



(株)農林中金総合研究所

2011年8月18日

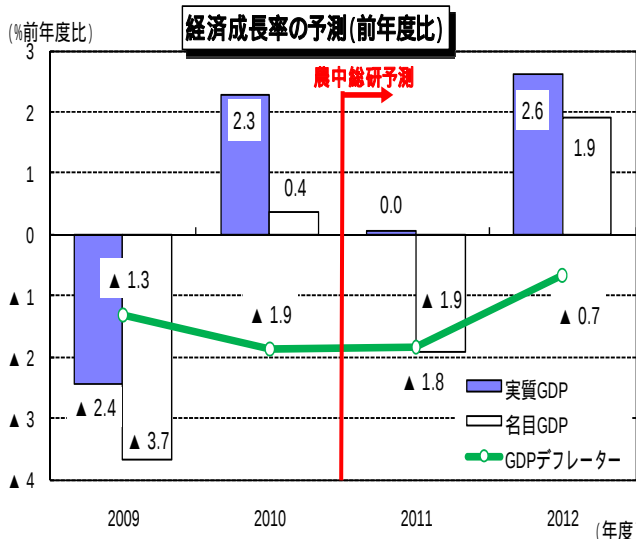
2011～12年度改訂経済見通し

本格的な復興需要増による景気押し上げは12年入り以降

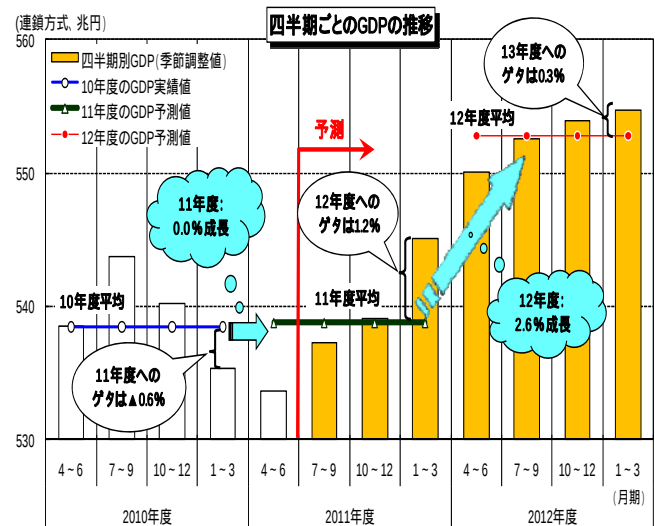
～11年度:0.0%、12年度:2.6%と予測～

東日本大震災によって甚大な被害を受けた日本経済は、その後の時間経過とともに、被災企業の復旧や家計・企業等のマインド回復が進み、景気の持ち直し基調が強まってきた。7～9月期にはプラス成長に転じてくるだろう。しかし、10～12月期にかけては本格的な復興費を盛り込む第3次補正予算編成の後ズレや世界的な景気減速傾向やそれに伴う円高・株安などにより、一時的に足踏みすると予想する。12年入り以降は本格的な復興需要の増加によって景気が押し上げられるが、海外経済、特に先進国の低調さは継続することから、輸出の景気牽引力はさほど期待できないだろう。

7月中旬以降の円高進行や内外金融資本市場の混乱に対し、政府・日本銀行は協調して対応策を実施したが、やや力不足であった面は否めない。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。また、日銀が大量の復興債発行が見込まれる第3次補正予算への財源問題にどのような協力をするかも注目される。



(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4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

< 目次 >

総論
付表

P. 1 ～ 16

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

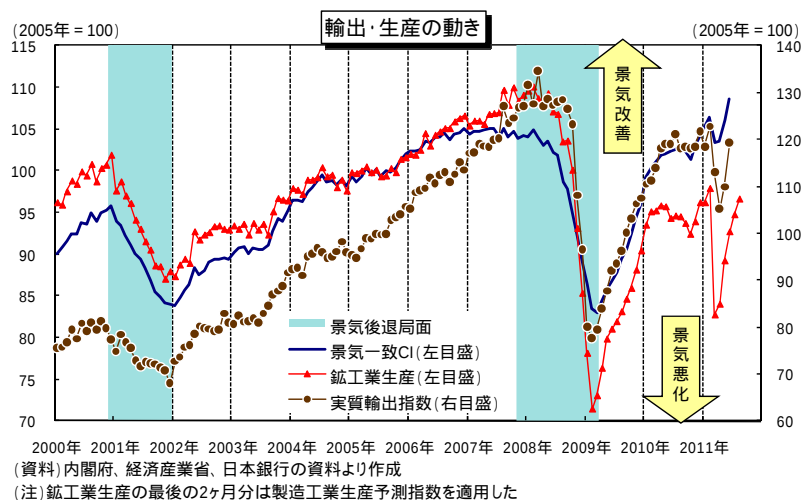


1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 大震災後の景気悪化からの持ち直し基調が強まる

3月11日に発生した東日本大震災、さらに東京電力・福島第1原子力発電所における重大事故の発生によって、国内経済・産業は大打撃を受けた。東北・北関東エリアに集積していた自動車・同部品や半導体関連などの生産拠点の多くが被災し、大掛かりなサプライチェーンの寸断が発生、国内ばかりか海外の製造業に大きな支障が出た。さらに、家計・企業のマインドも大きく悪化、それに伴って需要水準も大幅に低下した。そのほか、原発事故に関する風評被害も無視できない。この原発事故については収束までにはかなりの時間がかかると考えられる上、日本のエネルギー政策の根幹そのものを揺るがしている。原発に対する信頼確保のために実施するストレステストにより、12年春にも全原発が停止することが濃厚となっており、日本経済は慢性的な電力不足に直面する事態となりつつある。

一方、時間の経過とともに、被災企業の復旧が進み、生産ラインの再開が進捗していること、さらに大きく冷え込んだマインドが回復したこともあり、主要な経済指標では持ち直しの動きが強まってきた。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4月以降、改善に転じており、6月時点で大震災による落ち込み幅の約3分の2を回復した。輸出数量(実質輸出指数)についても、5月以降は改善しており、6月までに同じく落ち込み幅の約8割を回復した。さらに民間消費関連でも、小売業販売額(商業販売統計)はすでに大震災発生前の水準を上回っている。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。



(2) 3四半期連続のマイナス成長となった2011年4～6月期

こうしたなか、8月15日に発表された4～6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▲1.3%) と、3四半期連続のマイナスとなった。前述の通り、月次の主要経済指標は持ち直しの動きが本格化しているものの、大震災直後の落ち込み方が激しかったことが影響した。

今回、成長率の押下げに最も寄与したのは輸出等の



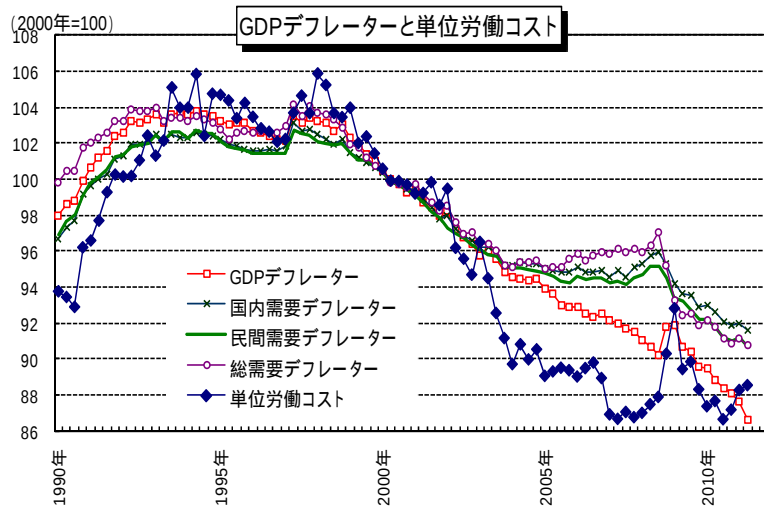


(株)農林中金総合研究所

大幅減であった。一方で、1～3 月期のマイナス成長の主因となった民間在庫投資は復元の動きが強まり、プラス寄与となったほか、震災対応のための公的支出（政府消費・公共投資とも）も下支え役となった。また、民間消費は小幅マイナスだったが、節電目的やクールビズ関連、さらには地デジ完全移行に向けた薄型 TV の販売が堅調に推移したことも見て取れる。

