



(株)農林中金総合研究所

2011年11月17日

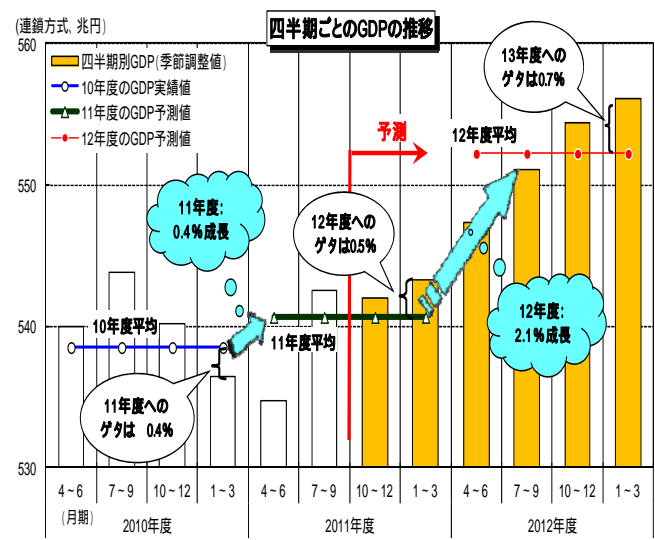
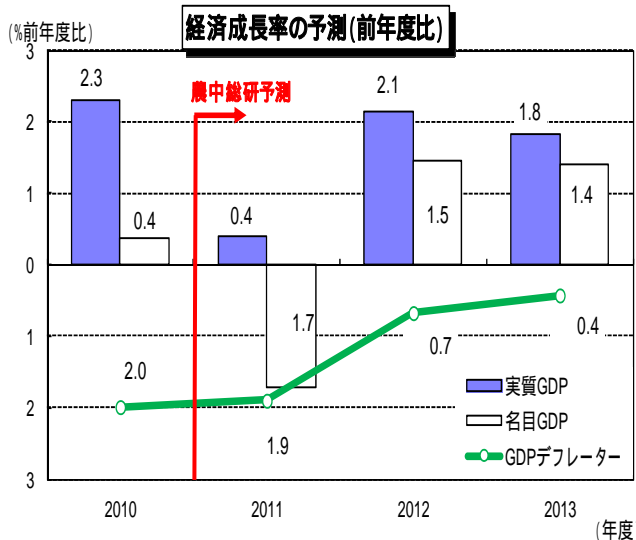
# 2011～13年度経済見通し

## 輸出は伸び悩む一方、復興需要が国内景気を下支え

～11年度:0.4%、12年度:2.1%、13年度:1.8%～

東日本大震災からの復旧進展やマインド回復などにより、国内景気は持ち直し傾向を続けている。しかし、夏場以降、復旧の一巡や世界経済の減速顕在化、さらには歴史的な円高水準での定着などから、輸出・生産に足踏み感が出始めている。年末にかけて公的支出の息切れ、輸出環境の悪化などにより、景気の牽引役が不在となるため、10～12月期には再びマイナス成長となる可能性がある。一方、12年入り後は、輸出増が見込めないなか、第3次補正予算に基づく復興に向けた公的支出が徐々に出てくるために景気が下支えされるため、潜在成長率を上回る成長がしばらく続くだろう。

政府・日本銀行は、円高急伸や内外金融資本市場の混乱に対し、これまで協調して対応策を実施してきたが、力不足だった面は否めない。円高・デフレの悪循環を断ち切るためにも、日銀には一段の緩和策が求められている。



### < 目次 >

総論

P. 1 ~ 17

付表

P. 18 ~ 19

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





## 1. 景気の現状:

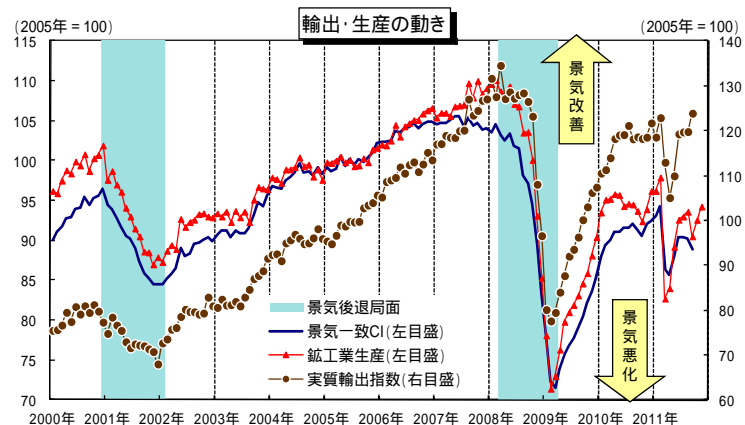
### (1) 日本経済の現状 ～ 持ち直し基調に一服感

3月11日に発生した東日本大震災によって、日本経済・産業は大打撃を受けた。特に、被災地に集積していた自動車産業や半導体関連業種などを中心とする製造業で大規模なサプライチェーン障害が発生したほか、東日本では電力不足問題が急浮上するとともに家計・企業ともにマインドが大きく悪化、自粛ムードが強まった。その後、被災地・被災企業での懸命な復旧に向けた努力の甲斐あって、4月には鉱工業生産が、5月には輸出数量(実質輸出指数)がそれぞれ持ち直しに転じたほか、マインドも回復に向かい、当初の想定を上回るペースでの景気回復が実現したかに見えた。ちなみに、3月に前月比15.5%と現行統計開始以来最大の下落となった鉱工業生産は、8月までに大震災による落ち込み幅の約7割を回復した。実質輸出指数については、9月時点で大震災前(2月)の水準を上回っている。さらに消費関連指標でも、消費水準指数は8月までに大震災による落ち込み幅の約8割を回復した。

しかしながら、夏場にかけては米国経済の低調さへの認識が強まったほか、これまで2年近くにわたって燃り続けてきた

欧州債務危機が一段と深刻さを増し、世界経済全体の下振れリスクが強く意識されるようになってきた。そのあおりを受けて、欧州の財政悪化国を上回る国家債務(対GDP比)を抱える日本の通貨が安全資産と見なされ、為替レート(対ドルレート)が戦後最高値を断続的に更新する事態となった。また、外需に期待できない中、内需で高成長を続けてきた中国など新興国においては、インフレ・バブル懸念から引締め策が打たれてきたが、その効果が徐々に現れ始めるなど、世界経済が全体的に減速に向かう可能性が高まっている。

また、被害が甚大かつ広範囲に及んでいたとはいえ、折からの政治混迷も重なり、震災の本格復興に向けた動きが遅々として進まず、復興費を盛り込む補正予算編成作業が当初の想定時期から大きく後ズレするなど、復興需要が全く期待できない状況が続いている。以上のように、これまでのところ、当初の想定を上回るペースで持ち直しの動きが進んでいると評価できる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用した

### (2) 4四半期ぶりのプラス成長となった2011年7～9月期

こうした中、4四半期ぶりのプラス成長への転換が期待された7～9月期のGDP第1次速報であったが、実質GDP成長率は前期比1.5%、同年率換算6.0%の大幅増となり、概ね市場予想通りの結果となった。

今回のプラス成長の要因としては、前述の通り、大震災によってダメージを受けたサプライチェーンの復旧による輸出の持ち直しと、家計のマインド回復、さらには節電家電や薄型TVなど耐久消費財の販売好調などによる消費の堅調さが挙げられる。前期比成長率に対する寄与度はそれぞれ0.9%pt、0.6%ptであった。また、民間住宅、民間設備投資とも増加に転じた。

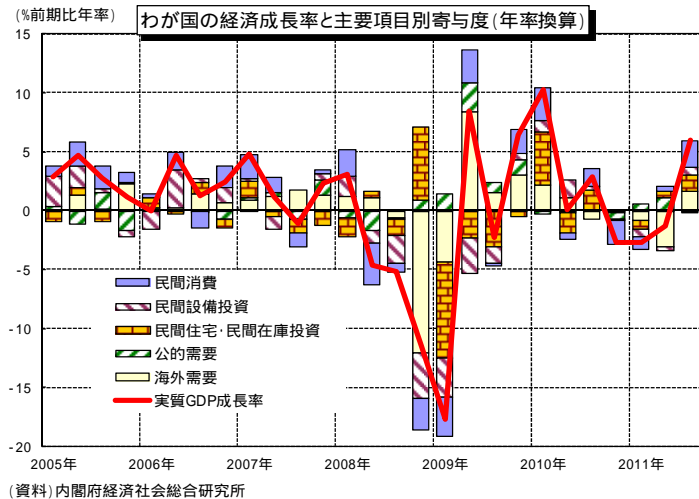




## (株)農林中金総合研究所

一方で、公共投資が減少、公的需要全体としてもマイナス寄与となるなど、政府の大震災への対応が後手に回っている様子も見て取れる。また、一見したところ、民間在庫投資は成長率にはプラスの寄与となっているが、夏場以降の景気持ち直しの一巡によって「意図せざる積み上がり」が生じている可能性もあり、先行きの生産・在庫調整への警戒が必要であろう。なお、前年比は 0.03%と微減ではあるが、3 四半期連続のマイナスであった。

