

# 日本経済 2011-2012 の概要

— 震災からの復興と対外面のリスク —

## 第1章 東日本大震災と海外情勢により急変動した日本経済

景気持ち直し局面にあった我が国経済を襲った震災や円高の影響を分析

- 第1節 揺れ動く日本経済
- 第2節 円高と日本経済
- 第3節 電力供給不足と日本経済

## 第2章 震災からの復興

東日本大震災により大きな被害を受けた被災地がどのように復興しているかを分析

- 第1節 復興のプロセス
- 第2節 様々なリスクへの対応

## 第3章 金融市場の国際連動性と財政リスク

金融市場の国際連動性はリーマンショック後も高水準にある中、我が国への財政リスク伝播の可能性を分析

- 第1節 金融市場の国際連動性
- 第2節 日本の財政リスク

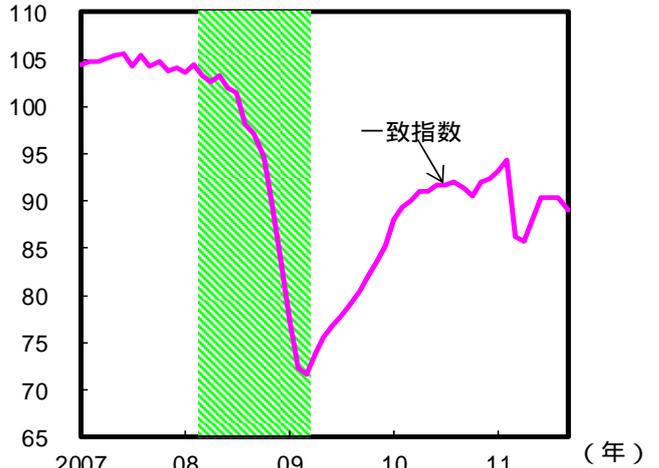
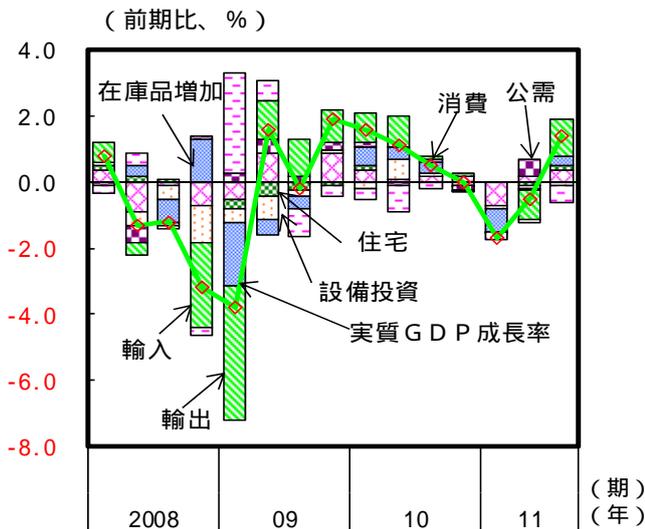
# 第1章 東日本大震災と海外情勢により急変動した日本経済

- 震災により急落したGDPは、第3四半期にプラス成長へと転じたが、C Iは未だ震災前（2月）の水準を回復できず

第1-1-1図 景気の現状

震災で急落したGDPは3四半期ぶりにプラス

他方、月次で見ると、7-9月期のC I一致指数は横ばいに転じ、未だ震災前以下の水準に留まる



(備考) 内閣府「国民経済計算」及び「景気動向指数」。なお、シャドーは景気後退局面。

- 年央における輸出の持ち直しテンポが鈍化し、生産の復調も鈍化

第1-1-2図 外需の動向

第1-1-3図 生産動向と震災からの回復

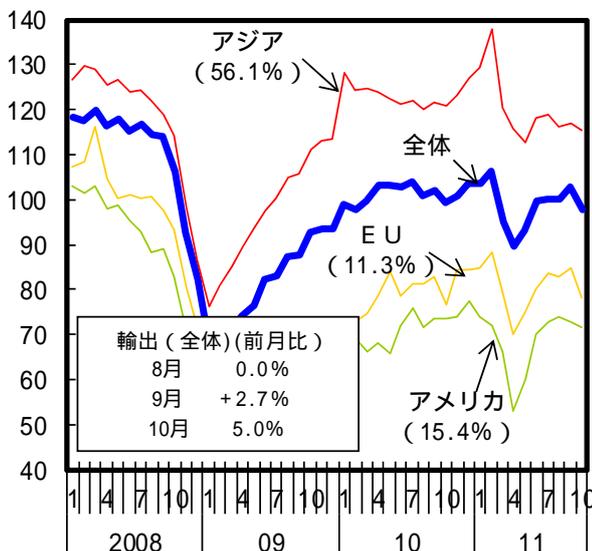
(1) 輸出数量の仕向け別動向

(1) 生産・出荷・在庫・在庫率の推移

アジアもアメリカも横ばいに転じた

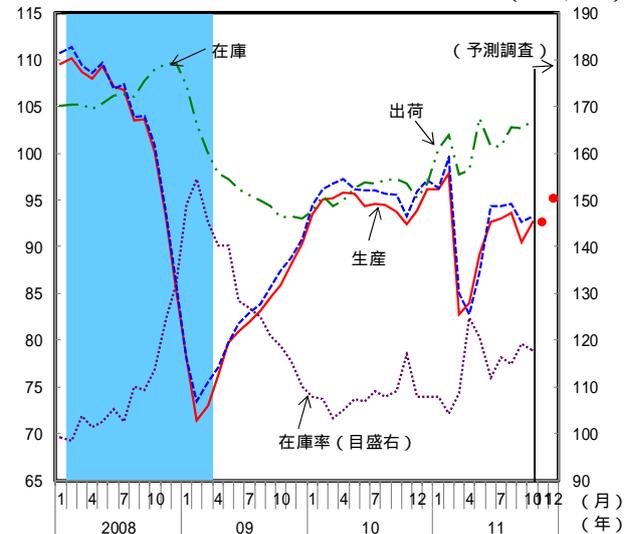
鉱工業生産は震災により大きく落ち込んだが、足下ではほぼ震災前の水準に回復

(季節調整済指数、2005年=100)



(2005年=100)

(2005年=100)

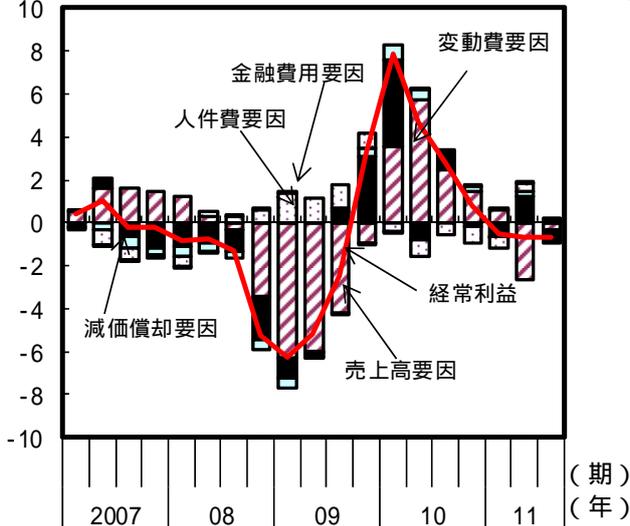


(備考) 財務省「貿易統計」、経済産業省「鉱工業指数」。

● 売上高減により利益が下押しされ、先々の設備投資にも悪影響

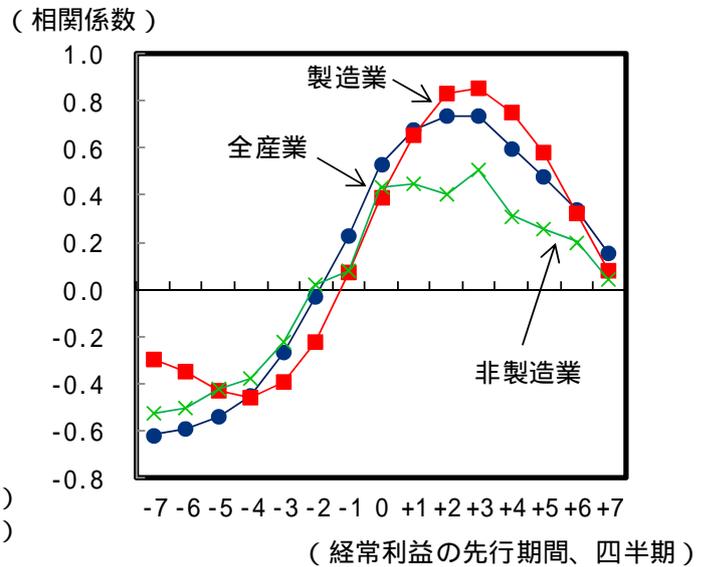
第1-1-4図 経常利益の動向  
(1) 製造業

リーマンショックから回復していた経常利益(%)は売上高要因により下押しされた



第1-1-5図 設備投資の動向  
(2) 経常利益と設備投資の時差相関

経常利益は設備投資に対して2~3四半期先行

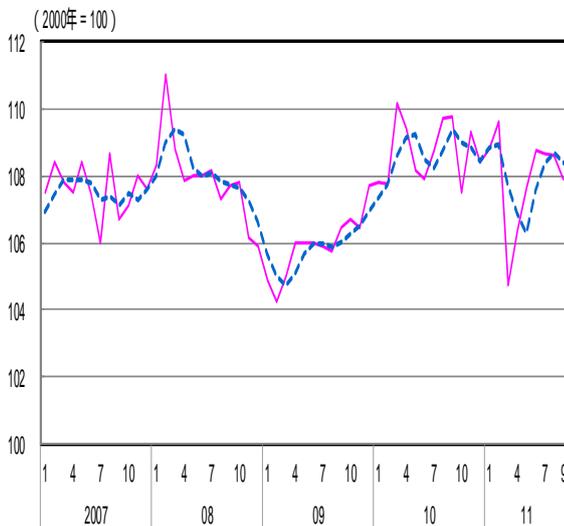


(備考) 財務省「法人企業統計」により作成。寄与分解は、前年の売上高で基準化した場合の利益率変化への寄与として算出。時差相関は、1990年第1四半期~2007年第4四半期で推計。

