



2013～14年度改訂経済見通し

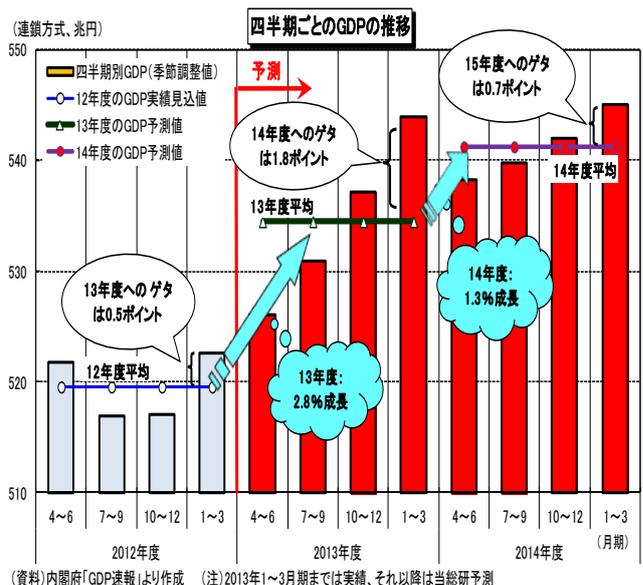
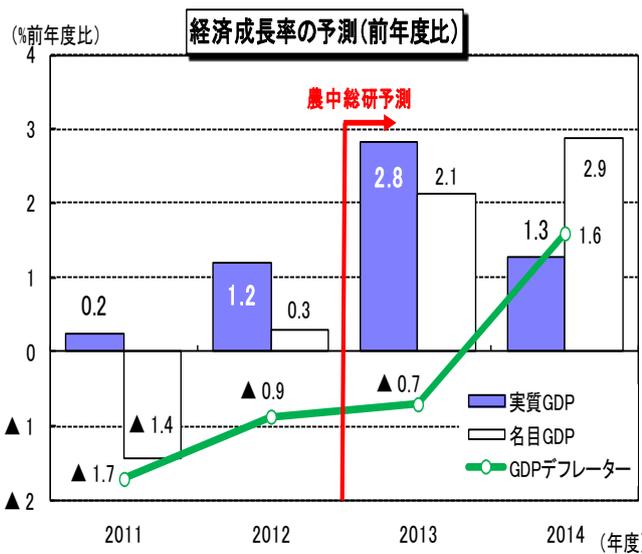
アベノミクス効果により13年度末にかけて堅調さを維持

～2013年度:2.8%、14年度:1.3%～

2012年11月の衆議院解散直後から、金融資本市場では円安・株高が始まったが、ほぼ同時期に国内景気も持ち直しを開始した。総選挙後には、デフレ脱却と成長促進に向けたアベノミクスが本格化、大型補正予算の編成や大胆な金融緩和策への転換期待から、一段と円安・株高傾向が強まり、企業・家計の景況感は大きく改善した。

13年1～3月期は前期比年率3.5%の高い経済成長を達成したが、先行きも復興事業や大型補正予算編成の効果、海外経済の持ち直しや円安効果による輸出増勢の強まり、さらには消費税増税前の駆け込み需要もあり、13年度末にかけて国内景気は堅調に推移するだろう。ただし、14年度にはその反動減により一時的にマイナス成長に陥るなど、調整色が強まると予想する。

黒田総裁らが就任した日本銀行はデフレ脱却を目指して「量的・質的金融緩和」を決定、期待の変化に働きかける異次元の緩和策を導入した。先行き、物価上昇率は徐々に高まっていくと思われるが、「約2年で2%程度の物価上昇」の実現は非常に困難と思われる。



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

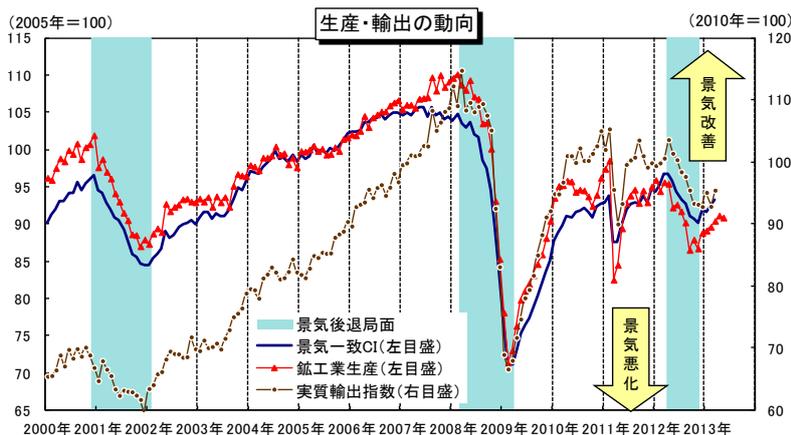
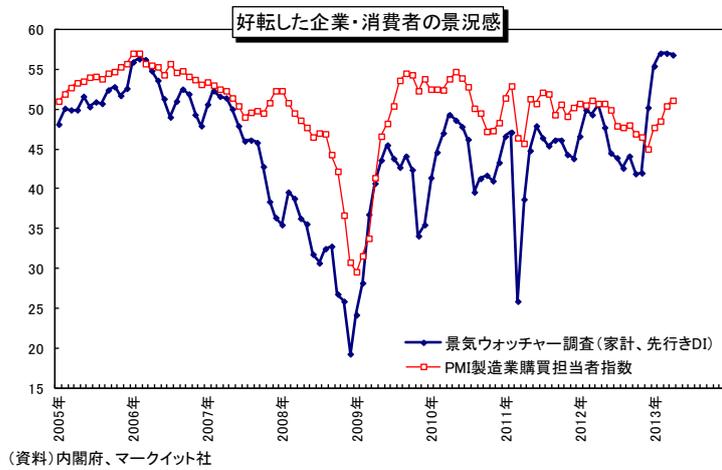
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直し傾向強まる

国内景気は、2012年度入り直後から悪化に転じ、特に秋口には日中関係の悪化により自動車等を中心に中国向け輸出が大幅減となったことに加え、エコカー購入補助金終了によって国内乗用車販売が激減したこと等から、一段と落ち込んだ。こうした状況を受けて、政府は緊急経済対策の策定に動き、日本銀行も追加緩和策を決定、景気下支え策を講じた。

しかし、12年11月に、日本経済にとって大きな転機が訪れた。野田首相(当時)による衆院解散意向の表明直後から、歴史的な円高状態が修正される動きが始まった。それを好感して株価も持ち直し傾向を強めるなど、金融資本市場では政権交代を織り込み、次期政権による積極的な経済政策運営に対する期待感が一気に高まった。その後、12月に実施された総選挙の結果、政権交代が実現し、第2次安倍内閣が発足したが、矢継ぎ早に大型補正編成や2%の物価上昇をできるだけ早期に実現することを明記した日銀との共同声明を発表するなど、日本経済再生に向けた政策運営を本格化させた。また、春に任期切れを迎える白川日銀総裁らの後任に、リフレ派と目される黒田東彦・アジア開発銀行総裁(総裁候補)や岩田規久男・学習院大学教授(副総裁候補)を充てる人事案を提示、デフレ脱却に向けた大胆な金融緩和への期待が一段と強まった。この人事案は国会の同意を経て、3月20日には日銀の新体制が発足した。黒田総裁は就任後初の金融政策決定会合において、今後2年でマネタリーベースを倍増させることを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。日銀は、こうした措置によって約2年後の15年度前半にも、物価安定目標として設定した2%前後まで消費者物価上昇率が高まるとの見通しを示すなど、民間の期待インフレ率の押し上げに積極的に取り組んでいる。



