



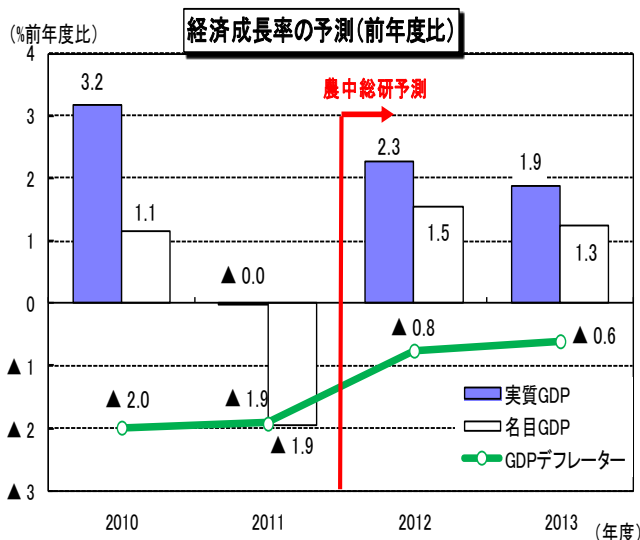
# 2012～13 年度改訂経済見通し

## 海外経済の不透明感高まる中、復興需要が当面の景気を牽引

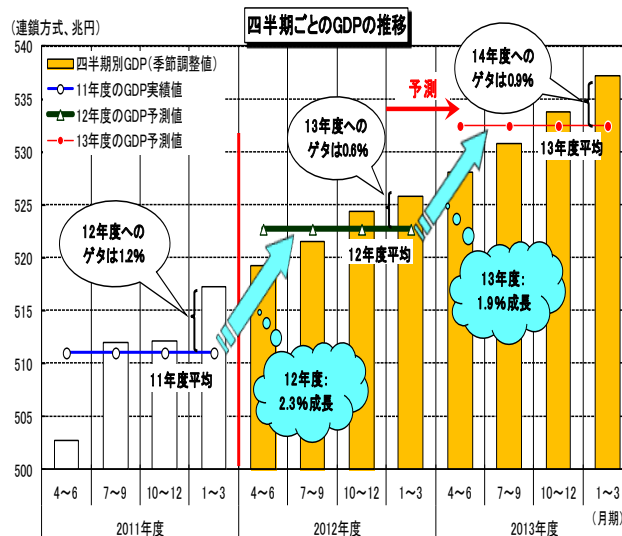
～12 年度:2.3%、13 年度:1.9%と予測～

東日本大震災後に落ち込んだ国内景気は、その後の復旧進展やマインド回復などで 11 年夏にかけて持ち直した。しかし、11 年後半以降、世界経済の減速傾向が強まったほか、歴史的な円高進行も加わったことから、輸出・生産は足踏みを始めた。12 年年明け以降、民間消費の堅調さや復興に向けた公共事業の開始など、明るい材料も散見されるが、欧州債務問題の再燃や中国経済の悪化懸念など、課題は少なくない。なお、12 年度の国内景気は、官民の両輪揃った復興需要の本格化、さらには年後半以降の輸出回復などにより、潜在成長率を上回る成長を実現するとみる。ただし、復興期としては物足りない数字にとどまる。13 年度にかけても景気持ち直しが進むだろう。

政府が消費税増税を柱とする財政健全化路線を模索する中、早期のデフレ脱却への期待が高まっている。日本銀行は 2 月に続き、4 月にも追加緩和策を打ち出したが、その効果は限定的なものにとどまるなど、デフレ克服に向けた積極的な対応が今後とも求められるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2011年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

### <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

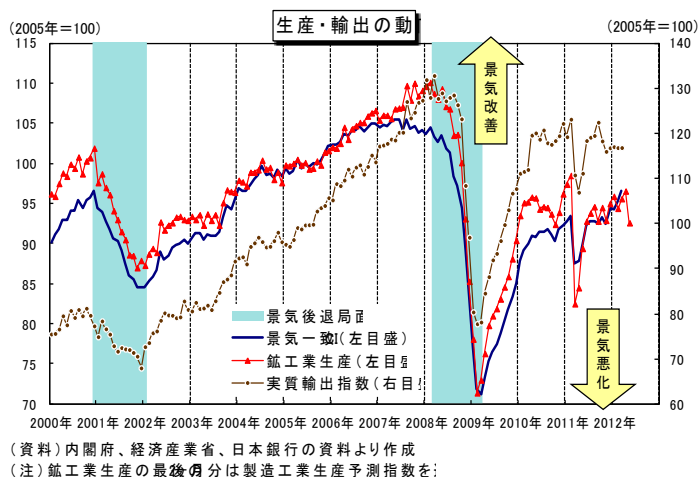


## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ 一進一退からの脱出を模索

東日本大震災(2011年3月11日)の発生によって大幅に悪化した国内景気であったが、被災企業などにおける懸命の努力や、時間経過に伴うマインド回復などもあり、昨夏にかけては当初の想定を上回るペースでの改善が見られた。しかし、政治混迷などから、本格的な復興対策を盛り込んだ補正予算編成などの財政措置は後手に回り、復興に向けた事業の開始は大幅に後ズレした。

海外に目を転じれば、11年後半以降、雇用指標などに明確な改善がなかなか見えない米国経済に対する失望感が広まった。また、09年後半から2年近くにわたって燃り続けてきた欧州債務危機についても、欧州連合(EU)、国際通貨基金(IMF)などが様々な支援策を講じてきたにも関わらず、一向に収束に向けた動きが見られなかった。むしろ、財政悪化国における緊縮財政がそのまま需要減退につながり、景気が悪化に転じ、財政再建目標がさらに遠のく、といった悪循環が発生し一段と深刻さを増すなど、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。さらに、内需喚起策によって高めの成長を続けてきた中国など新興国では、インフレやバブルへの警戒感から引締め政策が発動されてきたが、11年後半以降、そうした効果が顕在化し、景気減速が明確になってきた。



こうした世界的な景気減速や信用懸念の高まりにより、内外の金融資本市場では「質への逃避」的な行動が強まった。特に、為替レートに関してみると、対米ドルレートは戦後最高値を断続的に更新し、その後も歴史的水準での円高が定着するなど、輸出環境を大きく悪化させた。前述の通り、世界経済が全般的に減速に向かう中で、わが国の輸出は頭打ちとなり、11年末にかけて国内景気は足踏み状態を強めていた。

一方、12年入り後は、米国の年末商戦が堅調に推移し、かつ事前予想を上回る経済指標の発表が続いたことで、米国ならびに世界経済に対する過度な悲観論が後退した他、後述する日本銀行によるデフレ脱却に向けた積極的な緩和策継続に対する期待の高まりなどから、円高修正の動きがみられ、株価は回復に向かった。また、民間消費などに復興需要に向けた動きが見られるなど、実体経済にも回復の兆しが散見されつつある。しかし、5月上旬に実施されたギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃、世界的に株安・ユーロ安が強まるなど、不安定な状態が続いている。リーマン・ショック以降の世界経済を牽引してきた中国経済についても景気悪化懸念が強まるなど、わが国景気の先行きに対する不安感も一部で浮上しつつある。

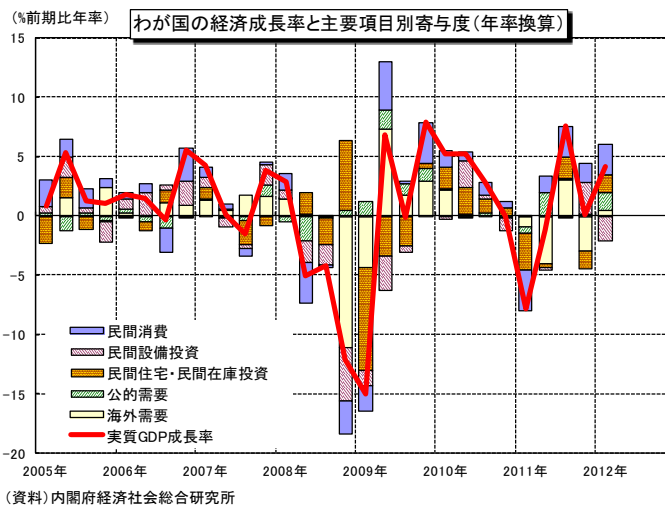
### (2) 2012年1～3月期 GDPは成長率が加速

こうしたなかで発表された1～3月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比年率4.1%と、10～12月期(同0.1%)から加速、3四半期連続でのプラス成長となった。前年比も2.7%と5四半期ぶりのプラスに転じた。また、名目GDPも前期比同年率