ちなみに、前期比成長率（前掲の▲0.3%）に対する内需寄与度は 0.4%pt と 3 四半期ぶりのプラス（うち、民需が 0.2%pt と 3 四半期ぶりのプラス、公需が 0.2%pt と 2 四半期連続のプラス）だったが、外需寄与度は▲0.8%pt と 4 四半期連続かつ大幅なマイナスであった。

また、名目 GDP も前期比 ▲1.4%（同年率 ▲5.7%）と 3 四半期連続のマイナスであった。一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが大きく崩れたままであることを反映して前年比 ▲2.3% と 7 四半期連続の下落で、しかも 2 四半期連続で前期からの下落幅が拡大。国際商品市況の高止まりを受けて輸入デフレーターが同 6.1% と上昇傾向を強める一方、民間住宅、公共投資以外の国内最終需要の各デフレーターはマイナス状態が続いている。国内需要の低調さなどにより、国内の付加価値生産部門は投入コスト増をなかなか価格転嫁できない状況となっている。なお、交易条件悪化に伴う交易損失は約 28 兆円（実質 GDP の 5.2%）にまで膨らんだ。さらに、注目の単位労働コストは前年比 1.1% と 2 四半期連続のプラスとなったが、現時点での単位労働コスト上昇は企業業績にとっては大きな重荷になるだろう。



(資料)内閣府

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災への対応策として、政府はこれまで、2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)。

一方、復興に向けた本格的な財政措置(第3次補正予算案)については、菅首相の退陣問題を巡る混迷などにより、編成作業などが大きく遅れている。復興費だけではなく、円高への対応としての産業空洞化対策・中小企業対策も盛り込むべきとの意見も聞かれるが、まだ全体像が固まっていない。すべては近々発足する予定の新内閣が決定することになるが、誰が後継首相であるのか、自公など野党との連携がどうなるのか、予断を許さぬ状況にある。なお、今回の予測においては、真水で7兆円程度の追加財政支出を想定した。

また、8月12日に閣議決定された「中期財政フレーム(12～14年度)」によれば、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、12年度予算の大枠を「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。概算要求の提出期限は9月末までと、例年より1ヶ月後ズレしているが、社会保障費と地方交付税交付金を除く政策経費については、各省が11年度比で一律1割減額した額を概算要求として提出するように求める構えである。一方で、税収については、大震災の影響で大きく落ち込む見通しである。

なお、「中期財政フレーム」では復旧・復興のため今後発生する支出を一時的に復興債で賄うものの、将来の臨時増税や税外収入で償還財源を全額確保する方針を明記されたが、その取扱いはいまだ不透明であることから、今回の予測では一切考慮しなかった。仮に、12年度から増税が実施されるとすれば、景気押し下げ要因になる可能性が高い。

(2) 世界経済の見通し

2009年半ば以降、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢なまま、一方の新興国・資源国経済は底堅く推移し、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ懸念が発生する、といった具合に「二極化現象」が発生していた。この間、先進国・地域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てきた反面、新興国ではインフレ昂進や不動産バブルへの警戒から引締め気味の金融政策への転換を図ってきた。

こうした中、11年半ばあたりから世界経済の先行き減速懸念が強まってきた。欧米で債務危機が再び浮上したほか、新興国でも金融引締めが景気減速を招くとの見方が強まっている。以下、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

11年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.3%と8四半期連続のプラスとなったものの、下方改訂された1～3月期(同1.9%→同0.4%)とともに、11年に入ってから

(株)農林中金総合研究所

成長減速が鮮明になった。4～6月期の低成長の要因には、GDPの約7割を占める個人消費が同0.1%とほぼ伸びが停滞したことが挙げられる。個人消費は雇用者数の増加ペースが鈍化傾向を示すなか、東日本大震災に伴う部品供給不足等の影響もあり、自動車などの耐久財消費が減少したほか、南部・中西部での竜巻被害や商品市況上昇による食品・エネルギー価格の高騰などが個人消費を押し下げたと見られる。また、国防費は増加したものの、政府支出の減少が続いたことも成長率へのマイナス寄与となった。一方、プラス寄与した項目は、好調な企業業績を背景に6四半期連続でプラスとなった設備投資のほか、純輸出(=輸出-輸入)、在庫投資、住宅投資であった。

直近の市場コンセンサス(ブルームバーグ調べ、8月)によれば、11～12年のGDP成長率予想は、3月以降、下方修正する動きが続いており、足元では4～6月期の成長減速や景況感の悪化を受けてさらに0.6～0.8%ほど下方修正されている。米国経済は緩やかながら回復が続いていると見られるものの、失業率が9%前後で高止まるなど雇用改善の動きが弱まっているほか、個人消費や生産などでも改善ペースの鈍化傾向が続いている。コア部分の物価上昇率は緩やかに上昇しているものの、依然として08年の金融危機により発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態が続いている。

こうしたなか、連邦政府の債務残高が5月16日に法律で定める上限の14.3兆ドル(約1,150兆円)に達した。米政府はこの枠を超えて借り入れすることができないため、債務上限の引き上げ法案が成立するまでの間、外為市場介入資金や公務員退職年金基金を流用するなど特別措置を講じることにより影響を回避させてきた。しかし、債務上限引き上げ問題をめぐっては、下院で過半数を占める野党共和党が財政健全化のために中長期的な財政赤字削減策を合意の条件としたことや、同党が来年秋の大統領選に向けて増税の是非を含め財政問題を争点にすべく上限引き上げを小幅にとどめようとしたほか、赤字削減策としての増税案に強く反対する同党内保守派「ティーパーティー」との調整に手間取ったことなどもあり、交渉が長期化した。最終的には法案は期限とされた8月2日に成立したが、

2011～12年 米国経済見通し (11年8月改定)

時期		単位	2010年	2011年		2012年			
項目	通期		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
	実績	予想	実績	予想	実績	予想	実績	予想	
実質GDP	%	3.0	1.9	1.1	2.5	2.5	2.4	2.6	
個人消費	%	2.0	2.2	1.9	1.8	2.5	2.7	2.9	
設備投資	%	4.4	8.0	4.7	10.3	6.6	4.8	6.5	
住宅投資	%	▲ 4.3	▲ 1.9	0.3	2.4	4.7	4.7	6.8	
在庫投資	寄与度	1.6	0.0	▲ 0.5	0.9	0.2	0.4	0.3	
純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.0	0.7	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.9	
輸出等	%	11.3	7.4	7.4	5.4	6.0	6.2	6.4	
輸入等	%	12.5	5.9	3.8	5.6	6.8	6.9	7.9	
政府支出	%	0.7	▲ 2.0	▲ 3.9	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8	
参考	コアPCEデフレーター	%	1.3	1.3	1.0	1.5	2.1	1.9	2.3
	GDPデフレーター	%	1.1	2.0	1.9	2.1	2.4	2.3	2.5
	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
	10年国債利回り	%	3.20	3.11	3.31	2.90	3.43	3.30	3.55
	完全失業率	%	9.6	9.0	9.0	9.0	8.7	8.8	8.6