こうした政策運営により、企業・家計の景況感は大きく改善している。実体経済を見ると、海外経済の動きがやや鈍いこともあり、円安による輸出増効果はそれほど明確化しているわけではなく、企業活動にはまだ慎重な面も残っているが、株高などが消費者マインドを好転させたこともあって民間消費は活性化している。このように国内景気は全般的に持ち直し傾向を強めつつある。

このように国内景気は全般的に持ち直し傾向を強めつつある。

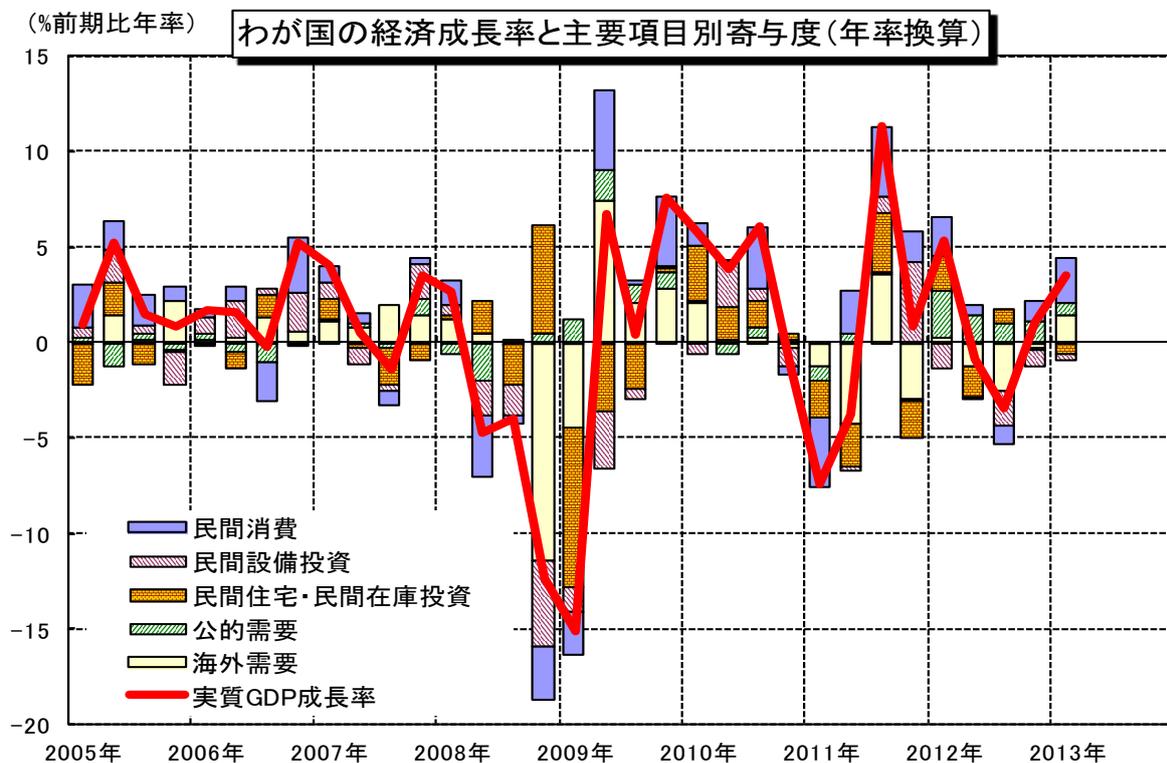

(株)農林中金総合研究所
(2) 成長加速がみられた 13 年 1～3 月期の GDP

5 月 16 日に公表された 13 年 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質経済成長率は前期比 0.9% (同年率 3.5%) と、10～12 月期 (前期比 0.3% (同年率 1.0%) へ上方改定) から大きく加速、2 四半期連続のプラスとなり、景気が回復傾向にあることが改めて確認できた。高成長を達成した要因としては、消費マインドの改善や所得増 (実質雇用者報酬は前期比 0.5%) など民間消費が堅調な伸び (同 0.9%) を確保したほか、円安の恩恵も多少は影響してか、輸出にも持ち直しが見られたこと (同 3.8% と 4 四半期ぶりの増加) が挙げられる。アベノミクス効果が多少なりとも反映されていると見られる。また、震災復興などの進捗に伴って公的需要も増加傾向であることも景気下支えに一役買っている。

一方、民間企業設備投資は前期比 ▲0.7% と 5 四半期連続の減少となったほか、在庫調整の進展によって民間在庫投資もマイナス寄与 (前期比成長率に対して ▲0.2 ポイント) となるなど、企業マインドが改善している割に、動きが鈍いのが気掛かりである。実際、生産指数を見ても、3 月まで 4 ヶ月連続で前月比上昇となっているが、1～3 月にかけては前月比 1% 未満の穏やかな伸びで、加速感が乏しい。第 3 次産業活動指数も、1～3 月期は 7 四半期ぶりに前期比マイナス (▲0.5%) に陥っている。

なお、名目 GDP も前期比 0.4% (同年率 1.5%) と、実質 GDP と同様、2 四半期連続のプラスとなった。一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、国内の需給バランスが大きく崩れたままであり、円安などによる輸入価格上昇分の最終需要財・サービスへの価格転嫁が引き続き不十分だったことから、前期比 ▲0.5%、前年比 ▲1.2% と、いずれもマイナス幅を拡大させた。ちなみに、単位労働コスト (= 名目雇用者報酬 ÷ 実質 GDP) は前年比 ▲0.3% と、5 四半期連続の低下であった。

この結果、2012 年度の成長率としては、実質で 1.2% (3 年連続のプラス)、名目で 0.3% (2 年ぶりのプラス) となった。ただし、11 年度からのゲタが 1.7 ポイントであったことを考慮すると、その水準を割り込んでおり、内容的にはマイナス成長だったと言えなくもないだろう。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

12年12月に誕生した第2次安倍内閣では、政策の基本哲学を「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へと転換させ、「強い経済」を取り戻すことに全力で取り組むべく、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成する」という政権公約に基づいた積極的な財政金融政策（いわゆるアベノミクス）を推進している。まず手始めに13年度に実施する事業も含めて事業規模20.2兆円の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめ、基礎年金国庫負担2分の1の実現等のための措置も加えて約13.1兆円の補正予算案を策定した。

さらに、早期のデフレ脱却を目指すべく日本銀行との連携強化を図り、共同声明を発表し、白川日銀総裁らの後任として、デフレ脱却に向けた金融緩和強化に前向きな黒田氏らを提示し、これまでとは比較にならない規模の緩和策導入のための道筋を立てた。さらに、成長力底上げのための規制・税制改革などを議論する「産業競争力会議」を設置、6月までに成長戦略の具体策を策定することとしている。安倍内閣は、こうした「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚起する成長戦略」を日本経済の再生に向けた「3本の矢」と位置づけている。