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、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映して前年比 1.9%と 8 四半期連続の下落となった(4~6 月期の同 2.2%からは下落幅縮小)。輸入デフレーターが上昇傾向を強める半面、民間住宅、公共投資を除き、国内最終需要の各デフレーターは依然としてマイナス状態が続いている。一方で、前期比は 0.1%と 10 四半期連続の下落ながら、微減にとどまった。なお、注目の単位労働コストは前年比 0.2%と 3 四半期ぶりのマイナスとなった。







## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災や原発事故への対応の不手際もあり、菅内閣は政権運営が行き詰まっていたが、菅首相が退陣の条件として挙げていた特例公債法案、11年度第2次補正予算案、再生エネルギー特別措置法案の3法案が成立したことで、9月初頭によりやうく退陣し、替わって野田新内閣が発足した。菅内閣の財務相であった野田首相は、世界的に財政悪化に対する懸念が強まる中、世界有数の累積財政赤字を抱える日本でも財政再建が急務と主張、財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。3月に発生した東日本大震災の復興費は原則として現役世代が負担することとしたほか、「社会保障と税の一体改革」の一環として、10年代半ばまでに消費税率を10%まで引き上げることを国際公約化している。

なお、喫緊の課題は遅れている大震災・原発事故への対応である。政府は震災後の10年間で復興期間と設定し、期間中に23兆円程度の対策費を想定している。このうち、当初5年間で集中復興期間と位置づけ、国・地方合わせて19兆円の公的支出を行う予定である。こうした前提の下、政府としてはこれまで3度にわたって補正予算編成を行ってきた。当面の災害復旧費などを盛り込んだ第1次補正予算(5月2日成立)については、基本的に11年度当初予算を大幅に組み替えることで約4兆円を確保し、国債の追加発行を伴わない形での編成となった。第2次補正予算(7月25日成立)では、前年度剰余金を財源に、原発事故の損害賠償費や二重債務問題の対策費、被災者生活再建支援金補助金などを計上した(規模約2兆円)。また、第3次補正予算案(11月中に成立見込み)では、約9.2兆円の復興費などを盛り込んでいる。その財源は、とりあえずは復興債の発行(約11.6兆円)で賄うこととしたが、その償還については期間を25年とし、財源は所得税、法人税、住民税の時限的な増税で回収する予定となっている。

一方、12年度一般会計予算については、9月末で締め切った各省庁からの概算要求額は約96.5兆円に膨らんだものの、閣議決定された「中期財政フレーム(12~14年度)」などからは、復旧・復興関連の支出や債務(復興債)を別枠として取り扱うこととした上で、予算の大枠を「一般歳出(国債費を除く)は71兆円以下」、「新規国債発行額は44兆円以下」と、いずれも11年度並みに抑える方針となっている。一方で、社会保障費の自然増分(約1.2兆円)はこれまで同様に全額計上を容認する方針である。

今回の予測においては、第3次補正予算では真水で7兆円程度の追加財政支出となるとしたが、大部分は12年度以降に持ち越されるとした。また、12年度以降の予算編成でも復興事業が盛り込まれるものの、復興費は徐々に減少すると想定した。

### (2) 世界経済の見通し

2008年秋のリーマン・ショックを契機に引き起こされた世界的な金融危機に対し、主要国では非伝統的な領域にまで踏み込んだ大胆な金融緩和策、金融システム安定化のための信用秩序維持政策に加え、大規模な財政出動を行った。その甲斐あって、09年半ばまでには、世界経済は全般的に底入れし、持ち直しに転じたが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢で停滞気味に推移を続けた。一方、新興国・資源国経済では景気は底堅く推移し、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ・バブル懸念が発生する、といった具合に「二極化現象」が強まっていた。この間、日本や米国・英国では政策金利を低めに誘導し、かつ国債などの金融資産を大量に購入するといった金融緩和策を続けたが、新興国では逆に引締め気味の金融政策への転換を図ってきた。





## (株)農林中金総合研究所

この間、先進国・地域、特にユーロ圏では、09 年末にかけて露見したギリシャの財政粉飾問題をきっかけに、財政収支の悪化に直面してきた。ユーロ加盟国は、財政悪化国に厳格な財政再建を求めるとともに、デフォルト回避のための協調融資を実施してきたが、財政再建への努力はなかなか成果を得られないばかりか、債務危機がユーロ圏内で伝播していく、といった具合に、深刻さは徐々に増していった。国際通貨基金 (IMF) が 11 年 9 月に改定した世界経済見通しでは「世界経済は新たな危険な局面に直面している」と、欧州債務危機に伴う下振れリスクに対する懸念を表明している。実際、11 年夏場あたりから世界経済の減速が顕在化しつつある。

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

2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.5%と 9 四半期連続のプラス成長となり、減速傾向が強まった 11 年上期 (1～3 月期:同 0.4%、4～6 月期:同 1.3%) から加速した。この背景には、GDP の約 7 割を占める個人消費が同 2.4%と、4～6 月期 (同 0.7%) から伸び率が回復したことや、設備投資が同 16.3%と 5 四半期ぶりの好調な伸びとなったこと等が挙げられる。個人消費は、雇用者数の増加ペースが高まらなかったものの、医療費などのサービス消費が好調だったほか、東日本大震災に伴う部品供給不足が解消された影響を受けて、自動車等の耐久消費財が増加に転じたことなどから伸びが加速した。また、個人消費に次いで成長率を押し上げた設備投資は、企業の新規雇用が抑制されるなかで省力化投資が促進されたこともあり、機械設備・ソフトウェア (同 17.4%) が大幅増加したことから引き続き拡大した。このほか、住宅投資 (同 2.4%) が伸びを維持したことや純輸出 (= 輸出 - 輸入) の赤字額が前期から縮小したことも成長率へのプラス寄与となった。一方、マイナス寄与した項目は在庫投資 (同 1.1%) であり、景気の先行き不透明感から企業が在庫投資を抑制した可能性が高い。

2011-13年 米国経済見通し (11年11月改定)

		単位	2010年	2011年		2012年			2013年	
			通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
			実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	予想
実質GDP		%	3.0	1.8	1.1	2.2	2.4	2.4	2.8	2.8
	個人消費	%	2.0	2.2	2.1	1.8	2.1	2.1	2.3	2.6
	設備投資	%	4.4	9.1	5.7	12.9	6.7	4.2	5.7	7.4
	住宅投資	%	4.3	1.8	0.4	2.5	3.1	2.5	4.8	5.3
	在庫投資	寄与度	1.6	0.2	0.3	0.5	0.2	0.4	0.5	0.2
	純輸出	寄与度	0.5	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3
	輸出等	%	11.3	6.6	6.8	3.7	4.3	4.2	5.0	9.2
	輸入等	%	12.5	4.9	3.8	1.8	3.7	3.8	5.4	9.6
	政府支出	%	0.7	1.9	3.9	0.4	0.1	0.2	0.3	0.1
	参考	コアPCEデフレーター	%	1.4	1.5	1.2	1.7	2.0	2.0	2.1
GDPデフレーター		%	1.1	2.2	2.0	2.4	2.6	2.6	2.7	2.9
FFレート誘導水準		%	0.25	0～0.25	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50
10年国債利回り		%	3.2	2.8	3.3	2.3	2.3	2.2	2.5	3.0
完全失業率		%	9.6	9.0	9.0	9.0	8.7	8.8	8.6	8.3

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

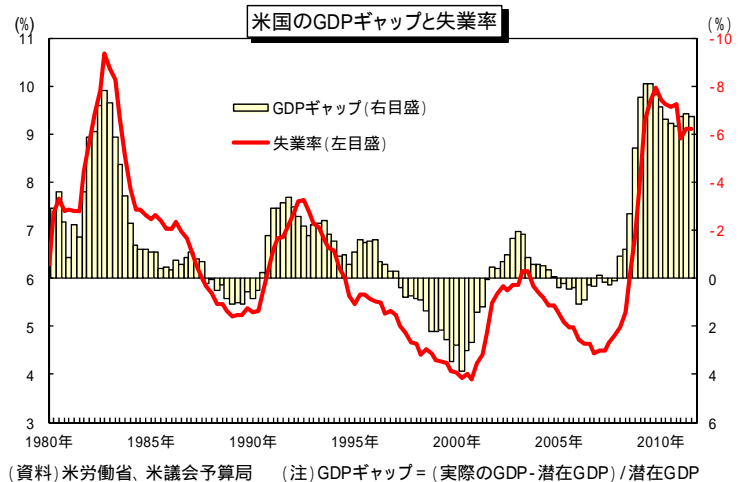
- (注) 1. 予想策定時点は2011年11月17日 (11年7～9月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率 (半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比  
 4. コアPCEデフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値





