(購買力平価、USD)	2.6	-0.5	5.2	4.1	5.0								
世界(USD、除く中国)	0.9	-2.7	3.4	2.2	2.9								
世界(PPP、除く中国)	-0.2	-3.9	2.0	0.9	1.3								

(注1)2011～12年は大和総研の予測。

(注2)世界の実質GDP成長率は、各国成長率を10年の名目GDP(USDドル、PPPベース)で加重平均したもの。

(出所)各国統計より大和総研作成

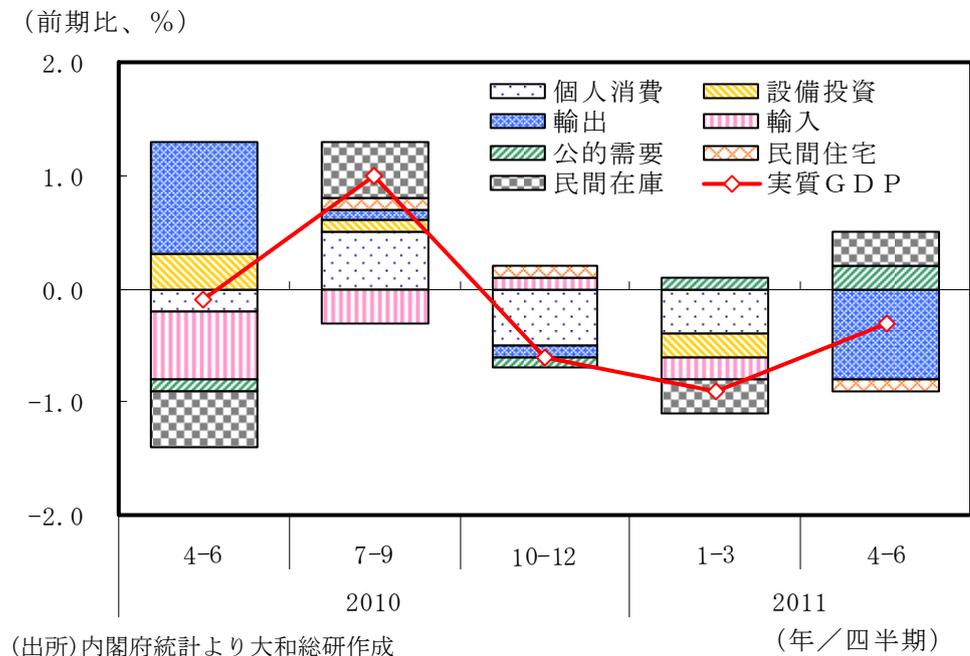
2011年4-6月期の実質GDP成長率は3四半期連続のマイナス成長だが、市場コンセンサスを上回る

日本経済は、2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を迎える見通し

2011年4-6月期の実質GDP成長率（一次速報）は前期比年率▲1.3%（前期比▲0.3%）と3四半期連続のマイナス成長であったが、市場コンセンサス（同▲2.6%、同▲0.7%）を上回った（**図表2**）。実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を見ると、内需（市場コンセンサス：+0.2%ポイント→実績：+0.4%ポイント）が3四半期振りのプラス寄与となった一方で、サプライチェーン寸断に伴う輸出の低迷を主因に、外需（同：▲0.9%ポイント→同：▲0.8%ポイント）が4四半期連続のマイナス寄与であった。なお、GDPデフレーターは前年比▲2.2%と市場コンセンサス（同▲1.7%）を下回り、7四半期連続で低下した。

2011年4-6月期の実質GDP成長率は3四半期連続のマイナスであったが、これは、東日本大震災直後の2011年3-4月に日本経済が急速に悪化したことを受け「発射台」が低くなった為であり、5月以降、日本経済は着実な回復傾向にある。今回のGDP統計の内訳を見ても、個人消費と輸出が市場コンセンサスを上回るなど、市場が事前に想定した程には景気は悪化していない印象だ。今後についても、日本経済は、メインシナリオとして、2011年度下期以降、復興需要に支えられて、回復軌道を迎える展開が予想される。ただし、日本経済のリスクシナリオとして、①今後、各地の原子力発電所で、定期検査後に自治体の同意が得られず運転再開が出来ないような事態が頻発（仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性）、②世界的な金融市場の混乱を受け海外経済が下振れ、③円高が進行、などのケースに一定の留意が必要となろう。

図表2：わが国の実質GDP成長率



2. グローバルな金融市場の混乱をどう捉えるか？

2.1. 歴史的な観点から見た、現在のグローバルな経済・金融環境

2011年の夏場以降、グローバルな金融市場は激震に見舞われた

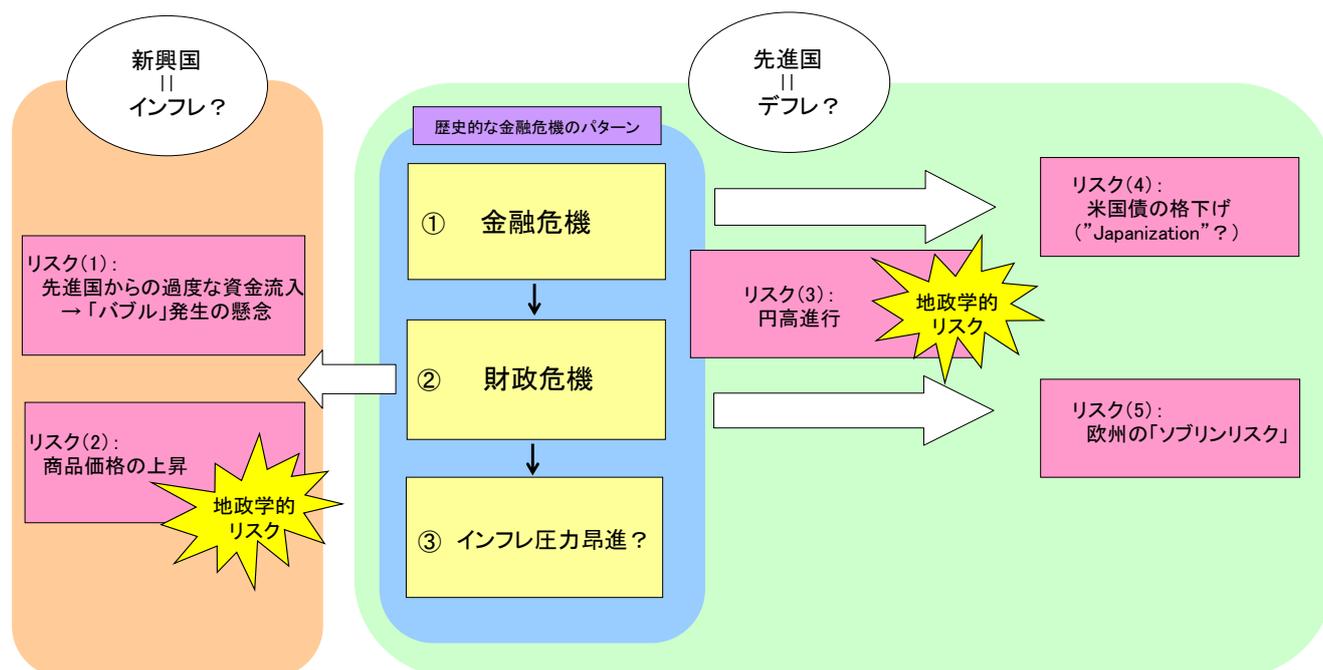
2011年の夏場以降、グローバルな金融市場は激震に見舞われた。欧州の「ソブリンリスク」への警戒感が強まったことに加え、2011年8月には、米民間格付け会社スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（S & P）*が、1941年の現行制度開始以来初めて、米国債の長期格付けを最上位の「トリプルA」から「ダブルAプラス」に引き下げた。この結果、世界的な信用不安を背景に株価は暴落し、「質への逃避」の動きなどから債券相場が急騰（＝長期金利は急低下）する展開となった。

* S & Pは金融商品取引法上の無登録格付機関である。

歴史的な観点から見た、現在のグローバルな経済・金融環境

そもそも、2008年の「リーマン・ショック」後の世界的な経済・金融環境は、歴史的な観点から、どの様に位置づけることができるのであろうか？**図表3**は、過去の「金融危機」の歴史を検証した上で、現在の世界的な経済・金融環境を整理したものである。図表の中央部分に示した通り、過去100年間程度の「金融危機」の歴史を検証すると、「①金融危機→②財政危機→③インフレ圧力昂進」というパターンが抽出できる。最近のグローバルなリスク要因（新興国のインフレ懸念、商品価格の高騰、円高進行、米国債の格下げ、欧州の「ソブリンリスク」など）は、全て上記の枠組みの中で位置づけることが可能である（なお、図表中のリスク要因に付した(1)～(5)の番号は必ずしも発生する順番ではない点には留意されたい）。グローバルな金融市場を震撼させる、これらのリスクは決して一過性の問題ではなく、中長期的な世界経済の波乱要因として燻り続けるとみられる。特に、世界的に見ると、一部の先進国ではデフレ懸念、多くの新興国では先進国における過度な金融緩和の副作用などからインフレ懸念が燻るという、きわめて不安定な構図になっている点には警戒が必要であろう。

図表3：歴史的に見た現在のグローバルな経済・金融環境



(出所)大和総研作成

「金融危機」後の3つのステップ

図表3の中央部分に示した「金融危機」後の3つのステップについて、簡単な説明を加えておきたい。

ステップ①：金融危機

第一ステップで「金融危機」が発生した後、財政政策面では、政府による積極的な財政出動や、金融機関に対する公的資金の注入などが行われる。また、金融政策面では、金融市場に対する積極的な資金供給が行われ、きわめて緩和的な金融環境が現出する。

ステップ②：財政危機

こうした財政・金融面からの対症療法がとられる結果、「金融危機」の第二ステップとして、世界の主要国が財政危機的な状況に陥ることとなる。現状、歴史上初めて国債の格下げに見舞われた米国や、「ソブリンリスク」にさいなまれる欧州は、まさにこのステージにあると考えられる。

ステップ③：インフレ圧力昂進？

さらに、歴史を紐解くと、「金融危機」の第三ステップとしては、インフレ圧力が昂進するケースが多い。ここまで財政状況が悪くなってしまうと、財政収支を歳出削減などの正攻法で劇的に改善することは現実問題としてきわめて難しい。この結果、政府の債務を「棒引き」にする「魔法の杖」として、各国中央銀行がインフレ政策を採用するとの観測が強まるのだ。究極的には、「マネタイゼーション」と言われる、中央銀行による政府債務の肩代わり（国債の引受け等）が議論の俎上に上ることも少なくない。「マネタイゼーション」への警戒感が強まると、インフレ圧力がスパイラル的に加速するとの懸念が生じる。当社は、現在のグローバルな経済・金融環境を歴史的な観点から位置づけると、上記の第二ステップである「②財政危機」的な状態から、米連銀による量的緩和政策第3弾（所謂“QE3”）の導入などを経て、第三ステップの「③インフレ圧力昂進」が懸念される状況へと移行する過渡期にあると考えている。

2.2. 新興国では「インフレ」懸念が煽る

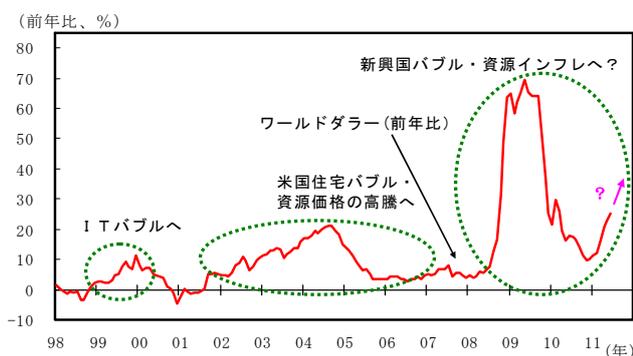
新興国では、先進国における過度な金融緩和の副作用などもあり、「インフレ」懸念が煽る

現在のグローバルな経済・金融情勢を俯瞰すると、一部の先進国ではデフレ懸念、多くの新興国ではインフレ懸念が煽るというきわめて不安定な構図になっている。最初に、新興国では、先進国における過度な金融緩和の副作用などもあり、「インフレ」懸念が煽っている。図表4は、「ワールドダラー」の推移を見たものである。「ワールドダラー」とは、米国のマネタリーベース（準備預金などの供給量）に、海外の公的機関が保有する米国債を加えたもので、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融緩和姿勢を示す代替変数として、グローバルな金融市場で注目されている。過去の金融緩和局面において、「ITバブル」「米国住宅バブル」「商品バブル」といった様々な「バブル」が発生してきたことを勘案すると、今回は新興国市場や商品市場における「バブル」の発生が懸念される状況にあるといえよう。

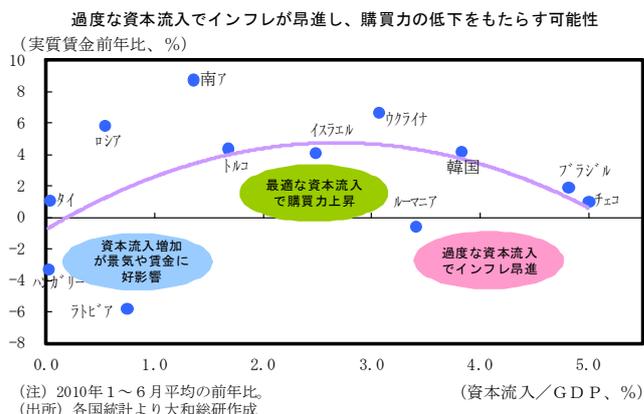
新興国では、過度な資本流入を受け実質賃金は頭打ちへ？

そもそも、先進国における過度な金融緩和や、その結果としての新興国への資本流入の増加は、新興国経済に対してどのような影響をもたらすのであろうか？図表5は、縦軸に新興国における実質賃金上昇率を、横軸に各国への資本流入額の対GDP比率をとっているが、主要国のデータを用いた分析では、上に凸型の近似線が描けることはきわめて興味深い。すなわち、グラフの左寄りの部分では、資本流入の増加が株高などを通じて新興国の景気や実質賃金に好影響を与える。その後、資本流入が増加するに従い景気は益々良くなり、グラフ上では横軸の中心部分に近い最適な資本流入が実現した時点で、新興国の実質所得はピークを迎えるのである。しかしながら、（先進国の金融緩和などを背景に）過度な資本流入が起きると、グラフの右寄りの部分で、インフレ昂進の悪影響などから、新興国の実質所得は悪化傾向を辿ることとなる。上記の議論は未だ仮説の域を出ないものではあるが、「最適な資本流入が実現した時点で新興国の実質賃金が最大化する」という基本的なロジックは、我々の知見との大いなる整合性を有するものではないだろうか。

図表4：ワールドダラーの推移と「バブル」の歴史



図表5：新興国 資本流入と実質賃金上昇率



2.3. 先進国は「財政危機」的な状況

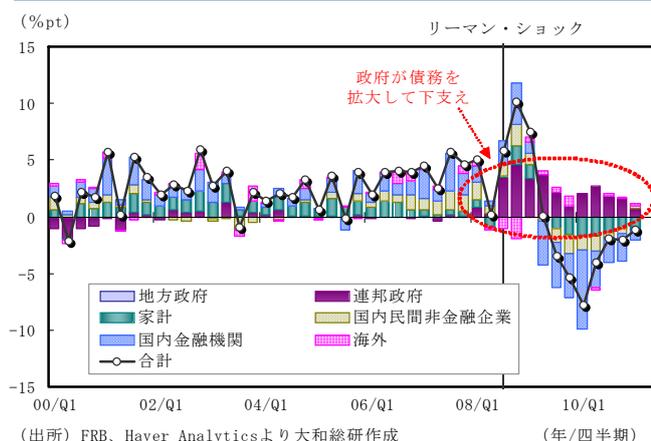
米国経済は「リーマン・ショック」後の財政支出拡大によって下支えされてきた

これに対して、先進国は「財政危機」的な状況に陥っている。米国経済は「リーマン・ショック」後の財政支出拡大によって下支えされてきた。図表6は、「米国の部門別債務残高対GDP比（前期差）」を見たものである。「リーマン・ショック」後は、国内金融機関、家計部門などが大幅な債務削減に動く一方で、連邦政府の債務拡大が、米国経済を下支えしてきた様子がうかがえる。

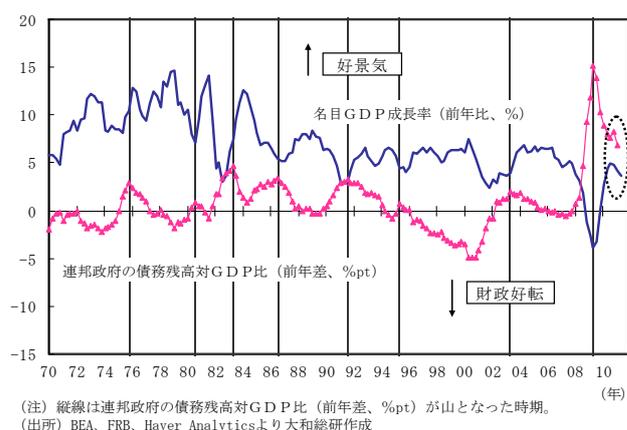
米国では、景気に頭打ちの兆しがみられるなか、財政出動による景気下支えが困難に

米国では、景気に頭打ちの兆しがみられるなか、財政出動による景気下支えが困難になりつつある。図表7は、米国における名目GDPと財政状況の推移を見たものである。米国では、景気と財政状況の間に緩やかな相関がみられる。すなわち、「名目GDP成長率」が上昇し景気が好転する（グラフ内で上方に動く）時には、「連邦政府の債務残高対GDP比（前年差）」は減少し財政状況が改善する（グラフ内で下方に動く）。足下で、「名目GDP成長率」に頭打ちの兆しがみられる（グラフ内で下方に動きつつある）なかで、財政が引き締め的な方向に動いている（グラフ内で下方に動いている）ことが、先行きの米国経済に暗い影を投げ掛けている。

図表6：米国の部門別債務残高対GDP比（前期差）



図表7：米国の名目GDPと財政状況



グローバルな財政引き締め政策の影響

グローバルな財政引き締め政策は、日本経済にも悪影響を与える。図表8に、各国・地域で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。米国では、与野党の合意を受け、今後10年間に亘り、GDP比で年平均1.7%ずつの財政赤字の削減が実施されることを勘案すると、日本経済にも相応の悪影響が生じる可能性がある。

米連銀による量的緩和政策第3弾（所謂“QE3”）がグローバル経済を救う？

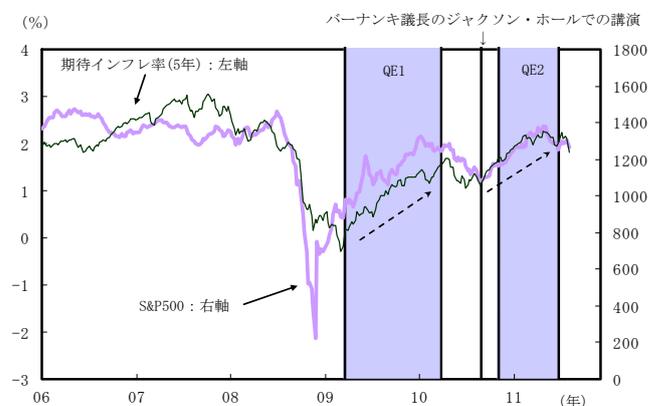
今後、主要国で財政出動が軒並み困難になるなかで、金融政策はより一層、緩和的な運営を余儀なくされる見通しである。ここまで財政状況が悪くなってしまうと、財政収支を歳出削減などの正攻法で劇的に改善することは現実問題としてきわめて難しい。この結果、政府の債務を「棒引き」にする「魔法の杖」として、各国中央銀行がインフレ政策を採用するとの観測が強まるのだ。米国の量的緩和政策第2弾（所謂“QE2”）には、実施当初から、「新興国で過度な資金流入を招き『インフレ』圧力が強まる」との批判がついて回った。“QE2”の実体経済への刺激効果を疑問視する向きも少なくない。しかしながら、図表9に示した通り、“QE2”は株価の上昇などを通じて、期待インフレ率に働き掛ける一定の効果を有したと推察される。繰り返しになるが、当社は、現在のグローバルな経済・金融環境を歴史的な観点から位置づけると、「金融危機」の第二ステップである「②財政危機」的な状態から、米連銀による量的緩和政策第3弾（所謂“QE3”）の導入などを経て、第三ステップの「③インフレ圧力昂進」が懸念される状況へと移行する過渡期にあると考えている。

