

2011年8月19日 全16頁

日本経済見通し：グローバルな金融市場の混乱と日本経済

経済調査部
チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

2011年度の経済見通しを上方修正する一方で、2012年度は下方修正

[要約]

- 2011年度の経済見通しを上方修正する一方で、2012年度は下方修正：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%（前回予想：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（→詳細は、熊谷亮丸他「第170回 日本経済予測（2011年8月18日付）」参照）。
- グローバルな金融市場の混乱をどう捉えるか？：今回のレポートでは、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。
- 日本経済の展望：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辿る展開が予想される。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、などに留意が必要となろう。

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tock(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

1. はじめに～日本経済の現状と展望～

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年度の経済見通しは、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、見通しを下方修正した。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辿る展開が予想される。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。

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

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。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。

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見通し

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、回復軌道を辿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。

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

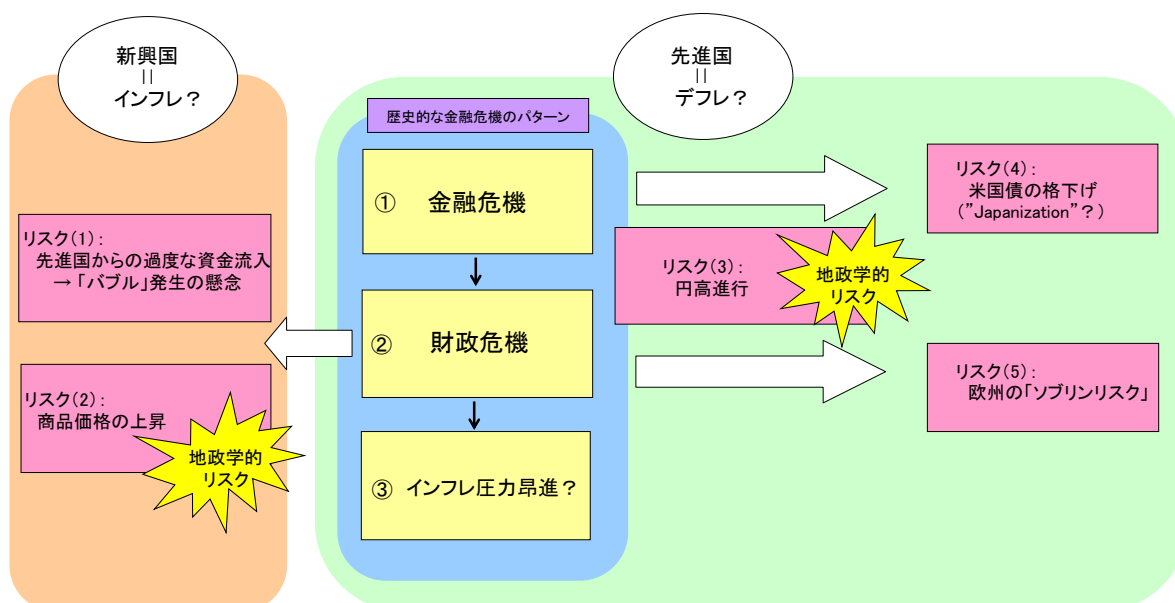
2011年の夏場以降、グローバルな金融市場は激震に見舞われた。欧州の「ソブリンリスク」への警戒感が強まったことに加え、2011年8月には、米民間格付け会社スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ(S&P)＊が、1941年の現行制度開始以来初めて、米国債の長期格付けを最上位の「トリプルA」から「ダブルAプラス」に引き下げた。この結果、世界的な信用不安を背景に株価は暴落し、「質への逃避」の動きなどから債券相場が急騰(＝長期金利は急低下)する展開となった。

＊S&Pは金融商品取引法上の無登録格付機関である。別紙「無登録格付に関する説明書」を要確認

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だろうか？**図表1**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1：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 1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