4.1%と、2 四半期ぶりのプラスとなった。

今回のやや高めのプラス成長の要因としては、公共投資など復興事業がようやくスタートしたこと(前期比 5.4%と 3 四半期ぶりの増加)や民間消費の堅調な動き(同 1.1%と 4 四半期連続の増加)、さらにはタイ大洪水の影響で取り崩された民間在庫の復元の動き(前期比成長率に対する寄与度は 0.4 ポイント)や同じく輸出の持ち直し(前期比 2.9%と 2 四半期ぶりのプラス)などが挙げられる。一方で、10～12 月期には高い伸びを示した民間企業設備投資にはその反動減(前期比 ▲3.9%と 2 四半期ぶりの減少)も出るなど、必ずしも復興需要がまだ広がりを見せているわけでもない。そのため、民間需要は前期比 0.6%の増加であったが、民間最終需要は同 0.1%と微増にとどまっている。



なお、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給ギャップが依然として大幅に乖離したままであることから前年比 ▲1.2%と 10 四半期連続の下落となったが、10～12 月期(▲1.9%)からは下落幅が縮小した。なお、前期比では横ばい(0.02%)と下げ止まりが見られた。付加価値生産の主要な担い手である企業部門では、未だ投入コストの増加分を価格転嫁する動きは広がっていない(価格転嫁が十分進んでいるのであれば、輸入デフレーターの上昇分を相殺する程度の国内需要デフレーター上昇が見られているはずである)。なお、注目の単位労働コストは前年比 ▲2.6%と 5 四半期ぶりの下落となった。

この結果、11 年度を通じての実質経済成長率は▲0.0%と、マイナス幅は微小ではあるが、2 年ぶりのマイナス成長となった(名目成長率も▲1.9%と 2 年ぶりのマイナス)。大震災後の持ち直しは見られたが、全般的な復興需要が欠けた上、外需が軟調だったこと(「火力シフト」に伴う原油・LNG 輸入増に加え、世界経済の減速で輸出が低調に推移)がその背景として指摘できるだろう。



## **2. 予測の前提条件:**

### **(1) 当面の経済・財政運営**

野田内閣は、先進国・地域の抱える財政赤字に対する懸念が強まる中、債務危機に苦しむ欧州諸国の二の舞となるのを防ぐべく、世界有数の財政悪化国である日本でも財政再建への道筋をつけることが急務との認識で、財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。「財政運営戦略」によれば、2015年度には基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字半減、20年度には黒字化させるという目標が掲げられており、すでに国際公約となっている。しかし、野田内閣の主導する財政再建手法は消費税を中心とした増税措置に偏っており、抜本的な歳出構造の見直しや「行政の無駄」への切り込みなどが不十分との指摘も多い。

喫緊の課題は大震災や原発事故への対応であることは言うまでもない。政府は震災後10年間の復興期間と設定し、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年間の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、政府は11年度内に4度にわたって補正予算編成を行ってきた。特に、第3次補正予算（11月21日成立）では、約9.2兆円の復興費などを盛り込んだほか、12年度も、大震災復興関連の歳出・歳入を3.8兆円確保した「東日本大震災復興特別会計」を計上している。これらにより、12年度の名目公的固定資本形成は、11年度比で3.5兆円ほどの上積みとなるだろう。

なお、12年度の一般会計予算に関しては、基礎的財政収支対象経費を約68.4兆円、新規国債発行額は44.2兆円と、「中期財政フレーム（12～14年度）」に沿った内容となっている。なお、社会保障費の自然増分（約1.2兆円）については、09、10年度に続いて全額容認するなど、歳出構造見直しの例外としている。13年度予算についても、「中期財政フレーム」を踏襲するものと思われる。

さて、野田首相が政治生命を懸ける「社会保障と税の一体改革」の柱である消費税増税については、14年4月に税率を8%へ、15年10月には10%へ、それぞれ引き上げる方針を固めている。しかし、政権交代を実現した09年総選挙において、民主党は消費税率は引き上げず、税金の無駄遣いを改めることで13年までに16.8兆円捻出できると公約したこと、さらに消費税増税が充当される社会保障の制度設計に関して考え方の違いなどから、消費税増税については必ずしも反対ではない野党からの反発が強いほか、09年総選挙マニフェストの遵守を求める与党内からも根強い反対論がある。それゆえ、3月30日に国会提出された消費税増税法案は難航が予想されており、状況次第では政局が流動化する可能性も指摘されている。当総研では、消費税増税は近い将来あるものと想定しているが、その実施時期が不透明であることから、今回の経済見通しにおいても引き続き想定していない。

### **(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経済・金融危機は、先進国や主要な新興国による協力の下、大胆な金融緩和策、手厚い信用秩序維持政策、大規模な財政出動を行った結果、09年半ばまでには収束し、世界経済は再び持ち直しに転じた。しかし、先進国・地域の景気回復テンポは緩慢なままで、国内の需給バランスが崩れた状態が続ける半面、新興国・資源国経済は底堅く推移し、一部で景気過熱感やそれに伴うインフレ・バブル懸念が強まるなど、「二極化現象」が強まった。この間、先進国の中央銀行は非伝統的な領域にまで踏み込んだ金融緩和策を継続したが、新興国では逆に引



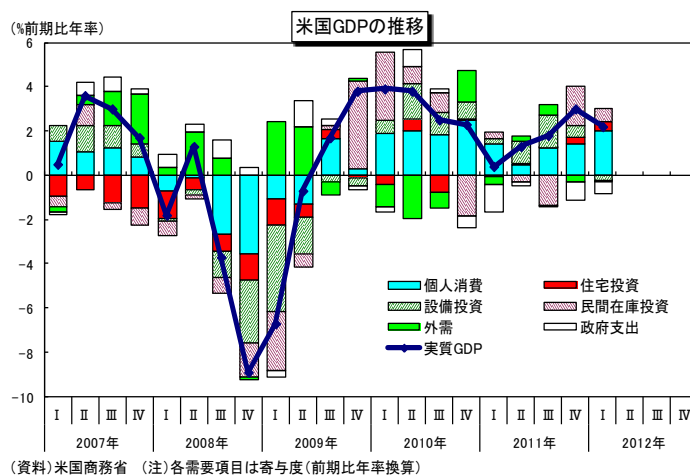
締め政策を続けた。

こうした中、欧州では 09 年後半に発覚したギリシャの財政粉飾問題をきっかけに、財政悪化への警戒感が強まった。ユーロ加盟国や IMF など国際機関は、財政悪化国に対して厳格な緊縮財政政策を求めるとともに、デフォルト回避に向けた協調融資を実施してきたが、成長と財政再建とのバランスを欠いており、一向に収束する兆しが見えてこない。世界経済や金融資本市場はこうした欧州情勢に振り回されていると言っても過言ではない。

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。

## ① 米国経済

12 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 2.2%と 11 四半期連続のプラス成長となったが、10～12 月期(3.0%)からは減速した。1～3 月期の成長の主因は個人消費であり、自動車等の耐久財への支出が堅調となったことから 2.9%と高い伸びを示した。また、暖冬による好影響もあり、住宅投資が 19.1%と加速したことも成長率を押し上げた。一方、成長減速の要因としては、投資減税失効の影響から設備投資が▲2.1%と 9 四半期ぶりに落ち込んだことに加え、10～12 月期に大幅増であった在庫投資が小幅増にとどまったこと、さらに政府支出が▲3.0%と 6 四半期連続で減少したことなどが挙げられる。



足元の米国経済は、緩やかながらも雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの動きが見られるなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、失業率が 8.1%に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、世界的な景気減速を背景に輸出が低調な動きを示しており、ギリシャの政情不安による影響など欧州情勢の先行き不透明感が強まっている。

