



(株)農林中金総合研究所

2011年2月17日

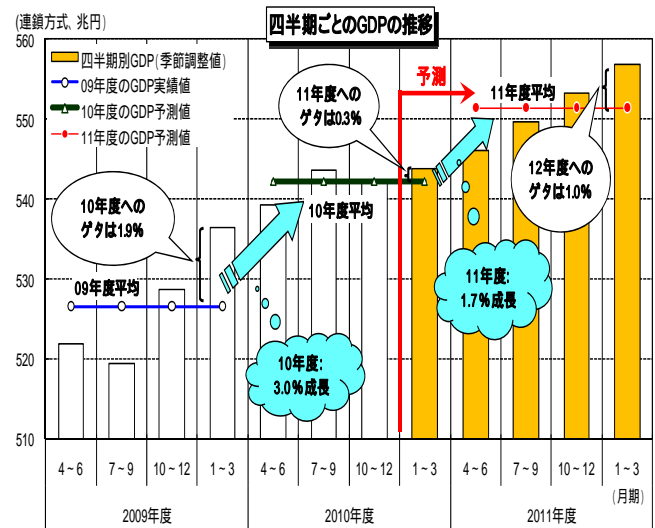
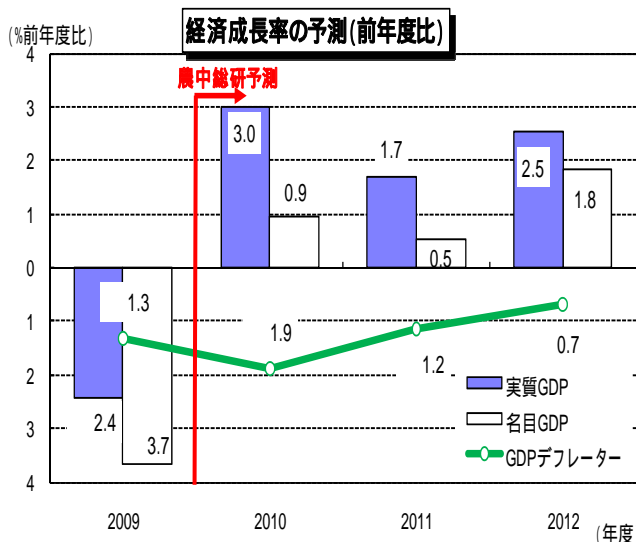
2010～12年度改訂経済見通し

2011年4～6月期にも景気は踊り場を脱却

～10年度:3.0%、11年度:1.7%、12年度:2.5%と予測～

2010年夏場にかけて、これまでの政策効果の一巡や反動減、世界経済の回復テンポの鈍化や急激に進行した円高による輸出の減速などを受けて、足踏み状態に陥り、10～12月期の経済成長率は5四半期ぶりのマイナス成長に陥った。当面は、自動車、家電製品など耐久消費財の低調さが残る可能性があるが、10年末にかけて輸出・生産が持ち直す動きも散見されているため、11年1～3月期には再びプラス成長に戻るだろう。11年度入り後は、世界経済の回復基調の強まりを受けて、国内景気は輸出増を起点とする回復過程が徐々に強まっていくものと予想する。

一方、日本銀行は10月に「包括緩和策」を導入し、11年度内のデフレ脱却に向けた努力をしてきた。しかし、大きく乖離したマクロ的な需給ギャップを解消するほどの力強い成長は期待できないため、12年度前半までは物価下落状態は残るものと予想される。先行き、日銀は追加の緩和措置が求められる場面もあるだろう。



< 目次 >

総論

P. 1～16

付表

P. 17～18

お問い合わせ先: (株)農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について: 03-3233-7757、その他(配送など): 03-3233-7760

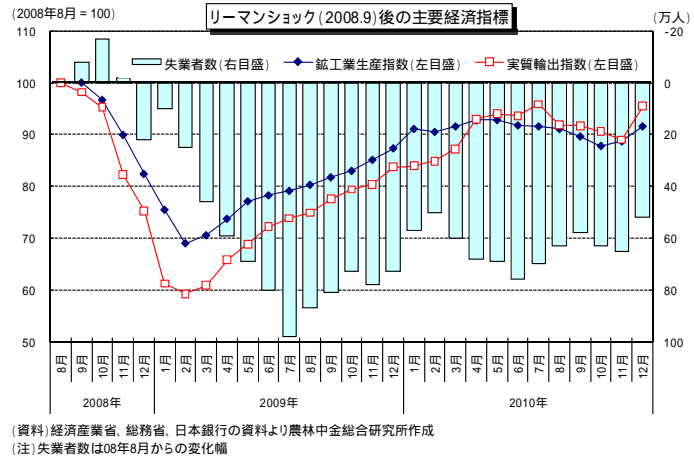


(株)農林中金総合研究所

1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 一部に足踏み脱却へ向けた動きも

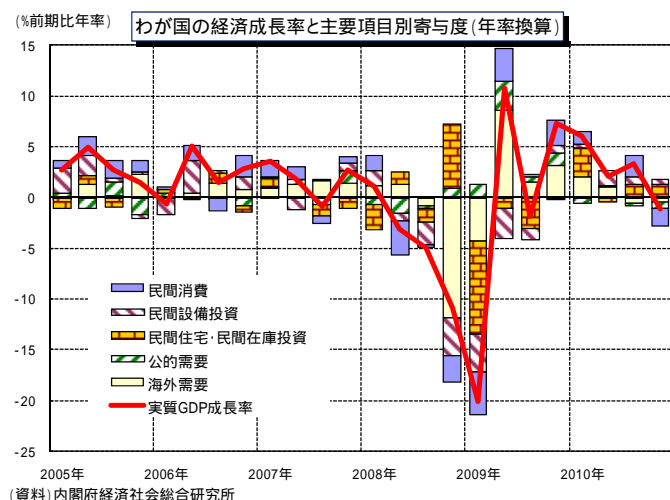
2009 年春以降、持ち直し局面をたどってきた国内景気であるが、10 年夏場にかけて耐久消費財への刺激策の効果一巡、海外経済の減速に伴う輸出鈍化、さらには急激な円高進行などにより、国内景気の回復テンポが鈍化、足踏みし始めた。特に消費関連については、エコカー購入補助金制度が 9 月上旬に終了したことに伴い、その後の新車販売は大きく落ち込んだほか、賃金や冬季賞与の伸び悩んだことも民間消費の軟調さをもたらしたと思われる。さらに、民間企業設備投資についても、機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などの関連指標の回復テンポが鈍る動きを見せており、景気の先行き不安を高めた。こうした指標の動きを背景に、10 年度下期に入ってから政府・日本銀行は、ともに景気の基調判断を相次いで下方修正した。



一方で、10 年末にかけて、輸出・生産といった主要経済指標に再び持ち直す動きが見られるなど、踊り場から脱却する兆しも散見され始めた。もちろん、その動き自体は非常に緩慢であり、リーマン・ショック後のグローバル金融危機によって発生した大幅な需給ギャップが急速に解消することはないだろう。とはいえ、年明け以降は、政府・日銀とも景気の基調判断を上方修正する動きを見せ始めている。

(2) 10～12 月期は 5 四半期ぶりのマイナス成長

こうしたなか、2 月 14 日に発表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 0.3%、同年率換算 1.1%と、自動車販売の活況さなどを背景に大幅増となった 7～9 月期(同 0.8%、同年率 3.3%)からの反動もあり、5 四半期ぶりのマイナス成長に転じた。このようにマイナス成長となった原因としては、09 年春以降の景気持ち直し局面における牽引役であった民間消費と輸出がともに減少に転じたこと(いずれも前期比 0.7%)、さらに公共投資が大幅な減少(同 5.8%)となったことが挙げられる。一



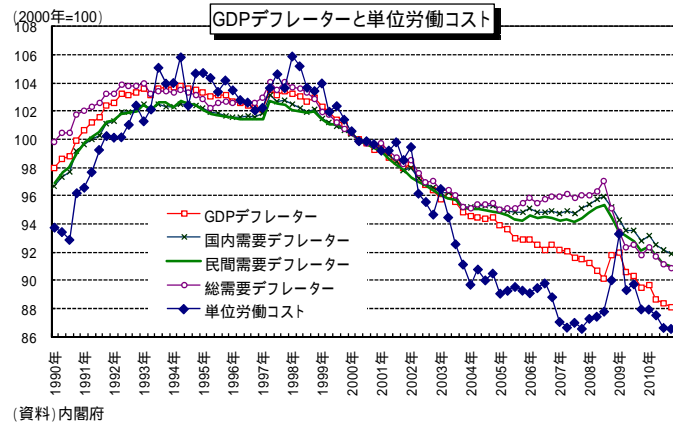
方、民間住宅投資(同 3.0%)、民間企業設備投資(同 0.9%)は引き続き増加したものの、GDP 全体を押し上げるには力不足であった。なお、前期比成長率(前掲の 0.3%)に対する内需寄与度は 0.2%pt(うち、民需が 0.0%pt、公需が 0.2%pt)、外需寄与度は