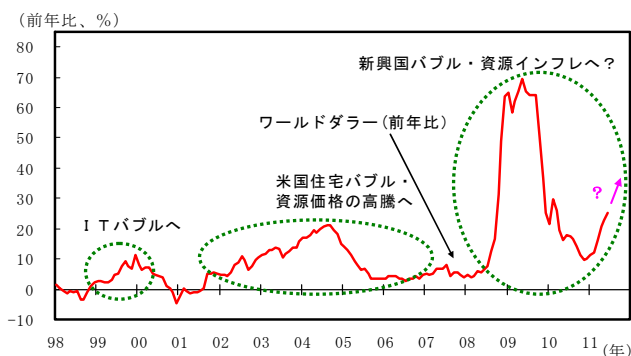
新興国では、先進国における過度な金融緩和の副作用などもあり、「インフレ」懸念が煽る

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2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。

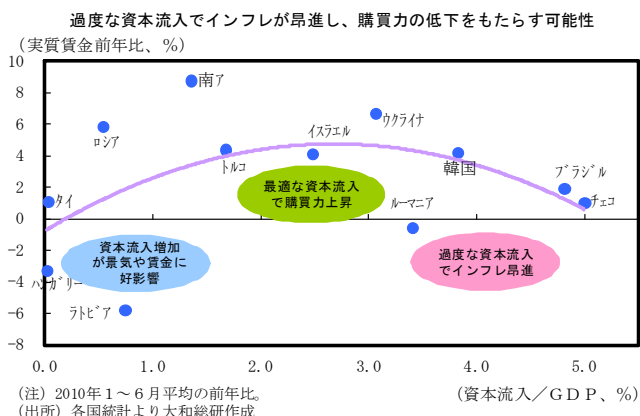
新興国では、過度な資本流入を受け実質賃金は頭打ちへ？

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3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2：ワールドダラーの推移と「バブル」の歴史



図表3：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

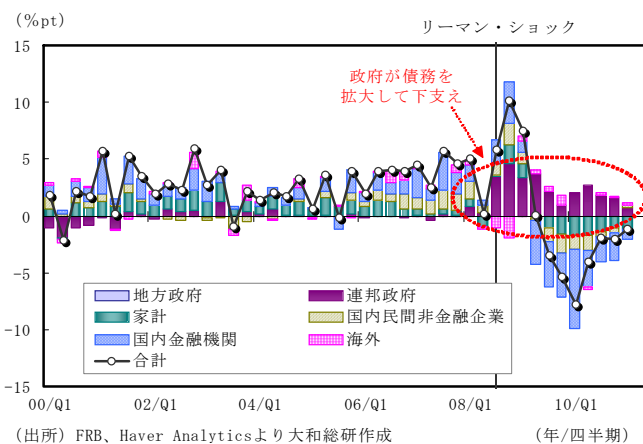
米国経済は「リーマン・ショック」後の財政支出拡大によって下支えされてきた

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4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。

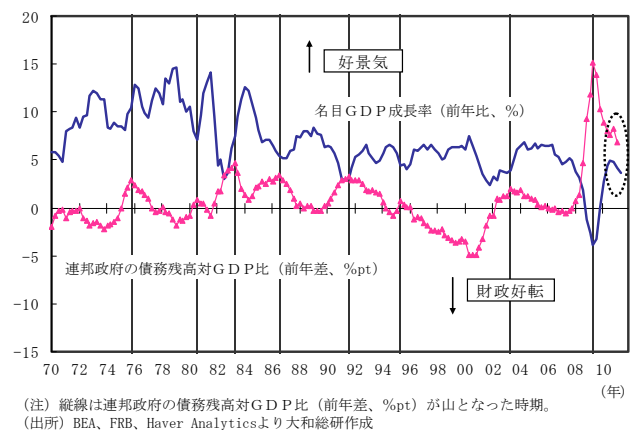
米国では、景気に頭打ちの兆しがみられるなか、財政出動による景気下支えが困難に

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5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4：米国の部門別債務残高対GDP比（前期差）



図表5：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6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？