図表8：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
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
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

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

図表9：米国の期待インフレ率と株価



(出所) FRB、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

2.4. 中長期的に見れば、世界経済の潮流は「インフレ」へ

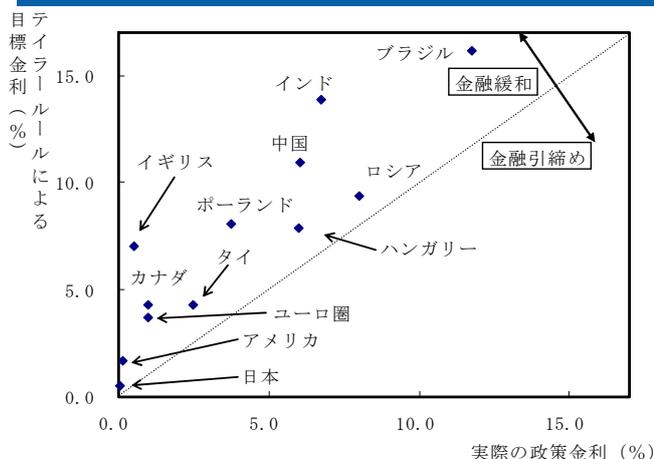
グローバルに見て、き
わめて緩和的な経済
環境が継続

今後、中長期的に見れば、世界経済の潮流は「インフレ」的な方向に向かうとみられる。最初に、現状では、グローバルに見てきわめて緩和的な経済環境が継続していることを確認しておきたい。図表10は、縦軸に「テイラールール（スタンフォード大学教授のJ・テイラー氏が提唱した、政策金利の適正水準を算出するルール）」を用いて算出した各国の政策金利の目標水準を、横軸には「各国の実際の政策金利」を描いた図表である。図表中で引かれた45度線より左上にある国は、「テイラールールによる目標金利」が「実際の政策金利」を上回っており、金融政策が緩和的な状態にあることを意味している。現状は、ブラジル、インド、中国といった新興国を中心に殆どの主要国が図表中で左上に位置しており、新興国の中央銀行が相次いで利上げを行っているにもかかわらず、グローバルに見てきわめて緩和的な経済環境が継続していることが確認できる。

世界の合成政策金利
は、テイラールールか
ら導かれる合成目標
金利を大幅に下回る

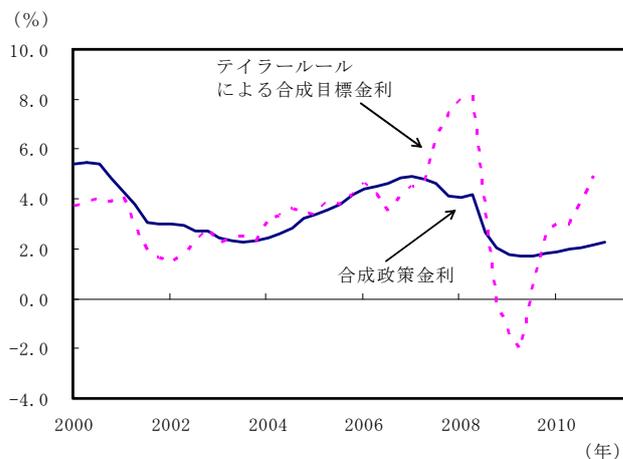
図表11は、世界の合成政策金利と、テイラールールから導かれる合成目標金利を比較した図表である。足下で、世界の合成政策金利は、テイラールールから導かれる合成目標金利を大幅に下回っており、現在の世界的な金融環境が依然としてきわめて緩和的であることがわかる。

図表10: 各国の政策金利はテイラールールから導かれる目標金利より低い



- (注1) テイラールールは均衡実質金利+目標インフレ率+1.5*(インフレ率-目標インフレ率)+0.5*需給ギャップにより算出。
 (注2) 需給ギャップはHPフィルターによりGDPのトレンドからの乖離率を用いた。
 (注3) 均衡実質金利、目標インフレ率は2000年4-6月期から2011年1-3月期までの平均値とした。ただし、イギリス、カナダ、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジルの目標インフレ率はインフレターゲット。
 (注4) 日本、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、カナダ、中国、インド、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジル、ロシアのデータを用いた。
 (出所) 各国統計より大和総研作成

図表11: 世界の合成政策金利と合成目標金利



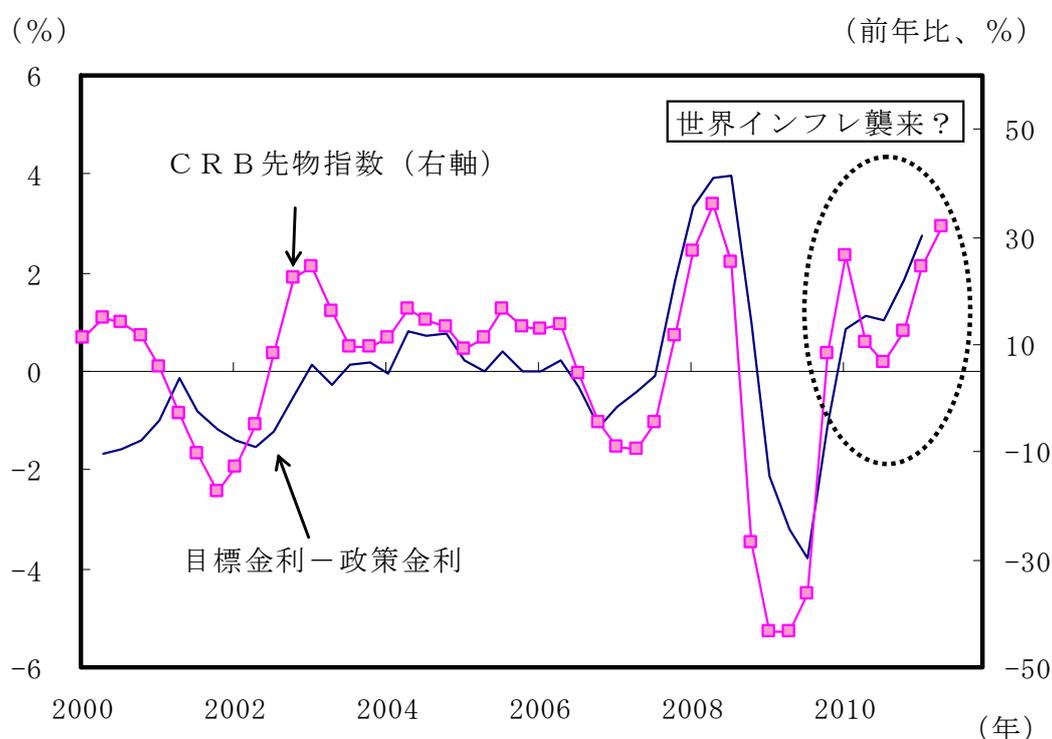
- (注1) テイラールールは均衡実質金利+目標インフレ率+1.5*(インフレ率-目標インフレ率)+0.5*需給ギャップにより算出。
 (注2) 需給ギャップはHPフィルターによりGDPのトレンドからの乖離率を用いた。
 (注3) 均衡実質金利、目標インフレ率は2000年4-6月期から2011年1-3月期までの平均値とした。ただし、イギリス、カナダ、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジルの目標インフレ率はインフレターゲット。
 (注4) 日本、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、カナダ、中国、インド、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジル、ロシアのデータを用いた。
 (注5) 合成政策金利、合成目標金利は各国の金利をGDPでウェイト付けた。
 (出所) 各国統計より大和総研作成

世界インフレ襲来？

グローバルに見てきわめて緩和的な金融環境は、中長期的に見れば、世界的なインフレ圧力の昂進を招く可能性が高い。図表 12 に示した通り、「テイラールールによる目標金利と実際の政策金利の乖離」とCRB 先物指数には強い相関がある。

「100年に一度の危機」とも言われる「リーマン・ショック」の発生を受け、ここまで主要国の財政状況が悪くなってしまうと、財政収支を歳出削減などの正攻法で劇的に改善することは現実問題として不可能に近い。過去 100 年間の「金融危機」の教訓からは、先進国における「デフレ」懸念は徐々に払拭され、「インフレ」圧力が着実に強まると見ておくべきだ。結論として、当社は、主要国で財政危機的な状況が継続するなか、各国中央銀行はより一層大胆な金融緩和に踏み込まざるを得ないと考えている。

図表 12：「テイラールールによる目標金利と実際の政策金利の乖離」とCRB先物指数



(注 1) テイラールールは均衡実質金利+目標インフレ率+1.5*(インフレ率-目標インフレ率)+0.5*需給ギャップ により算出。

(注 2) 需給ギャップはHP フィルターにより GDP のトレンドからの乖離率を用いた。

(注 3) 均衡実質金利、目標インフレ率は 2000 年 4-6 月期から 2011 年 1-3 月期までの平均値とした。ただし、イギリス、カナダ、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジルの目標インフレ率はインフレターゲット。

(注 4) 日本、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、カナダ、中国、インド、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジル、ロシアのデータを用いた。

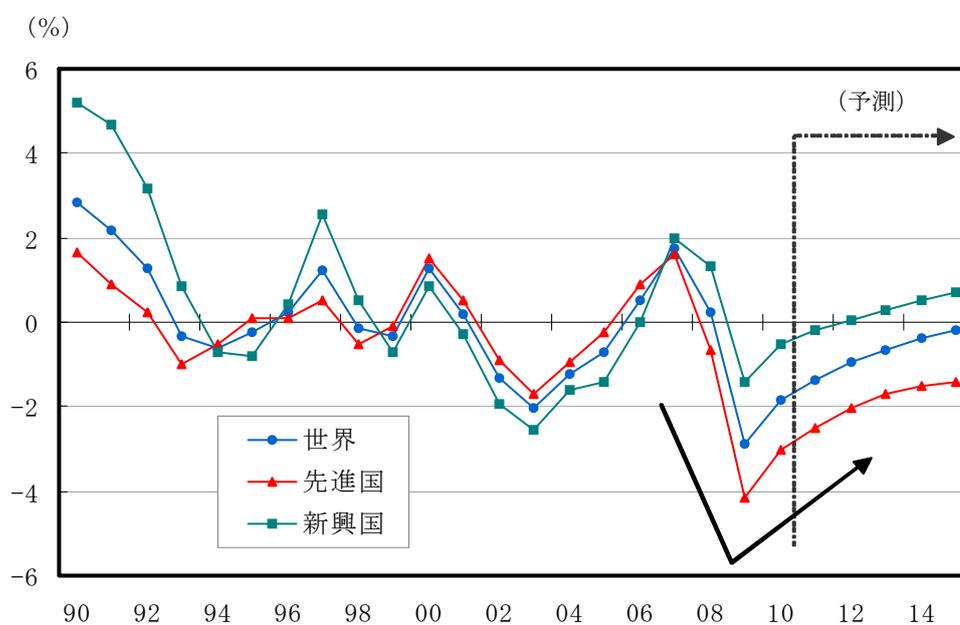
(注 5) 合成政策金利、合成目標金利は各国の金利を GDP でウェイト付けした。

(出所) 各国統計などより大和総研作成

グローバルなGDPギャップはプラスの方向へ

なお、「世界的にデフレ圧力が強い」という論者の中には、先進国における大幅なマイナスのGDPギャップの存在を指摘する向きが少なくない。**図表13**は、HPフィルタ（データ期間：1990～2008年）という統計手法を用いて、先進国と新興国のデータから世界全体のGDPギャップを推計したものである。本推計では、2009年以降の潜在GDPの推計に当たり、前年の潜在GDPの伸び率に、当年のGDP成長率の予想値を加味して延長するという手法をとっている。2015年にかけて、新興国経済の拡大を主因に、世界のGDPギャップはマイナス幅が着実に縮小する展開が予想される。以上を総括すると、今後、世界経済全体として見れば、先進国における更なる金融緩和などを経て「デフレ懸念」は徐々に後退し、新興国を中心に「インフレ懸念」がジワジワと強まってくるものと予想される（→なお、グローバルなインフレ動向に関しては、2011年9月1日に刊行予定の熊谷亮丸著『世界インフレ襲来（東洋経済新報社）』を参照されたい）。

図表13：先進国と新興国のGDPギャップ



(注1) 潜在GDPはHPフィルタを利用。

(年)

(注2) 先進国は33ヶ国、新興国は発展途上国を含む150ヶ国。

(出所) IMF統計より大和総研作成

【HPフィルタのデータ期間】 1990年～2008年

【2009年以降のトレンド】

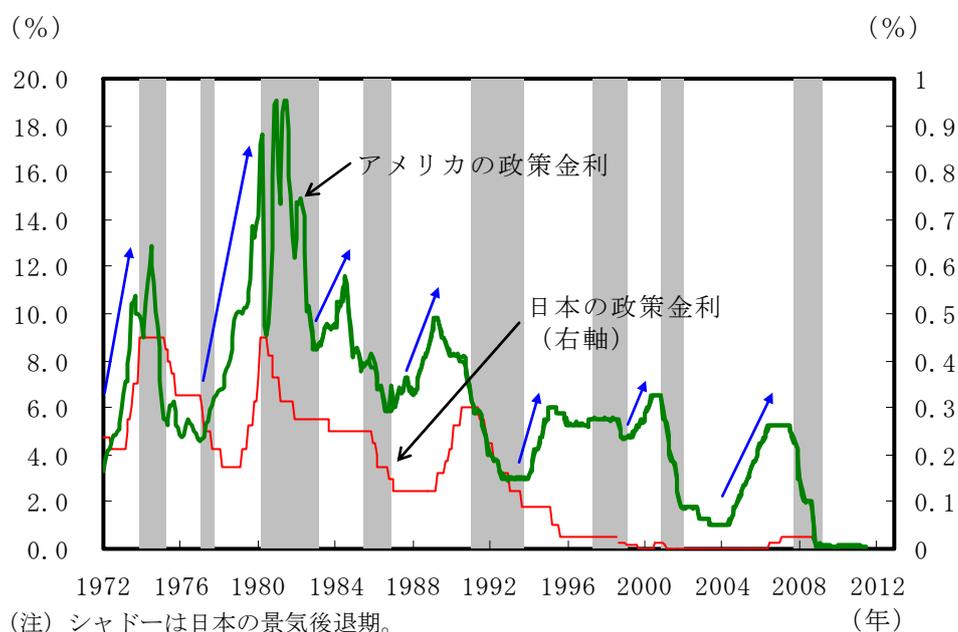
前年のトレンドの伸び率に当年の伸び率の実績を加味して延長

2.5. 「米国が利上げをしない限り、日本経済は後退しない」という経験則

日本経済の動向は、米国の金融政策次第？

本章の最後に、「米国が利上げをしない限り、日本経済は後退しない」という経験則の存在を指摘しておきたい。図表 14 は、日米両国の政策金利と日本の景気後退期の関係を見たものである。歴史的に見ると、日本の景気後退は、例外なく米国が金融引き締めを行った後で生じている。2011 年 8 月の FOMC において、米連邦準備制度理事会（FRB）が「少なくとも 2013 年半ばまで超低金利政策を継続する」と表明したことは、日本経済の底割れを防ぐ一定の効果を有するものと期待される。日本経済の動向は、米国の金融政策次第と言っても過言ではないのである。その意味で、米連銀が量的緩和政策第 3 弾（所謂“QE3”）を導入すれば、世界経済の底割れを防ぐ一定の効果が生じる、と見ておくべきであろう。

図表 14 : 日米両国の政策金利と日本の景気後退期



3. 日本経済のメインシナリオ：2011年度下期以降、復興需要に支えられて回復

3.1. 東日本大震災が日本経済に与える影響

東日本大震災の影響は、2011年度の実質GDP成長率を1.4%ポイント押し下げ

2011年度の実質GDPを押し下げる4つのルート

本章では、今後の日本経済のメインシナリオについて考察する。最初に、2011年3月11日（金）に発生した東日本大震災が日本経済に与える影響について、現時点での再評価を行いたい。図表15に示した通り、当社は、現時点で、東日本大震災は2011年度の実質GDP成長率を1.4%ポイント程度押し下げると試算している。

東日本大震災は、基本的に4つのルートを通じて2011年度の実質GDPを0.8%程度押し下げる。現時点のメインシナリオでは、「①サプライチェーンの寸断による生産減（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.1%）」「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」「③消費者マインド悪化などによる個人消費の下振れ（同：▲0.5%）」「④5円の円高・ドル安が進行（同▲0.1%弱）」という4要因を織り込んでいる。

図表15：東日本大震災がわが国の実質GDPに与える影響（2011年度）

I. 実質GDPの押し下げ要因：▲0.8%	
<メインシナリオ>	
①	サプライチェーンの寸断による生産減⇒▲0.1%
②	電力不足による生産減⇒▲0.1%
③	消費者マインド悪化等による個人消費下振れ⇒▲0.5%
④	5円の円高・ドル安が進行⇒▲0.1%弱(2012年度は▲0.3%)
<リスクシナリオ>	
⑤	今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響⇒予測不能
II. 実質GDPの押し上げ要因：+0.5%程度	
・復興事業が本格化し、実質GDPを押し上げ	
－失われた有形固定資産を5年間で回復すると想定⇒+0.5%	
{	固定資本形成(住宅)：5400億円／年
}	固定資本形成(非住宅)：3兆1000億円／年
III. ネットベースの実質GDPに対する影響：▲0.3%	
・実質GDP成長率に対する影響は▲1.4%pt	
(1-3月期のGDPが下振れし、ゲタが震災前予測の+0.3%から▲0.8%へと1.1%pt低下した影響を考慮)	

(出所) 大和総研作成

前回予測からの変更点：「サプライチェーンの回復」は好材料だが、「円高の進行」などは懸念材料

上記の4要因のなかで、前回予測（2011年6月9日発表）との比較では、「①サプライチェーンの回復」は好材料だが、「④円高の進行」や「②電力不足による生産減」は懸念材料である。具体的には、「①サプライチェーンの寸断による生産減（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.1%）」に関して、前回予測では、「震災の影響で自動車生産が100万台程度減少することで、2011年度の実質GDPが0.6%程度押し下げられる」と想定していたが、現時点では、サプライチェーンの回復を受け、自動車の減産台数は20万台程度に留まると見ている。他方で、足下の円高の進行を受け、前回予測時点では「リスクシナリオ」の位置づけであった「④5円の円高・ドル安が進行（2011年度の実質GDPの押し下げ幅：▲0.1%弱）」を、今回は「メインシナリオ」に織り込んだ。なお、「②電力不足による生産減（同：▲0.1%）」に関しては、今回の予測では原発が順次稼働する展開をメインシナリオの前提としている。原発停止に伴う日本経済への悪影響は、次章で「リスクシナリオ」として検討するが、仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性があり、要注意である。

