

## 内外経済の現状と課題

2011年11月10日(木)

白川浩道

クレディ・スイス証券株式会社

マネージングディレクター

チーフ・エコノミスト兼経済調査部長

アナリスト・サーティフィケーションおよび重要な開示情報は巻末のディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。その他の重要な開示情報につきましては <https://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照願います。

---

## 世界経済情勢判断のポイント

1. 欧州ソブリン危機問題： EFSF拡充策導入、ECBによる量的緩和拡大を受け、市場の混乱はいったん収束する公算（中長期的には問題国における成長戦略が必要）
2. 米国景気とマクロ政策： 内需の回復は緩やか、“日本化”が進展、外需・ドル依存が継続する見込み
3. 為替相場と日本の競争ポジション： 実効レート円高が加速する可能性が高く、国際競争ポジションが悪化へ
4. 世界経済にスタグフレーション・リスク： 耐久消費財消費の低迷が長期化、輸出企業の交易条件が悪化

# 政策対応の考え方

## 1. 短期的対応

- ・過度な円高の抑制＝日銀による追加緩和（利下げが有効）

## 2. 中長期的対応

- ・国内家計消費活性化：富裕層課税等による社会保障制度の充実化（高齢層引退促進、雇用市場流動化）
- ・供給制約をミニマイズ：公共インフラ（港湾・空港、電力など）の整備
- ・TPP参加等を梃子にした国内サービス業の活性化
- ・資源インフレ対策：資源投資ファンドの設置

## 参考資料の構成

＜参考1＞欧州ソブリン問題の行方	.....	4
＜参考2＞米国経済と財政・金融政策	.....	17
＜参考3＞米国経済の日本化	.....	37
＜参考4＞世界経済観	.....	47
＜参考5＞国内家計消費パス予測	.....	60
＜参考6＞日本の生産関数再推計	.....	72
＜参考7＞TPP、日-EU・EPAの経済効果	.....	76

＜参考1＞欧州ソブリン問題の行方



## ギリシャ・ソブリン問題のポイント

- 政府債務リストラ計画（“延命計画”）
  - ・民間金融機関保有債権（2,000億ユーロ程度）の50%を自主削減
  - ・政府債務残高を3,500億ユーロから2,800億ユーロ程度へ削減
  - ・政府債務残高GDPは160%弱から130%弱へ低下
  - ・欧州の銀行に500億ユーロ程度を公的資金注入
  - ・ギリシャは財政健全化拡大、EU/IMFは資金支援を継続
- 課題と見通し
  - ・名目GDP成長率はマイナス6%弱（景気回復シナリオ描けず）
  - ・fiscal sustainability（財政維持可能性）は依然として低い
  - ・追加的債務削減、継続的財政支援が必要
  - ・中期的にユーロ圏離脱が視野に？

## イタリア・ソブリン問題のポイント

### ● 何が問題なのか

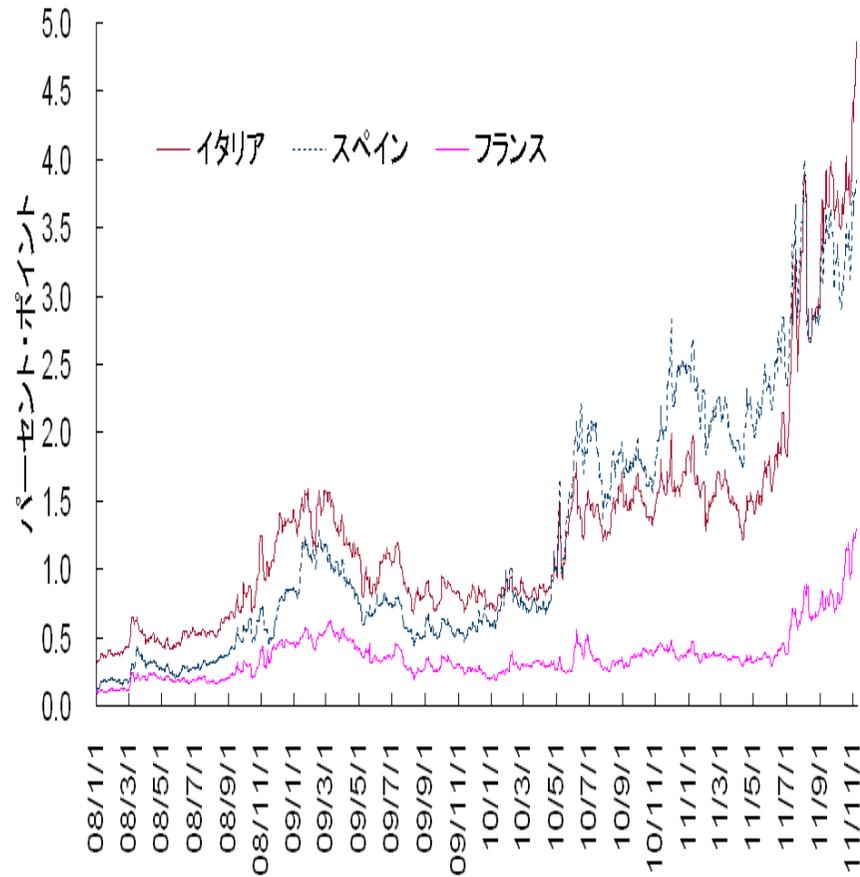
- ・イタリアに対する市場の不信感が根強い
- ・政府債務規模がギリシャの6倍弱
- ・債務リストラ計画を策定するのは困難
- ・EU/IMFが財政危機時に資金支援することも困難
- ・“デフォルト”したら、国際金融システムは混乱
- ・様々な方策で市場の信認を回復させるしかない

### ● 予想される対応策

- ・危機対応ファシリティ(EFSF)の拡充
- ・金融緩和、ユーロ安で景気浮揚

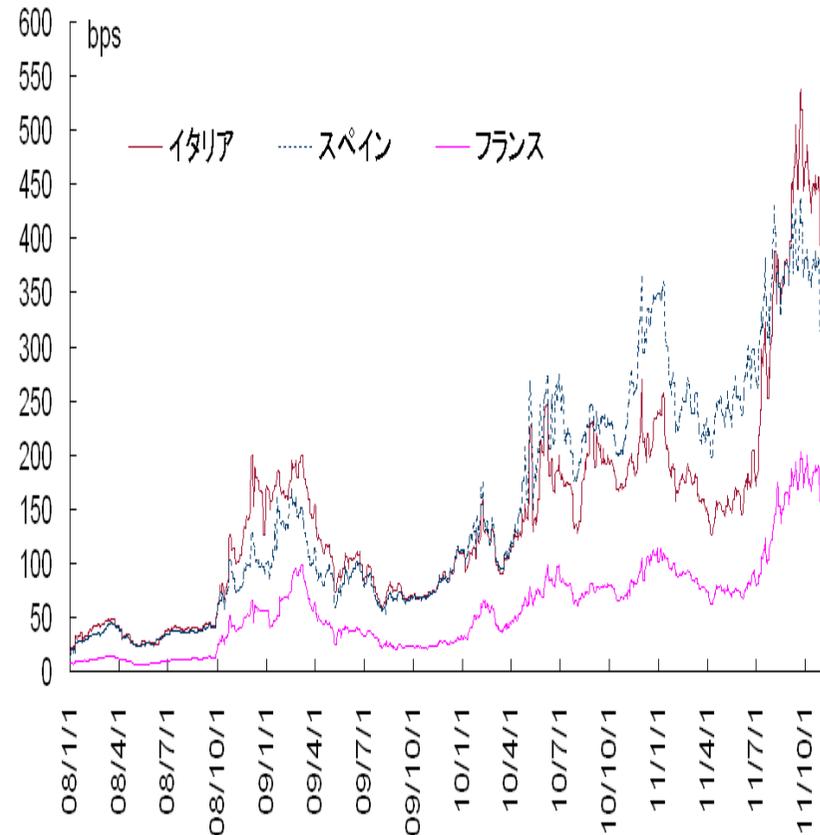
# ＜図表1-1＞イタリアとスペイン(市場の評価)

対ドイツ国債利回りスプレッド(10年物)



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

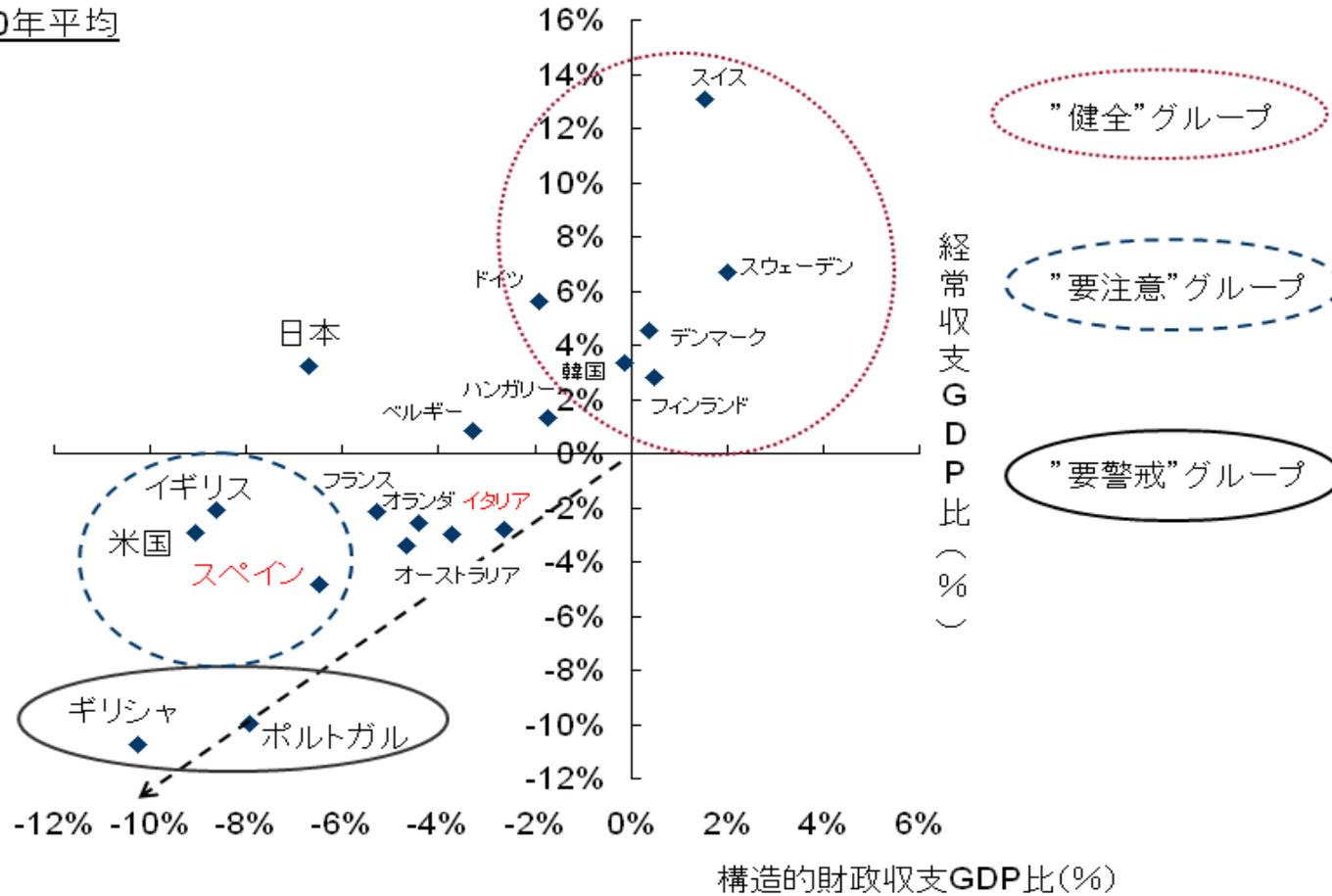
CDS(5年物、ドルベース)



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

# ＜図表1-2＞主要国の構造的財政収支と經常収支 (2009-10年平均)

2009-2010年平均



出所: OECD、Credit Suisse

## <図表1-3> 欧州主要国の財政・経済指標①

	財政収支 GDP比(%)	政府純利払い費 GDP比(%)	政府債務(グロス) GDP比(%)	政府債務(ネット) GDP比(%)	純債務平均 コスト (%) a	名目 GDP成長率 (%) b	b-a
ユーロ圏	-4.2	2.6	95.6	60.0	4.3	3.0	-1.3
ドイツ	-2.1	2.1	87.3	50.2	4.2	3.6	-0.6
スペイン	-6.3	1.7	<b>73.6</b>	45.7	3.7	2.8	<b>-0.9</b>
フランス	-5.6	2.5	97.3	60.2	4.2	3.1	-1.1
イタリア	-3.9	4.4	<b>129.0</b>	100.6	4.4	1.8	<b>-2.6</b>
アイルランド	-10.1	3.0	120.4	70.0	4.3	-0.4	-4.7
ポルトガル	-5.9	4.2	110.8	75.5	5.6	0.3	-5.3
ギリシャ	-7.5	5.6	157.1	124.8	4.5	-5.5	-10.0
米国	-10.8	1.9	101.1	74.8	2.5	3.7	1.2
日本	-8.0	1.6	212.7	127.8	1.3	-3.3	-4.6

出所: OECDエコノミック・アウトック(volume 2011/1)、Credit Suisse  
 注: 2011年実績見込み(除く名目GDP成長率)、名目GDP成長は直前前年比  
 政府債務はOECD予測

政府負債発散確率(財政破綻確率)が高い

## ＜図表1-4＞ 欧州主要国の財政・経済指標②

	GDP (10億euro) (1)	救済 パッケージ (10億euro)	一般政府負債 GDP比 (%) (2)	一般政府負債 (10億euro)	一般政府負債 の海外保有 (3)		一般政府 構造的 財政収支 GDP比 (2)
					比率(%)	金額(10億euro)	
イタリア	1,574		129%	<b>2,030</b>	48%	966	-2.2%
スペイン	1,088		74%	<b>801</b>	40%	322	-5.2%
ポルトガル	172	78	111%	<b>191</b>	70%	134	-7.6%
ギリシャ	224	187	157%	<b>351</b>	80%	280	-6.5%
アイルランド	158	85	120%	190	60%	114	-25.3%
ベルギー	365		101%	368	65%	239	-2.6%
ハンガリー	102		80%	81	50%	60	-1.5%
ユーロ圏合計	9,421		96%	<b>9,006</b>			-3.9%
ドイツ・フランス	4,543		92%	4,165			
EU27ヶ国	12,603						
イギリス	1,703		89%	1,332	23%	305	-8.3%

注: (1): 11/Q1-Q2、(2): 2010年、(3): IMF推計(2010年初)

出所: IMF, OECD, Credit Suisse

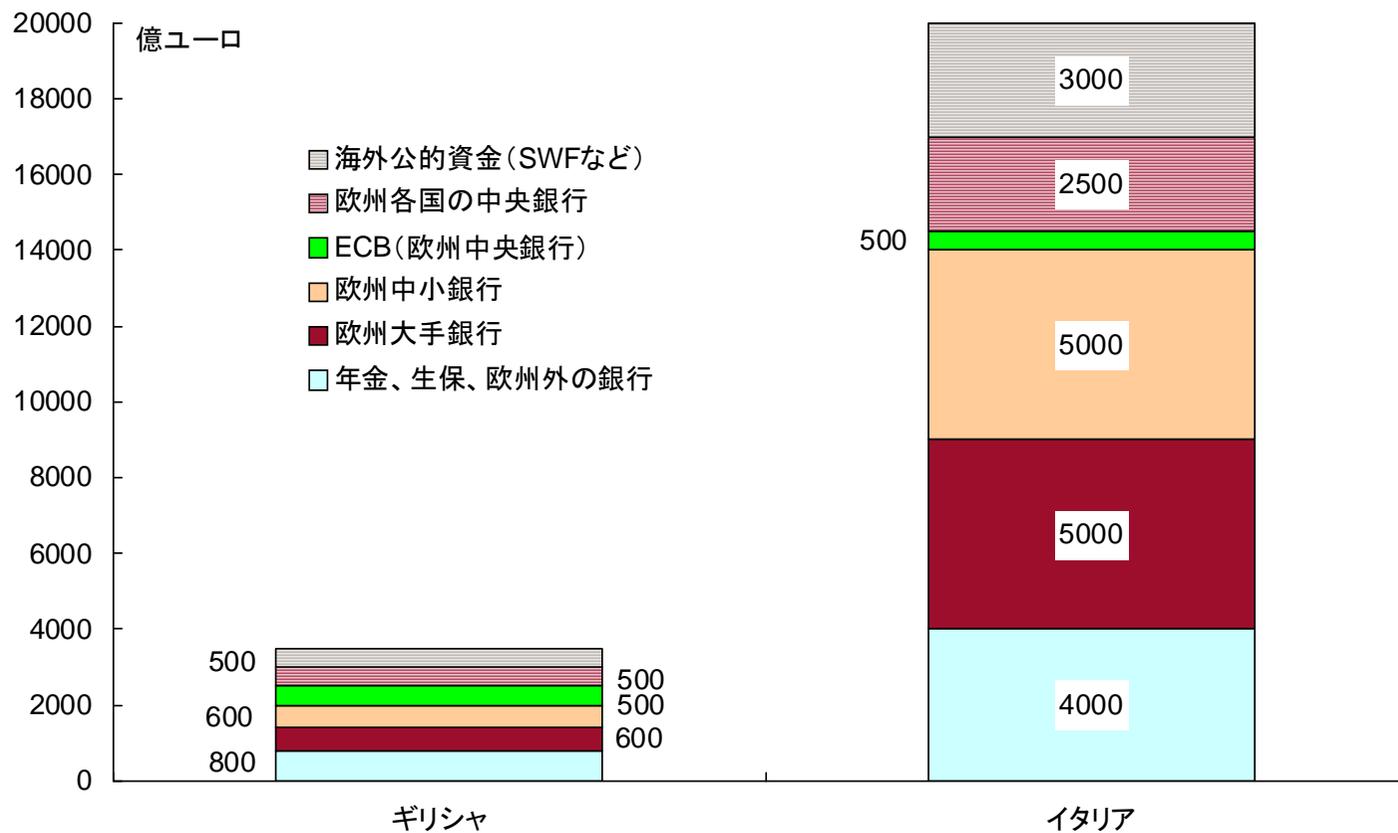
## ＜図表1-5＞イタリアとギリシャの類似点

- アングラ経済 (shadow economy) の大きさ<sup>1)</sup>
  - ーギリシャはGDP比28.2% (2002/3年、OECD21カ国中1位)
  - ーイタリアはGDP比25.7% (同2位)
  - ー米国はGDP比8.4%、日本はGDP比10.8%
- 財政運営の構造的な不健全性の高さ<sup>2)</sup>
  - ーギリシャのCPIは3.5 (世界78位、先進国中最下位)
  - ーイタリアのCPIは3.9 (世界67位、ギリシャに次ぐ低順位)

1) Stavros Katsios, "The Shadow Economy and Corruption in Greece", South-Eastern Europe Journal of Economics 1 (2006) 61-80

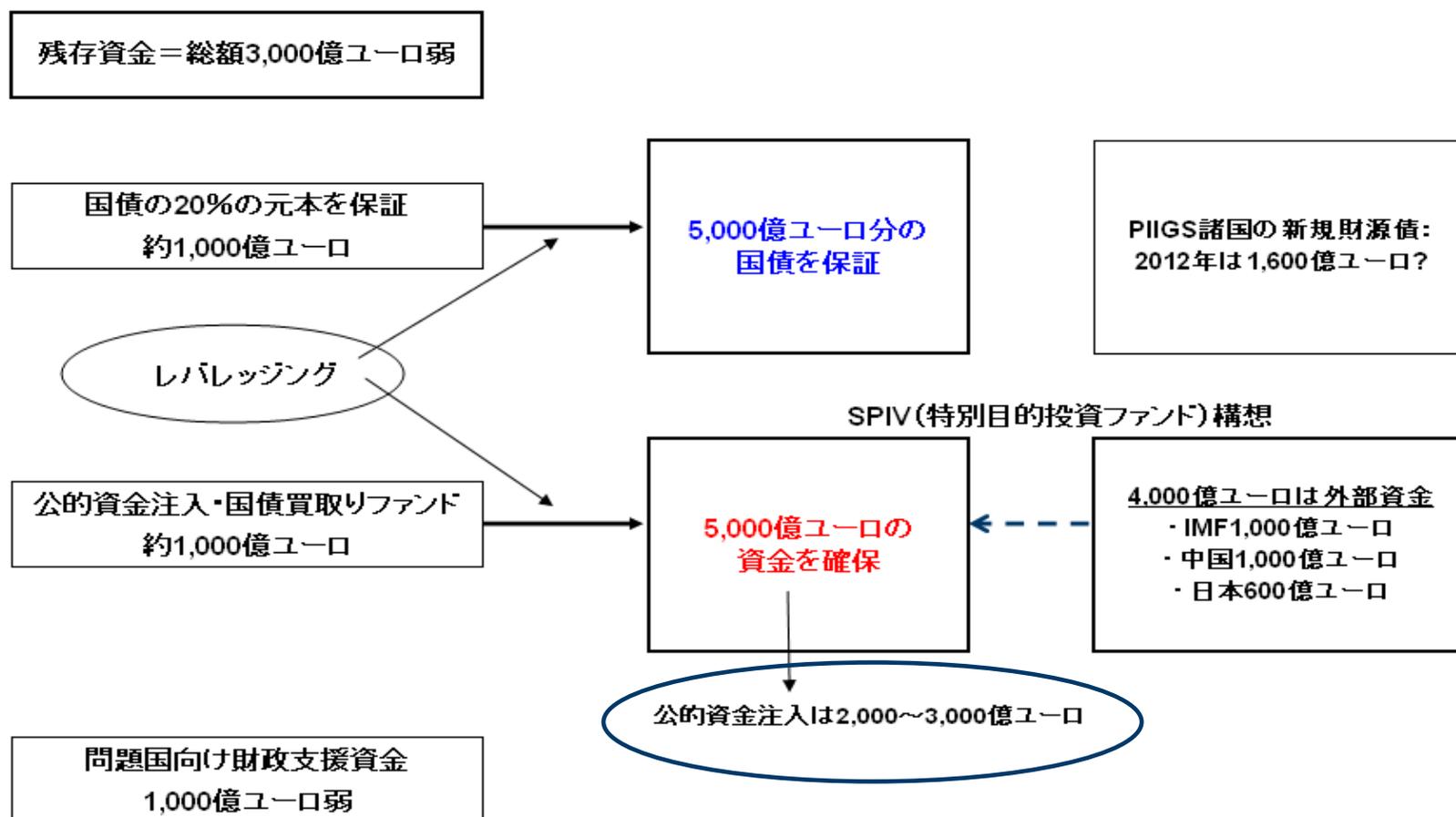
2) Corruption Perceptions Index 2010, Transparency International

# <図表1-6>ギリシャ・イタリア政府債務の保有者内訳 (推計)



出所: Credit Suisse

## <図表1-7>危機対応ファシリティ(EFSF)の拡充



出所: Credit Suisse

## ＜図表1-8＞ 欧州主要33行の潜在損失・所要資本増強額 (クレディ・スイス推計)

(単位: 億ユーロ)

BaselⅢ 完全移行に伴う資本不足額	1,650	
ソブリン危機深刻化に伴い潜在的損失	2,350	← 欧州銀行部門全体では 4,000億ユーロ弱?
ソブリン・エクスポージャーから生じる損失	1,250	
ソブリン・エクスポージャーのリスク加重額	220	
向こう1年間の資金調達コスト増加	370	
サブプライム資産の追加損失	520	
<b>所要資本増強額</b>	<b>4,000</b>	← 欧州銀行部門全体では 5,500億ユーロ超?

出所: Credit Suisse Equity Research

### 主要国債価格の前提 (CS “accelerated sovereign shock”)

**Figure 133: Credit Suisse “accelerated sovereign shock” scenario – Blended marks**  
in %, unless otherwise stated

	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain	Belgium	France	UK
Current trading levels	49%	87%	94%	73%	99%	100%	100%	100%
EBA Stress Levels “adverse” scenario	78%	84%	89%	79%	90%	94%	94%	92%
<b>CS “accelerated sovereign shock”</b>	<b>36%</b>	<b>77%</b>	<b>79%</b>	<b>67%</b>	<b>79%</b>	<b>86%</b>	<b>87%</b>	<b>82%</b>

Source: Company data, Credit Suisse estimates

## <図表1-9> ECB(欧州中央銀行)の政策運営

### ● 期待される政策

#### ① 国債購入の拡大

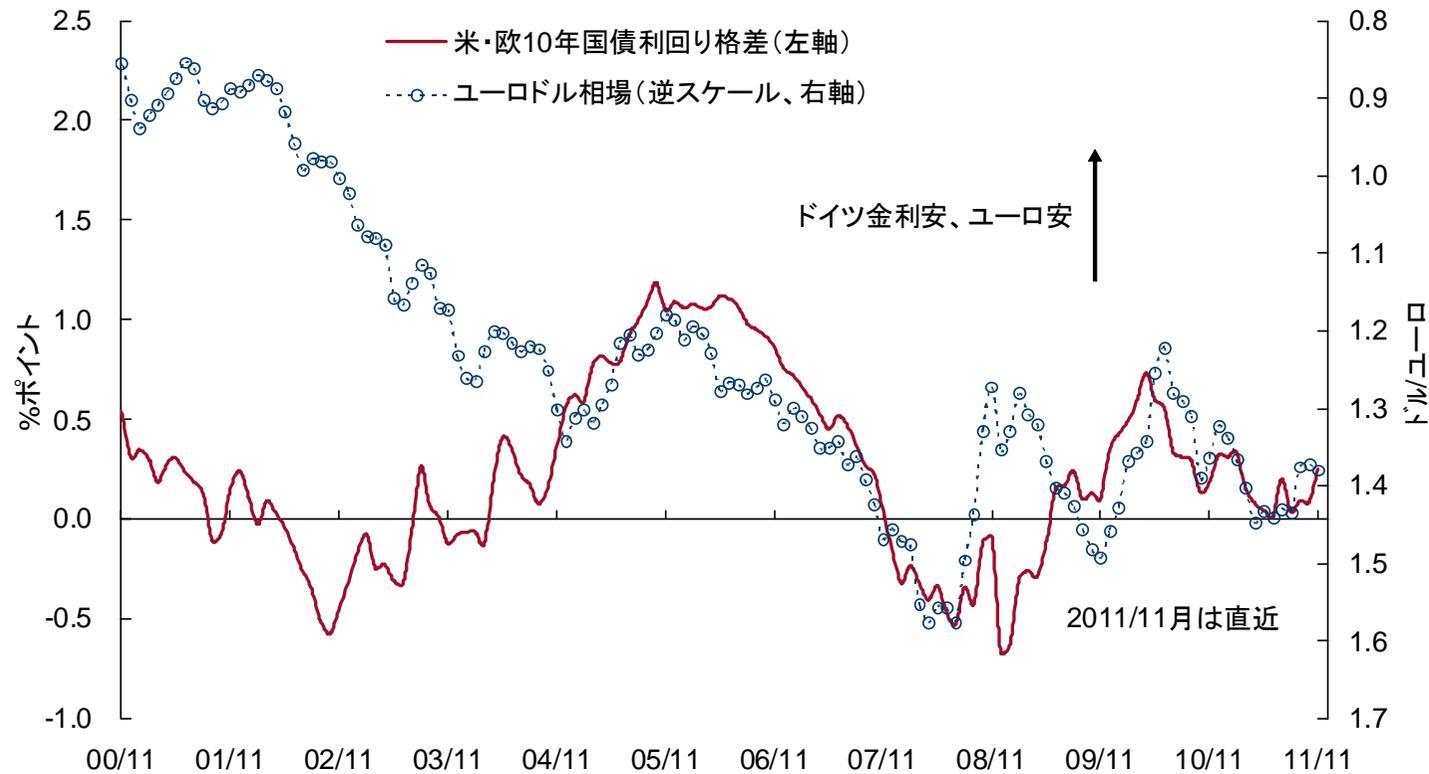
- ・PIIGS債→ドイツ・フランス債へ?(問題国支援からQEへ)
- ・これまでに1,700~1,800億ユーロ購入→5,000億ユーロまで?
- ・ちなみにFRBはQE下で国債を9,000億ドル購入

#### ② 利下げ

- ・インフレ率が低下すれば、ゼロ金利(現状1.25%)へ?