● 消費は震災前に戻ったものの、その後のテンポは鈍化  
● 雇用も改善基調にあるが、稼働率水準からは過剰感が残る

第1-1-6図 消費動向  
(3) 消費総合指数

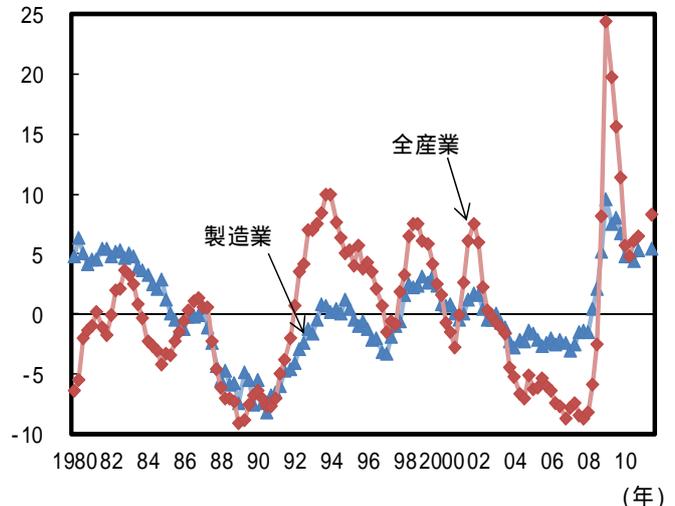
震災からの持ち直し後は回復テンポが鈍化



第1-1-8図 労働市場  
(2) 雇用保蔵者数

リーマンショック後よりは改善しているが、経済活動水準(稼働率)からは、雇用に過剰感が残る

(雇用保蔵率平均との乖離、%ポイント)



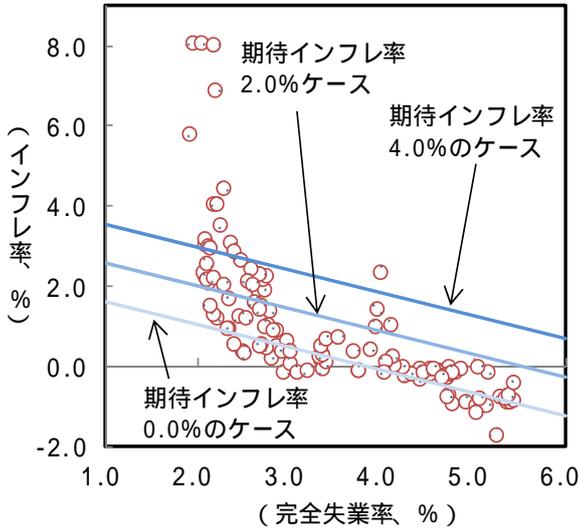
(備考) 内閣府「消費総合指数」及び「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「鉱工業指数」より作成。雇用保蔵者数は、稼働率とタイムトレンドによる労働生産性関数を推計し、ピーク時の稼働率又は日銀短観の雇用人員判断DIがゼロであった2005年第2四半期の稼働率を代入して求めた最適労働生産性との乖離。

- 低い期待インフレ率の下では、失業率4%でもデフレが残る
- デフレによるゼロ金利制約のコストは小さくない

第1-1-10図 デフレの原因と影響

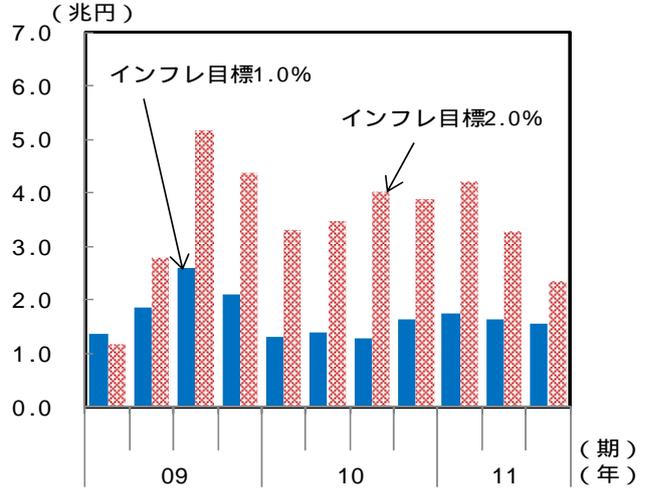
(1) 需給ギャップ(失業率)と物価(コアCPI)

期待インフレが低いとデフレ脱却は困難



(2) ゼロ金利制約のコスト

デフレのコストは小さくない

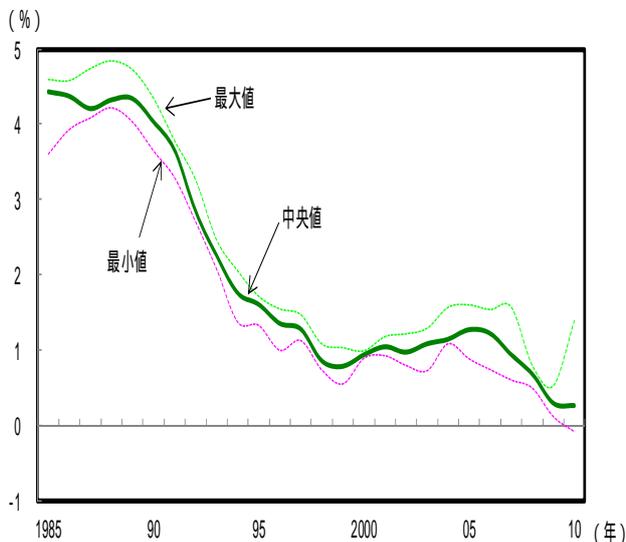


(備考) 推計は、期待インフレ率と循環失業率(失業率-構造失業率)による。構造失業率はUV分析により求めた。ゼロ金利制約のコストとは、テイラールールにより求められる金利と実際の金利の差分に対し、マクロモデルの金利乗数(内閣府経済社会総合研究所)を掛けて得られる追加的な実質GDPの額である。

- 我が国の潜在成長率は就業者数や労働時間の減少により低下
- 他方、震災による潜在成長率の下方屈折は一過性で済む公算大

第1-1-12図 主要機関による潜在成長率試算

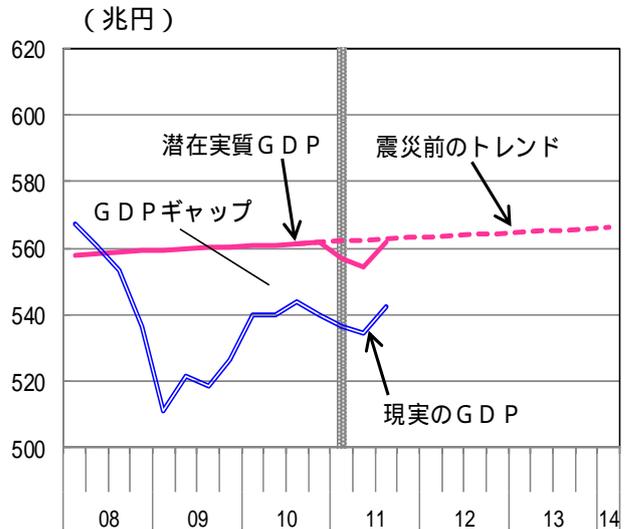
潜在成長率は低下傾向



第1-1-14図 震災の影響

(1) 成長経路の変化

東日本大震災は製造業における潜在稼働率の低下を通して潜在GDPを一時的に下押し

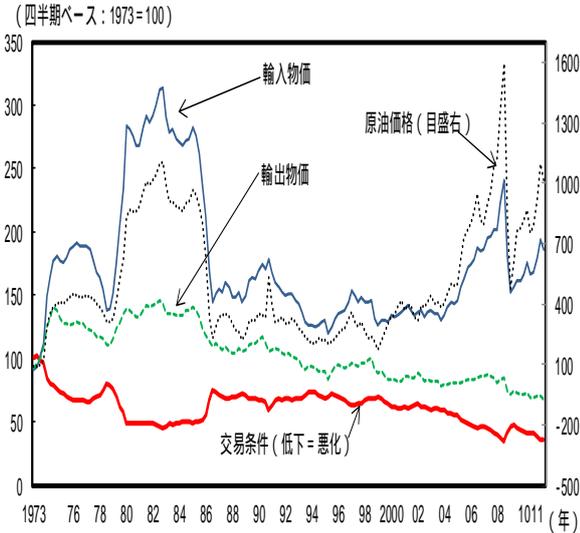


(備考) 主要機関は、OECD、IMF、日本銀行、内閣府。震災後の影響については、内閣府試算値。震災前のトレンドは、2008~2010年の3年間の値にHPフィルターを掛けた系列を単純に延伸したものの。

- 円高で物価は下がるが、同時に、物価で為替レートも変化
- 今の為替レートは相対購買力平価が示唆する水準よりも円高

第1-2-3図 輸出入物価と交易条件

円高の進行にも関わらず、原油等の資源価格の高騰もあり、交易条件は悪化が続く

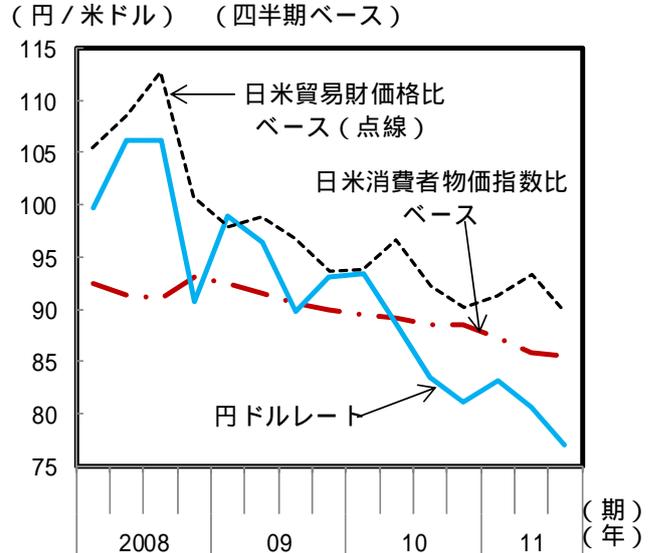


(備考) 交易条件=輸出物価指数/輸入物価指数×100として算出。原油価格=輸入物価指数(品目別;原油)。名目実効為替レート、実質実効為替レートは何れも日本銀行。インフレ率1%ケースは、2008年以降、日本のCPIが1%で推移し、実質実効レートが不変である場合の値。また、貿易財及び消費者物価ベースの相対購買力平価は、それぞれの日米の値で円ドルレートを回帰した推計値。