## (株)農林中金総合研究所

このように米国経済は緩やかな回復が続いているものの、足元では失業率が 9.0% と高止まり状態が続いているように雇用改善の動きが鈍いほか、住宅市場では在庫調整の動きが継続していることに加え、貿易面では世界的な景気減速を背景に財の輸出が鈍化傾向を示している。さらに欧州債務危機による金融市場の混乱や米労働市場の見通し悪化などを背景に、消費者マインドは景気後退期並みの低水準で推移している。



こうしたなか、オバマ大統領は9月8日に総額4,470億ドル(約35兆円)を投入し、雇用創出を目指す「米雇用創出法案」を発表した。この法案では、個人・中小企業向け減税措置(給与減税や設備投資減税等)のほか、学校近代化や交通インフラ投資(道路・鉄道・空港等)、州・地方政府職員(教員・警察・救急隊員等)の再雇用支援などが柱となっており、これらを通じて景気浮揚と雇用創出を図るものである。しかし、歳出拡大や増税に反対する野党共和党の抵抗等も強く、議会審議は進展しておらず、法案の内容を分けて部分的な成立に向けて調整が続いている。

また、8月に債務上限引き上げ法案を決定した際に先送りした、今後10年間で財政赤字を最大2.5兆ドル(約195兆円)削減するという財政赤字削減問題の協議(12月23日までに議決)が今後本格化すると見られる。すでにオバマ大統領はこの問題を協議する超党派委員会に対して、雇用創出法案の財源とともに今後10年間で3兆ドル超の赤字削減を行う「経済成長と債務削減のための計画案」を提出している。ただし、財政赤字削減問題の協議において優遇税制の廃止や増税を巡って与野党が対決姿勢を強めるなど、今後の議会審議の進展次第では再び米国債が格下げされる可能性があり、審議の行方を注視する必要がある。

金融政策に目を転じると、米連邦準備制度理事会(FRB)は、08年12月に政策金利であるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を事実上のゼロ金利となる0~0.25%に引き下げて以降、据え置いているが、11年8月の連邦公開市場委員会(FOMC)では「少なくとも13年半ばまでゼロ金利政策を維持する」という時間軸効果をねらった新たな方針を決定した。さらに翌9月のFOMCでは、12年6月末までに総額4,000億ドル(約30兆円)の残存期間6~30年の米国債を購入し、同時に3年以下の国債を同額分売却するという「ツイストオペ」の導入を決定した。こうした措置が金利水準の低下を促し、イールドカーブはブルフラット化した。同時に、住宅ローン市場を支援するために政府機関債および政府機関発行の住宅ローン担保証券(MBS)の償還資金を再投資するほか、米国債の償還資金についても再投資を続ける方針も決定している。

その後、10月下旬にかけて、イエレンFRB副議長やダドリー・ニューヨーク連銀総裁など主要なFOMCメンバーが相次いでMBS購入再開などといった追加の量的緩和策第3弾(QE3)を示唆する発言をし、一気にQE3に対する期待が高まった。しかし、直近11月のFOMCでは、「7~9月期に経済成長が幾分強まった」と上方修正した景気認識から追加緩和策の導入は見送られた。しかし、FRBは11~12年の成長率予想を下方修正し、欧州債務危機が世界景気に与える影響など下振れリスクを警戒する姿勢を強めており、バーナンキFRB議長はFOMC後の会見で「追加緩和の準備は出来ており、その手段も持っている」と述べ、MBS購入再開が有力な選択肢であることを示唆していることから、FRBは今後の景気次第ではQE3を打ち出す可能性が高いと思われる。ただし、議会やFOMCメンバ

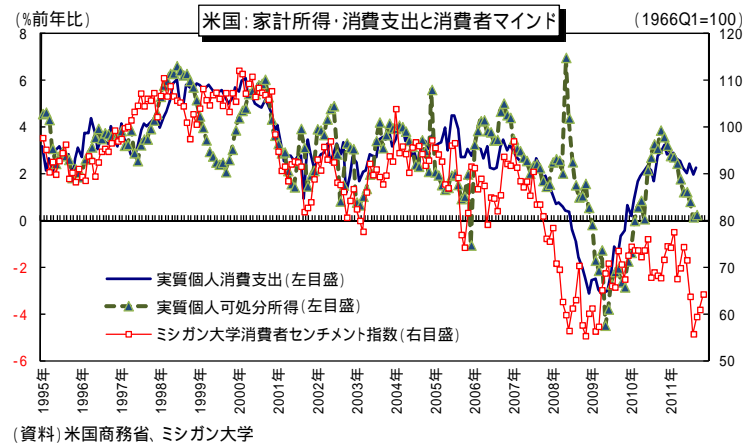




## (株)農林中金総合研究所

ーの一部には、QE3等の追加緩和措置は、商品価格上昇など将来的なインフレ加速の原因になりかねないといった意見が根強いため、その導入にあたって反対意見が出るだろう。

こうした金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境が減速傾向を示すなか、インフレ警戒感はいまだ薄らいだものの、労働市場の先行き見通しが悪化し、消費者マインドが低迷していることなどから3%程度の巡航速度を下回って推移すると予想する。一方、設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注や鉱工業生産の設備稼働率が底堅く推移していることに加え、好業績を発表する企業が多く、内部留保を含めた資金調達が良好な環境にあることなどから、引き続き機械設備・ソフトウェア中心に増加ペースが続くと予想する。ただし、世界景気の先行き不透明感から企業の設備投資計画が慎重になる可能性がある。



住宅投資は、住宅着工件数が9月に月間65万戸台(年率換算)に増加したものの、依然として住宅ブーム時の3分の1の水準を割り込んで推移しており、落ち込んだ状態が続いている。先行指標となる住宅着工許可件数も60万戸前後と低水準にあることから、住宅着工が回復するにはかなりの時間を要すると見られる。一方、家計においては住宅ローン残高を圧縮するというバランスシート調整が進行中であるほか、中古住宅市場への差し押さえ物件の流入により在庫調整が長期化するとともに住宅価格が下落し、さらに住宅価格の下落は資産効果を通じて個人消費の下押し要因にもなっている。こうした状況下で連邦政府は、初回住宅購入者向け税額控除制度や住宅ローン借り換え促進プログラムなどの支援策を続けているものの、住宅需要を積極的に刺激するものではないため効果は限定的となっている。こうしたことから、住宅投資は先行きも厳しい情勢が続くと考えられる。ただし、長期金利の低位安定下で、雇用環境の改善から所得増加の動きが出てくれば、住宅投資が持ち直す可能性もある。

外需については、足元での欧州債務危機や新興国の景気減速などを受けて世界経済の先行き懸念が強まっており、12年を通じて緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、13年以降は徐々に回復基調に戻ると想定されることから、米国からの輸出も復調すると予想する。なお、緩やかな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純輸出の寄与度はマイナス傾向で推移することになる。

以上から、11年後半の改善傾向が12年に入ってから続き、成長率は2%台半ば程度で推移すると見込まれる。年間の成長率は、11年は前年比1.8%(前回見通しから0.1%ptの下方修正)、12年は同2.4%(同0.1%ptの下方修正)と予想する。その後、13年には米国経済に徐々に力強さが戻り始め、同2.8%に高まると予想する。なお、連邦政府による雇用創出法案については、規模が縮小される可能性があるものの、12年に実施されると想定する。ただし、政府支出に対しては、財政赤字削減計画の実行に伴い厳しい歯止めがかかると予想されることから、ネットでの景気押し上げ効果は限定的となるだろう。また、FRBによるQE3は12年前半に実施されると想定するほか、現状のゼロ金利政策は13年半ばまで維持されると予想する。



## 欧州経済

欧州では、いわゆるコア国をも含めた厳しい財政改革への取り組みによる内需の抑制や、欧州中央銀行(ECB)による4月、7月の政策金利の引上げの影響のもと、自己資本比率改善が要求される銀行の与信姿勢の保守化も加わり、経済成長の減速傾向が強まってきた。

主要なマクロ経済情勢を見ると、次のとおりとなっている。ユーロ圏(17ヶ国)の11年7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比0.2%となり、4～6月期(同0.2%)と同じ低い伸び率にとどまった。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.5%(4～6月期:同0.3%)、フランスが同0.4%(同0.1%)となり、やや改善がみられたものの、周辺国では、ポルトガルが同0.4%(同0.1%)、スペインが同0.0%(同0.2%)等と、低迷が続いている。なお、ギリシャ、アイルランド、イタリア等については、現時点ではデータは未公表である。一方、ユーロ圏以外では英国が同0.5%(同0.1%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同0.2%(同0.2%)となった(付表1を参照)。