13年度の一般会計予算に関しては、前掲の12年度補正予算と一体の「15ヶ月予算」として編成されていることもあり、大規模なものとなっているわけではない（総額92.6兆円で、うち基礎的財政収支（プライマリーバランス）対象経費は70.4兆円）。4年ぶりに税収（43.1兆円）が公債金（42.9兆円）を上回るほか、プライマリー・バランスも▲23.2兆円へ改善する（12年度実績見込みは▲24.9兆円）見込みであり、財政健全化目標への配慮も見られている。

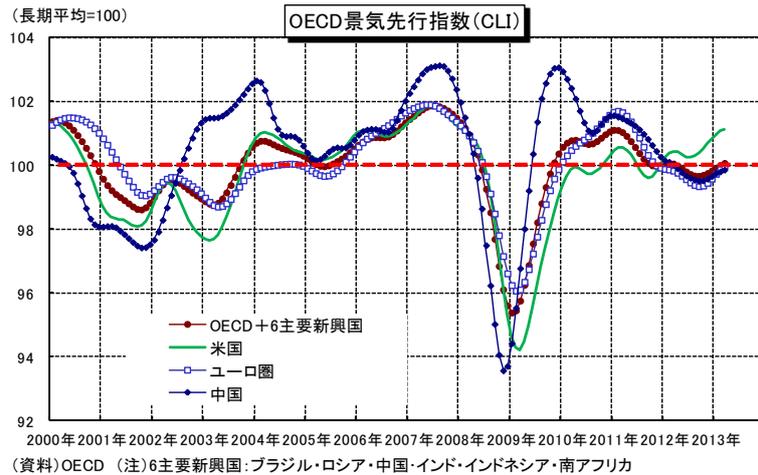
「3本の矢」の最後の1本である成長戦略に関して、安倍首相は「挑戦：チャレンジ」、「海外展開：オープン」、「創造：イノベーション」という3つのキーワードを取り上げている。4月に明らかにした第1弾では、「女性の活躍は成長戦略の中核を成す」との考えを表明したほか、国際的な医療協力も成長の種であるとの見方を表明した。また、5月には第2弾として、「農業・農村の所得倍増」を掲げて「農林水産業・地域の活力創造本部」を設置することを表明したほか、個別の企業に規制緩和の特例を認める「企業実証特例制度（仮称）」を創設する方針も示している。今後、6月初旬にも特区・PFIの推進などを柱とする第3弾を公表し、6月中旬に英国・北アイルランドで開催される主要8ヶ国（G8）首脳会議までには成長戦略の全体像が取りまとめられる予定である。

なお、野田内閣の下、消費税増税法案を含む「社会保障と税の一体改革」関連法案が12年8月に成立しており、14年4月に消費税率は8%へ、15年10月にはさらに10%へと引き上げることが決まっている。このうち、14年4月の消費税増税の最終決定は13年秋には行われることになるが、今回の経済見通しでは予定通り実施されることを前提としている。また、12年11月に発足した社会保障制度改革国民会議は、少子高齢化が進展する中で安定財源を確保しつつ、受益と負担の均衡がとれた持続可能な社会保障制度の確立に向けた改革案を8月21日までに取りまとめる予定であるが、基本的には現行制度をベースにした案が示される可能性が濃厚である。

(2) 世界経済の見通し

世界経済の成長テンポは、12年後半にかけて総じて鈍化したが、米国・中国といった大国はすでに持ち直し局面入りしていると見られるが、潜在成長率を上回った成長が実現で

きているように見受けられない。また、債務問題解決の糸口が見つからないユーロ圏では、マイナス成長が続くなど、深刻な景気低迷に陥っている。こうした中、世界の主要中央銀行では金融緩和を継続もしくは強化する動きを強めている。今後の過剰流動性の発生が、世界経済、金融資本市場に何らかの影響を及ぼすのか否か、十分見極めていく必要があるだろう。



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

13年1～3月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率2.5%と、10～12月期(同0.4%)から加速した。この主因は個人消費であり、13年初からの給与税減税の失効に伴う増税や富裕層に対する課税強化のほか、ガソリン高など消費支出の抑制が懸念されていたにもかかわらず、雇用環境の改善や株高などを背景に自動車等の耐久財消費が好調さを維持し、さらにサービス消費も堅調だったことから同3.2%と高い伸びを示した。また、ハリケーン「サンディ」の襲来により前期に大きく落ち込んだ在庫投資がプラス寄与に転じたことも成長率を押し上げた。一方、堅調な個人消費や在庫投資に伴う大幅な輸入増により純輸出がマイナス寄与となったほか、前期の反動で設備投資が大きく減速し、住宅投資も伸びが鈍化した。なお、緊縮財政の必要から政府支出が引き続き足を引っ張る

2013～14年 米国経済見通し (13年5月改定)

	単位	2012年	2013年		2014年			
		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	上半期(1～6月)予想	下半期(7～12月)予想
実質GDP	%	2.2	2.0	1.7	2.4	2.8	2.9	2.9
個人消費	%	1.9	2.2	2.5	2.2	2.5	2.6	2.7
設備投資	%	8.0	5.6	5.2	9.0	7.1	5.9	7.7
住宅投資	%	12.1	13.4	13.6	13.3	11.6	12.7	8.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.1	0.4	0.0	0.1	0.3	0.0
純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出等	%	3.4	3.5	2.0	8.5	9.5	10.2	9.1
輸入等	%	2.4	3.1	2.6	7.9	8.6	9.0	8.2
政府支出	%	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 4.9	▲ 2.1	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.5
参考								
PCEデフレーター	%	1.8	1.2	1.5	2.1	2.3	2.2	2.4
GDPデフレーター	%	1.8	1.8	1.7	2.0	2.1	2.1	2.2
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	%	1.8	2.1	2.0	2.2	2.7	2.5	2.8
完全失業率	%	8.1	7.5	7.6	7.4	7.1	7.2	7.0

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. 予想策定時点は2013年5月20日(13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

(株)農林中金総合研究所

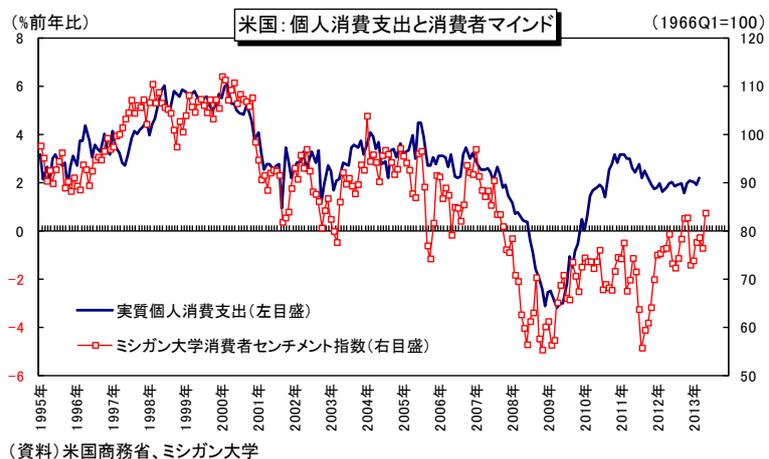
姿に変わりはない。足元の米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や設備投資が底堅く推移するほか、住宅部門の持ち直しが続くなど、緩やかな回復基調をたどっている。