第1-2-4図 為替レートと物価、金利

(2) 為替と相対購買力平価

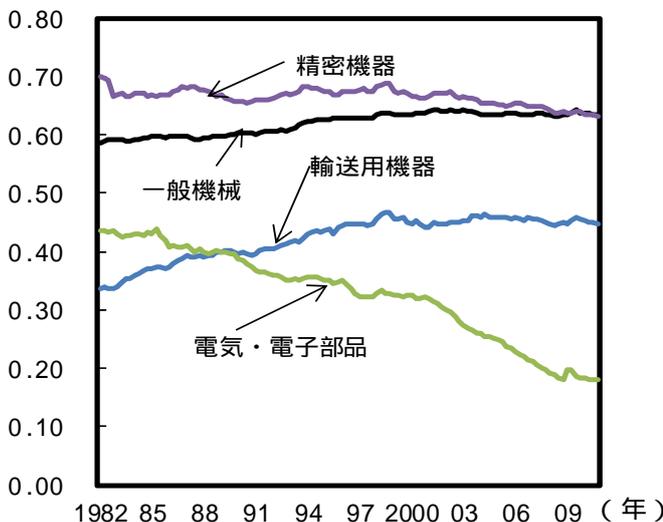
2010年秋以降の円ドルレートは、購買力平価の動きに比べ、急激に円高シフト



- 電気・電子部品業は輸出価格の引き下げで円高に対応する傾向
- 企業は海外現地生産比率の5年後見通しを概ね実現

第1-2-7図 為替弾力性と価格転嫁 (4) 加工型業種

一般機械や輸送用機器の輸出価格は、為替変化に対して現地ドル建て価格を引き上げ易く、電気・電子部品は引き上げ難い

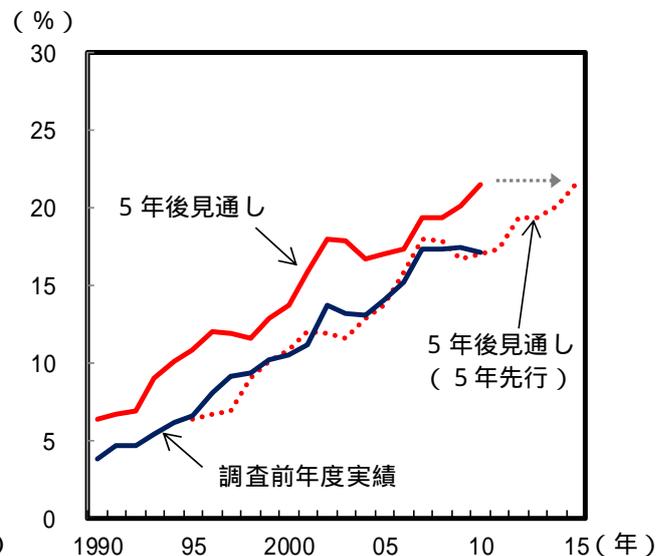


(備考) 日本銀行「企業物価指数」、「名目実効為替レート」により作成。為替弾性値は、輸出物価を名目実効為替レートで説明するモデルについてカルマンフィルターを用いて時変パラメーターを推計。

第1-2-8図 海外現地生産比率

(2) 5年後見通しの実現度合

企業は海外現地生産比率の計画値を概ね実現



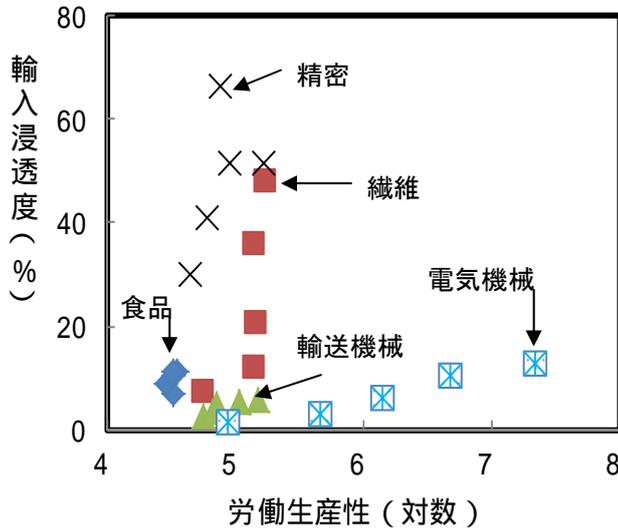
(備考) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

- 輸入浸透度も海外現地生産比率も上昇しつつ、労働生産性は改善

第1-2-9図 輸入浸透度と国内の生産・雇用

(2) 輸入浸透度と労働生産性

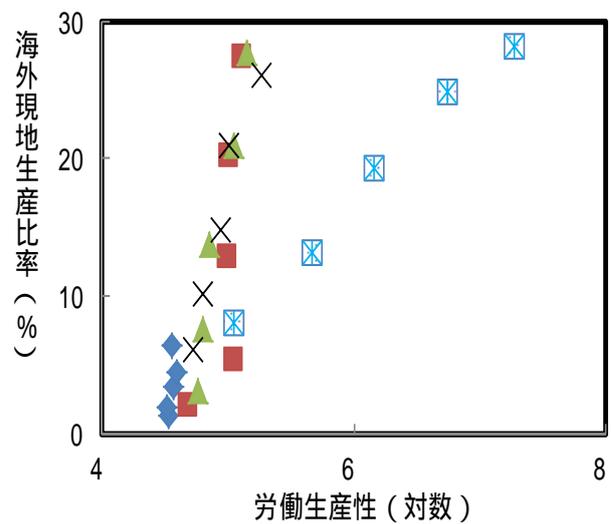
輸入浸透度が上昇する中、労働生産性も改善



第1-2-10図 海外現地生産比率と国内生産・雇用

(1) 海外現地生産比率と国内労働生産性

海外現地生産比率が上昇する中、労働生産性も改善



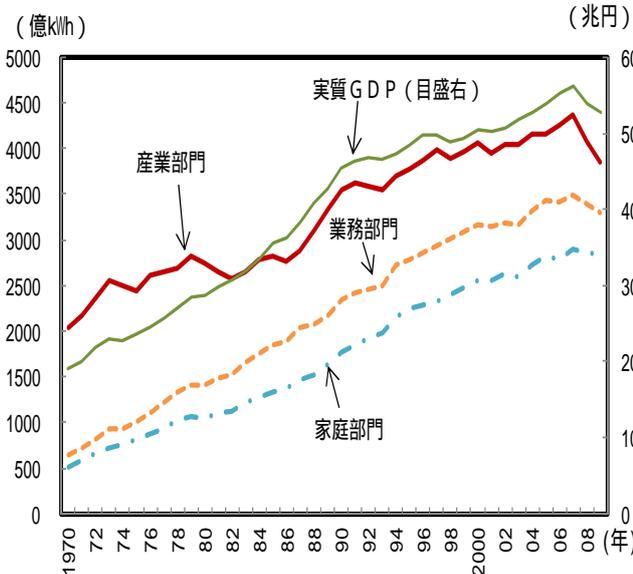
(備考) 輸入浸透度は、経済産業省「鉱工業総供給表」より作成。なお、食品については、「食品生産流通統計」及び「貿易統計」より作成。海外現地生産比率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」。