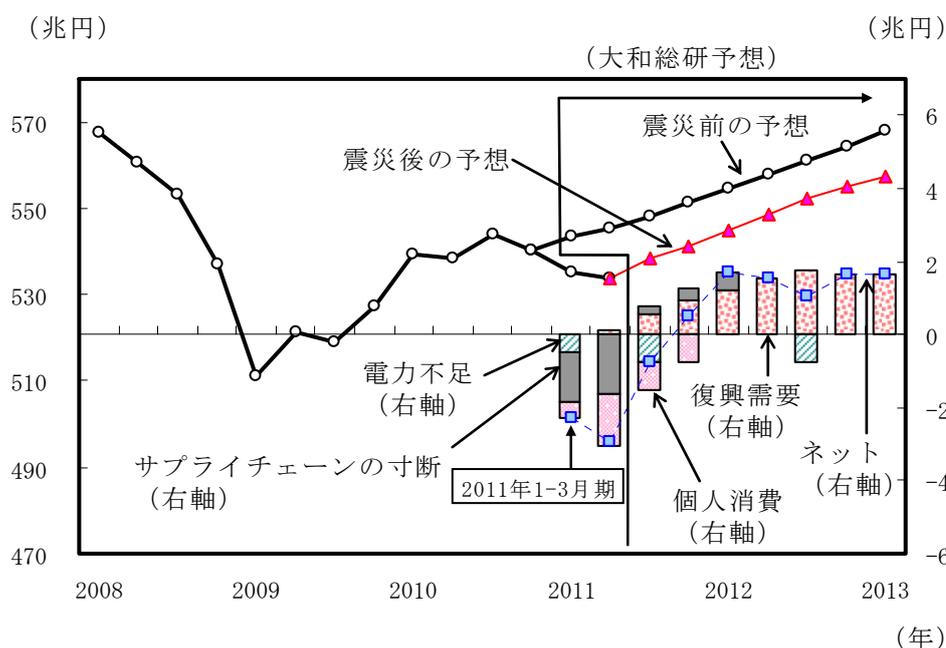
「復興需要」の想定を下方修正

他方で、今回の予測では、「復興需要」に関する想定を下方修正した。具体的には、前回予測では、「復興需要が2011年度の実質GDPを+0.8%押し上げる」と想定していたが、今回の予測では、政治情勢の混乱に伴う補正予算編成の遅れなどを勘案し、「+0.5%程度の押し上げに留まる」との見方に修正した。公共投資が本格化するタイミングに関しても、従来は2011年10-12月期と想定していたが、今回の予測では、2012年1-3月期に後退させた。

東日本大震災がわが国の実質GDPに与える影響

図表 16 に、東日本大震災がわが国の実質 GDP に与える影響を時系列で示した。2011 年 4 - 6 月期まで、わが国の実質 GDP を大きく下押しした「サプライチェーンの寸断」は急速に改善している。「個人消費」は底入れ傾向にあるが、2011 年一杯は、震災前との比較では下振れした状態が続こう。他方で、当社のメインシナリオでは、「電力不足」が夏場に実質 GDP を若干下押しすると想定している。これに対して、2011 年 10 - 12 月期以降は、「復興需要」が日本経済を下支えする展開が予想される。この結果、日本経済は、2011 年度下期以降、復興需要に支えられて回復軌道を辿る公算が大きい。

図表 16 : 今回の震災が日本経済に与える影響



(注1) 復興需要は、民間消費、民間住宅、民間設備投資、民間在庫、政府消費、公的固定資本形成、輸入について、阪神大震災後の復興のパターンをベースに作成。

(注2) 電力供給（全国ベース）が需要に対して2011年7-9月期は5%、冬場は不足ゼロ、12年7-9月期も5%不足すると仮定。

(注3) 個人消費の変動は、買いだめ品目について、3-5月に通常の1割増し、マインドの影響を受けやすい品目については、3-12月は通常の5%減、さらに3-5月は買いだめ出費増分相当の減少（10%相当）、その他の品目については不変と仮定。

(出所) 各種統計より大和総研作成

3.2. 企業部門：設備投資は底入れするが、中長期的な「空洞化」の懸念は拭えず

企業部門の動向

以下では、日本経済の部門別の動向について検討していきたい。企業部門では、「サプライチェーン」が急速に回復するなか、2012年にかけて設備投資は着実に増加すると見ているが、中長期的に「空洞化」が進行する可能性には警戒が必要と考えられる。

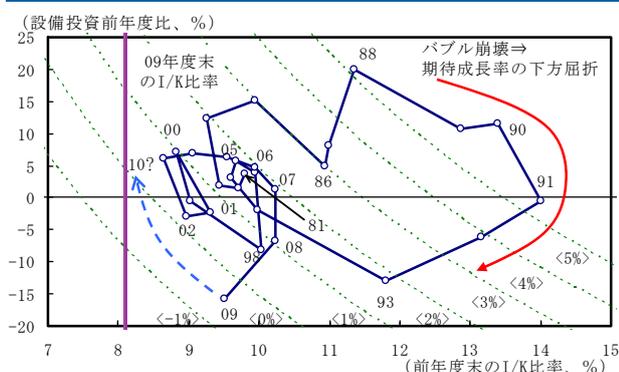
2012年にかけて、資本ストック循環などから見て、設備投資は徐々に底入れに向かう

第一に、資本ストック循環などから見ると、2012年にかけて、設備投資は徐々に底入れに向かう見通しである。わが国では、設備のストック調整が着実に進展している。経済学の教えるところによれば、縦軸に「設備投資（フロー）の伸び率」、横軸に前年末の「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とが知られている。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、設備投資の局面評価をすることができる。図表17に、わが国の資本ストック循環を示した。現時点で資本ストック調整は十分に進展しており、たとえ0%の期待成長率を前提にした場合でも、2010～11年度の実質設備投資はプラスに転じる可能性が高い。実際、法人企業統計によれば、設備投資は減価償却費を大きく下回る水準（すなわち純投資がマイナス）での推移が続いている。「純投資がマイナス」に陥ることは過去50年間以上に亘り殆ど見られなかった現象であり、企業が設備投資を削減し過ぎてしまった可能性が示唆される。機械受注統計の動きなどから見ると、GDPベースの設備投資は、2012年には本格回復が視野に入るものと考えられる。

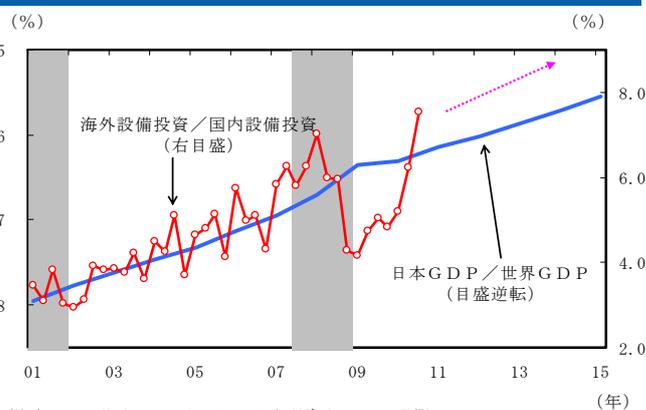
中長期的な「空洞化」進行の懸念が強まる

他方で、中長期的により一層深刻な問題は、東日本大震災をきっかけに、日本企業の海外進出が加速し「空洞化」が進行する懸念である。図表18に示した通り、わが国では「海外設備投資／国内設備投資」の比率が「日本のGDP／世界のGDP（逆目盛）」とトレンドとして似通った動きをしている。「日本のGDP」の伸びは、趨勢的に「世界のGDP」を下回っているので「空洞化」は自然な流れとも言える。今回の震災の影響で、「空洞化」の進行が従来以上のスピードで加速する可能性が高まっていることが、日本経済に暗い影を投げ掛けている。「第5章 東日本大震災後の日本経済の構造変化と、今後の政策課題」で後述する通り、日本政府は、経済の「供給サイド」の政策（電力不足問題の解決、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定への参加など）を従来以上に加速し、わが国の期待成長率を高める必要があるだろう。

図表17：日本 資本ストック循環



図表18：海外設備投資比率



3.3. 家計部門：所得・雇用環境の悪化などから個人消費の回復は緩慢

家計部門の動向

家計部門に関しては、所得・雇用環境の悪化などから、当面、個人消費の回復ペースは緩慢とみられる。

過去の事例では、個人消費の下振れは一時的

歴史的に、今回の震災同様、個人消費に対する悪影響が懸念された先例としては、「①1995年の阪神・淡路大震災」「②2001年の米国同時多発テロ」が挙げられる。これらのケースでは、個人消費の下振れはあくまで一時的で、翌四半期以降、個人消費は着実に回復に向かった。2001年に米国で同時多発テロが起きた後は「個人消費を抑制し米国経済が悪化すればテロリストの思う壺だ」との世論が高まり、国を挙げた積極的な消費活動が展開されたことは有名な話だ。

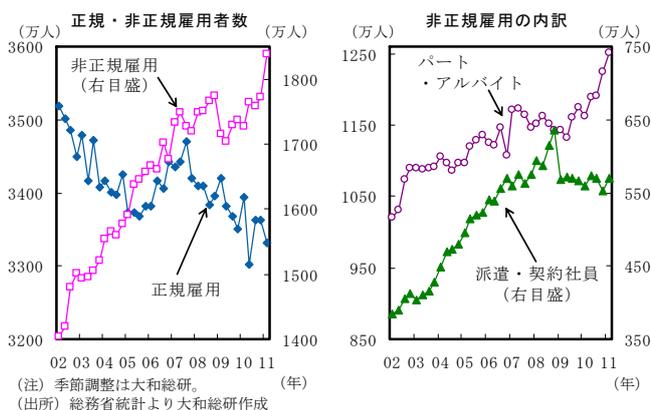
今回は消費者マインドの悪化が深刻

しかし、今回の震災は、これらの先例と比べ日本国民に与える心理的なダメージが遥かに大きいとみられる。原発事故の発生、電力不足問題などが、消費者マインドに暗い影を投げ掛けている。ミネラルウォーター、ティッシュペーパーといった生活必需品に対する需要が一時的に高まる局面はあるにせよ、消費者マインドの改善が遅れるなか、全国的に消費活動が脆弱な状態が続くだろう。

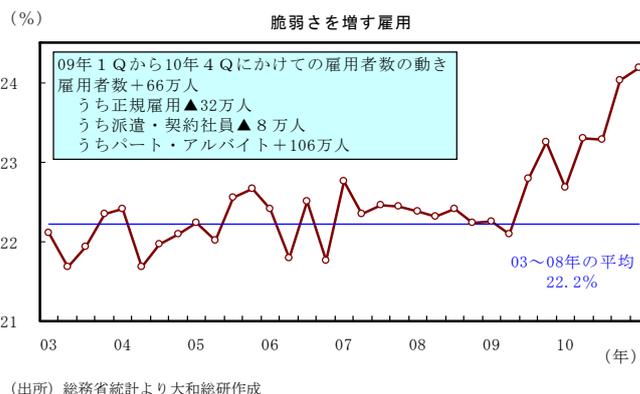
東日本大震災を受け所得・雇用環境は悪化する見通し

東日本大震災発生を受け、所得・雇用環境が悪化するとみられることも、個人消費の悪材料である。図表19・図表20に示した通り、わが国の雇用情勢は「リーマン・ショック」後の急速な落ち込みを経て大きく改善したが、その構造はきわめて脆弱だ。2009年第1四半期から2010年第4四半期にかけて雇用者数は+66万人増加した。しかし、その内訳を見ると、「正規雇用者」が▲32万人、「派遣・契約社員」が▲8万人、「パート・アルバイト」が+106万人と、「パート・アルバイト」に極端に偏った増加となっている。今回の震災発生で最もあおりを受けるのは、雇用が不安定な「パート・アルバイト」であろう。日本政府は潤沢な「雇用調整助成金」を用意しているが、「パート・アルバイト」はその枠外である場合も多く、雇用情勢が悪化する可能性を警戒すべきだ。

図表19：雇用の内訳



図表20：雇用者に占めるパート・アルバイトの割合



4. 日本経済の3つのリスク要因

4.1. リスク要因①：原発停止に伴う生産の低迷

日本経済の3つのリスク要因

本章では、日本経済の3つの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原発停止に伴う生産の低迷、②世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ、③円高の進行、という3点に留意が必要であると考えている。

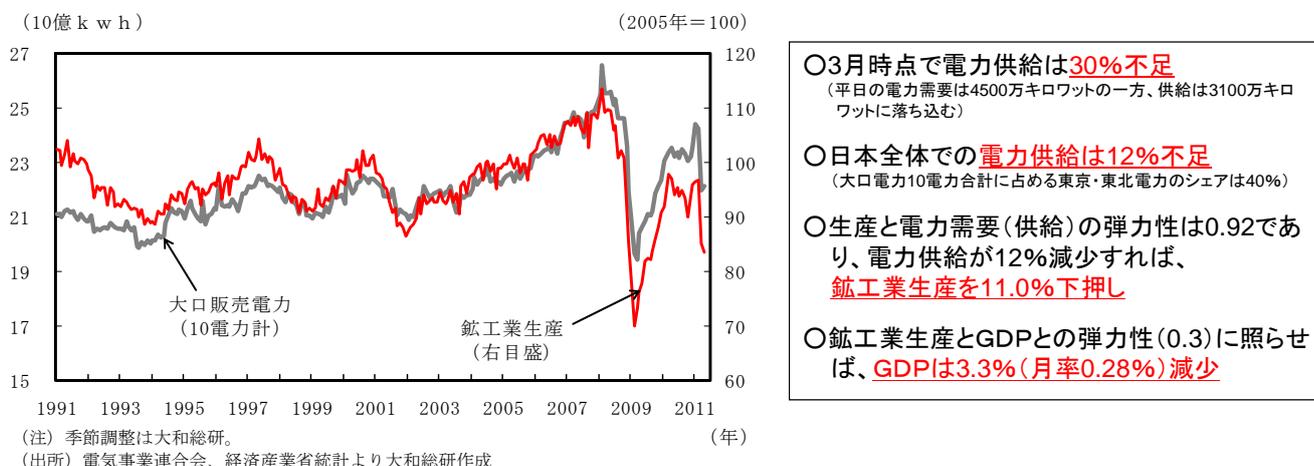
原発停止に伴う生産の低迷

日本経済の第一のリスク要因は、全国の原子力発電所が相次いで停止する可能性が生じていることである。原発事故の発生を受けた電力不足は日本経済にとって死活問題となりかねない。菅政権の原子力発電所の再稼働問題への対応が迷走を続けたことが、事態をより一層混乱させている。今後、各地の原子力発電所で、定期検査後に自治体の同意が得られず運転再開が出来ないような事態が頻発すると、電力不足問題が深刻化するリスクが強まろう。

電力不足が日本経済に与える影響

実際のデータを用いて、わが国では鉱工業生産と大口販売電力量がきわめて密接な関係を有することを説明したい。図表21に、鉱工業生産と大口販売電力量の関係を示した。東日本大震災発生直後の2011年3月時点で、平日の電力需要4,500万キロワットに対して、供給が3,100万キロワットに落ち込んだことから、電力供給は30%不足していた。大口販売電力(10電力合計)に占める東京電力・東北電力のシェアは40%なので、日本全体での電力供給が12%不足する計算だ。生産と電力需要(供給)の弾力性は0.92程度(=電力供給が1%減少すると鉱工業生産は0.92%程度減少)であることを勘案すると、仮に、電力供給が12%減少した場合、鉱工業生産は11.0%(=12%×0.92)下押しされる。さらに、鉱工業生産とGDPの弾力性は0.3程度(=鉱工業生産が1%減少するとGDPは0.3%程度減少)なので、最終的に、2011年3月並みの電力不足が1年間継続すると、わが国のGDPは3.3%(=11%×0.3)減少する計算となる。仮に、2011年3月並みの計画停電が1か月間行われると年間のGDPは0.28%(=3.3%÷12か月)減少することになるのだ。

図表 21：鉱工業生産と大口販売電力量



仮に、わが国で全ての原発が停止すると、電力料金の値上げを受け、実質GDPは1%以上低下する恐れ

仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、電力料金は+15~20%程度の値上げを余儀なくされるとみられる。例えば、日本エネルギー経済研究所の試算によれば、全ての原子力発電所が運転停止し、火力発電所で発電を代行した場合、液化天然ガス(LNG)や石炭など燃料調達費が増えるため、2012年度の標準家庭の電気料金は18%程度上昇する見通しだ。**図表22**で、電力料金の値上げがわが国の実質GDPに与える影響に関するシミュレーション結果を示した(→推計方法の詳細などについては、**長内智・斎藤勉「電力料金の値上げによる生産への影響について(2011年8月5日付)」**を参照されたい)。試算結果については、ある程度の幅を持って見る必要があるものの、仮に、わが国で全ての原発が停止した場合、実質GDPに対しては1%以上の低下圧力がかかる可能性がある、と見ておくべきであろう。

中長期的なエネルギー戦略の再構築が必要

「電力の安定供給」は第二次世界大戦後の日本経済復興にとって不可欠の条件であった。日本政府は、当面の電力不足問題を解決すると同時に、今回の原発事故を受けた中長期的なエネルギー戦略の再構築に取り組む必要がある。我々は、「電力の安定供給」と「安全性」という2つの価値を比較衡量し、「ベストミックス」のエネルギー戦略を再構築するという難問に、正面から取り組まねばならないのである。

図表22：電力料金の値上げが鉱工業生産・実質GDPに与える影響

電力料金の値上げ率	電力需要		鉱工業生産		実質GDP	
	楽観シナリオ	悲観シナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ
<ケース1> +20%	▲2.4% ~ ▲5.0%		▲2.3% ~ ▲4.7%		▲0.7% ~ ▲1.4%	
<ケース2> +15%	▲1.8% ~ ▲3.8%		▲1.7% ~ ▲3.5%		▲0.5% ~ ▲1.1%	
<ケース3> +10%	▲1.2% ~ ▲2.5%		▲1.1% ~ ▲2.4%		▲0.3% ~ ▲0.7%	
<ケース4> +5%	▲0.6% ~ ▲1.3%		▲0.6% ~ ▲1.2%		▲0.2% ~ ▲0.4%	

(注) 電力料金と電力需要の弾性値は楽観シナリオが▲0.12、悲観シナリオが▲0.25%。

電力需要と生産の弾性値は0.94、生産と実質GDPの弾性値は0.30。

弾性値は全て大和総研推計。

(出所) 大和総研

4.2. リスク要因②：世界的な金融市場の混乱を受けた海外経済の下振れ

海外経済下振れのリスク

日本経済の第二のリスク要因は、世界的な金融市場の混乱を受け海外経済が下振れする可能性が生じていることである。歴史的な文脈から見た、足下のグローバルな金融市場混乱の解釈などについては、「第2章 グローバルな金融市場の混乱をどう捉えるか？」で考察したので、本章では、米国を中心とする主要国の実体経済の動向について分析を行っていききたい。

4.2.1. 米国経済は「長期構造不況」ではない

米国では個人消費の回復力は脆弱

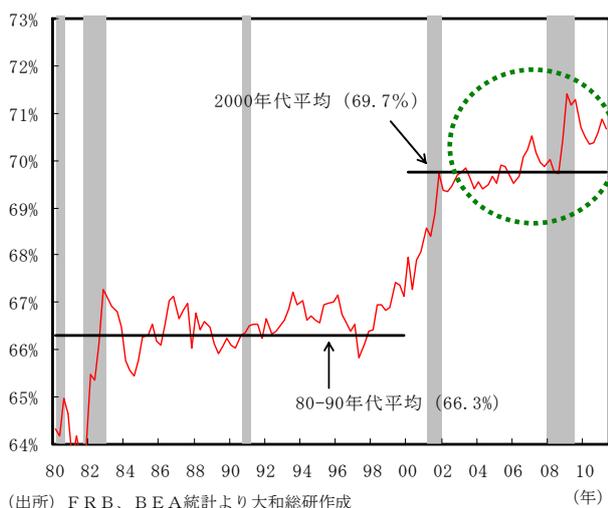
「世界経済のメインエンジン」とも言っても過言ではない、米国では、個人消費の回復力は脆弱とみられる。米国では「過剰消費問題」が依然として解決していない。図表23は、米国の実質個人消費が実質GDPに占める割合を見たものである。1980-90年代の平均では66%程度に過ぎなかった同比率は、2000年以降、7割を大きく超えている。米国では依然として「過剰消費」の調整が完了していない可能性があるのだ。