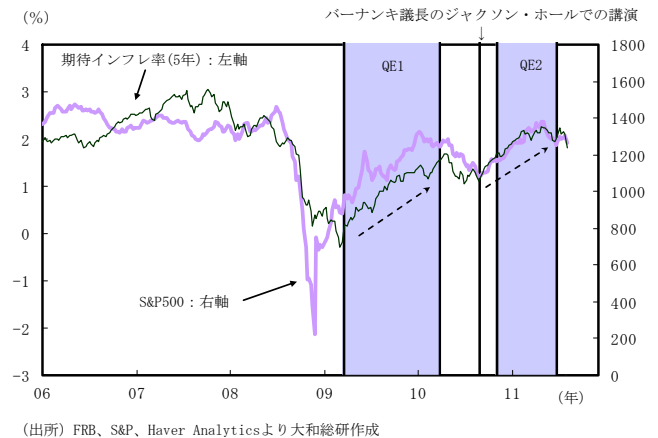
今後、主要国で財政出動が軒並み困難になるなかで、金融政策はより一層、緩やかな運営を余儀なくされる見通しである。ここまで財政状況が悪くなってしまうと、財政収支を歳出削減などの正攻法で劇的に改善することは現実問題としてきわめて難しい。この結果、政府の債務を「棒引き」にする「魔法の杖」として、各国中央銀行がインフレ政策を採用するとの観測が強まるのだ。米国の量的緩和政策第2弾（所謂“QE2”）には、実施当初から、「新興国で過度な資金流入を招き『インフレ』圧力が強まる」との批判がついて回った。“QE2”の実体経済への刺激効果を疑問視する向きも少なくない。しかしながら、図表7に示した通り、“QE2”は株価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6：GDP比1%の財政支出を削減した場合の各国・地域のGDP水準への影響

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
米国での削減	米国	-0.9	-1.0	-0.6	0.0	0.5
	日本	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1
	ユーロ圏	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
	OECD全体	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2
	OECD非加盟国	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1
	世界	-0.4	-0.4	-0.3	0.0	0.2
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7：米国の期待インフレ率と株価



2.4. 中長期的に見れば、世界経済の潮流は「インフレ」へ

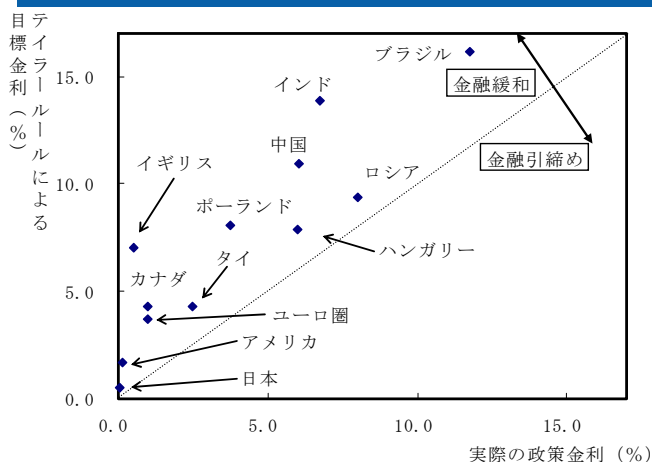
グローバルに見て、き
わめて緩和的な経済
環境が継続

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8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

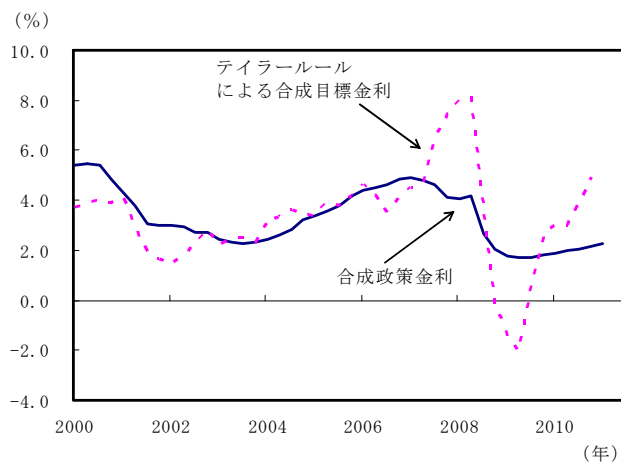
図表9は、世界の合成政策金利と、テイラールールから導かれる合成目標金利を比較した図表である。足下で、世界の合成政策金利は、テイラールールから導かれる合成目標金利を大幅に下回っており、現在の世界的な金融環境が依然としてきわめて緩和的であることがわかる。