# <図表1-10> 米・独10年金利格差とドル・ユーロ相場 ~対ドルで1.2程度のユーロ安を実現するためには ドイツ債利回りを1.0%程度まで引き下げる必要

米・独長期金利格差とユーロ・ドル相場(月中平均)



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

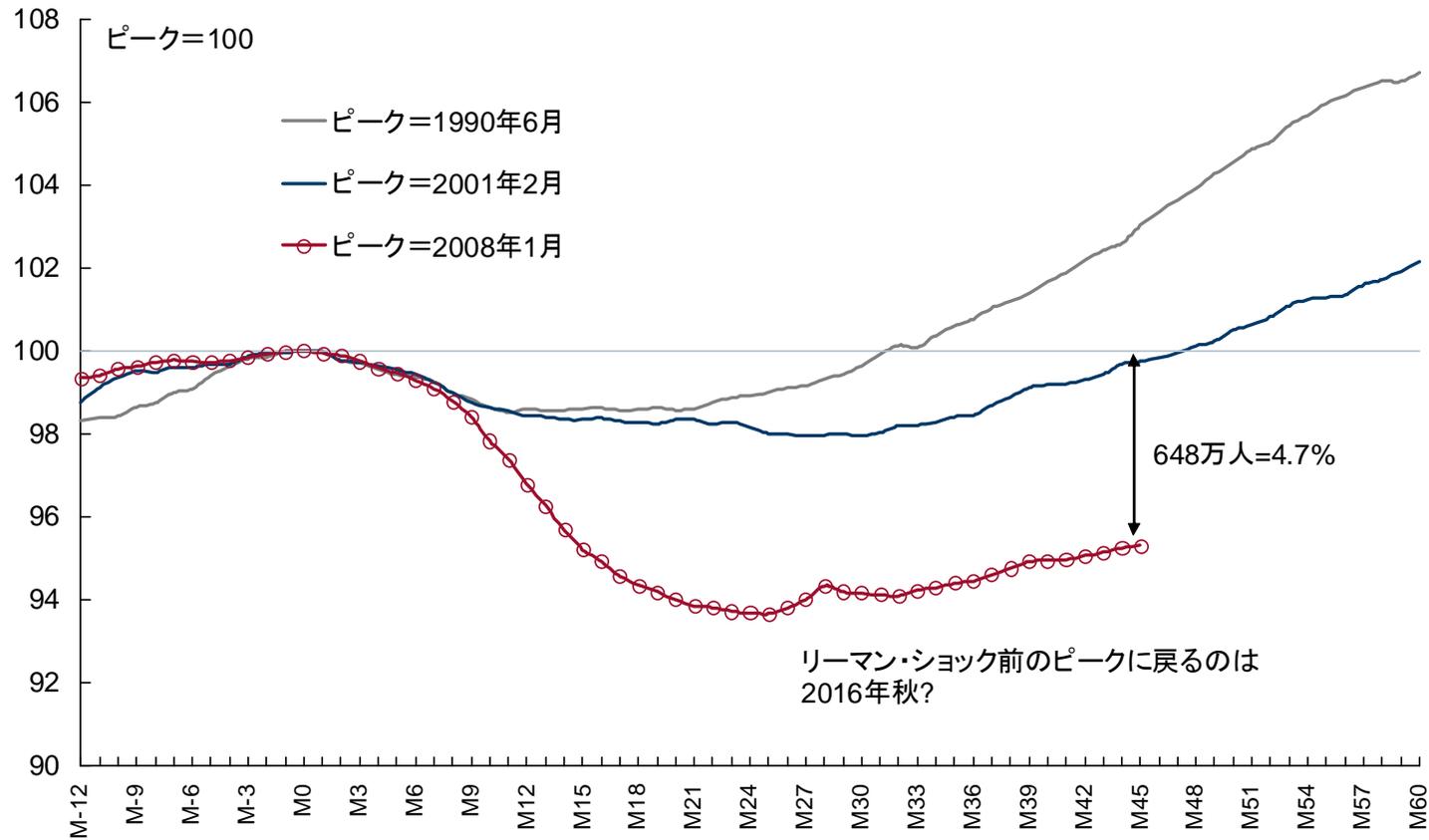
<参考2> 米国経済と財政・金融政策



## ポイント

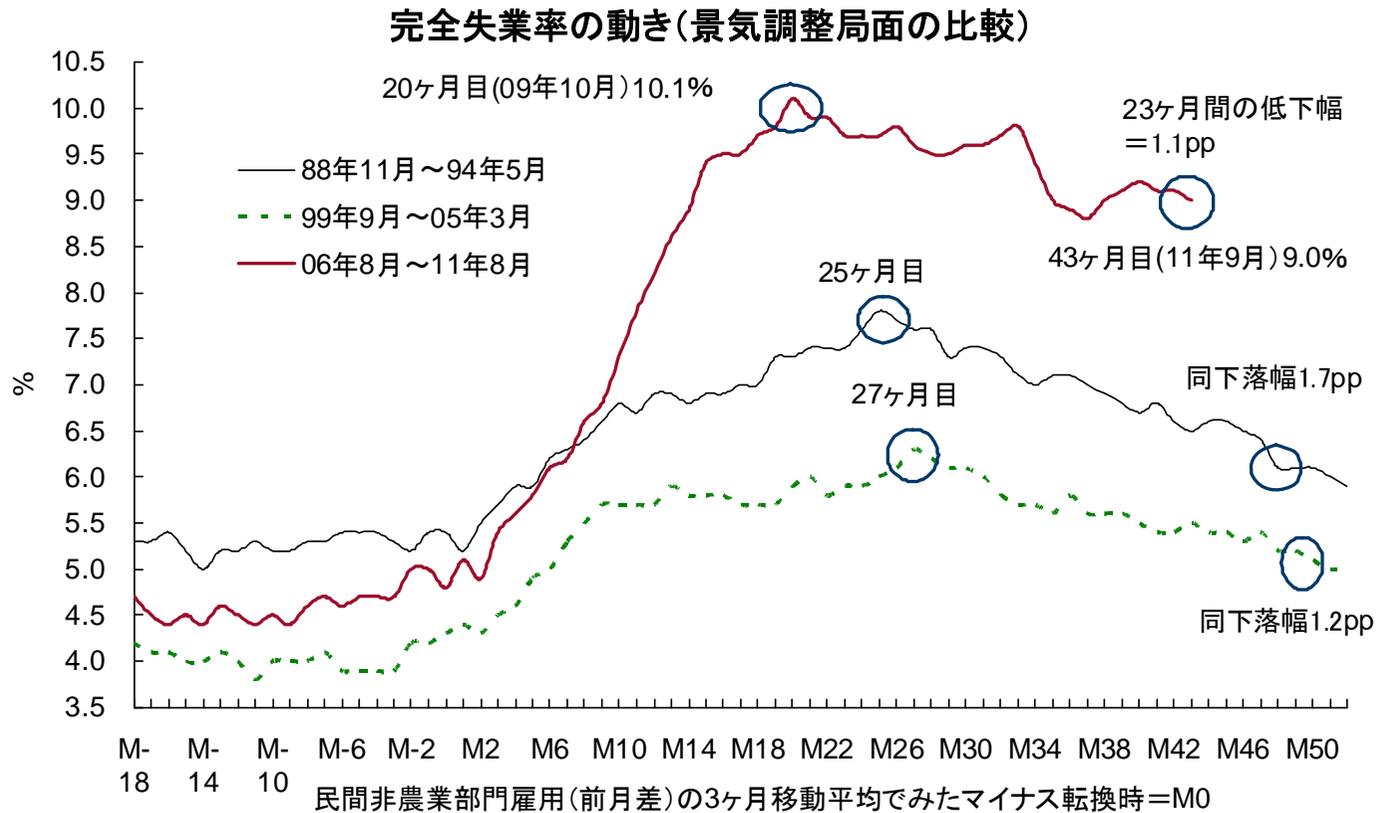
- 雇用回復は緩やか、賃金伸び率は鈍化傾向、ホーム・エクイティは低迷、インフレ率高止まりもあって消費マインドは低迷
- 追加景気対策については、約1,300億ドル(GDP比0.9%)の追加的減税措置の内需刺激効果が注目されるが、家計貯蓄率が上昇する可能性があり、個人消費押し上げ効果はやや不透明
- 企業部門の期待成長率は下方屈折した可能性が高く、外需と利益の環境が悪化すれば、設備投資に下振れリスク
- 実効為替レート安政策の放棄は困難とみられ、中期的に「財政緊縮＋金融緩和」のポリシー・ミックスが維持される見込み
- FRBがQE3に踏み込めば、もう一段の円高へ

# ＜図表2-1＞米国非農業部門雇用者 ～リーマン・ショック前の水準に比べ依然650万人少ない



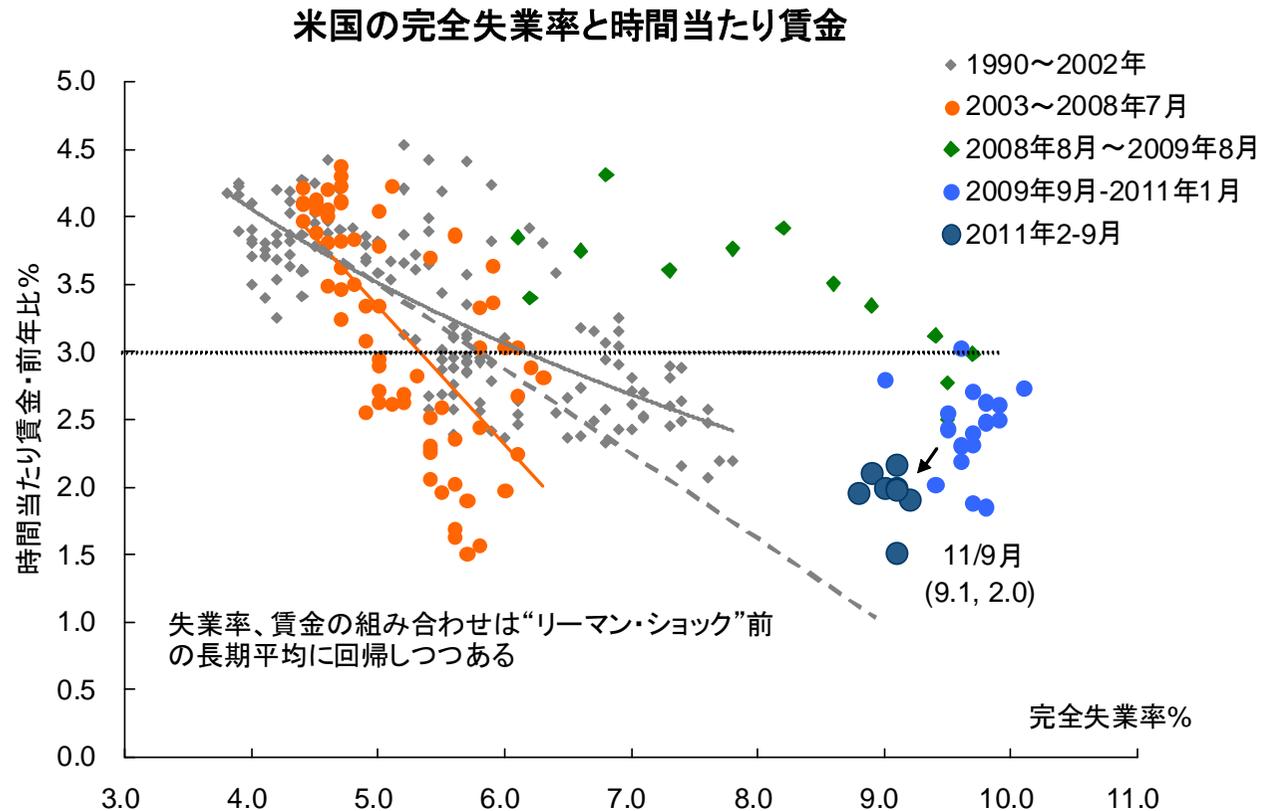
出所：米国労働省、Credit Suisse

# ＜図表2-2＞米国完全失業率 ～上昇幅は大きく、低下ペースは緩やか



出所: 米国労働省、Credit Suisse

# ＜図表2-3＞米国の古典的なフィリップス曲線 ～総合CPIインフレ率4%弱の下で賃金前年比は+2%程度 ～賃金伸び率がさらに鈍化するリスク



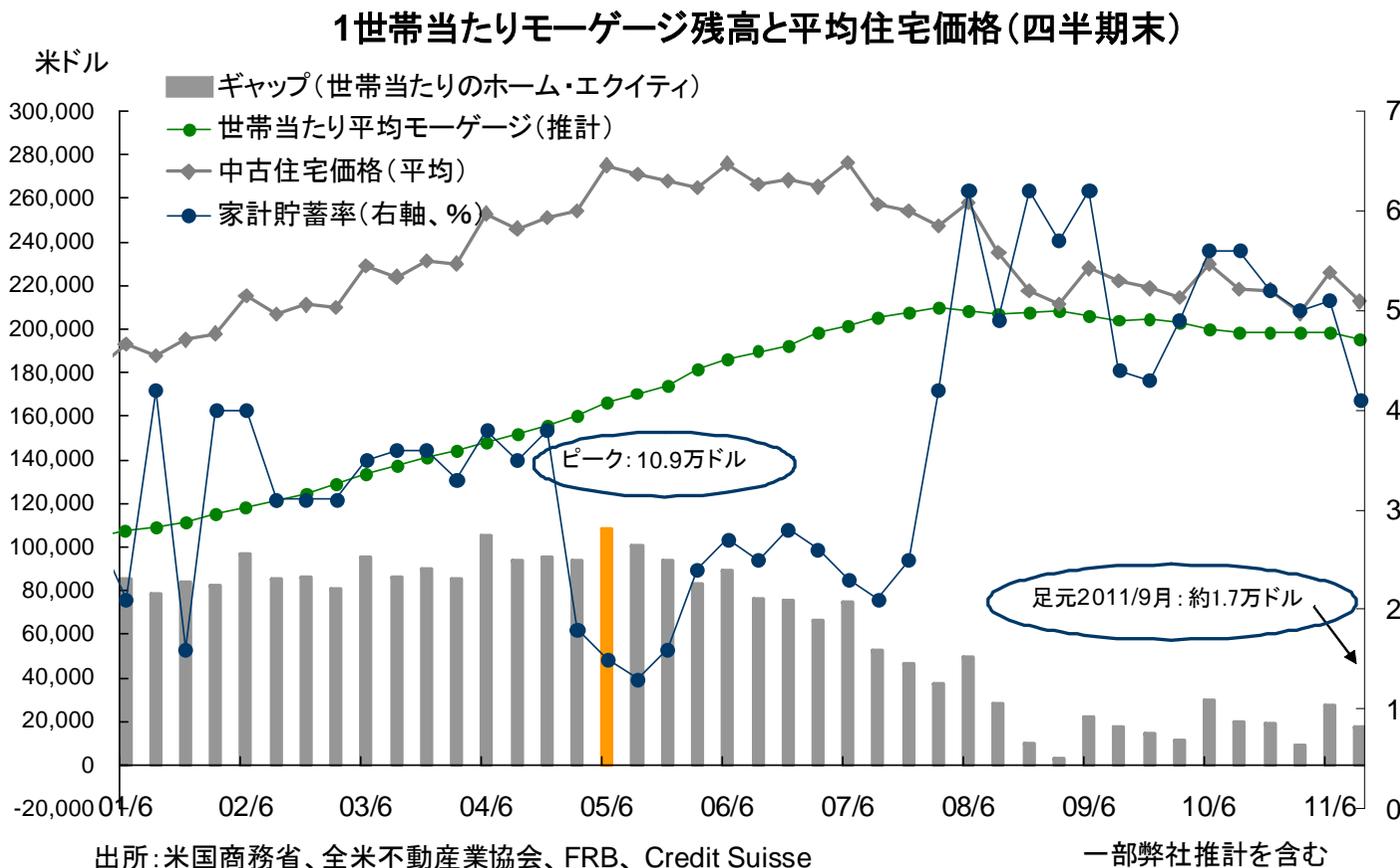
出所: 米国労働省、Credit Suisse

# <図表2-4> 米国ミザリー・インデックス(悲惨指数) ~高失業と高インフレの共存でスタグフレーション的状况 ~金融緩和拡大はスタグフレーションを煽るリスク

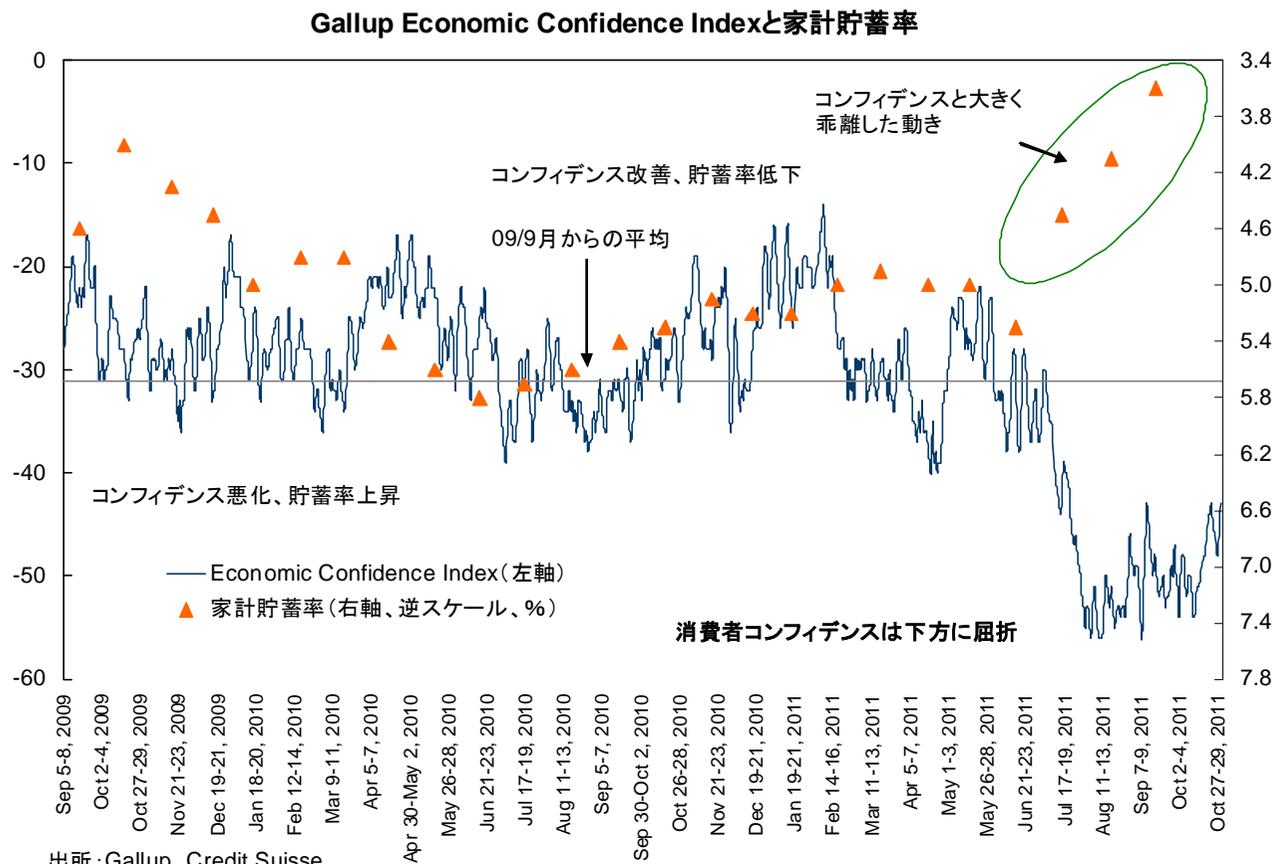


注:シャド一部分は景気後退期  
 出所:米国労働省、Credit Suisse

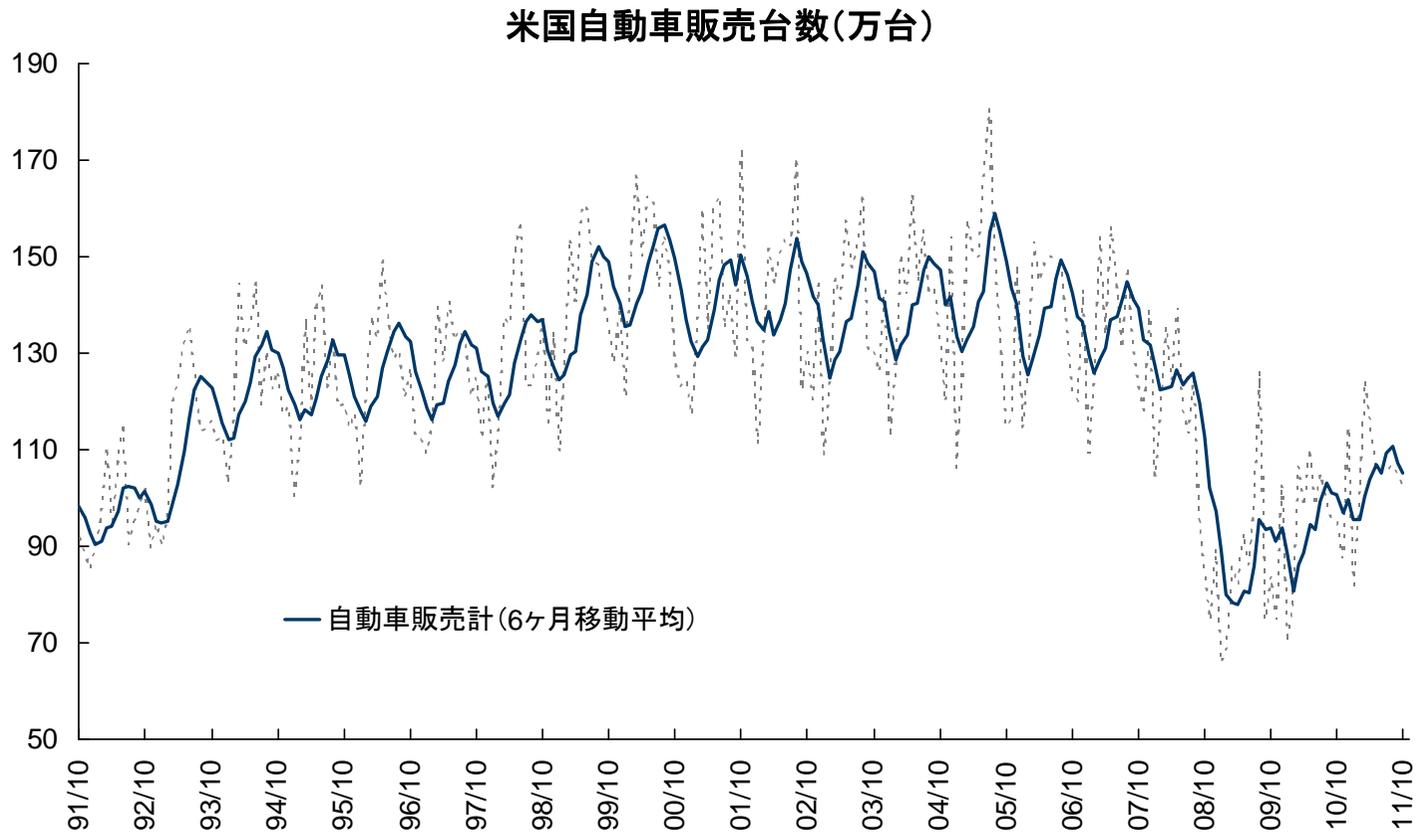
# ＜図表2-5＞米国家計部門エクイティ ～住宅価格は緩やかな下落傾向、モーゲージ残高の減少は緩やか～ ～ホーム・エクイティに回復傾向はみられない



# <図表2-6> 米国消費者コンフィデンスと貯蓄率 ~7月以降、コンフィデンスと貯蓄率の動きは大きく乖離 ~自動車販売が一巡すれば、家計貯蓄率は上昇へ?



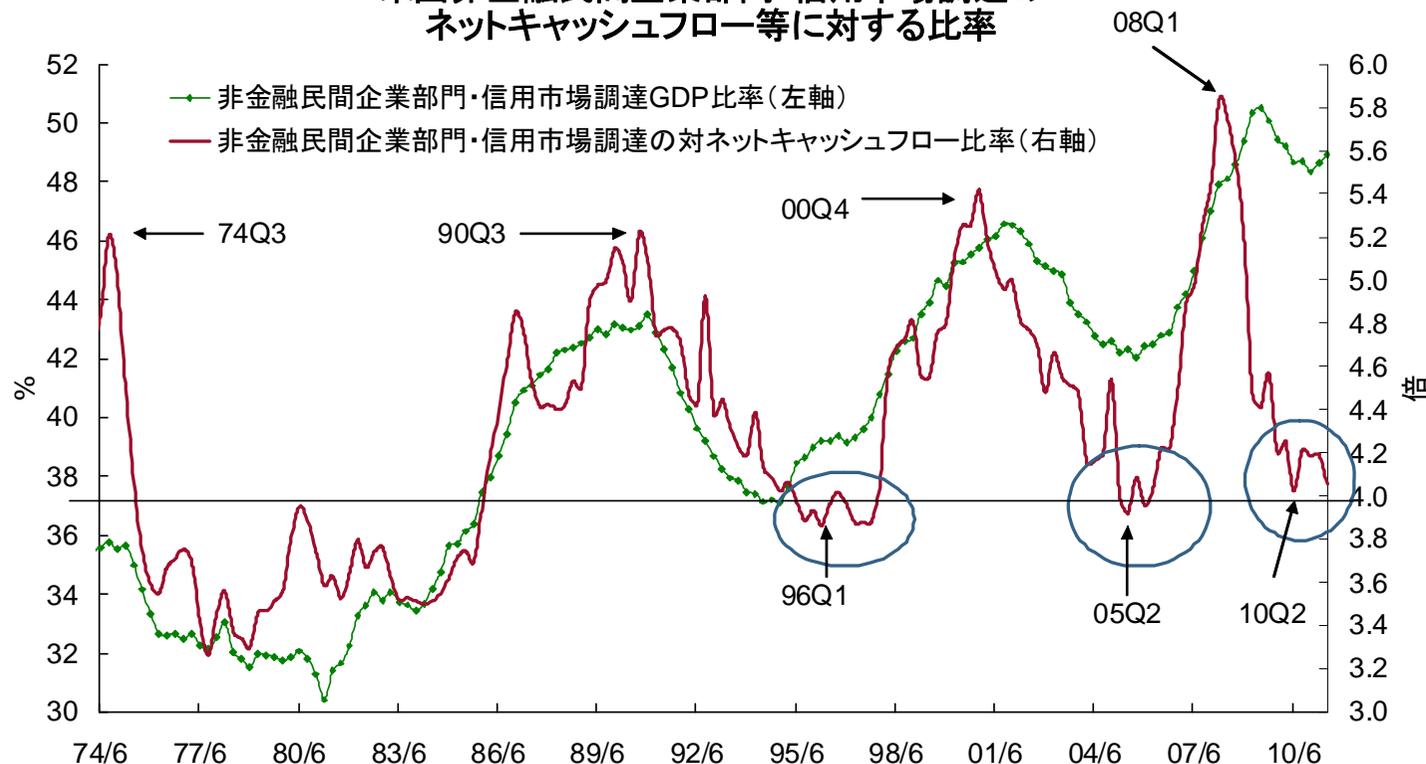
## <図表2-7> 米国自動車販売の推移 ～回復力は極めて鈍い



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

# <図表2-8> 米国企業負債のレバレッジ関連比率 ~足元の局面では企業部門のディレバレッジの進展が急激 ~米国企業の期待成長率は低下した模様

米国非金融民間企業部門・信用市場調達  
 ネットキャッシュフロー等に対する比率



出所: FRB、米BEA

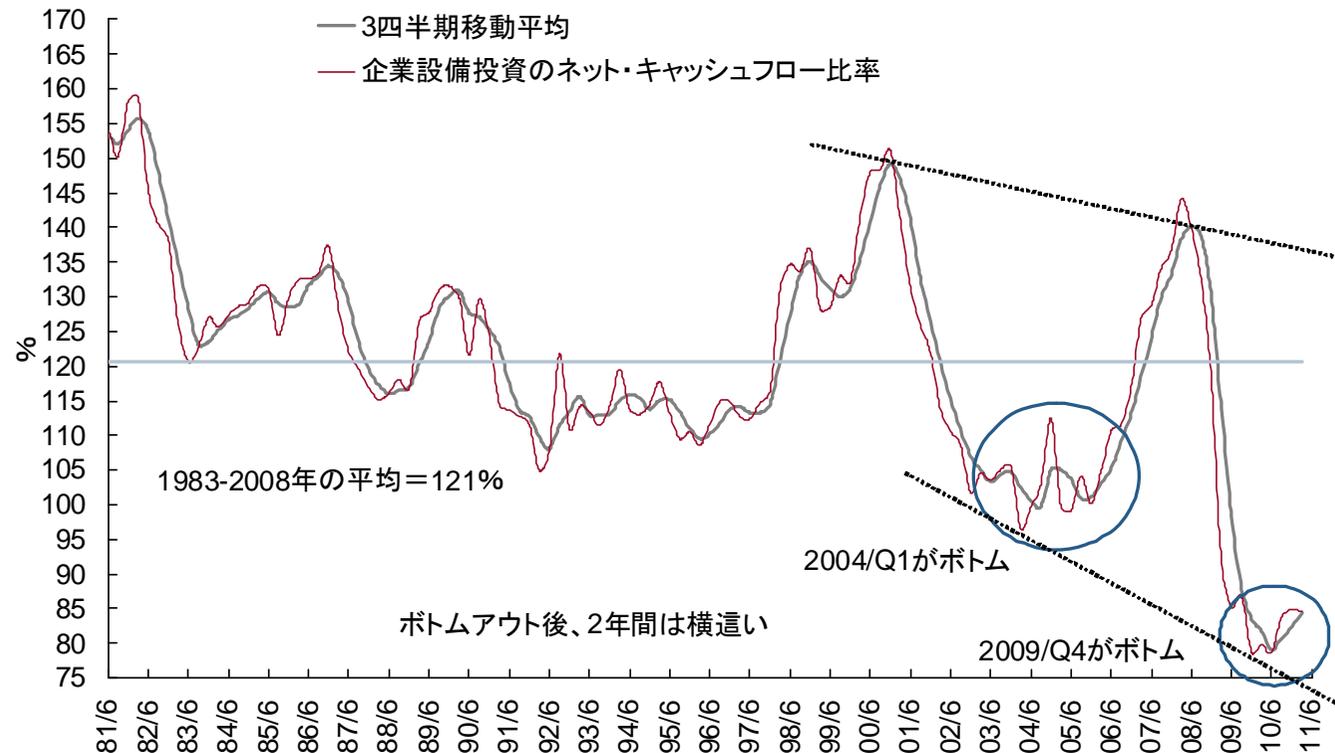
注: 信用市場調達はCredit Market Instruments Liabilityで銀行借入を含む