ユーロ圏では、欧州委員会による10月の業況判断指数が0.18と3月以来8ヶ月連続での低下となったほか、9月の鉱工業生産指数が前月比2.0%の低下となり過去約2年半で最大の落ち込みとなるなど、生産面での減速傾向が明らかとなっている。雇用情勢については、9月の失業率は10.2%と8月の10.1%を上回り、11ヶ月ぶりの高水準に達した。特にスペインの22.6%、アイルランドの14.2%、ポルトガルの12.5%等、周辺国での高止まりが目立っている。消費面でも、9月の小売売上高は前月比0.7%の低下と5月以降で最大の落ち込みとなり、減速傾向が明らかとなっている。

また、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も、次のとおり減速傾向が強まっている。9月の製造業受注が前月比4.3%の大幅な低下となり3ヶ月連続のマイナスとなったほか、鉱工業生産指数についても、9月には同2.7%の減少と09年1月以降で最大の落ち込みとなった。また、9月の輸出額は同0.9%の増加となったが、伸び率は低位にとどまった。一方、これまでは生産の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなっていたが、10月の失業率は7.0%と9月の6.9%から約2年ぶりに上昇に転じた。小売売上高についても、9月には前月比0.4%の小幅の増加にとどまっている。

こうしたなか、欧州中央銀行(ECB)は、11月に政策金利を0.25%引下げ、1.25%とした。10月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年比3.0%の上昇と高水準が続いているが、ECBは、12年中にはCPI上昇率は2%未満に低下するとの見通しであること、足元で景気の下降リスクが増加していることを根拠に、今回引下げに転じたものである。減速傾向が明らかとなりつつある経済情勢のもとで、さらに政策金利が引き下げられる可能性が高い。

一方、10月のEUおよびユーロ圏首脳会議では、ユーロ圏の信認を回復し、金融市場の緊張を緩和するための「包括策」の合意に至った。しかしながら、足元のギリシャ対策について具体的な対応策構築へ向けて懸念材料が多いこと、また、中長期的な対策についても単に方向性が示されるにとどまったことで、政策の実効性に対し市場の疑念は払拭されていないばかりか、イタリア等への財政危機の波及が懸念される事態ともなっている。ユーロ圏では財政問題にかかる不透明感は強く、銀行のリスクテークの保守化も加わり、今後も中期的に企業や消費者の経済行動に対する重荷となるものと考えられる。

以上の動向を踏まえ、ユーロ圏の実質GDP成長率は、11年には10年実績の1.8%から減速し、1.5%程度となる可能性が高いと考えられる。また、12年については、経済情勢をめぐる諸環境の改善が当面見込み難いことから、更なる減速となる可能性が高いものとみられる。





## (株)農林中金総合研究所

### 中国経済

金融引締め政策の強化や海外経済の減速を受けて、中国経済の減速傾向は一段鮮明化となった。国家統計局によると、11年7～9月期の実質GDP成長率は前年比9.1%と、1～3月期(9.7%)、4～6月期(9.5%)から伸び率が3四半期連続で鈍化し、景気減速感は一層強まっている(付表2 中国経済)。以下、GDPの需要項目別の動向を見てみよう。

個人消費の動向については、10月は前年比17.2%と、9月(同17.7%)から伸び率が小幅減速した。ただ、10月の消費者物価上昇圧力の後退で実質個人消費の伸びは僅かながら加速した。今後、高止まり状況が続いた消費者物価の上昇率は低下に向かっていくことや、所得環境の改善が続いていることなどを背景に、年末にかけて消費は底堅く推移すると見られる。

また、鉄道などインフラ整備や不動産開発向けの投資が減速したものの、製造業向けの投資が加速したことを受けて、10月の固定資産投資は前年比34.1%と、9月(同27.3%)から伸びが拡大した(付表2を参照)。しかし、今後、住宅購入制限などの不動産抑制策が継続される見込みであるほか、9割以上の保障性住宅(中低所得層向けの住宅)が着工済みであることを考えると、固定資産投資の伸び率は鈍化する可能性があると思われる。

外需の動向については、海外経済の減速のほか、中国国内の人件費の上昇や中小企業の資金繰りの困難などを受けて、10月の輸出は1,575億ドルで前年比15.9%と、9月(同17.1%)から減速した。一方、中国内需の底堅さを反映し、輸入は1,405億ドルで同28.7%と9月(同20.9%)から加速した。今後も欧米先進国の景気減速により、中国の輸出を取り巻く環境は悪化し続けられると思われる。

一方、食料品価格が落ち着きつつあることなどを受けて、10月の消費者物価上昇率は前年比5.5%と、7月(同6.5%)をピークに、上昇幅の縮小傾向が続いている。今後については、海外経済の減速に伴って国際商品市況が調整していることや、中国国内では、年内は金融引締めスタンスを変更する可能性が低いほか、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率も大きく縮小したことなどから、年末にかけてインフレ圧力は鎮静化するだろう。

金融政策について、金融引締め策による資金繰りが悪化した中小企業や農業分野などに対して貸出の増加などが決定されたといった政府の微調整は行われている。こうした特定分野における微調整の影響もあり、10月の銀行新規貸出増加額は5,868億元と、9月上回るようになった。今後、中国景気がさらに減速する見込みで、物価上昇率の低下と住宅価格の下落が続くと見られ、人民銀行は12年前半に金融引締め策から預金準備率の引下げなど金融緩和に転換する可能性がある。

全般的に見れば、10～12月期の経済成長率は前年比9%割れとなると見ている。しかし、ハードランディングとなるリスクは小さく、11年の経済成長は同9%超を維持すると思われる。こうした緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高い。ただし、12年秋に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12年前半には金融政策は緩和へ転換する可能性も高く、实体经济は12年後半から再度拡大基調に転じる可能性がある。総じて考えてみると、12年を通じての経済成長率は同8%後半になると予想される。

### 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

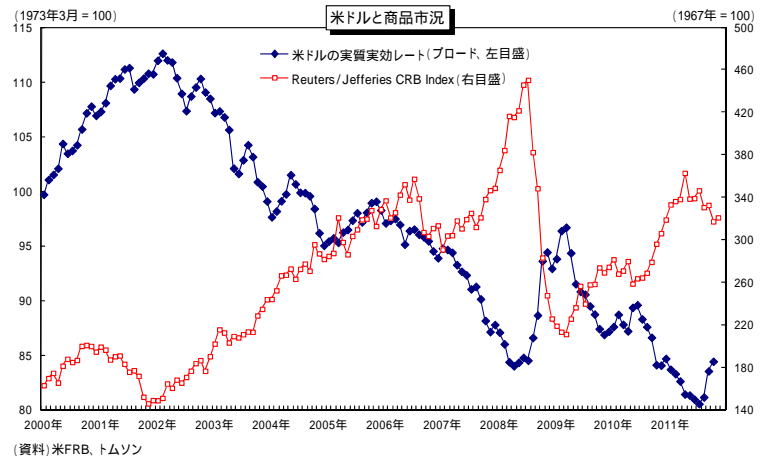
新興国経済の底堅さや先進国での大胆な金融緩和策の継続、さらには資源などの安定供給に対する不安などが重なり、11年初頭にかけて、国際商品市況の上昇傾向が強まった。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりから更なる上昇は抑制され、実際に減速傾向が顕在化した夏場以降は調整局面に入っている。