図表8：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9：世界の合成政策金利と合成目標金利



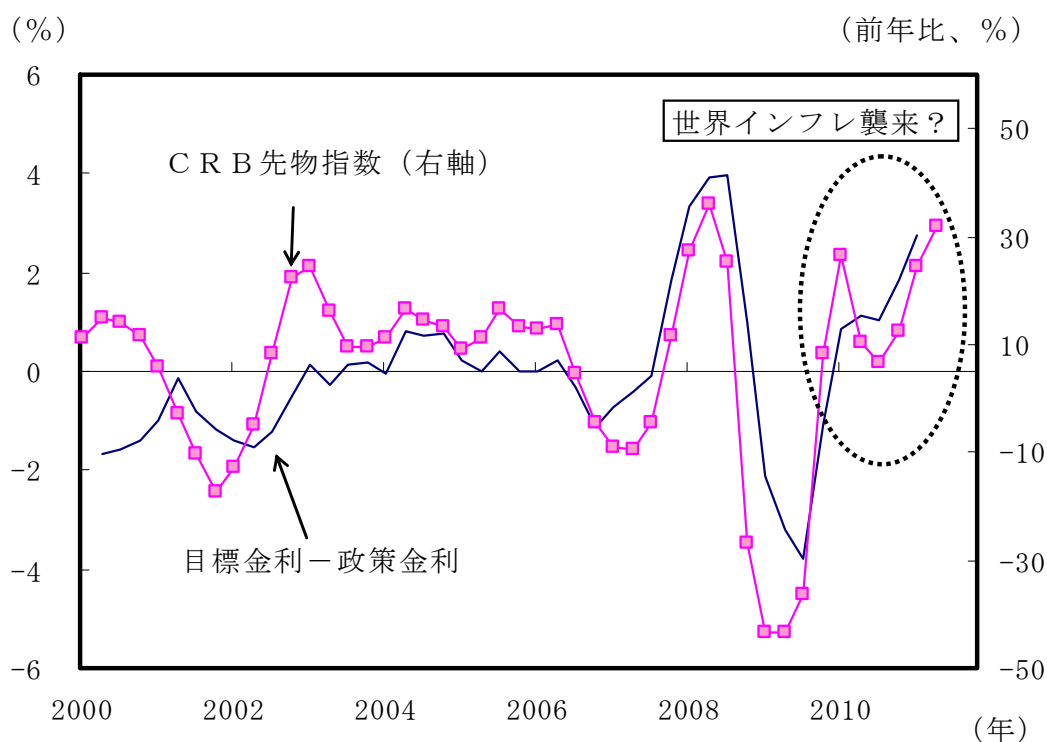
- (注1) テイラールールは均衡実質金利+目標インフレ率+1.5*(インフレ率-目標インフレ率)+0.5*需給ギャップにより算出。
(注2) 需給ギャップはHPフィルターによりGDPのトレンドからの乖離率を用いた。
(注3) 均衡実質金利、目標インフレ率は2000年4-6月期から2011年1-3月期までの平均値とした。ただし、イギリス、カナダ、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジルの目標インフレ率はインフレターゲット。
(注4) 日本、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、カナダ、中国、インド、タイ、ハンガリー、ポーランド、ブラジル、ロシアのデータを用いた。
(注5) 合成政策金利、合成目標金利は各国の金利を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 10 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（→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 10：「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。