# <図表2-9> 米国企業設備投資ネット・キャッシュフロー比率

～設備投資・キャッシュフロー比率はボトムが切り下がっている

～構造物投資縮小で企業の借入意欲は趨勢的に後退

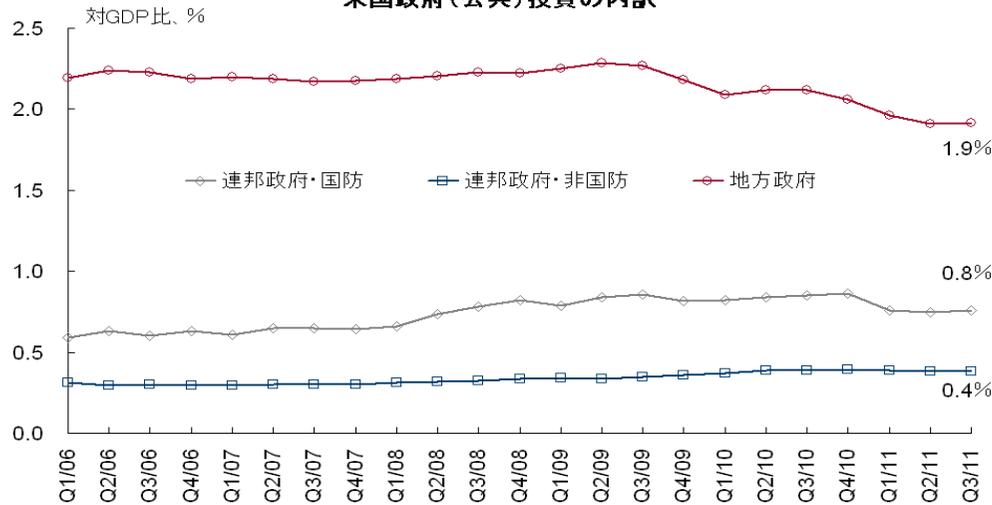
企業設備投資のネット・キャッシュフロー比率(米国)



出所: 米国商務省、Credit Suisse

# <図表2-10> 米国政府投資の動向

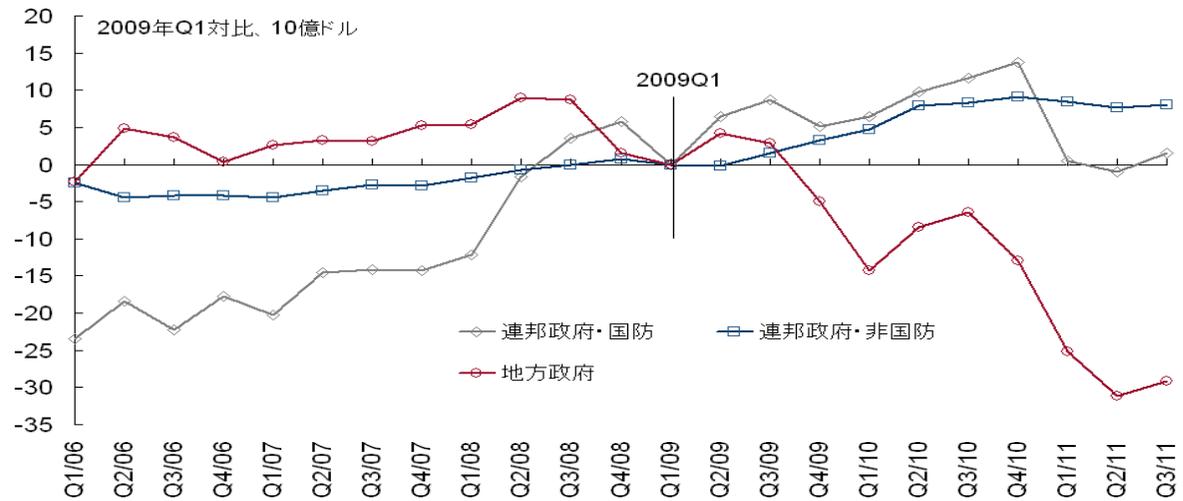
米国政府(公共)投資の内訳



出所: BEA, Credit Suisse

- オバマ政権は2009年の大型景気対策で500~600億ドルの公共投資増を打ち出したが、連邦政府分で100億ドル程度増加した程度。地方政府の公共投資は削減傾向を継続。

米国政府(公共)投資の推移(09年Q1比)



出所: BEA, Credit Suisse

## <図表2-11> “The American Jobs act” (追加景気対策) ~景気刺激効果を見込めるのは減税のみ?

(単位、億ドル)

	既存措置の延長	新規・追加措置	総額
減税	1,130	<b>1,320</b>	2,450
個人向け給与税減税	1,130	620	1,750
中小企業向け減税		700	700
公共投資		<b>600</b>	600
公共(輸送)インフラ投資		500	500
インフラ投資ファンド		100	100
その他支出		<b>800</b>	800
教育関連		650	650
住宅市場活性化		150	150
失業・雇用対策	400	<b>220</b>	620
失業保険拡充	400	90	490
その他		130	130
合計	1,530	<b>2,940</b>	4,470

出所: White House、Credit Suisse

## ＜図表2-12＞“向こう10年の財政赤字削減策”について ～総額2.4兆ドル削減で合意か？

(単位、兆ドル)

	当初案(1)	大統領最新案(2)	最終案(弊社予想)
財政赤字削減・基本合意額	0.9	0.9	0.9
追加的財政赤字削減額	<b>1.2</b>	<b>3.5</b>	<b>1.5</b>
増税		<b>1.5</b>	<b>0.8</b>
ブッシュ減税廃止		0.8	0.5
追加増税		0.7	0.3
新富裕税、エネルギー企業税、 HF税、企業海外所得課税			
歳出削減		<b>2.0</b>	<b>0.7</b>
医療費削減		0.3	0.2
国防費削減		1.1	0.3
その他裁量支出削減		0.6	0.2
財政赤字削減総額	<b>2.1</b>	<b>4.4</b>	<b>2.4</b>

注：(1)連邦債務上限引き上げ合意時の案

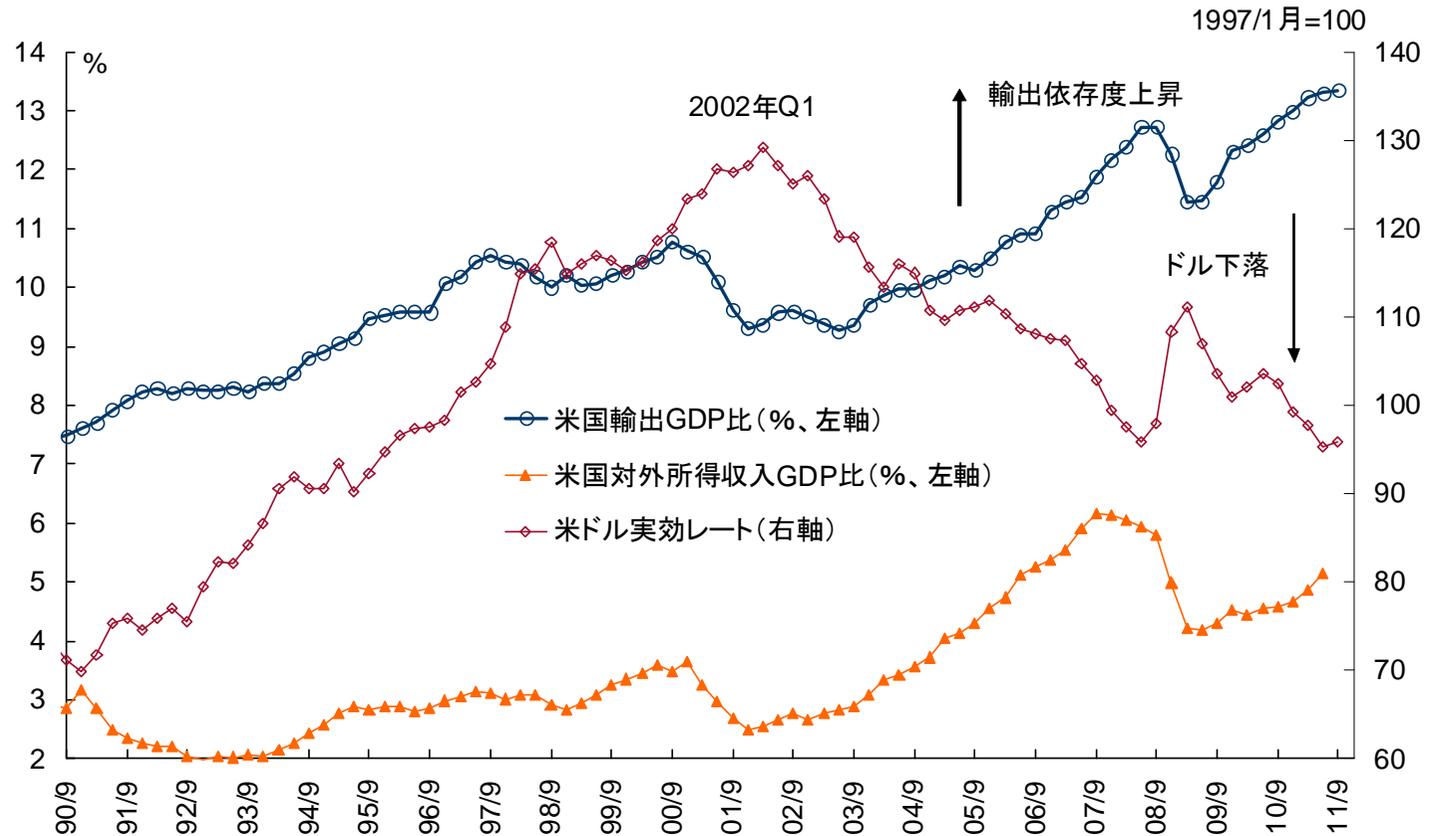
(2)9月19日に公表された案

出所：White House、Credit Suisse

# <図表2-13> 米国の輸出依存度とドル実効為替レート

～内需低調の下で、輸出が景気の牽引役

～米国はドル安政策を放棄できない



出所: 米国BEA、内閣府、Credit Suisse

## <図表2-14>FRB、日銀のバランスシートと円ドル相場①

～2008年以降の趨勢的ドル安はFRBバランスシートの相対的拡大が背景

～2011年はFRBバランスシートの相対的拡大が停止しており、

本来、ドル円相場は84～85円でも不思議ではない？

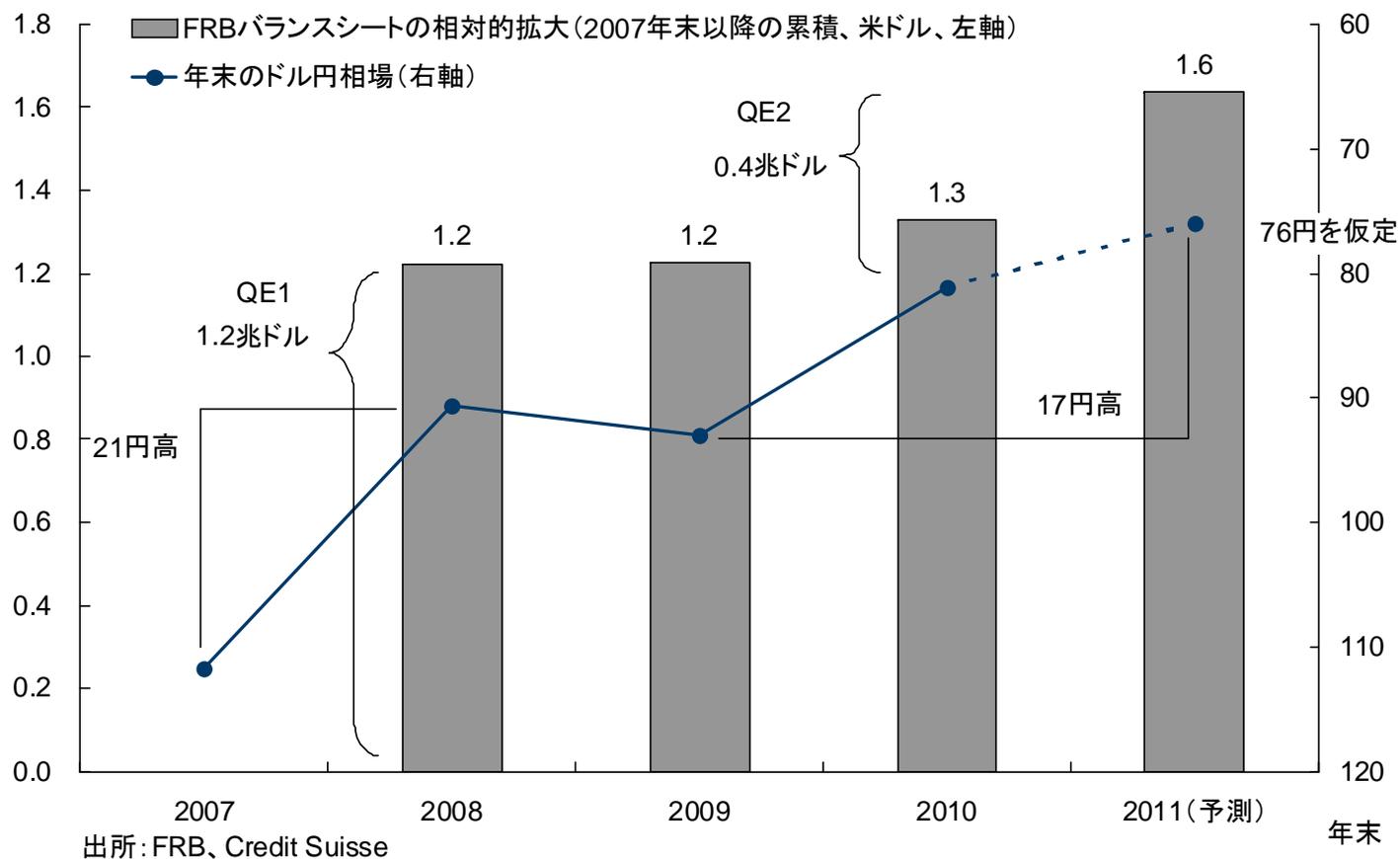
	FRB		日銀		ドル円相場
	総資産(兆ドル)	対GDP比(%)	総資産(兆円)	対GDP比(%)	
2003年末	0.8	6.9	131.4	26.8	107.2
2004年末	0.8	6.8	144.5	29.0	102.6
2005年末	0.9	6.7	155.6	31.0	117.8
2006年末	0.9	6.6	115.5	22.8	119.1
2007年末	0.9	6.3	111.3	21.6	111.8
2008年末	2.2	15.9	122.8	24.9	90.6
2009年末	2.2	15.9	122.5	25.9	93.0
2010年末	2.4	16.4	128.7	27.0	81.1
2007→2010年末	1.5	<b>10.1</b>	17.4	<b>5.5</b>	<b>-30.6</b>
2011年末(予測値)	2.9	18.8	138.4	29.9	?
2010→2011年末(予測値)	0.4	<b>2.4</b>	9.7	<b>2.8</b>	?

出所:FRB、日銀、米国BEA、内閣府、Credit Suisse

注:2011年末の総資産は直近値から横這いを想定、2011年末GDPは10-12月期予測値を利用

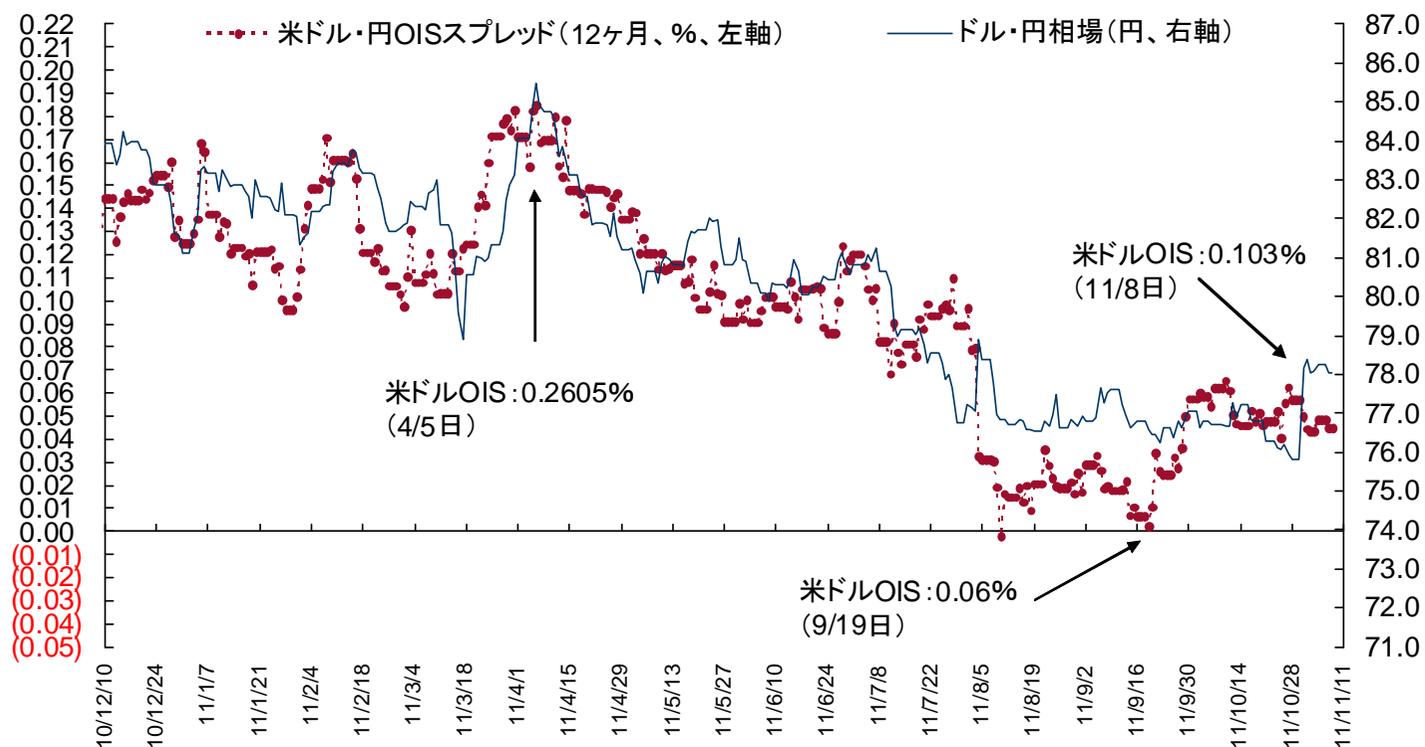
## <図表2-15>FRB、日銀のバランスシートと円ドル相場②

～足元にかけてのドル安はバランスシート格差で説明できる範囲を超えている



# ＜図表2-16＞ドル・円OISスプレッドとドル円相場 ～85円を下回るドル安・円高は米国のFF金利低目誘導と 低金利長期化期待が主因である

ドル・円相場と米ドル・円OISスプレッド(12ヶ月物)

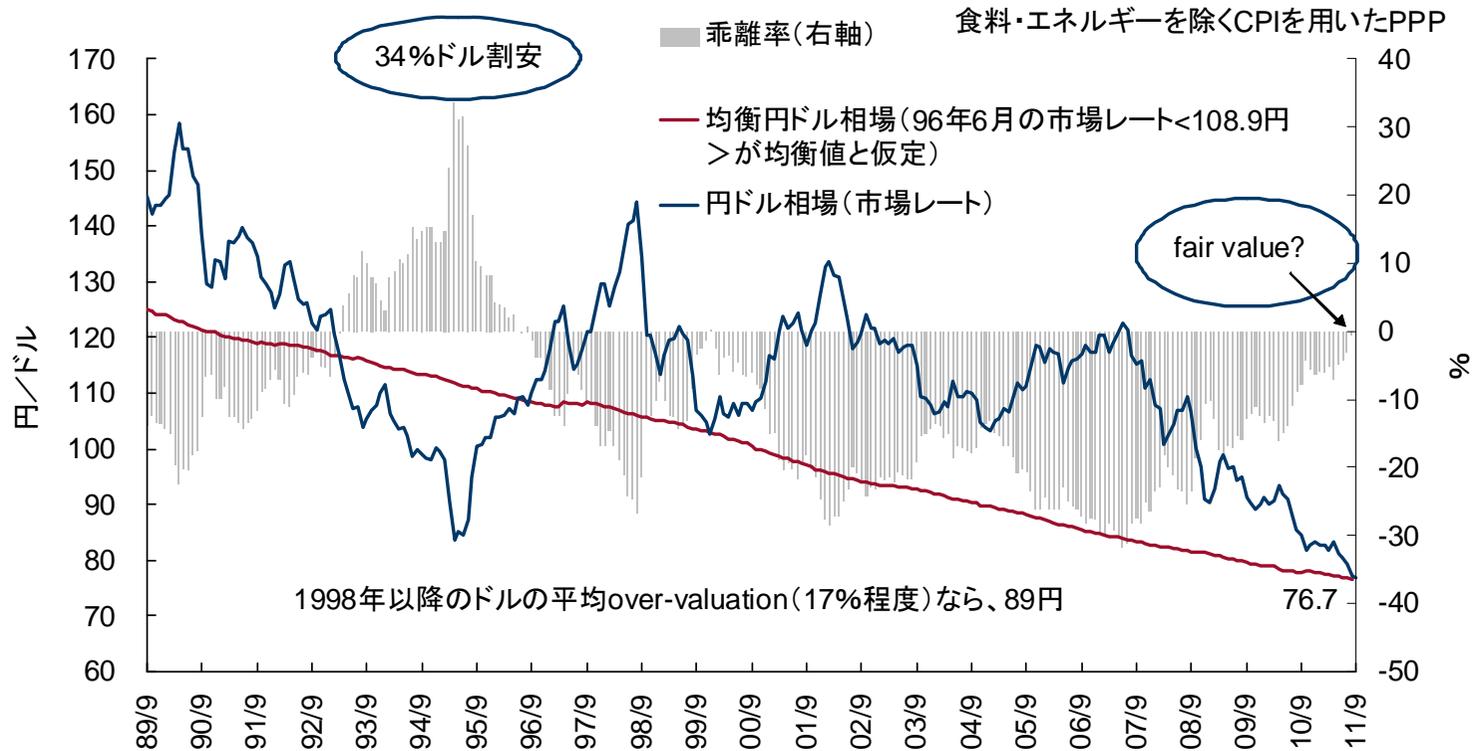


出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

# <図表2-17>ドル・円相場のPPP

～日米のCPI(除く食料、エネルギー)を用いたPPPを計算すると、  
足元では76円程度

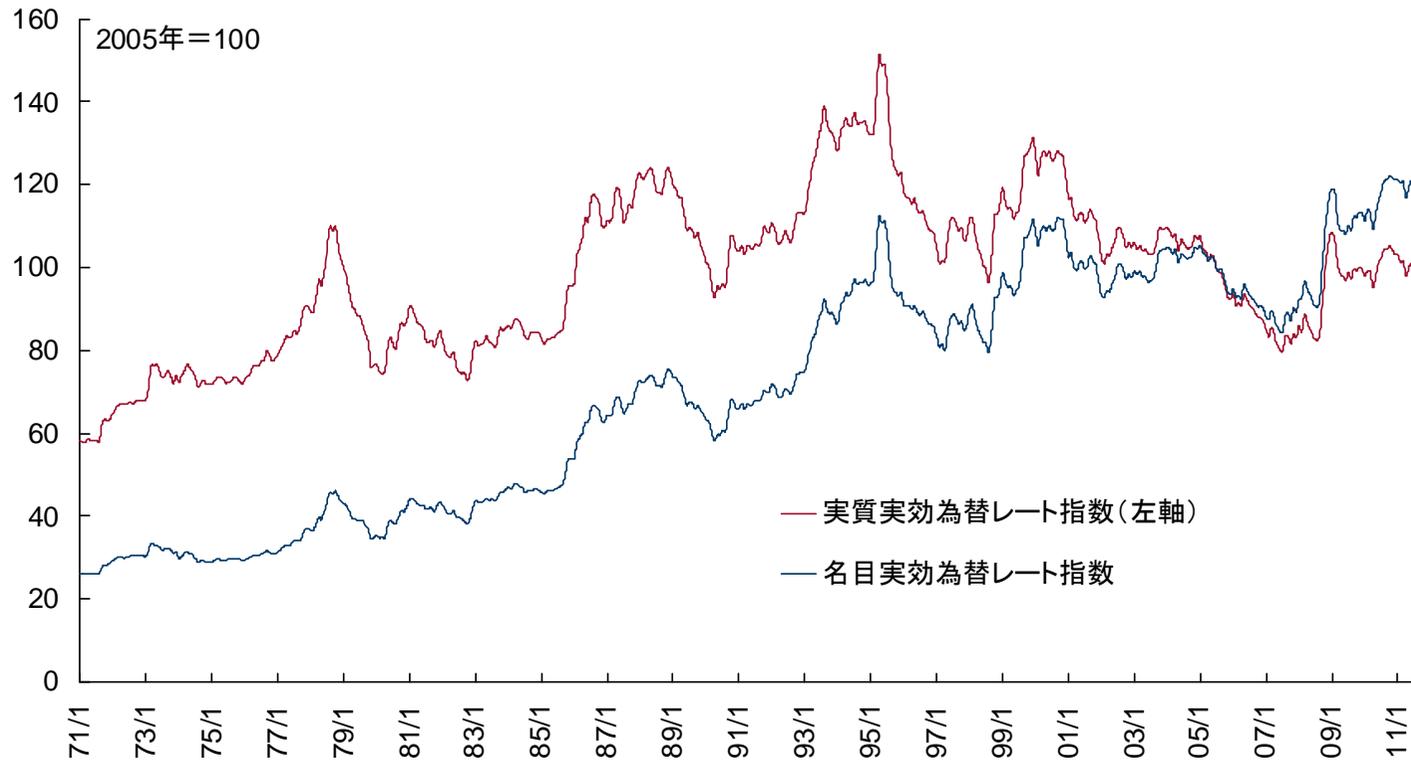
ドル円相場:市場レートとPPP(購買力平価)