こうしたなか、上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、11 月に大統領選と議会の選挙を控えていることもあり、財政赤字削減案などの重要な議論が進まず、政治的な膠着状態に陥っている。このまま何の対応もできなければ、国防費を中心に 13 年から 10 年間で総額 1.2 兆ドル(約 96 兆円)の歳出を強制的に削減する条項が発動されることになる。また、景気下支えのために延長して継続実施しているブッシュ減税や給与減税も 12 年末で失効を迎える。つまり、「財政の崖」と呼ばれているように、12 年末に大幅な歳出削減と増税が同時に実施され、仮にそうなれば米国経済は再び失速する可能性が高い。さらに、12 年末までに連邦債務が法定上限の 16.4 兆ドル(約 1,310 兆円)に達する見込みであり、米議会は債務上限引き上げで合意する必要もある。したがって、新体制が固まる大統領選直後から年末までの 2 ヶ月弱の間で、米議会が新たに財政赤字削減案を策定できるかどうか最大の焦点となる。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)が 08 年 12 月に政策金利(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、直近の FOMC 声明文では「少なくとも 2014 年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」としている。また、11 年 9 月に発表した保有証券の平均残存期間を延長



## (株)農林中金総合研究所

するプログラム(ツイストオペ)を継続し、同時に米国債や住宅ローン担保証券(MBS)など保有する有価証券の償還資金の再投資を継続する方針についても確認した。さらに必要に応じて保有証券の規模と構成を見直し、適切に調整する用意があるとしている。

FRB は、直近の経済見通しで 12 年の成長率を小幅引き上げたものの、世界の金融市場における緊張など下振れリスクを警戒する姿勢を変えていない。バーナンキ議長は、注目される追加の量的緩和策第 3 弾(QE3)について、必要に応じて実施する用意があると言明する一方で、インフレ率(PCE デフレーター)が FRB の目標である 2%に向けて低下しつつある状況下で、物価を再加速させるような政策を採用することは困難との判断も示している。したがって、FRB は引き続き超緩和的な姿勢を維持し、景気次第では対応する構えを温存しつつも、予想外に景気が悪化しない限り QE3 実施の可能性は低いと考えられる。ただし、ツイストオペが 6 月末に期限を迎えることから長期金利に上昇圧力がかかると想定され、状況次第ではツイストオペの延長や増額、あるいは住宅ローン金利の低下を促すための MBS 購入再開など追加措置を打ち出す可能性もある。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、可処分所得が伸び悩む一方で、失業率が低下するなど雇用の先行き不安が和らいだことを受け消費者マインドが改善傾向を示しているほか、足元でガソリン価格高騰が沈静化したこともプラス効果をもたらすと考えられることから、先行きも底堅く推移すると予想する。ただし、4～6 月期は自動車販売の一巡や暖冬で消費が前倒しされた反動が予想されるため弱い動きになると考えられる。一方、設備投資は、先行指標となる資本財受注の動きが鈍化傾向を示しており、12 年を通じて世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念から慎重化する可能性が高い。しかし、13 年以降は緩やかな増加ペースに戻すと予想する。住宅投資は、引き続き厳しい状況が続くと想定されるものの、中古住宅市場で在庫調整が進展していることなどから、徐々に回復傾向をたどるものと考えられる。外需については、中国等新興国の景気減速のほか、欧州債務問題の解消に向けた歳出削減等を受けてユーロ圏経

### 2012～13年 米国経済見通し (12年5月改定)

	単位	2011年	2012年		2013年		上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想		
実質GDP	%	1.7	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7
個人消費	%	2.2	2.2	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5
設備投資	%	8.8	5.4	1.9	6.5	6.5	6.5	6.6
住宅投資	%	▲ 1.3	9.8	13.5	8.0	8.6	8.2	10.0
在庫投資	寄与度	▲ 0.2	0.1	0.9	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出等	%	6.7	4.2	4.4	4.4	6.5	7.0	7.6
輸入等	%	4.9	3.3	3.8	3.6	5.5	6.0	6.5
政府支出	%	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4
参考								
PCEデフレーター	%	2.5	2.0	2.1	1.8	2.0	1.9	2.1
GDPデフレーター	%	2.1	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25
10年国債利回り	%	2.77	1.97	1.96	1.98	2.50	2.30	2.70
完全失業率	%	9.0	8.1	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8

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2012年5月21日(12年1～3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

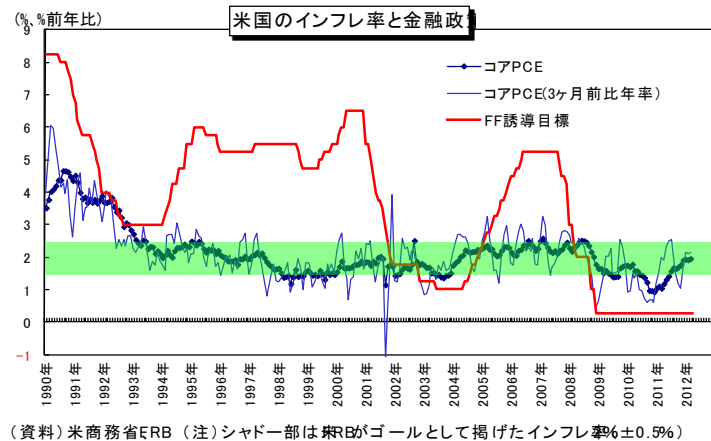
4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



済が低迷すると想定されることから、12 年を通じて緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、13 年以降は世界経済の持ち直しに伴い輸出が拡大すると予想する。なお、個人消費の回復が継続することにより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。また、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。

以上から、12 年前半は緩やかな成長率にとどまるものの、その後は雇用拡大や世界経済の持ち直しに伴って徐々に成長率が加速すると見込まれる。年間の成長率は、12 年は前年比 2.2% (前回見通しから 0.3 ポイントの上方修正、1~3 月期が当社予想をやや上回ったため)、13 年は同 2.5% (前回と変わらず)と予想する。なお、13 年から自動的に歳出削減が開始されることは見通しの前提としていない。また、QE3(量的緩和第 3 弾)については、ギリシャに端を発するユーロ圏の不安が米経済にどのような影響を与えるかにもよるが、12 年の経済成長が FRB の成長率見通し(12 年の予想中心帯は 2.4~2.9%)を下回ると見込まれることから、12 年末までに実施されると想定した。また、現在のゼロ金利政策は 14 年後半まで維持されると予想する。



## ② 欧州経済

ユーロ圏では、各国での緊縮財政による内需の抑制や自己資本比率改善が求められている銀行の与信圧縮の動き、また債務問題が長期化すると見通しによる企業や消費者の行動の保守化により、経済成長の停滞が継続している。5 月のフランス大統領選挙では経済成長重視を掲げるオランド候補が新大統領に選出されたが、ユーロ圏全体として今後も緊縮策優先の政策には大幅な修正は見込み難く、当面の間、こうした経済情勢に大きな変化はないものと考えられる。

ユーロ圏(17ヶ国)の12年1~3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比横ばいとなった(10~12月期は同▲0.3%)。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.5%(同▲0.2%)と大幅な改善となったが、フランスは同0.0%(同0.1%)にとどまったほか、ポルトガルが同▲0.1%(同▲1.3%)、イタリアが▲0.8%(同▲0.7%)、スペインが同▲0.3%(同▲0.3%)等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランドについては、データは未公表である。一方、ユーロ圏以外では英国が同▲0.2%(同▲0.3%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同0.0%(同▲0.3%)となった(後掲の付表1を参照)。

ユーロ圏では、3月の鉱工業生産指数が前月比で0.3%の低下、前年同月比では2.2%の低下となるなど、生産面での減速傾向が続いている。また、雇用情勢については、3月の失業率は10.9%と約15年間で最高水準となった。なかでも25歳未満の若年層の失業率は22.1%に達し、財政の緊縮化を進める現政権への反発や社会情勢の不安定化を招く一因ともなっている。こうしたなか、消費面でも3月の小売売上高が前月比では0.3%の上昇ながら前年同月比では0.2%の低下となるなど、弱い動きが続いている。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては、一部には輸出主導で景気底打ちの兆候があるものの、全体としては景気の反転を示すまでには至っていない。同国の3月の製造業受注は前月比2.2%の増加に対し、前年同月比では1.3%の減少である。鉱工業生産指数は3月には前月比で2.8%、前年同期比では1.6%の増加となったが、11