米国の貯蓄率にも依然上昇余地が残る

米国の貯蓄率にも依然上昇余地が残る。図表24は、米国の個人部門のバランスシートの状況と、貯蓄率の関係を見たものである。歴史的に見て、両者の間には、緩やかな相関が存在する。米国の個人部門のバランスシートが住宅価格下落の影響などから悪化していることを勘案すると、米国の貯蓄率は依然として上昇余地が残る状況だ。貯蓄率の上昇は個人消費の抑制を意味する為、米国の経済成長率が当面抑え込む効果を持つことが懸念される。

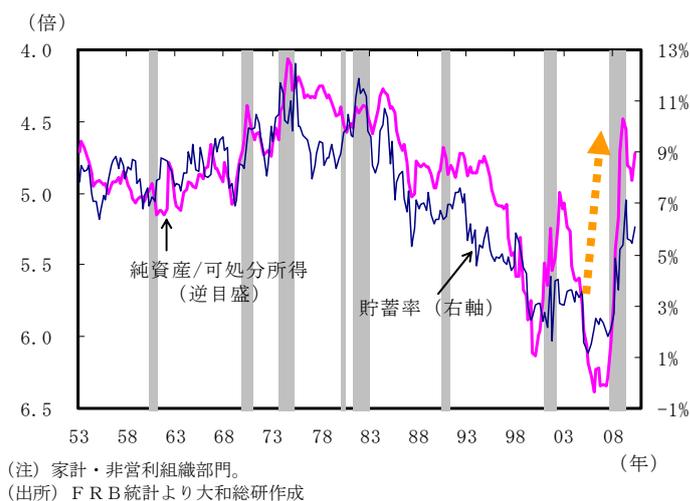
図表 23 :

米国 実質個人消費が実質GDPに占める割合



図表 24 :

米国 個人部門のバランスシートと貯蓄率の関係



「長期構造不況」の3条件：米国が長期構造不況に陥る可能性は限定的

しかしながら、米国経済は、1930年代の世界大恐慌やわが国の平成不況のような「長期構造不況」に陥っている訳ではない。図表25で、1930年代の世界大恐慌、わが国の平成不況、米国と欧州の現状を比較した。現状の米国は、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの面で、世界大恐慌期やわが国の平成不況期に共通する「長期構造不況」の3条件を基本的に満たしていない。従って、米国が、財政・金融面の「出口戦略」を急ぐことがなければ、メインシナリオとして、「デフレスパイラル」を伴う様な「長期構造不況」（所謂”Japanization”）は回避されると見るべきだ。他方で、欧州諸国に関しては、①政策対応の遅れ、②労働市場の硬直性、③金融システム不安の残存などから、「長期構造不況」に陥るリスクを一定程度警戒する必要があるだろう。

図表 25：「長期構造不況」の条件

長期構造不況の条件	世界恐慌	平成不況	米国の現状	欧州の現状
① 政策対応の失敗	×	×	○	△
② 実質賃金高止まり → 設備投資の長期低迷	×	×	○	△
③ 金融システムの毀損	×	×	○	△

(注) 長期構造不況の条件について

× (=満たしている)、△ (=ある程度満たしている)、○ (=満たしていない) を付した。

(出所) 大和総研

「長期構造不況」の条件②：実質賃金高止まり→設備投資の長期低迷

「長期構造不況」に共通する上記3条件のなかで、特に重要なのが、第二の条件である「時間当たり実質賃金の高止まり、及び、その結果としての設備投資の長期低迷」である。世界大恐慌期、平成不況期の時間当たり実質賃金の動きを見ると、長期不況下であるにも拘わらず、名目賃金の下方硬直性と物価の急速な低下を背景に高止まりしていたことが確認できる。世界大恐慌期には、1929年にフーバー大統領と企業経営者との間で労働者の名目賃金を維持するという協約が交わされたことが、賃金調整の足枷となった。わが国でも、サービス産業の規制緩和の遅れ、大企業を中心とする終身雇用制の残存、労働の流通市場の未整備などを背景とする、過剰雇用、実質賃金の高止まりに伴う高水準の労働分配率が、企業の資本収益率低迷を助長した。

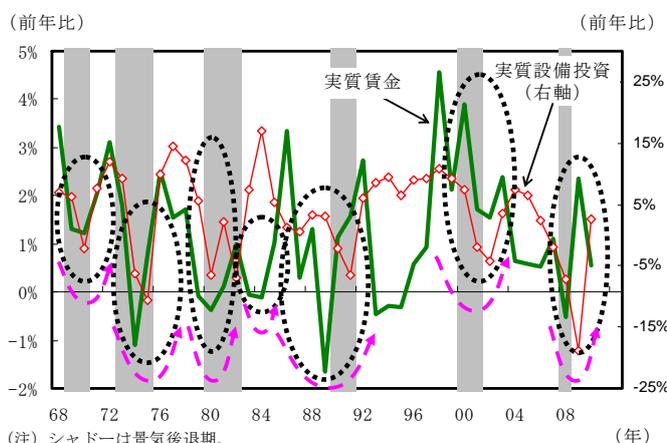
米国には「労働市場の柔軟性」を基点とする、設備投資回復のサイクルが存在

実質賃金の高止まりは、企業収益の悪化などを通じて、設備投資の低迷を長期化させる。硬直的な賃金構造が企業利潤を圧迫するとともに、失業率の上昇、設備稼働率の低下が不況をより一層深刻化させるのである。日本経済が、2000年代に入り、実質賃金の大幅な調整を経て、企業部門が主導する形で息の長い景気拡大局面に入ったのは記憶に新しいところである。これに対して、米国では、労働生産性との比較において実質賃金が適正に管理されており（不況期には柔軟に賃下げを実施）、世界大恐慌や平成不況のような設備投資のスパイラル的な減少に至る可能性は低いものと判断される。事実、**図表 26**を見ると、米国では、「実質賃金の調整→設備投資の増加」という形で、「労働市場の柔軟性」を基点とする、設備投資回復のサイクルが明確に存在する。

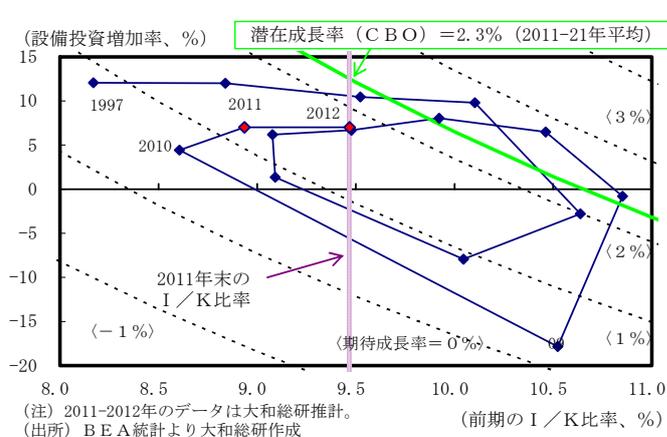
米国における資本ストック循環は総じて良好な状態

この結果、米国では、資本ストック循環などから見て、設備投資の緩やかな回復が続くことが期待される。縦軸に「設備投資の伸び率（フロー）」、横軸に前年末の「設備投資（フロー）／設備のストック」をとると、右回りのサイクルを描くことが知られている。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、設備投資の局面評価をすることができる。**図表 27**に、米国の資本ストック循環の動向を示した。資本ストック循環から判断すると、今後の期待成長率が急低下しない限り（なお、米議会予算局は米国の潜在成長率を+2.3%程度と見ている）、2011～12年にかけて、設備投資は緩やかな増加が続くものと予想される。

図表 26：米国 賃金と設備投資の関係



図表 27：米国 資本ストック循環



「長期構造不況」の条件③：金融システムの毀損

米国では「金融システム不安」が大きく後退

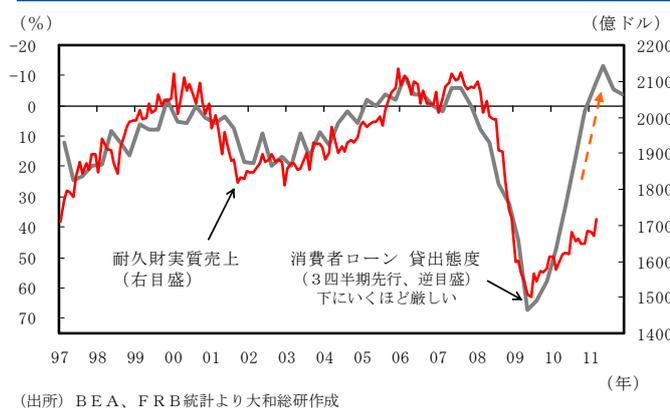
金融市場でも、米国における銀行貸出リスクへの警戒感は希薄

「長期構造不況」に共通する、第三の条件である「金融システムの毀損」が起きていることも、米国経済が「ハードランディング」に至る可能性を低下させている。

米国では、「リーマン・ショック」後と比べ「金融システム不安」が大きく後退している。図表 28 に示した通り、米国では「貸出態度」と「耐久財の売上」の間に強い相関がみられる。つまり、耐久財の売上はファイナンス面から金融機関の貸出態度に大きく依存しているのである。貸出態度が、「リーマン・ショック」で急速に悪化した後、大きく改善していることを勘案すると、今後、耐久財の売上についても緩やかな増加傾向が続くものと予想される。

2011 年夏場の世界的な株価暴落局面でも、米国では、銀行貸出リスクへの警戒感が強まっている訳ではない。図表 29 に示した通り、米国では株価の暴落を受けて「VIX 指数（別名「恐怖指数」とも呼ばれる、米株式相場の変動性を示す指数）」こそ上昇しているものの、銀行の貸出リスクを示す「LIBOR-OIS（ドル）」は、「リーマン・ショック」後を遥かに下回る水準で推移している。今回の「米国債格下げ」を「リーマン・ショック」の再来と見る向きもあるが、金融システムの健全性が全く異なっているという点は、十分認識しておく必要があるだろう。

図表 28：米国 貸出態度と耐久財売上



図表 29：米国の銀行貸出リスクと株式市場の混乱



4.2.2. 中国経済は 2012 年の指導者交代を控え徐々に持ち直し

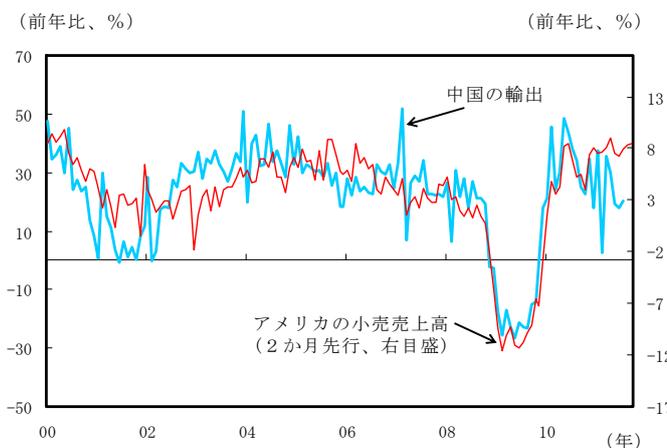
「米国の小売売上高」は「中国の輸出」に2か月程度先行する

次に、世界経済の新たな牽引役としての期待がかかる、中国経済の動向について検討しよう。最初に、米国経済の減速は、中国経済にも一定の悪影響を及ぼすとみられることを指摘しておきたい。図表 30 に示した通り、「米国の小売売上高」は「中国の輸出（対世界）」に対して2か月程度先行する傾向がある。今後の米国経済の動向次第では、中国経済の減速傾向が強まる可能性があり、要注意であるといえよう。

中国では、共産党大会が開催される、西暦の下一桁が「2」と「7」の年に経済成長が加速する傾向

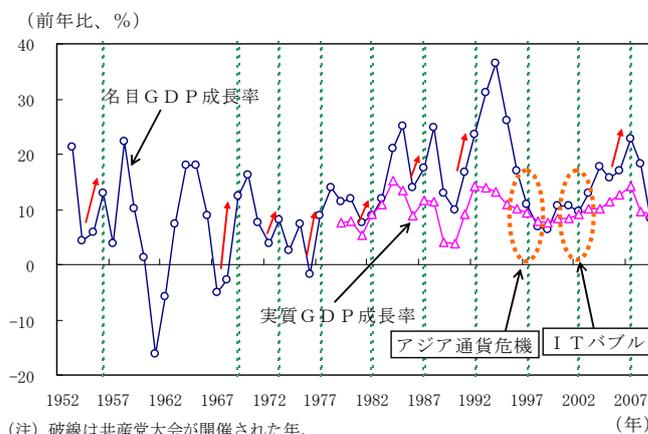
しかしながら、中国経済は、2011 年下期以降、「地方の公共投資」が下支え役となり、力強い拡大を続ける見通しである。当社は、中国の実質 GDP 成長率を、2011 年＝＋9.7%、2012 年＝＋12.0%と予想している。図表 31 に示した通り、中国では「政治的ビジネスサイクル」の存在が顕著に確認できる。中国は純粋な「資本主義経済」ではなく、「社会主義・市場経済」であるからだ。具体的には、中国の経済成長率は、共産党大会が行われる年に上振れする傾向が顕著だ。1997 年の「アジア経済危機」、2002 年の「IT バブル崩壊」の様な、世界経済を巻き込むほどの混乱が生じない限り、共産党大会が行われる年には、中国の経済成長率はほぼ例外なく上振れしている。中国の共産党大会は西暦の下一桁が「2」と「7」の年に開催されるので、「中国では西暦の下一桁が『2』と『7』の年に経済成長率が高まる」という法則は記憶しておいて損はないだろう。

図表 30：米国の小売売上高と中国の輸出



(出所) CEIC、Haver analyticsより大和総研作成

図表 31：中国共産党大会と中国の経済成長率

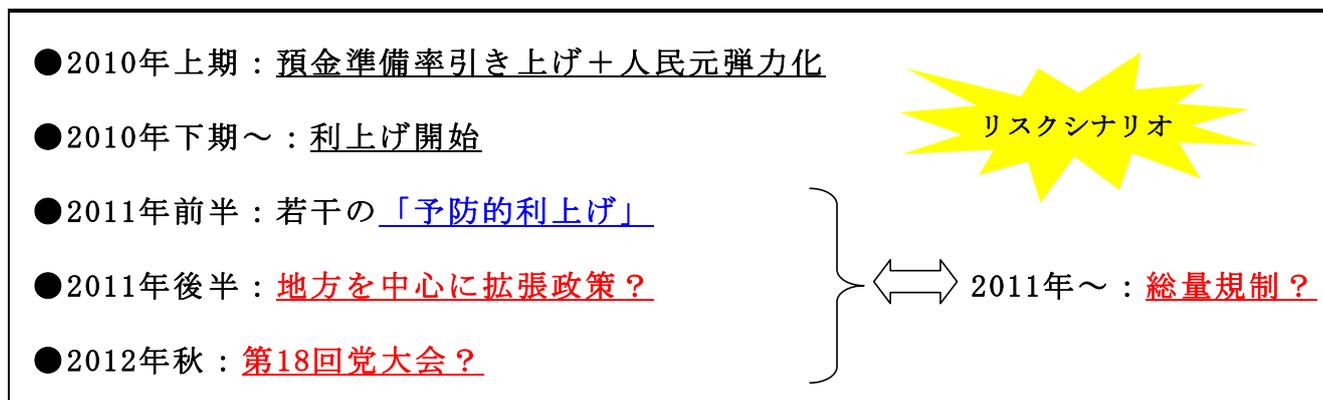


(注) 破線は共産党大会が開催された年。
(出所) 中国国家统计局、各種資料より大和総研作成

今後の中国のマクロ
経済政策のスケジュー
ール感

今後の中国におけるマクロ経済政策のスケジュール感は、**図表 32** の通りだ。2012 年の政治指導者交代を視野に入れ、中国は「政治の季節」に入ろう。2012 年秋と想定される第 18 回党大会、および、2013 年春の国務院人事を睨み、2011 年後半以降、地方を中心に拡張的な政策が採られやすくなるものと予想される。

図表 32 : 中国のマクロ政策のスケジュール感



(出所) 大和総研作成

キーワードは「政績
表」

中国で共産党大会が開催される年に経済成長率が高まる理由は、中国の政治システムに起因している。キーワードは「政績表」だ。「政績表」とは、地方の政治家の成績表（通信簿）の様なもので、基本的に経済成長率を高める程、評価が上がる。共産党大会が開催される前年位から、地方の政治家は自らの「政績表」の評価を上げようと必死になる。5年に1度の共産党大会や、その後に控える国務院の幹部人事では、「政績表」の評価が高い——端的に言えば、経済成長率を高めた地方の指導者が中央に抜擢されるからである。つまり、中国の地方指導者の間では依然として「経済成長重視のDNA」が体に染み付いている。こうした理由から、中国の地方指導者は、5年に1度の中国共産党大会が近づくと、公共投資を活発化させて、経済成長率を高めようと必死になるのだ。とりわけ、2012年の中国共産党大会では、政治序列で見てトップ9名中7名が引退する予定なので、きわめて熾烈な出世争いが繰り広げられることになるだろう。

中国経済の構造的な強さ：定量分析からは、中国の着実な技術進歩が確認できる

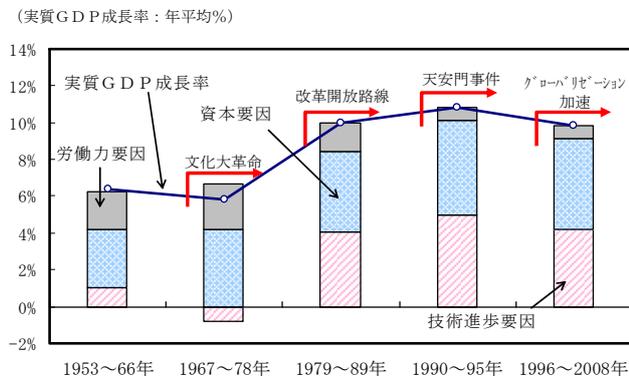
中国では「改革・開放路線」採用以降、マクロ的な技術レベルが向上

さらに、今回のレポートでは、中国経済の構造的な強さを指摘しておきたい。

図表 33 は、「コブ＝ダグラス型」の生産関数を作成して、中国の実質GDP成長率を、①資本、②労働、③技術進歩、の3要因に分解したものである。中国の高成長の主因は旺盛な対中直接投資を映じた設備ストックの増加であるが、マクロ的な技術進歩の寄与度に関しても、1978年の「改革・開放路線」を契機に大幅に拡大していることがわかる。

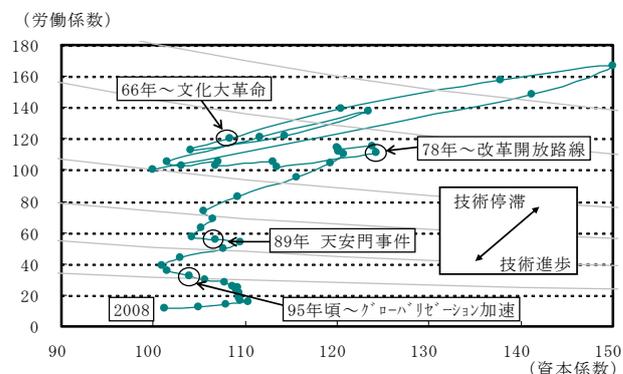
次に、中国はマクロ経済的に見ると、どういった経済発展の経路を辿ってきたのであろうか？**図表 34** は、縦軸に「労働係数（＝労働投入量/実質GDP）」を、横軸に「資本係数（＝実質設備ストック/実質GDP）」をとり、1960年以降の中国経済における経済発展の過程を検証したものである。グラフ中で左上から右下に引かれた曲線は「単位等量曲線」と呼ばれるもので、①一本の曲線上であれば中国のマクロ的な技術レベルが同一、②曲線が左下にシフトし原点に近づく程、中国の技術レベルが上昇（逆に、右上にシフトし原点から遠ざかる程、技術レベルが後退）、という意味である。このグラフからは、中国経済は、1978年の「改革・開放路線」採用以降、労働係数の低下（＝労働の効率性改善）を主因にマクロ的な技術レベルが向上してきたことが確認できる。「グローバル化」が加速した1990年代半ば以降は、労働係数が緩やかに低下（＝労働の効率性が改善）する一方で、資本係数が上昇（＝資本の効率性が低下）していたが、2006年以降は資本係数も大きく低下（＝資本の効率性が改善）するに至っている。