(株)農林中金総合研究所

0.1%pt となっている。

また、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、マクロ的な需給バランスが大幅に崩れたままであることを反映して前年比 1.6%と 5 四半期連続の下落となった。前期比を見ても 0.4%と 3 四半期連続で下落するなど、下落そのものが止まる気配は一向に見えない。新興国経済が底堅く推移していることや国際的な過剰流動性発生に対する思惑などから、このところ国際商品市況が高騰しているが、国内需要の低調さに直面する企業・生産者サイドでは投入コスト上昇分の価格転嫁は不十分なままで、再び交易条件の悪化が企業業績に悪影響を及ぼしつつある。実際、これに伴う交易損失(わが国の実質購買力の海外への漏出)は約 22 兆円(年率換算、GDP の約 4%)にもなっている。注目の単位労働コストは前年比 1.5%と 5 四半期連続のマイナスとなるなど、雇用者報酬を圧迫している可能性も否定できない。



以上、今回の GDP 速報からは、自律的回復に向けた動きはまだ弱いことが改めて確認できた。また、マイナス成長となったことで、GDP ギャップは再拡大したことは明白である。この先、景気が順調な回復を続けたとしても、11 年度末時点でも依然として大きなデフレギャップが残ることから、政府や日本銀行が期待するように 11 年度内に消費者物価の前年比がプラスに転換し、その状態が定常化することは非常に厳しいと思われる。

なお、2010 年の経済成長率としては、3.9%と 3 年ぶりのプラス成長となった(名目成長率も 1.8%と 3 年ぶりのプラス)。一方、GDP デフレーターは前年比 2.1%と 12 年連続のマイナスと、下落率は 09 年(0.4%)よりも拡大した。この結果、2010 年の名目 GDP は約 479 兆円(約 5.5 兆ドル)と、中国の名目 GDP は約 39.8 兆元(約 5.9 兆ドル)を下回り、日本は 1968 年に西ドイツを抜いて以来 43 年間続けてきた世界第 2 位の座を明け渡した。いずれは、米国の経済規模をも上回るとの見通しも散見されており、日本にとっても世界にとっても、中国経済の重要性はますます大きくなっていくものとみられる。



2. 予測の前提条件:

(1) 経済・財政政策

菅内閣の経済政策運営

2011 年度予算案を審議する通常国会を前に、菅首相は内閣改造・党人事の刷新を行った。就任直後の参院選を前に、菅首相は消費税増税を念頭に入れた税制改革の必要性を強調したが、与党が惨敗したため、一時は凍結されたとの見方が強まった。しかし、菅首相は 11 年の年頭所感においても改めて消費税増税などを柱とする財政再建や社会保障改革について強い意欲をにじませた。今回の内閣改造に当たっては、懸案の「社会保障・税の一体改革」の担当大臣として、野党側から与謝野元財務相を入閣させたほか、『社会保障改革に関する集中検討会議』の幹事委員(民間)として柳沢元厚労相を起用するなど、自らの主張である「強い財政、強い社会保障」の構築に向けて、与野党の枠を超えた国民的な議論を開始することを促している。しかし、野党サイドでは、税制や社会保障制度の抜本改革をするためには、バラマキ批判の強い民主党マニフェストの大幅修正が前提条件であるとしており、現段階での協議は拒絶する姿勢を見せており、膠着状態となる可能性はあるだろう。

一方、経済財政担当相でもある与謝野氏は、かねてからデフレ脱却に対して消極的な姿勢を示してきた。しかし、10 年 6 月に閣議決定した「新成長戦略」においては、2010 年代前半を「デフレ清算期間」と位置付け、11 年度中には消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現し、デフレを終結させることを目指す、としている。このデフレ終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、デフレによって抑えられている需要の回復を中心に、日銀と一体となって政策努力を行う方針が明確化されているのである。しかし、与謝野大臣は自公政権当時から名目成長率を押し上げる政策についても慎重な態度を取り続けてきた。当面は、11 年度内の消費者物価のプラス転換が実現するかどうかのポイントとなるが、この実現が厳しくなった際に政府がどのような対応を取るのか(あるいは何もしないのか)が注目される。

この名目成長率の引上げ(新成長戦略では 20 年度までの年平均で 3% 成長を目標としている)は、財政健全化の面からも重要である。実際に、デフレ脱却によって、歳出項目も膨らむ可能性は否定できないが、税の自然増収やデフレ脱却による景気押し上げ効果などがそのデメリットを上回ることが期待される。

11 年度の財政運営 ～ 国債への強い依存度は継続

11 年度一般会計予算案(および同関連法案)については現在通常国会で審議中である。この予算案については、一般会計歳出の大枠(基礎的財政収支対象経費 = 国債費を除く歳出)を約 71 兆円、国債発行額を約 44 兆円と、中期財政フレームで設定した 10 年度当初予算での水準を僅かながらも下回るように設定するなど、財政規律の堅持を意識したものとなっている。その中身については、歳出面では、社会保障関連費の自然増(約 1.3 兆円)の容認、2.1 兆円の「元気な日本復活特別枠」の創設、子ども手当・求職者支援制度の強化(0.2 兆円強)、などが目玉となっている。一方、歳入面では、約 7.2 兆円の税外収入の確保、法人税の実効税率 5% 引下げ(約 1.5 兆円の減税効果)が主な内容である。

政権交代当初と比べて、意識の変化も見られるが、09 年総選挙で掲げた民主党マニフェストでの「コンクリートから人へ」というキャッチフレーズは健在であり、公共事業関係費を前年度比 13.8%(一括交付金化の影響を考慮すると同 5.1%)と引き続き削減しており、11 年度以降も公的固定資本形成(GDP ベース)には減少基調をたどることになるだろう。



(株)農林中金総合研究所

今後とも「事業仕分け」など、行政のムダを削る努力は続けられると思われるが、デフレ継続の下、税収が抜本的に改善する見通しは描けず、国債の大量発行に依存する財政運営はしばらく続くことになるだろう。なお、12年度以降の予算編成についても、基本的には「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」に基づいた予算編成がされるものと想定した。

最後に、ねじれ国会の下、11年度予算案および関連法案の年度内成立が危ぶまれている。仮に予算関連法案が10年度末までに不成立だった場合には予算の4割が執行不可能になるとの見通しもあり、国内景気や国民生活に少なからぬ影響を与えることから、その動向には十分留意したい。

(2) 世界経済の見通し

2009年半ば以降の世界経済は、“the two-speed global economic recovery”と表現されることが多い。すなわち、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国ではそのテンポは緩慢なままで、グローバル金融危機によって発生した需給ギャップは依然として大きいままである。一方、新興国は底堅く推移しており、一部に過熱感が発生している。また、先進国は財政赤字の膨張傾向への警戒が強まる反面、金融政策は歴史的な緩和策を継続中である。これに対して、新興国ではすでに金融政策は引締め気味に動いている。すぐには顕在化することはないと思われるが、こうした二極化は将来にわたってリスクを蓄積していく可能性もあり、その動向には十分注意を払う必要がある。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、国際商品市況の予測を行う。

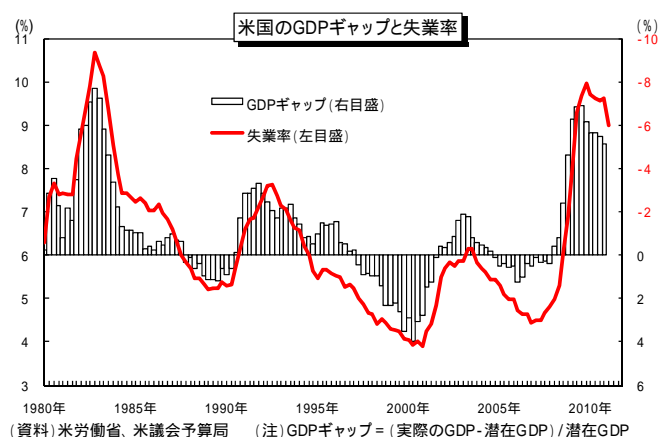
米国経済

2010年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率3.2%と、6四半期連続のプラスとなった。内容的には、個人消費が雇用者数や賃金の緩やかな改善による雇用者所得の増加や株価の持ち直しを背景に大きく増加したほか、ドル安の恩恵から純輸出（外需）が全体を牽引した。一方、国内需要の回復から在庫投資は大きく減少した。民間企業設備投資は、企業の収益改善や低位で安定した長期金利を受けて、4四半期連続でのプラスとなった。