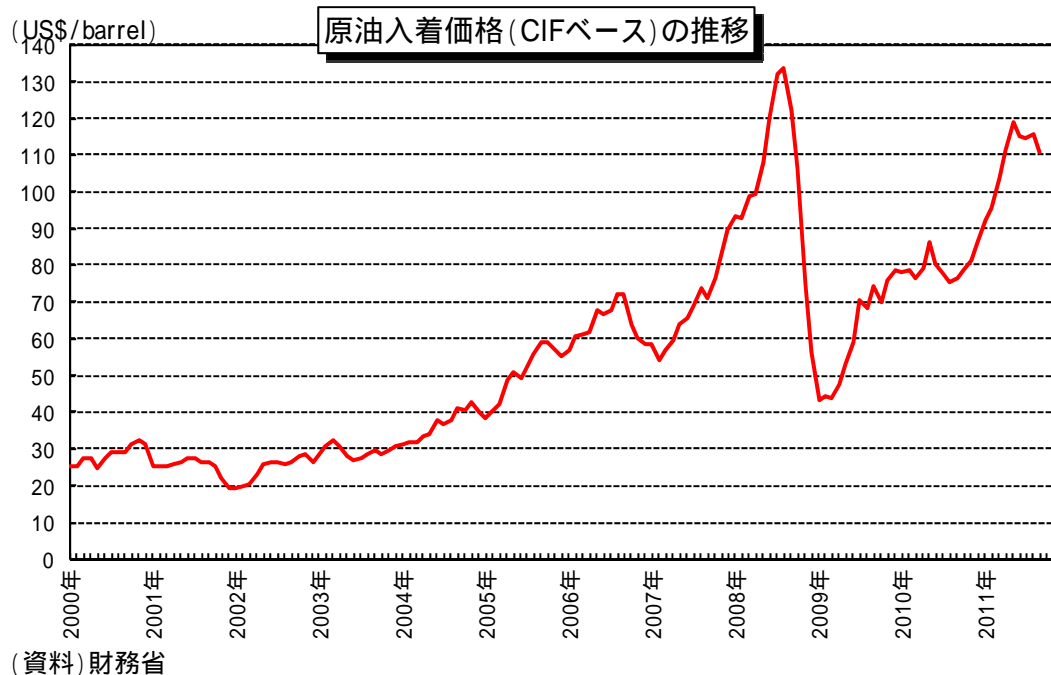
## (株)農林中金総合研究所

このうち、原油については、中東・北アフリカ情勢の緊迫化から、5月上旬には1バレル=110ドル台前半(WTI先物)まで上昇する動きを見せた。その後、国際エネルギー機関(IEA)による戦略備蓄の放出決定、サウジアラビアなどの増産、さらには世界経済の先行き不透明感などから反落し、10月初旬にかけて一時70ドル台半ばまで下落した。ただし、その後は米国経済に対する過度の悲観論の後退やドル安に対するヘッジ買いニーズなどから反転し、直近は再度100ドルを目指す動きとなっている。



なお、最近の世界経済の成長鈍化を受けて、米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)や国際エネルギー機関(IEA)では、11、12年の世界の原油需要予想を下方修正した。一方で、石油輸出国機構(OPEC)は15年までの中期的な原油需要見通しを上方修正したが、リビアでの原油生産回復や他加盟国の供給能力拡大もあり、原油価格の見通しの上方修正幅は限定的であった。

全般的に、世界経済が減速すれども、後退局面入りするわけではなく、新興国では比較的堅調な成長が続くとの前提や日本での火力発電シフトに伴う原油需要は当面は底堅く推移することが見込まれることから、原油価格が大きく調整することはないだろう。国内への原油入着価格については、11年度下期は100～110ドル、12～13年度は105～115ドルあたりで推移することを見込んでいる。





## 2011～13年度 日本経済見通し

	単位	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	0.4	1.7	1.5	1.4
実質GDP	%	2.3	0.4	2.1	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	2.0	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.9	1.1
民間住宅	%	0.3	4.4	10.2	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	4.1	4.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.2	0.1	0.0
公的需要	%	0.0	1.8	3.5	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	10.0	0.5	20.8	0.4
輸出	%	17.0	0.2	4.7	5.4
輸入	%	10.9	6.1	7.7	4.8
国内需要寄与度	%pt	1.5	1.2	2.3	1.5
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.8	1.5	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.4	0.8	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.9	0.6	0.1	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	2.0	1.9	0.7	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	0.7	1.9	1.0	1.4
全国消費者物価 ( # )	%	0.9	0.1	0.2	0.2
完全失業率	%	5.0	4.4	4.3	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	9.0	1.3	8.8	7.4
経常収支(季節調整値)	兆円	15.9	9.2	12.0	14.2
名目GDP比率	%	3.3	2.0	2.5	3.0
為替レート	円/ドル	85.7	78.8	78.4	80.9
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.09	1.24	1.39
通関輸入原油価格	ドル/バレル	84.4	110.4	110.0	115.0

(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。

完全失業率は被災3県を除くベース。

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 )											
		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
名目GDP	%	1.1	1.5	1.4	0.2	0.1	0.6	0.3	0.5	0.2	0.3	0.5	0.3
実質GDP	%	0.7	0.3	1.5	0.1	0.2	0.7	0.7	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
(年率換算)	%	2.7	1.3	6.0	0.3	0.9	3.0	2.8	2.4	1.3	1.8	1.8	1.7
民間需要	%	0.8	0.2	1.4	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
民間最終消費支出	%	0.5	0.2	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	1.4	1.1	5.0	2.0	1.5	3.5	4.0	3.0	2.0	1.0	0.5	0.0
民間企業設備	%	1.1	0.5	1.1	0.8	1.0	1.0	1.2	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.6	1.2	0.1	0.1	1.4	1.3	1.3	0.6	0.5	0.0	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	1.1	3.7	2.8	1.2	8.0	9.0	7.0	3.0	3.0	1.0	0.5	0.0
輸出	%	0.2	5.0	6.2	1.8	0.9	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.5	1.5
輸入	%	1.7	0.1	3.4	2.5	2.0	1.8	1.6	1.2	1.3	1.0	1.2	1.3
国内需要寄与度	%pt	0.5	0.5	1.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.6	0.2	1.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.2	0.8	0.4	0.1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	1.9	2.2	1.9	1.8	1.5	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7	0.3	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.5	2.6	1.6	0.9	0.8	1.1	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5
全国消費者物価 ( # )	%	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.2	4.3	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	2.0	4.0	4.3	1.5	3.0	2.0	1.5	1.7	2.0	2.0	1.5	1.7
経常収支(季節調整値)	兆円	3.3	1.9	2.6	2.3	2.4	2.7	2.9	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6
名目GDP比率	%	2.8	1.6	2.2	2.0	2.0	2.3	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	3.0
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.5	78.0	78.0	78.0	78.5	79.0	80.0	80.5	81.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.25	1.18	1.05	1.00	1.15	1.20	1.20	1.25	1.30	1.35	1.35	1.40
通関輸入原油価格	ドル/バレル	97.2	115.2	113.8	107.5	105.0	105.0	110.0	110.0	115.0	115.0	115.0	115.0

(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。





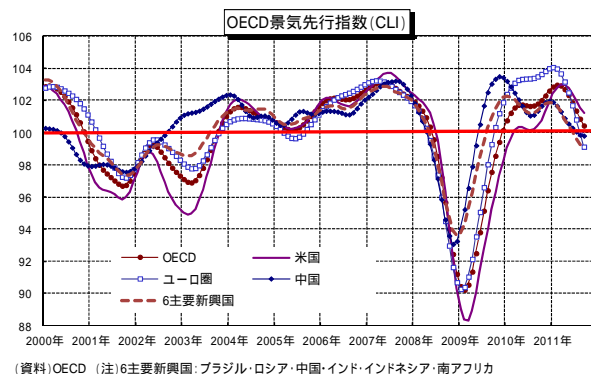
### 3. 2011～13年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 当面のリスク要因について

2013年度にかけての日本経済を展望するにあたり、最初に先行きに対する当面のリスク要因を指摘しておきたい。

まずは、欧州債務危機など先進国における財政悪化についてである。2009年後半のギリシャでの政権交代をきっかけに露見した財政悪化問題は、その後も他のユーロ圏諸国、さらには先進国全体へ波及するなど、財政破綻リスクへの警戒が高まっている。また、この問題は為替レートにも大きく影響を及ぼしており、日本円は断続的に増価圧力にさらされており、10月下旬にかけてはほぼ連日のように戦後最高値を更新する状況となった。これほどまでに先進各国の財政事情が悪化した背景には、歳出入の両面で構造的な問題を抱えていることは否定できないが、08年秋のリーマン・ショック後に発生したグローバル金融危機や世界同時不況を食い止めるべく実施した大規模な財政出動や、景気底入れ後も低迷し続ける景気動向による面も大きい。また、厳格な財政再建路線が景気に対して抑制的に働き、財政赤字をむしろ悪化させた面もある。先進国地域、特に欧州における財政悪化問題はしばらくの間続くこととなり、世界経済にとっては火種を抱えたままで推移すると思われる。それらは内外経済や金融資本市場にとって大きな不安定要因として意識され続けるだろう。今回の経験は今後の日本の財政健全化の進め方にとっても大きな教訓になると思われる。

次に、新興国経済の行方である。21世紀に入ってから、BRICS(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)を筆頭に、ベトナム、インドネシア、トルコなどといった新興国の重要性が年々大きくなっている。これらの国々では、かつては低い生産コストを背景に、先進国側からみた「生産拠点」としての役割が意識されてきたが、近年の目覚ましい経済発展によって、国民の所得水準が上昇し、「市場の有望性」にも目が向き始めている。とはいえ、新興国経済の多くは、わが国と同様、輸出促進型の経済発展を遂げてきたため、輸出増なしで高成長を維持するのは困難である。そのため、多くの新興国では、リーマン・ショック後の世界金融危機の中で、公的需要のテコ入れによって国内需要を刺激し、それが折しも中間層の急拡大に伴う耐久消費財の購買意欲の強まりとの相乗効果が得られたほか、自国通貨を割安水準となるように誘導することで輸出を下支えた。中期的に見れば、現時点では「成長センター」である多くのアジア諸国でそう遠くない将来に人口ボーナスが終焉すること、労働コストが徐々に高まっていくこと、さらに先進国経済や自分たちを追い付けてくる新たな新興国経済との競争が激化する可能性などがあり、「中所得国の罠」に陥ってしまうリスクがないわけではない。ただし、今後数年先見通した場合、先進国経済の低調が続く中、新興国経済は適度な経済成長を続ける可能性が高いだろう。なお、目先に関しては、上述の通り、国内需要を無理やり押し上げた経緯や、為替レートの割安誘導の弊害としての国内の過剰流動性発生もあり、インフレや不動産バブルなど様々な歪みは無視できず、それと世界経済の下振れリスクとどのようにバランスをとっていくかが注目されるだろう。