- 経済成長とともに、特に業務部門・家庭部門において電力需要が増加
- 電力料金は80年代半ばの高止まりから、緩やかに下落

第1-3-1図 電力需要の推移

(1) 部門別電力需要

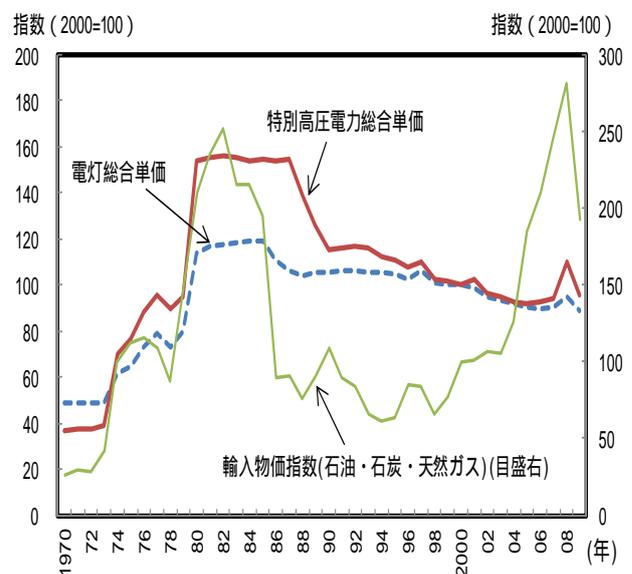
特に、業務部門・家庭部門において増加



第1-3-2図 電力料金の推移

(1) 電力料金と輸入物価

近年、電気料金は安定的に推移

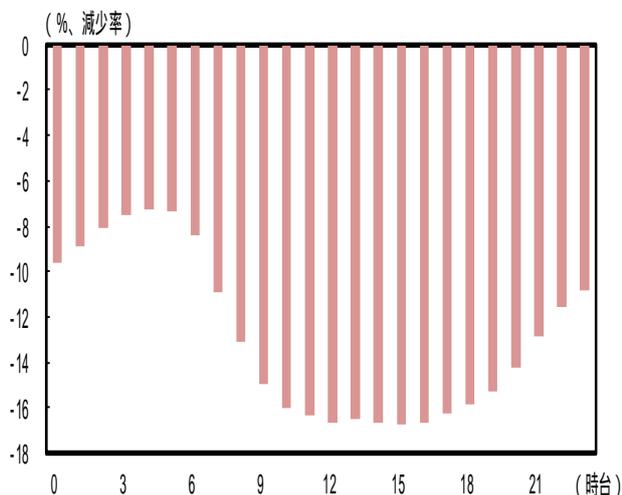


(備考) 「産業部門」は大口需要と自家発自家消費の合計、「業務部門」は大口需要を除く電力需要。「家庭部門」は電灯需要。

## ● 震災後は電力需要が大幅に減少

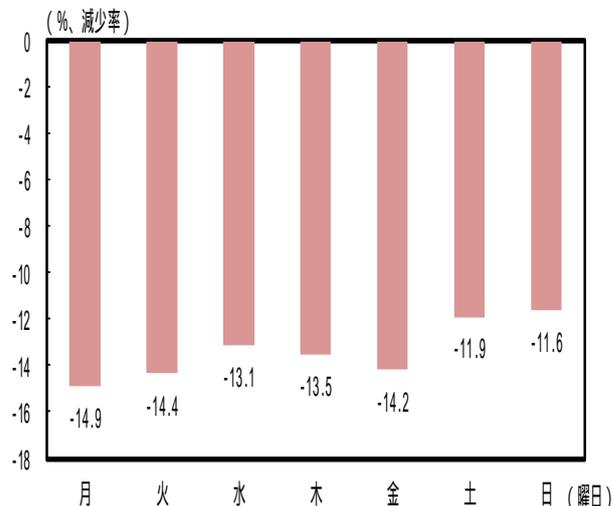
第1-3-4図 震災後の電力需要  
(4) 電力需要の時間帯別減少率

11~16時の削減率が高く、16%前後



第1-3-4図 震災後の電力需要  
(5) 電力需要の曜日別減少率

月、火曜日の削減率が高く、土日は小さい

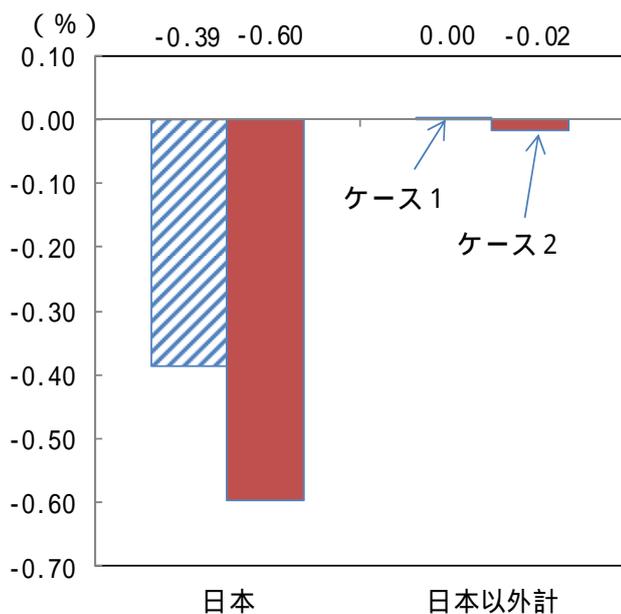


(備考) 東京電力でんき予報「電力の使用実績データ」により作成。2010年3~8月から2011年3~8月での減少率。

## ● 電力の生産効率が10%低下すると、GDPは0.4~0.6%の減少

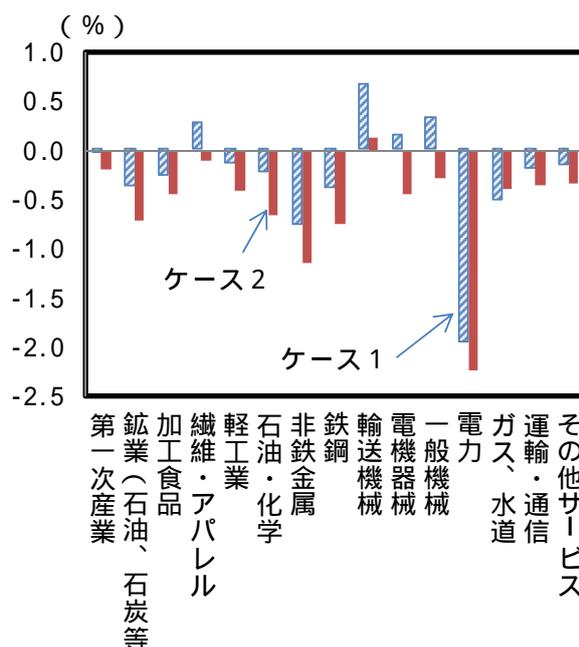
第1-3-11図 マクロバランスの変化  
(1) GDPの変化

GDPは0.4~0.6%の減少



第1-3-12図 産業別の変化  
(1) 財別生産の変化

非鉄金属や鉄鋼を中心に生産は減少



(備考) 内閣府による試算。データはG T A P 7版を利用した。ケース1は、期待収益率が世界で同じになるとの前提で投資を決定する(貿易収支所得比が内生、資本ストック外生)、ケース2は、貿易収支所得比が一定の下で資本ストックが内生化され、投資を決定する。

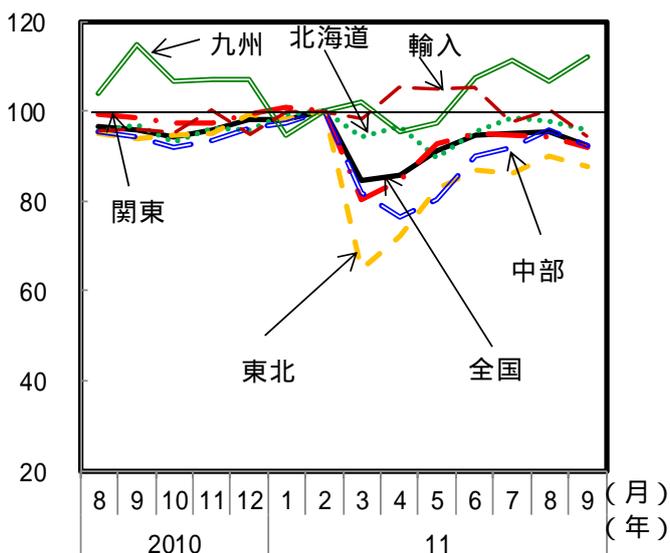
## 第2章 震災からの復興

- 東北地方は、全産業では持ち直しているものの、鉄鋼業等では回復が遅れる

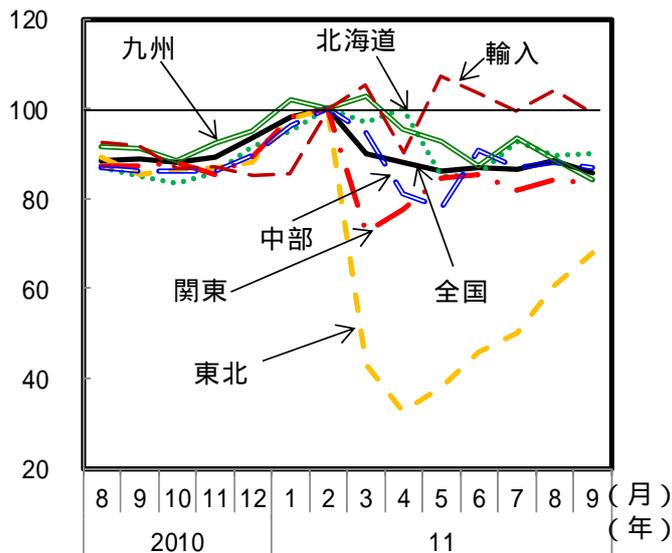
第2-1-2図 地域別・業種別の生産の推移

東北地方は、全産業では持ち直しているものの、鉄鋼業では回復が遅れている

(2011年2月=100) 全産業



(2011年2月=100) 鉄鋼業



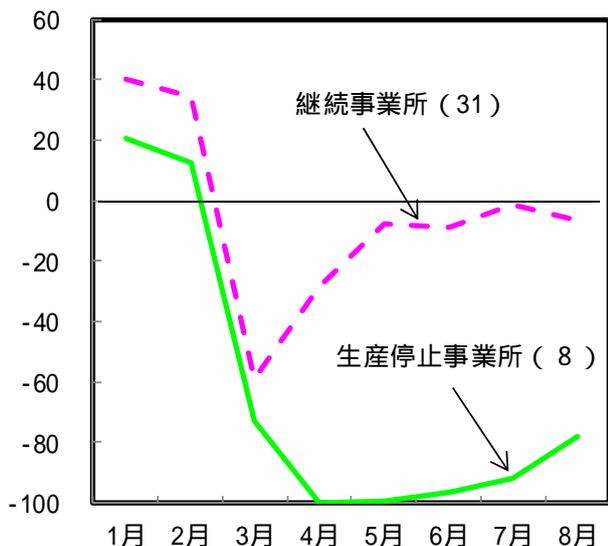
(備考) 経済産業省「工業生産指数」より作成。

- 津波等で生産が止まった事業所は夏時点においても生産が低迷

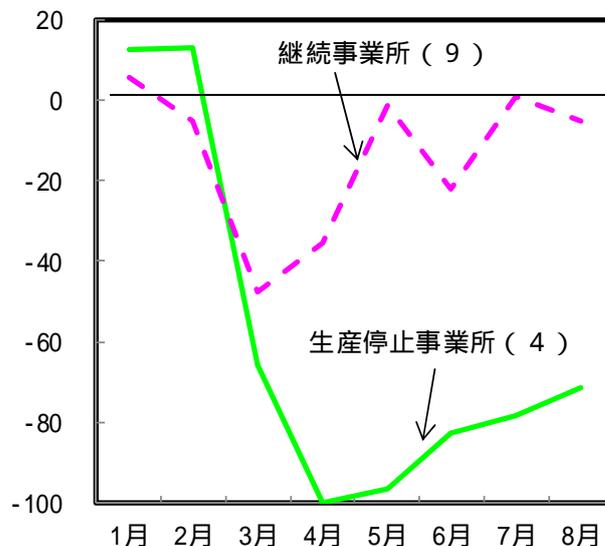
第2-1-3図(1) 東北地方の生産停止事業所・継続事業所別生産の推移

鉄鋼業、パルプ・紙工業では、4月に生産が停止した事業所の立ち直りが遅れている

(前年同月比、%) 鉄鋼業 (生産重量)



(前年同月比、%) パルプ・紙工業 (生産重量)