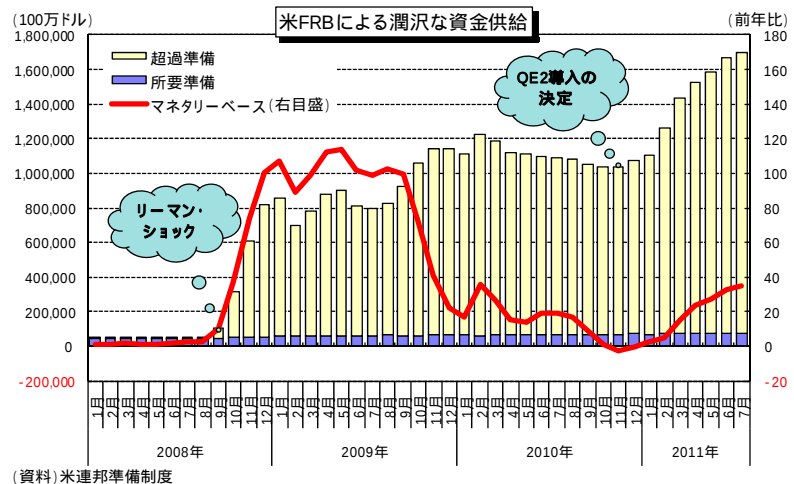
実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2011年8月18日(11年4～6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

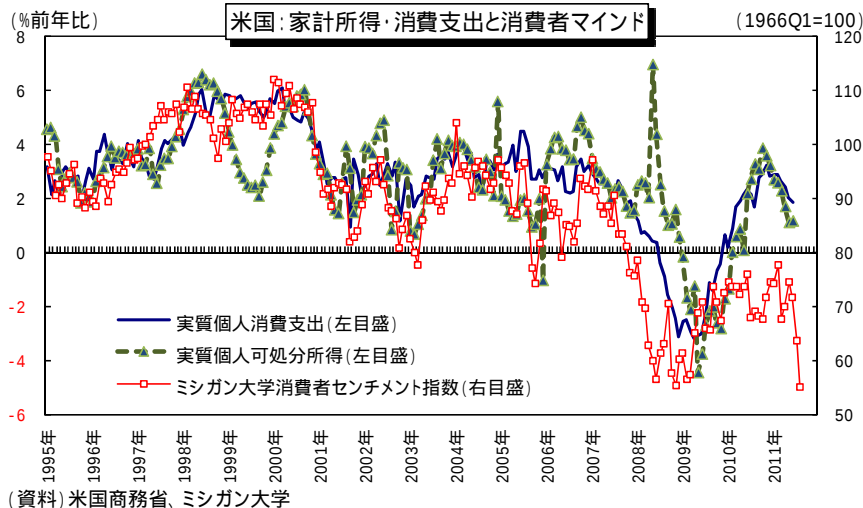
その内容は債務上限を最低 2.1 兆ドル(約 163 兆円)引き上げる一方、今後 10 年間で財政赤字を最大 2.5 兆ドル(約 195 兆円)削減するというものであった。ただし、赤字削減の具体的な内容については、超党派による特別委員会で審議して年末までに法案化するとされていることから、再び交渉が難航する可能性がある。こうした政治的な状況を見据えて、4 兆ドルの赤字削減が必要と事前警告していた米格付会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、法案成立後の 8 月 5 日に米国債を初めて格下げした。これを受けて米国の債務問題が世界的な金融・経済危機に波及するのではないかと懸念が強まり、金融市場に混乱が広がった。

一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は、昨年 11 月から 8 ヶ月にわたって実施した総額 6,000 億ドル規模の米国長期債を購入する追加的緩和策(QE2)を予定どおり 6 月末に終了した。ただし、その後も保有する有価証券の償還資金の再投資を継続して行い、既存の保有残高水準を維持している。FRB のバランスシートは 2.9 兆ドル(約 222 兆円)まで規模が拡大している。直近の 8 月 9 日に開



(資料) 米連邦準備制度

かれた連邦公開市場委員会(FOMC)の声明では、景気認識を「今年に入ってから経済成長が著しく緩慢」と下方修正した上で、「景気回復ペースは今後数四半期にわたり、これまでの予想を幾分下回る」と見込み、「景気見通しに対する下振れリスクは拡大した」との見解を示した。また、政策金利であるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標は、08年12月に事実上のゼロ金利となる0~0.25%に引き下げられて以降、据え置かれているが、直近のFOMCでは回復ペースが緩やかであることなどからいわゆる「時間軸効果」をねらって、少なくとも13年半ばまで現状維持する方針が決定された。一方、追加緩和策第3弾(QE3)については何ら触れていないものの、FOMC声明では「さまざまな政策手段について協議し、適切にこれらの手段を実施する用意がある」と言明しており、今後の景気次第では一段の緩和策を打ち出す可能性がある。したがってFRBは、自らに課せられている「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ために、かなり長期にわたって緩和的な金融政策を継続するものと見られる。ただし、物価が急上昇するような場合(たとえばコアPCE



(資料) 米国商務省、ミシガン大学

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)には、13年半ばよりも前倒しで金融緩和から引き締めに向かう出口戦略に政策転換する可能性もある。

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、成長減速の主因となっている個人消費は、雇用・



(株)農林中金総合研究所

所得環境が減速傾向を示すなか、インフレ警戒感はやや薄らいだものの、労働市場に対する先行き不安を背景に消費者マインドが低下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の動きに鈍化傾向が見られるものの、11年末で設備投資減税が期限切れとなることから、11年後半には駆け込み需要が期待される。加えて、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にも支えられ、設備投資はその後緩やかな増加ペースが続くと予想する。

住宅投資については、住宅着工件数が6、7月と60万戸台(年率換算)を回復したものの、依然として住宅ブーム時の水準の3分の1を割り込んで推移しており、力強い動きにはなっていない。また、先行指標となる住宅着工許可件数も7月には再び60万戸台を割り込むなど、低水準を脱するには今しばらく時間を要すると見られる。家計においては住宅ローン負担を圧縮するというバランスシート調整が進行中であることから、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、住宅市況が底打ちする可能性もある。

外需については、足元で欧州財政問題の深刻化や引き締め策による中国等新興国の景気減速など世界経済の減速が懸念されており、11年後半は緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、12年にかけては緩やかな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。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、11年後半から12年にかけての成長率は潜在成長率(2%台半ばといわれる)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1.9%(前回見通しから0.8%ptの下方修正)、12年は同2.5%(同0.4%ptの下方修正)と予想する。

欧州経済

ユーロ圏(17ヶ国)の2011年4~6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.2%(年率換算0.8%)となり、1~3月期の同0.8%(同3.2%)から減速した。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.1%(1~3月期:同1.3%)、フランスが同0.0%(同0.9%)となり、いわゆるコア国についても、今回、周辺国同様の水準にまで成長率が低下した点が注目される。周辺国としては、ポルトガルが同0.0%(同▲0.6%)、イタリアが同0.3%(同0.1%)、スペインが同0.2%(同0.3%)等となっている。なお、ユーロ圏以外では、英国が同0.2%(同0.5%)となった(付表参照)。