最後に、電力供給制約の問題である。原発事故に伴って、政府は国内の全 54 基の原発に対するストレステストを義務化した。来夏にかけてそれらが再稼働できるかどうか注目される。10年度に関しては、電力供給の3割弱を原発が担っていたが、その代替が可能



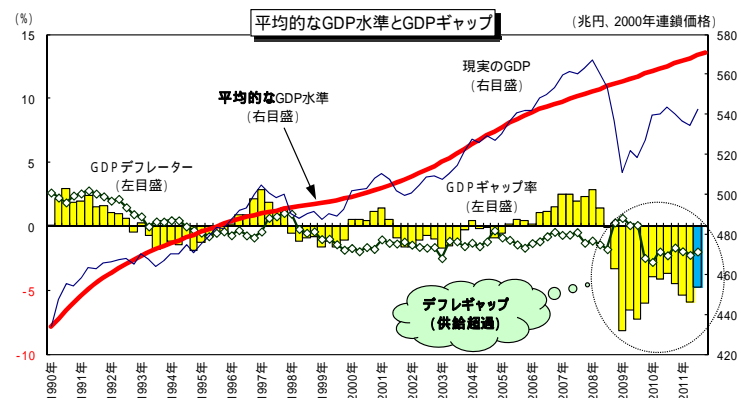


## (株)農林中金総合研究所

なのか、非常に気がかりである。今回の原発事故を受けて、原発による発電コストは決して低いものではなかったことが改めて認識できたが、短期的に見れば即座に脱「原発」を実現することは困難と言わざるを得ない。来夏に向けては、今夏以上の節電努力に加え、家計・事業所等の余剰電力の買い取り強化、ガスタービンなどによる火力発電能力の増強などで、電力供給能力を十分確保をしなくては、復興需要の本格化やそれらに伴って生じる需要増などに対応することは困難であろう。このように、来夏の電力供給体制は非常に不透明であり、当然、景気シナリオに大きく影響するはずだが、以下に述べる「メインシナリオ」においては、電力制約問題が顕在化し、復興需要の本格化にとって阻害要因になることは想定していない。

### (2) 経済見通し

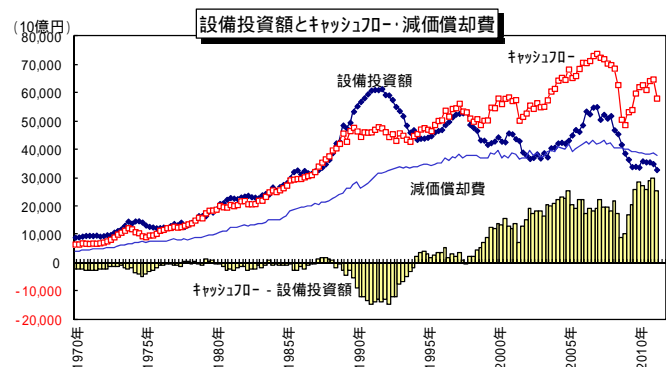
以上のリスク要因を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。大震災で被災した大企業製造業の復旧はほぼ終了し、復旧に伴う景気持ち直し過程も一巡したとみてもよいだろう。最近のタイ大洪水により、自動車・同部品、デジタルカメラ、HDD ドライブなど電子部品等の供給体制に少なからず支障が出ている模様であり、今後の動向に注意が必要であるが、今後の景気動向の大筋を考える上では、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要の本格化とそれらと呼ばれ水として創出される民間需要などの動きなどが重要であろう。



(資料)内閣府、総務省のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

以下、部門別に今後の展望を見ていきたい。まず、家計部門(需要項目としては民間消費・住宅投資)に関しては、夏場の電力不足懸念を材料に盛り上がった省エネ型エアコン、スーパークールビスなどの節電ブーム、さらには地デジ完全移行に向けた薄型 TV 販売好調の反動減がしばらく続く可能性があるだろう。また、最近の世界経済減速などを受けて、生産活動も足踏みしつつあるが、それに伴って所定外給与も頭打ち気味となってきた。大震災などによる業績悪化から冬季賞与は伸び悩む可能性があり、民間消費を取り巻く環境は決して良くない。一方で、復興需要が本格化してくれば、民間住宅などの再建が始まり、自動車や家具・家電など、付随する財・サービスの消費も刺激される可能性が高い。ただし、二重ローン問題などが今後の足枷となる可能性が指摘されるなど、復興需要にとっては克服すべき課題は多く、本格的に国内景気全体を押し上げるほどの力強さは期待できないだろう。

次に企業部門(民間企業設備投資・民間在庫投資)であるが、民間企業設備投資については、大震災発生後も復旧・復興需要やスマートフォン対応の需要などもあり、底堅く推移してきたと評価できる。ただし、大震災・原発事故といった「日本リスク」や歴史的水準での円高定着などもあり、生産拠点としての日本の位置づけについても改めて検討されつつあると思われる。もちろん、リーマン・ショック後



(資料)財務省データより作成 (注)全産業・全規模ベース





## (株)農林中金総合研究所

の世界金融危機の発生以降、日本国内では更新需要水準を下回っているという意味において設備投資不足状態が続いており、潜在成長力に影響を与える資本ストックが減少するリスクを抱えている。それゆえ、海外経済等に不安がなければ、設備投資の増加が期待できる状況であったと言える。それでも、新興国向け輸出への対応としての設備投資需要はある程度は期待できるだろう。一方で、このところ積み上がり気味の民間在庫であるが、当面は耐久消費財や電子部品・デバイスなどの在庫調整が強まる可能性が高いだろう。

最後に輸出動向に関しては、最近の不透明感を増す世界経済情勢を踏まえれば、あまり期待できる状況にはないと言わざるを得ない。前述の通り、先進国経済は様々な問題、例えば米国はバランスシート調整、欧州は債務問題などを抱えているが、それらが収束する兆しはない。新興国もまた、インフレ・バブル懸念と表裏一体である。新興国がインフレなき安定成長をたどることは中長期的に見て日本経済にとって望ましいことであるが、成長率が減速する過程で、日本の輸出増減率は増幅されて、輸出減となる可能性を考慮しなくてはならない。基本的には、世界経済全体の失速は想定しないが、12年度にかけて世界景気の低調さが残る可能性がある。

以上の点などを踏まえつつ、11～13年度の日本経済見通しについて述べていく。まず、足元10～12月期については、大規模な復興費を盛り込んだ第3次補正予算案の編成・成立の遅れ、さらに先進国・新興国ともに景気減速が進行していること、などを踏まえると、年末にかけて日本経済の牽引役が不在となるリスクが高まっているといえる。それゆえ、10～12月期には小幅ながらも成長率が再びマイナスとなるものと予想する(前期比 0.1%、同年率 0.3%)。

その後、12年1～3月期には復興のための公共事業がはいよいよ始まると思われるが、本格的な復興需要増に伴う景気押上げが顕在化するのには12年度入り後にズレ込むことになるだろう。また、輸出は引き続き弱い動きが予想され、設備投資なども低調に推移するだろう。この結果、11年度の実質 GDP 成長率は前年度比 0.4%(前回9月時点の予測(同0.0%)から上方修正)と、10年度(同2.3%)からは大きく減速するものの2年連続のプラス成長と予測する。一方で名目 GDP 成長率は同 1.7%(前回予測は同 2.0%)と2年ぶりのマイナスと予測。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 1.9%(前回予測は同 1.8%)とマイナスが続くだろう。

続く12年度についても、上期については輸出環境の好転はあまり望めないが、それを補う形で復興需要が本格化し、それに伴って民間需要も刺激されることもあり、引き続き回復基調を続けるものと想定する。ただし、12年度下期にはそうした復興需要が一服し、成長率はやや減速すると思われる。年度を通じての実質 GDP 成長率は同 2.1%へ加速(前回予測(2.3%)から下方修正)、潜在成長率を上回る成長を予想した。名目 GDP 成長率も 1.5%(前回予測は 1.6%)と2年ぶりにプラスに転じる。