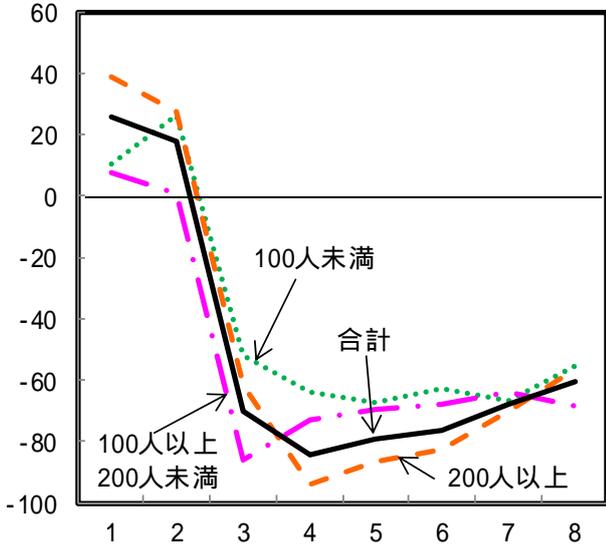
(備考) 経済産業省「生産動態統計」より作成。生産停止事業所とは、東北地方に所在する事業所で、2011年4月の生産が0となった事業所をいう。( ) 書きは事業所数。

● 鉄鋼業、パルプ・紙工業においては大規模事業所の回復が遅れている

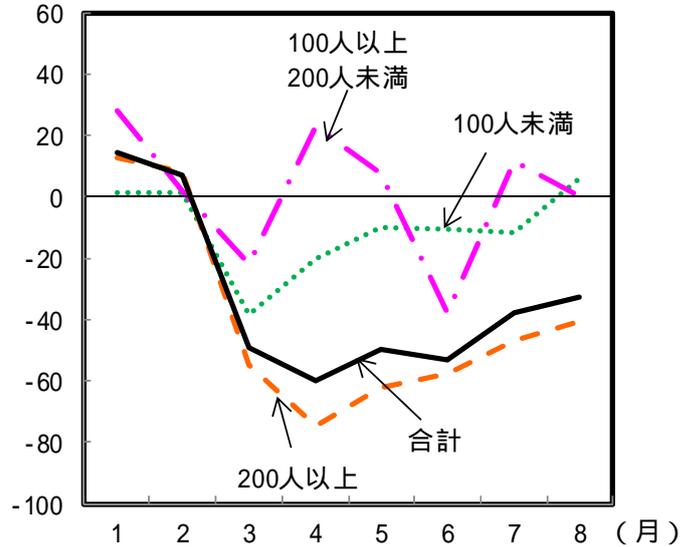
第2-1-3図(2) 東北地方の従業者規模別の生産の推移

大規模事業所の生産が特に低迷

(前年同月比、%) 鉄鋼業(生産重量)



(前年同月比、%) パルプ・紙工業(生産重量)

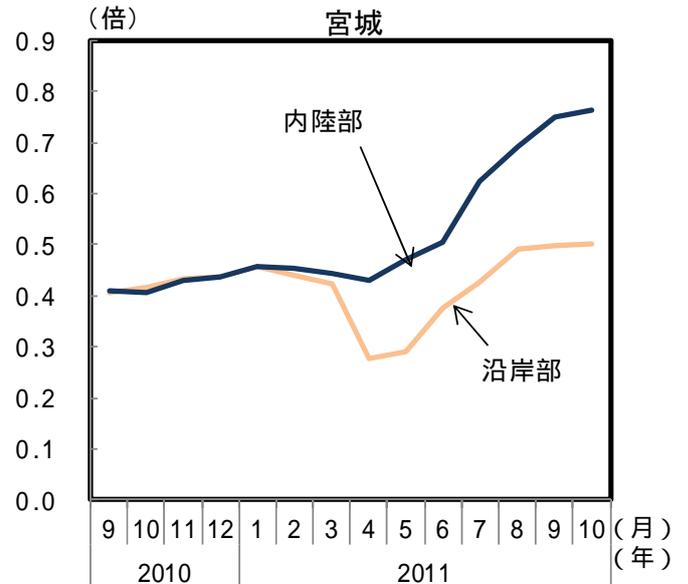
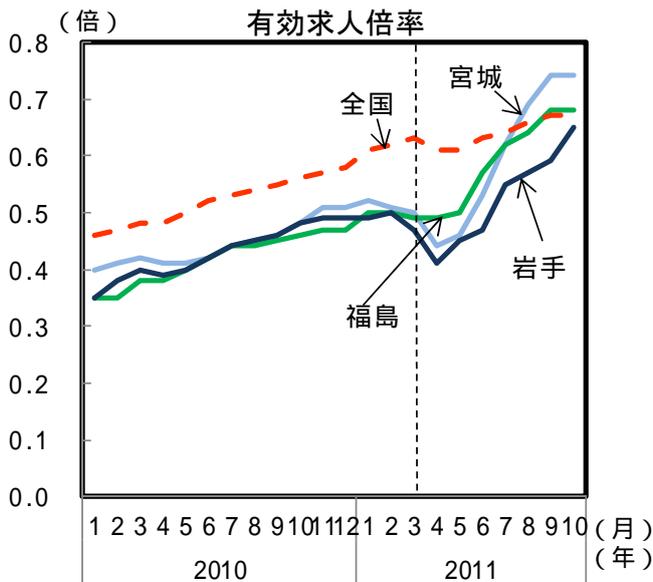


(備考) 経済産業省「生産動態統計」より作成。2010年と2011年の継続事業所を対象。

● 被災地では有効求人倍率が大幅に改善も、沿岸部は回復が弱い

第2-1-5図 全国、被災3県の有効求人倍率の動向

被災3県においても有効求人倍率は改善を続けているが、内陸部と沿岸部で格差がある

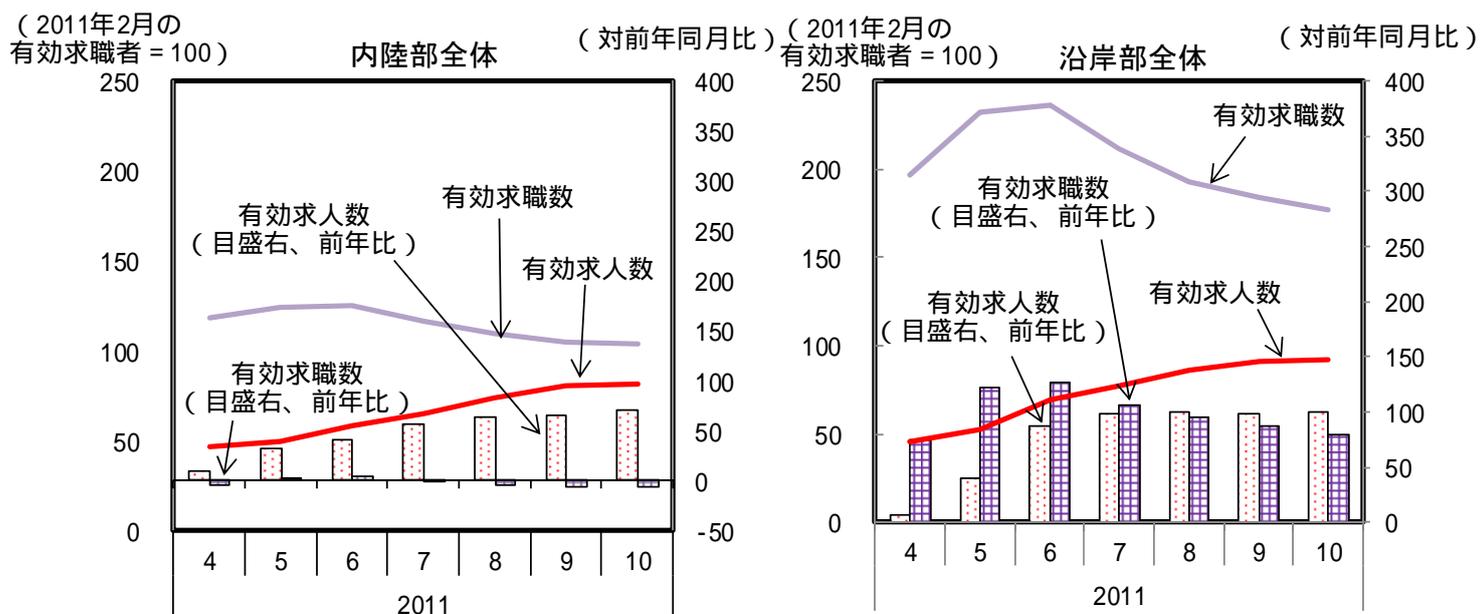


(備考) 1. 厚生労働省及び労働局の「一般職業紹介状況」より作成。  
 2. 内陸部は、仙台、古川、大河原、築館、迫、白石、大和。  
 3. 沿岸部は、石巻、塩釜、気仙沼。

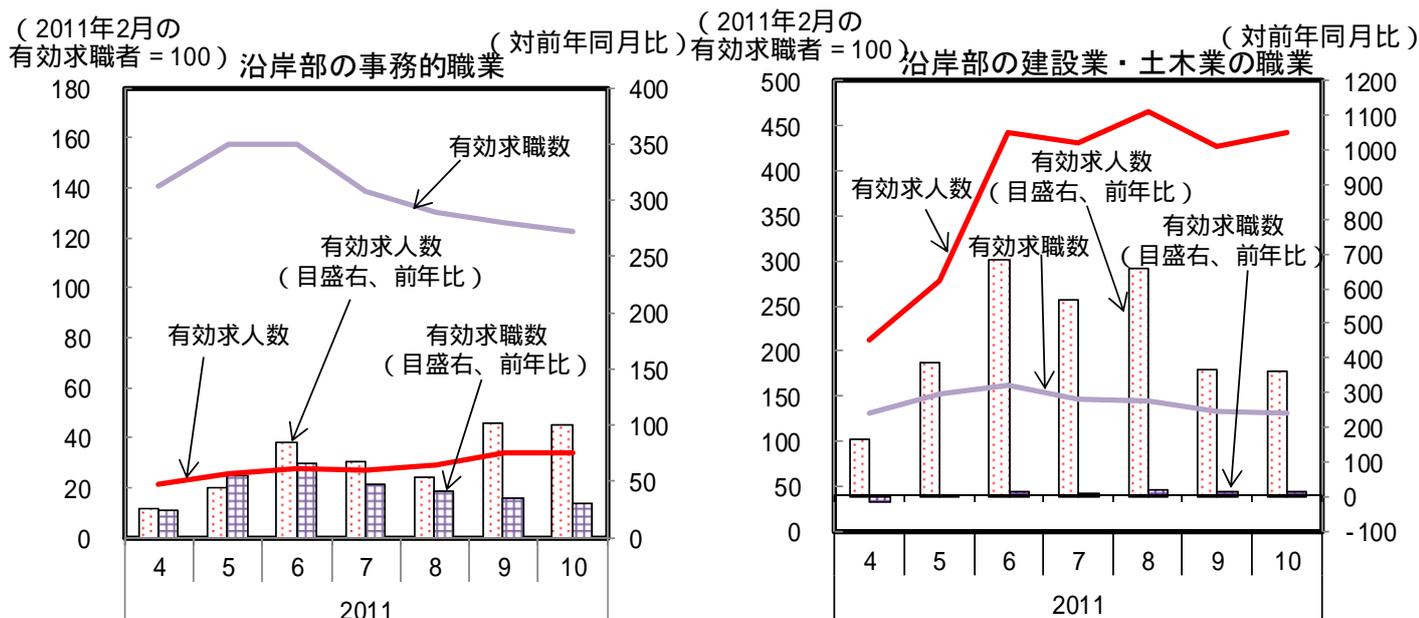
- 沿岸部では求職者数に比べ求人数が圧倒的に不足
- 沿岸部においても、事務的職業は求人数の不足、建設業においては求職者数の不足など、職種間のミスマッチが顕著