とはいえ、失業率は依然として9%台で高止まるなど、雇用の改善が明確になっていないほか、インフレ率も望ましい水準を下回った水準で推移するなど、需給バランスの崩れた状態はしつこく残っている。

この間、FRBは意図せざる金融引締めを未然に防ぐべく、10年8月に満期を迎える政府機関債とそのモーゲージ担保証券（MBS）の元本を長期国債に再投資する方針を決定したほか、同年11月には11年6月ま

でに残存期間が長めの国債を6,000億ドル（毎月750億ドル程度）買い入れる追加金融緩和（QE2）に踏み切った。この国債購入プログラムが当初の予定通り行われるとの観測が強いことから、長期金利（10年物財務省証券利回り）は概ね3%台前半で推移している。一方、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート（FFレート）の誘導目標は08年12月16日に0～0.25%へ引き下げられて以降、据え置かれている。直近1月の連邦公開市場委





(株)農林中金総合研究所

員会(FOMC)でも、労働力や資本設備などといった生産要素の低い稼働状況、低インフレ傾向の継続、中期的なインフレ期待の落ち着きなどを理由に現状維持が決定されている。

一方、オバマ大統領は1月の一般教書演説において、財政赤字削減を政策運営上の重要課題として挙げるなど、下院で多数を占める共和党に対して一応の配慮を示している。また、地方政府においても財政問題が関心を集めており、政府支出に対しては厳しい歯止めがかかると予想される。

さて、今回の経済見通しにあたって、FRBの金融政策は以下のように想定した。まず、QE2はこれまでのところ、長期金利の上昇抑制に効果を発揮しているとみられるが、この影響は少なくとも11年半ばまでは続くと予想する。QE2に対して規模を縮小するとの観測が一部で浮上しているものの、導入までの議論を踏まえると当初の予定通り継続する可能性が高いだろう。FRBに課せられている「雇用の最大化」と「物価の安定」という2つの責務を達成する水準以上に景気が上振れる可能性(例えば、失業率が労働市場の逼迫状態を示すと考えられている6%近くまで低下する、もしくはコアPCEデフレーターが前年比3%を上回って加速していくような状態)が出てこない限り、FRBは景気テコ入れのために、長期金利を低位に抑える政策をとり続けると考える。また、QE2の規模拡大については、失業率の上昇もしくはコアPCEデフレーターの上昇率鈍化などが見られない限り、可能性は薄いだろう。なお、QE2が当初予定通り行われた場合、ドル安基調も継続することが見込まれる。政策金利については、量的緩和政策の効果を持続させるために当面は据え置かれ、利上げが実施されるのは早くとも12年下期以降と予想する。

こうした金融政策を前提にすれば、設備投資の堅調さは12年にかけても続くことが見込まれる。また、世界経済全体が持ち直し基調にあることから、輸出の増勢も継続するだろう。一方、個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する外需寄与度はマイナス傾向で推移することになる。以上を総合すると、厳しい雇用環境が残ることもあり、11年下期までは前期比年率で2%台半ばの経済成長が続くものの、その後12年にかけては、雇用の拡大とともに同3~4%台へと加速すると予想する。年間の

2011~12年 米国経済見通し (11年2月改訂)

	単位	2010年			2011年			2012年 通期 予想	
		通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)		
		実績	実績	実績	予想	予想	予想		
実質GDP	%	2.9	3.5	2.5	2.9	3.2	2.8	2.7	
個人消費	%	1.8	1.7	2.8	2.9	3.0	2.8	3.3	
設備投資	%	5.5	7.7	10.3	7.8	7.2	6.9	6.3	
住宅投資	%	3.0	1.0	9.0	1.7	1.1	0.5	0.8	
在庫投資	寄与度	1.3	2.2	0.1	0.1	0.2	0.6	0.2	
純輸出	寄与度	0.5	0.5	0.8	0.1	0.7	0.3	0.4	
輸出等	%	11.7	13.8	7.8	6.7	5.9	7.2	7.7	
輸入等	%	12.6	14.9	11.9	4.9	0.2	8.0	8.9	
政府支出	%	1.1	0.2	2.8	0.2	0.6	0.9	0.6	
参考	コアPCEデフレーター	%	1.3	1.6	1.0	1.3	1.1	1.6	2.2
	GDPデフレーター	%	0.9	0.6	1.3	1.7	1.5	1.8	2.2
	FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50
	10年国債利回り	%	3.20	3.59	2.81	3.43	3.35	3.50	4.06
	完全失業率	%	9.6	9.7	9.6	9.0	9.3	8.6	8.0

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予測策定時点は2011年2月14日

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比

4. コアPCEデフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



(株)農林中金総合研究所

成長率としては、11年は前年比2.9%(前回見通しから1.0%ptの上方修正)、12年は同2.7%と予想する。

欧州経済

ユーロ圏の2011年1月の経済信頼感指数(欧州委員会発表)は106.5と、前月の106.6に続き07年10月以来の高水準を維持した。また、製造業景況感指数がサービス業景況感指数に比較して引続き長期的な平均値を上回るより強い回復を示しており、この背景としてはドイツ製造業の堅調な輸出による欧州経済の牽引という基本的な構図が継続しているものと考えられる。

ユーロ圏の直近のマクロ経済情勢について見ると、生産面では12月の鉱工業生産指数は前月比0.1%となったが、前年同月比では8.0%であり、09年前半を底としてその後の回復基調に変化はない。一方、雇用情勢については、失業率は依然高止まりが継続しており、12月は10.0%と1998年10月以来の高水準となっているが、なかでもスペインの20.2%、アイルランドの13.8%等、財政改善が重要な課題となっている国々での高止まりが目立っている。消費面でも、同月の小売売上高は前月比0.6%となり、10年8月以降は前月比減少が継続しているなど、力強さに欠ける展開となっている。

ユーロ圏の経済成長の牽引役として期待されるドイツについては、12月の輸出額は11月と同じ前月比0.5%と、足元では落ち着いた伸びとなっているが、09年半ば以降着実に回復を示し、既に10年後半にはリーマン・ショック以前のレベルにまで戻している。また、12月の製造業受注は前月比3.4%、鉱工業生産指数は同1.5%となるなど足元では上下の振れはあるものの、09年前半を底としてその後回復基調を維持している。一方、内需の動向については、輸出の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなり、1月失業率は7.4%と、引続き1992年3月以来の低水準となっはいるが、12月の小売売上高は前月比0.3%と11月(同2.4%)に続き2ヶ月連続の低下となった。小売売上高は、10年7月のピーク以後は前月比伸び率が下落基調に転じており、安定的な回復には至っていない。

ユーロ圏の1月の消費者物価指数は前年同月比2.4%上昇と、12月(2.2%)に続いて2ヶ月連続で欧州中央銀行(ECB)が中期的な上限とする2.0%を上回った。これに対し、ECBでは中期的に見ればインフレ率はなお安定しているとし、低金利政策を直ちに見直す考えはないことを明らかにしているが、ECBは消費者物価上昇率の動向を見極めつつ、11年後半には利上げに動く可能性があるものと考えられる。欧州の財政問題が依然として終息の目途が立たない中、危機対応時の金融政策からの正常化に向けた「出口」への取組みとともに、ECBの政策の舵取りの困難性はますます高まってきている。

こうした中、ユーロ圏(16ヶ国)の10年10~12月期の実質GDP成長率(速報値)は7~9月期と同率の前期比0.3%(年率換算1.2%)となったが、リーマン・ショック後のピークをつけた4~6月期の同1.0%(同4.1%)からは減速している。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.4%(7~9月期:同0.7%)、フランスが同0.3%(同0.3%)である一方、ギリシャが同1.4%(同1.7%)、ポルトガルが0.3%(同0.2%)、イタリアが同0.1%(同0.3%)等となった。また、ユーロ圏以外では、英国が同0.5%(同0.7%)となった(付表参照)。このように、いわゆるコア国と財政健全化への厳しい取り組みが続く周辺国との間で、引続き二極分化の動きが継続している。