今回から新たに公表する13年度については、復興需要の主役が「公的部門」から「民間部門」へとシフトするなかで、海外景気の緩やかな持ち直しもあり、実質ベースで 1.8%成長と、2%近い成長となる可能性が高いだろう。名目成長率もプラス(1.4%)を予想する。ただし、依然として名実逆転状態は解消されず、再逆転は14年度以降に持ち越されることになるだろう。

雇用情勢については、有効求人倍率も非常に緩やかではあるが、改善傾向にあるほか、9月には失業率が4.1%と、約3年ぶりの水準まで低下するなど、表面的な数字は改善がみられるが、比較可能な大震災前(2月)と比べると、確かに失業者数は38万人減少しているが、同時に雇用者も64万人減少している。つまり、雇用増を伴った失業率低下ではなく、雇用環境が好転しているとは言い難い。また、7～9月期の労働力調査(詳細集計、被災3県を除くベース)によれば、非労働力人口のうち、就業希望者数は469万人(前年か





## (株)農林中金総合研究所

ら 19 万人増加)、うち「適当な仕事がありそうもない」から求職活動をしていない、いわゆる「潜在的失業者」は 157 万人となっている。仮に潜在的失業者を含めてみると、「真の失業率」は 6% 台半ばまで高まることとなる。

今後想定される復興需要の本格化は雇用環境の一層の改善に貢献すると思われるが、一方で長引く景気の低迷や大震災発生などで一旦は労働市場から退出(非労働力化)した人々が、再度参入し、失業率を逆に高止まりさせる可能性がある。また、歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響も雇用に影響を与えることもありうるだろう。11 年度最終四半期(12 年 1~3 月期)は 4.3%、12 年度最終四半期(13 年 1~3 月期)は 4.2%、13 年度最終四半期(14 年 1~3 月期)は 4.0%と、緩慢なペースでの改善にとどまると予想する。

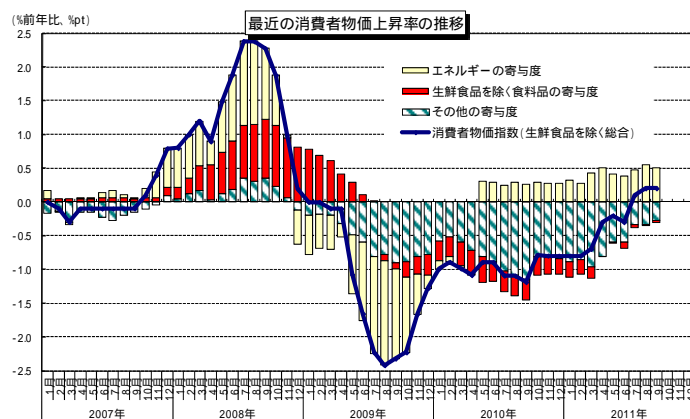
### (3) 物価見通し

5 年に一度の年基準改定によって、10 年以降の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)は下方に遡及改定された結果、11 年 6 月まで前年比下落状態が続いていたことが判明した。しかしながら、7 月に消費者物価は水面上に浮上し、その後 9 月までは小幅ながらも前年比プラスが続いた。この背景としては、今春まで高騰が続いた国際商品市況の影響が、時間差を伴って電気料金や石油製品などのエネルギー関連の価格を上昇させたことが挙げられる。また、穀物高が一部の食料品価格の上昇につながっていた。

とはいえ、消費財・サービスに関する需給環境は依然として崩れたままであり、物価のベース部分に対しての下落圧力は根強い。先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを埋めるほど景気が強まることには至らず、企業が投入コスト増を最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況は続くだろう。当面は、歴史的な円高水準の定着や世界景気の減速傾向などを受けて、物価下落が継続するものと予想する。

なお、目先については、10 月には前年のたばこ税増税や損害保険料率引上げの影響が一巡することから、物価に対して 0.3%ポイントほどの押下げ効果となり、消費者物価が再び下落に転じる可能性が高いだろう。また、エネルギー関連の価格も落ち着いており、

徐々に押上げ効果が小さくなることも想定される。以上から、11 年度の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比 0.1%と、3 年連続の下落になると予想する。12 年度については、復興需要の本格化などによって、物価はじわじわと下落幅を縮小していくと思われ、年度末あたりでは前年比下落状態から抜け出すものの、年度を通じては同 0.2%と予測する。13 年度については、消費者物価は小幅上昇していくが、相変わらずエネルギー・食料品の値上がりに伴うもので、ベース部分では弱い動きが残るだろう。13 年度を通じては同 0.2%と予測する。







## 4. 当面の金融政策・金融市場動向:

### (1) 金融政策 ～ 円高・デフレへの対応に加え、世界経済の下振れリスクも浮上

これまで日本銀行は円高・デフレ対策、さらには東日本大震災への対応ということで、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。10年10月には包括緩和策を導入、政策金利の低下容認や時間軸の再設定を行った。また、震災直後には、資産買入基金を5兆円ほど増額し、社債・CP等のリスク性資産を中心に購入するといった追加緩和策を決定したほか、市場の安定化や企業・金融機関などの流動性確保ニーズへの対応、資金決済の円滑化などを図るため、潤沢な資金供給を行った。その後も、被災地金融機関を支援するための資金供給オペの創設、被災地金融機関の資金調達余力確保の観点からの担保適格要件緩和、成長基盤強化支援資金供給における出資や動産・債権担保融資(いわゆるABL)などを対象とした新たな貸付枠の設定などを決定してきた。

しかし、7月中旬以降、世界的に景気減速懸念が高まり、金融資本市場でリスク回避的な行動が強まるなど、株安や円高が進行した。これを受けて、日銀は8月、10月と資産等買入基金を増額(それぞれ10兆円、5兆円)することを決定した。タイミング的に、財務省による為替介入と歩調を合わせた格好となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容は市場参加者の想定の範囲内であり、その効果は限定的だった。

その後も世界経済の不透明感が一段と高まり、金融資本市場の不安定さが続いているが、日銀はこれまでの緩和の効果を見極めたいとの慎重姿勢を続けている。とはいえ、円高とデフレがあたかも悪循環の様相を示していることや世界経済・金融情勢の悪化懸念の強まりなどを考慮すれば、更なる緩和策を求められる場面はあるものと思われる。日銀としては、これまでと同様、資産等買入基金を漸次増額していくものと思われるが、足元(翌日物)の金利水準を一段と低下させるためにも、補完当座預金制度(超過準備に対する付利(現行0.1%))の撤廃や固定金利オペの適用利率(現行0.1%)の引下げなども検討する余地は十分あるだろう。

### (2) 金融市場の見通し

7月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧米での債務危機の広がりなどから、為替レートや金融資本市場は一時大荒れの展開となった。その後、過度な悲観論の解消や欧州債務問題の進展も見られたことで金融市場も安定化が図られたが、株安・金利安・円高といった状態は保たれている。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

2011年度入り当初は、大震災の復旧・復興に向けて国債の大量増発は不可避といった需給悪化懸念などが強まり、長期金利(新発10年物国債利回り)は1.3%台前半まで上昇。その後、しばらく1.1%台を中心としたレンジ相場となったが、7月中旬以降は海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に一段と低下。8月下旬以降は1.0%絡みでの展開が続いていたが、世界的にリスク回避的な行動が強まり、直近は年初来低水準で推移している。

先行きについては、第3次補正予算に伴って復興債が10兆円規模で増発されるほか、復興事業の開始などによる景気浮揚期待や金融機関貸出の拡大などにより、長期金利に対して上昇圧力が徐々に強まっていくものと思われる。とはいえ、景気の牽引役である輸出の伸び悩み懸念や追加金融緩和策への思惑などが、金利水準の上昇抑制に働く可能性





## (株)農林中金総合研究所

も否定できない。一時的に大きな変動がみられる場面もあると思われるが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

### 株式市場

震災発生後、日経平均株価は一時 8,200 円台まで急落したが、円高急伸に対する先進 7ヶ国(G7)による協調介入や復興需要期待などから上昇に転じ、5月上旬には一時 1 万円台を回復する場面もあった。5月中旬から6月中旬にかけて 9,500 円前後でもみ合った後、7月上旬には底堅い米国経済指標を材料に上昇傾向が強まったかに見えたが、同月中旬以降は世界経済の先行き不透明感の強まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに 8 月に入ってから世界的な株安の中で大きく下落した。それでも、10 月下旬にかけて、欧州債務問題に一定の進展が見られたことや政府・日銀による為替介入や追加緩和策決定などで、2ヶ月ぶりに一時 9,000 円台を回復する動きを見せたが、直近は再び 8,000 円台半ばでもみ合うなど、上値の重い状態が続いている。

先行きについては、復興需要への期待感が徐々に高まるとはいえ、内外景気の低調さや某光学機器メーカーの損失隠し問題、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題やそのコスト負担などが不安要素は少なくない。総じて海外経済の先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