直近のユーロ圏のマクロ経済情勢について見ると、生産面では6月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%と、3ヶ月ぶりにマイナスに転じた。これは前年同月比では2.9%の伸びであるものの、5月の前月比4.4%の伸び等に比べ明らかに頭打ちを示す値となっている。また、雇用情勢については、6月の失業率は9.9%と依然高止まりが継続しており、特にスペインの21.0%、アイルランドの14.2%、ポルトガルの12.2%等、周辺国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0.9%の増加となったが、これは前年同月比で▲0.4%であり、引続き力強さに欠ける展開となっている。なお、欧州委員会による7月の景況感指数は5ヶ月連続の前月比マイナスとなり、10年8月以来の低水準である103.2にまで低下した。

一方、ユーロ圏の経済成長の牽引役と期待されるドイツについては、6月の製造業受注が前月比1.8%の増加(前年同月比では9.5%の増加。5月の前月比は1.5%の増加)となったが、一方で鉱工業生産指数が5月の前月比0.9%上昇に対し6月には同▲1.1%(前年同月比では6.7%の上昇)となるなど、足元では生産面で頭打ちと考えられる動きが



(株)農林中金総合研究所

現れている。輸出額についても、5月の前月比4.4%増加に対し6月には同▲1.2%(前年同月比では3.1%増加)と、減少に転じている。一方、これまでの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るが、6月の欧州連合統計局発表の失業率は前月に引続き既に6.1%まで低下している。小売売上高は6月には前月比6.3%の増加となったが、前年同月比では▲1.0%であり、09年央以降は回復傾向にあるものの引続き月々の変動幅の大きい動きが続いている。

欧州中央銀行(ECB)は、4月に続き7月に政策金利を0.25%引上げ1.50%とした。7月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.5%上昇と、前月の2.7%からは低下したものの、ECBが上限とする2%を8ヶ月連続で上回っている。足元では原油価格の落ち着きもあるため、今後の政策決定にあたっては、ECBはこれまでの政策効果の浸透に加え、CPIの動向を慎重に見極めることになるものと考えられる。

一方、欧州の財政問題については、7月にギリシャに対する追加支援が合意されたが、ユーロ圏各国によるその承認手続等が残されているほか、イタリアやスペイン等に対する問題の波及が懸念される状況が続いており、今後も問題が長期化するとともに、経済情勢の波乱要因となる可能性がある。また、米国や中国を含む世界経済の成長鈍化の可能性も、リスク要因である。

以上を踏まえ、ユーロ圏では、コア国も含めた緊縮財政を主因とする内需の拡大抑制やECBの利上げの影響等により、11年の実質GDP成長率は、10年実績の1.7%から減速し、1%台前半にとどまる可能性が高いと考えられる。また、12年についても、欧州財政問題の影響が継続するなか、同程度の水準で横ばいとなる可能性が高い。

中国経済

中国の11年4~6月期の実質GDP成長率は前年比9.5%と、1~3月期(同9.7%)から小幅減速したが、依然として高い成長率が続いている。また、足元のマクロ経済情勢についても消費がやや鈍化したが、投資の伸び率が高く引続き景気の下支えとなっているため、高水準の成長が続いていると見られる。以下、GDPの需要項目別の動向を見てみよう。

消費の動向については、インフレの高止まりや利上げの実施による消費者マインドの低下、また不動産購入規制の強化が続いていることなどを受け、7月は前年比17.2%と、6月(同17.7%)からやや鈍化した。しかし、消費者物価が先行きピークアウトすると見られることや、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、7月の固定資産投資は前年比27.7%と、6月(同11.8%)から伸びが大幅に拡大した。今後、保障性住宅(中低所得層向けの分譲住宅、賃貸住宅)の建設が加速され、水利施設建設などの新規大型プロジェクトも開始されることなどにより、固定資産投資の底堅さが引き続き維持されるだろう。

外需の動向については、中国海関総署の発表によると、7月の輸出は前年比20.4%増の1,751億ドル、輸入は同22.9%増の1,436億ドルと、いずれも堅調な推移となった。今後の輸出動向については、債務問題懸念から欧米経済の回復が軟調と見込まれていることから、伸び率は若干低下すると相定される。

一方、7月の消費者物価指数(CPI)は前年比6.5%と高止まりの状況が続いた。7月のCPI上昇率の要因を分析すると、前年同月の水準が低かったことに伴うベース効果(寄与度が3.3%)や、食品価格、特に豚肉価格が高騰したことなどが挙げられる。しかし、政府は豚肉生産促進の対策を取り始めているため、今後は豚肉の価格が落ち着いてくると見られる。また原油などの国際商品市況の高騰一服、さらにベース効果の剥落などによって年後半にかけてインフレ圧力は緩和される可能性が高い。



(株)農林中金総合研究所

なお、こうしたインフレ圧力を抑制するために、これまで中国人民銀行は金融引締め策を強化してきた。同行は11年6月まで預金準備率を毎月上げてきたことに加え、7月には利上げも実施、1年貸出基準金利と1年定期預金金利はそれぞれ6.56%、3.50%となった。

こうした金融引締め策の強化によって中小企業の倒産も散見されており、保障性住宅建設資金の調達難などの深刻な問題も生じている。そのため、中小企業、保障性住宅建設、農業に対しては金融支援や財政支援が確認された。しかし、不動産価格やインフレが高止まっているなかで、実質金利のマイナス状態が続いていることもあり、年後半にかけて1回の利上げが実施されるだろう。ただし、世界経済の先行き不透明感が一段と高まることになれば、利上げを含めた金融引締め策の判断は一層慎重になり、見送られる可能性も否定できない。

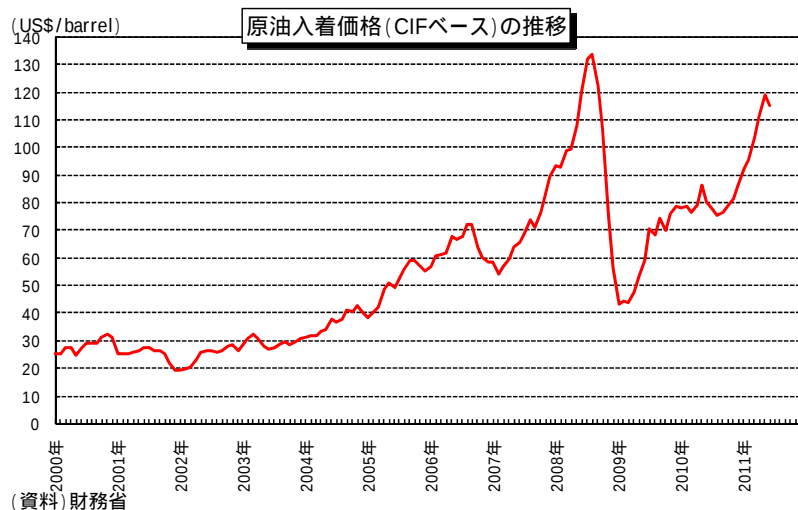
全般に見れば、中国政府は特定分野においては金融支援を実施しながらも全体としては引続き金融引締め策の継続によって資産価格の上昇やインフレを抑制しようという意向も見て取れる。また、多くの死者が出た中国高速鉄道の事故を受けて既存および新規の高速鉄道プロジェクトの工事の見直しや中止が実施されることになり、経済成長はこれまでの予想より鈍化するかもしれない。しかし、保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていくなか、年後半にかけて投資・消費を牽引役に中国経済が再び加速する可能性が高いと考えられる。