図表 33：中国の実質GDP成長率の要因分



(注) 1966=文化大革命、1978=改革・開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC database、世界銀行資料等より大和総研作成

図表 34：中国の労働係数と資本係数の推移



(注) 労働係数＝労働投入量/実質GDP、資本係数＝実質設備ストック/実質GDP。
労働係数、資本係数はいずれも60年＝100として指数化。
(出所) CEIC database、世界銀行資料等より大和総研作成

4.3. リスク要因③：円高の進行

10円の円高で、2011年度の実質GDPの水準は0.6%低下

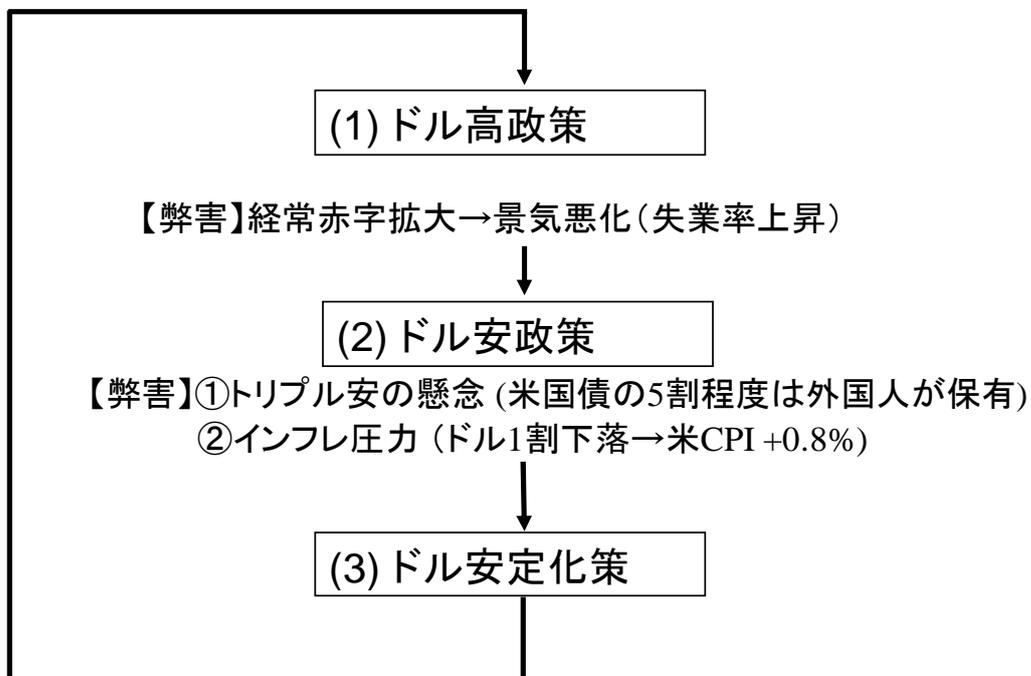
日本経済の第三のリスク要因は、円高の進行である。「第6章 補論：マクロ経済リスクシミュレーション」で後述する通り、ドル円相場が標準シナリオと比べて10円円高になると、わが国の実質GDPの水準は2011年度で▲0.1%、12年度で▲0.6%低下する計算となる。企業収益面では、想定レートに対して、10円円高になった場合の経常利益への影響は2011年度で▲10.9%（うち、ドル安の影響が▲8.6%、ユーロ安の影響が▲2.3%）、2012年度でも▲9.5%（うち、ドル安の影響が▲7.3%、ユーロ安の影響が▲2.2%）と試算される（→詳細は、大和証券キャピタルマーケット金融証券研究所「2010～2012年度の企業業績見通し（2011年6月7日付）」参照）。

米国の通貨戦略のサイクル

- (1) ドル高政策
- (2) 介入などによるドル下落・ドル安放任
- (3) ドル安定化

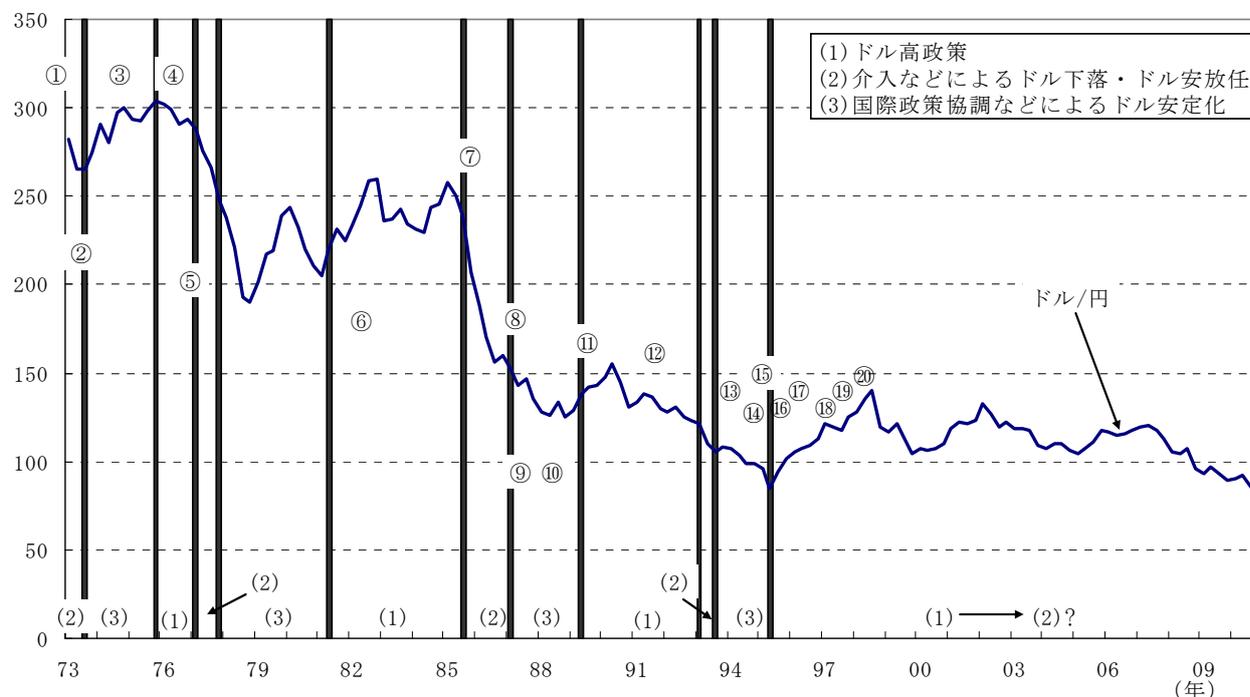
今後に関しては、米国の通貨当局が、本格的な「ドル防衛策」に乗り出すか否かが焦点となる。米国の通貨当局は、1970年以降、きわめて単純化していえば、「(1)ドル高政策→(2)介入などによるドル下落・ドル安放任→(3)国際政策協調などによるドル安定化」という政策サイクルを繰り返してきた（図表35）（図表36）。すなわち、「(1)ドル高政策」の結果、経常赤字が許容できない水準まで拡大すると、米国の通貨当局は、「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」を図る。その後、ドル安がオーバーシュート気味に進展し、米国におけるインフレ圧力昂進、米国金融市場の混乱などが懸念される状況になると、「(3)国際政策協調などによるドル安定化」を模索する。さらに、ドルが安定化するなかで、米国の対外不均衡が縮小すると、「(1)ドル高政策」へと回帰する。

図表 35：米国の通貨戦略のサイクル



(出所) 大和総研

図表 36 : 米国の通貨戦略のサイクル



年月	出来事
① 73. 3	変動相場制へ移行
② 73. 7	バーンズ連銀議長＝シュルツ財務長官のドル買い介入宣言(「ドル安→インフレ」阻止の目的)
③ 75. 11	ランブイエ・サミット：ドル安定を目的とした国際協調体制の構築
④ 77. 2	ブルメンソール財務長官のドル安発言「円過小評価論」「日独機関車論」
⑤ 77. 12	カーター大統領「ドル防衛」の意思表示→78. 11 カーター大統領「ドル防衛策」
⑥ 81. 4	リーガン財務長官＝スプリンケル財務次官の為替市場非介入宣言
⑦ 85. 9	プラザ合意「ドル安」政策を採用
⑧ 87. 2	ルーブル合意：「ドル安定」を表明
87. 4	ワシントン合意：「ドル安定」を確認
⑨ 87. 10	ブラック・マンデー
⑩ 87. 12	クリスマス合意「一層のドル安阻止」
⑪ 89. 4	ワシントン G7「ドル高抑制」を確認
⑫ 93. 2	フォーリー下院議長「クリントン大統領は円高を望んでいる」 ベンツェン財務長官「米国の輸出促進に繋がる円の上昇を支持する」 クリントン大統領「日米貿易不均衡で具体的な成果を出すには第一に円高、第二に景気刺激策」 FRBドル買い介入 サマーズ財務次官「米政府の為替政策の誤解を解くには今が適当」
⑬ 95. 4	ワシントンG7「為替相場の秩序ある反転を望む」
⑭ 95. 7	日米協調介入。日市場金利低め誘導
⑮ 95. 11	米通貨当局ドル買い介入
⑯ 97. 2	ベルリンG7「為替相場の著しい不均衡は是正」
⑰ 97. 4	ワシントンG7「大幅な対外不均衡が再現する恐れのある為替相場を回避することが重要」
⑱ 97. 6	榊原大蔵省国際金融局長「行き過ぎた為替の動きには断固として対処する」
⑲ 97. 9	香港G7「対外不均衡をもたらすような過度の下落を避けることが重要」
⑳ 98. 6	日米協調円買いドル売り介入

(出所) 総務省、財務省、米国労働統計局、FRB、Haver Analyticsなどより大和総研作成

米国の通貨戦略を規定する3つのファクター

図表 37 に示した通り、米国の通貨戦略のサイクルは、基本的に、「①米国の経常収支」「②米国のインフレ圧力」「③米国金融市場の動向」3つのファクターによって決定されている。すなわち、「①米国の経常収支」悪化が懸念されると「(1)ドル高政策」から「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」へと移行し、その後、経常赤字が頭打ちになると「(3)ドル安定化策」を講ずる。「②米国のインフレ圧力」が限定的な時点で「(1)ドル高政策」から「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」へと転換し、インフレ懸念が強まると「(3)ドル安定化策」をとる。「③米国金融市場」が安定している時に「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」を採用し、金融市場が混乱すると「(3)ドル安定化策」に移行するのである。

米国の金融市場とインフレの動向次第では、米国が本格的な「ドル防衛策」を講ずる可能性も

ここまで米国は、「①米国の経常収支」改善による景気下支えを意図して、事実上の「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」政策を採用してきた可能性が高い。しかしながら、現状では、米国の通貨当局が、「②米国のインフレ圧力」「③米国金融市場の動向」への配慮から、ドル急落に端を発する「トリプル安」やインフレ圧力の昂進を回避すべく、「(3)ドル安定化策」へと移行する可能性が出てきた。2011年8月のG7で、わが国の通貨当局は、米国の通貨当局から、円売り介入に関する一定の「お墨付き」を得たとみられる。現時点で、米国は「(円売り)協調介入」は行わないまでも、わが国の通貨当局による「単独介入」をあからさまに批判する様な状態ではないと考えられる。さらに、今後、①米債券相場調整(=米長期金利の上昇)を受けた「トリプル安(ドル安・米債券安・米株安)」進行、②ドル安による輸入インフレ圧力の昂進、などのリスクが強まる局面では、米国の通貨当局のスタンスが「(2)介入などによるドル下落・ドル安放任」から「(3)国際政策協調などによるドル安定化」へと移行し、本格的な「ドル防衛策」を講ずる可能性が生じよう。

図表 37 : 米国の通貨戦略を決定する3つのファクター

	(1)ドル高政策	→	(2)介入等によるドル下落・ドル安放任	→	(3)ドル安定化策
①米国の経常収支	赤字幅拡大	→		→	赤字幅頭打ち
(現状)					●
②米国のインフレ圧力	物価安定	→		→	インフレ懸念
(現状)					●
③米国金融市場の動向	安定	→		→	混乱
(現状)					●

(注) 現在の位置を●で表示
(出所) 大和総研作成

5. 東日本大震災後の日本経済の構造変化と、今後の政策課題

5.1. 東日本大震災後の日本経済の構造変化

日本経済を取り巻く環境は劇的に変化する可能性

本章では、東日本大震災がわが国の経済構造に与える影響について考察した上で、今後のわが国の政策課題について検討したい。当社は、**図表 38・39** に示した通り、中長期的に見ると、日本経済を取り巻く環境は劇的に変化する可能性があり、政府・日銀の政策対応も修正を迫られるとみられる。

東日本大震災発生前：日本は「ゆで蛙」の様な状況

東日本大震災発生前のわが国では、財政赤字が国内の民間貯蓄で十分ファイナンスされており、経常収支は大幅な黒字であった。この結果、為替相場は「円高」基調で推移し、海外で先進国を中心にインフレ圧力が限定的であったこともあり、わが国では「デフレ」が継続した。「円高」「デフレ」が継続するなか、日本政府が適切な「供給サイドの政策（規制緩和、法人税減税など）」を講じなかったため、企業の期待成長率が低下し、資金需要は低迷した。

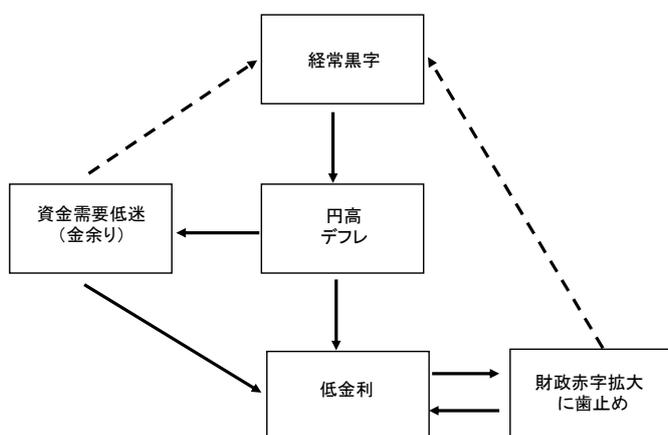
民間金融機関は、余剰資金の運用先として、消去法的に巨額の国債を購入せざるを得なかった。低金利の継続が、国債の利払い負担の軽減を通じて、財政赤字の持続を可能にした側面もある。「日本国債は国内で 95%が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」との見方から、国債市場への資金流入が加速し、「国債バブル」ともいべき状況が現出した。

こうした非効率な均衡のなかで、「ゆで蛙」の様に、日本経済は長期停滞の途を辿ってきたのである。

東日本大震災前の政策課題

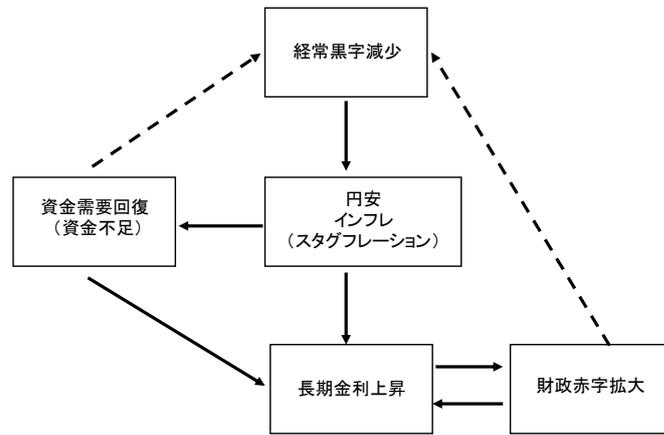
政策面では、震災前のわが国で必要とされたのは、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であった。「デフレ」脱却の処方箋に関しては「百家争鳴」の状態であったが、きわめて単純化して言えば、①規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策を重視、②「需要サイド」の政策を重視、という2つの考え方が対極にあった。震災前の政策対応を振り返ると、小泉政権下の一時期を除けば、規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分であったと言わざるを得ない。また、「財政再建」への取り組みも、わが国が膨大な経常黒字を有するなかで、財政赤字拡大に伴う「国債暴落」の懸念が切迫したものではなかったこともあり、遅々として進まなかった。

図表 38：東日本大震災前の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

図表 39：東日本大震災後の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

東日本大震災による 5つの構造変化

しかしながら、東日本大震災の発生で、中長期的に見れば、日本経済を取り巻く環境は激変する可能性がある。結論を予め述べれば、日本経済を取り巻く環境は、中長期的に見ると、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。こうした構造変化は、「ゆで蛙」の様であった日本経済を、いきなり熱湯の中に投げ込む程の衝撃を与えるだろう。

①財政赤字の拡大

第一に、今後は、震災後の復興に向けた巨額の資金調達が必要となるため、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

②経常黒字の縮小

第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常黒字を縮小させる可能性がある。

③「円高」から「円安」へ

第三に、為替市場では、①日本と海外の金利差が拡大すること、②東日本大震災を受け急速な円高が進行した後、2011年3月にG7諸国の円売り協調介入が行われたことなどから、中長期的に見れば、「円安」の進行が予想される。

④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」へ

第四に、世界経済の潮流が着実に「インフレ」へと向かうなか、今後はわが国の「デフレ」基調も曲がり角を迎える可能性がある。東日本大震災の悪影響（電力不足、「サプライチェーン（部品供給網）」の寸断など）や投機的な商品価格上昇といった「供給ショック」が続けば、わが国では良性的「インフレ」ではなく、悪性の「スタグフレーション（不況下の物価高）」に見舞われるかも知れない。当社は、日本が「復興需要」に支えられて最終的に「デフレ」から脱却する時期は2013年以降にずれ込むと見ているが、当面きわめて不安定な物価環境が続くことは間違いないだろう。

⑤長期金利は「低下」から「上昇」へ

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが生じている。財政赤字の拡大を受け、国債の発行が急増し国債市場の需給環境が悪化すると観測が根強い。また、わが国では経常黒字の縮小が見込まれることから、ここまで国債市場を支えてきた「日本国債は国内で95%が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」という神話の信憑性が低下している。さらに、民間企業の資金需要が強まってくると、金融機関が債券投資に振り向ける余剰資金の減少が見込まれる。国債価格の下落（＝長期金利上昇）は、国債の利払い負担の増加を通じて、わが国の財政赤字の持続可能性に更なる疑問を投げ掛けることになるだろう。

5.2. 「クラウドイングアウト」阻止に向け、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持が重要

今後の政策課題も大きく変化する可能性

東日本大震災後の日本経済を取り巻く環境の激変は、政府・日銀が講ずるべき政策対応にも大きな変更をもたらす。震災前のわが国で必要とされた政策は、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であったが、現実には規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分で、「財政再建」への取り組みも遅々として進まなかった。これに対して、震災後は、「供給サイド」の政策と「財政再建」への取り組みが従来以上に重要となる。日本政府は、長年先送りしてきた2つの宿題を突きつけられたとも言える。