出所: 米国労働省、総務省、the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

## <図表2-18> 実効円レート

実効円レート指数



出所: 日銀、Credit Suisse

<参考3> 米国経済の日本化

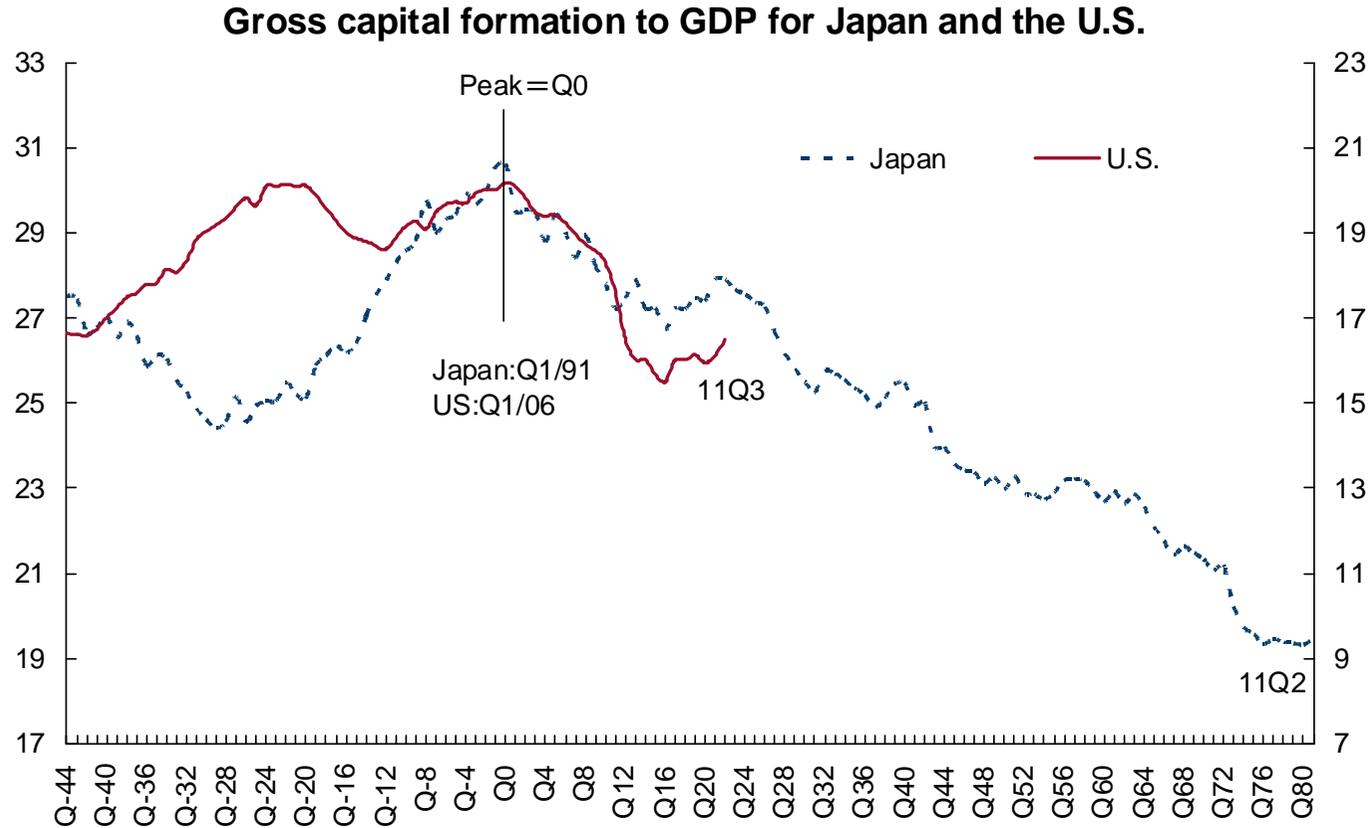


## ポイント

- 海外投資家の日本経済の現状に対する関心はあまり高くないが、“米国経済の日本化”には高い関心がある
- 日本化現象：総投資GDP比低下、設備投資CF比低下、経常収支GDP比改善、住宅価格下落、長期金利低下
- 非日本的減少：コアCPI前年比上昇、株価堅調
- コアCPI前年比大幅低下、株価大幅下落→ほぼ完璧な“日本化”？
- 米国当局（FRB）はデフレ期待の高まり、株価下落を嫌うとみられる
- 株式市場参加者はFRBの追加緩和に期待している

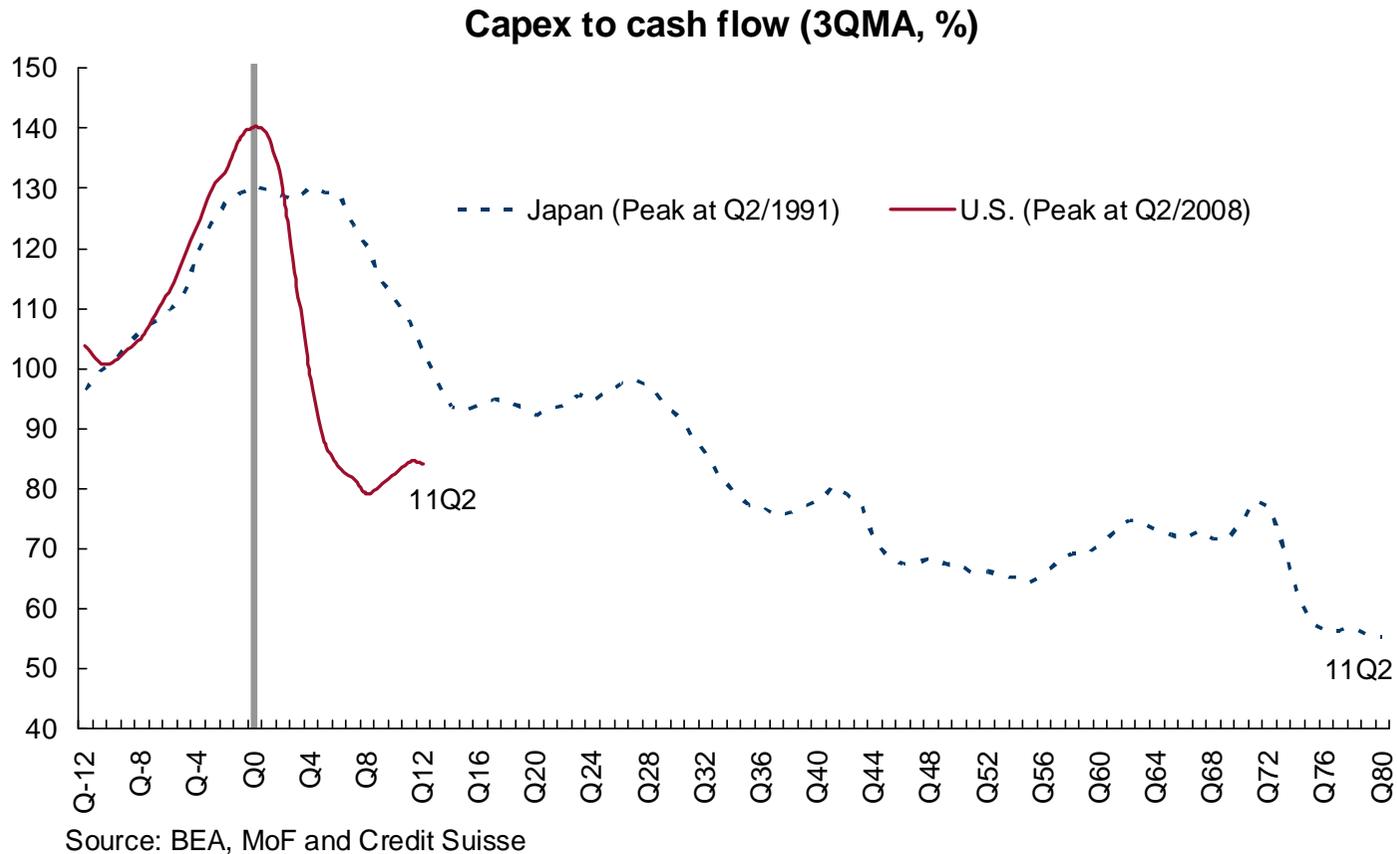
# <図表3-1> 総固定資本形成GDP比率

～米国の投資調整ペースの方が速い

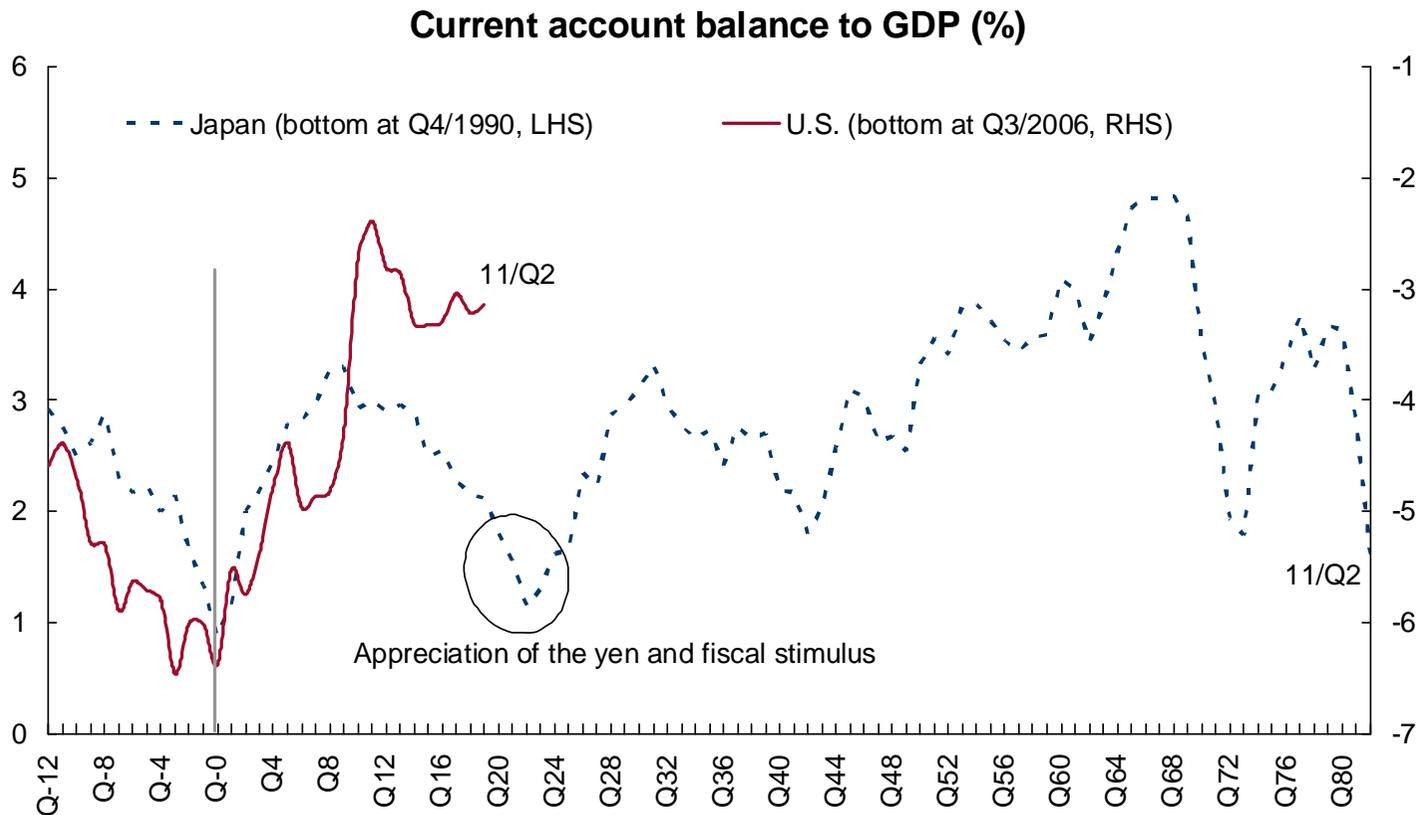


Source: BEA, Cabinet Office, Credit Suisse

## <図表3-2> 企業設備投資・キャッシュフロー比率 ~米国企業の投資調整ペースの方が速い



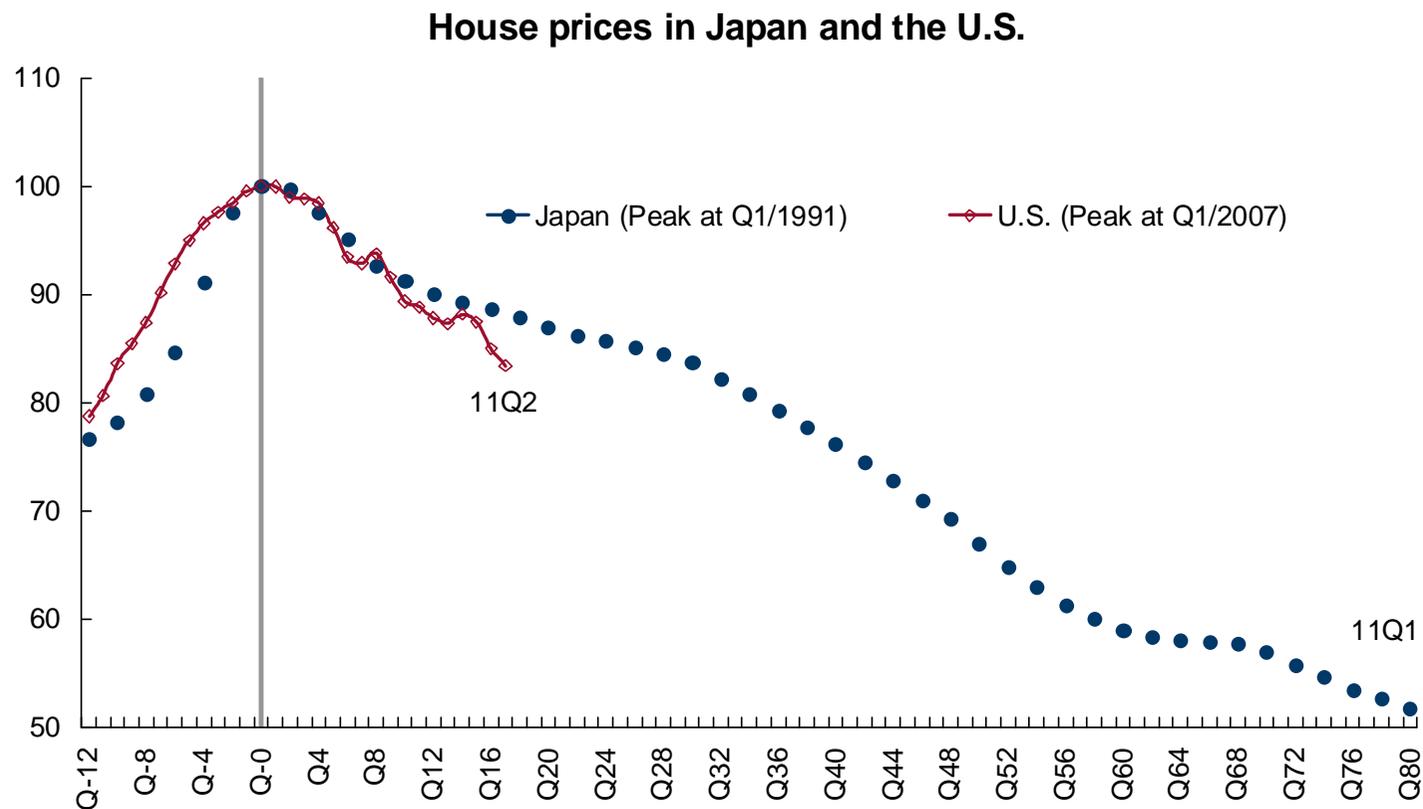
# ＜図表3-3＞経常収支GDP比率 ～米国のISバランス調整ペースの方が速い



Source: BEA, Cabinet Office, BoJ, Credit Suisse

## <図表3-4>住宅価格・地価

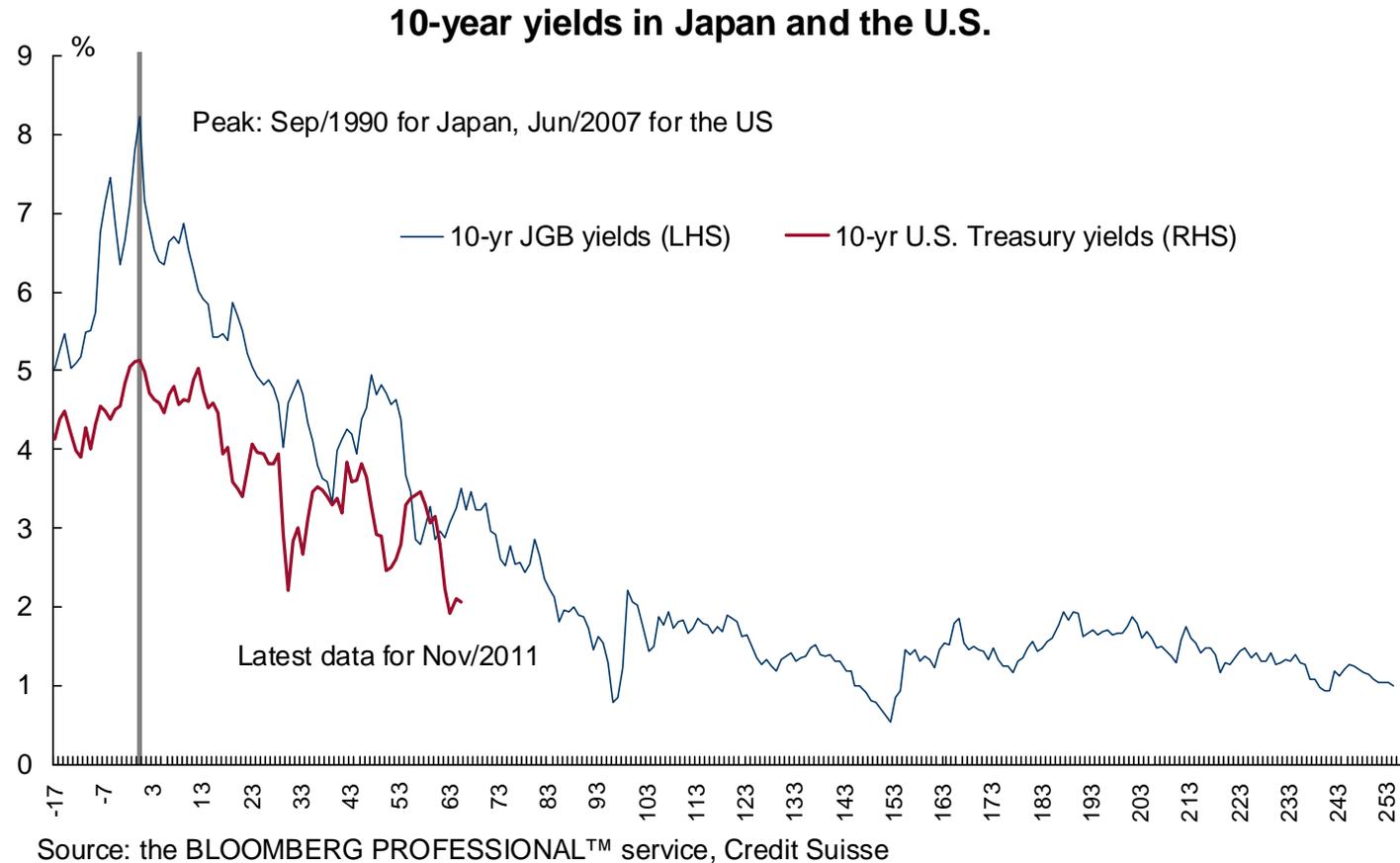
(米国はFHFA全国住宅価格、日本は全国市街地価格指数<住宅地>)



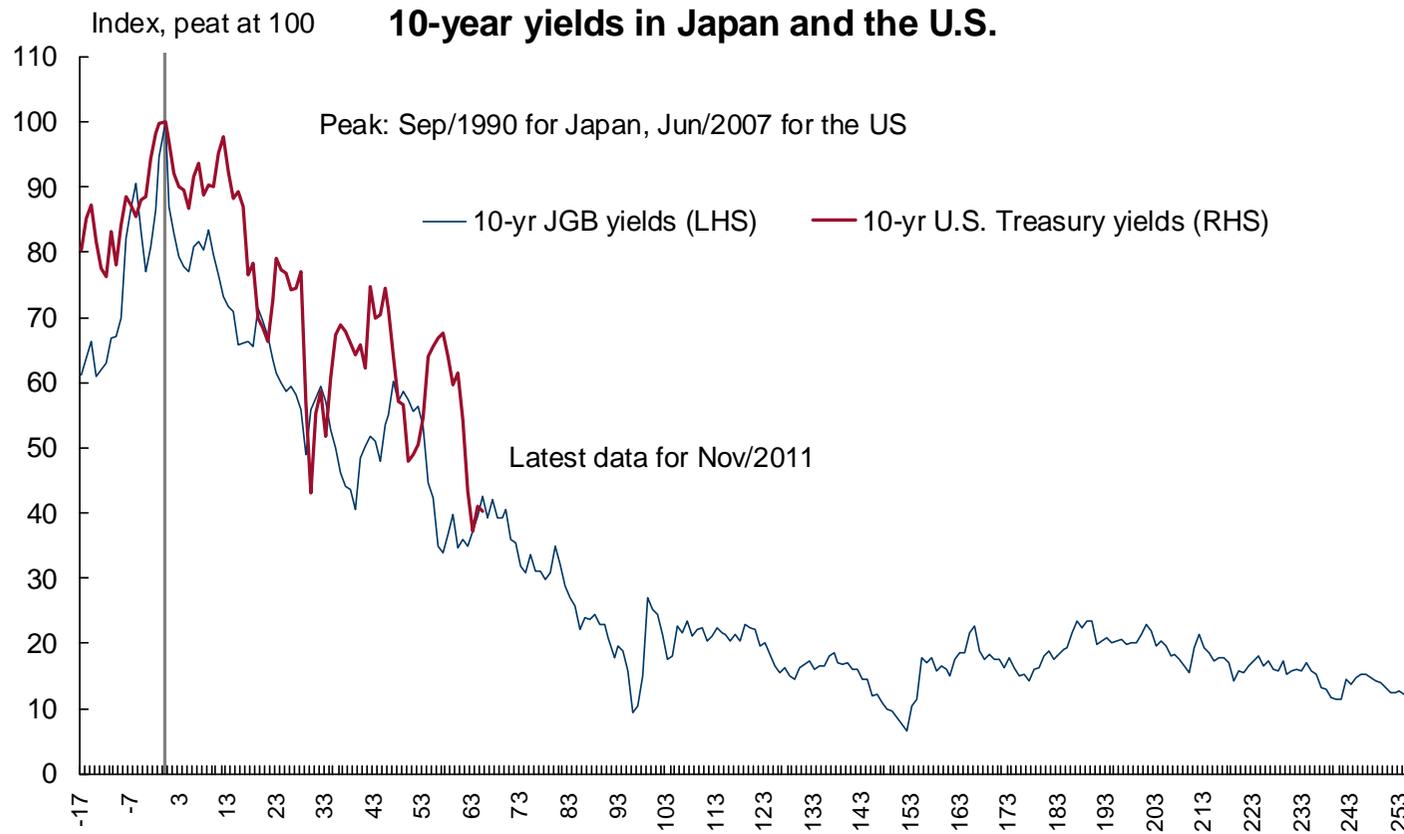
Source: JREI, FHFA, Credit Suisse

## <図表3-5> 10年国債利回り(絶対水準)

～投資調整＝ISバランス調整＝資金需要減退＝金利低下



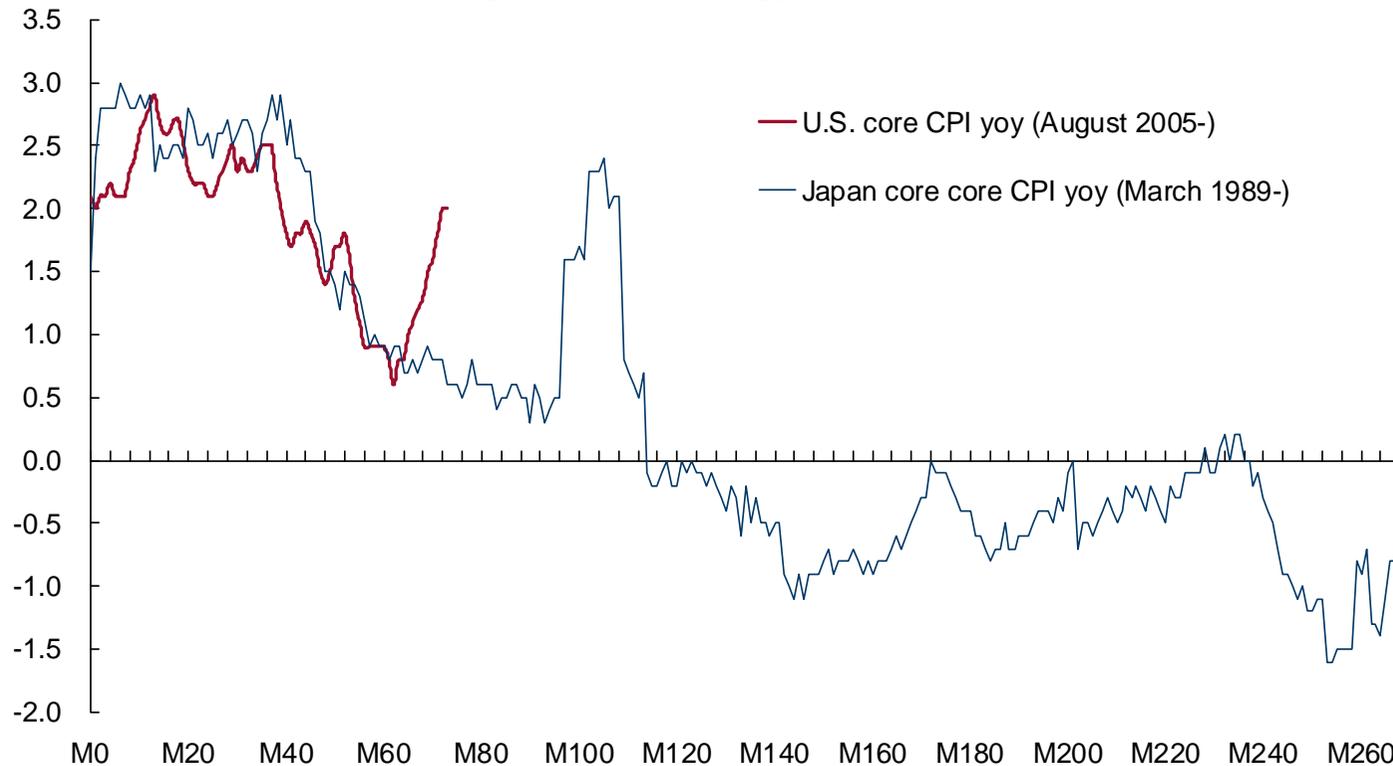
# <図表3-6> 10年国債利回り(ピーク=100) ~長期金利低下ペースはほぼ同程度=“日本化”?