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。その後、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たが、水準そのものは高止まりが続いている。

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、8月上旬には一時80ドル前後まで下落した。

最近の世界経済の成長鈍化を受けて、石油輸出国機構(OPEC)が11年の石油需要の見通しを若干下方修正したことに加え、IEA、米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)も同様の下方修正をしている。とはいえ、新興国経済は引き続き底堅く推移するほか、日本の火力発電シフトに伴う石油需要も見込まれることから、原油価格は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100～105ドル、12年度は105～110ドルを中心に推移することを見込んでいる。



2011～12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)
名目GDP	%	0.4	▲ 1.9	1.9
実質GDP	%	2.3	0.0	2.6
民間需要	%	2.0	0.6	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.4	0.6
民間住宅	%	▲ 0.3	1.4	11.8
民間企業設備	%	4.2	1.1	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.2	0.1
公的需要	%	▲ 0.0	2.8	5.8
政府最終消費支出	%	2.2	1.8	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	7.5	35.2
輸出	%	17.0	▲ 2.9	3.1
輸入	%	11.0	3.3	5.8
国内需要寄与度	%pt	1.4	1.0	2.7
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.4	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.6	1.3
海外需要寄与度	%pt	0.9	▲ 0.8	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 0.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.7	2.3	1.9
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.2
完全失業率	%	5.0	4.7	4.6
鉱工業生産 (前年比)	%	9.0	1.9	11.2
経常収支(季節調整値)	兆円	15.9	8.2	10.7
名目GDP比率	%	3.3	1.7	2.2
為替レート	円/ドル	85.7	79.2	81.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.16	1.33
通関輸入原油価格	ドル/バレル	84.4	108.8	110.0

(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	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
名目GDP	%	2.1	▲ 0.9	0.6	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.4	0.9	0.1	0.9	0.7	0.4	0.1	▲ 0.1
実質GDP	%	2.3	▲ 0.1	1.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.3	0.7	0.3	1.1	0.9	0.5	0.2	0.1
(年率換算)	%	9.4	▲ 0.5	3.9	▲ 2.5	▲ 3.6	▲ 1.3	2.8	1.3	4.5	3.7	1.8	1.0	0.6
民間需要	%	2.5	▲ 0.5	1.7	▲ 0.6	▲ 1.1	0.3	0.6	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
民間最終消費支出	%	1.0	▲ 0.4	0.9	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	1.0	▲ 0.1	2.1	2.8	0.2	▲ 1.9	0.5	0.7	2.5	5.0	3.0	2.5	2.0
民間企業設備	%	1.6	2.4	1.1	0.1	▲ 1.4	0.2	0.7	1.5	1.6	1.2	1.0	0.7	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	1.0	▲ 0.5	0.5	0.0	▲ 0.3	0.3	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.6	0.6	0.9	0.8	0.7	2.7	2.7	0.9	▲ 0.1	▲ 0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 0.4	▲ 5.3	▲ 2.2	▲ 5.8	▲ 1.0	3.0	2.0	4.0	18.0	15.0	4.0	▲ 1.0	▲ 3.0
輸出	%	6.1	6.7	0.7	▲ 1.0	0.0	▲ 4.9	2.7	0.3	0.9	0.3	0.8	0.8	1.0
輸入	%	2.7	4.9	2.6	▲ 0.6	1.5	0.1	1.1	1.4	1.0	1.8	1.6	1.2	1.3
国内需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6	▲ 0.7	0.4	0.4	0.4	1.0	1.0	0.5	0.3	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.4	1.2	▲ 0.4	▲ 0.8	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.6	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.4	2.6	2.2	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
完全失業率	%	5.0	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5
鉱工業生産 (前期比)	%	7.4	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 4.0	8.0	1.5	5.0	2.0	1.5	1.7	2.0
経常収支(季節調整値)	兆円	4.5	3.9	4.4	4.3	3.3	1.9	2.2	2.0	2.1	2.3	2.5	2.8	3.1
名目GDP比率	%	3.8	3.3	3.7	3.6	2.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.9	2.1	2.4	2.6
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.3	81.7	78.0	78.0	79.0	80.0	81.0	82.0	83.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.25	1.18	1.05	1.15	1.25	1.30	1.30	1.35	1.35
通関輸入原油価格	ドル/バレル	77.7	81.8	76.5	82.1	97.2	115.2	110.0	105.0	105.0	105.0	110.0	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、前期比。

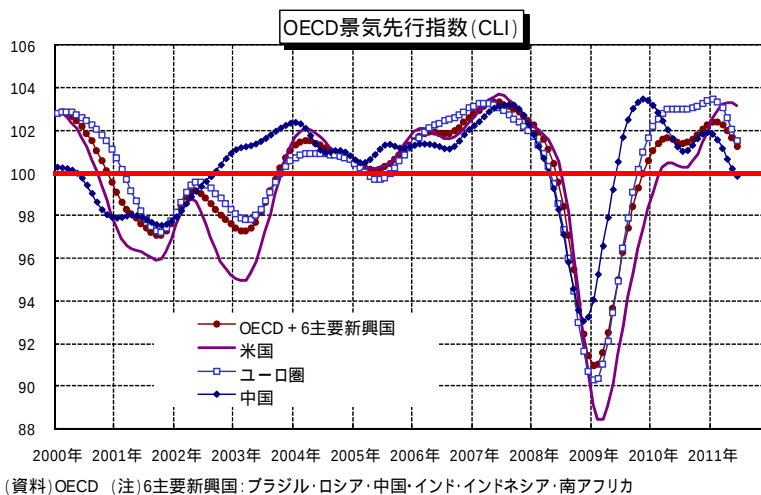
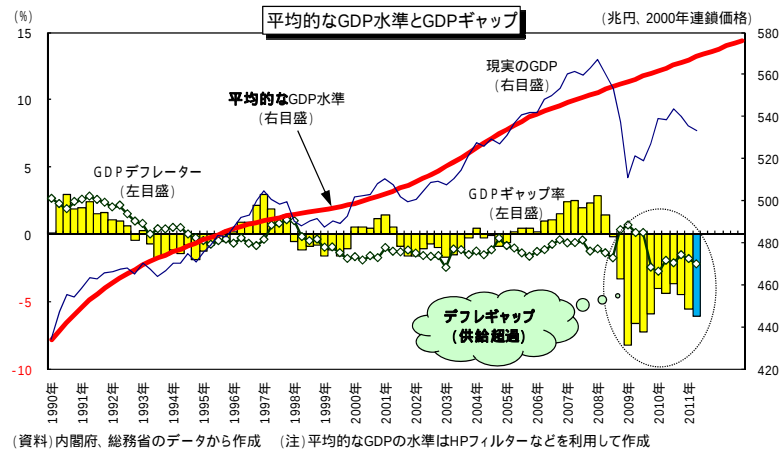


3. 2011～12年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

巨大津波を受けた東日本太平洋沿岸部や福島第1原発周辺には、被害の傷跡が依然生々しく残っている。しかしながら、大震災発生からの時間経過とともに、被災した企業の操業再開や家計のマインド回復が図られ、景気の持ち直し傾向が強まっていることも確かである。今回の大震災による景気の落ち込みがサプライチェーンの大掛かりな障害発生によって生じた性格のものであること