一方、欧州の財政問題は依然不透明感を有しており、金融市場の波乱を通じ経済成長に大きな影響を与え得るリスク要因となっている。直近では、3月のEU首脳会議に向け、ユーロ圏の包括的な安定対策を策定すべく調整が進められており、市場はこれへの期待感から足元ではやや小康状態にある。しかしながら、こうした対応は財政分権にかかるユーロ圏の構造的な問題への取組みとして注目されるものの、具体的な対策レベルで各国の合意を得ることは容易ではなく、実効性を伴う内容となるかどうかについては予断を許さない。



(株)農林中金総合研究所

また、引続き現実的な問題として、ポルトガル等への国際的な支援ニーズ波及の可能性の他、銀行の資本不足懸念（アイルランド、スペインの銀行対策の十分性に対する懸念、銀行を通じた危機の他国への波及の懸念）やギリシャの債務再編懸念（長期債の償還・借換えが始まる12年に向けてギリシャの債務再編の思惑が市場を混乱させる懸念）等が、今後市場の波乱要因となる可能性が残っている。

以上の環境下、欧州中央銀行（ECB）による11年2月発表の四半期ごとの専門家調査では、11年の実質GDP成長率を1.6%と予測している（付表参照）。

以上から、当社は、ユーロ圏ではドイツ主導の経済回復は継続するものの、緊縮財政を主因に内需の拡大が抑制されることから、通年での実質GDP成長率が1.7%となった10年に引続き、11年も1%台半ばの緩やかな経済成長にとどまる可能性が高いと考える。

中国経済

中国の10年10～12月期の実質GDP成長率は前年比9.8%と、7～9月期（同9.6%）から再び加速が見られた。この結果、10年を通じての経済成長率は前年比10.3%と、3年ぶり（08年9.6%、09年9.1%）に二桁台を回復した。

なお、10～12月期の成長加速の要因の一つは、全社会固定資産投資（総資本形成）の増加率の高まりである。総資本形成の8割以上を占める都市部固定資産投資は、08年に打ち出された4兆元の景気刺激策による押し上げ効果が一巡し、10年初から鈍化傾向にあったが、10月以降は再加速する傾向にある。中央政府による不動産投資抑制強化の影響は見られているが、一方で内陸部におけるインフラ投資などが堅調に推移しているため、高い伸び率が続いたものと考えられる。なお、11年以降についても、大規模の保障性住宅（中低所得者向け公営住宅）や水利施設の建設などにより、前年比20%程度の高い伸びが続くと見ている。

また、個人消費も総じて底堅く推移している。12月の社会消費財小売総額（最終消費支出）は前年比19.1%と、11月（同18.7%）から伸びが高まっている。雇用の改善、所得収入の増加、最低賃金の引上げなどが背景にあると思われる。ただし、消費者物価上昇の影響や小型車減税の打ち切りなどにより、今後は増加テンポが鈍化していく可能性があるだろう。外需も拡大基調を維持している。中国海関総署が公表した貿易統計によると、1月の輸出が前年比37.7%（12月：同17.9%）、輸入が同51.0%（12月：同25.6%）、貿易収支が前年比53.5%の64.5億米ドルであった。春節休みの影響もあり、輸出入は1月に集中していた模様である。1月の輸出の前年比は輸入を大幅に下回るテンポで弱まっており、経済成長率に対する寄与度は低下したが、今後は欧州の景気不透明による影響が懸念されるものの、米国などの景気回復に伴い、輸出は緩やかな拡大が続くと予想される。

一方、天候要因や国際商品市況の上昇、所得水準の向上に伴う需要増、過剰流動性の増大などを背景に、消費者物価指数（CPI）の上昇率は加速傾向にあったが、物価統制強化などによる影響で食料品価格が低下したことを受けて、12月のCPI上昇率は前年比4.6%と11月（同5.1%）からやや低下した。なお、11年初頭には過剰流動性の増大や干ばつなどの自然災害発生からの影響から、食料品価格は再び上昇傾向を強めたため、1月分は同4.9%となったが、今後インフレ圧力は一層強まるだろう。

このように景気が再加速を始めるなか、物価上昇や不動産価格の上昇を抑制するため、2月9日に中国人民銀行（中央銀行）は10年10月以降3度目となる利上げ（1年物預金基準金利と同貸出基準金利を25bp引上げ）を実施した。しかし、実質預金金利は依然マイナス水準にあるほか、海外からの直接投資増や投機マネーの流入などによって金余り現象が強まっていること、それに伴うインフレ圧力も根強いことから、今後は利上げのペースを速める可能性が高い。



(株)農林中金総合研究所

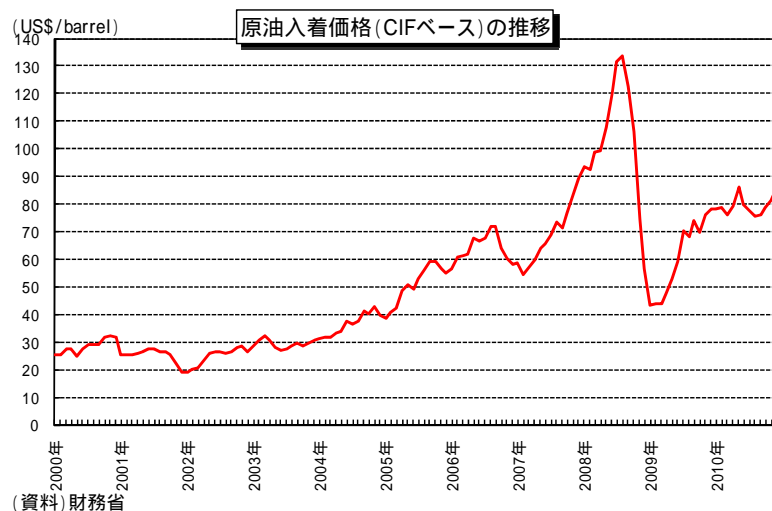
全般的に見れば、金融引締め強化によって景気過熱を抑制しようという意向も見て取れるものの、一方で中央政府は保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていく方針である。さらに、11年は第12次5ヶ年計画(11～15年)が始まり、省エネ・環境、新IT技術、バイオ、先端的設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車(電気自動車など)、といった7つの振興産業が推進される予定であり、当面は景気の勢いが弱まる可能性は低いだろう。

国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

新興国経済の底堅さや先進国・地域における大胆な金融緩和策の長期化、さらには安定供給に対する不安などが重なり、10年後半以降、国際商品市況の上昇傾向が強まっている。一部の商品相場は08年のピーク時の水準を上回っており、世界銀行は特に食料品価格について「危険水準まで上昇している」とするなど、強い懸念を表明している。なお、世銀は、食料品価格が高騰している要因として、生産国の天候不順(昨年来のロシアの旱魃、オーストラリアの洪水に加え、世界最大の小麦生産国である中国も深刻な旱魃に見舞われている)やそれに伴った生産国の輸出制限の動き、さらには景気回復に伴った需要増の動きなどを指摘している。また、原油価格も民主化デモなどエジプト情勢の緊迫化を受けて、一時1バレル＝90ドル台へ上昇するなど、上昇傾向を強めてきた。

国際エネルギー機関(IEA)では、世界経済の回復傾向が強まりつつあることから、11年の世界の原油需要見通しを上方修正し、過去最高水準に達するとの見方を示した。米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)でも同様に需要見通しを上方修正している。一方、石油輸出国機構(OPEC)加盟国・非加盟産油国とも増産余力があるほか、先進国内の十分な在庫により、需給逼迫による原油価格の急騰の可能性は限定的としている。なお、国内への原油入着価格については、11年度は80ドル台半ばから後半、12年度は90ドル台前半での推移を見込んでいる。

こうした国際商品市況の動向により、国内でも食料品・エネルギーなどの価格上昇が強まっていく半面、それによる実質購買力の低下が需要減退を引き起こすことについても留意する必要があるだろう。