Source: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

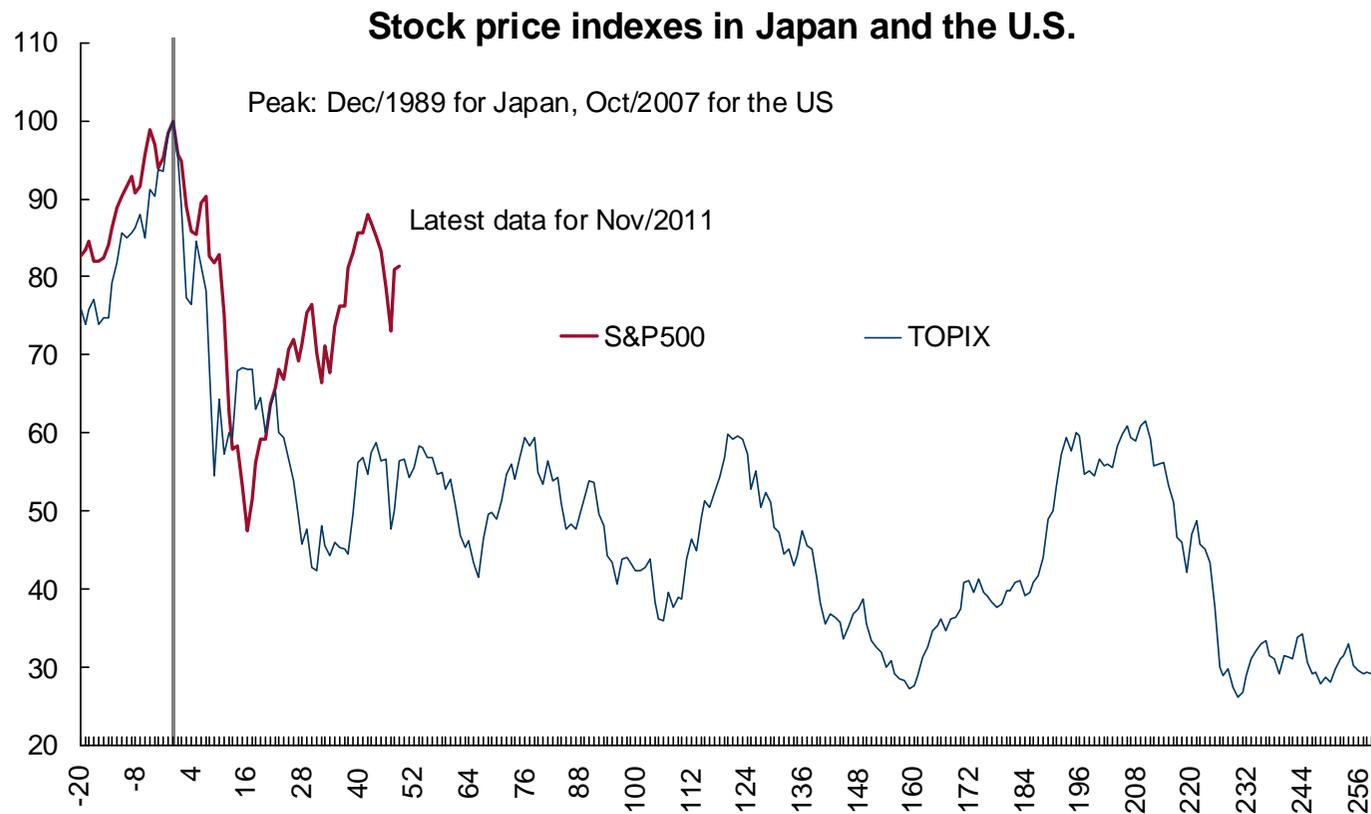
## <図表3-7>コアCPIインフレ率 ～足元では日本化が何とか回避されている

CPI excluding food and energy for Japan and the U.S.



Source: US Department of Labor, MIC and Credit Suisse

# <図表3-8> 株価指数 ～足元では日本化が何とか回避されている



Source: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service, Credit Suisse

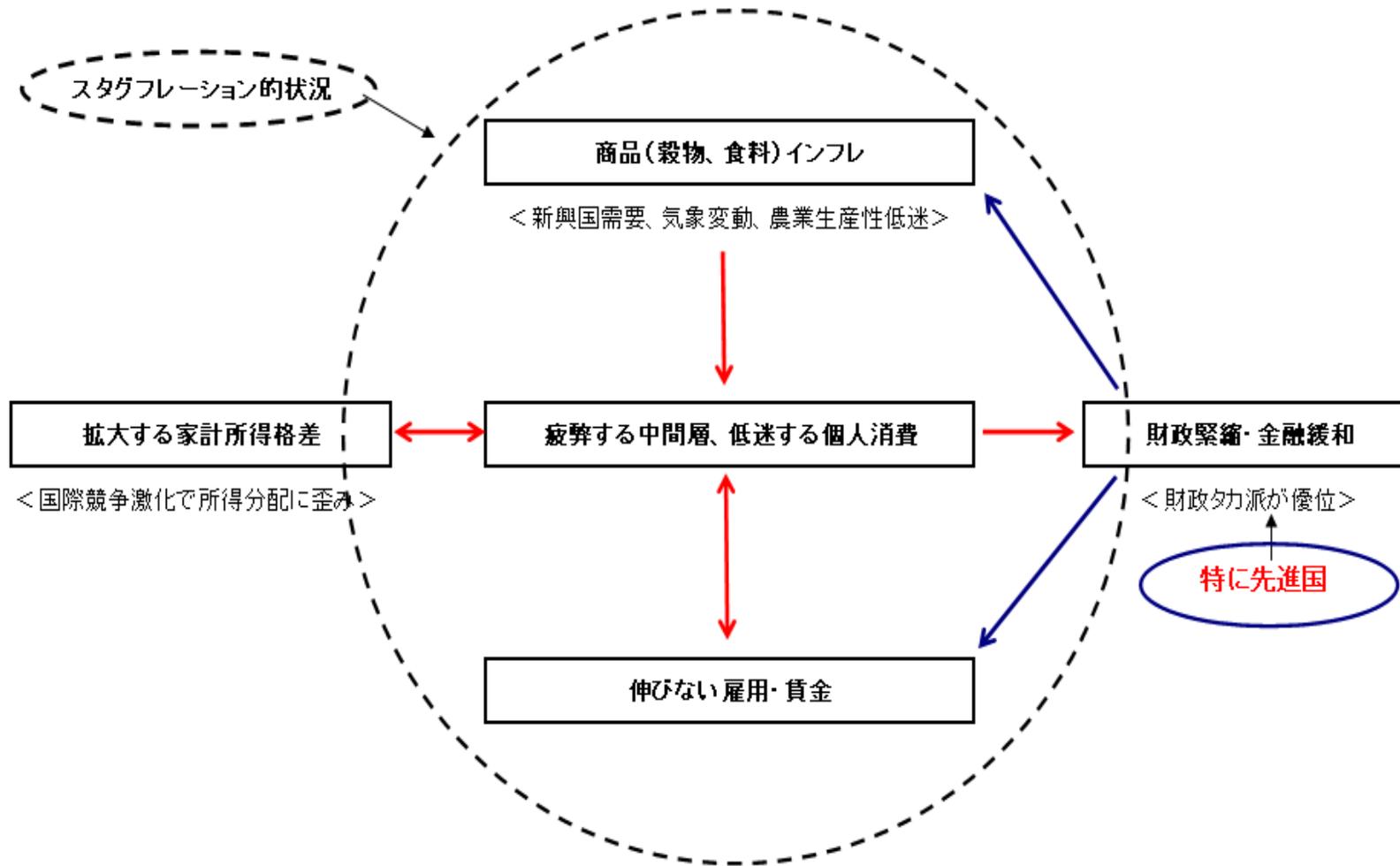
## <参考4> 世界經濟觀



## ポイント

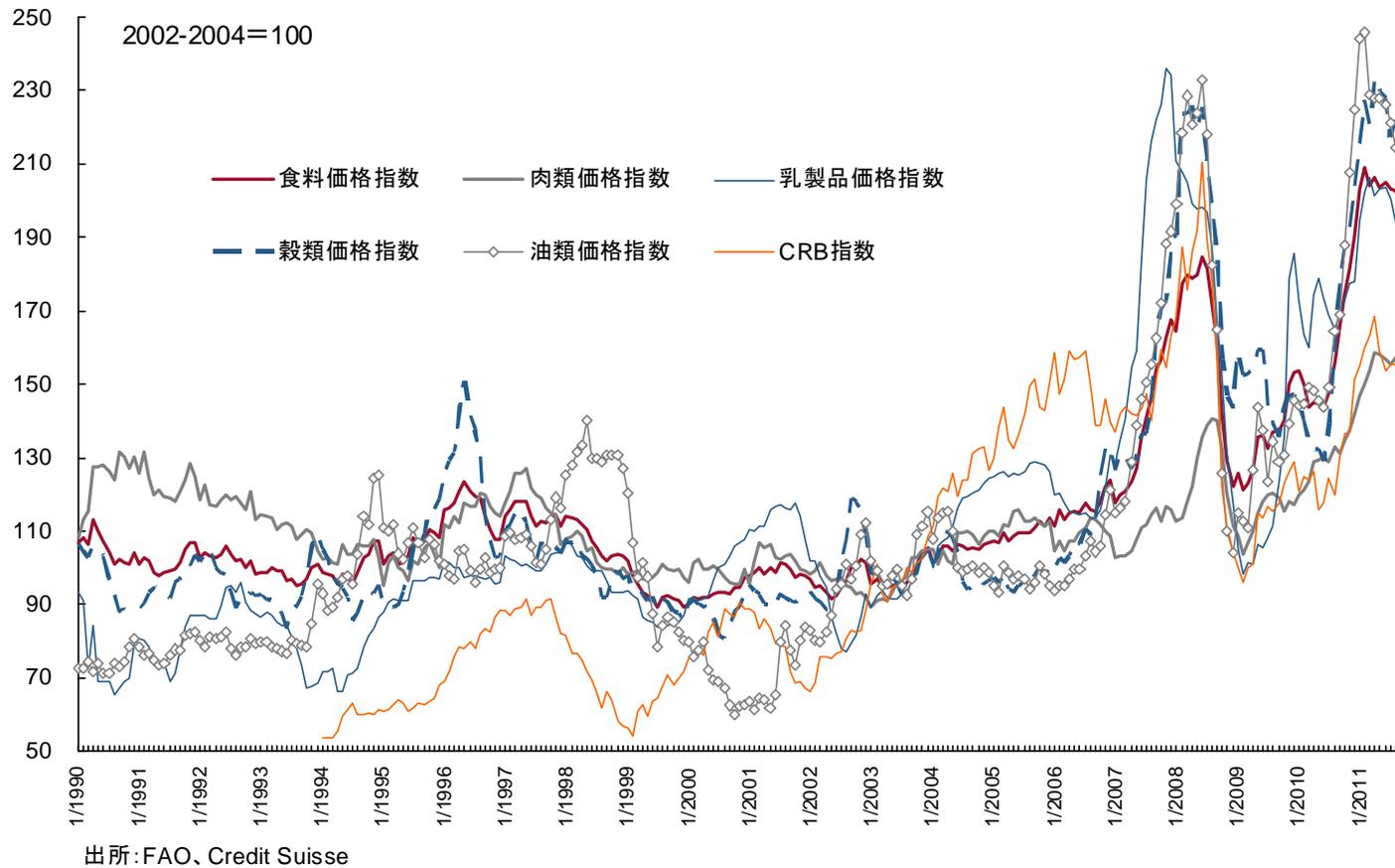
- 食料・商品インフレ昂進、所得格差の拡大、財政緊縮・金融緩和が世界経済不安定化（スタグフレーション的状況）の元凶とみられる
- 世界経済を安定した成長軌道に戻すためには、以下の対応が必要
  - ①世界的な農作物生産能力の大幅向上
  - ②所得再分配の促進
  - ③過度な金融緩和の是正
- もっとも、欧州ソブリン危機の発生を受けて財政緊縮・金融緩和が世界的に加速する可能性（世界経済は一段と不安定化へ？）
- 対外インバランス是正の観点からも、経常収支黒字国の財政出動が期待される

# ＜図表4-1＞世界経済不安定化の構図



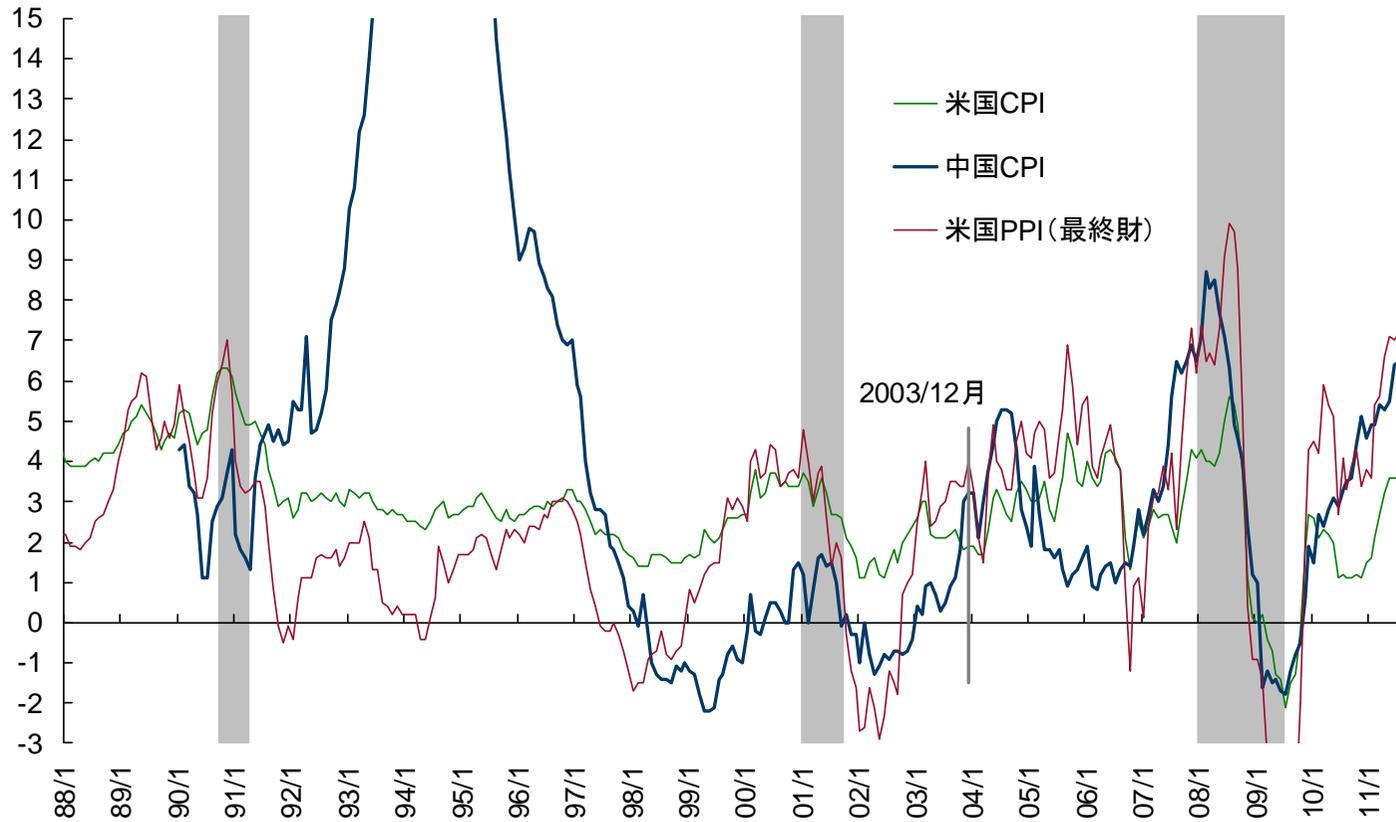
出所: Credit Suisse

# ＜図表4-2＞世界食料価格指数 ～世界食料価格の水準は2008年のピークをあっさり超えた



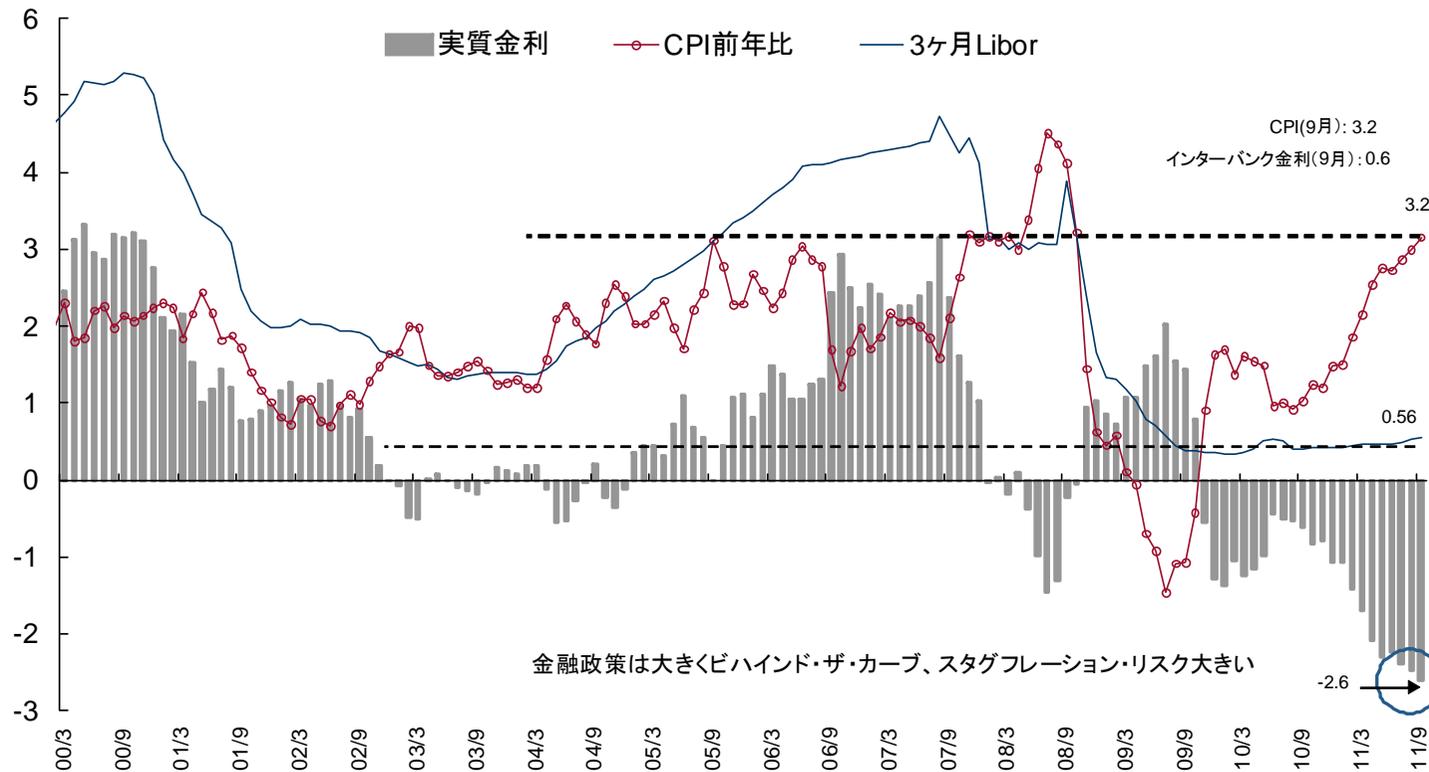
## ＜図表4-3＞米国・中国のインフレ率

### ～食料インフレ昂進が米・中インフレ率の急激な上昇をもたらした



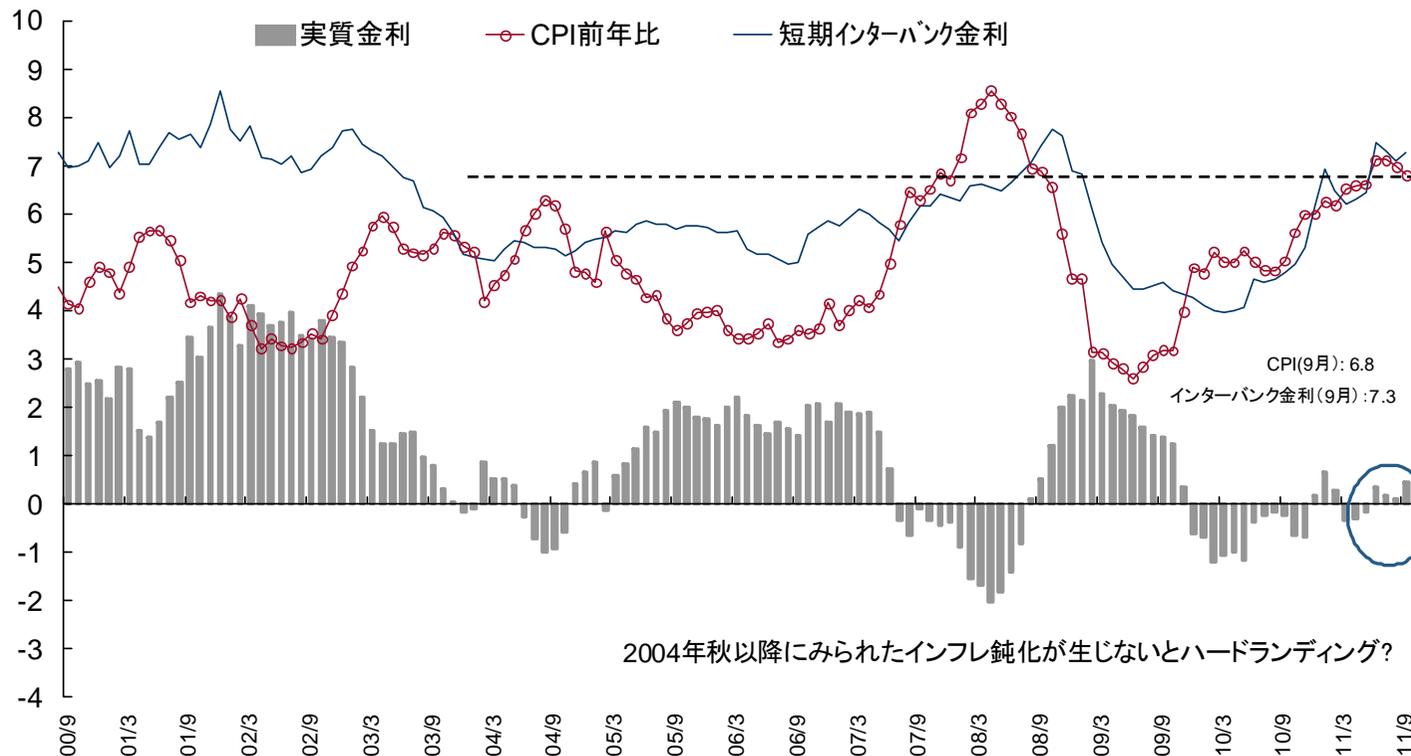
出所：米国労働省、中国国家统计局、Credit Suisse

# ＜図表4-4＞先進国（日米独英）の実質短期金利 ～マイナス2.6%程度で金融政策は著しくビハインド・ザ・カーブ ～資源インフレ・商品インフレ・資産インフレの圧力が大きい



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

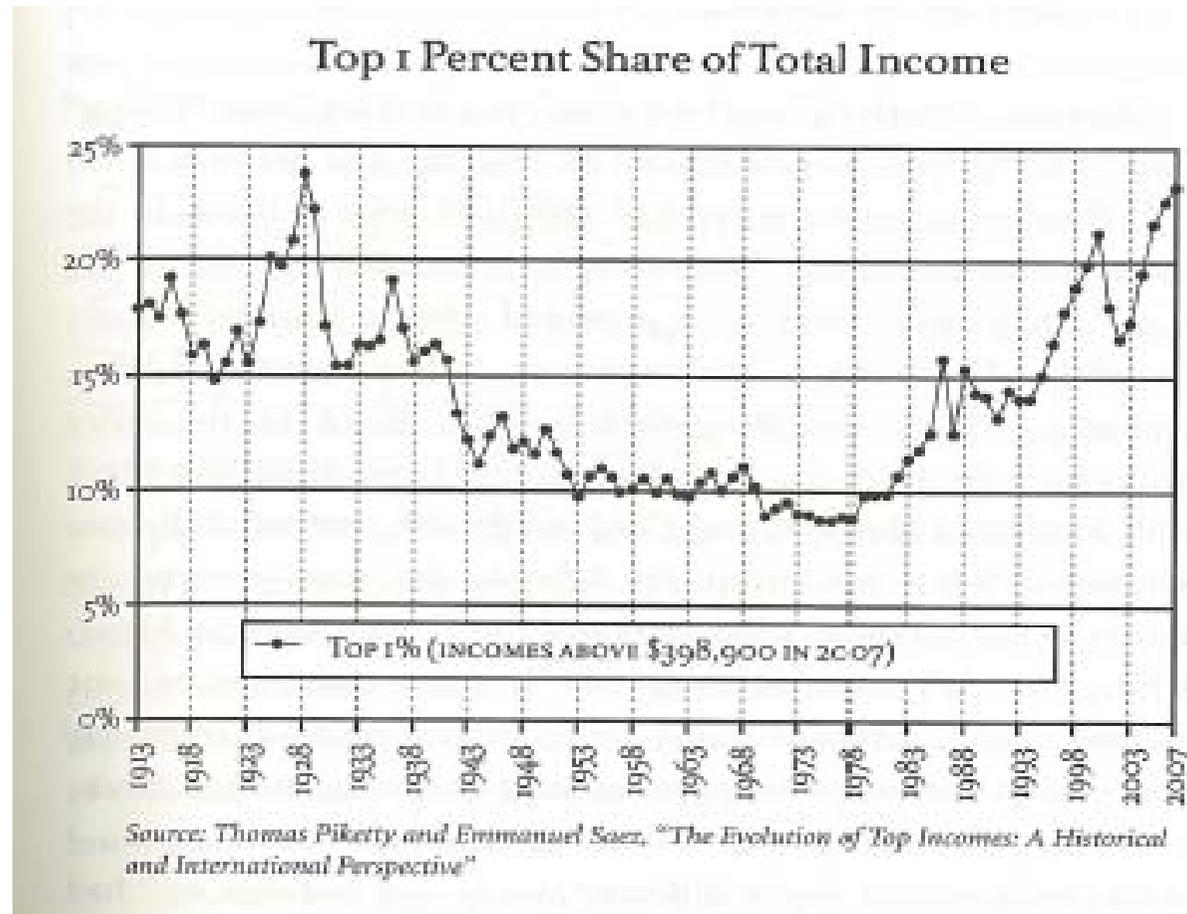
# ＜図表4-5＞BRICsの実質短期金利 ～ゼロ%近傍にあり、金融政策はビハインド・ザ・カーブの状態 ～信用政策による金融引き締めが必要？