を踏まえれば、復旧・復興が順調に進みさえすれば、景気は本来の成長経路に向けたキャッチアップが見られるはずである。なお、被災企業等の説明を総合すると、概ね9月末までには生産ラインの復旧作業が完了することが見込まれている。今後の国内景気の動向は、海外経済の動向を背景にした輸出と、財政支出とそれを呼び水として創出される民間投資などの復興需要の動きに大きく左右されていくものと思われる。



さて、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、過大な期待が困難な状況であると言わざるを得ない。米国では、1990年代初頭のバブル崩壊後のバランスシート調整に長い年月を要した日本の状況に酷似しているのではないかと、といった「日本化」への警戒が強まっている。欧州では債務問題が収束の兆しを見せず、通貨統合への失望感も一部で浮上している。

また、リーマン・ショックによる世界経済金融危機後は国内需要への刺激策が奏功し、堅調な成長を続けてきた新興国・資源国では、インフレ・バブル懸念と安定成長とのバランスを巡って、微妙な状況にさしかかっている。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が、それに至る過程では景気スローダウンを伴うことから、短期的には日本からの輸出減速につながる可能性が高いだろう。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。

また、政治混迷による3次補正予算の編成やそれに関連する復興関連支出の遅れも気がかりである。補正予算案は新政権の下で編成され、今秋召集される臨時国会に提出さ



(株)農林中金総合研究所

れて審議入りすることとなるが、速やかに成立したとしても実際の予算執行は年末あたりまでずれ込むリスクが高い。なお、ねじれ国会という状況下、野党の協力がなければ物事が進まないのは、これまでの経緯を見れば明らかである。どういう枠組みでの政権が誕生するかはさておき、少なくとも復旧・復興関連の案件については与野党の立場を超えて議論できる場を確保する必要があるのは言うまでもない。

さらに、夏場を迎えて、電力供給不足が懸念されている。政府は、7月に東京電力・東北電力管内について一律15%の節電目標を掲げる電力使用制限令を発動した。また、関西電力・北陸電力でも法的根拠はないものの、15%の節電要請を行っている。猛暑が続く中、これまでのところ、家計・企業などの努力の結果、大規模停電に陥ることなく推移してきたが、まだまだ予断を許さぬ状況である。さらに、全原発に対してストレステストの実施を義務づけたことで、日本経済が慢性的な電力不足問題に直面することがほぼ確実な状況となってきた。12年5月には全54原発が停止する事態が想定されている。なお、日本では電力供給の3割弱(10年度)を原発が担っていたが、その代替供給が可能なのか、非常に気がかりである。

また、中期的な視点からは、日本経済はそもそも元の成長経路に戻ることができるのか、という問題を意識せざるを得ないだろう。今回のサプライチェーンの寸断や度重なる大地震発生、さらには原発事故による長期的な後遺症などにより、改めてリスク分散の必要性が真剣に検討される可能性がある。加えて、復興に向けた時限増税措置に伴い、仮に法人税増税が導入されれば、生産拠点の海外移転を加速させる可能性もある。高付加価値の日本製品に依存してきた生産体制を見直す動きも出ることも予想される。様々な面で、今回の大震災は日本経済・産業の将来に大きな課題を投げかけたと思われる。

以下、部門別に日本経済の先行きを考える上でのポイントを述べてみたい。まず、家計部門については、基本的に大震災発生直後の自粛ムードはほぼ解消したが、今後は地デジ完全移行を前に4~6月期の消費を押し上げた薄型TVや夏場に向けての節電関連商品(省エネ家電やスーパークールビル関連の衣料品など)の反動減、さらには企業業績悪化に伴う賃金下落圧力などに警戒する必要がある。一方で、復興需要が本格化してくれば、住宅再建とともに、耐久消費財についてもある程度の需要が見込まれる。ただし、いわゆる「二重ローン問題」もあり、住宅などの回復時期はだいぶ遅れることもありうる。

次に、企業部門であるが、被災した生産・営業用設備の復旧に合わせ、企業活動も大震災前の水準に向けて持ち直しの動きが強まっている。また、これまでのところ復旧・復興に絡む設備投資需要が底堅く推移してきたほか、新興国向け・スマートフォン向けを中心に企業の設備投資意欲は高まってきた。しかし、このところの世界経済の減速懸念や円高圧力などを受けて、設備投資計画が先送りされるリスクが浮上してきた。また、12年入り後は慢性的な電力不足問題が順調な復興を阻害するリスクもあるだろう。

一方、公的需要については、復旧・復興に向けた公的支出が拡大するのは確実であり、一定程度、国内景気を下支えすることとなるだろう。ただし、前述の通り、大規模な復興支出が実際に執行されるのは11年末ごろまで後ズレする可能性があるため、公共事業などが本格化し、景気を押し上げ始める時期は12年以降となるだろう。

最後に、対外バランスについてである。製造業の生産ライン復旧に伴って、大幅に落ち込んだ輸出も急回復してきたが、このところの世界経済の減速傾向を受けて今後は伸び率が減速し、しばらくは低調に推移する可能性が高い。特に、年末にかけて中国などで成長率の一段の減速が見られた場合には、輸出を一時的に減少させる可能性がある点には注意が必要だ。一方、輸入に関しては、火力発電シフトに伴って原油・LNGの輸入増が見込まれることから、全般的に底堅く推移すると思われる。貿易収支の赤字状態は11年内には解消すると思われるが、外需が成長率を押し上げる力は限定的であろう。



(株)農林中金総合研究所

以上の点などを踏まえつつ、11～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。まず、足元 7～9 月期については、電力不足への警戒が続く中、復旧・復興に向けた動きが強まるなど、景気持ち直し基調は維持されていると思われる。月次経済指標が尻上がりに改善していることもあり、ゲタをはいた格好となっているため、7～9 月期には 4 四半期ぶりのプラス成長となる可能性は高いと思われる(前期比 0.7%、同年率 2.8%)。

なお、9 月末時点で被災製造業の生産ライン復旧がひとまず終了し、年度下期以降については、大震災前と同様、海外経済の影響を受ける輸出動向と、復興に向けた支出の動きに左右されるようになるだろう。しかし、年末にかけては多少の不安要素があるのは否めない。それは、前述の通り、世界経済が一時的に減速する可能性や、本格的な復興費を盛り込む第 3 次補正予算の成立・執行時期が後ズレするリスクが高まっているからである。復興計画やそれを実施するための歳出が決まらなければ、それらに付随して出てくるはずの民間投資も出難いものと思われ、10～12 月期はやや足踏みするリスクがある(前期比 0.3%、同年率 1.3%)。本格的な復興需要増に伴う景気押上げは 12 年 1～3 月期以降になるだろう。

とはいえ、12 年年明け後も必ずしも順調な面ばかりではない。全原発を対象とするストレステストの実施に伴い、徐々に電力供給能力が低下していくことから、慢性的な電力不足問題に陥っていく可能性がある。また、年度上期の企業業績の悪化により、今冬賞与が悪化する可能性や、食料品・エネルギーなど生活必需品の価格上昇による実質購買力の低下は、民間消費には抑制的に働くだろう。この結果、実質 GDP 成長率で前年度比 0.0% (前回 6 月時点の予測も 0.0% で変更なし)と予測する。また、名目 GDP 成長率は▲1.9% (前回予測は▲1.3%)と 2 年ぶりのマイナスと予測、依然として名実逆転状態は継続する。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▲1.8% (前回予測は▲1.3%)とマイナスが続くだろう。