2010～12年度 日本経済見通し

	単位	2009年度 (実績)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
名目GDP	%	3.7	0.9	0.5	1.8
実質GDP	%	2.4	3.0	1.7	2.5
民間需要	%	5.0	2.8	1.4	2.2
民間最終消費支出	%	0.0	1.4	0.1	0.8
民間住宅	%	18.2	0.1	6.1	2.8
民間企業設備	%	13.6	5.4	4.6	7.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	1.1	0.5	0.1	0.1
公的需要	%	5.2	0.1	0.3	0.7
政府最終消費支出	%	3.4	2.0	1.2	1.4
公的固定資本形成	%	14.2	8.7	5.0	3.2
輸出	%	9.6	17.7	8.1	10.9
輸入	%	11.0	10.9	5.3	9.4
国内需要寄与度	%pt	2.7	2.2	1.1	1.7
民間需要寄与度	%pt	3.9	2.0	1.0	1.6
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.0	0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	0.3	1.0	0.7	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	1.3	1.9	1.2	0.7
国内企業物価(前年比)	%	5.2	0.6	1.1	0.9
全国消費者物価(前年比)	%	1.6	0.8	0.3	0.1
完全失業率	%	5.2	5.1	5.1	4.8
鉱工業生産(前年比)	%	9.2	10.0	5.3	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	16.2	15.8	17.3
名目GDP比率	%	3.3	3.4	3.3	3.5
為替レート	円/ドル	92.8	85.7	85.1	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.13	1.30	1.49
通関輸入原油価格	\$/バレル	69.1	81.3	86.5	91.3

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

	単位	(予測)															
		2010年				2011年				2012年				2013年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
名目GDP	%	1.7	0.6	0.6	0.6	0.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3			
実質GDP	%	1.5	0.5	0.8	0.3	0.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5			
(年率換算)	%	6.0	2.1	3.3	1.1	1.1	1.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.4	1.8			
民間需要	%	1.5	0.4	1.4	0.0	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6			
民間最終消費支出	%	0.5	0.0	0.9	0.7	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
民間住宅	%	1.6	0.3	1.8	3.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5			
民間企業設備	%	0.7	2.9	1.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.5	1.5	2.0	1.8	1.6	1.7			
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.6	0.1	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
公的需要	%	0.5	0.1	0.2	0.7	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1			
政府最終消費支出	%	0.3	1.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			
公的固定資本形成	%	1.4	4.1	2.1	5.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0			
輸出	%	6.6	5.3	1.5	0.7	2.3	2.0	2.6	2.8	3.0	2.8	2.5	2.0	2.0			
輸入	%	3.0	4.0	2.9	0.1	1.5	1.0	1.0	2.0	2.5	3.0	2.0	1.5	3.0			
国内需要寄与度	%pt	1.0	0.3	1.0	0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4			
民間需要寄与度	%pt	1.1	0.3	1.0	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4			
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.0			
GDPデフレーター(前年比)	%	2.8	2.0	2.0	1.5	2.1	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5			
国内企業物価(前年比)	%	1.7	0.2	0.1	1.0	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9			
全国消費者物価(前年比)	%	1.2	1.2	1.0	0.5	0.5	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1			
完全失業率	%	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6			
鉱工業生産(前期比)	%	7.0	1.5	1.8	1.7	5.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.2	1.5	1.7	2.0			
経常収支(季節調整値)	兆円	4.7	3.8	4.4	4.2	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4			
名目GDP比率	%	3.9	3.2	3.7	3.5	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6			
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.5	83.0	84.0	86.0	87.5	87.5	90.0	90.0	92.5			
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10			
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.15	1.25	1.25	1.30	1.40	1.40	1.45	1.50	1.60			
通関輸入原油価格	\$/バレル	77.7	81.8	76.5	82.0	85.0	84.0	85.0	88.0	89.0	90.0	90.0	92.5	92.5			

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

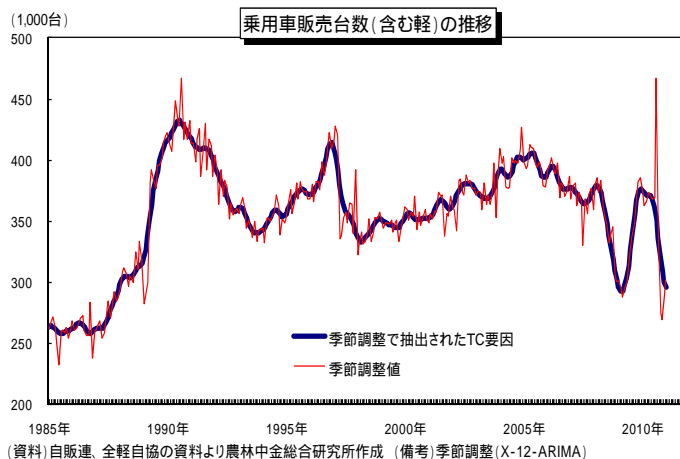
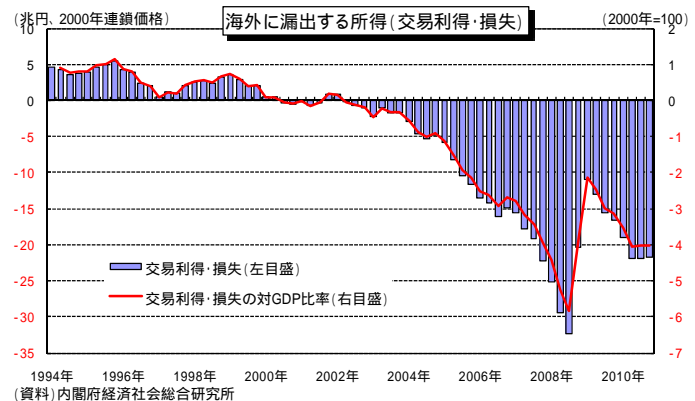


3. 2010～12年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭でも触れたように、10年夏以降、足踏み状態に入った国内経済であるが、12月以降は、再び浮上するような兆しも散見され始めた。景気の先行きに関する基本的認識としては、民間最終需要の自律的回復がなかなか本格化しないなかで、輸出の動きがわが国経済の趨勢を決定づけるという構図は変わらないだろう。まずは、当面のわが国経済が直面するいくつかの課題について見ていきたい。

第一に、国際商品市況の高騰に伴う交易条件の悪化の影響である。GDP統計における「交易損失」は10年度に入ってからGDP比で約4%前後での推移となっているが、つまりはわが国内の経済活動の結果得られた生産額の4%分が海外に漏出している、ということを示している。バブル崩壊後、深刻なバランスシート調整圧力のなかで停滞が続いたわが国経済は、外需（もしくは輸出）への依存度を高め、輸出増が輸出製造業の業績押上げにつながり、そこからその他セクターに波及していく、という様相を強めていった。しかし、企業部門でのリストラ圧力が高いなか、家計への波及力は弱いままで、民間消費などは抑制され続けた。上述のような強制的な所得移転は、こうした景気の回復プロセスにとっては阻害要因となりうる。今後とも国際商品市況の上昇が続き、加えて円安傾向が強まれば、わが国の景気への影響も無視できなくなるだろう。



る。台数ベースでは11月をボトムに持ち直す動きもみられるが、その水準はかなり低い。家電エコポイント制度についても、10年12月以降はポイントがほぼ半減し、11年1月からは省エネ性能が最も高い「五つ星」かつ買い替え目的のものに限定するものとなっている(期限は3月まで)。制度終了前の駆け込み需要はあるだろうが、11年前半にかけて反動減が残る可能性が高い。

一方、耐久財以外の消費動向をみても、国内家計最終消費の約半分を占めるサービス消費は10～12月期まで4半期連続で前期比減少となるなど、堅調な耐久財消費のしわ寄せを受けた格好となっている。ちなみに、家計の所得環境は依然として厳しく、10～12月

次に、民間消費について考えたい。エコカー減税・購入補助金制度、家電エコポイント制度といった耐久消費財刺激策は、グローバル金融危機に直面したわが国経済の下支え・牽引役ではあったが、基本的には今後数年分の耐久財消費を前倒しさせた格好となっており、終了後の反動減は避けられない性質のものである。すでにエコカー購入補助金制度については、9月上旬に終了を迎え、それ以降の自動車販売は不振を極めてい