こうしたなか、12年11月の議会選を経てもなお上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、財政赤字削減案などの重要な議論が進まず、増税を前提とする与党・民主党と、増税に反対して歳出削減を求める野党・共和党との間で、依然として政治的な膠着状態が続いている。米議会は13年初に連邦債務上限を5月19日まで暫定的に引き上げる法案を可決したが、それ以降の引き上げについては合意しておらず、すでに米政府は借り入れ権限を失った状態に陥っている。ただし、米財務省が臨時措置で資金繰り対応しており、ルー米財務長官は「少なくとも9月上旬までは借り入れ継続可能」と表明している。

しかし、現在のところ赤字削減案で早期妥結の兆しはなく、今後は資金繰りが行き詰まる事態を回避するために米議会が債務上限の引き上げを再び先送りする可能性もある。ただし、仮にそうなった場合には、どこかの時点で市場が債務問題に対する懸念を強めるとともに、米国経済や世界経済にも少なからず悪影響を及ぼすことになるだろう。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)は月額400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)と同450億ドルの長期国債を無期限で買い入れる量的緩和第3弾(QE3)を継続する方針を決定している。また、MBSや米国債の償還資金を再投資する政策も引き続き実施する。同時に08年12月に事実上のゼロ金利となる0~0.25%に引き下げて以降、据え置いている政策金利についても、「インフレ率が2.5%を上回らず、失業率が6.5%を下回るまで続ける可能性が高い」と現状維持を決定した。ただし、公表されているFOMC議事録や最近のFOMCメンバーの発言によれば、QE3の縮小や停止時期が模索されていることが明らかとなっており、今後の状況次第では緩和策の早期解除観測が強まる可能性が高い。とはいえ、FOMCは「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続する」との方針を示しており、景気判断や経済見通しが大きく引き上げられない限り、緩和的なスタンスは維持されるだろう。

こうした財政・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、賃金の伸び悩みが続き、給与税増税や強制歳出削減などの影響が懸念されるものの、雇用や景気の先行き期待により消費者マインドが改善していることから、徐々に増加傾向が強まると予想する。設備投資は、米財政協議に対する先行き不透明感が根強いものの、企業収益の拡大や海外経済の持ち直しなどを背景に先行指標となる非国防資本財受注が底堅い動きを示していることから、弱いながらも増勢を維持すると予想する。住宅投資は、長期金利の上昇に伴い住宅ローン金利に上昇圧力がかかるものの、代表的な指標である住宅着工件数や先行指標となる住宅着工許可件数が月間90万~100万件台(年率換算)の水準まで回復していることから、引き続き持ち直しの動きを強めると見られる。外需については、これまで海外経済の減速を背景に弱い動きが続いてきたが、足元では欧州向けを除き持ち直しの兆しが見られ、今後は徐々に海外経済が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



(株)農林中金総合研究所

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。最後に、政府支出に対しては、3月に強制歳出削減が開始された影響で13年前半に減少幅が拡大すると見られ、さらにその後も緊縮財政の強化から厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、13年前半にかけては政府支出を中心に低調な動きとなり、成長率は2%を下回る水準で推移すると予想される。しかし、13年後半以降は海外経済の回復に加え、金融緩和策により内需の自律回復が進むと考えられることから持ち直すと見込まれる。ただし、企業や消費者の景況感が弱含んでいるほか、財政問題の先行き不透明感が払拭されておらず、給与増税や強制歳出削減の影響が今後顕在化する可能性もあり、これらの影響で米景気が下振れするリスクもある。一方で、2期目のオバマ政権は、税財政に詳しいルー財務長官を起用したことで明らかなように、財政再建を重視している。税制改革等による赤字削減で妥結し、中期的な財政健全化への道筋をつけることができれば、企業部門の不透明感が払拭され、投資や雇用拡大につながることを期待され、景気回復の勢いが加速する可能性もある。年間の成長率は、13年は前年比2.0%(前回見通しから0.3ポイントの上方修正、1~3月期が当総研予想をやや上回ったため)、14年は同2.8%(前回と変わらず)と予想する。なお、FRBによるQE3については、成長加速が見込まれる13年半ば以降に規模縮小となる可能性があるものの、14年後半まで続く予想。また、ゼロ金利政策は、雇用改善ペースが加速すれば解除時期が早まると想定されるが、15年前半まで維持されると予想する。

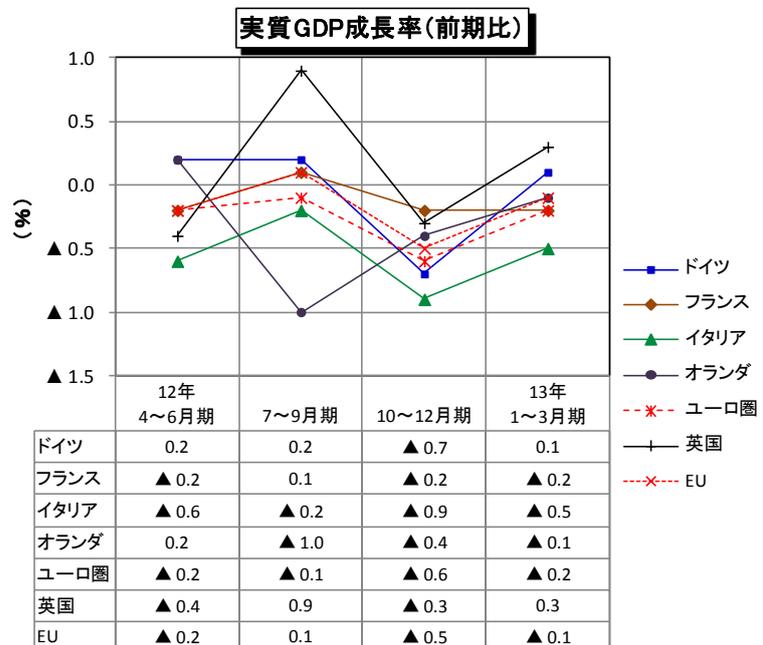
② 欧州経済

欧州では、ユーロ圏財政危機がやや後退したことを受け、年初には景況感の改善が認められる局面もあったが、その後のキプロス支援等を経て再度不透明感が高まり、足元では景況感は若干悪化している。今後も各国で緊縮財政を通じた内需の抑制や脆弱な金融機能の影響が継続するものと見込まれるため、实体经济の早急な改善は困難であり、欧州経済は引続き底打ちを探る弱い展開が続くものと考えられる。

ユーロ圏の13年1~3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%と、6四半期連続でマイナス成長となり、99年のユーロ導入以来の最長の景気後退となった。

この他のユーロ圏の経済指標については、欧州委員会による4月の景況感指数は88.6と前月の90.1を下回り、昨年12月以来の低い値となった。一方、实体经济を見ると、3月の鉱工業生産指数は前月比で1.0%の上昇となったが、ここ数ヶ月間の国ごとのデータには