続く 12 年度についても、上期中は復興需要が継続することもあり、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、成長率は減速するだろう。年度を通じての実質 GDP 成長率は 2.6% へ加速 (前回予測も 2.6% で変更なし)、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 1.9% (前回予測は 1.8%) とプラスに転じるが、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。

雇用環境については、5 月には失業率(被災 3 県を除くベース)が 4.5% と、2 年 3 ヶ月ぶりの水準まで低下するなど、震災発生にもかかわらず、概ね改善傾向が維持されている(その後、小幅悪化)。4～6 月期の労働力調査(詳細集計)からも、失業期間 3 ヶ月以上の失業者が前年同期に比べて 26 万人減の 182 万人となり、特に失業期間 1 年以上の失業者が同 9 万人減と 3 年半ぶりにマイナスに転じた(被災 3 県を含めた全国ベースとの通算)。また、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。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であろうが、一方で大震災発生や歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響が雇用面に徐々に出てくる可能性も否定できない。11 年度最終四半期(12 年 1～3 月期)は 4.6%、12 年度最終四半期(13 年 1～3 月期)は 4.5%と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

(2) 物価見通し

8 月 12 日に公表された消費者物価の 2010 年基準への遡及改訂結果によれば、6 月の全国消費者物価は総合が前年比 ▲0.4% (05 年基準: 0.2%)、生鮮食品を除く総合(コア)が同 ▲0.3% (同: 0.4%) と、それぞれ ▲0.6pt、▲0.7pt の下方改訂となった。このように、05 年基準では 4 月以降は前年比プラスに転じていたはずの消費者物価が、実際はまだマ



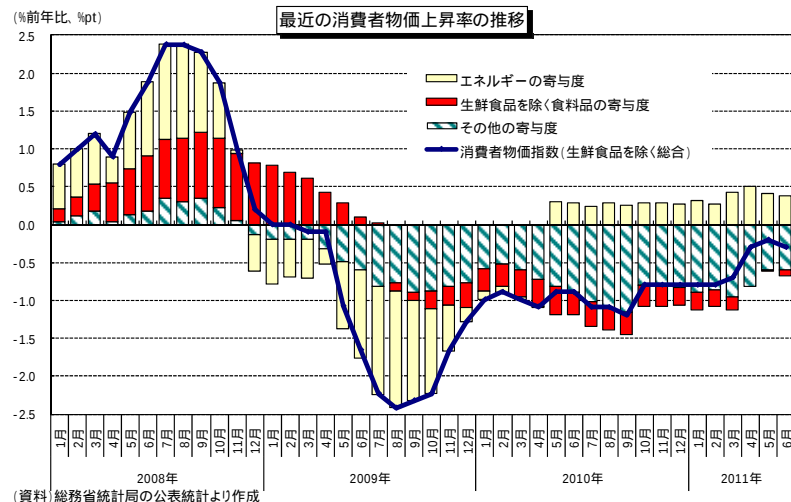
(株)農林中金総合研究所

イナスで推移していたことが判明するなど、日本経済を覆っているデフレ圧力の根強さが改めて確認される結果となった。

一方、最近の国際商品市況の高騰によって一部の食料品やエネルギー関連の価格が上昇傾向を強めているのは確かであるが、国内の需給バランスは依然として崩れたままであり、物価のベース部分に対する下落圧力は強い。先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを埋まるほどまでには至らず、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。さらに、10月には前年に実施されたたばこ税率引き上げの影響が一巡することから、物価下落率がさらに▲0.2%ポイントほど押下げられることになるだろう。それでも12年に入り、復興需要が国内景気の底上げに貢献してくれば、物価押下げ効果が薄まることも十分想定される。

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▲0.3%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。





4. 当面の金融政策・金融市場動向：

(1) 金融政策 ～ まだ終焉を見ぬ「デフレとの闘い」

日本銀行は東日本大震災発生を受けて、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。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いる。

一方、7月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧州の債務危機が広がりを見せたこともあり、世界的に金融資本市場が大荒れとなり、かつ円高圧力が一段と高まった。日銀は、こうした為替レートや金融資本市場の不規則な変動が企業マインドや経済活動などに悪影響が及ぶのを防ぐため、8月4日の金融政策決定会合において、資産等買入基金を10兆円増額（うち資産買入基金を5兆円、固定金利オペ（期間6ヶ月）を5兆円、それぞれ増額）することを決定した。ちょうど、財務省による為替介入が行われたタイミングでの追加緩和となり、相乗効果による円高阻止効果が期待されたが、緩和策の内容が市場参加者の想定の内範囲内だったこともあり、円高圧力を緩和させるには至っていない。

日銀としては、今後とも、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援、という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとしているが、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の悪化懸念の強まりなどを背景に、更なる緩和圧力が高まる場面も十分ありうるだろう。さらに、第3次補正予算編成に絡んで、復興財源に対する協力が求められることも考えられる。それゆえ、日銀の「次の一手」としては、資産買入基金の追加増額、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、などが検討されると見込んでいる。

一方で、消費者物価の基準改訂に伴って前年比変動率が再びマイナスとなっており、包括緩和策の解除の条件（「物価の安定」とされる1%前後での推移が展望できる状況）を満たすまでには相当程度の時間がかかる可能性が高まった。現行の包括緩和策の枠組みは10年代半ばまで続けられる可能性もあるだろう。

(2) 金融市場の見通し

東日本大震災の発生後、政府・日銀は予想される金融市場の不規則変動に対し、万全の策を講じた結果、市場の動揺は未然に防がれた。しかし、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。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

大震災後の景気悪化懸念や日銀による潤沢な資金供給を背景に、一時1.2%割れとなった長期金利（新発10年物国債利回り）は、その後復興に向けて国債の大量増発が不可避といった需給悪化懸念などが強まり、4月中旬には1.3%台前半まで上昇した。しかし、



(株)農林中金総合研究所

5月中旬以降は1.1%台を中心としたレンジ相場入りするなど上昇傾向は長続きせず、足元に至っては海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に、一時1%割れの水準まで低下した。

先行きについては、復興需要が強まってくるにつれて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が、一方で景気の牽引役である輸出の伸び悩みへの懸念や追加緩和策への思惑などもあり、さらに一段と低下余地を探る可能性も否定できない。当面は、時として大きな変動を伴いつつも、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)による協調為替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。その後、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が、7月上旬にかけては底堅い米国経済指標を材料にじり高となり、米雇用統計(6月分)への期待感から7月8日には震災発生当日に迫る水準まで株価が上昇した。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の高まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに8月上旬にかけての世界的な株安の中で下落し、直近は9,000円前後でもみ合いとなっている。

政治混迷などによる復興の遅れや原発事故の被害拡大への警戒感が残るほか、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題が企業業績の足枷になるとの懸念も徐々に強まっている。概し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

基本的に円高圧力が根強い展開が続いている。とはいえ、決して日本円に対する積極的な評価が高まっているわけではなく、欧米における金融システム不安や債務危機の拡大など、グローバル金融危機の後遺症から完全に立ち直れていないことが、円高の背景となっていると考えられる。特に最近では、対ドルでは米国の景気回復テンポの鈍さや追加緩和観測の浮上、さらには米国債価格下げの可能性などが、対ユーロではギリシャ財政危機のユーロ域内での波及などが、いずれも円高圧力を高めた。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが燃り続けていることもあり、現状水準でもみ合いが続くことが見込まれる。仮に現状水準以上に円高が進行することになれば、為替介入への警戒感が強まることから、過度な円高進行は想定しない。円安方向へ動き始めるためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国での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る。