年以降の増加率鈍化のトレンドからは脱してはいない。また、輸出額は3月に前月比で0.9%の増加となったものの、2月の増加率を下回るなど依然力強い回復とは言い難い。一方、4月の失業率は6.8%と約20年ぶりの低水準を維持したが、3月の小売売上高は前月比0.8%の増加にとどまり、労働市場の堅調さが必ずしも消費の力強い回復にはつながっていない。

なお、欧州市場は、ギリシャに対する追加支援の実施等により、3月にはいったん落ち着きを取り戻したが、その後、5月のギリシャの総選挙後の政局混迷に加え、スペインの銀行財務の悪化や財政改革等の遅延の可能性が市場を不安定化させている。特にギリシャについては、再度実施される総選挙の結果およびその影響について、ここ1~2ヶ月間の動向が注目される。

以上の情勢に対し、欧州中央銀行(ECB)は、11年12月に政策金利を1.00%に引下げて以降、12月、12年2月の2回にわたり総額約1兆ユーロに上る期間3年の資金供給を実施してきた。しかしながら、4月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.6%上昇と依然高い水準が続いており、また、大量の資金供給についても、最近ではむしろ政策への依存というモラルハザード等の負の側面がより強く意識され始めている。このため、金融政策の舵取りは一層困難になりつつあるが、CPI上昇率は徐々に低下に向かうとECBは予測していることもあり、諸般の状況を踏まえて年内にも追加緩和に動く可能性が高い。

### ③ 中国経済

これまでの不動産抑制政策の実施や欧州債務危機に伴う当該地域向けの輸出低迷を受けて、中国経済は減速感が強まっている。12年1~3月期の実質GDP成長率は前年比8.1%(前期比1.8%)と、5四半期連続の減速となった(後掲の付表2を参照)。5月に発表された経済統計からは、足元の景気減速感がさらに強まったものと見られる。以下、GDP需要項目別の動向を確認してみよう。

まず、4月の個人消費は、賃金水準の上昇や物価上昇率の低下などによって堅調に推移しているが、景気の先行き不安から消費者マインドの低下で実質伸び率(前年比10.7%)がやや鈍化した。ただし、5月16日に補助金付きの省エネ家電販売促進策が打ち出されたこともあり、個人消費は先行き堅調に推移するだろう。

また、不動産開発投資の大幅な鈍化(前月比▲4.8%)を受けて、GDPに対する比重が大きい固定資産投資(農家投資を含まず)は、4月も前年比19.2%と鈍化が続いた(付表2)。しかし、水利・環境・インフラ整備への投資は順調に伸びているほか、製造業の設備投資も底堅く推移している。中国政府が消費拡大を重視する経済発展方式への転換や、不動産抑制政策の継続などから、今後の固定資産投資は大きく伸びないと見ている。

外需については、季節調整済みの貿易動向(4月分)を見ると、輸出は前年比7.2%、輸入は同4.8%と減速傾向が続いている。主に欧州経済の減速が原因であるが、これに加えて輸出を取り巻く経営環境(賃金上昇、資金繰りの困難など)も悪化が見られる。先行きについてもギリシャ政局の不安などを背景に欧州向けの輸出回復は見込みがたい。

以上のような需要面での景気減速感に加えて、生産面においても4月の鉱工業生産(付加価値ベース)は前年比9.3%と大幅に減速した。その結果、最近では景気下振れリスクが芽生えつつあり、5月12日の法定預金準備率の引下げにつながったと言えよう。景気減速の強まり、インフレの鈍化傾向などを踏まえ、今後も法定預金準備率の引下げなどを柱とする金融緩和策が実施されていくものと見ている。

先行きについては、中国経済の減速傾向は12年前半までは続く可能性が高い。ただし、12年秋(10~11月)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、財政・金

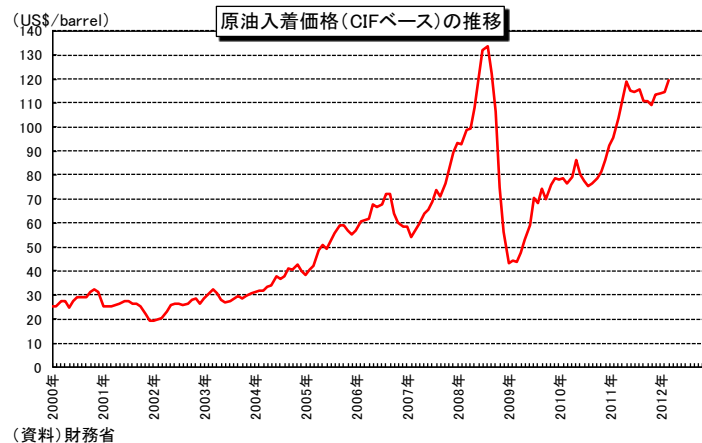


融政策が打ち出されることもあり、経済は12年後半から再度拡大に転じることが見込まれる。12年を通じては8%台半ばの成長となると予測している。

#### ④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

12年春先にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などから、国際原油市況は高騰を続けた。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりや欧州債務問題の再燃などから、リスク回避的な行動が強まり、原油を含めて国際商品市況は調整局の強い展開となっている。特に、原油(WTI先物、期近物)については、2月下旬にかけて一時1バレル=110ドル近くまで上昇したが、直近では90ドル近くまで下落している。また、この数年、中華圏などからの旺盛な需要を背景に高騰を続けてきた金価格も、足元では下落に転じている。

世界経済の先行きにとって、欧州危機は警戒すべき下振れリスクではあるが、銀行システム危機等に波及するなど、一段と深刻化し、世界全体に悪影響が広がるとの見方をメインシナリオとしているわけではなく、むしろ12年後半以降は新興国を中心に再び景気回復力が伴ってくるとの前提や日本での火力発電シフトに伴う原油需要が根強いことが見込まれることから、先行きも原油価格が大きく調整し続けることはないだろう。国内への原油入着価格(CIFベース)については、12～13年度にかけては緩やかな上昇傾向をたどると思われ、110～125ドルで推移することを見込んでいる。





## 2012～13年度 日本経済見通し総括表

	単位	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 1.9	1.5	1.3
実質GDP	%	▲ 0.0	2.3	1.9
民間需要	%	0.5	2.8	2.0
民間最終消費支出	%	1.1	2.1	1.2
民間住宅	%	3.6	7.9	5.0
民間企業設備	%	0.2	2.3	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.4	0.2	0.1
公的需要	%	2.4	2.6	0.3
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	3.9	11.7	▲ 0.7
輸出	%	▲ 1.4	4.2	5.6
輸入	%	5.3	7.1	4.4
国内需要寄与度	%pt	1.0	2.7	1.6
民間需要寄与度	%pt	0.4	2.1	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.6	0.6	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.3	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	0.2	1.3
全国消費者物価 ( " )	%	0.0	0.1	0.3
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	4.1	4.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.9	9.4	12.9
名目GDP比率	%	1.7	2.0	2.7
為替レート	円/ドル	79.1	82.5	88.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.06	1.13	1.38
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	115.0	123.8

(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)

(→予測)