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

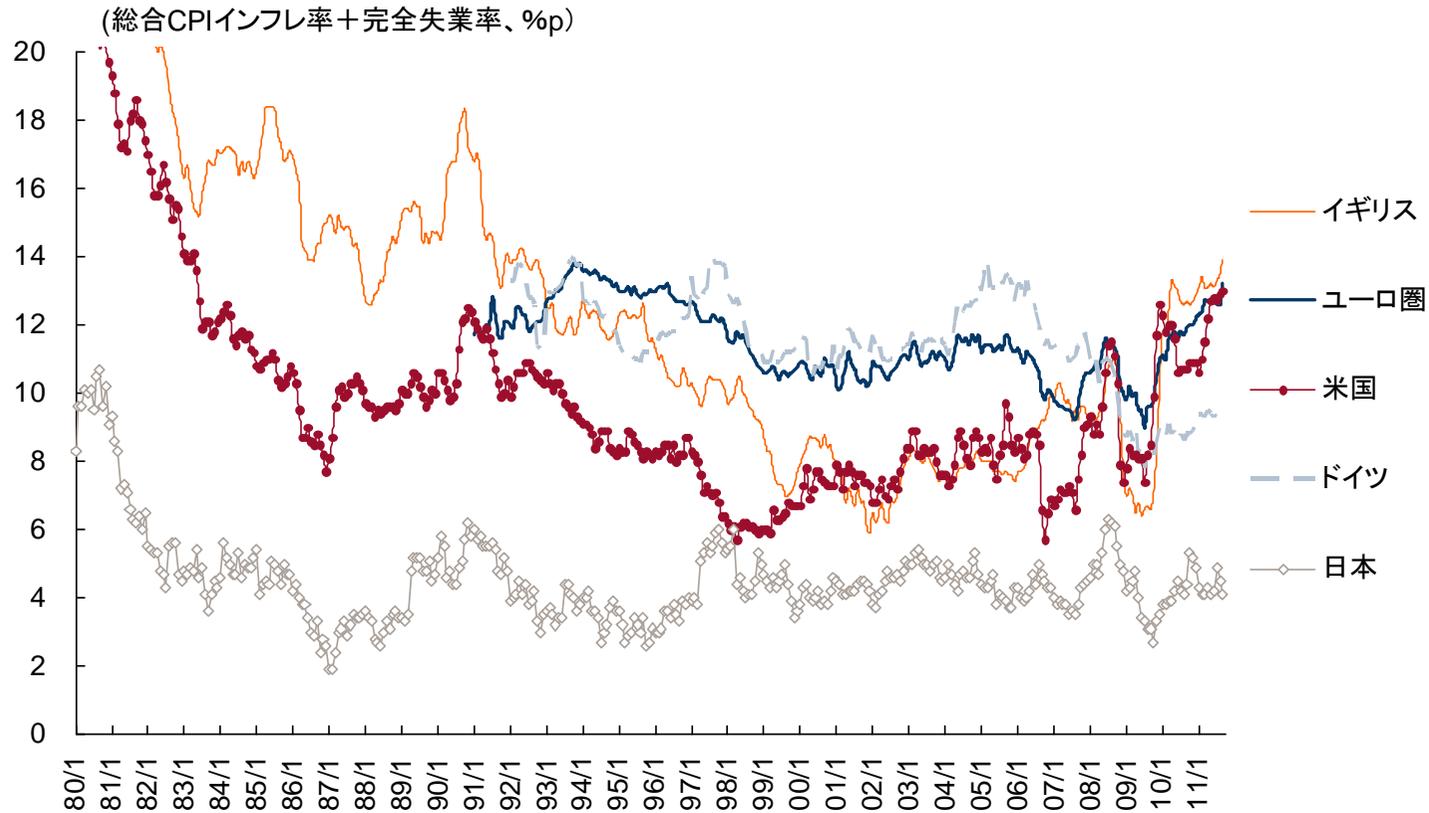
注: 中国の06年9月までは3ヶ月物預金金利、ブラジルはON預金金利、ロシアは1～3ヶ月物金利

## ＜図表4-6＞米国の上位所得者の所得シェア ～米国では高額所得層に所得が集中する形で格差が拡大している



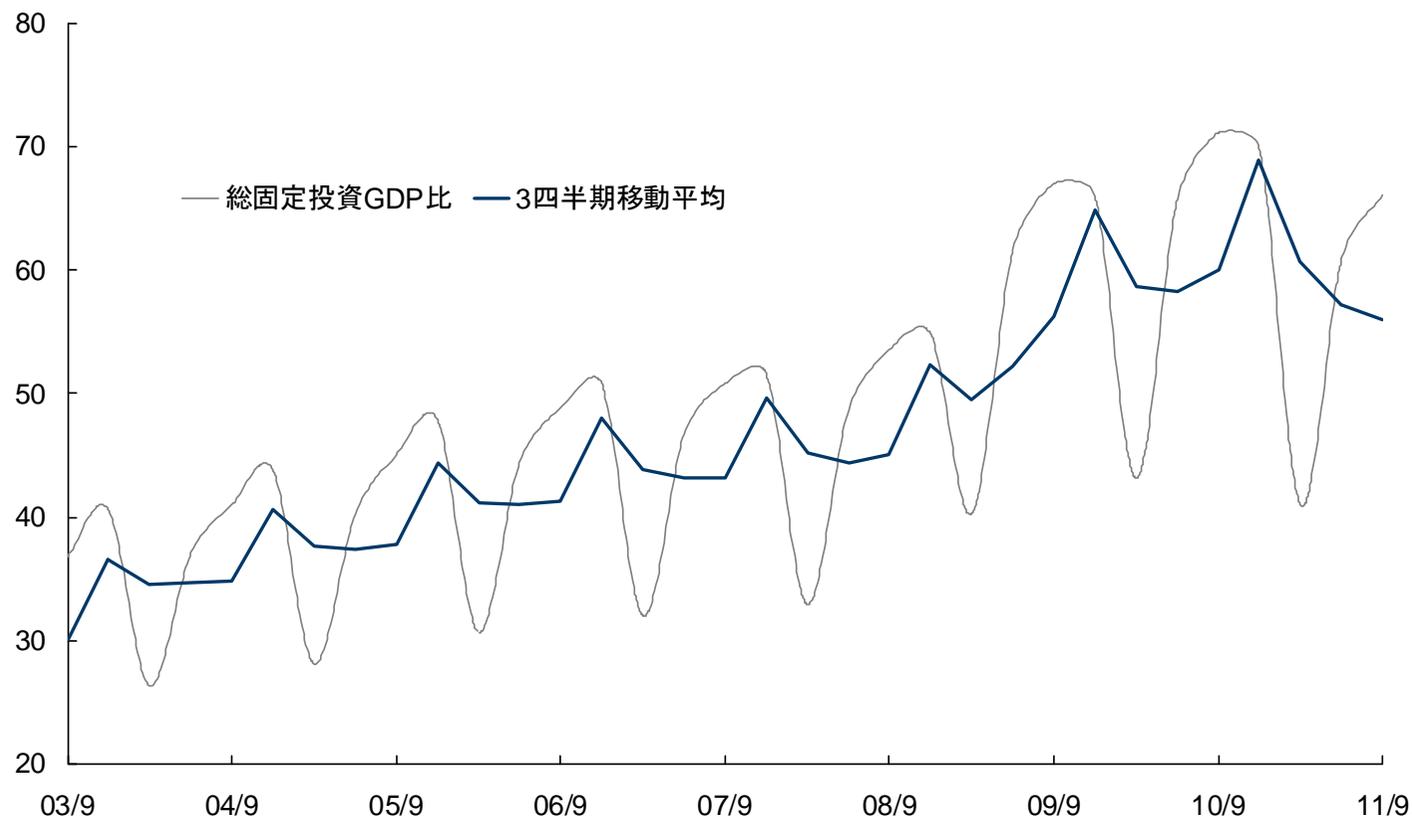
出所：“AFTER-SHOCK”, Robert B. Reich (2010)

# ＜図表4-7＞主要国のミザリー・インデックス ～米国は1983年半ば、ユーロ圏は1996年半ば、 イギリスは1992年秋、以来の高水準



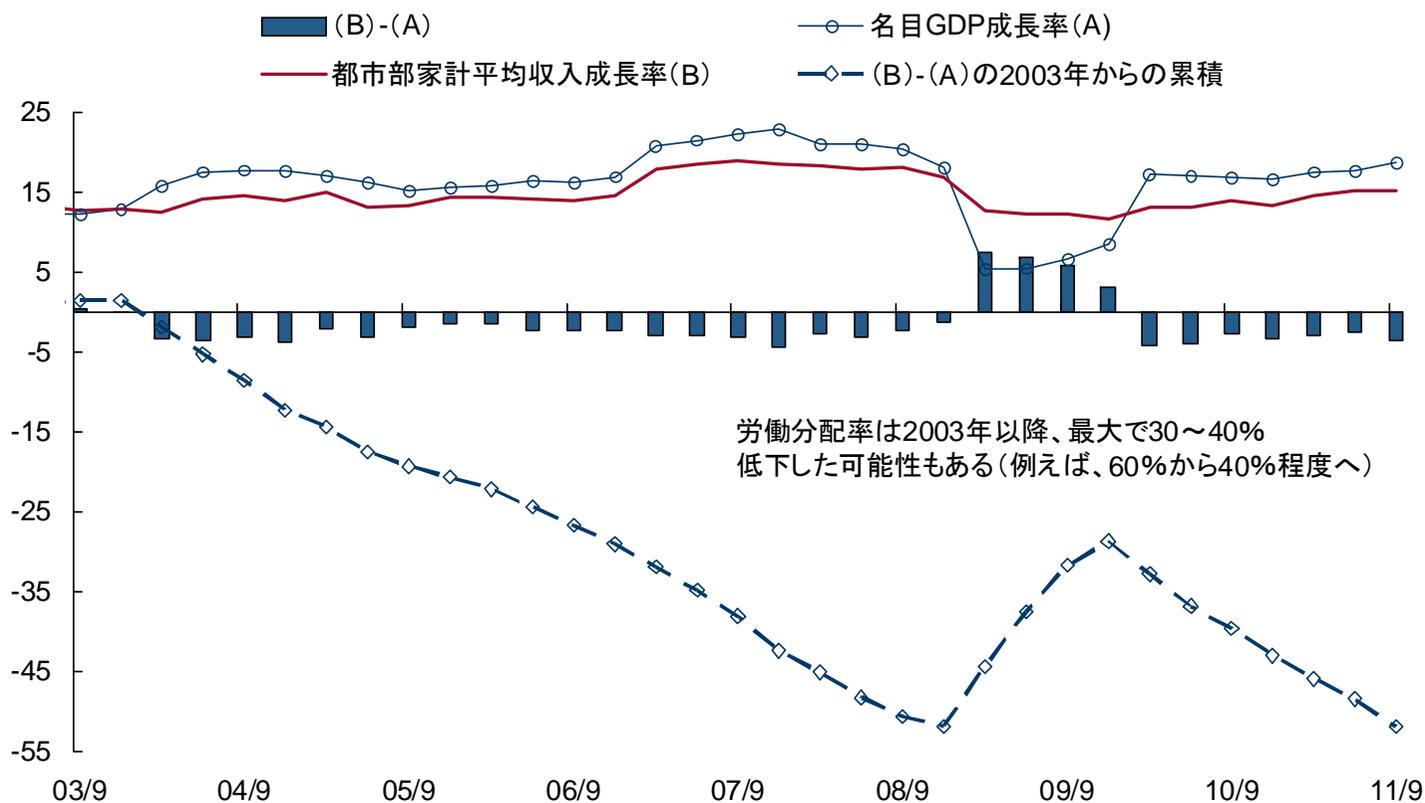
出所：各国統計、Credit Suisse

## ＜図表4-8＞中国の総固定投資GDP比の推移 ～固定投資GDP比は引き続き高水準 ～その裏側では個人消費GDP比が下落基調にあるとみられる



出所: 中国経済信息网、Credit Suisse

# ＜図表4-9＞中国の名目GDPと雇用者所得 ～個人消費GDP比下落の背後では、労働分配率が低下 ～企業経営者・労働者間の所得分配の歪みが拡大



出所: 中国経済情報網、Credit Suisse

2011/7-9月期の家計収入前年比は横這いを仮定

## <図表4-10> 主要国のインフレ、賃金変化率

	米国	中国	ユーロ圏	イギリス	日本
食料品価格					
直近値	<b>4.7</b>	<b>13.4</b>	<b>2.8</b>	<b>6.9</b>	<b>-0.2</b>
2010年	0.8	7.2	0.4	3.1	-0.3
2009年	1.8	0.8	0.0	5.5	0.2
2008年	<b>5.5</b>	<b>14.6</b>	<b>5.5</b>	<b>9.2</b>	<b>2.6</b>
2001-07年	2.8	4.4	2.4	2.0	-0.1
エネルギー価格 1)					
直近値	<b>19.3</b>	<b>14.9</b>	<b>12.4</b>	<b>18.8</b>	<b>7.3</b>
2010年	9.5	11.9	7.4	-2.7	2.7
2009年	-18.4	-7.2	-7.9	7.4	-10.8
2008年	<b>13.9</b>	<b>13.5</b>	<b>10.4</b>	<b>19.4</b>	<b>9.1</b>
2001-07年	7.8	5.9	4.3	8.4	1.7
総合CPI					
直近値	<b>3.9</b>	<b>6.1</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>0.2</b>
2010年	1.6	3.3	1.6	3.3	-0.7
2009年	-0.4	-0.7	0.6	2.2	-1.3
2008年	<b>3.8</b>	<b>5.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>1.4</b>
2001-07年	2.7	1.9	2.2	1.7	-0.3
賃金 2)					
直近値	<b>2.0</b>	<b>15.3</b>	<b>3.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.2</b>
2010年	2.4	13.4	1.6	1.9	-0.3
2009年	3.0	12.3	2.8	-0.9	-1.3
2008年	<b>3.7</b>	<b>17.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>-0.1</b>
2001-07年	3.2	14.8	2.9	4.3	-0.7

1) 中国は自動車燃料、イギリスは光熱費

2) 米国は時間当たり報酬、中国は都市部平均収入、ユーロ圏は労働コスト(四半期データ)

イギリスは民間部門平均収入、日本は所定内給与

出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

## <図表4-11> 主要国・地域の経常収支GDP比(2011年)

United States	-3.1
Japan	1.8
Euro area	-0.8
Germany	3.5
France	-2.0
Italy	-1.4
Newly industrialized Asian economies	6.4
Korea	1.5
Hong Kong	5.4
Singapore	19.8
Taiwan	11.0
Developing Asia	3.3
China	5.1
India	-2.2
Malaysia	11.3
Philippines	1.7
Thailand	4.8
Latin America and the Caribbean	-1.4
Brazil	-2.3
Middle East and North Africa	11.2
Central and eastern Europe	-6.2
Commonwealth of Independent States	4.6
Sub-Saharan Africa	0.6

注: 米国、日本、ユーロ圏は直近実績、それ以外はIMF予測

出所: 各国統計、IMF・WEOデータベース、Credit Suisse

＜参考5＞国内家計消費パス予測



## シミュレーション結果と評価

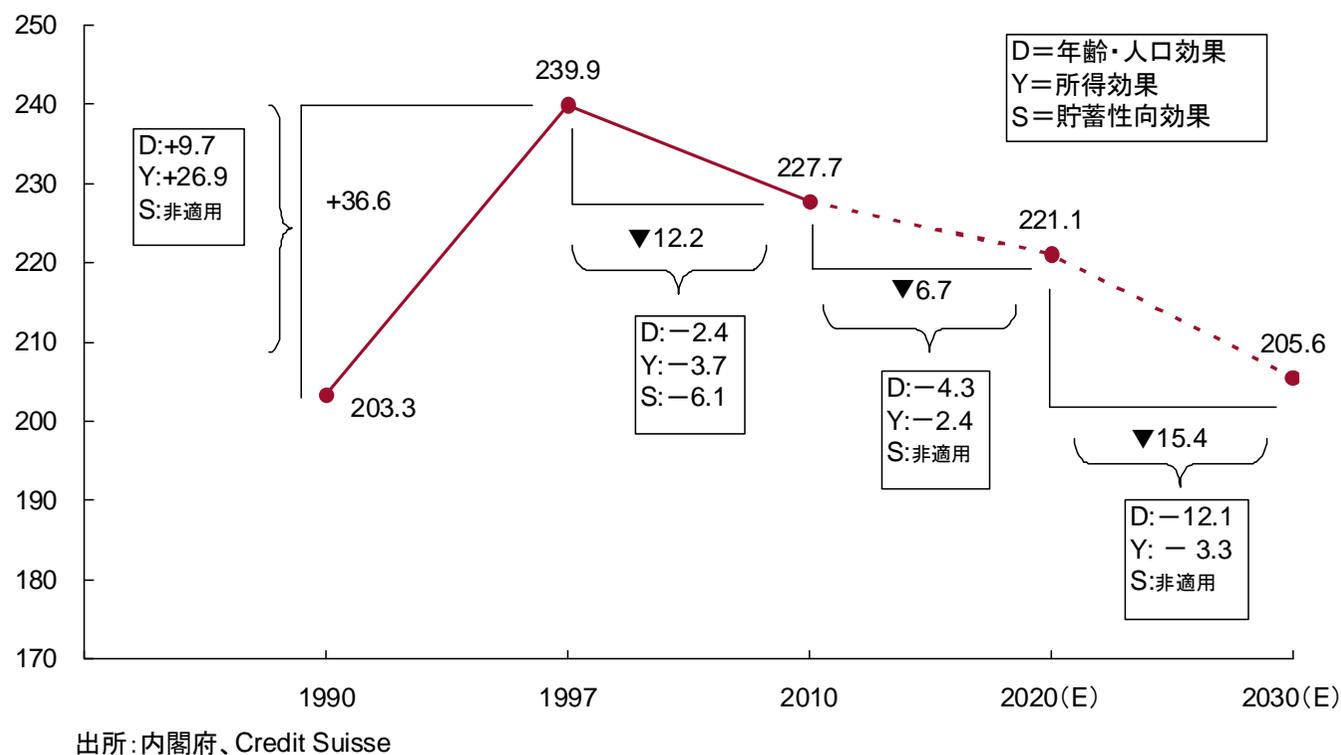
1. 家計消費額(除く帰属家賃ベース)は2010年の228兆円から、2020年には221兆円、2030年には206兆円(ほぼ1990年水準)へと縮小
2. 向こう20年間の縮小額(=22兆円)を寄与度分解すると、①高齡化・人口減要因が16兆円強、②所得要因が6兆円弱、と推計され、向こう20年における予想消費額縮小には高齡化・人口減のマイナス効果が大きいことが判明
3. 2030年の実際の家計消費額がシミュレーション結果に比べてさらに下振れるリスクがある
  - 失業長期化懸念の継続によって現役世代家計の危険回避度が上昇し、予備的貯蓄が増加する可能性がある(シミュレーションでは相対的危険回避度が一定と仮定している)
  - 国際競争激化、市場開放などによって賃金下落率が想定よりも大きなものになる可能性がある(因みに過去10年の賃金下落ペースが不変であると仮定すると、2030年の家計消費額は199兆円と推計される)

## シミュレーションの前提

1. 消費関数として「世代重複型ライフサイクル・緩衝貯蓄モデル」を想定
  - 家計は消費・貯蓄判断に当たり、恒常所得の将来パスに加え、失業などのリスクを勘案し行動する(予備的貯蓄を行う)と考える
2. 上記モデルから推計される“家計の相対的危険回避度”(予備的貯蓄の選好度合い)が不変であると仮定する(=危険回避度が将来さらに高まることはないという楽観的な前提を置く)
3. 過去10年間(2000年→2010年)における賃金変動(殆ど全ての年齢階級について下落)が向こう20年間(2010年→2030年)継続すると仮定する
  - 賃金変動(下落)ペースは半減(団塊ジュニア世代の賃金落ち込みが大きいという世代効果はキャリアオーバー)する(よりマイルドになる)と想定
  - 労働分配率調整がそれなりに進捗したとの判断が背景にある(ただ、この前提もやや楽観的かもしれない)
4. 人口・年齢構成の将来値は国立社会保障・人口問題研究所の中位推計値  
(注)2010年実績までの推計誤差は各要因に均等配分

# ＜図表5-1＞家計消費(除く帰属家賃)の実績、予測パスと要因分解

家計消費(除く帰属家賃、兆円)の実績・予測パスと要因分解



# ＜補論＞世代重複型ライフサイクル・緩衝貯蓄モデル

～モデル推計を行うと、1998年以降、相対的危険回避度が大きく上昇

～国内金融危機発生時点を境に平均的な家計は将来の所得・消費変動を嫌い、  
予備的貯蓄への需要を高めていると判断される

モデルパラメータの推計結果

	相対的危険回避度	主観的時間割引因子
	$\rho$	$\beta$
全サンプル	0.945	0.938
前期(1981-97)	0.917	0.939
後期(1998-2010)	1.317	0.985

出所：総務省、厚生労働省、内閣府、国立社会保障人口問題研究所、Credit Suisse

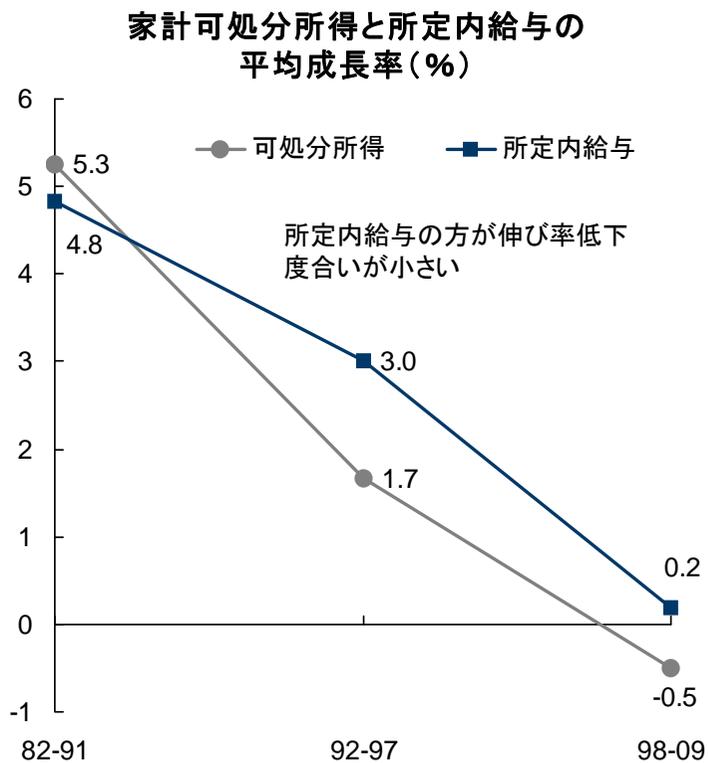
## ■ 相対的危険回避度 ( $\rho$ )

相対的危険回避度は、限界効用の消費弾力性（消費水準が1%変動したときに、限界効用が何%変動するか）を示すパラメータであり、消費者が「どの程度消費の変動を嫌うか」を規定している。技術的には効用関数の凹度を規定しており、これが高いほど、異なる2点の消費水準から得られる効用の加重平均（不確実な消費の期待効用）が2点の消費水準の加重平均から得られる効用（期待値水準の消費を確実に得た時の効用）よりも低くなる。この値が大きいほど消費変動の負の効用が大きく、消費者はそれを小さくするために多額の予備的貯蓄を保有しようとする。

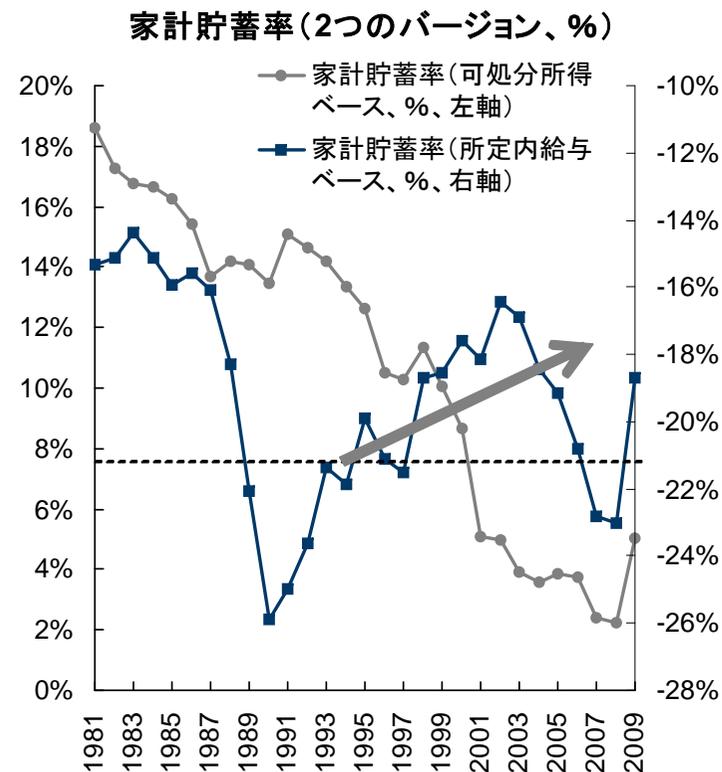
## ■ 主観的時間割引因子 ( $\beta$ )

時間割引因子は将来の消費よりも現在の消費をどの程度好むかを示すパラメータである。具体的には、今日1万円使うことによる満足度が1年後に1万1千円使うことによる満足度と同じであれば、時間割引因子は年率0.91（ $\div 1.1$ ）となる。この値が小さい（将来をより大きく割引く）程、限界消費性向は大きくなる。

# ＜図表5-2＞家計可処分所得、所定内給与と家計貯蓄率 ～家計の相対的危険回避度の上昇は、所定内給与ベースの家計貯蓄率が マクロ的にも低下していないこと、と整合的である



出所:厚生労働省、内閣府、Credit Suisse

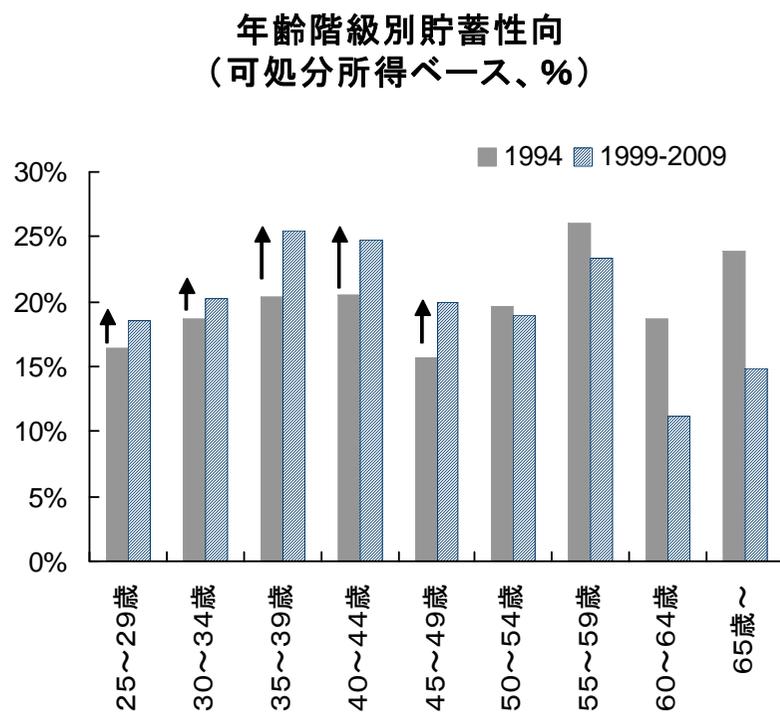


出所:厚生労働省、内閣府、Credit Suisse

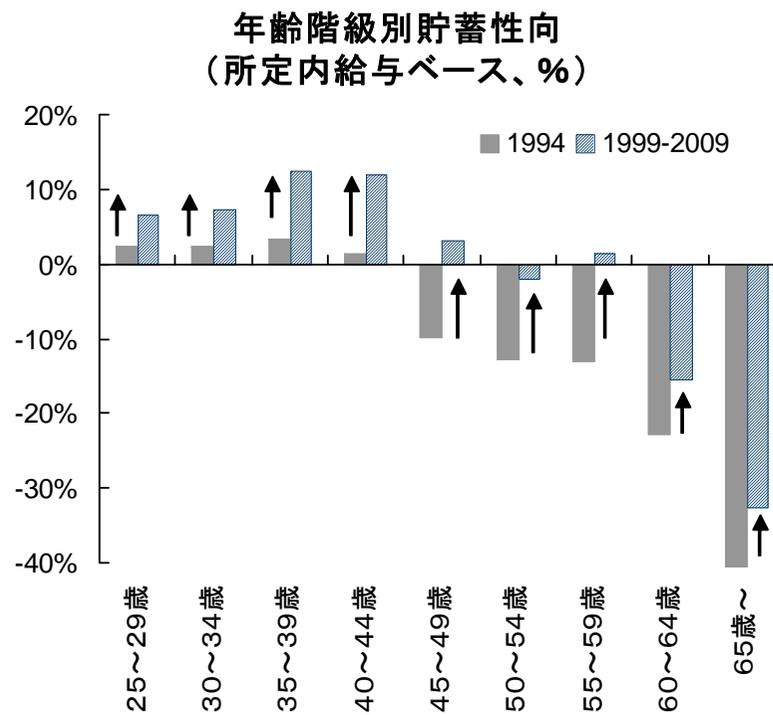
注:貯蓄率=1-[名目GDP家計消費(除く帰属家賃)/(可処分所得ないしは所定内給与-持ち家の資本減耗+年金準備金の変動)]