### 外国為替市場

欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。

政策当局はこれまで、4.5 兆円規模の市場介入と追加緩和策とのポリシーミックス実施(8月4日)や、1 千億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設、主要金融機関に対する外国為替の持高報告、からなる円高対応緊急パッケージ(8月24日)の発表などを行ってきた。また、10月21日には、製造業の国内立地補助金や中小企業向け資金繰り支援の拡充などを柱とする円高総合対策が決定されたが、市場参加者からはほとんど評価されず、10月下旬にかけて対ドルレートはほぼ連日のように戦後最高値の更新を続けた。そうした事態に対し、政府は10月31日になってようやく再度の市場介入に踏み切り、数日間は一ドル=78 円前後での推移が続いたが、直近はすでにその介入効果が薄れ、円高圧力が強まっている。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが熾り続けていることもあり、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、為替介入への警戒感が強まることから、過度に円高が進行する可能性は低いだろう。なお、円安局面に転換するためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国中央銀行における金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要であろう。

金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年		2012年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.077	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.329	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	0.950	0.90 ~ 1.25	1.00 ~ 1.35	1.00 ~ 1.40	1.00 ~ 1.40
	5年債	0.315	0.25 ~ 0.55	0.35 ~ 0.65	0.35 ~ 0.70	0.35 ~ 0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.0	75 ~ 80	75 ~ 82	75 ~ 82	75 ~ 85
	対ユーロ (円/ユーロ)	103.6	95 ~ 110	95 ~ 115	95 ~ 115	95 ~ 115
日経平均株価	(円)	8,463	8,750 ± 750	9,000 ± 1,000	9,500 ± 1,000	9,500 ± 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11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。



## 2011～13年度 日本経済見通し (前期比)

	単位	2010年度 通期	2011年度			2012年度			2013年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	2.3	0.4	0.1	1.5	2.1	1.2	1.4	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	0.5	1.8	2.0	1.0	1.3	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.4	0.9	0.9	0.4	0.6	1.1
民間住宅	%	0.3	4.4	2.1	3.7	10.2	6.4	8.2	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	0.5	2.3	4.1	2.1	2.6	4.0
公的需要	%	0.0	1.8	1.4	0.5	3.5	2.7	1.7	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	1.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	10.0	0.5	1.7	0.1	20.8	17.2	8.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.8	23.4	23.1	23.6	22.7	22.4	22.9	24.3
輸出	%	17.0	0.2	1.9	7.7	4.7	1.2	3.0	5.4
輸入	%	10.9	6.1	2.7	7.1	7.7	3.6	3.5	4.8
内需寄与度 (前期比)	%	1.5	1.2	0.7	0.9	2.3	1.4	1.0	1.5
民間需要 (＃)	%	1.4	0.8	0.4	0.8	1.5	0.7	0.7	1.4
公的需要 (＃)	%	0.0	0.4	0.3	0.1	0.8	0.6	0.2	0.1
外需寄与度 (＃)	%	0.9	0.6	0.6	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3
デフレーター (前年比)	%	2.0	1.9	2.1	1.7	0.7	0.6	0.7	0.4

## (前年同期比)

	単位	2010年度 通期	2011年度			2012年度			2013年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	0.4	1.7	2.7	0.9	1.5	1.3	1.6	1.4
実質GDP	%	2.3	0.4	0.6	0.8	2.1	2.0	2.3	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	0.1	1.6	2.0	2.1	2.0	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.3	0.8	0.9	0.8	0.9	1.1
民間住宅	%	0.3	4.4	5.5	3.3	10.2	7.6	12.8	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	0.9	1.3	4.1	3.9	4.2	4.0
公的需要	%	0.0	1.8	1.1	1.9	3.5	3.3	3.7	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	2.4	1.5	0.3	0.2	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	10.0	0.5	5.5	3.0	20.8	18.7	22.9	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.8	23.4	23.1	23.6	22.7	22.4	22.9	24.3
輸出	%	17.0	0.2	2.1	2.5	4.7	5.7	3.8	5.4
輸入	%	10.9	6.1	4.1	8.1	7.7	9.1	6.4	4.8

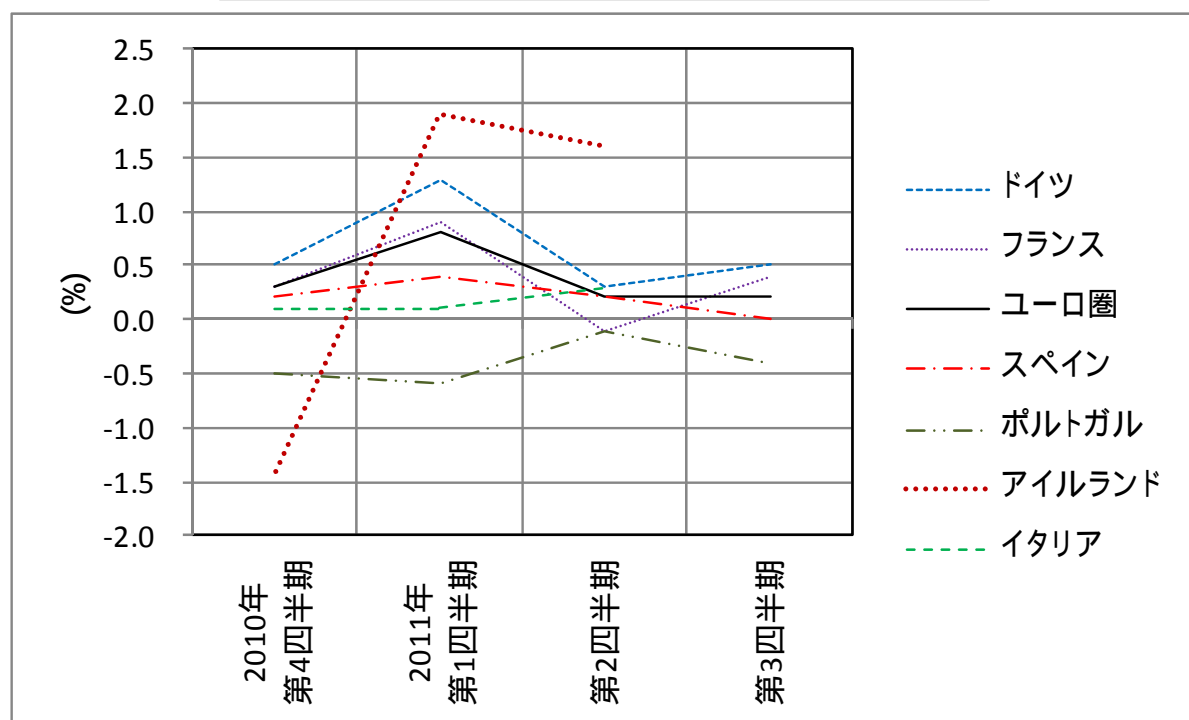
国内企業物価 (前年比)	%	0.7	1.9	2.6	1.2	1.0	0.9	1.1	1.4
全国消費者物価 (＃)	%	0.9	0.1	0.0	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2
完全失業率	%	5.0	4.4	4.5	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	9.0	1.3	4.5	2.1	8.8	9.7	7.9	7.4
住宅着工戸数	千戸	819	830	422	408	925	438	488	1,013
経常収支	兆円	15.9	9.2	4.5	4.7	12.0	5.6	6.4	14.2
貿易収支	兆円	6.5	0.6	1.4	0.8	5.6	2.1	3.5	8.6
為替レート(前提)	ドル/円	85.7	78.8	79.8	77.8	78.4	78.0	78.8	80.9
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	84.4	110.4	114.5	106.3	110.0	107.5	112.5	115.0

(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、イタリアは 2011 年第 3 四半期のデータは未公表。

ギリシャは上記の全期間にわたってデータは未公表。

## ECB 等による予測値

(単位: %)

		2011 年	2012 年	2013 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB(2011/11)	1.6	0.8	1.6
	(参考) 前回(2011/8)の予測値	1.9	1.6	1.8
	European Commission(2011/11)	1.5	0.5	1.3
	(参考) 前回(2011/5)の予測値	1.6	1.8	-
	IMF(2011/9)	1.6	1.1	-
	(参考) 前回(2011/6)の予測値	2.0	1.7	-
ユーロ圏 CPI 上昇率	ECB(2011/11)	2.6	1.8	1.8
	(参考) 前回(2011/8)の予測値	2.6	2.0	1.9
	European Commission(2011/11)	2.6	1.7	1.6
	(参考) 前回(2011/5)の予測値	2.6	1.8	-

(出所) 次のデータから農中総研作成。なお、「-」は予測の対象外であることを示す。

・ European Commission (2011/11) “Economic Forecast”

・ ECB (2011/11) “Monthly Bulletin”

・ IMF (2011/9) “World Economic Outlook”



付 表 2： 中国経済