政策対応上のポイント①：「供給サイド」の政策

第一に、今回の震災は、「リーマン・ショック」の様な「需要ショック」ではなく、生産設備の毀損や電力不足問題の発生といった「供給ショック」の側面が強い。財政出動を中心とする「需要サイド」の政策に関しては復興需要への対応を中心にピンポイントで必要不可欠な範囲で発動する一方で、電力不足問題の解消を中心とする「供給サイド」の政策を従来以上に重視すべきだ。さらに、中長期的な課題である、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定（TPP）への参加などの「供給サイド」の政策に関しては、日本経済の体質を改善し「産業空洞化」を防ぐ意味で、東日本大震災の発生を「口実」に先送りすることなく、着実に実行する必要がある。

政策対応上のポイント②：「財政規律」の維持

第二に、今回の震災の様な「供給ショック」が起きた際に最も警戒すべきは、「クラウドイングアウト（大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと）」の発生である。長期金利の上昇を防ぐ意味で、日本政府の「財政規律」維持に向けた中長期的なコミットメントが不可欠だ。勿論、震災に伴う復興費用はあくまで一時的な経費なので、必ずしも直ちに増税を行う必要はないが、景気動向を睨みつつ将来的な「復興連帯税」の導入などを担保する仕組みを構築すべきだ。

大震災後の日本経済の構造変化を踏まえた適切な政策対応が望まれる

わが国の政策当局には、東日本大震災発生による日本経済を取り巻く環境の構造的な変化を認識した上で、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持を柱に据えた、適切な政策対応を望みたい。我々は、政府・日銀の適切な政策が講じられ、国民が一丸となって努力すれば、日本経済は必ずや「不死鳥」の様に復活すると確信している。

6. 補論：マクロ経済リスクシミュレーション

本章では景気に影響を与える幾つかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかを試算する。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2011年10-12月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

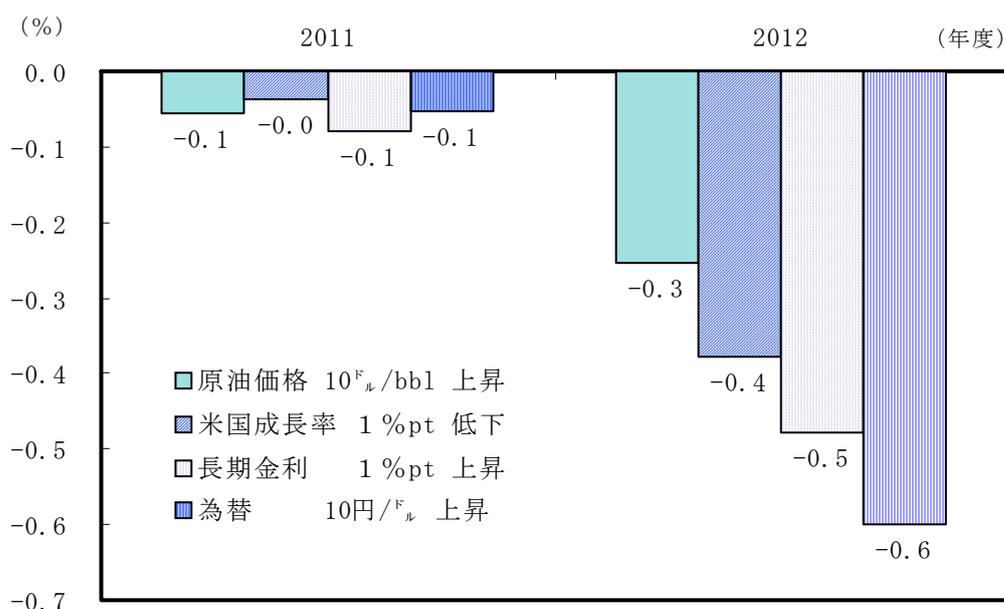
【前提】

- ・ 為替レート : 2011-12年度 ; 78.9 円/ドル, 78.0 円/ドル
- ・ 原油(WTI)価格 : 2011-12年度 ; 85.6 ドル/bbl, 80.0 ドル/bbl
- ・ 米国経済成長率 : 2011-12 暦年 ; 1.7%, 2.4%
- ・ 長期金利 : 2011-12 年度 ; 1.13%, 1.36%

【シミュレーション】

- ➡ 各四半期 10 円/ドル円高
- ➡ 各四半期 10 ドル/bbl 上昇
- ➡ 各四半期 年率 1%pt 低下
- ➡ 各四半期 1%pt 上昇

図表 40：実質 GDP に与える影響



(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。

(出所) 大和総研作成

6.1. 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機械や輸送機械などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少となり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へと繋がる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる

雇用・所得環境の悪化により、個人消費は減少する。なお、円高の影響が個人消費に波及するまでには長いラグがあるため本シミュレーション期間内での影響は軽微である。以上の経路を通じて、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて 2011 年度で▲0.1%、2012 年度で▲0.6%低下する。

6.2. 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 10 $\text{ドル}/\text{bbl}$ 上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2011 年度で▲0.1%、2012 年度で▲0.3%縮小させることになる。

原油価格の上昇は輸入デフレーターを押し上げることになる。輸入デフレーターが上昇すると名目輸入額が増加し、純輸出が減少して名目 GDP が減少する。また、原油価格の上昇はエネルギー価格を上昇させるとともに、原材料価格の上昇を通じて最終財価格を上昇させる。その結果、家計の実質購買力は低下し、消費を押し下げることに繋がる。

企業部門においては、原材料価格の上昇によって収益が圧迫され、設備投資が減速する。設備投資は企業マインドに左右されるため、翌年度の設備投資にも影響を与えることになる。収益の減少は雇用所得環境の悪化に繋がり、消費マインドが冷やされることから、民間消費も減速する。

6.3. 米国経済の成長鈍化

米国経済成長率が 1 %pt 低下した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2011 年度で▲0.0%、2012 年度で▲0.4%縮小することになる。

米国が景気減速すると、直接的・間接的に日本の輸出を減少させる。日本の主要輸出地域はアジアであるが、アジアは日本などから輸入した部品を組み立て、米国を中心に輸出している。米国経済の減速はアジアの対米輸出や輸出向け生産にネガティブな影響を与え、間接的に日本のアジア向け輸出を鈍化させることになる。その結果、日本の輸出は大きく減速し、日本国内の鉱工業生産の減少を通じて設備投資も減速することになる。なお、こうした状況に陥ると、ラグを伴って輸入をも低下させるという結果となる。

6.4. 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1 %pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は金利上昇がなかった場合に比べ、2011 年度で▲0.1%、2012 年度は▲0.5%の縮小となる。金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させ、その悪化度合いは時間を経るごとに大きくなる。

企業や個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子資産を除いた有利子負債）の大きさによって決まる。ただ、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は所得を上昇させる。消費性向が一定であれば消費を増加させることになる。

ただし、他のシミュレーション同様、ここでは金利が上昇するときの外部環境を考慮していない。通常、金利は独歩的には上昇せず、景気の回復や先行きの明るい見通しを反映して上昇する。そのような時には期待物価上昇率が高まり、実質金利の上昇を抑えることになるため、投資の限界収益率（投資収益率と実質金利の差）は保たれ、設備投資には影響が出にくくなると考えられる。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

なお、景気対策等の財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、景気の回復を背景としないため、設備投資や住宅投資等に対するクラウディングアウト効果を減殺する要素がなく、シミュレーション結果に近い効果がマクロ経済にもたらされるとみられる。

図表 41 : シミュレーション結果

	標準シナリオ 第170回日本経済予測		シミュレーション1 円高 (10円高)		シミュレーション2 原油10\$/bbl上昇	
	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度
名目GDP	-1.7	2.6	-1.7 (0.0)	2.2 (-0.4)	-1.9 (-0.2)	2.1 (-0.5)
実質GDP	0.0	2.6	-0.0 (-0.1)	2.0 (-0.6)	-0.0 (-0.1)	2.3 (-0.2)
GDPデフレーター	-1.7	0.1	-1.7 (0.1)	0.3 (0.2)	-1.8 (-0.1)	-0.2 (-0.3)
全産業活動指数	-0.5	1.6	-0.5 (-0.0)	1.3 (-0.3)	-0.5 (-0.0)	1.4 (-0.1)
鉱工業生産指数	2.0	5.6	1.9 (-0.1)	4.4 (-1.1)	1.9 (-0.1)	5.3 (-0.3)
第3次産業活動指数	-0.7	0.6	-0.7 (0.0)	0.4 (-0.2)	-0.7 (-0.0)	0.4 (-0.2)
国内企業物価	1.7	1.4	1.7 (-0.1)	1.2 (-0.2)	1.7 (0.0)	1.4 (0.0)
消費者物価	0.0	0.0	-0.0 (-0.0)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.0)
失業率	4.9	4.9	4.9 (0.0)	4.9 (0.1)	4.9 (0.0)	4.9 (0.0)
貿易収支 (兆円)	-3.4	-2.5	-3.3 (0.1)	-2.9 (-0.3)	-3.7 (-0.4)	-3.3 (-0.8)
経常収支 (億ドル)	909.5	942.8	912.0 (0.2)	943.4 (0.1)	904.6 (-0.5)	932.3 (-1.0)
経常収支 (兆円)	7.2	7.4	7.2 (0.0)	7.4 (0.0)	7.1 (-0.1)	7.2 (-0.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	-0.4	1.0	-0.4 (0.0)	0.9 (-0.1)	-0.4 (-0.0)	0.8 (-0.2)
民間住宅投資	1.8	4.8	1.8 (0.0)	5.0 (0.1)	1.8 (-0.0)	4.7 (-0.1)
民間設備投資	0.4	5.1	0.4 (-0.1)	3.7 (-1.3)	0.2 (-0.3)	3.8 (-1.3)
政府最終消費	2.6	1.6	2.6 (-0.0)	1.5 (-0.1)	2.7 (0.1)	1.8 (0.2)
公共投資	3.0	9.5	3.0 (0.0)	9.6 (0.0)	3.0 (-0.0)	9.4 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	-1.4	6.9	-1.8 (-0.4)	4.7 (-2.1)	-1.4 (0.0)	6.9 (0.0)
財貨・サービスの輸入	4.8	6.9	4.6 (-0.1)	5.8 (-1.0)	4.6 (-0.1)	5.8 (-1.0)

	シミュレーション3 米国経済成長率1%pt低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油10\$/bbl上昇	
	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度	2011年度	2012年度
名目GDP	-1.7 (-0.0)	2.3 (-0.3)	-1.8 (-0.1)	2.3 (-0.4)	-1.9 (-0.2)	2.3 (-0.3)
実質GDP	-0.0 (-0.0)	2.2 (-0.4)	-0.1 (-0.1)	2.1 (-0.5)	0.0 (-0.0)	2.6 (0.0)
GDPデフレーター	-1.7 (0.0)	0.1 (0.0)	-1.7 (0.0)	0.2 (0.1)	-1.9 (-0.1)	-0.3 (-0.4)
全産業活動指数	-0.5 (-0.0)	1.4 (-0.2)	-0.5 (-0.0)	1.5 (-0.1)	-0.5 (-0.0)	1.6 (0.0)
鉱工業生産指数	1.9 (-0.1)	4.9 (-0.6)	1.9 (-0.1)	4.8 (-0.8)	2.0 (-0.0)	5.9 (0.3)
第3次産業活動指数	-0.7 (-0.0)	0.4 (-0.1)	-0.7 (0.0)	0.6 (-0.0)	-0.7 (-0.0)	0.5 (-0.1)
国内企業物価	1.7 (-0.0)	1.4 (-0.1)	1.7 (-0.0)	1.4 (-0.0)	1.7 (0.0)	1.6 (0.1)
消費者物価	0.0 (-0.0)	0.0 (-0.0)	0.0 (-0.0)	0.0 (-0.0)	0.0 (0.0)	0.1 (0.1)
失業率	4.9 (0.0)	4.9 (0.0)	4.9 (0.0)	4.9 (0.0)	4.9 (0.0)	4.8 (-0.0)
貿易収支 (兆円)	-3.4 (-0.0)	-2.7 (-0.2)	-3.3 (0.1)	-2.0 (0.5)	-3.8 (-0.4)	-3.1 (-0.6)
経常収支 (億ドル)	909.1 (-0.0)	941.0 (-0.2)	910.7 (0.1)	950.2 (0.7)	903.4 (-0.6)	932.0 (-1.0)
経常収支 (兆円)	7.2 (-0.0)	7.3 (-0.0)	7.2 (0.0)	7.5 (0.2)	7.1 (-0.1)	7.1 (-0.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	-0.4 (-0.0)	0.9 (-0.1)	-0.3 (0.0)	1.1 (0.1)	-0.4 (-0.0)	0.9 (-0.1)
民間住宅投資	1.8 (-0.0)	4.8 (-0.0)	1.6 (-0.2)	3.6 (-1.2)	1.8 (-0.0)	4.6 (-0.2)
民間設備投資	0.4 (-0.1)	3.9 (-1.1)	-0.1 (-0.5)	2.1 (-2.9)	0.2 (-0.2)	4.5 (-0.6)
政府最終消費	2.6 (-0.0)	1.6 (-0.0)	2.6 (-0.0)	1.6 (-0.1)	2.7 (0.1)	1.8 (0.2)
公共投資	3.0 (-0.0)	9.5 (-0.1)	3.0 (-0.0)	9.4 (-0.1)	3.0 (-0.0)	9.4 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	-1.6 (-0.1)	5.8 (-1.1)	-1.4 (0.0)	6.9 (0.0)	-1.3 (0.2)	8.1 (1.1)
財貨・サービスの輸入	4.7 (-0.1)	5.8 (-1.0)	4.6 (-0.2)	5.5 (-1.3)	4.7 (-0.1)	6.3 (-0.5)

(注1) 表の数値は断りが無い限り、前年度比変化率。

(注2) 失業率、貿易収支、経常収支 (対名目GDP比を含む) は数値。

(注3) 括弧内数値は基準解に対する乖離率。

(注4) ただし、失業率、貿易収支、経常収支については乖離幅。

(出所) 大和総研作成

7. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2009		2010				2011		年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010
名目国内総支出(兆円)	472.6	468.8	472.3	482.4	478.0	480.8	476.0	469.1	474.0	475.8	470.9	479.2
前期比%	0.7	-0.8	0.8	2.1	-0.9	0.6	-1.0	-1.5				
前期比年率%	2.7	-3.2	3.1	8.8	-3.6	2.3	-3.9	-5.7				
前年同期比%	-6.8	-6.2	-3.9	2.7	1.1	2.8	0.5	-2.9	-3.7	0.4	-6.6	1.7
実質国内総支出(兆円、2000暦年連鎖価格)	521.3	518.8	527.3	539.3	538.5	543.7	540.3	535.4	526.5	538.5	519.3	539.9
前期比%	2.0	-0.5	1.6	2.3	-0.1	1.0	-0.6	-0.9				
前期比年率%	8.2	-1.9	6.7	9.4	-0.5	3.9	-2.5	-3.6				
前年同期比%	-7.0	-6.3	-1.5	5.7	3.1	5.0	2.1	-1.0	-2.4	2.3	-6.3	4.0
内需寄与度(前期比)	-0.1	-0.8	0.8	1.8	-0.5	1.2	-0.6	-0.7	-2.7	1.4	-4.8	2.1
外需寄与度(前期比)	2.1	0.3	0.8	0.5	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.3	0.9	-1.5	1.8
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.2	0.1	-2.4	-2.8	-2.0	-2.1	-1.6	-1.9	-1.3	-1.9	-0.4	-2.1
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	92.8	93.8	93.9	95.1	95.9	96.6	96.4	94.6	93.9	95.8	93.0	96.0
前期比%	1.2	1.1	0.0	1.3	0.8	0.8	-0.2	-1.9	-4.2	2.1	-7.8	3.2
鉱工業生産指数(2005=100)	79.0	83.2	88.1	94.6	95.3	94.3	94.2	92.3	86.1	93.8	81.1	94.4
前期比%	6.6	5.3	5.9	7.3	0.7	-1.0	-0.1	-2.0	-8.8	9.0	-21.9	16.5
第3次産業活動指数(2005=100)	96.2	96.8	96.5	97.2	97.6	98.2	98.5	97.1	96.7	97.8	96.5	97.8
前期比%	-0.6	0.6	-0.3	0.7	0.5	0.6	0.3	-1.5	-3.4	1.1	-5.2	1.4
企業物価指数(2005=100)												
国内企業物価指数	102.8	102.9	102.1	102.5	103.0	102.7	103.1	104.2	102.6	103.3	103.0	102.8
前年同期比%	-5.5	-8.3	-5.2	-1.7	0.2	-0.1	1.0	1.7	-5.2	0.7	-5.3	-0.2
輸出物価指数	90.5	89.2	87.2	88.0	88.9	84.6	84.3	85.8	88.7	85.9	88.6	86.4
前年同期比%	-11.1	-14.6	-3.8	0.6	-1.8	-5.2	-3.3	-2.5	-7.7	-3.2	-10.5	-2.4
輸入物価指数	98.3	101.2	101.4	105.0	110.3	104.6	105.3	113.1	101.5	108.3	99.3	106.3
前年同期比%	-30.0	-33.3	-10.7	9.3	12.2	3.3	3.8	7.7	-19.1	6.7	-25.4	7.1
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	101.2	100.8	100.6	100.3	100.2	99.7	99.8	99.5	100.7	99.8	101.0	100.0
前年同期比%	-0.9	-2.3	-1.7	-1.0	-1.0	-1.1	-0.8	-0.8	-1.5	-0.9	-1.3	-1.0
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	4.7	5.2	5.0	5.1	5.1
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年物国債利回り(%)	1.35	1.30	1.29	1.40	1.09	0.93	1.11	1.26	1.40	1.26	1.29	1.11
マネーストック(M2、前年同期比%)	2.62	2.83	3.25	2.79	2.96	2.76	2.56	2.42	2.88	2.68	2.71	2.77
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	4.2	5.2	7.9	9.5	7.2	7.9	7.1	3.6	6.6	6.5	4.0	8.0
經常収支(季調済年率、億ドル)	1,483	1,544	1,787	1,998	1,697	2,053	2,094	1,584	1,700	1,882	1,421	1,956
經常収支(季調済年率、兆円)	14.4	14.5	16.0	18.1	15.6	17.6	17.3	13.0	15.8	16.1	13.3	17.2
対名目GDP比率(%)	3.1	3.1	3.4	3.8	3.3	3.7	3.6	2.8	3.3	3.3	2.8	3.6
為替レート(¥/\$)	97.3	93.6	89.6	90.7	92.0	85.8	82.5	82.3	92.8	85.7	93.5	87.8
(¥/Euro)	133.5	133.0	132.6	123.7	114.8	111.5	110.4	113.8	130.7	112.6	130.6	115.1
名目雇用者報酬(兆円)	250.9	250.8	250.6	253.5	254.0	253.5	253.5	254.3	251.4	253.8	251.5	253.5
前期比%	-1.7	-0.0	-0.1	1.2	0.2	-0.2	-0.0	0.3	-3.6	1.0	-4.2	0.8