## ＜図表5-3＞年齢階級別家計貯蓄率

～所定内給与ベースの家計貯蓄率は全ての年齢階級で上昇しており、  
全ての年齢層で危険回避志向が強まっている可能性が示唆される



出所：総務省、Credit Suisse



出所：総務省、Credit Suisse

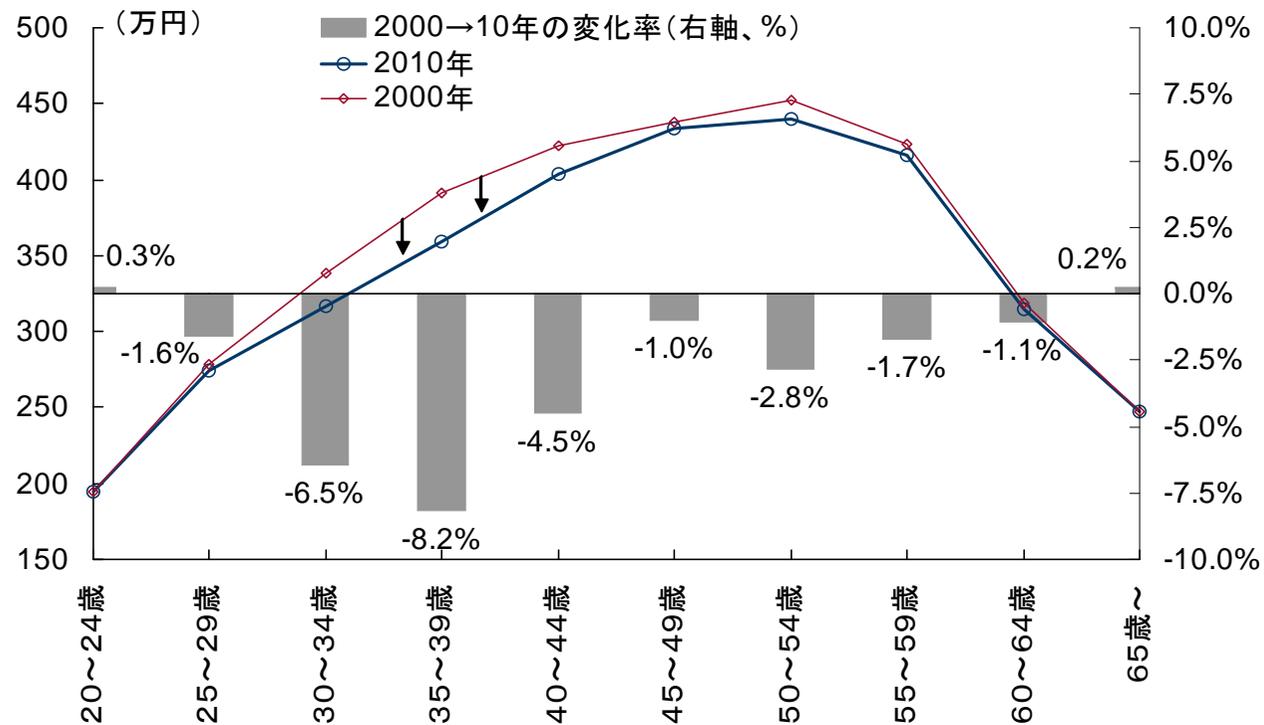
注：貯蓄性向 =  $1 - [\text{消費支出} / \text{可処分所得ないしは所定内給与}]$ 、(全国消費実態調査、勤労者総世帯のベース)

# ＜図表5-4＞年齢階級別・所定内給与の変化

(2000年→2010年)

～シミュレーションに当たっては所定内給与変化率を向こう20年について適用

～ただし、団塊ジュニア世代効果はキャリアオーバーされると想定



出所：総務省、Credit Suisse

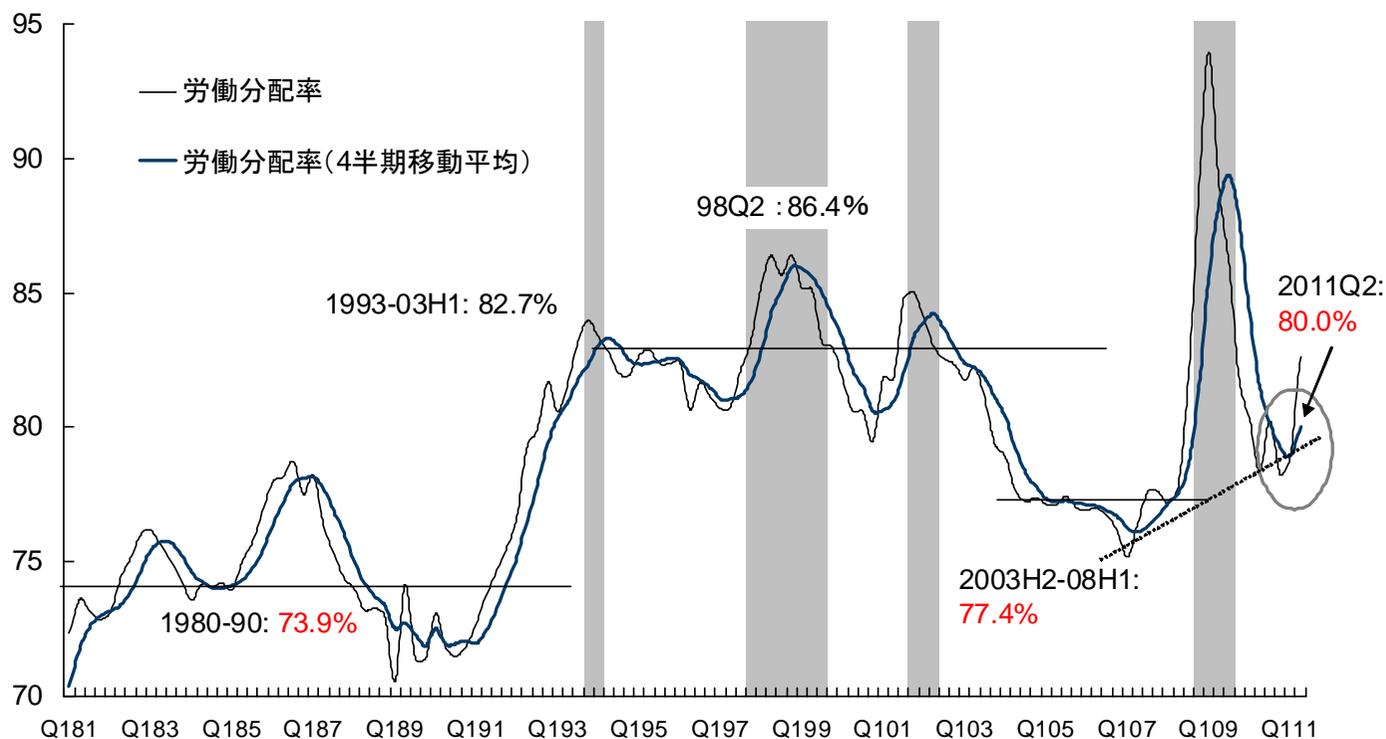
## <図表5-5> 労働分配率(営業利益ベース)

~1998年~08年の分配率調整は10pp程度の大幅なもの

~足元の分配率は80%であり、1980年代平均の74%との差は6pp

~向こう20年の人件費調整は幾分マイルドになる可能性

労働分配率(非金融法人企業ベース、%)



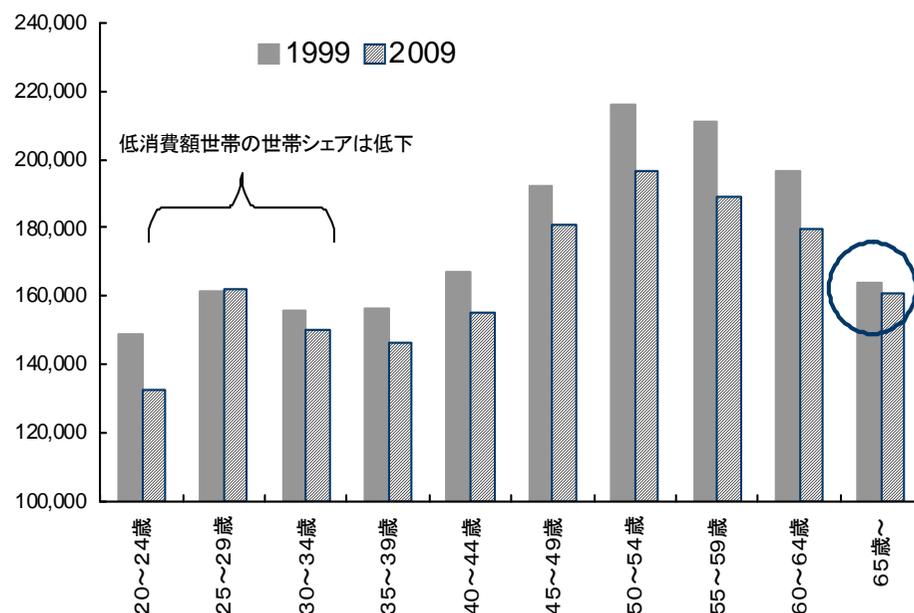
注: 労働分配率=(人件費)/(人件費+営業利益)、シャド一部分は景気後退局面

出所: 財務省、Credit Suisse

## <図表5-6> 年齢別・等価消費額と年齢別・世帯構成

～2010年までの消費縮小に対する人口動態の効果がさほど大きくないのは、  
人口そのものが2007年まで緩やかに増加していたほか、  
年齢構成変化はむしろ平均消費額押し上げに働いたため

年齢別等価消費額(全国消費実態調査、月額[円])



出所: 総務省、Credit Suisse

年齢別世帯数シェア

	2009	1999	変化
-24	2.8%	4.8%	<b>-2.0%</b>
25-29	7.3%	10.4%	<b>-3.1%</b>
30-34	10.8%	11.5%	-0.6%
35-39	13.2%	12.2%	1.0%
40-44	12.6%	12.7%	0.0%
45-49	12.3%	13.7%	-1.4%
50-54	12.4%	13.8%	-1.4%
55-59	12.9%	11.6%	1.3%
60-64	9.7%	5.5%	<b>4.2%</b>
65-69	4.2%	2.8%	<b>1.4%</b>
70-	1.8%	1.1%	0.6%

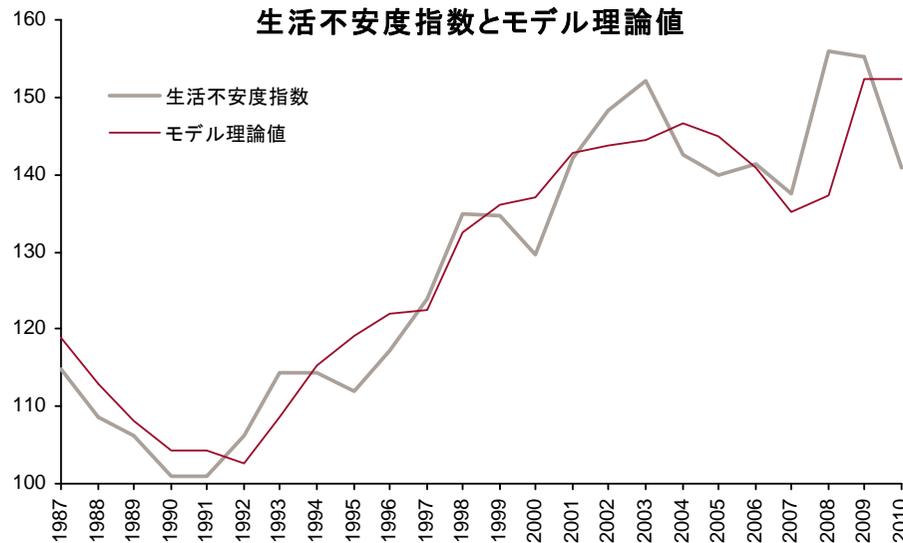
出所: 総務省、Credit Suisse

## <図表5-7>消費者不安度の回帰モデル

～消費者生活不安度指数は家計の危険回避度の代理変数と考えること可能

～労働市場の流動性の低下を背景にした

失業期間長期化が消費者不安の高止まりを説明する大きな要因



出所：日本リサーチ総研、労働政策研究・研修機構、総務省、Credit Suisse

モデル式：

$$V_t = 46.83 + 2857 * [P_t^{0.80} \cdot L_t^{0.70} \cdot GAP_t^{1.46}]$$

P：失業発生確率，L：失業期間，GAP：失業時の所得減少比率

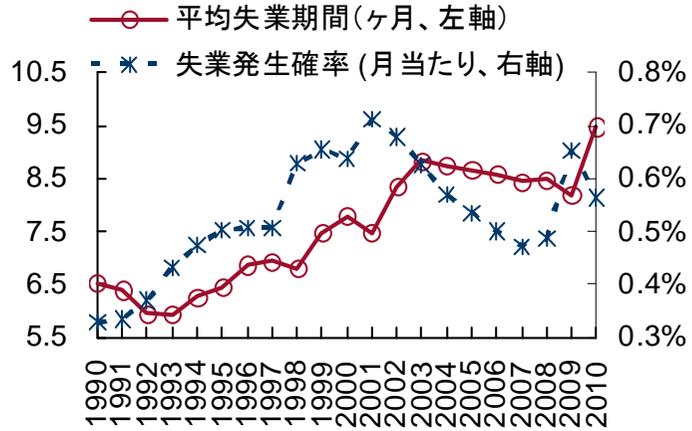
adj.R2 = 0.81

注：

- ・失業期間は労働力調査(詳細集計)の失業期間階級別失業者数の値を、階級中間値で加重平均(1年以上については1.5年を利用)したもの。
- ・失業発生確率は、完全失業率/失業期間、として求めている。
- ・失業時の所得減少比率は、1人当たり失業保険給付額/現金給与総額、として求めている。

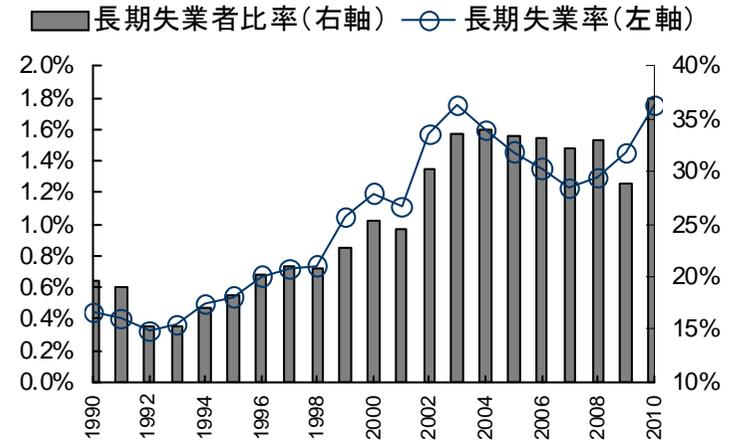
# <図表5-8>長期失業に関するデータ

図表1 平均失業期間と失業発生確率



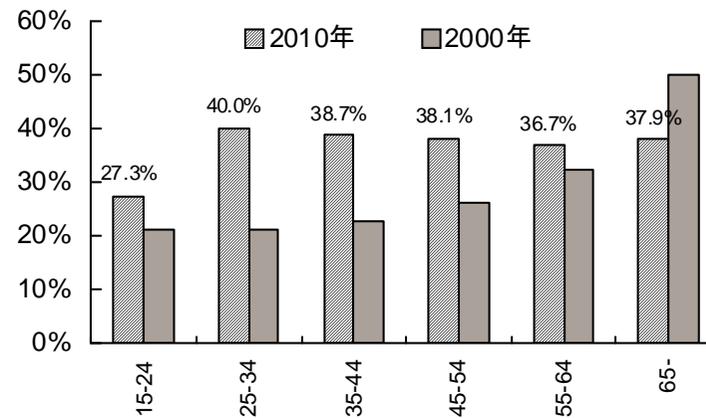
出所:総務省、厚生労働省、Credit Suisse

図表2 長期失業者比率、長期失業率の推移



出所:総務省、Credit Suisse

図表3 年齢階級別・長期失業者比率(%)

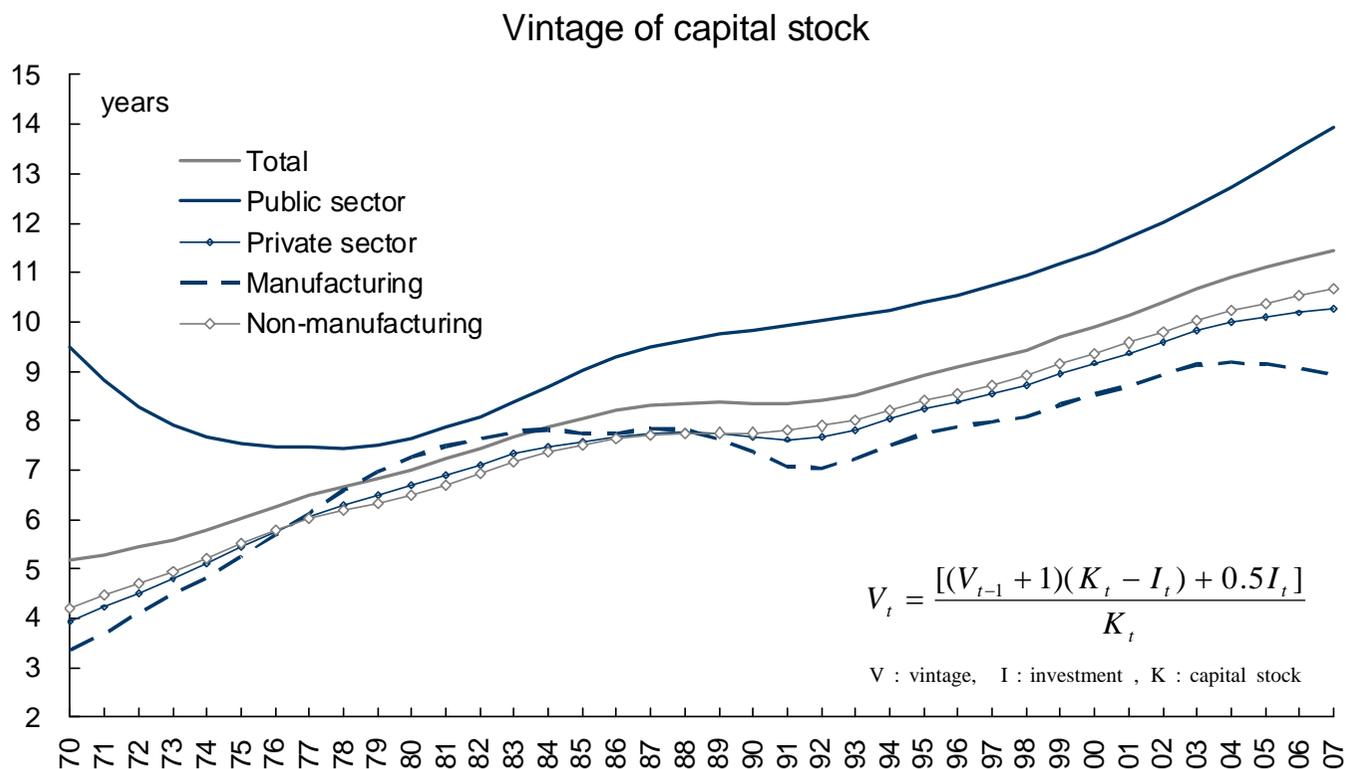


出所:総務省、Credit Suisse

＜参考6＞日本の生産関数再推計



## <図表6-1> 資本ストックのヴィンテージ(推計値)



Source: METI, Cabinet Office, Credit Suisse

Note: Please refer to Japan Economic Analysis Issue No.23 (17 May 2011) for details of estimation

## <図表6-2> 生産関数(実質GDP関数)の推計結果

	Without homogeneous constraint			With homogeneous constraint 1)			Without public capital		
	①	②	③	④	⑤	⑥	⑨	⑩	⑪
Intercept	-0.49 (-0.56)	3.18 (2.62)	3.64 (2.28)	-1.33 (-2.17)	-2.07 (-7.70)	<b>-2.49</b> <b>(-4.44)</b>	0.45 (53.30)	0.25 (22.05)	0.32 (25.25)
Labor input	0.39 (2.39)	0.07 (0.64)	-0.02 (-0.16)	0.53 (7.37)	0.82 (13.01)	<b>0.71</b> <b>(9.86)</b>	0.33 (20.30)	0.28 (6.59)	0.31 (8.42)
Private capital									
Gross	0.32 (4.11)								
Net 2)	0.66 (12.01)		0.38 (4.55)						
Public capital									
Gross	0.42 (6.01)			0.21 (3.01)					
Net 2)	0.06 (1.28)		0.33 (3.98)	0.56 (8.61)		<b>0.43</b> <b>(5.25)</b>			
Vintage 3) of private capital			-1.23 (-2.31)			<b>-0.44</b> <b>(-0.95)</b>			-0.05 (-1.86)
Vintage 3) of public capital			-1.65 (-3.47)			<b>-1.83</b> <b>(-3.29)</b>			
adjusted R <sup>2</sup>	0.969	0.994	0.993	0.915	0.849	<b>0.914</b>	0.922	0.549	0.490

Note: 1) parameters for private capital are equal to "1.0 minus those for labor input"

2) adjusted for technology innovation

3) annual changes

Source: Credit Suisse

## <図表6-3> 日本経済の成長会計

	Real GDP	Labor input	Net private capital	Vintage of private capital	Net public capital	Vintage of public capital	TFP 1)
1981-1990 (a)	3.5%	0.6%	1.4%	0.2%	<b>1.5%</b>	<b>0.4%</b>	-0.5%
1991-1997	1.5%	-0.4%	0.7%	-0.2%	1.6%	-0.3%	0.0%
1998-2007 (b)	1.1%	-0.5%	0.3%	0.0%	<b>0.5%</b>	<b>-0.2%</b>	0.9%
(b)-(a)	<b>-2.4%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>1.4%</b>

Note: 1) denotes Total Factor Productivity, also refer to the notes on the previous page

Source: Credit Suisse

- Labor input pushed down trend real GDP growth by 1.0pp
  - TFP pushed up trend real GDP growth by 1.4pp
- Private capital pushed down trend real GDP growth by 1.2pp
- Public capital pushed down trend real GDP growth by **1.6pp**

<参考7> TPP、日-EU-EPAの経済  
効果



# はじめに①:FTAAP構想とTPP(参加国の状況)

	日本	米国	韓国	中国	香港	台湾	ASEAN10ヶ国 インドネシア シンガポール タイ フィリピン マレーシア ブルネイ ベトナム ミャンマー ラオス カンボジア	オーストラリア ニュージーランド ロシア カナダ メキシコ ペルー チリ	パプア・ニューギニア インド
FTAAP (Free Trade Area of the Asia-Pacific、 アジア太平洋自由貿易構想)	○	○	○	○	○	○	◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎	○ ○ ○ ○ ◎ ◎ ◎	○
ASEAN+3 (東アジア自由貿易圏構想)	○		○	○			◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎		
ASEAN+6 (東アジア包括的経済連携構想)	○		○	○			◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎ ◎	○ ○	◎
日中韓FTA (共同研究)	○		○	○					
TPP (環太平洋パートナーシップ協定)	△	○	△			△	◎ △ ◎ ◎ ◎	○ ○ △ ◎ ◎	

注: ○参加国、△参加表明国、△参加検討国、◎日本が既に二国間FTA-EPAを締結した国(交渉完了を含む)  
出所: 外務省、Credit Suisse

## はじめに②主要国と日本の貿易(2010年通関統計)

	金額(10億円)			シェア[%]		
	輸出	輸入	貿易収支	輸出	輸入	貿易収支
中華人民共和国	13,087	13,409	(322)	19	22	(5)
アメリカ合衆国	<b>10,385</b>	<b>5,908</b>	<b>4,478</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	66
ASEAN	9,882	8,813	1,069	15	15	16
インドネシア	1,394	2,463	(1,069)	2	4	(16)
シンガポール	2,209	715	1,494	3	1	22
タイ	2,994	1,839	1,155	4	3	17
フィリピン	969	692	277	1	1	4
マレーシア	1,545	1,986	(442)	2	3	(7)
ブルネイ	13	347	(334)	0	1	(5)
ベトナム	716	715	1	1	1	0
その他ASEAN	42	55	(13)	0	0	(0)
EU	<b>7,617</b>	<b>5,816</b>	<b>1,801</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	27
韓国	5,461	2,502	2,959	8	4	44
台湾	4,600	2,023	2,576	7	3	38
香港	3,705	133	3,571	5	0	53
オーストラリア	1,390	3,913	(2,523)	2	6	(37)
メキシコ	828	305	523	1	1	8
カナダ	816	954	(137)	1	2	(2)
インド	792	497	295	1	1	4
スイス	681	595	86	1	1	1
ブラジル	543	863	(320)	1	1	(5)
チリ	238	662	(425)	0	1	(6)
ニュージーランド	167	236	(70)	0	0	(1)
ペルー	87	186	(99)	0	0	(1)
その他諸国	7,128	13,825	(6,697)	11	23	(99)
合計	67,405	60,639	6,766	100	100	100
参考						
<b>EPA・FTA締結国・交渉完了国の合計</b>	<b>12,508</b>	<b>11,058</b>	<b>1,450</b>	<b>18.6</b>	<b>18.2</b>	

注:シャドーは日本のEPA・FTA締結国・交渉完了国  
 ( )で表示されているのは日本にとって貿易赤字  
 出所:財務省、Credit Suisse

## ①FTA/EPA締結の輸出へのインパクト



# 米国・EUと日本の貿易(2010年通関統計)

[単位・10億円]

日本→米国		米国→日本	
品目	金額	品目	金額
乗用車	2,801	食料品	1,251
バス・トラック	49	穀物類	451
自動車の部分品	665	コメ	24
化学製品	669	化学製品	1,058
電算機類・部品	506	医薬品	248
原動機	480	半導体等電子部品	373
科学光学機器	280	科学光学機器	363
半導体等電子部品	269	医療機器	199
AV機器	266	原動機	334
鉄鋼	183	航空機類	288
金属製品	154	電気計測機器	141
その他	4,064	その他	2,100
合計	10,385	合計	5,908

[単位・10億円]

日本→EU		EU→輸入	
品目	金額	品目	金額
乗用車	984	化学製品	1,833
バス・トラック	32	医薬品	813
自動車の部分品	398	食料品	668
化学製品	667	肉類	121
電算機類・部品	484	自動車	461
原動機	352	科学光学機器	295
科学光学機器	317	医療機器	126
半導体等電子部品	304	原動機	154
AV機器	224	バッグ類	127
鉄鋼	95	非鉄金属	110
金属製品	107	衣類・付属品	104
その他	3,653	その他	1,939
合計	7,617	合計	5,816

出所:財務省、Credit Suisse

# 米国・EUの主な関税率、本邦輸送機械業の現地生産比率、 米国・EU向けTV、自動車の価格弾性値

米・EUにおける主要高関税品目

米国		EU	
乗用車	2.5%	乗用車	10.0%
トラック	25.0%	薄型テレビ	14.0%
ベアリング	9.0%	液晶ディスプレイモニター	14.0%
ポリスチレン・ポリエステル	6.5%	複合機	6.0%
LCDモニター・カラーTV	5.0%	電子レンジ	5.0%
電気アンプ・スピーカー	4.9%		

注：米韓FTAでは米国が乗用車とトラックの関税率を5、8年維持することを決定  
他方、家電、化学製品は関税の5年以内撤廃に合意

出所：経済産業省、Credit Suisse

本邦輸送機械業の現地生産比率(2010年度上期、10億ドル)

	現地売上高(A)	輸出額(B)	(A)/(A)+(B) %
北米	59.8	21.5	73.6
欧州	10.7	9.6	52.7

注：現地売上高は本邦海外現地法人の売上高のうちの自国内(現地)向け(推計)  
出所：経済産業省、Credit Suisse

## 米国・EU向け輸出数量の価格弾性値

	輸出単価 (現地通貨)
<b>米国向け</b>	
TV	-0.362* (-1.75)
乗用車	<b>-0.861***</b> (-2.90)
<b>EU向け</b>	
TV	-0.470*** (-3.53)
乗用車	<b>-0.875*</b> (-1.97)