大きなばらつきがあり、今後の動向を見極める必要があるものと考えられる。また、雇用情勢については、3月の失業率は12.1%と、ユーロ導入以来の最高水準を更新した。なかでもスペインでは26.7%(うち25歳未満の若年層は55.9%)に達するなど財政悪化国での上昇傾向が続いており、財政改革を進める政府への国民の反発を招く主因となっている。消費面でも、3月の小売売上高は前月比で0.1%の低下、前年同月比で2.4%の低下となり、弱い動きが続いている。



(資料)Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

(株)農林中金総合研究所

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、3月の製造業受注指数は前月比で2.2%の上昇、同月の鉱工業生産指数についても同1.2%の上昇と、それぞれ2ヶ月連続でのプラスとなったほか、輸出額は3月には前月比で0.5%増加するなど、足元では経済回復の兆しとも受け止められる動きが見られているが、依然として月により跛行性が大きいことから当面の間は注視が必要である。また、3月の失業率は5.4%と低い水準にとどまっているが、同月の小売売上高は前月比で0.5%の低下、前年同月比でも0.4%の低下であり、必ずしも安定的な個人消費の拡大には結び付いていない。

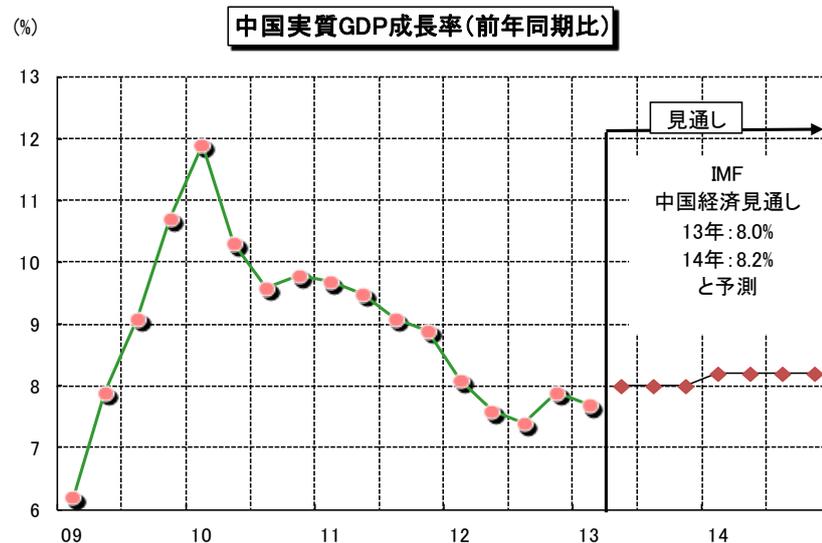
一方、ユーロ圏では4月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.2%上昇と、欧州中央銀行(ECB)が基準とする2%以下まで低下している。こうしたなか、ECBは5月には12年7月以来となる政策金利の引下げを行い、過去最低の0.50%とした。ECBは政策の効果を見極めつつ、今後も緩和的な政策スタンスを維持するものと考えられる。

③ 中国経済

中国経済は12年半ばに底入れし、その後は緩やかな回復基調にあると見られていた。しかし、13年3月に本格始動した習近平新政権が事前予想に反して景気対策を打ち出さなかったこともあり、景気回復の勢いは弱まった。実際、13年1~3月期の実質GDP成長率は前年比7.7%と、12年10~12月期(同7.9%)と比べて0.2ポイント鈍化している。投資が堅調に拡大し、輸出も持ち直したものの、消費が減速したことが成長鈍化の主因である。

足元では、4月の鉱工業生産が前年比9.3%と3月(同8.9%)から伸びが高まった。減速基調にあった小売売上高(物価上昇の影響を除いた実質)も、4月に前年比11.8%と、3月(同11.7%)から小幅加速した。4月の輸出も前年比14.8%と3月(同10.0%)から大幅に持ち直した。一方、固定資産投資(農村家計を除く)は4月に前年比19.8%と、3月(同21.5%)からやや鈍化した。これらの動きから総合的に判断すると、景気が再び緩やかな回復に向かいつつあると考えられる。

今後の金融政策については、消費者物価が比較的 low 水準で推移しているが、住宅価格の高騰が続いていることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は当面利下げなどの金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。一方、1~3月の社会融資総額(新規)は6.16兆人民元(約101兆円)で前年比58.4%と大きく増加した。また、4月のマネーサプライ(M2)も前年比16.1%と3月(同15.7%)からやや拡大した。こうした資金供給の増加が資金需給を緩和し、今後の景気回復を下支えすると見ている。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

このように、4月分の主要な経済統計の内容や、1~3月期に資金供給量の大幅増加などから、現在足踏み状態にある中国経済は、先行き緩やかに加速すると見込まれる。13年

(株)農林中金総合研究所

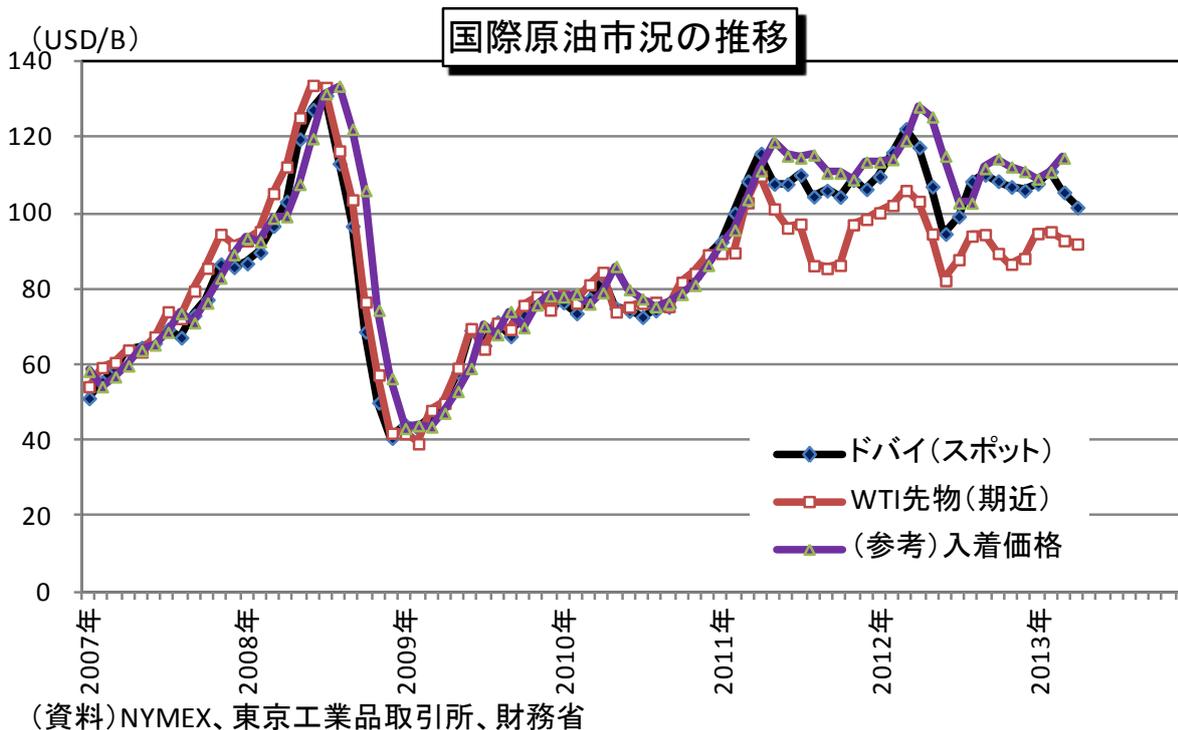
後半にかけては、実質 GDP 成長率が前年比 8%台に回復する可能性があり、通年では7%台後半の成長になると予想する。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