(注1) 完全失業率の2011年3月以降は、被災3県(岩手、宮城、福島)を除くベース。

(注2) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(1-b) 主要経済指標

	2011			2012			2013			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)	
名目国内総支出(兆円)	462.3	466.5	469.3	472.3	475.0	478.3	481.7	485.1	467.6	479.9	466.8	476.9	
前期比%	-1.4	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7					
前期比年率%	-5.7	3.7	2.4	2.6	2.3	2.9	2.9	2.9					
前年同期比%	-3.2	-3.1	-1.3	0.8	2.7	2.6	2.6	2.7	-1.7	2.6	-2.6	2.2	
実質国内総支出(兆円、2000暦年連鎖価格)	533.6	538.2	541.0	544.8	548.6	552.3	554.9	557.4	538.7	552.4	536.1	549.4	
前期比%	-0.3	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4					
前期比年率%	-1.3	3.5	2.1	2.9	2.8	2.7	1.9	1.8					
前年同期比%	-1.0	-1.1	0.3	1.9	2.8	2.7	2.5	2.2	0.0	2.6	-0.7	2.5	
内需寄与度(前期比)	0.4	0.4	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.3	0.8	2.3	0.1	2.9	
外需寄与度(前期比)	-0.8	0.4	-0.2	-0.2	-0.0	0.1	0.2	0.1	-0.7	0.3	-0.8	-0.4	
GDPデフレーター(前年同期比%)	-2.2	-2.0	-1.6	-1.1	-0.1	-0.1	0.1	0.4	-1.7	0.1	-1.9	-0.3	
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	93.8	95.5	96.1	96.4	96.6	96.8	97.1	97.3	95.4	96.9	95.0	96.7	
前期比%	-0.8	1.7	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	-0.5	1.6	-1.0	1.8	
鉱工業生産指数(2005=100)	88.6	96.2	98.8	99.8	100.4	101.0	101.5	101.9	95.7	101.0	93.8	100.5	
前期比%	-4.0	8.6	2.7	1.0	0.6	0.6	0.5	0.4	2.0	5.6	-0.6	7.1	
第3次産業活動指数(2005=100)	97.0	97.1	97.3	97.4	97.5	97.6	97.8	98.1	97.1	97.7	97.1	97.5	
前期比%	-0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.7	0.6	-0.8	0.5	
企業物価指数(2005=100)													
国内企業物価指数	105.5	104.8	104.6	105.3	106.7	106.3	106.1	107.0	105.0	106.5	104.8	106.1	
前年同期比%	2.4	2.0	1.4	1.0	1.1	1.4	1.5	1.6	1.7	1.4	1.9	1.2	
輸出物価指数	86.6	85.5	85.9	86.0	86.4	86.7	87.1	87.5	86.0	86.9	86.0	86.5	
前年同期比%	-2.6	1.1	1.9	0.2	-0.3	1.4	1.4	1.7	0.1	1.1	-0.6	0.7	
輸入物価指数	121.6	116.5	116.5	116.5	116.5	116.5	116.7	117.0	117.7	116.6	116.9	116.5	
前年同期比%	10.2	11.4	10.6	2.9	-4.2	0.1	0.2	0.4	8.7	-0.9	10.0	-0.3	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	100.0	99.6	99.1	98.7	99.0	98.9	99.0	98.8	99.3	98.9	99.5	98.9	
前年同期比%	-0.3	-0.1	-0.7	-0.8	-1.0	-0.7	-0.1	0.1	-0.5	-0.4	-0.5	-0.7	
完全失業率(%)	4.6	4.9	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.9	4.9	4.8	5.0	
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	
10年物国債利回り(%)	1.13	1.05	1.15	1.20	1.25	1.30	1.40	1.50	1.13	1.36	1.15	1.29	
マネーストック(M2、前年同期比%)	2.76	2.50	2.40	2.40	2.40	2.20	2.20	2.20	2.52	2.25	2.52	2.30	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-5.0	-1.8	-2.7	-3.9	-3.7	-3.1	-2.1	-1.2	-3.4	-2.5	-1.5	-3.2	
経常収支(季調済年率、億ドル)	911	1,030	900	743	775	849	987	1,105	909	943	1,107	839	
経常収支(季調済年率、兆円)	7.4	8.0	7.0	5.8	6.0	6.6	7.7	8.6	7.2	7.4	8.9	6.5	
対名目GDP比率(%)	1.6	1.7	1.5	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8	1.5	1.5	1.9	1.4	
為替レート(¥/\$)	81.7	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.9	78.0	80.0	78.0	
(¥/Euro)	118.3	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	112.1	110.0	113.0	110.0	
名目雇用者報酬(兆円)	254.2	253.0	252.0	251.7	252.5	253.5	254.2	255.2	252.7	253.8	253.2	252.8	
前期比%	-0.0	-0.5	-0.4	-0.1	0.3	0.4	0.3	0.4	-0.4	0.4	-0.1	-0.2	

(注1) 完全失業率の2011年3月以降は、被災3県(岩手、宮城、福島)を除くベース。

(注2) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2000暦年連鎖価格)

	2009		2010			2011			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010
国内総支出	521.3	518.8	527.3	539.3	538.5	543.7	540.3	535.4	526.5	538.5	519.3	539.9
前期比年率%	8.2	-1.9	6.7	9.4	-0.5	3.9	-2.5	-3.6				
前年同期比%	-7.0	-6.3	-1.5	5.7	3.1	5.0	2.1	-1.0	-2.4	2.3	-6.3	4.0
国内需要	503.5	500.0	504.2	513.4	511.1	517.6	514.6	511.0	504.8	512.9	502.6	513.6
前期比年率%	-0.6	-2.8	3.4	7.5	-1.7	5.1	-2.2	-2.7				
前年同期比%	-4.7	-4.4	-3.2	1.7	1.4	3.7	1.9	-0.5	-2.7	1.6	-4.7	2.2
民間需要	382.9	378.4	381.3	390.8	388.7	395.2	393.0	388.7	382.9	390.8	381.9	391.3
前期比年率%	-3.7	-4.6	3.0	10.3	-2.1	6.9	-2.3	-4.3				
前年同期比%	-7.2	-7.2	-5.9	1.0	1.3	4.6	2.9	-0.5	-4.9	2.1	-7.2	2.5
民間最終消費支出	302.2	302.5	304.9	307.9	306.7	309.6	306.9	305.0	303.9	306.5	301.7	307.2
前期比年率%	4.3	0.4	3.3	4.0	-1.6	3.9	-3.4	-2.5				
前年同期比%	-2.0	-1.4	0.4	3.0	1.3	2.5	0.6	-1.0	-0.0	0.8	-1.9	1.8
民間住宅投資	13.6	12.5	12.0	12.2	12.1	12.4	12.7	12.8	12.6	12.5	13.2	12.4
前期比年率%	-29.8	-27.3	-14.6	4.2	-0.2	8.6	11.5	0.8				
前年同期比%	-9.7	-20.1	-24.2	-17.6	-10.5	-1.3	6.2	5.2	-18.2	-0.3	-14.0	-6.3
民間企業設備投資	71.1	69.5	70.4	71.5	73.3	74.1	74.2	73.1	70.6	73.6	71.7	73.2
前期比年率%	-19.4	-8.9	5.4	6.5	10.2	4.5	0.5	-5.5				
前年同期比%	-19.6	-18.5	-11.5	-5.0	3.2	6.7	5.5	2.0	-13.6	4.2	-16.7	2.1
民間在庫品増加	-3.9	-6.0	-6.0	-0.8	-3.3	-0.8	-0.8	-2.2	-4.2	-1.8	-4.6	-1.5
公的需要	120.6	121.5	122.9	122.6	122.4	122.3	121.7	122.4	121.9	122.1	120.7	122.2
前期比年率%	10.1	3.0	4.7	-1.0	-0.6	-0.3	-2.2	2.5				
前年同期比%	4.4	5.7	6.2	4.1	1.8	0.9	-1.5	-0.6	5.1	0.1	4.0	1.3
政府最終消費支出	99.4	100.6	101.5	101.2	102.1	102.6	103.0	103.9	100.7	102.9	100.0	102.2
前期比年率%	3.3	5.0	3.8	-1.2	3.7	1.8	1.5	3.6				
前年同期比%	2.9	4.2	4.1	2.7	2.8	2.0	1.5	2.6	3.5	2.2	3.0	2.2
公的固定資本形成	21.1	20.8	21.2	21.1	20.0	19.6	18.4	18.3	21.0	18.9	20.5	19.8
前期比年率%	51.8	-5.6	9.0	-1.4	-19.6	-8.4	-21.4	-4.0				
前年同期比%	16.6	14.7	15.8	10.7	-4.4	-4.9	-13.5	-14.3	14.2	-10.0	10.4	-3.4
公的在庫品増加	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの純輸出	15.3	17.9	21.9	25.1	27.8	26.9	26.5	25.6	20.1	26.7	15.5	26.6
財貨・サービスの輸出	65.3	70.6	75.0	79.7	85.0	85.6	84.8	84.8	72.7	85.1	67.6	83.8
前期比年率%	50.3	37.3	27.3	26.9	29.7	2.9	-3.9	0.0				
前年同期比%	-29.4	-22.8	-4.8	34.7	30.2	21.2	13.2	6.5	-9.6	17.0	-23.9	23.9
財貨・サービスの輸入	50.0	52.7	53.1	54.5	57.2	58.7	58.3	59.2	52.6	58.3	52.1	57.2
前期比年率%	-17.9	23.7	3.1	11.1	21.1	10.9	-2.5	6.2				
前年同期比%	-17.1	-13.6	-14.9	3.8	14.4	11.5	9.7	8.5	-11.0	11.0	-15.3	9.8
開差	2.4	0.9	1.1	0.7	-0.4	-0.7	-0.8	-1.2	1.6	-1.1	1.2	-0.3

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(2-b) 実質国内総支出(兆円、2000暦年連鎖価格)

	2011			2012			2013			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)	
国内総支出	533.6	538.2	541.0	544.8	548.6	552.3	554.9	557.4	538.7	552.4	536.1	549.4	
前期比年率%	-1.3	3.5	2.1	2.9	2.8	2.7	1.9	1.8					
前年同期比%	-1.0	-1.1	0.3	1.9	2.8	2.7	2.5	2.2	0.0	2.6	-0.7	2.5	
国内需要	513.2	515.5	518.8	523.2	526.5	529.5	531.1	532.7	517.1	529.4	513.9	526.9	
前期比年率%	1.7	1.8	2.6	3.4	2.5	2.3	1.3	1.1					
前年同期比%	0.4	-0.5	0.8	2.5	2.5	2.7	2.4	1.9	0.8	2.4	0.1	2.5	
民間需要	389.7	391.1	393.5	395.7	397.7	400.1	402.2	404.4	391.9	400.6	390.0	398.3	
前期比年率%	1.1	1.4	2.5	2.3	2.0	2.4	2.1	2.3					
前年同期比%	0.2	-1.1	0.1	1.9	2.0	2.4	2.1	2.4	0.3	2.2	-0.3	2.1	
民間最終消費支出	304.8	305.5	306.2	307.1	307.9	308.7	309.3	309.9	305.3	308.4	304.8	307.7	
前期比年率%	-0.3	0.9	1.0	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8					
前年同期比%	-0.6	-1.4	-0.2	0.7	1.0	1.1	1.0	0.9	-0.4	1.0	-0.8	1.0	
民間住宅投資	12.5	12.6	12.8	13.0	13.2	13.3	13.4	13.5	12.8	13.4	12.7	13.2	
前期比年率%	-7.3	3.2	5.7	6.6	6.1	3.6	2.8	2.0					
前年同期比%	3.2	2.0	0.4	1.8	5.4	5.4	4.8	3.7	1.8	4.8	2.6	4.4	
民間企業設備投資	73.3	73.5	73.9	74.9	75.9	77.1	78.2	79.4	73.9	77.7	73.4	76.4	
前期比年率%	0.9	1.2	2.4	5.3	5.3	6.6	6.1	6.1					
前年同期比%	0.1	-0.8	-0.4	2.6	3.5	4.9	5.9	6.0	0.4	5.1	0.3	4.1	
民間在庫品増加	-0.9	-0.5	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.6	-0.1	1.1	-0.8	0.9	
公的需要	123.5	124.4	125.4	127.5	128.8	129.4	129.0	128.3	125.3	128.8	123.9	128.6	
前期比年率%	3.5	3.0	3.3	6.9	4.2	1.8	-1.3	-2.3					
前年同期比%	1.2	1.7	3.1	4.4	3.9	3.9	3.1	0.5	2.6	2.8	1.3	3.8	
政府最終消費支出	104.4	105.2	106.1	106.6	106.9	107.2	107.4	107.6	105.6	107.3	104.9	107.0	
前期比年率%	2.0	3.2	3.2	2.0	1.1	1.1	0.8	0.8					
前年同期比%	2.2	2.6	3.0	2.7	2.4	1.9	1.3	0.9	2.6	1.6	2.6	2.1	
公的固定資本形成	18.8	19.0	19.2	20.7	21.8	22.1	21.4	20.5	19.5	21.4	18.8	21.4	
前期比年率%	12.5	4.5	3.4	36.9	21.5	5.4	-10.8	-16.7					
前年同期比%	-5.4	-3.4	4.2	14.0	15.4	16.3	11.7	-1.4	3.0	9.5	-4.9	14.1	
公的在庫品増加	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	
財貨・サービスの純輸出	21.4	23.8	23.1	22.6	23.0	23.8	24.8	25.7	22.7	24.3	23.5	23.6	
財貨・サービスの輸出	80.7	83.9	84.8	86.0	87.5	89.0	90.4	91.6	83.8	89.7	83.5	88.3	
前期比年率%	-18.1	17.0	4.5	5.7	7.4	7.0	6.1	5.7					
前年同期比%	-5.3	-2.0	-0.1	1.4	8.6	6.1	6.6	6.6	-1.4	6.9	-0.3	5.7	
財貨・サービスの輸入	59.2	60.1	61.7	63.4	64.5	65.3	65.6	65.9	61.1	65.3	60.1	64.7	
前期比年率%	0.2	6.1	10.8	11.7	7.0	4.9	2.0	2.0					
前年同期比%	3.7	2.4	5.8	7.2	8.8	8.6	6.3	3.9	4.8	6.9	5.1	7.7	
開差	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.0	

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2009			2010			2011			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010	
国内総支出	472.6	468.8	472.3	482.4	478.0	480.8	476.0	469.1	474.0	475.8	470.9	479.2	
前期比年率%	2.7	-3.2	3.1	8.8	-3.6	2.3	-3.9	-5.7					
前年同期比%	-6.8	-6.2	-3.9	2.7	1.1	2.8	0.5	-2.9	-3.7	0.4	-6.6	1.7	
国内需要	470.4	466.2	467.1	476.5	471.8	475.5	471.4	469.0	470.0	471.7	469.5	473.7	
前期比年率%	-3.1	-3.5	0.8	8.2	-3.8	3.1	-3.4	-2.0					
前年同期比%	-6.8	-7.0	-5.7	0.4	0.3	2.2	0.6	-1.7	-4.9	0.4	-6.8	0.9	
民間需要	355.6	349.7	350.2	359.0	355.2	359.1	356.5	353.0	353.7	355.9	354.0	357.4	
前期比年率%	-4.9	-6.4	0.6	10.4	-4.1	4.4	-2.9	-3.8					
前年同期比%	-9.3	-9.8	-8.4	-0.4	-0.2	2.8	1.6	-1.7	-7.1	0.6	-9.3	0.9	
民間最終消費支出	281.1	279.1	280.0	282.4	280.9	281.2	278.3	276.8	280.7	279.3	279.9	280.7	
前期比年率%	2.4	-2.7	1.2	3.5	-2.1	0.5	-4.0	-2.2					
前年同期比%	-3.7	-4.2	-2.2	1.1	-0.1	0.8	-0.6	-2.1	-2.3	-0.5	-4.0	0.3	
民間住宅投資	14.0	12.8	12.3	12.5	12.5	12.8	13.2	13.3	12.9	12.9	13.7	12.7	
前期比年率%	-34.4	-29.8	-14.2	3.7	1.8	9.1	12.5	2.9					
前年同期比%	-12.7	-24.4	-27.2	-19.6	-10.8	-0.8	6.9	6.7	-21.3	0.3	-16.8	-6.7	
民間企業設備投資	64.6	62.6	63.3	64.3	65.9	66.2	66.2	65.3	63.7	65.8	65.1	65.6	
前期比年率%	-24.0	-11.6	4.4	6.6	10.0	2.1	-0.2	-5.1					
前年同期比%	-22.0	-22.0	-15.0	-7.3	2.2	5.7	4.7	1.3	-16.6	3.4	-19.0	0.7	
民間在庫品増加	-4.1	-4.8	-5.4	-0.2	-4.0	-1.1	-1.2	-2.3	-3.6	-2.2	-4.6	-1.7	
公的需要	114.8	116.4	116.9	117.4	116.6	116.4	114.9	116.0	116.3	115.8	115.5	116.3	
前期比年率%	2.7	5.9	1.6	1.9	-2.9	-0.5	-5.1	3.7					
前年同期比%	1.6	3.7	2.7	3.2	2.0	0.3	-2.2	-1.6	2.8	-0.4	2.0	0.7	
政府最終消費支出	93.3	95.3	95.4	95.9	96.1	96.4	95.9	97.1	94.9	96.4	94.5	96.1	
前期比年率%	-3.2	8.7	0.3	2.2	0.9	1.3	-2.0	4.8					
前年同期比%	0.3	3.1	1.4	2.1	2.9	1.3	0.4	1.3	1.7	1.5	1.3	1.7	
公的固定資本形成	21.3	21.0	21.4	21.4	20.3	19.9	18.9	18.8	21.3	19.3	20.8	20.1	
前期比年率%	34.7	-6.6	8.7	-0.4	-18.7	-6.9	-20.1	-1.8					
前年同期比%	11.3	6.8	9.4	7.5	-4.2	-4.1	-12.4	-12.7	8.6	-9.0	5.8	-3.6	
公的在庫品増加	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	
財貨・サービスの純輸出	2.3	2.6	5.2	5.9	6.2	5.3	4.6	0.0	4.0	4.0	1.4	5.5	
財貨・サービスの輸出	57.4	62.5	66.1	70.7	75.0	73.4	72.6	73.1	64.2	73.5	59.5	72.9	
前期比年率%	51.9	40.9	25.1	30.3	27.2	-8.3	-4.6	2.9					
前年同期比%	-38.0	-34.6	-9.8	36.7	30.8	17.3	9.7	3.6	-18.0	14.5	-32.7	22.5	
財貨・サービスの輸入	55.1	59.9	60.9	64.7	68.9	68.2	68.0	73.0	60.2	69.5	58.1	67.4	
前期比年率%	-8.0	39.6	6.8	27.4	28.2	-4.1	-1.1	33.5					
前年同期比%	-38.4	-38.4	-21.5	15.2	24.8	13.6	11.6	13.0	-25.0	15.5	-33.8	16.1	