	単位	2011年				2012年				2013年				2014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
名目GDP	%	▲ 2.6	▲ 1.0	1.5	▲ 0.3	1.0	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
実質GDP	%	▲ 2.0	▲ 0.3	1.9	0.0	1.0	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
(年率換算)	%	▲ 7.9	▲ 1.2	7.6	0.1	4.1	1.5	1.8	2.2	1.1	1.8	2.1	2.3	2.6
民間需要	%	▲ 2.2	0.3	1.4	0.9	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.5	0.6	1.1	0.7	1.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.6	▲ 3.1	4.8	0.1	▲ 1.6	4.0	3.0	2.0	2.0	1.0	0.5	0.5	0.2
民間企業設備	%	0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	5.2	▲ 3.9	1.5	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.9	0.0	0.3	▲ 0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	2.0	0.1	0.2	1.5	0.3	1.1	0.6	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.3	0.4	0.7	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 4.6	7.3	▲ 0.6	▲ 0.5	5.4	3.0	5.0	3.0	▲ 2.0	▲ 2.0	0.0	0.2	0.5
輸出	%	▲ 0.4	▲ 6.3	8.7	▲ 3.7	2.9	0.4	0.8	1.0	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6
輸入	%	1.2	0.2	3.5	0.9	1.9	2.0	2.0	0.8	1.0	1.0	1.2	1.1	0.9
国内需要寄与度	%pt	▲ 1.8	0.7	1.1	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.7	0.2	1.1	0.7	0.5	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	0.0	0.1	0.4	0.1	0.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 1.0	0.8	▲ 0.7	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.5	2.6	1.5	0.5	▲ 0.2	0.1	0.4	0.7	1.0	1.2	1.5	1.6
全国消費者物価 ( " )	%	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.5	▲ 4.2	5.4	0.4	1.2	▲ 0.2	1.5	0.9	1.0	1.5	1.2	1.1	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	3.5	1.9	2.5	1.7	1.8	1.9	2.2	2.5	2.8	3.0	3.1	3.3	3.5
名目GDP比率	%	3.0	1.6	2.2	1.4	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.4	79.3	81.0	82.0	83.0	84.0	85.0	87.0	89.0	91.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	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	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.30	1.35	1.40	1.45
通関輸入原油価格	ドル/バレル	97.2	115.2	113.8	111.2	115.9	115.0	110.0	115.0	120.0	120.0	125.0	125.0	125.0

(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。



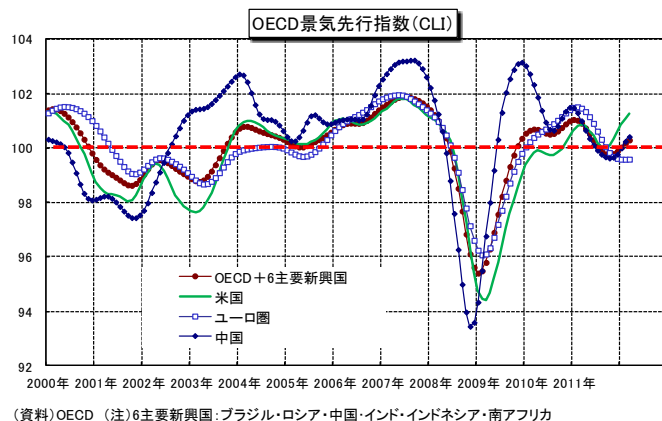
### 3. 2012～13年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 当面のリスク要因への評価

12年度以降の日本経済を予測する上で、大震災からの復興に向けた動きと、過去20年近くにわたって国内景気を牽引し続けた輸出動向に注目せざるをえない、というのはもはやコンセンサスであろう。一方で、①欧州債務問題の行方、②新興国、特に中国経済の動向、③円高・デフレ圧力、④夏場の電力供給懸念、を当面のリスク要因として考慮していく必要があるのは言うまでもない。

このうち、①については、成長と財政再建の両立を確保するような政策が打ち出されない限り、欧州債務問題は尾を引くものと見られる。欧州委員会の春季経済見通しによれば、12年のユーロ圏の経済成長率は前年比▲0.3%のマイナス予想であり、13年には1%のプラス成長に転じるとしつつも、財政悪化国での景気落ち込みは激しく、財政赤字削減目標の達成が危ぶまれている。日本経済にとっては、根強い円高圧力が残るほか、アジアなどを通じた間接的なパスを含めて輸出の伸び悩みといった事態に向き合わなくてはならないだろう。

②については、前掲の通り、中国経済の景気減速が強まっており、当初の想定よりも持ち直しに転じる時期は後ズレしてきている。とはいえ、すでに12年に入ってから法定預金準備率が2回にわたって引下げられたほか、第12次5ヶ年規画に盛り込まれた社会インフレ整備が先行き再開される可能性が高いことなどもあり、年後半には景気が回復に転じていくだろう。



また、③の円高・デフレの行方に関しては、2月の物価安定目標の導入や金融緩和決定後、日銀のデフレ脱却に向けた意欲への金融市場の評価に影響されやすくなっているように見られる。上述①・②に関する思惑が為替レートに大きな影響を与えているのは否定できないが、日銀がデフレ脱却に向けた積極的な緩和政策をとり続けていくことを市場参加者が評価するならば、いずれ円高圧力は解消し、人々のデフレ継続予想を修正していく可能性があるだろう。

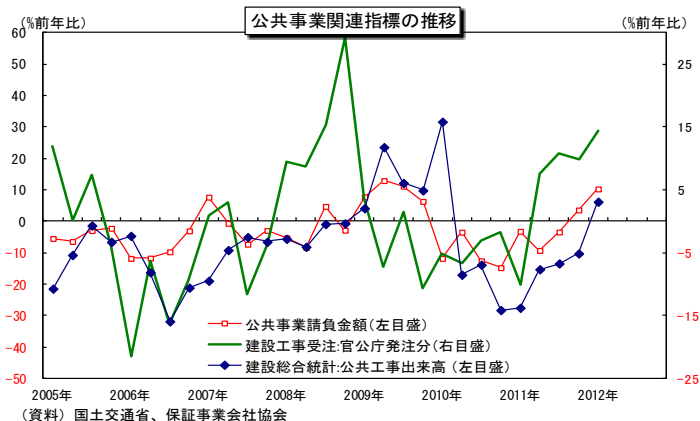
なお、④の電力供給懸念については、政府は、今夏の電力不足に対応するための需給対策を決定した。これによれば、原発依存度の高かった関西電力管内で10年比15%以上、九州電力管内で10%以上、北海道電力管内で7%以上の節電目標を設けることになった。さらに、電力不足が懸念される関電などへ融通するため、中部・北陸・中国電力管内でも5%、四国電力管内で7%の節電を要請することとなった。また、東北電力と東京電力管内は数値目標のない節電を要請する。なお、昨夏に東北電・東電管内で発動された電力使用制限令は回避されることになった。

関電管内での10年比15%の節電目標というのは、昨夏に要請したものと同水準であり、その影響は今のところ限定的との見方が主流である。ただし、今夏が想定以上の猛暑となって冷房需要が上振れる、もしくは発電所などが何らかの事情で停止するといった事態に陥るようであれば、実体経済に少なからぬ影響が懸念されることになるだろう。

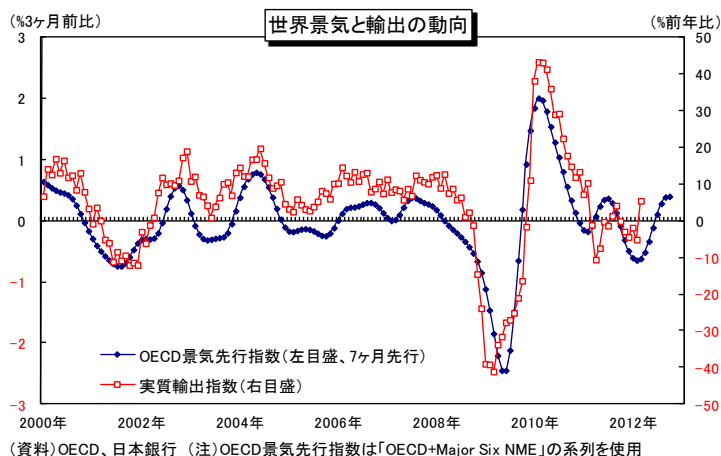


## (2) 経済見通し ～ 12 年度下期以降、復興需要と輸出回復が国内景気を牽引

冒頭で述べたとおり、足元の国内景気は踊り場状態を続けつつも、そこからの脱却を模索しようとしている。当面の国内景気を展望する上で、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び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る点は前回までの予測と変更はない。結論から言えば、12 年度については震災復興の本格化に伴う景気押し上げ効果が期待される。また、欧州債務危機への警戒は根強いとはいえ、最悪の事態には至らず、12 年後半には米国や中国など新興国経済の持ち直しが始まり、わが国の輸出が強まると思われる。



これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。まず、足元 4～6 月期については、1～3 月期に見られたいくつかの一時的要因(タイ大洪水の被害解消、エコカー減税の対象車種絞り込み前の駆け込みなど)が剥落するのは避けられない。先進国経済の低調に加え、中国など新興国経済の減速継続から、輸出には再びブレーキがかかるだろう。また、好調な自動車販売も、すでに消費税導入に伴う物品税廃止後(89年度)、消費税増税前(96 年度下期)に並ぶ水準となっており、これ以上の増加余地は大きくないだろう。つまり、エコカー購入補助金(予算枠 3,000 億円)の効果は当面期待できるが、景気刺激効果はすでに出尽くした可能性がある。一方で、復興需要は徐々に強まっていくことから、プラス成長は維持できるものの、前期比年率 1.5%と、減速は不可避と思われる。

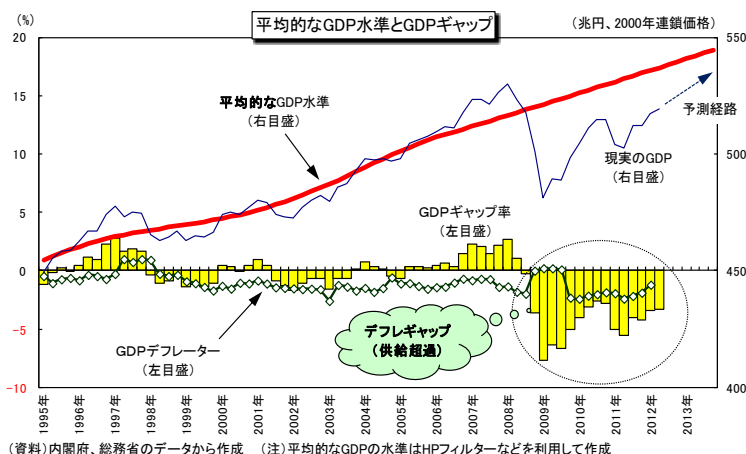


なお、輸出に関しては年度上期中は勢いが強まらないが、復興関連の公共投資が年末にかけて増勢を続けていくことが見込まれ、それに伴い民間住宅・民間企業設備といった民間投資が刺激され、徐々に景気の持ち直し傾向が明確化すると予想する。一方、公共投資そのものは、年度下期中にはピークアウトしてしまう可能性が高い。しかし、年後半以降の中国など新興国経済の底入れに伴う輸出増や民間需要の一段の活性化がそれを補っていくだろう。

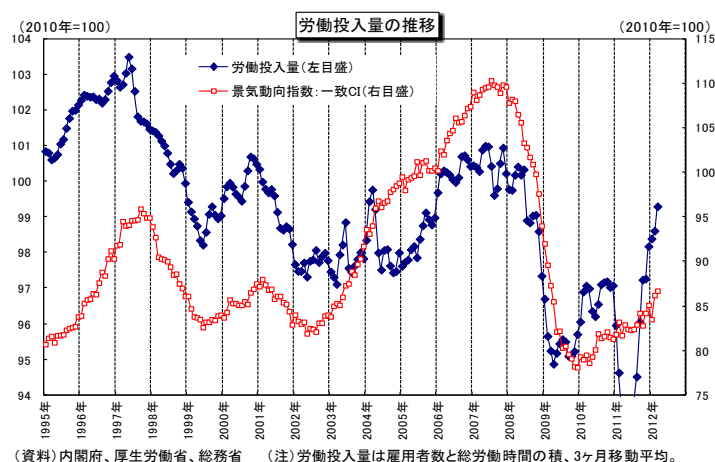
12 年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 2.3%へ加速(2 年ぶりのプラス成長)、潜在成長率を上回る成長を予想した**。なお、前回 3 月時点の予測(1.9%)からは 0.4 ポイントの上方修正であるが、前年度からのゲタが見込みよりも高かった(0.5 ポイント(想定)⇒1.2 ポイント)ことや、海外経済の持ち直し時期の後ズレを考慮したものである。なお、震災復興期であることを踏まえれば、2.3%成長という数字には力強さはそれほど感じられない点に留意する必要がある。また、**名目 GDP 成長率も 1.5%(前回予測は 1.1%)と 2 年ぶりにプラスに転換する**。一方、**GDP デフレーターは前年度比▲0.8%(前回予測も同▲0.8%)と、下落幅は縮小するものの、マイナス圏からは抜け出せない**。



続く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、世界経済全体の持ち直し傾向が強まっていくことを想定しており、外需も景気牽引役として一定の役割を果たすだろう。その結果、実質ベースで1.9%の成長を見込んだ。名目成長率もプラス(1.3%)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(GDPデフレーターは前年度比▲0.6%と依然マイナス)。



一方、雇用情勢については、有効求人倍率は求人数の増加に伴って緩やかな上昇傾向にあるが、失業率に関しては高止まったままである。リーマン・ショック後の世界同時不況時には失業率は一時5.4%まで上昇したが、その後の景気持ち直しを受けて11年9月には4.2%(被災3県除くベース)まで低下した。しかし、最近、失業率は再び4%半ばまで上昇している。11年9月から12年3月にかけて、雇用者は25万人増加しているが、失業者も同じく25万人増加するなど、内容的にもあまり改善が見られない。企業では景気持ち直しに伴い、労働投入を増やしているのは確かであるが、まだ既存の労働力の活用(=労働時間の増加)が主で、新規の雇用創出力はまだ弱いようだ。



今後想定される復興需要の本格化によって、雇用環境は大いに改善することが期待されるが、当面は建設関連の求人が多く、ミスマッチが解消しない可能性が高いことに加え、リーマン・ショック後の景気悪化期に大量に非労働力化した人々による労働市場への再参入が今後増加する可能性を踏まえれば、失業率は下げ渋る可能性が高いだろう。ちなみに、1～3月期の労働力調査(詳細集計)によれば、約4,500万人の非労働力人口の1割程度(約440万人)が就業を希望している。彼らも潜在的な失業者(求職活動をしていないに過ぎない)であるとするれば、失業率は10%超となると試算される。先行きについては、12年度最終四半期(13年1～3月期)は4.3%、13年度最終四半期(14年1～3月期)は4.0%と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

### (3)物価見通し ～ デフレからの完全脱却は見通せず

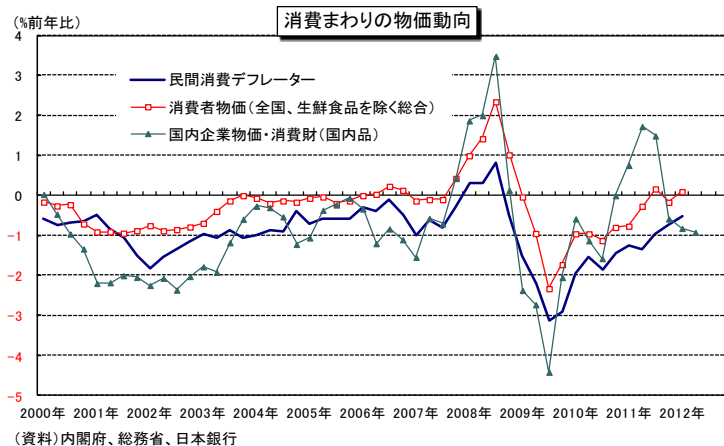
11年10月から12年1月にかけて全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は小幅ながらも前年比下落での展開となった。しかし、石油製品や電気料金などエネルギーが値上がりしていることに加え、これまで大幅な価格下落が続いてきたテレビが新製品投入により小幅ながらも値上がりに転じたといった特殊要因(前年比変動率に対して0.3ポイントの押し上げ効果)もあり、2月分は前年比0.1%と5ヶ月ぶりのプラスとなった。続く3月分も同0.3%と上昇幅が拡大している。上述のテレビ要因に加え、イラン情勢の緊迫化などを背