金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年			2012年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6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)	(%)	0.329	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 (%)	1.020	0.90 ~ 1.15	1.00 ~ 1.40	1.10 ~ 1.50	1.15 ~ 1.55
	5年債 (%)	0.340	0.25 ~ 0.45	0.30 ~ 0.65	0.40 ~ 0.75	0.45 ~ 0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	76.6	75 ~ 80	75 ~ 85	76 ~ 88	78 ~ 90
	対ユーロ (円/ユーロ)	110.2	105 ~ 118	105 ~ 125	105 ~ 125	110 ~ 130
日経平均株価	(円)	9,057	9,250 ± 1,000	9,750 ± 1,000	10,000 ± 1,000	10,250 ± 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8月17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。

2011～12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		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.3	0.0	▲ 0.4	1.6	2.6	1.7	0.8
民間需要	%	2.0	0.6	0.0	1.2	1.9	1.0	1.0
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.4	▲ 0.3	0.3	0.6	0.4	0.5
民間住宅	%	▲ 0.3	1.4	▲ 1.5	2.5	11.8	7.9	6.6
民間企業設備	%	4.2	1.1	▲ 0.2	2.9	4.5	2.5	2.0
公的需要	%	▲ 0.0	2.8	1.6	2.9	5.8	4.5	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	1.8	1.1	0.4	0.0	▲ 0.2	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	7.5	3.5	15.6	35.2	27.0	1.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.7	22.3	22.2	22.4	21.4	21.5	21.2
輸出	%	17.0	▲ 2.9	▲ 3.6	3.5	3.1	1.2	2.1
輸入	%	11.0	3.3	1.4	3.0	5.8	3.1	3.5
内需寄与度 (前期比)	%	1.4	1.0	0.4	1.2	2.7	1.8	0.6
民間需要 (")	%	1.4	0.4	0.0	0.7	1.4	0.8	0.6
公的需要 (")	%	▲ 0.0	0.6	0.4	0.6	1.3	1.1	0.0
外需寄与度 (")	%	0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.7

(前年同期比)

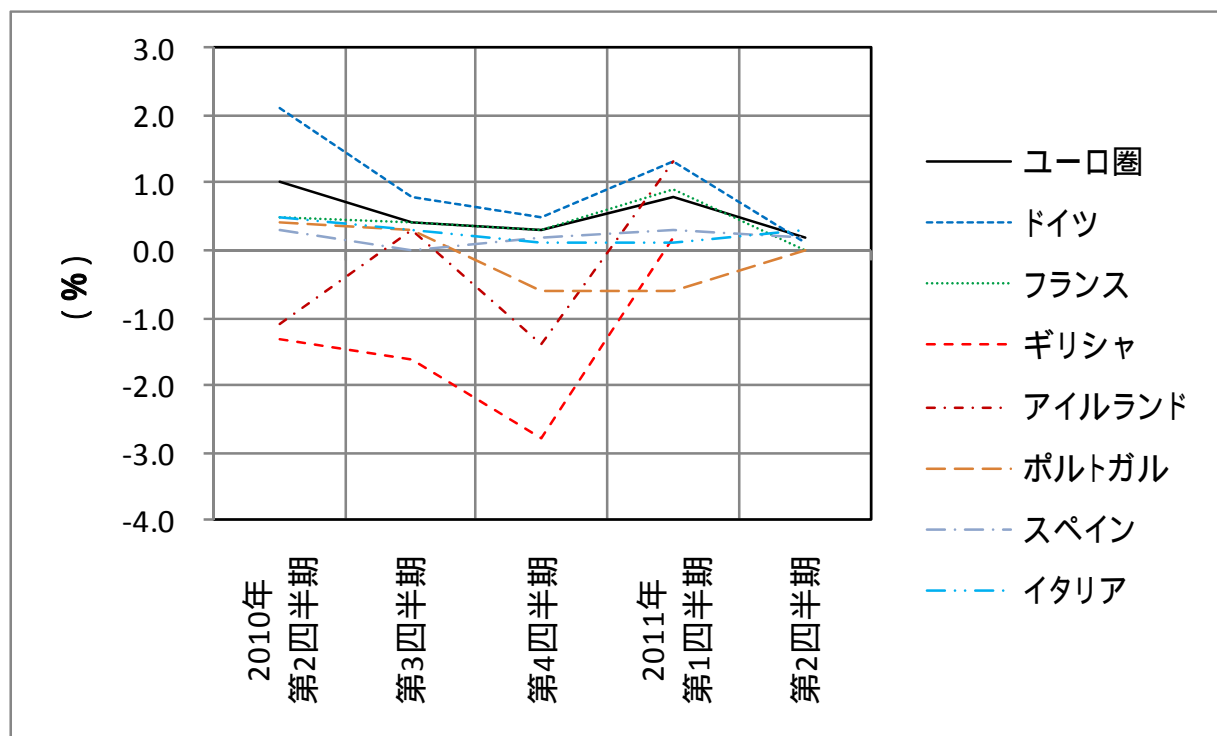
	単位	2010年度 通期	2011年度			2012年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.4	▲ 1.9	▲ 3.1	▲ 0.8	1.9	2.3	1.5
実質GDP	%	2.3	0.0	▲ 1.1	0.8	2.6	3.0	2.3
民間需要	%	2.0	0.6	▲ 0.2	1.0	1.9	2.0	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.4	▲ 1.0	▲ 0.1	0.6	0.6	0.7
民間住宅	%	▲ 0.3	1.4	2.3	0.6	11.8	10.3	13.3
民間企業設備	%	4.2	1.1	▲ 0.2	2.4	4.5	5.1	4.0
公的需要	%	▲ 0.0	2.8	1.2	4.1	5.8	7.1	4.5
政府最終消費支出	%	2.2	1.8	2.2	1.3	0.0	0.0	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	7.5	▲ 4.1	18.5	35.2	45.4	26.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.7	22.3	22.2	22.4	21.4	21.5	21.2
輸出	%	17.0	▲ 2.9	▲ 4.2	▲ 1.6	3.1	3.3	2.9
輸入	%	11.0	3.3	2.8	3.9	5.8	5.7	5.9

国内企業物価 (前年比)	%	0.7	2.3	2.5	2.1	1.9	1.8	2.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
完全失業率	%	5.0	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7	4.6
鉱工業生産 (前年比)	%	9.0	1.9	▲ 2.8	6.8	11.2	13.7	8.9
住宅着工戸数	千戸	819	847	410	438	1,013	488	525
経常収支	兆円	15.9	8.2	4.1	4.1	10.7	4.8	5.9
貿易収支	兆円	6.5	▲ 2.3	▲ 2.0	▲ 0.3	4.4	1.5	2.9
為替レート(前提)	ドル/円	85.7	79.2	79.9	78.5	81.5	80.5	82.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	84.4	108.8	112.6	105.0	110.0	107.5	112.5

(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、ギリシャおよびアイルランドは 2011 年第 2 四半期の数値は未公表。

ECB による専門家調査等での予測値

(単位: %)

		2011 年	2012 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB による専門家調査	1.9	1.6
	(参考) 前回の予測値	1.7	1.7
ユーロ圏 CPI	ECB による専門家調査	2.6	2.0
	(参考) 前回の予測値	2.5	1.9
ユーロ圏 失業率	ECB による専門家調査	9.8	9.5
	(参考) 前回の予測値	9.8	9.5

(出所) ECB(2011/8) “Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the Third Quarter of 2012”による。なお、前回の予測値は、2011 年 5 月に公表された値。

付 表 2： 中国経済