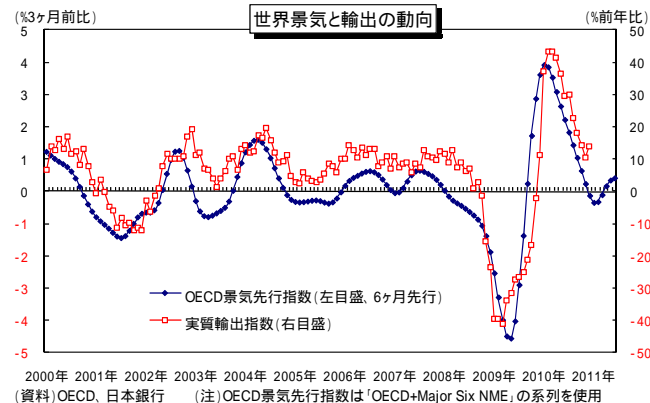


(株)農林中金総合研究所

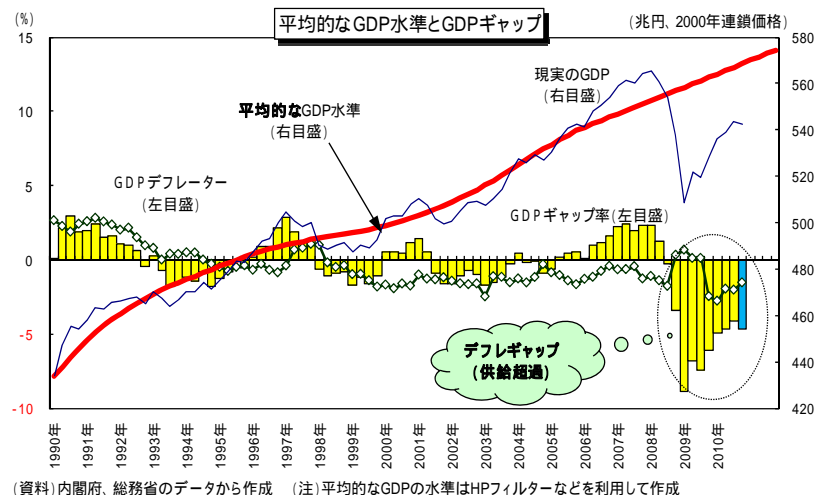
期にかけては雇用者報酬が再び悪化している。本格化してきた11年の賃金交渉(春闘)についても、10年に続き、概ね定期昇給分のみの妥結になりそうであり、所得環境が大きく改善する見込みは乏しい。

以上の点などを踏まえつつ、10～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。日本を取り巻く世界経済動向については、先進国と新興国・資源国の二極化という現象が強まっており、お互いに問題点を抱えたままでは

あるが、それが景気下押しリスクとして顕在化することはなく、総じて回復基調をたどる姿が想定できるだろう。もちろん、中国など新興国については断続的に金融引締め策を打ち出しており、それがわが国の輸出を一時的に抑制する可能性については注意しておく必要がある。



う。一方、民間消費については10～12月期分ではまだ耐久消費財の反動減は観察されなかったものの、家電エコポイント制度の規模縮小もあり、一時的にせよ耐久財消費が減少する可能性はあるだろう。また、足元では国際商品市況の高騰が続いているが、賃金が飲み込む中で生活物資(食料品・エネルギー)などが値上がりし始めた際には、民間消費にマイナスの影響が出る懸念もある。民間住宅については、住宅ローン金利優遇策や住宅エコポイント制度によるリフォーム需要などが引き続き期待され、緩やかな回復が続くと思われる。以上を踏まえると、1～3月期の実質経済成長率は、前期比0.3%(同年率1.1%)と再びプラスに転じるものの、踊り場からの脱却を明確に示すほどの力強さは感じ取れない数字となるだろう。この結果、10年度については、**実質GDP成長率は同3.0%**(前回12月時点での予測では2.8%)と、3年ぶりのプラス成長となると予測する。この3.0%成長という数字は高いが、前年度から





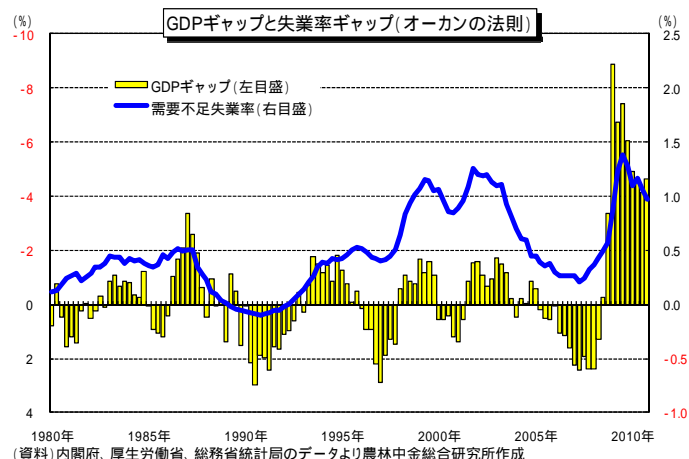
(株)農林中金総合研究所

の「ゲタ」が1.9%ptあることが大きい。なお、前回予測時からの修正の理由は10年度下期の景気停滞が軽微なもので済む蓋然性が強まったからである。また、名目 GDP 成長率は0.9%（前回予測は0.2%）と、同じく3年ぶりのプラスと予測、経済規模の縮小には一定の歯止めがかかると見られる。一方、GDP デフレーターは前年度比 1.9%（前回予測では2.1%）と下落状態が続くことになる。

11年度については、4～6月期までは消費の低調さが残るものの、その後は緩やかに持ち直していくほか、中国など新興国経済が牽引する格好で世界経済の回復傾向が強まていくと思われる。依然として大幅な需給ギャップを抱える米国経済についても、家計のバランスシート調整などをこなしながら徐々に回復力を強めていくだろう。その結果、輸出を起点とする景気回復プロセスが再び強まていくことになるだろう。とはいえ、上述の通り、国内のデフレ継続や交易条件の悪化などにより、「企業から家計への波及」は進展があまり期待できないだろう。この結果、実質 GDP 成長率で同 1.7%（前回予測は1.1%）と、2年連続のプラス成長ながら、10年度よりも「ゲタ」が小さい分、数字上の減速は避けられない。なお、今回の上方修正の主因は前述したように10年度下期の景気調整が想定よりも軽微で済む見込みであることが影響している（11年度に向けたゲタは前回予測では0.5%ptとしていたが、今回予測では0.3%ptである）。また、名目 GDP 成長率は0.5%（前回予測は0.2%）と同じく2年連続のプラスと予測するが、依然として名実逆転状態は継続する。その結果、マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できないこと、さらには資源高騰に伴う交易条件の悪化も響き、GDP デフレーターは前年度比 1.2%（前回予測は0.9%）とマイナスが続くだろう。

また、12年度についても、引き続き回復基調を続けるものと想定する。実質 GDP 成長率は2.5%へ加速（前回予測は2.4%）、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、名目 GDP 成長率も1.8%と高まるが、依然として名実逆転状態は維持され、その再逆転は13年度以降に持ち越されることになるだろう。

一方、雇用環境については、10年度に入ってから失業率は足踏み状態が続いているが、年度下期に入ってから持ち直し傾向が強まってきた。しかしながら、新卒予定者の就職難や失業者の求職期間の長期化など、依然として状況は厳しい。11年度入り直後には、10年度にも見られたように一旦は雇用環境が悪化する可能性があるだろう。基本的には、国内景気は徐々に回復力を高めていく動きとなることが予想されるが、雇用吸収力はなかなか伴わず、今しばらくは雇用調整圧力が高い状態が続くだろう。10年度末の失業率は5.0%、11年度末は4.9%、12年度末は4.6%と、劇的な改善は想定できず、緩やかなペースでの低下にとどまると予想する。



(2) 物価見通し

新興国経済の需要回復をきっかけに国際商品市況の持ち直しが進んだこともあり、主要な物価指標は09年夏場をボトムに下落率の縮小傾向をたどっている。特に、資源価格の影響を受けやすい国内企業物価は、10年度下期以降、前年比プラス状態が定常化しつ



(株)農林中金総合研究所

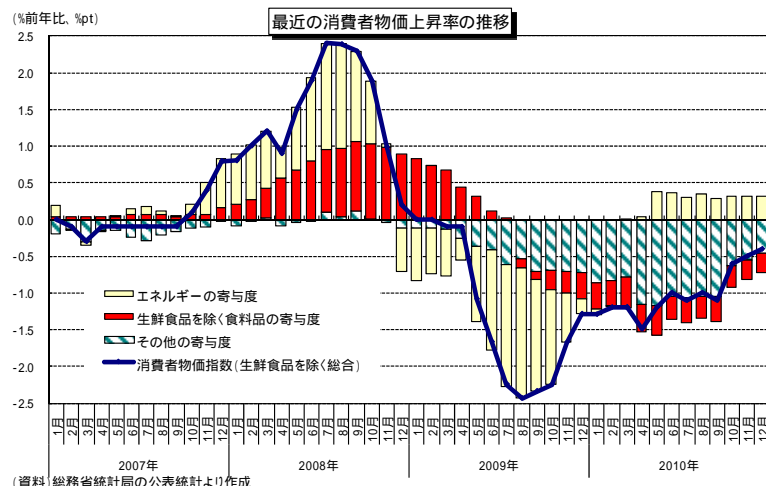
つあり、上昇率も加速しつつある。一方、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）、企業向けサービス価格については、以前より前年比下落率がだいぶ縮小したとはいえ、依然としてマイナス状態である。