景に国際原油市況が高止まっているほか、電気料金の大幅値上げなどもあることから、しばらくはエネルギーを中心に物価を押上げる要因は存在し続けることとなるだろう。

しかし、仮に、エネルギー価格の上昇が続いたとしても、賃金などが伸び悩む中では、実質購買力の低下をもたらし、エネルギー以外の商品・サービスの需要減退につながる。そうなれば、企業などでは投入コストの上昇分を価格に上乗せするのは厳しい状況になる。そのため、企業では人件費など固定費の圧縮で収益を確保せざるを得ず、結局のところ「賃金低下⇒需要減退⇒売上減⇒コスト圧縮⇒賃金低下⇒・・・」という悪循環を招くことになる。基本的に国内に存在する大きなデフレギャップが解消しない限り、デフレからの完全脱却は難しいと思われる。

なお、目先については、国内景気の低調さから引き続き物価下落圧力は根強いことに加え、2月から3月にかけて上昇したガソリンなど石油製品価格も、4月以降は下落に転じていることから、消費者物価の上昇幅が拡大傾向をたどる可能性は薄いだろう。**12年度のコアCPIは前年度比0.1%と予想する。その後、13年度入り後は徐々に上昇率を高めていくが、主として新興国の堅調な経済成長に伴う国際商品市況の上昇を背景としたエネルギー・食料品の値上がりによる面が大きく、ベース部分では依然弱含む動きが残るだろう。13年度を通じては前年度比0.3%の上昇にとどまるだろう。**なお、日銀は14年度を含めて遠からず1%という物価上昇率が達成されとの見方を提示しているが、国内の需給改善によって、ベース部分の物価が1%程度まで上昇するには最低でも4～5年はかかるものと思われる。





## 4. 当面の金融政策・金融市場動向:

### (1) 金融政策 ～ 問われる「デフレ脱却への意欲」

日本銀行は2月13～14日に開催した金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途(以下、「目途」)」を提示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策を運営していくことを明確化すると同時に、資産買入等基金を約10兆円増額(総額65兆円程度)とすることを決定した。その後の3月12～13日、4月9～10日の決定会合では、一部で期待された、デフレ予想の払拭に向けて「たたみ掛ける」かのような追加緩和策を見送った。また、デフレからの完全脱却をなかなか見通せない中で、白川日銀総裁が現状のような量的緩和を継続することの弊害を指摘するなど、日銀は本気でデフレを克服しようとしているのかを疑問視する意見も浮上し始めた。こうした中で、13年度についても1%の物価上昇は見通せないといった「展望レポート」を公表した4月27日の決定会合において、資産買入等基金を差引き5兆円増額(内容的には、長期国債の購入枠を10兆円程度、ETFを2千億円程度、J-REITを100億円程度、それぞれ増額する一方で、固定金利方式・共通担保オペレーションの枠を5兆円減額)することを決定した。日銀は、これらの措置によって日本経済が物価安定の下での持続的成長経路に復することを、さらに確実なものにしたいとの意向を示した。

日本銀行の資産等買入基金残高(兆円)

	直近 (12年5月10日)	規模		
		(12年12月末)	残額 (13年6月末)	残額
資産等買入基金	50.4	65	14.8	70
資産買入基金	16.5	35	18.7	40
長期国債	8.5	24.0	15.5	29.0
国庫短期証券	3.5	4.5	1.0	4.5
CP等	1.4	2.1	0.7	2.1
社債等	2.0	2.9	0.9	2.9
ETF	1.0	1.6	0.6	1.6
J-REIT	0.08	0.12	0.04	0.12
共通担保オペ	33.9	30	-3.9	30
期間3ヶ月		20		20
期間6ヶ月		10		10

(資料)日本銀行

なお、日銀は「展望レポート」のなかで、消費者物価上昇率について、13年度には前年比ゼロ%台後半となり、その後1%に遠からず達するとの見方を示している。しかし、野田内閣が14年4月に消費税率引上げを目論んでいることもあり、前倒しでデフレ脱却を実現すべく、引き続き緩和措置を要請してくると見る向きは少なくない。その際には、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額していくものと思われるが、足元(翌日物)の金利水準をさらに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。

また、原油高など、国際商品市況の高騰によって消費者物価が前年比1%まで上昇した場合の評価・対応については何も示されていないという問題点もある。実際のところ、08年夏に消費者物価は2%台半ばまで上昇したが、賃金が伸び悩む中で家計は実質購買力の低下に直面し、景況感の悪化につながった。1%の物価上昇が、国内の需給改善によってではなく、主に海外要因で実現するような場合には、物価上昇率目標(目途)の引上げもありうるだろう。

### (2) 金融市場の見通し ～ しばらくは不安定な動きも

12年入り後、米国経済の先行き回復期待の強まりや、ECBによる潤沢な流動性供給などによる欧州債務問題への懸念後退などから、内外の株価が上昇し始めた。さらに2月には1%の物価上昇を目指すことを明確化した日銀の政策運営の転換が好感され、円高修正の動きが強まり、それが株価を後押しするといった好循環も見られた。ただし、すでに緩和効果は剥落しつつある上、ギリシャの政局混迷もあり、最近では世界的にリスク逃避的な行動が強まっている。



## (株)農林中金総合研究所

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。

### ① 債券市場

長期金利(新発 10 年物国債利回り)は 11 年半ば以降、1.0%を中心とする狭いレンジ内での推移が続いている。世界でも有数な財政赤字を抱え、かつ政治混迷により消費税増税問題に解決の糸口をつかめず、国際公約となったプライマリーバランスの黒字化への道筋を描ききれないわが国にも欧州での債務危機の火の粉が降りかかることを警戒する向きもあるが、それ以上に欧州債務危機の深刻化に伴う投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、日本国債に対する需要は底堅く推移してきた。5 月中旬には約 9 年ぶりの水準となる 0.8%台前半まで金利低下が進んだ。

先行きについては、12 年度も国債の大量発行が継続するほか、復興事業の開始などによる景気浮揚や金融機関貸出の拡大への期待などにより、長期金利に対して徐々に上昇圧力が強まると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力(12 月末までに約 15 兆円、13 年 6 月末までに約 20 兆円の国債残高を積み上げる必要がある)、さらには 1%の物価上昇を達成するために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、金利上昇に対しては抑制的に働くだらう。高値警戒感も強く、一時的に大きな上下動がみられる場面も想定すべきであるが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

### ② 株式市場

年明け前後あたりから世界経済に対する過度な悲観論が払拭されるとともに株価水準はじりじりと切り上がり始めた。デフレ克服を目指すとする日銀の方針転換やそれを受けた円高修正の動きを背景に、2 月には日経平均株価は 9,000 円台を、3 月には約 7 ヶ月ぶりに 10,000 円台を回復、10,200 円台まで上昇する場面もあった。しかし、その後は欧州債務危機の再燃や期待外れとなった米雇用統計、さらには中国経済の悪化懸念を受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価は大きく調整し、8,000 円台半ばまで下落している。

欧州債務問題の行方、潜在的な円高圧力や交易条件の悪化、さらには慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、下押し材料も多いが、先行き、復興需要の本格化に対する期待感から、企業業績は増益傾向を強める可能性は高い。欧州情勢や中国経済の行方など、海外経済に対する思惑などに左右される面は大きいが、株式相場は徐々に水準を切り上げていく展開となるだろう。

### ③ 外国為替市場

07 年 8 月のパリバ・ショックを契機に、米サブプライム問題は世間の認知するところとなったが、それ以降、為替レートはほぼ一貫して円高が進行した。表面的には、欧米の金融システムに対する不安感が根強く、日本円に資金が逃避しているようにも見えるが、デフレを阻止すべく、積極果敢に金融緩和を実施してきた欧米に対し、日本では将来的なインフレ発生リスクを重視するあまり、足元のデフレを半ば容認してきた、という中央銀行のスタンスの違いによっても説明が可能であろう。この結果、07 年 6 月には 1 ドル = 120 円台前半であったが、約 4 年後には 75 円 32 銭という戦後最高値を記録するに至っている。

政策当局は、数度にわたる円売り介入(それとほぼ同時に金融緩和も実施)を始め、様々な対応策を発表してきたが、市場参加者の評価は得られず、11 年度下期には 70 円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着しつつあった。また、欧州債務危機を受けて対ユーロでも円高が進行、1 月上旬から 2 月上旬にかけては約 11 年ぶりに 1 ユーロ = 100 円を割り込む場面もあった。