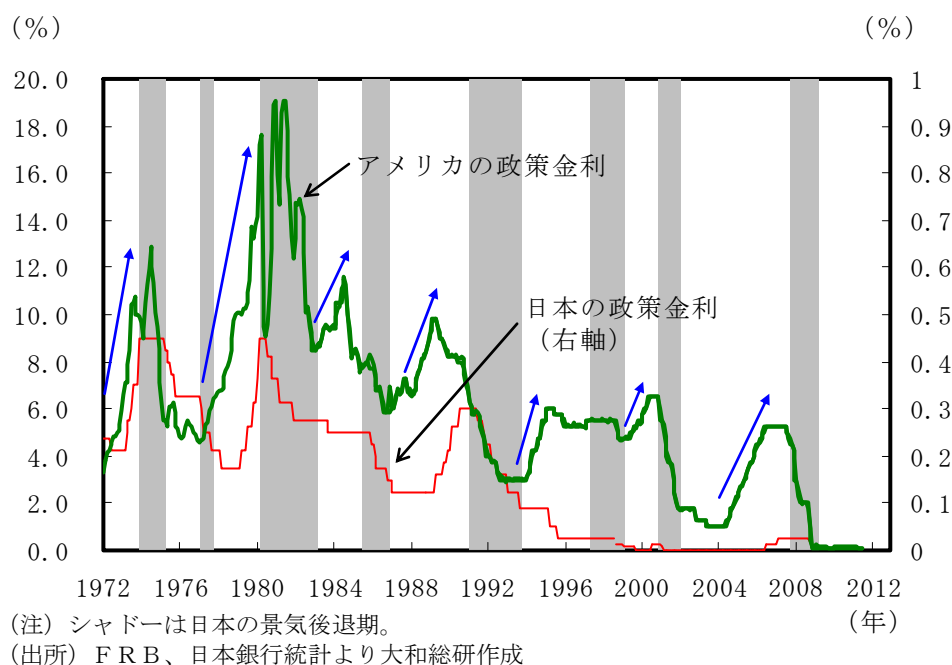
(出所) 各国統計などより大和総研作成

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 11 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 11：日米両国の政策金利と日本の景気後退期



3. 日本経済の展望

3.1. 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

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

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12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。

2011年度の実質GDPを押し下げる4つのルート

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12：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。

3.2. 日本経済のリスク要因

日本経済の3つのリスク要因

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。今回のレポートでは、上記①について考察したい。

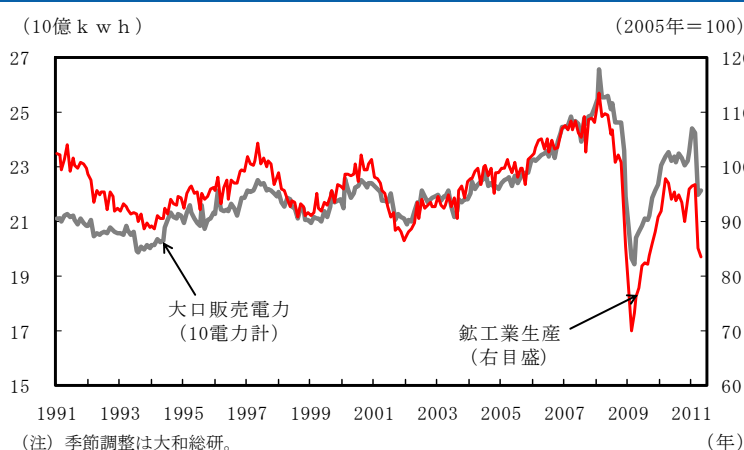
原発停止に伴う生産の低迷

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13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13：鉱工業生産と大口販売電力量



- 3月時点で電力供給は**30%不足**
(平日の電力需要は4500万キロワットの方、供給は3100万キロワットに落ち込む)
- 日本全体での**電力供給は12%不足**
(大口電力10電力合計に占める東京・東北電力のシェアは40%)
- 生産と電力需要(供給)の弾力性は0.92であり、電力供給が12%減少すれば、**鉱工業生産を11.0%下押し**
- 鉱工業生産とGDPとの弾力性(0.3)に照らせば、**GDPは3.3%(月率0.28%)減少**

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14**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14：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

図表 15 : 日本経済・金利見通し

(予) →

	2011. 1-3	4-6	7-9	10-12	2012. 1-3	4-6	2010年度	2011年度	2012年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-3.6 -1.0	-1.3 -1.0	3.5 -1.1	2.1 0.3	2.9 1.9	2.8 2.8	2.3	0.0	2.6
経常収支 (季調済年率、兆円)	13.0	7.4	8.0	7.0	5.8	6.0	16.1	7.2	7.4
失業率 (%)	4.7	4.6	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.8	-0.3	-0.1	-0.7	-0.8	-1.0	-0.9	-0.5	-0.4
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債長期物) (期中平均、%)	1.24	1.18	1.05	1.05	1.10	1.15	1.15	1.10	1.25

(注1) 予測値は原則として大和総研・第170回日本経済予測による。

(注2) 2011年3月以降の失業率は被災3県(岩手県、宮城県及び福島県)を除く失業率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

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。