このうち、全国消費者物価については、4月から始まった高校授業料の実質無償化によって前年比に対して 0.54%pt の押下げ効果が発生した（この効果は 11 年 3 月まで持続する）ために、物価下落の縮小傾向が一旦途絶えたが、最近ではエネルギー（電気・ガス料金、石油製品）価格の上昇、さらに 10 月以降はたばこ税増税や損害保険料引き上げなどにより、消費者物価の下落幅が一段と縮小した。今しばらくは、これまでの国際商品市況高騰に伴い、食料品・エネルギーやその周辺の財・サービスの価格上昇が強まると思われるが、一方で食料品やエネルギー以外の多くの財・サービスでは下落圧力が根強く残っていることから、物価が水面上に浮上し、それが定着するまでにはまだ時間がかかると思われる。

以上から、10 年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比 0.8%と 2 年連続の下落、11 年度も同 0.3%と下落状態が続くものと予想。後述の通り、日銀は 11 年度内の物価上昇への転換を見込んでいるが、その実現は難しいと思われる。12 年度については、年度下期によりやく前年比プラスに転じる（現行基準ベース）ことが見込まれるが、年度を通じては同 0.1%とマイナスが残るだろう。

なお、11 年 8 月には、CPI の 2010 年基準への改定が予定されているが、現行基準の連鎖指数をみる限り、現在発表されている CPI には 0.4 ~ 0.5%pt ほどの上方バイアスが発生している可能性が見て取れる。こうした点も踏まえれば、デフレからの完全脱却までには相当程度の時間がかかるものと思われる。

一方、資源価格の影響をより受けやすい国内企業物価については、10 年度には同 0.6%と 2 年ぶりの上昇が見込まれるほか、11 年度も同 1.1%、12 年度も同 0.9%と上昇が続くことが予想される。

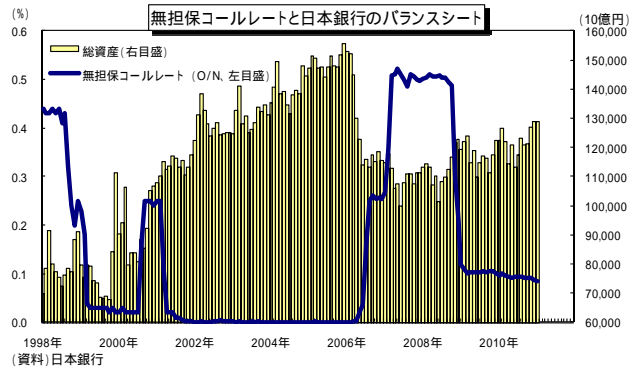




4. 当面の金融政策・金融市場動向：

(1) 金融政策 ～ 2011 年度内のデフレ脱却のためには一段の緩和措置が必要

2009 年 12 月以降、日本銀行は固定金利オベの導入・拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始を決定してきたほか、10 年 10 月には 政策金利(無担保コールレート翌日物)の誘導目標の変更(0～0.1%)、時間軸の設定(「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続)、5 兆円規模の資産買入基金の創設、の 3 つからなる包括緩和策の導入に踏み切った。日銀はこの包括緩和策を「実質的なゼロ金利政策」とも称しているが、実際のところ補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オベの貸付利率を 0.1%に据え置いていることもあり、無担保コールレート(翌日物)の低下幅は限定的なものにとどまっている。



一方で、物価の安定が展望できる状況(消費者物価上昇率が前年比 1%近くまで上昇することが見通せる状況)に至るにはかなりの時間が必要と見られることから、非常に強力な時間軸が設定されていると捉えるべきであろう。日銀では、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、長期金利の上昇を抑制する効果があると説明している。

さて、日銀は景気の先行きについて、「景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していく」としているほか、物価見通しについても「引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していく」との見方を示している。さらに、1 月に公表された展望レポートの中間評価では、11 年度の全国消費者物価(除く生鮮食品)を前年比 0.3%とする予測を提示しており、11 年度内にはデフレからの脱却が実現するとの目標を堅持している。とはいえ、1～2%の経済成長率では大きく乖離している需給ギャップを解消できないのは明白である。さらに、8 月に予定されている消費者物価の基準改訂では、物価変動率が 0.5%pt 前後押下げられるものと見られている。それゆえ、新基準での消費者物価が安定的に前年比プラス状態となる時期は、やや後ズレする可能性が高いだろう。仮に、11 年度についても物価下落が止まらない可能性が強いということになれば、たとえ景気が緩やかながらも回復基調にあるとしても、追加的な緩和策を検討・実施すべきであろう。その際の「次の一手」としては、資産買入基金(現状 5 兆円程度)の拡充になるだろう。

(2) 金融市場の見通し

上述の通り、日本銀行は 10 年 10 月に包括緩和策に踏み切ったほか、米国では景気減速やデシインフレ傾向の強まりに対する警戒感を背景に 11 月上旬の FOMC において大規模な国債買入れを柱とする量的緩和政策(QE2)が決定された。その直前までは、緩和策への期待感から内外の金融市場において「円高・株安・金利低下」という流れが強まっていたが、QE2 決定後はそれに伴う景気回復期待や世界的な過剰流動性への思惑などを材料に、流れが一転し、「円安・株高・金利上昇」の様相を強めている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

債券市場



(株)農林中金総合研究所

10年度上期にかけて長期金利はほぼ一貫して低下基調をたどったが、下期に入り、日米の中央銀行が一段の金融緩和策を決定した前後から金利は下げ止まり、むしろ上昇に転じてきた。特に、11月上旬のQE2決定後は、ちょうど米景気の先行き回復期待を示唆する経済指標の発表が続いたこともあり、長期金利の上昇傾向が強まった。その後、運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さによる押し目買いをこなしながら、2月中旬には一時1.3%台半ばまで上昇している。

基本的に日本を含めた先進国・地域における国内最終需要の自律的回復力は鈍いまま、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、さらに包括緩和策による長期金利の上昇抑制効果などを踏めれば、長期金利が先行き上昇傾向を強めていくことは考えづらく、一旦低下する場面も十分ありうる。しかし、日本の厳しい財政状況に対する潜在的な警戒感根強いこと、さらには世界経済の回復期待や資源インフレを背景に先進国・地域の金融政策が想定以上に前倒しで出口戦略を模索し始める動きから一時的にせよ金利上昇圧力が強まることも想定していくべきである。

株式市場

11月のQE2決定後、米国経済指標の好転なども手伝って、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、11月中旬には1万円台を回復、11年年明け後は一段と上昇傾向を強め、1万円台半ばでの展開となった。2月上旬にかけては中国の再利上げなどが世界経済の回復テンポを鈍化させるとの思惑からやや調整したが、基本的に好調な企業業績を材料に底堅く推移している。

先行きについては、今しばらくは海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られる。目先は国内のデフレ継続や円高や交易条件悪化による企業業績への下押し圧力も意識されるものの、徐々にレンジを切り上げていく動きが明確化していくだろう。

外国為替市場

08年9月のリーマン・ショック以降は、日本円に対して円高圧力がかかり、実質実効レートでみた場合、それ以前と比べて約2～3割増価した状況が続いている。10年11月にQE2が決定された10年11月以降はそうした圧力は多少緩和したものの、基本的には1ドル＝80円台前半、1ユーロ＝110円前後でのみ合いが続いている。

先行きについては、欧米の金融システムに対する不安がまだ燦々しているほか、時間経過とともにQE2の効果が浸透していく可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が残ったままでの展開が続くだろう。一方、海外経済の持ち直し傾向やインフレ傾向が再び強まり、金融緩和策からの出口戦略を前倒し的に模索する動きが出てくれば、逆に円安気味に推移し始めると予想する。

金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.087	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.335	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
短期プライムレート	(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.345	1.15～1.45	1.15～1.45	1.15～1.45	1.20～1.50
	5年債 (%)	0.615	0.40～0.70	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.7	80～85	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.4	110～120	105～125	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	10,808	10,750±500	10,750±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2011年2月16日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