しかし、2 月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力はようやく緩和し、さら



## (株)農林中金総合研究所

に欧米中央銀行の追加緩和期待の後退とともに、約1ヶ月で1割程度の円高修正が実現した。しかし、3月以降は緩和効果の息切れが始まり、5月のギリシャ総選挙後の混迷の中、為替レートは対米ドル、対ユーロとも、2月の緩和策決定以前の水準まで戻ってしまった。

欧米で経済・金融面での不安要素が燦々していることもあり、円高圧力は今しばらく高いままで推移する可能性は高いだろう。しかし、物価安定目標を導入した日銀が一段と緩和策を打ち出し、市場がそうしたデフレ脱却への意欲を評価すれば、徐々に円高が修正されていく動きが始まるだろう。

### 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2012年				2013年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.084	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.332	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 (%)	0.830	0.75～1.15	0.85～1.30	0.95～1.45	1.00～1.50
	5年債 (%)	0.220	0.15～0.40	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.65
為替レート	対ドル (円/ドル)	79.3	75～85	78～88	80～90	80～90
	対ユーロ (円/ユーロ)	100.5	90～110	90～110	95～115	95～115
日経平均株価 (円)		8,611	9,000±1,000	9,500±1,000	10,000±1,000	10,500±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2012年5月18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。



2012～13年度 日本経済見通し  
(前期比)

	単位	2011年度 通期	2012年度			2013年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	▲ 0.0	2.3	1.1	1.1	1.9	0.8	1.4
民間需要	%	0.5	2.8	1.4	1.1	2.0	1.0	1.5
民間最終消費支出	%	1.1	2.1	1.0	0.6	1.2	0.5	1.0
民間住宅	%	3.6	7.9	4.7	6.1	5.0	2.3	1.1
民間企業設備	%	0.2	2.3	▲ 0.1	2.2	4.5	2.3	3.0
公的需要	%	2.4	2.6	1.6	1.5	0.3	▲ 0.4	0.4
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.1	0.3	0.5	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	3.9	11.7	8.4	7.1	▲ 0.7	▲ 3.0	0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	12.1	10.6	10.6	10.6	12.1	11.5	12.6
輸出	%	▲ 1.4	4.2	2.3	2.5	5.6	2.9	3.8
輸入	%	5.3	7.1	4.0	3.3	4.4	2.1	2.8
内需寄与度 (前期比)	%	1.0	2.7	1.4	0.9	1.6	0.7	0.9
民間需要 ( " )	%	0.4	2.1	1.0	0.6	1.5	0.8	0.9
公的需要 ( " )	%	0.6	0.6	0.4	0.2	0.1	▲ 0.1	0.1
外需寄与度 ( " )	%	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.3	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.5
国内企業物価 ( " )	%	1.8	0.2	▲ 0.1	0.6	1.3	1.1	1.6
総合消費者物価 ( " )	%	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	4.5	4.4	4.5	4.4	4.2	4.3	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.2	4.1	1.1	2.2	4.9	2.6	2.2
経常収支	兆円	7.9	9.4	4.1	5.3	12.9	6.1	6.8
貿易収支	兆円	▲ 3.6	▲ 2.4	▲ 1.8	▲ 0.6	4.0	1.2	2.8

(注) 鉱工業生産は通期の場合、前年比

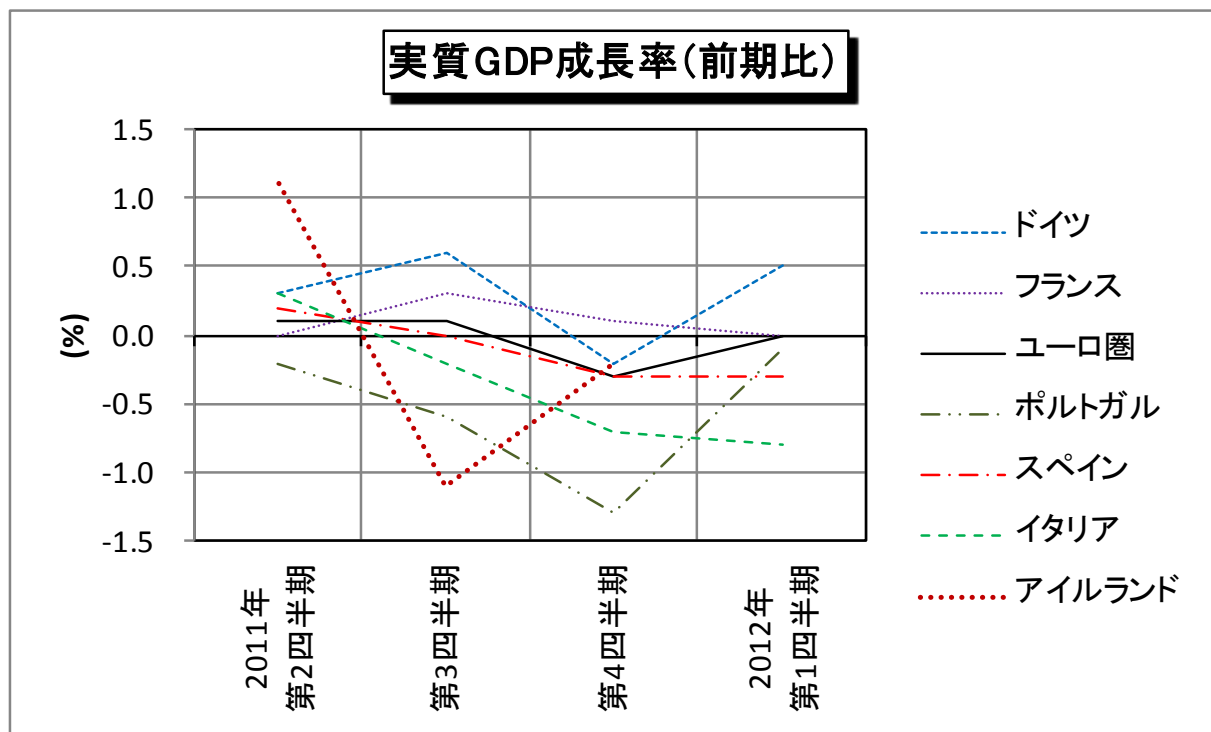
(前年同期比)

	単位	2011年度 通期	2012年度			2013年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	▲ 1.9	1.5	1.8	1.3	1.3	1.0	1.5
実質GDP	%	▲ 0.0	2.3	2.6	2.0	1.9	1.7	2.0
民間需要	%	0.5	2.8	3.4	2.2	2.0	1.9	2.2
民間最終消費支出	%	1.1	2.1	2.7	1.4	1.2	1.0	1.3
民間住宅	%	3.6	7.9	6.4	9.5	5.0	6.9	3.1
民間企業設備	%	0.2	2.3	2.9	1.7	4.5	4.2	4.8
公的需要	%	2.4	2.6	2.7	2.6	0.3	0.6	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	1.0	0.3	0.5	0.4	0.6
公的固定資本形成	%	3.9	11.7	10.4	13.2	▲ 0.7	1.3	▲ 2.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	12.1	10.6	10.6	10.6	12.1	11.5	12.6
輸出	%	▲ 1.4	4.2	4.1	4.4	5.6	5.0	6.1
輸入	%	5.3	7.1	7.8	6.4	4.4	4.5	4.3

国内企業物価 (前年比)	%	1.8	0.2	▲ 0.1	0.6	1.3	1.1	1.6
全国消費者物価 ( " )	%	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	4.5	4.4	4.5	4.4	4.2	4.3	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	4.1	4.8	3.3	4.9	4.8	4.9
住宅着工戸数	千戸	837	890	433	458	1,020	495	525
経常収支	兆円	7.9	9.4	4.1	5.3	12.9	6.1	6.8
貿易収支	兆円	▲ 3.6	▲ 2.4	▲ 1.8	▲ 0.6	4.0	1.2	2.8
為替レート(前提)	¥/円	79.1	82.5	81.5	83.5	88.0	86.0	90.0
通関輸入原油価格(前提)	¥/バレル	114.0	115.0	112.5	117.5	123.8	122.5	125.0

(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



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。  
 なお、アイルランドは 2012 年第 1 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。

付 表 2: 中国経済