第2-1-6図 宮城県の内陸部、沿岸部における職種別の有効求職者数・有効求人数の動向

内陸部、沿岸部ともに求人数は増加しているものの、沿岸部では求職者数が多いために有効求人倍率が低い



沿岸部においても職種間で求人数、求職者の動向に差があり、職種間のミスマッチがみられる

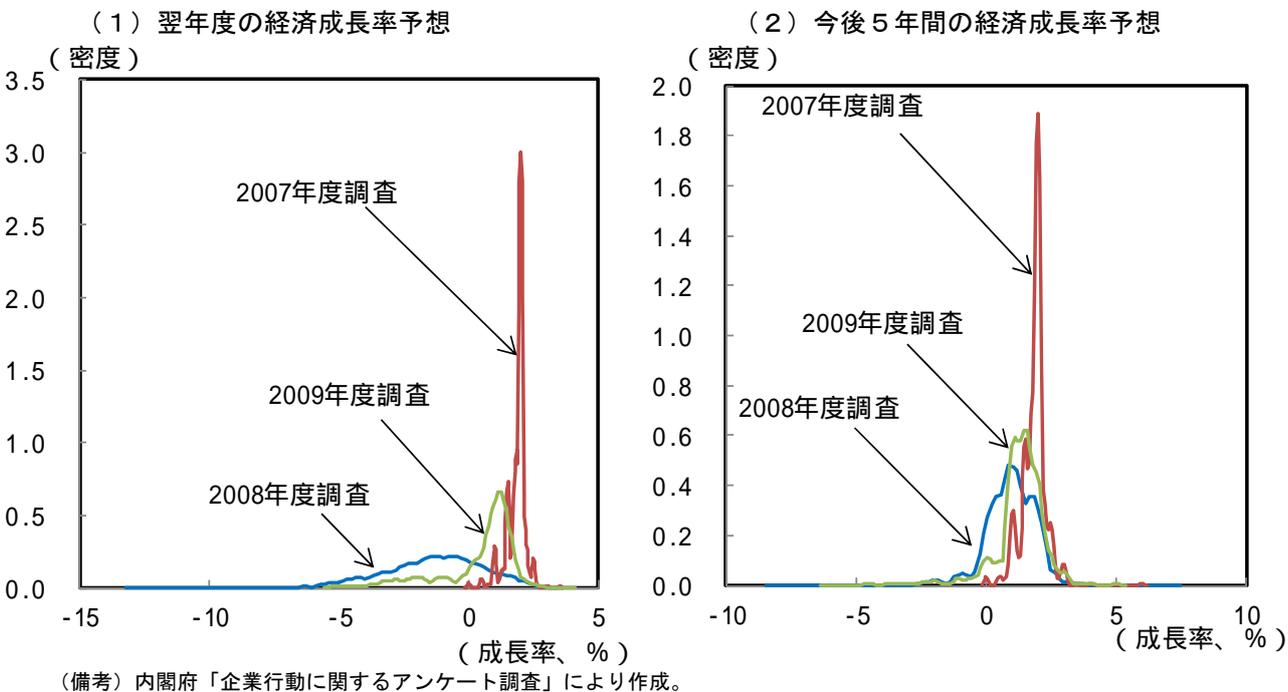


(備考) 1. 宮城労働局「安定所別求人・求職バランス」より作成。  
 2. 製造業については、金属加工、輸送用機械組立・修理、食品製造などを含まれている。  
 3. 宮城県における内陸部は、仙台、古川、大河原、築館、迫、白石、大和。  
 4. 宮城県における沿岸部は、石巻、塩釜、気仙沼。  
 5. 数値は2011年2月の有効求職者=100とし算出している。

- 企業の予測は直前の出来事に影響されやすい

第2-2-6図 企業の経済成長率予測分布の推移

リーマンショックにより企業の経済成長率予想は下振れるだけでなく分布が広がったものの、その後収束

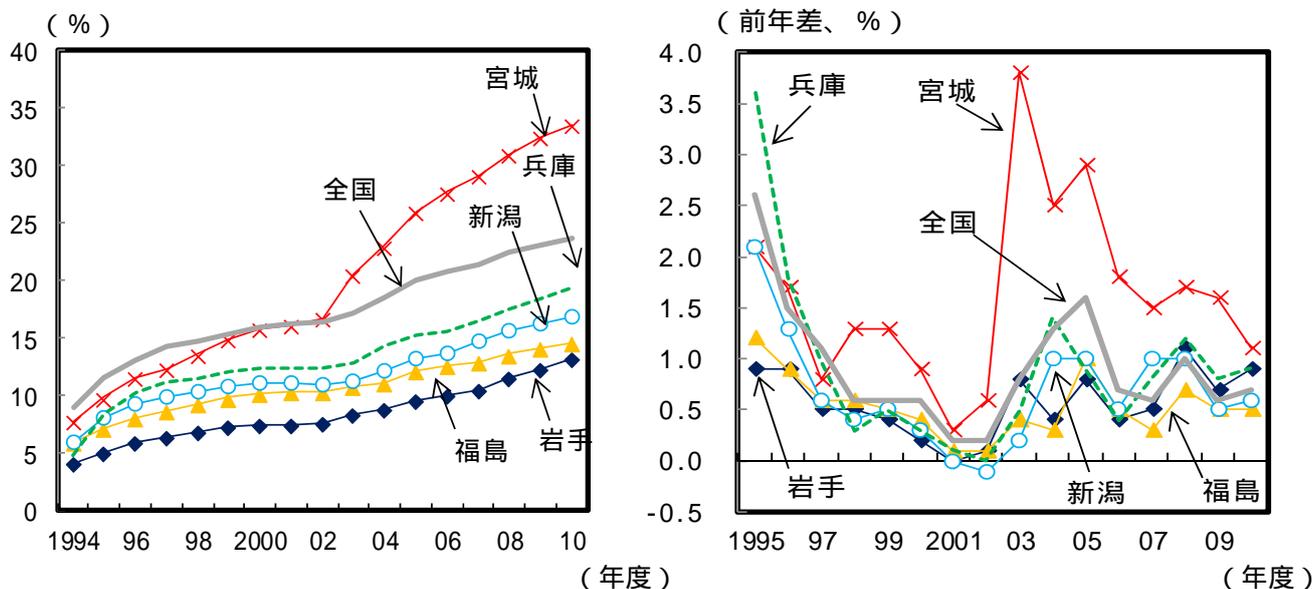


- 大地震発生後に当該地における地震保険加入率は高まるものの、その影響は徐々に薄れる

第2-2-8図 地震保険の現状

大規模地震発生により当該県における地震保険加入率は急上昇するものの、その効果は徐々に鈍化

(3) 都道府県別 地震保険加入率の推移

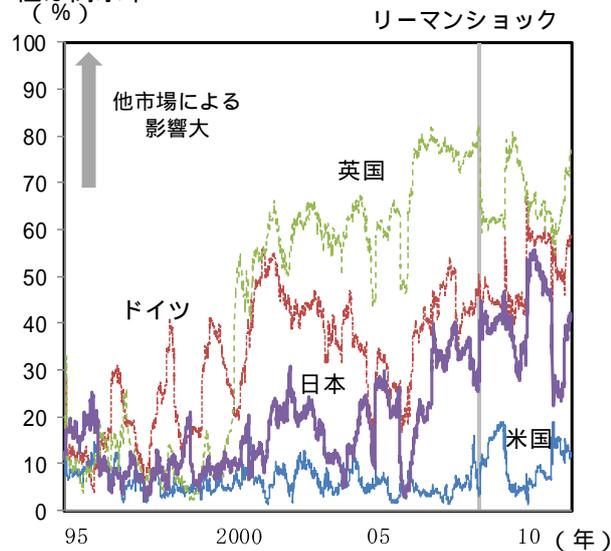


# 第3章 金融市場の国際連動性と財政リスク

- リーマンショック以後も、金融市場の国際連動性は高水準に推移
- ギリシャショック（2010年5月）等では、アイルランド国債、ポルトガル国債にボラティリティ伝播が発生。もっとも、我が国へのボラティリティ伝播は生じていない

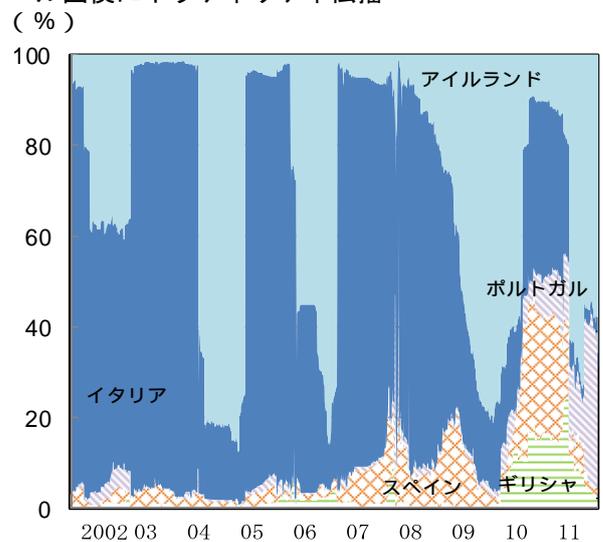
第3-1-3図 インプライドボラティリティの連動性

(1) 各国株価が他国市場から受ける影響の推移  
インプライドボラティリティの国際間・商品間の連動性は高水準  
(%)