注：( )内はt値、\*\*\*1%有意、\*10%有意  
出所：財務省、Credit Suisse

# 日本と韓国の品目別比較優位 ～比較優位・劣位指数と貿易統合指数

- 比較優位指数=品目の財輸出に占めるシェア(当該国)/品目の財輸出に占めるシェア(世界平均)
- 比較劣位指数=品目の財輸入に占めるシェア(当該国)/品目の財輸入に占めるシェア(世界平均)

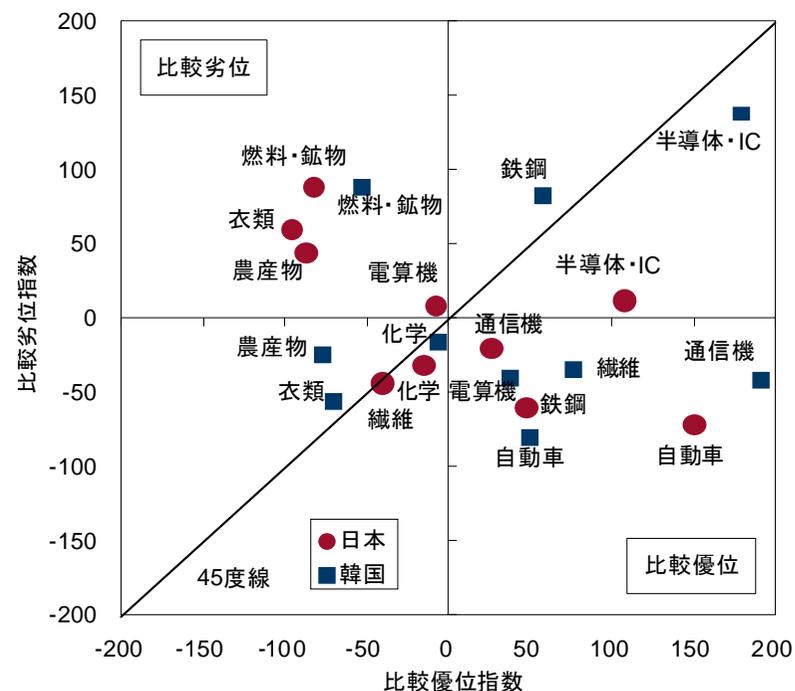
顕示貿易統合比較指数

	日本			韓国	
	00-03年 平均	04-08年 平均		00-03年 平均	04-08年 平均
農産物	-163.8	-131.7	農産物	-64.9	-54.3
燃料・鉱物	-181.6	-171.3	燃料・鉱物	-170.0	-142.6
<b>鉄鋼</b>	118.5	<b>106.7</b>	鉄鋼	14.6	-25.7
化学	5.9	15.8	化学	-5.0	9.0
電算機	-7.3	-17.7	<b>電算機</b>	115.4	<b>77.8</b>
通信機	59.9	45.3	<b>通信機</b>	185.8	<b>231.6</b>
<b>半導体・IC</b>	83.0	<b>94.6</b>	半導体・IC	-9.2	41.0
<b>自動車</b>	188.4	<b>221.0</b>	<b>自動車</b>	95.2	<b>129.9</b>
繊維	5.9	2.3	<b>繊維</b>	197.5	<b>109.5</b>
衣類	-168.0	-156.8	衣類	41.5	-15.5

注:内閣府(2008年)を参考に推計

顕示貿易統合指数=比較優位指数-比較劣位指数

出所:WTO、Credit Suisse



注:2004-2008年に対応するデータ

出所:WTO、Credit Suisse

## まとめ

- ① TPP参加は日米FTA・EPAとほぼ同様の効果を持つ
- ② 日本の輸出入に占めるFTA・EPA締結国シェアは18%（米国は38%、EUは30%＜域外＞、韓36%）に過ぎないが、TPP、日-EU・EPAを締結すると40%超に上昇する
- ③ 日本の対米・EU輸出で品目シェアが最大なのは乗用車（自動車）
- ④ EUの関税率が相対的に高いこと、欧州における現地生産比率が相対的に低いことなどから考えて、日-EU・EPA締結による欧州向け乗用車輸出に大きな増加余地
- ⑤ 韓国との競争力比較からも、日本の自動車輸出の増加余地が大きい可能性が確認される

## ②日本の輸入障壁とFTA/EPA締結の 輸入へのインパクト



# <再掲> 米国・EUと日本の貿易(2010年通関統計)

[単位・10億円]

日本→米国		米国→日本	
品目	金額	品目	金額
乗用車	2,801	<b>食料品</b>	<b>1,251</b>
バス・トラック	49	<b>穀物類</b>	<b>451</b>
自動車の部分品	665	<b>コメ</b>	<b>24</b>
化学製品	669	化学製品	1,058
電算機類・部品	506	<b>医薬品</b>	<b>248</b>
原動機	480	半導体等電子部品	373
科学光学機器	280	科学光学機器	363
半導体等電子部品	269	<b>医療機器</b>	<b>199</b>
AV機器	266	原動機	334
鉄鋼	183	航空機類	288
金属製品	154	電気計測機器	141
その他	4,064	その他	2,100
合計	10,385	合計	5,908

[単位・10億円]

日本→EU		EU→輸入	
品目	金額	品目	金額
乗用車	984	化学製品	1,833
バス・トラック	32	<b>医薬品</b>	<b>813</b>
自動車の部分品	398	<b>食料品</b>	<b>668</b>
化学製品	667	肉類	121
電算機類・部品	484	自動車	461
原動機	352	科学光学機器	295
科学光学機器	317	<b>医療機器</b>	<b>126</b>
半導体等電子部品	304	原動機	154
AV機器	224	バッグ類	127
鉄鋼	95	非鉄金属	110
金属製品	107	衣類・付属品	104
その他	3,653	その他	1,939
合計	7,617	合計	5,816

出所:財務省、Credit Suisse

# G3関税率比較表(2008年)

	米国			EU			日本		
	平均税率 (%)	非関税比 (%)	最大税率 (%)	平均税率 (%)	非関税比 (%)	最大税率 (%)	平均税率 (%)	非関税比 (%)	最大税率 (%)
畜産物	2.5	31.0	26	23.2	23.7	162	12.3	43.8	<b>359</b>
乳製品	16.2	0.2	126	49.4	0	163	147.5	6.7	<b>558</b>
果物、野菜	4.9	20.1	132	11.3	18.5	161	12.2	19.9	<b>415</b>
コーヒー、紅茶	3.6	53.3	69	6.6	27.1	55	15.6	22.7	<b>191</b>
シリアル&調理品	4.0	20.9	98	17.5	9.1	111	60.8	10.6	<b>637</b>
脂肪種子、食用油、オイル	4.2	24.3	164	5.5	43.4	94	10.6	42.3	<b>561</b>
砂糖、菓子	9.1	2.1	79	27.5	0	118	23.5	12.7	82
飲料&タバコ	13.5	26.8	350	19.0	19.8	166	14.2	32.1	53
綿	2.5	40.0	20	0.0	100.0	0	0.0	100.0	0
その他農産物	1.1	59.7	70	4.7	65.6	117	5.7	70.0	<b>641</b>
魚・魚類	1.0	81.0	35	11.8	9.0	26	5.5	3.8	15
鉱物&金属品	1.8	60.8	38	2.0	49.2	12	1.0	70.4	10
石油・ガソリン	1.5	20.0	8	3.1	20.0	5	0.6	72.1	8
化学品	2.8	40.7	7	4.6	21.4	13	2.2	38.5	7
木材、紙など	0.5	90.2	14	0.9	81.2	10	0.8	80.9	10
織物、編物	8.0	15.0	38	6.6	2.1	12	5.5	7.5	25
衣類	12.1	2.8	32	11.5	0	12	9.2	0	13
皮製品、靴	4.0	38.9	60	4.2	22.7	17	9.7	54.1	384
電気製品以外の機械機器	1.2	65.0	10	1.9	21.0	10	0.0	<b>100.0</b>	<b>0</b>
電気機械	1.7	48.4	15	2.8	20.1	14	0.2	<b>96.4</b>	<b>5</b>
輸送機械	3.0	55.7	25	4.3	12.5	22	0.0	<b>100.0</b>	<b>0</b>
その他鉱工業製品	2.6	44.4	53	2.7	20.4	14	1.2	<b>74.6</b>	<b>8</b>

注: 最恵国税率

出所: WTO、Credit Suisse

## 代表的品目の輸入関税率(日本)

品目	関税率
米	国家貿易品目：1次無税、2次341円/kg
小麦	国家貿易品目：1次無税、2次55円/kg
大麦	国家貿易品目：1次無税、2次38円/kg
飲用乳	国家貿易品目：1次25%、2次21.3%+114円/kg
バター	国家貿易品目：1次35%、2次29.8%+985円/kg
牛肉	38.50%
豚肉	361円/kg
鶏肉	11.9～20%
オレンジ	16～32%
グレープフルーツ	10%
バナナ	20～25%
じゃがいも	生鮮：3～4.3%、冷凍：8%
たまねぎ	8.50%
チョコレート	29.80%
ワイン	15～29.8%
綿糸、綿織物	5.6～11.2%
衣類	8～11%
鉄、銅、アルミ、ニッケル、鉛、亜鉛、すず	0～7.5%
無機及び有機化学品	3～5%
精油、化粧品、洗剤類	3～6%

注：税関の「実行税率表」より作成（品目が多種にわたる場合、代表的なものに対する関税率を掲載）

出所：財務省、Credit Suisse

# 非関税障壁の具体例(日本)

	仕組み	該当する品目
輸入割当	特定品目について一定期間に輸入可能な総量または総額を設定、一定の条件を備えた者に対し、輸入数量または輸入金額を割当。輸入割当量は過去の輸入実績などを基準に設定される。	海産物(にしん、たら、たらの卵、ぶり、さば、いわし、あじ、さんま、ホタテ、貝柱、イカ、海苔、とろろこんぶ)
国家貿易	国が数量を決めて輸入し、価格設定して国内に販売。例えば、コメのミニマム・アクセス部分は国が無関税で輸入し、マークアップを乗せて国内に販売している。また、これらの品目を民間が直接輸入する場合には、内外価格差に応じた関税がかかる。	小麦、大麦、米関連品目、バターなど指定乳製品、生糸、指定糖・コーンスターチ用とうもろこし
技術的輸入規制	製品の仕様に関する国内法による規制。これらの国内規制の殆どは健康・安全対策として設けられているが、国内産業を保護している側面もあり、多くは非関税障壁とみなされている。	医薬品、医療機器、化粧品、食品、自動車、電気製品、木材など

出所:経済産業省、財務省、厚生労働省、農林水産省、Credit Suisse

# 技術的輸入規制に関する法的措置の代表例(日本)

仕組み	
薬事法	医薬品、医薬部外品、化粧品、医療機器については、輸入申告の際、薬事法上の許可、承認等を受けていることを税関に証明する必要がある。許可が下りないと、輸入はできない。
食品衛生法	全ての飲食物、添加物、食器、容器包装、乳幼児用おもちゃ等は輸入の届出が必要。届出を受け付けた厚生労働省検疫所では、食品衛生法に基づく適法な食品等であるかについて食品衛生監視員が審査。不合格となった場合、輸入できない。
道路運送車両法	輸入車両が安全基準に適合しているかどうかを型式ごとに事前に審査する自動車認証制度がある。適合しないと、輸入してもナンバープレートが交付されず、公道を走行できない。
電気用品安全法	電気用品を輸入しようとする事業者は、経済産業大臣に届け出る義務があり、その届出事業者は輸入する電気用品を経済産業省の定める技術水準に適合させる必要がある。電気用品のうち、特に危険または傷害の発生するおそれが多い「特定電気用品」(115品目)を販売するには国の登録検査機関による適合性検査に合格(適合性証明書の交付)する必要がある。
植物防疫法	木材の輸入には植物防疫所による検査が必要。検査の結果、病害虫などが付着している場合、消毒もしくは破棄される。

出所: 経済産業省、財務省、厚生労働省、農林水産省、Credit Suisse

## 日本の食料自給率、食料輸入依存度(2009年度)

	カロリーベース			生産額ベース			生産量ベース 輸入依存度 (%)
	国産熱量 (kcal/日・人)	供給熱量 (kcal/日・人)	自給率 (%)	国内生産額 (兆円/年)	国内消費 仕向け額 (兆円/年)	自給率 (%)	
コメ	548	571	96.0%	1.9358	2.0067	96.5%	<b>9.3%</b>
小麦	30	321	9.3%	0.0243	0.2817	8.6%	88.8%
大豆	19	75	25.3%	0.0284	0.0623	45.6%	93.6%
野菜	58	73	79.5%	2.1988	2.6494	83.0%	<b>16.9%</b>
果実	24	66	36.4%	0.7105	1.0368	68.5%	58.8%
畜産物*	65	385	16.9%	2.2298	3.7333	59.7%	<b>30.2%</b>
魚介類	75	121	62.0%	1.4029	2.4498	57.3%	48.0%
砂糖類	67	203	33.0%	0.1646	0.2996	54.9%	41.7%
油脂類	10	331	3.0%	0.1549	0.3912	39.6%	<b>31.7%</b>
その他	68	290	23.4%	0.9532	1.1822	80.6%	
合計	964	2436	<b>39.6%</b>	9.8032	14.093	<b>69.6%</b>	

注: 輸入依存度は輸入量/(輸入量+国内生産量)  
出所: 農林水産省、Credit Suisse

\*畜産物には乳製品を含む

# TPP、日-EU・EPA締結の輸出入へのインパクト(イメージ)

	2010年実績	TPP・EPA締結後のイメージ	
		<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本は農作物・食料品の輸入関税を大幅引き下げ</li> <li>・日本は医薬品、医療機器に関する非関税障壁を見直し</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・想定される日本の輸入依存度の変化</li> </ul>
日本から米国、EUへの自動車輸出	3.8	4.5	
日本から米国、EUへの半導体・電子部品輸出	0.6	1.0	
日本の米国、EUからの食料輸入(コメ以外)	1.889	2.4	小麦、大豆を除く消費量ベース 輸入依存度50%(現状38%)
日本の米国、EUからのコメ輸入	0.03	0.2	消費量ベースの輸入依存度 50%(現状4%)
日本の米国、EUからの医薬品輸入	1.061	2.0	輸入依存度40%(現状20%)
日本の米国、EUからの医療機器輸入	0.3	0.6	輸入依存度70%(現状40%)
日本から米国、EUへの輸出増	<b>1兆円強?</b>		
日本の米国、EUからの輸入増		<b>2兆円弱?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・食料+0.7兆円</li> <li>・医薬品+1.0兆円、医療機器+0.3兆円</li> </ul>

出所:財務省、経済産業省、農林水産省、Credit Suisse

## まとめ

- ① 日本の輸入関税は多くの機械類に関してほぼ撤廃されているため、TPP、日-EU-EPA締結でも機械類の輸入増は見込まれにくい
- ② 日本の輸入増加余地があるのは、食料(農作物)、医薬品、医療機器とみられる(高関税率の適用、非関税障壁の存在)
- ③ カロリーベースの食料自給率30%割れを許容し、コメを含む食料の消費量ベースの平均輸入依存度を5割弱から6割程度に引き上げることを目標とし、輸入関税率を大幅に引き下げた場合は、米国、EUからの食料輸入額(年間2兆円弱)は0.7兆円程度増加する可能性
- ④ 輸入依存度が20~30%ポイント上昇することを目標に、非関税障壁の大幅緩和を実施した場合、医薬品、医療機器の米国、EUからの輸入額(年間1.3~1.4兆円)は1.3兆円程度増加する可能性

## まとめ・続き

- ⑤ 日本が食料(農作物)の輸入関税大幅引き下げや非関税障壁の大幅削減を実施した場合、米国、EUからは、食料、医薬品、医療機器の合計で、年間2兆円程度輸入が増加する可能性
- ⑥ 期待される年間2兆円程度の輸入増については、米国からの輸入、EUからの輸入ともに1兆円程度ずつの増加になる見込み
- ⑦ 他方、日本から米国、EUへの輸出増加は年間1兆円程度になる見込みであり、対米、対EUともに5,000億円程度の増加になるか
- ⑧ 従って、日米、日EUの貿易収支はともに日本の黒字額が5,000億円程度の縮小となる計算
- ⑨ TPP、日-EU・EPAが発効しても、日本の対米貿易黒字(2010年4.5兆円)、対EU貿易黒字(同1.8兆円)が大きく縮小する可能性は低い

③TPP参加・EPA締結に関する国際  
政治力学



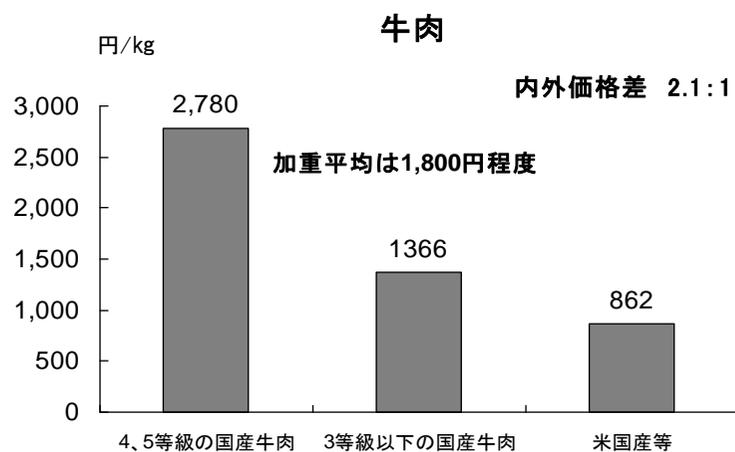
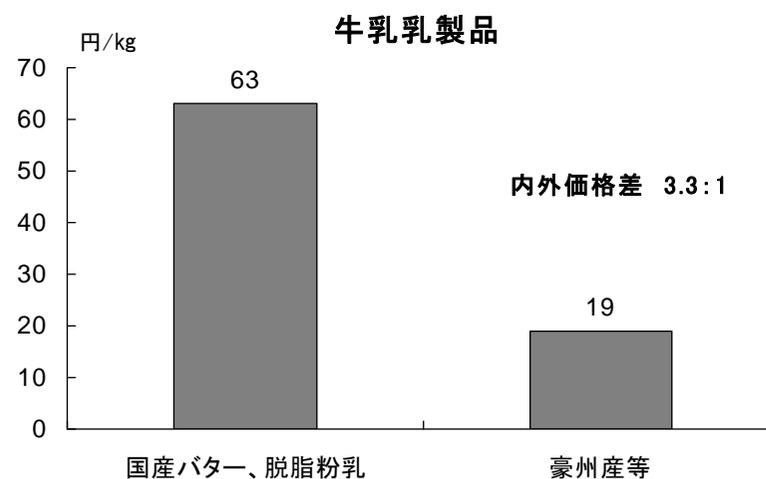
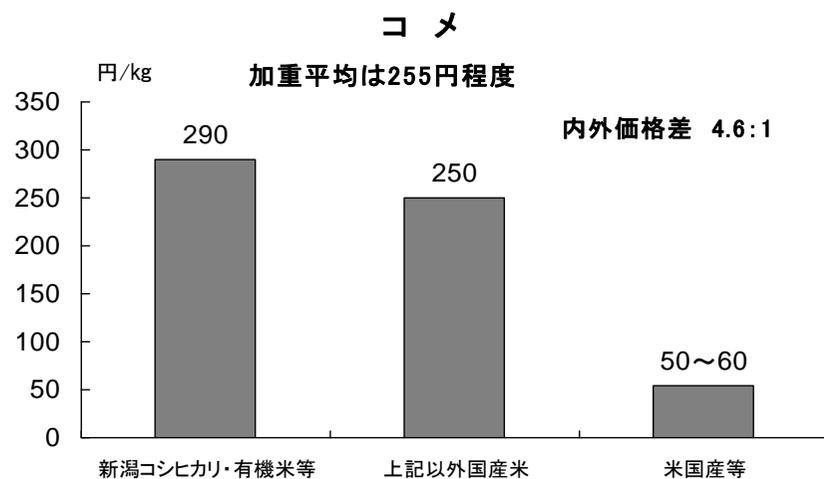
## 論点

- ① 日本が食料、医薬品、医療機器のかなり大胆な市場開放を行ったにせよ、米国やEUの対日貿易赤字はさほど減らない可能性が高い
- ② 日本が食料、医薬品、医療機器の市場開放に後ろ向きの場合、米国、EUが日本のTPP参加や日-EU・EPA締結を後押しするインセンティブは小さいと判断される
- ③ このため、日本のTPP参加交渉や、日-EU・EPA協議開始に関する交渉は難航することが予想される
- ④ 日本側は、食料、医薬品、医療機器等の市場開放のみならず、郵政民営化見直し法案の廃案、対日M&Aに関する規制緩和、医療制度改革（混合診療の自由化）、政府調達開放、などを迫られる公算

## ④TPP参加と農業：農産物デフレ問題 と農業改革の行方



# 主要食料・農産物の内外価格差



出所:農林水産省、Credit Suisse

# 農産物輸入増加の物価へのインパクト

	現在	輸入依存度が 50%に 上昇した場合	下落率	国内食料 消費額 下押し効果 (%)	
コメの加重平均価格 (円/kg)	249.3	157.5	-36.8	-5.2	
畜産物の加重平均価格 (理論価格、現在=100)	100.0	84.6	-15.4	-4.1	
				-9.3	合計の インパクト(%)
				-1.3	合計の インパクト(兆円)
				-0.9	CPIへの インパクト(%p)

関連食料(外食を含む)  
のウェイトは約10%

出所: 農林水産省、Credit Suisse

# 1960年代以降の農業関連資料

	1960年	1970	1980	1990	2000	2010	
農地面積(千ha)	6071	5796	5461	5243	4830	4593	
耕地利用率(%)	134	109	105	102	95	91	← 増加する休耕地 (耕地の質が低下)
作付延べ面積(千ha)	8129	6311	5706	5349	4563	4200	
農業就業人口(万人)	1454	1035	697	565	389	261	
うち65歳以上(%)	—	—	25	36	53	62	← 高齢化する農家
平均年齢(歳)	—	—	—	—	61	66	
総農家戸数(万戸)	606	540	466	383	312	253	
販売農家戸数(万戸)	—	—	—	297	234	163	
販売農家比率(%)	—	—	—	78%	75%	64%	← 小規模化する農家
1戸当たり就業人口(人)	2.4	1.9	1.5	1.5	1.2	1.0	
農業総生産(百億円)	191	466	1026	1149	913	800	
農業付加価値額、百億円	149	327	627	790	554	430	
食料自給率(カロリーベース、%)	79	60	53	48	40	40	← 低下する自給率
<b>農業の生産性</b>							
付加価値額/総生産 (%)	78%	70%	61%	69%	61%	54%	← 低下する生産性
付加価値額(1戸当たり、万円)	25	61	135	206	178	170	

注: 2010年は一部推計

販売農家とは経営耕作地面積が30a以上または農作物販売額が年間50万円以上の農家

農家とは経営耕作地面積が10a以上または農作物販売額が年間15万円以上の農家

出所: 農林水産省、Credit Suisse

## 日本の農業の課題とTPP

- ① 日本の農業は、休耕地増加、農家高齢化、農家小規模化、生産性低下、といった問題に直面している
- ② 対応すべき課題は、耕地有効利用、農家大規模化（農地集約化）、働き手の育成、などである
- ③ TPPへの参加により、安価な農作物、食料の輸入が増加した場合、生産性の低い小規模・兼業農家（コメ作の場合、主業農家は全体の4割未満）が減少し、耕地有効利用、農家大規模化（農地集約化）といった農業改革が進む可能性はある
- ④ しかし、製造業の海外移転などによって地方の経済・所得環境は悪化しており、税制面での優遇を受けられる兼業農家を維持したいと考える農家は多いとみられ、農業改革の先行きは不透明

# Disclosure Appendix

## アナリスト・サードパーティーケーション

私、白川 浩道は、(1)本調査レポートに示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、(2)私の報酬が本調査レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

## ディスクレーマー

本レポートに記載されているCredit SuisseまたはCSは、Credit Suisse AGの投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：[https://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/)。本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse AGまたはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSに帰属します。また、事前にCSの許可を得ることで、このレポートに記載のない掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されており、本レポートで使用されているすべての商標、サービス、マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス、マーク、もしくは登録商標や登録サービス、マークです。

本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきでもありません。CSはこのレポートで取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CSはこのレポートを受け取ったことだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。このレポートに含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別にアドバイザーに相談してください。このレポートは投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしておりません。また、特定個人による推奨も含みません。CSは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレバレッジが変わる場合がありますのでご注意ください。

本レポートに掲載された情報や意見は、CSが信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、このレポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきでもありません。CSはこのレポートの中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合があります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSはこのレポートの受取人にそのような証券の発行率による資金調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重要な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CSは本レポートの中の資料で言及されている証券のマーケット・メーカーを行っており、また現在、プライマリー・マーケット・メーカーを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合があります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。このレポートで言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS単独またはCS関連会社によってオファーされることもあり、またCSが当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の業績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。このレポートに記載された情報、意見および予想は、CSがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承下さい。

当レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うこととなります。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものもあります。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。

本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されている場合があります。レポートがCSのウェブサイトと言及している場合を除き、CSは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイト)のアドレスやハイパーリンクを含むものはお客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。このレポートまたはCSウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くのはお客様ご自身のリスクで行っていただくこととなります。

本レポートはヨーロッパ(スイスは除く)において英国のOne Cabot Square, London E14 4QJにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいてはNiederlassung Frankfurt am Mainにある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁 (BaFin) の監督下にあります。本レポートは米国およびカナダにおいてはCredit Suisse Securities (USA) LLC、スイスではBanco de investimentos Credit Suisse S.A.、メキシコではBanco Credit Suisse (Mexico), S.A.が配布を担当しています(本レポートで言及されている証券に関連した取引は適切な規制に準拠してのみ行われます)。日本においてはクレディ・スイス証券株式会社(金融商品取引業 関東財務局長(金商)第66号、日本証券業協会 会員、社団法人 金融先物取引業協会 会員、社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会 会員)が配布を担当しております。さらに、他のアジア太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branchのいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse AG, Taipei Branchによって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・セジュネス・パートナーが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチはCredit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhdのリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は+603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に含致しない可能性もあります。

CSが証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取りが認められる場合もあります。証券取引を希望される米国外のお客様は、居住地域の法律で許可されている場合を除き、同地域で営業活動に従事しているCSを通じて取引を実行していただくかえはなりません。また、米国内のお客様は、米国のCredit Suisse Securities (USA) LLCの営業担当者を通じてのみ、取引を行うことが可能となっております。

本調査レポートはCSが作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であるお客様への配布を目的としています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。このレポートは英国以外のお客様の投資またはサービス、またはFSA管理下ではなく、また個人顧客に関するFSAの保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合があります。また、このレポートに關し、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

CSは米国の地方自治体もしくは関係当局(以下、municipalities)に対して個別取引やトレードの提案およびそうした取引の契約締結を含む各種サービスを提供している可能性があります。CSがmunicipalitiesに提供するサービスはドット・フランク金融制度改革・消費者保護法975項に定められた意味での「アドバイス」とはみなされません。CSはそうしたサービスおよび関連情報をmunicipalityに対するアドバイザーでない受託者としてではなく独立当事者間ベースのみ提供しています。そうしたサービスの提供に関して、municipality(その職員、幹部、または代理業者を含む)とCSの間に、CSがmunicipalityに対してアドバイスを提供するという直接的ないし間接的な協約は何らありません。MunicipalitiesはCSによって提供されたサービスに関して財務、会計、法律のアドバイザーと相談する必要があります。さらに、CSは直接的ないし間接的な報酬を得るために、関連会社ではないブローカー、ディーラー、地方債ディーラー、地方債アドバイザー、あるいは投資アドバイザーに代わり、municipality による契約、すなわちMunicipal Financial Products、地方債の発行に関連した、あるいはmunicipalityに対して若しくはその代理として投資顧問サービスを提供する投資アドバイザーの契約を、獲得しない保持する目的で、municipality を勧誘する行為を行っておりません。

Copyright © 2011, CREDIT SUISSE GROUP AGおよび/またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。