中近東情勢の緊迫化など、上昇要因を抱えつつも、国際原油市況は直近 1 年間ほど安定的に推移してきた。世界経済は概ね持ち直す方向にあるとはいえ、回復ペースの加速が当面は見込みづらいことが背景にあると思われる。

先行きについては、依然として、世界景気全体にとっての下振れリスクは少なくないが、世界経済は基本的に緩やかながらも持ち直し傾向が徐々に強まっていくとの想定から、原油価格も次第に上昇傾向を強めていくと思われる。ただし、シェールガス・オイルなどの生産体制が増強される傾向にあることから、過度の高騰は回避されるだろう。国内への原油入着価格(CIF ベース)については、13年度は122.5ドル、14年度は130.0ドルと見込んでいる。

一方、昨年夏場には、世界的に天候不順が発生したことによって、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が一時高騰し、円安効果との相乗効果によって最近のわが国の食料品価格値上げの一因となっているが、穀物価格等は現在落ち着いた動きとなっている。また、貴金属や銅なども世界経済の成長力が鈍いこともあり、安定推移となっているが、先行きの世界景気の回復期待の強まりや過剰流動性などが商品市況に影響を与える可能性もあり、再び不安定に推移する可能性もあるだろう。




(株)農林中金総合研究所
2013～14年度 日本経済見通し

	単位	2011年度 (実績)	12年度 (実績)	13年度 (予測)	2014年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 1.4	0.3	2.1	2.9
実質GDP	%	0.2	1.2	2.8	1.3
民間需要	%	1.4	1.1	2.5	0.8
民間最終消費支出	%	1.5	1.6	2.5	0.1
民間住宅	%	3.7	5.3	6.4	▲ 2.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.5	0.4	3.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	0.0	0.2
公的需要	%	0.9	4.8	3.1	0.9
政府最終消費支出	%	1.4	2.6	1.8	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	15.2	9.3	0.4
輸出	%	▲ 1.6	▲ 1.3	4.6	7.1
輸入	%	5.3	3.8	2.9	5.2
国内需要寄与度	%pt	1.3	2.1	2.6	0.9
民間需要寄与度	%pt	1.0	0.8	1.8	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.2	0.8	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	0.3	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.7	1.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.1	0.9	4.2
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.0	▲ 0.2	0.4	2.9 (0.9)
完全失業率	%	4.5	4.3	4.0	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	▲ 3.1	2.7	0.8
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.3	6.0	10.8
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.2	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	104.0	109.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.76	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.4	122.5	130.0

(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)

(→予測)

	単位	2012年				2013年				2014年				2015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	%	1.2	▲ 0.6	▲ 1.0	0.1	0.4	0.6	0.8	1.2	1.2	0.6	0.3	0.4	0.5
実質GDP	%	1.3	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.9	0.7	0.9	1.2	1.3	▲ 1.0	0.3	0.4	0.5
(年率換算)	%	5.3	▲ 0.9	▲ 3.5	1.0	3.5	2.7	3.8	4.8	5.1	▲ 4.1	1.1	1.7	2.2
民間需要	%	0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	0.1	0.5	0.7	0.7	1.2	1.7	▲ 1.8	0.3	0.5	0.7
民間最終消費支出	%	0.8	0.2	▲ 0.4	0.4	0.9	0.4	0.5	1.0	2.2	▲ 3.1	1.0	0.4	0.4
民間住宅	%	▲ 1.5	2.3	1.5	3.5	1.9	0.7	1.5	2.0	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 2.4	▲ 0.3	▲ 3.3	▲ 1.5	▲ 0.7	0.3	1.0	1.6	2.0	▲ 0.5	0.8	1.0	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	0.0	0.1
公的需要	%	2.4	1.5	1.0	1.1	0.6	0.8	1.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.4	0.5	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	6.7	6.3	3.4	2.8	0.8	2.3	4.5	2.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	2.7	▲ 0.0	▲ 4.4	▲ 2.9	3.8	1.5	1.8	2.0	2.2	2.0	1.3	1.2	1.2
輸入	%	2.0	1.8	▲ 0.3	▲ 2.2	1.0	1.0	1.2	1.5	2.5	0.5	1.1	1.1	1.1
国内需要寄与度	%pt	1.2	0.1	▲ 0.3	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	▲ 1.3	0.2	0.4	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	0.3	0.5	0.5	0.9	1.2	▲ 1.3	0.2	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.3	1.5	1.6	1.6	1.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.3	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 0.3	0.3	0.8	1.0	1.4	4.0	4.0	4.3	4.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	0.6	1.0	2.9 (0.9)	2.8 (0.8)	2.9 (0.9)	3.1 (1.1)
完全失業率	%	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	1.3	▲ 2.0	▲ 4.2	▲ 1.9	2.2	1.5	1.5	0.5	1.0	▲ 1.2	0.4	0.4	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	1.6	1.5	1.0	1.1	0.7	1.1	1.4	1.7	1.8	2.4	2.6	2.8	3.0
名目GDP比率	%	1.4	1.3	0.8	0.9	0.6	0.9	1.2	1.4	1.5	1.9	2.1	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	79.3	80.2	78.6	81.2	92.4	101.0	104.0	105.0	106.0	108.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.75	0.70	0.69	0.75	0.75	0.85	0.80	0.80	0.85	0.90
通関輸入原油価格	%/バレル	116.0	123.2	105.9	112.7	111.8	120.0	120.0	125.0	125.0	130.0	130.0	130.0	130.0

(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. 2013～14年度の日本経済・物価見通し:

(1) 異次元緩和策と「2年で2%の物価上昇」の実現性

日本銀行は、デフレ脱却を出来るだけ早期に実現するという政府との共同声明を果たすべく、異次元の金融緩和策を導入した。4月に公表された「展望レポート」では、消費者物価見通しについて、2013年度:前年度比0.7%、14年度:同1.4%、15年度:同1.9%(いずれも大勢見通し、消費税増税効果を除く)と、約2年後には2%前後まで上昇する姿を提示した。同時に示した経済成長率見通しに関しても、13年度:同2.9%、14年度:同1.4%、15年度:同1.6%(同じく大勢見通し)と、「量的・質的金融緩和」の効果による景気押し上げを織り込んだものとなっている。今後3年間の経済成長によってGDPギャップは4ポイントほど改善(潜在成長率は0%台半ばとの想定)するが、それは約3年後の2%程度の物価上昇率を引き起こすのに整合的な状況である、と説明されている。

展望レポート:2012～15年度の政策委員の大勢見通し(2013年4月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2012年度	+1.0～+1.0 <+1.0>	▲0.2	/
1月時点の見通し	+1.0～+1.1 <+1.0>	▲0.2～▲0.1 <▲0.2>	
2013年度	+2.4～+3.0 <+2.9>	+0.4～+0.8 <+0.7>	
1月時点の見通し	+1.9～+2.5 <+2.3>	+0.3～+0.6 <+0.4>	
2014年度	+1.0～+1.5 <+1.4>	+2.7～+3.6 <+3.4>	+0.7～+1.6 <+1.4>
1月時点の見通し	+0.6～+1.0 <+0.8>	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+1.0 <+0.9>
2015年度	+1.4～+1.9 <+1.6>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>