第3-1-4図 GIIIPS諸国の10年国債におけるボラティリティ伝播 (2) アイルランド

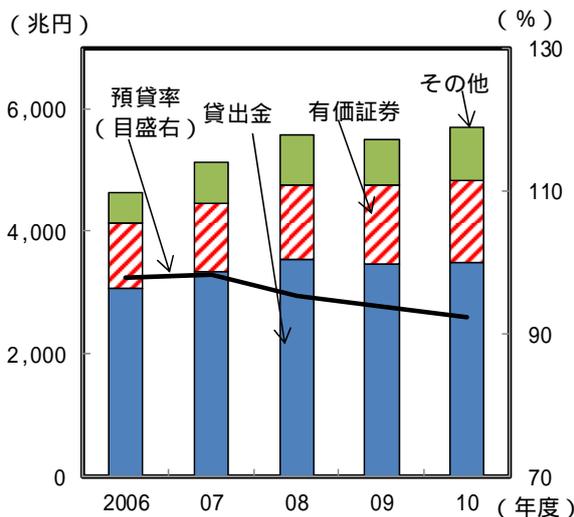
ギリシャショックでは、アイルランド国債、ポルトガル国債にボラティリティ伝播  
(%)



- 日米欧英金融機関のバランスシートは、預金増加に伴い拡大した一方、貸出は伸び悩み。こうした中、対外与信が先進国向けを中心に増加

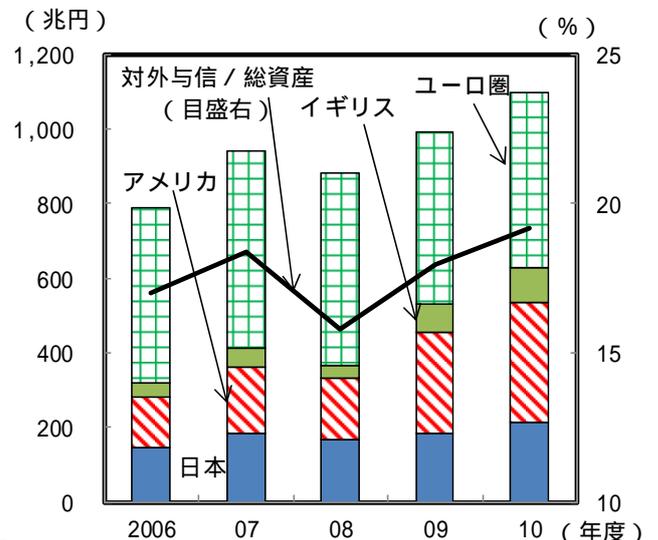
第3-1-6図 日米欧英金融機関のバランスシートと自国国債

(2) バランスシートの資産  
預金増加によりバランスシートは拡大



第3-1-7図 日米欧英銀行の対外与信は増加 (1) 対外与信

日米欧英銀行の対外与信は高水準を維持

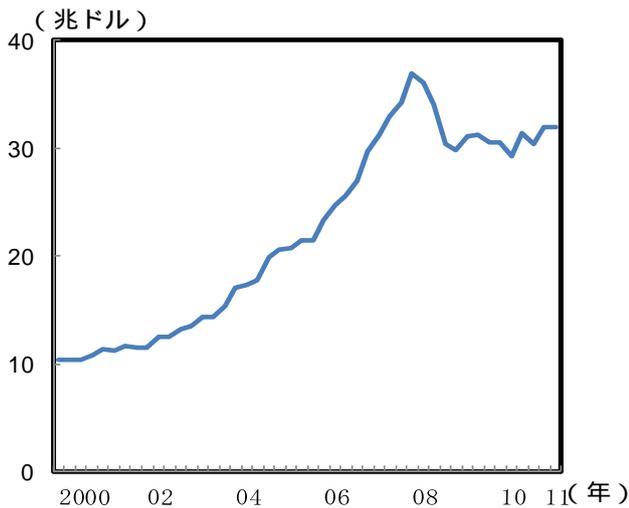


- 国際与信残高（各国銀行の対外与信の合計）が高水準にある中、総リンク次数（リンク次数は各国銀行が与信を有する取引相手国数の合計）は減少したが、1リンク当りの対外与信は増加
- 国際金融ネットワーク（各国間の資金取引関係）は、厚みと多様性が継続され、先進国間を中心に高い結びつきを維持

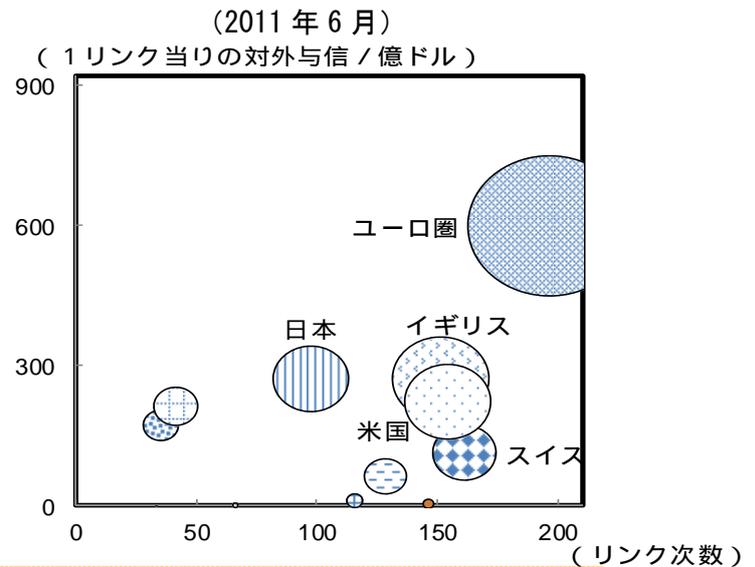
第3-1-9図 国際与信残高とリンク次数

国際金融ネットワークは先進国間を中心に高い結びつきを維持している

(1) 国際与信残高



(3) 各国のリンク次数と1リンク当りの対外与信



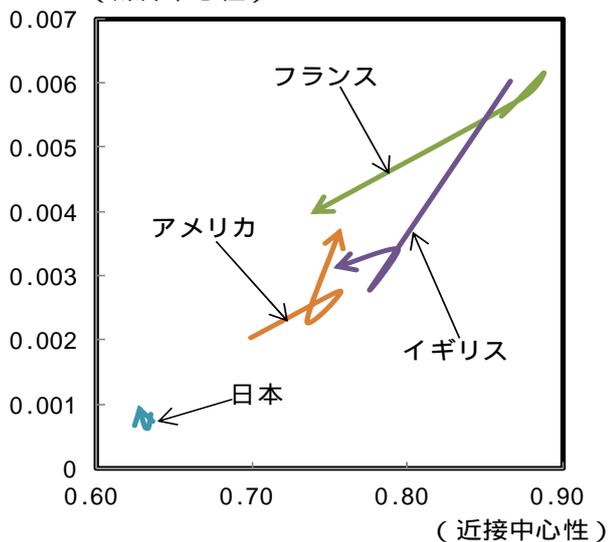
- イギリス、フランスの銀行では、リーマンショック後に、対外与信が消失した国が多かったことから、中心性は低下した一方、アメリカの銀行の中心性は上昇
- ギリシャが破綻した場合と比べて、イタリアとスペインが破綻した場合には、我が国に対して、間接的にも直接的にも影響は大きいと考えられる

第3-1-11図 金融中心国のネットワーク分析

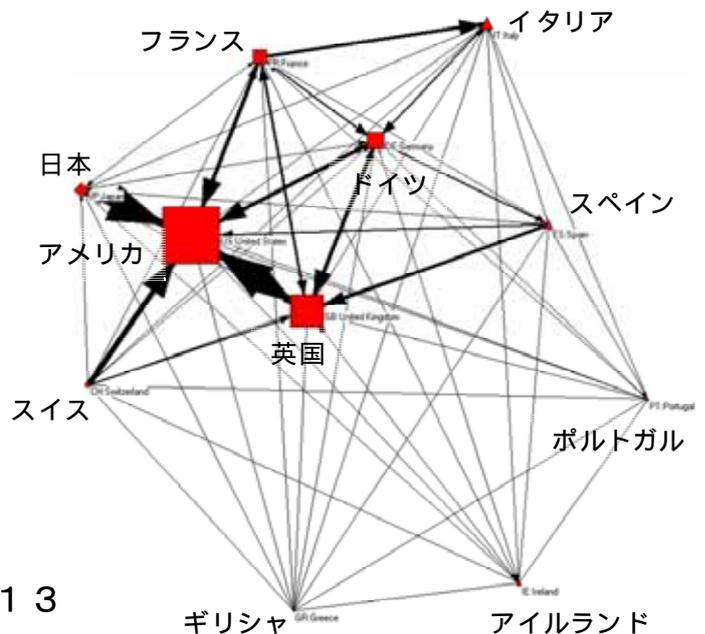
リーマンショック前後で、イギリスとフランスの中心性は低下した一方、アメリカの中心性は上昇

(1) 中心性

(媒介中心性)



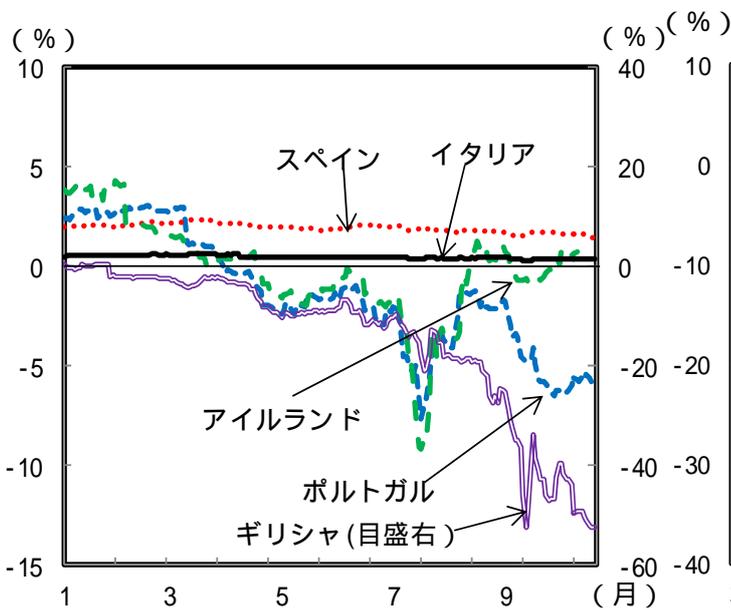
(2) 日本とヨーロッパの関係 (2011年6月)



- ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの2年債利回りと10年債利回りは大きく逆転し、財政リスクは顕在化
- これら国では、資本流入の逆転とそれによる経常収支赤字の急激な縮小、実質GDP成長率悪化、財政収支悪化等が同時発生。過去に、ロシア、アルゼンチン等でも同様の事象がみられ、財政破綻を経験

第3-2-1図 GIIIPS諸国の国債利回り等  
(2) 2年国債と10年国債の利回り格差

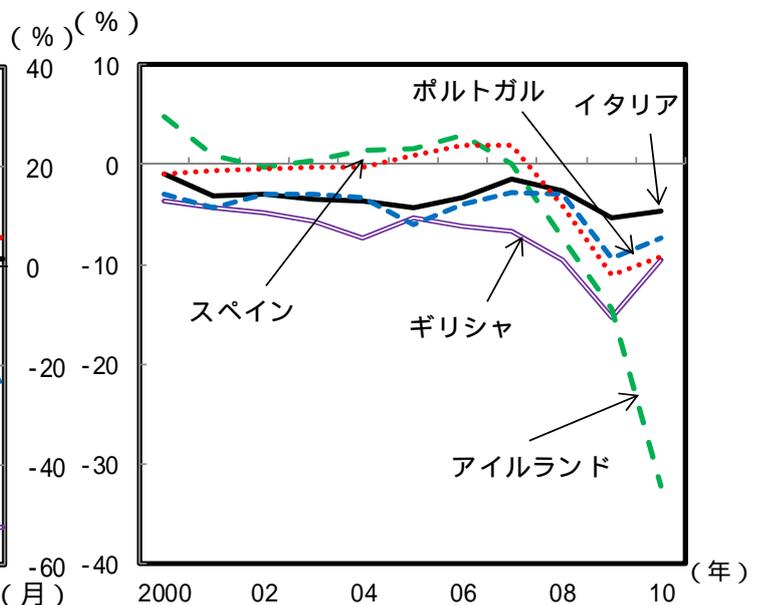
ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの2年債利回りと10年債利回りは大きく逆転



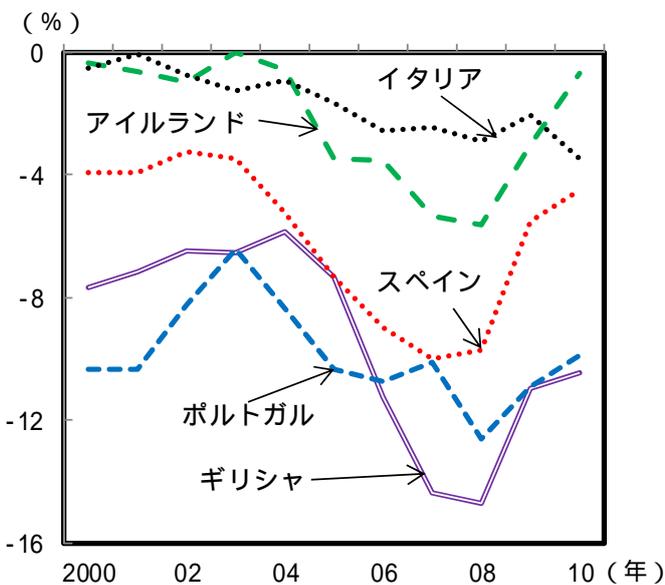
第3-2-2図 GIIIPS諸国の財政収支、経常収支等

(1) 財政収支 (GDP比)

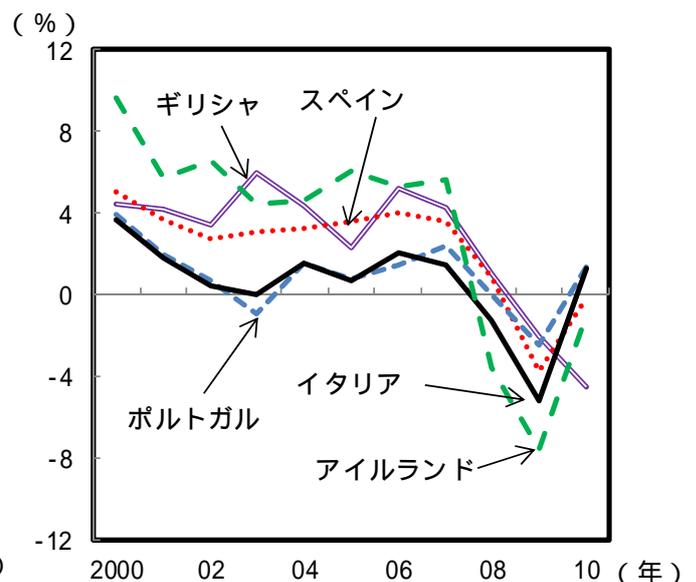
ギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは、財政収支赤字拡大、政府債務残高増加、経常収支赤字縮小、実質GDP成長率悪化等が同時発生



(3) 経常収支 (GDP比)



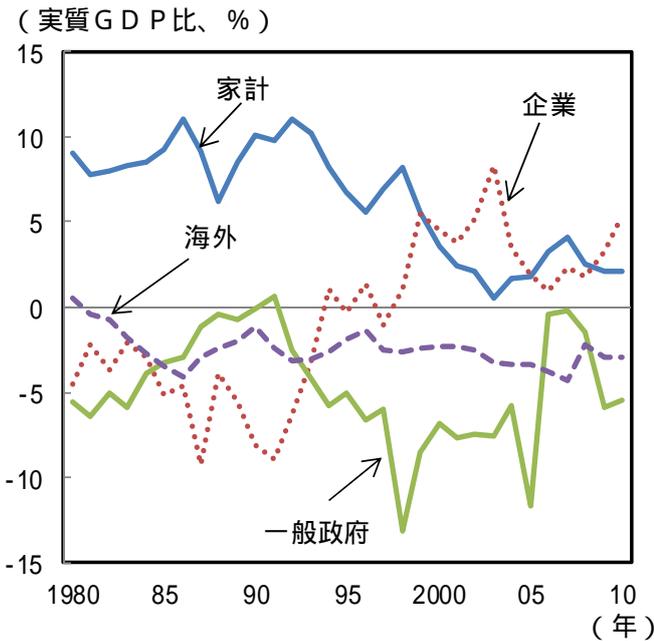
(5) 実質GDP成長率



- 我が国では、民間部門の資金余剰が財政赤字をファイナンス
- 経済情勢やリスク管理の強化を目的とした制度的要因により国内資金が日本国債の保有に向かうインセンティブがあることも無視できない面もある

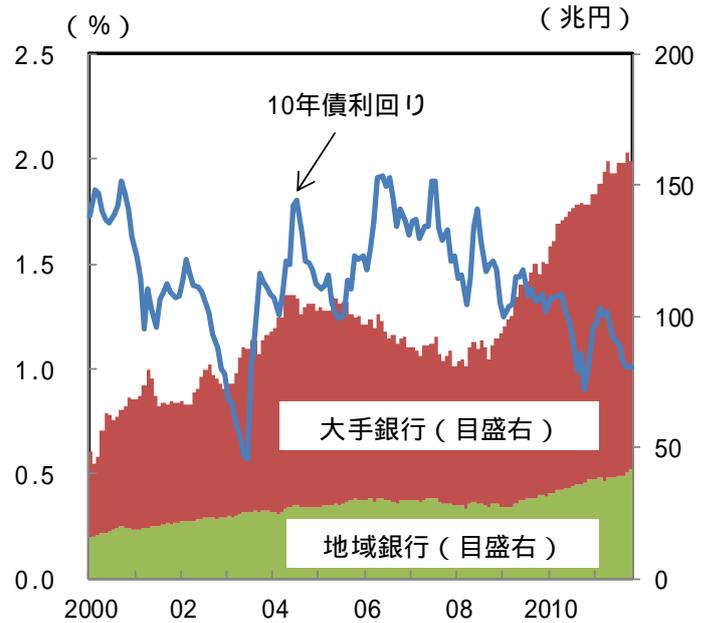
第3-2-7図 経常収支とISバランス  
(4) 貯蓄投資バランス

民間部門の資金余剰が財政赤字をファイナンス



コラム3-2図 銀行の国債保有残高と10年債利回り

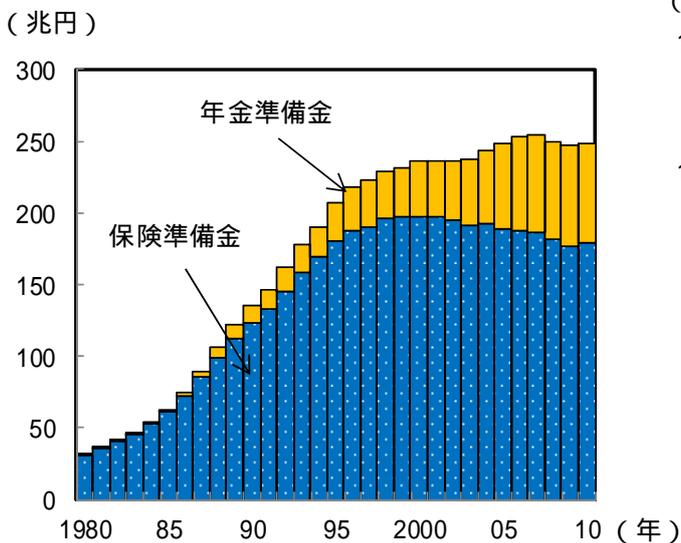
銀行の国債保有残高の増加は、10年債利回りを下押し



- 高齢化に伴い個人預金や生命保険、公的年金積立金の減少を見込む向きもあり、日本国債の良好な需給環境が続いていくとは限らない

第3-2-9図 生命保険会社のバランスシート

(1) 責任準備金  
保険準備金は減少傾向



第3-2-10図 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)による運用

(1) 運用資産  
GPIFの運用資産は減少傾向