2010～12年度 日本経済見通し (前期比)

	単位	2009年度	2010年度			2011年度			2012年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
実質GDP	%	2.4	3.0	1.7	0.7	1.7	0.9	1.7	2.5
民間需要	%	5.0	2.8	1.8	1.6	1.4	0.5	1.1	2.2
民間最終消費支出	%	0.0	1.4	0.7	0.2	0.1	0.1	0.3	0.8
民間住宅	%	18.2	0.1	1.4	6.0	6.1	2.5	2.5	2.8
民間企業設備	%	13.6	5.4	4.0	2.7	4.6	2.1	3.8	7.0
公的需要	%	5.2	0.1	0.2	0.7	0.3	0.4	0.5	0.7
政府最終消費支出	%	3.4	2.0	1.0	0.7	1.2	0.6	0.9	1.4
公的固定資本形成	%	14.2	8.7	5.7	7.9	5.0	1.0	1.2	3.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	20.1	27.2	27.3	27.1	31.1	29.7	32.5	35.3
輸出	%	9.6	17.7	9.5	2.0	8.1	4.5	7.1	10.9
輸入	%	11.0	10.9	7.0	3.5	5.3	2.3	4.3	9.4
内需寄与度 (前期比)	%	2.7	2.2	1.3	0.5	1.1	0.5	0.8	1.7
民間需要 (")	%	3.9	2.0	1.3	0.6	1.0	0.4	0.7	1.6
公的需要 (")	%	1.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
外需寄与度 (")	%	0.3	1.0	0.7	0.0	0.7	0.5	0.5	0.8
デフレーター (前年比)	%	1.3	1.9	2.0	1.8	1.2	1.3	1.1	0.7

(前年同期比)

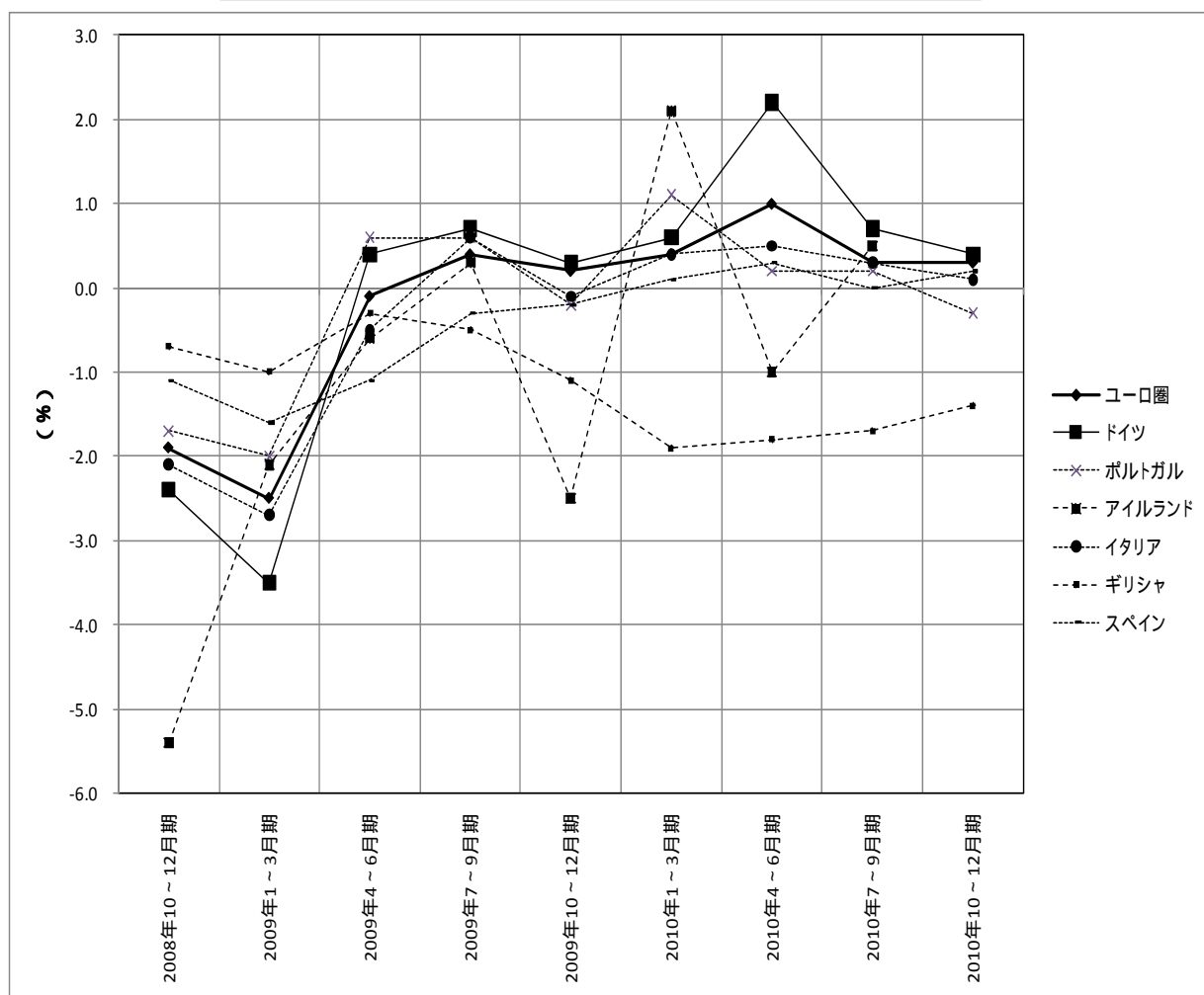
	単位	2009年度	2010年度			2011年度			2012年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	3.7	0.9	1.8	0.1	0.5	0.1	1.1	1.8
実質GDP	%	2.4	3.0	4.0	2.0	1.7	1.2	2.2	2.5
民間需要	%	5.0	2.8	2.9	2.7	1.4	1.4	1.5	2.2
民間最終消費支出	%	0.0	1.4	2.0	0.5	0.1	0.3	0.2	0.8
民間住宅	%	18.2	0.1	5.9	6.5	6.1	7.6	4.6	2.8
民間企業設備	%	13.6	5.4	4.7	6.0	4.6	4.0	5.1	7.0
公的需要	%	5.2	0.1	1.0	0.9	0.3	0.2	0.9	0.7
政府最終消費支出	%	3.4	2.0	2.4	1.6	1.2	1.1	1.3	1.4
公的固定資本形成	%	14.2	8.7	5.1	12.3	5.0	7.9	2.0	3.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	20.1	27.2	27.3	27.1	31.1	29.7	32.5	35.3
輸出	%	9.6	17.7	25.4	10.8	8.1	5.8	10.4	10.9
輸入	%	11.0	10.9	12.7	9.2	5.3	4.4	6.1	9.4

国内企業物価 (前年比)	%	5.2	0.6	0.0	1.2	1.1	1.2	1.0	0.9
全国消費者物価 (")	%	1.6	0.8	1.1	0.5	0.3	0.2	0.4	0.1
完全失業率	%	5.2	5.1	5.2	5.0	5.1	5.2	5.0	4.8
鉱工業生産 (前年比)	%	9.2	10.0	17.0	3.8	5.3	3.9	6.8	5.8
住宅着工戸数	千戸	776	825	398	427	904	444	460	948
経常収支	兆円	15.8	16.2	8.2	8.0	15.8	7.7	8.1	17.3
貿易収支	兆円	6.7	7.4	3.8	3.5	8.4	4.0	4.4	8.4
為替レート(前提)	ドル/円	92.8	85.7	88.9	82.5	85.1	83.5	86.8	90.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	69.1	81.3	79.1	83.5	86.5	84.5	88.5	91.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

付 表 1: 欧州経済

実質 GDP 成長率(前期比)



(出所) Eurostat のデータから農中総研作成

なお、アイルランドは 2010 年第 4 四半期の数値は未公表

欧州中央銀行(ECB)の専門家調査結果(2011 年 2 月公表)

(単位: %)

	2011 年	2012 年	(中期)2015 年
ユーロ圏インフレ率(HICP)	1.9	1.8	2.0
前回調査からの変更幅	+0.4	+0.2	+0.1
ユーロ圏実質 GDP 成長率	1.6	1.7	1.9
前回調査からの変更幅	+0.1	0.0	+0.1
ユーロ圏失業率	9.9	9.6	8.3
前回調査からの変更幅	0.1	0.0	0.0

(出所) ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は 2010 年 11 月公表

付 表 2 : 中国経済