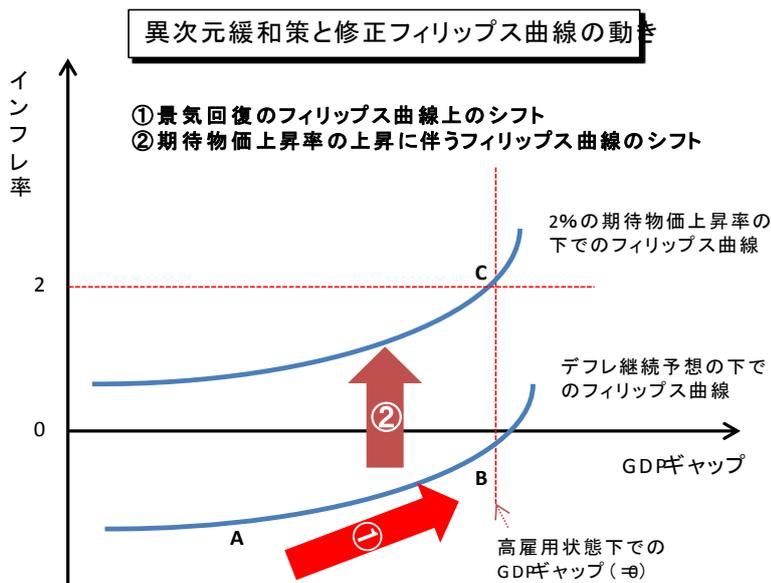
(資料)日本銀行
(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。
消費税増税の物価への影響度は、14年度が+2.0%ポイント、15年度が+0.7%ポイントと想定。

3月の黒田総裁らの就任を契機に、日本銀行は政策スタンスなどが明確に変更されている。なかでも、デフレ脱却のためにできることはなんでもやるという姿勢を打ち出し、それまでの「デフレ容認姿勢」から「デフレ・ファイター」へと変貌したこと、さらにその手段として「期待の変化」への働き掛けを重視している点である。

この「期待の変化」に働きかけようという経済政策は、これまでの日銀は「危うさを感じる(白川前総裁の退任会見)」として軽視してきた。しかし、金融政策などを取り扱う現代マクロ経済学からしてみれば、経済において「期待」が果たす役割は極めて重要といえる。黒田総裁は、今回の異次元緩和の

マクロ経済への波及経路について、リスクプレミアムの縮小効果やポートフォリオ・リバランス効果、に加えて、期待の変化も指摘している。

GDPギャップとインフレ率のトレードオフを示した修正フィリップス曲線を考えると、デフレ予想が根強く残る中では、たとえ景気が改善しても物価上昇率は限定的である(左図:A→B)。それゆえ、日本銀行が2%の物価上昇率の達成を強くコミットすることで、人々のデフレ継続予想を2%の物価上昇予想に変化させ、実際に物価上昇率を2%前



(資料)農林中金総合研究所作成

(株)農林中金総合研究所

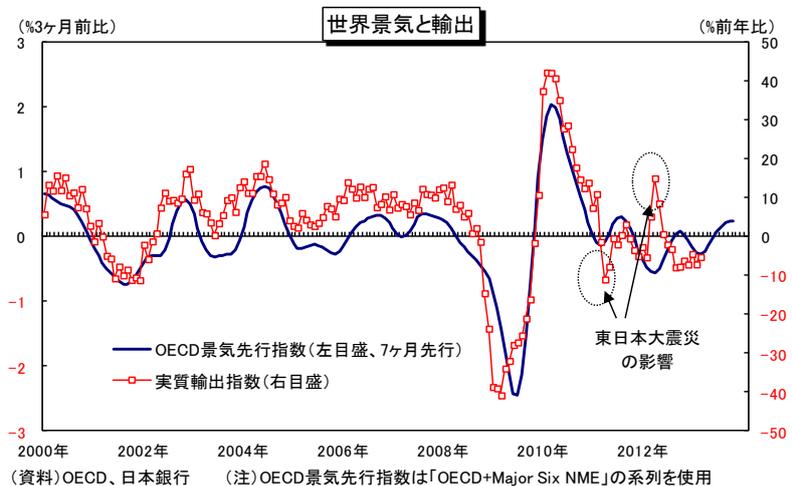
後で安定化させよう(同:B→C)というのが、1月以降、日銀も取り入れた物価目標政策のエッセンスである。物価目標政策やそれに類似した政策運営スタイルは、米FRB、欧ECB、英BOEをはじめ、海外のほとんどの中央銀行で採用されている政策であり、いわば「世界標準」の政策運営スタイルといえるだろう。

なお、「約2年後に2%の物価上昇率達成」の実現性については、疑わしい点は残る。物価目標を採用している中央銀行による2~3年先の物価見通しは、その目標値が達成されるようなものになるのは当然である(そういう見通しでなければ、何らかの政策を発動しなければならないはず)し、楽観的過ぎるよう見えるが、そうした数字を示すことで、人々の予想物価の形成に働きかけるという目的もあるだろう。とはいえ、世界経済の不安定さ、消費税増税問題など、様々な障害が立ちはだかるなど、今後2年で2%の物価上昇率を誘導するのは厳しいだろう。

(2) 経済見通し ~ 13年度末にかけて国内景気は堅調推移

12年11月の衆院解散直後から金融資本市場では円安・株高が進行し始めたが、それとほぼ同時期に国内景気も底入れしており、足元でも持ち直し傾向が続いている。アベノミクスの「3本の矢」の本格始動によって、いずれデフレ脱却が実現し、長期にわたって低迷し続けた国内需要を活性化させることが期待されるが、それは早くとも2~3年先の話であろう。目先の景気動向を読み解く上での焦点は、海外経済動向や円安進行を受けた輸出の展開や12年度大型補正による公共事業といった点になるだろう。わが国経済は、デフレ環境下での国内需要の長期停滞という「失われた20年」の過程で、経済成長の7割近くが輸出増で達成するという程度まで輸出依存度を高めてきた。アベノミクスが成功すれば、国内需要が再発見・再評価される可能性が高いが、当面の日本経済を考える上では、輸出の動きが景気の趨勢を決めると考えるのは妥当であろう。

その輸出については、12年後半には世界経済の減速が止まり、徐々に持ち直す動きも散見されているものの、これまでのところ景気回復には加速感が乏しく、緩やかなペースにとどまっている。また、この半年でかなり円安が進行したとはいえ、過去の経験から、それが輸出数量の増加につながるまでには半年~1年程度の時間経過が必要と思われる。つまりは、前述のとおり、13年後半以降は、米国・中国という経済大国の景気回復力が備わってくることで、さらに円安効果も加わることで、輸出の増勢が強まる可能性が高いだろう。そうなれば、慎重姿勢が残る企業設備投資なども活性化され、景気拡大が本格化するものと期待される。なお、12年秋以降、冷え込んでいる日中関係については、関係修復には時間がかかると見るが、中国経済の持ち直し傾向が強まるにつれて、日本からの資本財・生産財輸出も回復に転じるものと思われる。