(注) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2011			2012			2013			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)	
国内総支出	462.3	466.5	469.3	472.3	475.0	478.3	481.7	485.1	467.6	479.9	466.8	476.9	
前期比年率%	-5.7	3.7	2.4	2.6	2.3	2.9	2.9	2.9					
前年同期比%	-3.2	-3.1	-1.3	0.8	2.7	2.6	2.6	2.7	-1.7	2.6	-2.6	2.2	
国内需要	469.1	471.3	475.1	479.2	481.6	484.5	486.9	489.4	473.7	485.6	471.0	482.9	
前期比年率%	0.0	2.0	3.2	3.5	2.1	2.4	2.0	2.1					
前年同期比%	-0.5	-1.0	0.9	2.3	2.5	2.8	2.4	2.3	0.4	2.5	-0.6	2.5	
民間需要	352.2	353.3	355.9	357.6	358.5	360.3	362.8	365.8	354.7	361.9	353.5	359.7	
前期比年率%	-0.9	1.3	2.9	1.9	1.0	2.1	2.8	3.3					
前年同期比%	-0.9	-1.7	-0.2	1.4	1.7	2.0	1.8	2.5	-0.3	2.0	-1.1	1.8	
民間最終消費支出	275.1	275.2	275.3	275.5	275.2	275.2	276.1	277.0	275.2	275.9	275.5	275.5	
前期比年率%	-2.4	0.1	0.2	0.2	-0.4	-0.0	1.2	1.4					
前年同期比%	-2.1	-2.2	-1.1	-0.4	0.0	0.0	0.3	0.5	-1.4	0.2	-1.8	-0.0	
民間住宅投資	13.1	13.2	13.4	13.6	13.8	14.0	14.1	14.2	13.3	14.0	13.3	13.9	
前期比年率%	-5.4	3.7	6.1	7.0	6.1	4.5	3.9	3.0					
前年同期比%	4.6	3.5	1.6	2.6	5.7	5.8	5.4	4.4	3.0	5.3	4.0	4.9	
民間企業設備投資	65.5	65.8	66.3	67.3	68.2	69.4	70.6	71.9	66.3	70.1	65.7	68.8	
前期比年率%	0.9	2.0	3.2	5.9	5.7	7.4	7.0	7.2					
前年同期比%	-0.5	-0.6	0.1	3.1	4.2	5.6	6.6	6.8	0.6	5.8	0.1	4.8	
民間在庫品増加	-1.4	-0.8	0.8	1.2	1.2	1.7	2.0	2.7	-0.1	1.9	-1.0	1.5	
公的需要	116.9	118.0	119.2	121.6	123.2	124.1	124.1	123.6	119.0	123.7	117.5	123.2	
前期比年率%	3.0	4.0	4.1	8.3	5.3	3.1	-0.2	-1.3					
前年同期比%	0.6	1.2	3.9	5.1	4.8	5.3	4.1	1.6	2.7	3.9	1.1	4.8	
政府最終消費支出	97.4	98.4	99.4	100.1	100.6	101.2	101.7	102.2	98.8	101.4	98.1	100.9	
前期比年率%	1.4	4.1	4.1	3.0	1.9	2.3	2.0	2.0					
前年同期比%	1.3	2.0	3.7	3.1	3.3	2.9	2.3	2.1	2.5	2.6	2.1	2.9	
公的固定資本形成	19.3	19.5	19.7	21.4	22.5	22.8	22.3	21.3	20.1	22.2	19.3	22.2	
前期比年率%	11.1	5.5	4.4	38.0	22.0	6.5	-9.8	-15.7					
前年同期比%	-4.5	-2.4	5.0	14.3	16.3	17.2	12.6	-0.4	3.8	10.5	-3.8	14.9	
公的在庫品増加	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
財貨・サービスの純輸出	-6.8	-4.9	-5.8	-6.9	-6.7	-6.1	-5.2	-4.3	-6.0	-5.6	-4.3	-6.2	
財貨・サービスの輸出	68.9	72.0	73.1	74.2	75.8	77.3	78.8	80.2	72.1	78.1	71.8	76.5	
前期比年率%	-20.9	18.9	6.2	6.1	8.9	8.5	7.8	7.4					
前年同期比%	-8.1	-1.9	0.7	1.4	9.9	7.4	7.8	8.2	-2.0	8.3	-1.5	6.6	
財貨・サービスの輸入	75.7	76.8	78.8	81.1	82.4	83.5	84.0	84.5	78.1	83.6	76.2	82.7	
前期比年率%	15.4	6.1	10.8	11.7	7.0	5.1	2.4	2.8					
前年同期比%	9.9	12.8	16.0	10.9	8.9	8.6	6.5	4.4	12.4	7.0	13.0	8.6	

(注) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(4-a) デフレーター(2000暦年=100)

	2009		2010			2011			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010
国内総支出	90.7	90.4	89.6	89.5	88.8	88.4	88.1	87.6	90.0	88.4	90.7	88.8
前期比%	-1.3	-0.3	-0.9	-0.1	-0.8	-0.4	-0.4	-0.6				
前年同期比%	0.2	0.1	-2.4	-2.8	-2.0	-2.1	-1.6	-1.9	-1.3	-1.9	-0.4	-2.1
民間最終消費支出	93.0	92.3	91.8	91.7	91.6	90.8	90.7	90.8	92.4	91.1	92.8	91.4
前期比%	-0.5	-0.8	-0.5	-0.1	-0.1	-0.8	-0.2	0.1				
前年同期比%	-1.8	-2.8	-2.6	-1.8	-1.5	-1.6	-1.2	-1.1	-2.3	-1.3	-2.1	-1.5
民間住宅投資	103.4	102.5	102.6	102.5	103.0	103.2	103.4	103.9	102.8	103.4	103.5	103.0
前期比%	-1.7	-0.9	0.1	-0.1	0.5	0.1	0.2	0.5				
前年同期比%	-3.4	-5.4	-4.0	-2.4	-0.3	0.5	0.7	1.5	-3.9	0.6	-3.3	-0.4
民間企業設備投資	90.8	90.1	89.9	89.9	89.9	89.4	89.2	89.3	90.2	89.4	90.8	89.6
前期比%	-1.5	-0.8	-0.2	0.0	-0.0	-0.6	-0.2	0.1				
前年同期比%	-2.9	-4.3	-3.9	-2.4	-0.9	-0.9	-0.8	-0.7	-3.4	-0.8	-2.7	-1.4
政府最終消費支出	93.9	94.8	94.0	94.8	94.1	94.0	93.2	93.4	94.3	93.6	94.5	94.0
前期比%	-1.6	0.9	-0.8	0.8	-0.7	-0.1	-0.9	0.3				
前年同期比%	-2.4	-1.1	-2.6	-0.5	0.1	-0.7	-1.1	-1.2	-1.7	-0.7	-1.6	-0.6
公的固定資本形成	101.3	101.0	100.9	101.2	101.5	101.8	102.3	102.8	101.1	102.2	101.9	101.6
前期比%	-2.9	-0.3	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6				
前年同期比%	-4.6	-6.9	-5.6	-2.9	0.2	0.8	1.2	1.8	-4.9	1.1	-4.2	-0.2
財貨・サービスの輸出	88.0	88.5	88.1	88.7	88.3	85.8	85.6	86.2	88.3	86.4	88.0	87.0
前期比%	0.3	0.6	-0.4	0.6	-0.5	-2.8	-0.2	0.7				
前年同期比%	-12.3	-15.3	-5.2	1.5	0.4	-3.2	-3.1	-2.7	-9.3	-2.1	-11.6	-1.2
財貨・サービスの輸入	110.3	113.7	114.7	118.7	120.4	116.1	116.5	123.4	114.5	119.1	111.5	117.9
前期比%	2.9	3.1	0.9	3.5	1.4	-3.6	0.3	5.9				
前年同期比%	-25.7	-28.7	-7.7	11.0	9.1	1.9	1.7	4.2	-15.7	4.1	-21.8	5.7

(注) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(4-b) デフレーター(2000暦年=100)

	2011		2012				2013		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)
国内総支出	86.6	86.7	86.8	86.7	86.6	86.6	86.8	87.0	86.8	86.9	87.1	86.8
前期比%	-1.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3				
前年同期比%	-2.2	-2.0	-1.6	-1.1	-0.1	-0.1	0.1	0.4	-1.7	0.1	-1.9	-0.3
民間最終消費支出	90.3	90.1	89.9	89.7	89.4	89.2	89.3	89.4	90.1	89.5	90.4	89.5
前期比%	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.2				
前年同期比%	-1.5	-0.8	-0.9	-1.2	-1.0	-1.0	-0.7	-0.3	-1.1	-0.8	-1.1	-1.0
民間住宅投資	104.4	104.5	104.6	104.7	104.7	105.0	105.2	105.5	104.6	105.1	104.4	104.9
前期比%	0.5	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2				
前年同期比%	1.4	1.4	1.2	0.8	0.3	0.4	0.5	0.7	1.2	0.5	1.4	0.5
民間企業設備投資	89.3	89.5	89.7	89.8	89.9	90.1	90.3	90.5	89.6	90.2	89.5	90.0
前期比%	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2				
前年同期比%	-0.6	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.2	0.7	-0.2	0.6
政府最終消費支出	93.3	93.5	93.7	93.9	94.1	94.4	94.7	94.9	93.6	94.5	93.5	94.3
前期比%	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3				
前年同期比%	-0.9	-0.6	0.7	0.4	0.9	1.0	1.0	1.1	-0.1	1.0	-0.5	0.8
公的固定資本形成	102.5	102.8	103.0	103.2	103.4	103.6	103.9	104.2	102.9	103.8	102.9	103.6
前期比%	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3				
前年同期比%	1.0	0.9	0.8	0.3	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.9	1.2	0.7
財貨・サービスの輸出	85.5	85.8	86.2	86.2	86.5	86.8	87.2	87.5	86.0	87.0	86.0	86.7
前期比%	-0.9	0.4	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4				
前年同期比%	-3.0	0.1	0.8	-0.0	1.2	1.2	1.1	1.5	-0.5	1.3	-1.2	0.9
財貨・サービスの輸入	127.8	127.8	127.8	127.8	127.8	127.9	128.0	128.2	127.8	128.0	126.8	127.9
前期比%	3.6	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.2				
前年同期比%	6.0	10.2	9.6	3.5	0.0	-0.0	0.2	0.4	7.3	0.2	7.5	0.9

(注) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(5-a) 実質経済成長率に対する寄与度

	2009			2010			2011			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	2.0	-0.5	1.6	2.3	-0.1	1.0	-0.6	-0.9	-2.4	2.3	-6.3	4.0	
国内需要	-0.1	-0.8	0.8	1.8	-0.5	1.2	-0.6	-0.7	-2.7	1.4	-4.8	2.1	
民間需要	-0.8	-0.9	0.6	1.8	-0.4	1.2	-0.4	-0.8	-3.9	1.4	-5.7	1.8	
民間最終消費支出	0.6	0.1	0.5	0.6	-0.2	0.5	-0.5	-0.4	-0.0	0.5	-1.1	1.1	
民間住宅投資	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.0	-0.6	-0.0	-0.5	-0.2	
民間企業設備投資	-0.8	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.0	-0.2	-2.1	0.5	-2.7	0.3	
民間在庫品増加	-0.4	-0.5	-0.0	1.0	-0.5	0.5	0.0	-0.3	-1.1	0.5	-1.5	0.6	
公的需要	0.6	0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	0.1	1.2	-0.0	0.9	0.3	
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.7	0.4	0.6	0.4	
公的固定資本形成	0.5	-0.1	0.1	-0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.0	0.6	-0.5	0.4	-0.2	
公的在庫品増加	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	2.1	0.3	0.8	0.5	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.3	0.9	-1.5	1.8	
財貨・サービスの輸出	1.4	1.1	0.9	0.8	1.0	0.1	-0.1	0.0	-1.5	2.3	-4.2	3.0	
財貨・サービスの輸入	0.8	-0.8	-0.1	-0.3	-0.6	-0.3	0.1	-0.2	1.8	-1.4	2.7	-1.2	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-7.0	-6.3	-1.5	5.7	3.1	5.0	2.1	-1.0	-2.4	2.3	-6.3	4.0	
国内需要	-4.6	-4.4	-3.4	2.1	1.2	3.7	1.6	-0.9	-2.7	1.4	-4.8	2.1	
民間需要	-5.6	-5.7	-4.9	0.9	0.8	3.5	2.0	-0.6	-3.9	1.4	-5.7	1.8	
民間最終消費支出	-1.1	-0.9	0.2	1.9	0.8	1.5	0.3	-0.6	-0.0	0.5	-1.1	1.1	
民間住宅投資	-0.3	-0.7	-0.8	-0.5	-0.3	-0.0	0.2	0.1	-0.6	-0.0	-0.5	-0.2	
民間企業設備投資	-2.9	-3.0	-1.6	-0.8	0.4	0.9	0.6	0.3	-2.1	0.5	-2.7	0.3	
民間在庫品増加	-1.3	-1.1	-2.7	0.4	0.1	1.1	0.9	-0.3	-1.1	0.5	-1.5	0.6	
公的需要	1.0	1.2	1.5	1.1	0.4	0.2	-0.5	-0.2	1.2	-0.0	0.9	0.3	
政府最終消費支出	0.5	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	0.6	0.4	
公的固定資本形成	0.5	0.5	0.7	0.5	-0.2	-0.2	-0.8	-0.8	0.6	-0.5	0.4	-0.2	
公的在庫品増加	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-2.3	-1.8	1.9	3.6	1.9	1.4	0.6	-0.2	0.3	0.9	-1.5	1.8	
財貨・サービスの輸出	-5.2	-4.2	-0.8	4.1	3.6	2.8	1.8	0.9	-1.5	2.3	-4.2	3.0	
財貨・サービスの輸入	2.9	2.3	2.7	-0.5	-1.7	-1.4	-1.2	-1.2	1.8	-1.4	2.7	-1.2	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2011		2012				2013		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	-0.3	0.8	0.4	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.0	2.6	-0.7	2.5
国内需要	0.4	0.4	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.3	0.8	2.3	0.1	2.9
民間需要	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	1.6	-0.3	1.8
民間最終消費支出	-0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.6	-0.5	0.6
民間住宅投資	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
民間企業設備投資	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.7	0.0	0.6
民間在庫品増加	0.3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.6
公的需要	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.7	0.3	1.0
政府最終消費支出	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.3	0.5	0.4
公的固定資本形成	0.1	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.3	-0.2	0.6
公的在庫品増加	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.8	0.4	-0.2	-0.2	-0.0	0.1	0.2	0.1	-0.7	0.3	-0.8	-0.4
財貨・サービスの輸出	-0.8	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	-0.2	1.1	-0.0	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.0	-0.2	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.8	-0.7	-1.3
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	-1.0	-1.1	-0.0	1.7	2.4	2.4	2.4	2.3	0.0	2.6	-0.7	2.5
国内需要	0.4	-0.5	0.8	2.6	2.6	2.8	2.4	1.9	0.8	2.3	0.1	2.9
民間需要	0.1	-0.8	0.1	1.4	1.5	1.8	1.6	1.8	0.2	1.6	-0.3	1.8
民間最終消費支出	-0.4	-0.8	-0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	-0.2	0.6	-0.5	0.6
民間住宅投資	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
民間企業設備投資	0.0	-0.1	-0.0	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	0.1	0.7	0.0	0.6
民間在庫品増加	0.4	0.0	0.2	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.6
公的需要	0.3	0.4	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8	0.1	0.6	0.7	0.3	1.0
政府最終消費支出	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.4
公的固定資本形成	-0.2	-0.1	0.2	0.6	0.5	0.6	0.6	-0.1	0.1	0.3	-0.2	0.6
公的在庫品増加	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-1.4	-0.7	-0.8	-0.9	-0.2	-0.4	-0.0	0.4	-0.7	0.3	-0.8	-0.4
財貨・サービスの輸出	-0.8	-0.3	-0.0	0.2	1.3	1.0	1.0	1.0	-0.2	1.1	-0.0	0.9
財貨・サービスの輸入	-0.5	-0.3	-0.8	-1.2	-1.4	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.8	-0.7	-1.3

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(6-a) 主要前提条件

	2009		2010			2011			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2009	2010	2009	2010
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前期比年率%	6.1	6.2	6.0	7.5	5.6	2.4	3.6	6.1				
前年同期比%	-2.8	-0.8	2.9	6.2	6.3	5.2	4.7	4.3	1.5	5.2	-1.0	5.7
原油価格 (WTI、\$/bbl)												
前期比年率%	59.8	68.2	76.1	78.9	78.1	76.2	85.2	94.6	70.8	83.5	62.1	79.6
前年同期比%	-51.7	-42.3	28.9	82.1	30.6	11.7	12.0	19.9	-17.8	18.0	-37.8	28.2
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2005年連鎖)												
前期比年率%	12,641	12,695	12,814	12,938	13,059	13,140	13,216	13,228	12,772	13,161	12,703	13,088
前年同期比%	-0.7	1.7	3.8	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	-1.8	3.0	-3.5	3.0
消費者物価指数 (1982-1984=100)												
前期比年率%	213.5	215.4	216.9	217.5	217.3	218.0	219.5	222.3	215.8	219.2	214.5	218.1
前年同期比%	1.9	3.7	2.7	1.3	-0.5	1.4	2.6	5.2	-1.2	1.6	-0.4	1.6
生産者物価指数 (最終財、1982=100)												
前期比年率%	171.6	173.1	175.7	178.9	179.0	179.5	182.3	187.8	174.6	182.0	172.5	179.8
前年同期比%	3.2	3.5	6.1	7.4	0.3	1.1	6.5	12.6	-4.3	4.2	-2.6	4.2
FFレート (期末、%)												
	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年物国債利回り (%)												
	3.31	3.52	3.46	3.72	3.49	2.79	2.86	3.46	3.50	3.15	3.26	3.21
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)												
前期比年率%	93.3	95.3	95.4	95.9	96.1	96.4	95.9	97.1	94.9	96.4	94.5	96.1
前年同期比%	-3.2	8.7	0.3	2.2	0.9	1.3	-2.0	4.8	0.3	3.1	1.4	2.1
名目公的固定資本形成 (兆円)												
前期比年率%	21.3	21.0	21.4	21.4	20.3	19.9	18.9	18.8	21.3	19.3	20.8	20.1
前年同期比%	34.7	-6.6	8.7	-0.4	-18.7	-6.9	-20.1	-1.8	11.3	6.8	9.4	7.5
為替レート (¥/\$)												
	97.3	93.6	89.6	90.7	92.0	85.8	82.5	82.3	92.8	85.7	93.5	87.8
(¥/Euro)	133.5	133.0	132.6	123.7	114.8	111.5	110.4	113.8	130.7	112.6	130.6	115.1
無担保コール翌日物 (期末、%)												
	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

(注) 消費税率の引き上げは想定せず。

(6-b) 主要前提条件

	2011		2012				2013		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2011 (予)	2012 (予)	2011 (予)	2012 (予)
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前期比上年率%	3.4	3.9	4.0	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0				
前年同期比%	4.0	4.4	4.6	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.0	4.2	4.0
原油価格 (WTI、\$/bbl)	102.3	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	85.6	80.0	89.2	80.0
前年同期比%	31.1	5.0	-6.1	-15.4	-21.8	0.0	0.0	0.0	2.5	-6.5	12.1	-10.4
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2005年連鎖)	13,270	13,333	13,415	13,498	13,587	13,685	13,781	13,867	13,379	13,730	13,311	13,638
前期比上年率%	1.3	1.9	2.5	2.5	2.6	2.9	2.8	2.5				
前年同期比%	1.6	1.5	1.5	2.0	2.4	2.6	2.7	2.7	1.7	2.6	1.7	2.5
消費者物価指数 (1982-1984=100)	224.5	225.4	226.7	227.9	229.2	230.5	231.7	232.9	226.2	231.1	224.7	229.8
前期比上年率%	4.1	1.6	2.4	2.1	2.2	2.3	2.1	2.1				
前年同期比%	3.4	3.4	3.3	2.5	2.1	2.2	2.2	2.2	3.2	2.2	3.1	2.3
生産者物価指数 (最終財、1982=100)	191.3	192.5	193.7	194.7	195.7	197.0	198.1	199.2	192.9	197.4	191.2	196.2
前期比上年率%	7.7	2.5	2.5	2.1	2.2	2.5	2.4	2.2				
前年同期比%	7.0	7.2	6.2	3.6	2.3	2.3	2.3	2.3	6.0	2.3	6.4	2.6
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年物国債利回り (%)	3.21	2.53	2.43	2.70	3.00	3.37	3.70	3.93	2.72	3.50	2.91	3.19
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	97.4	98.4	99.4	100.1	100.6	101.2	101.7	102.2	98.8	101.4	98.1	100.9
前期比上年率%	1.4	4.1	4.1	3.0	1.9	2.3	2.0	2.0				
前年同期比%	1.3	2.0	3.7	3.1	3.3	2.9	2.3	2.1	2.5	2.6	2.1	2.9
名目公的固定資本形成 (兆円)	19.3	19.5	19.7	21.4	22.5	22.8	22.3	21.3	20.1	22.2	19.3	22.2
前期比上年率%	11.1	5.5	4.4	38.0	22.0	6.5	-9.8	-15.7				
前年同期比%	-4.5	-2.4	5.0	14.3	16.3	17.2	12.6	-0.4	3.8	10.5	-3.8	14.9
為替レート (¥/\$)	81.7	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.9	78.0	80.0	78.0
(¥/Euro)	118.3	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	112.1	110.0	113.0	110.0
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

(注) 消費税率の引き上げは想定せず。

お客様各位

無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&P は、提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

以 上

この情報は、平成 23 年 8 月 1 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。