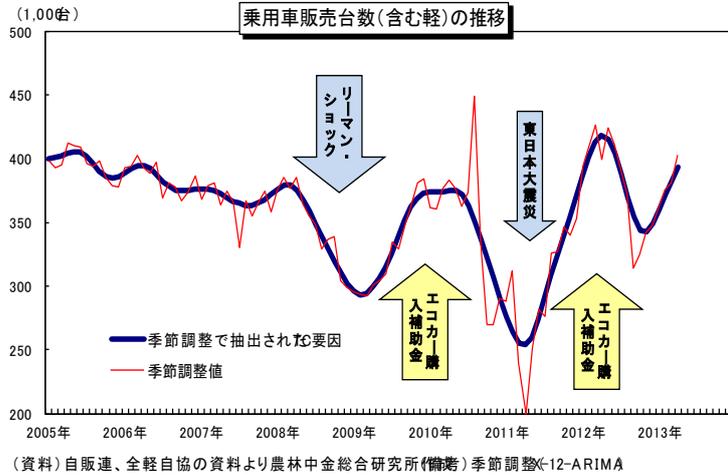


震災復興に関しては、被災自治体の行政処理能力や建設業などのボトルネック問題など、様々な難題を抱えており、これまでなかなか進まなかったという状況にあったものの、ようやく進み始める可能性も出てきた。「15ヶ月予算」の本格稼働に伴い、遅れ気味であった

(株)農林中金総合研究所

復興事業が大きく進展すれば、それらが呼び水となって被災地での住宅や企業設備投資などの民間需要が喚起される効果が強まることが期待される。同時に、社会インフラに老朽化対策や事前防災・減災のための公共事業もスタートすることで、公的需要は景気の下支え役を果たしていくだろう。

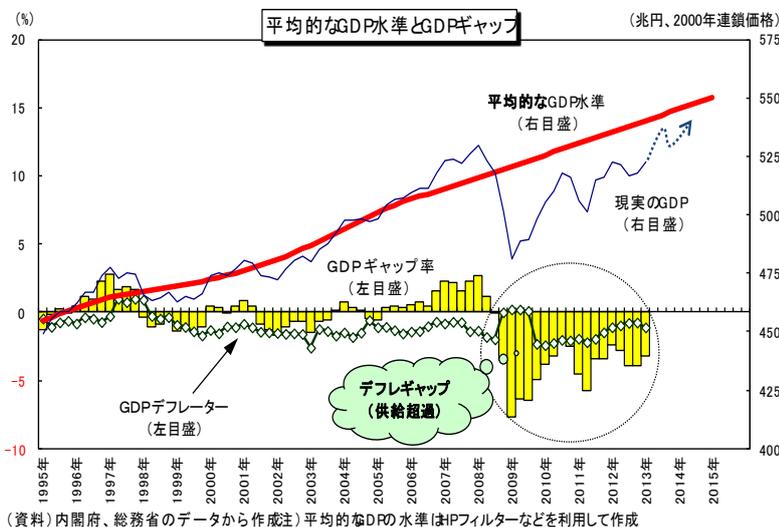
これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。1～3月期は堅調だった民間消費が勢いは鈍ると思われるが、引き続き底堅く推移していく可能性が高いだろう。4月の乗用車販売台数は約40万台(季節調整後、軽を含む)と、エコカー購入補助金第2弾の終了直後(12年9月:約31万台)から大きく持ち直し、補助金効果が出ていた時期(12年上期:約42万台)に匹敵するほどの売れ行きを示している。



株高などにより、消費者マインドが大きく改善しているほか、消費税増税を控えて買い替えニーズが強まっていることが影響していると思われる。また、円安や休日分散の関係もあり、GW中の国内旅行者数は過去最高水準になったと報じられている。所得環境は依然として厳しいものの、円安や政府の賃上げ要請などが夏季賞与の増加をもたらす面もあること、アベノミクスへの期待感が続いていることなどから、民間消費の増加傾向は続くものと思われる。

また、住宅投資についても、復興需要に加え、消費税増税前の駆け込み需要の発生、高齢化進行によるリフォーム需要などが下支え役となるだろう。輸出についても、当面は緩やかな増加が続くが、13年度下期には増勢が強まると思われる。

一方、出遅れ感のある企業部門ではあるが、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待感が高まっていることもあり、ビジネスサーベイ等からは13年度の設備投資計画は堅調との結果も散見されている。例えば、日銀短観3月調査によれば、全産業ベース(含む金融機関、ソフトウェアを含み、土地投資額を除くベース)の設備投資額は前年度比▲0.2%と、新年度入り前の調査としては底堅い数字である。先行き、輸出回復が本格化してくれば、これまで先送りしてきた分も含めて、設備投資が本格的に増加していく可能性があるだろう。さらに、景気回復を受けて、これまで圧縮されてきた在庫の積み増しに動くと思われる。



以上をまとめると、**13年度については実質ベースで2.8%**(前回予測(3月)の2.4%から**上方修正**)の成長を見込んだ。年度下期にかけて成長率が高まっていくだろう。なお、上方修正した要因は、1～3月期の高成長の結果、ゲタの水準が0.5ポイントとなったこと(3月時点では0.2ポイントと想定)の影響が大きい。また、**名目成長率も2.1%**(前回予測は2.0%)


(株)農林中金総合研究所

を確保するだろう。ただし、GDP デフレーターは、政府見通しは名実逆転(0.2%)を想定しているが、国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力は備わず、前年度比▲0.7%(前回予測は同▲0.5%)と、マイナス圏からは抜け出せないと予想する。

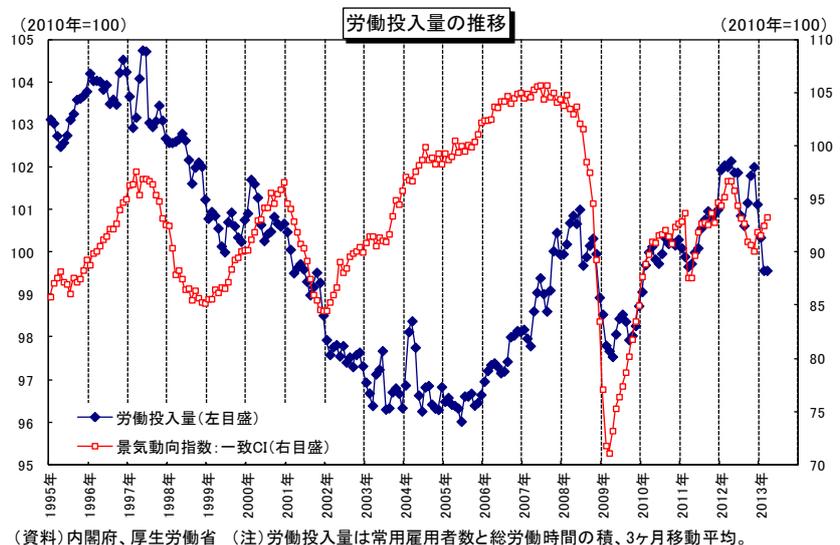
続く14年度については、消費税増税によって、年度前半は駆け込み需要の反動減が強く出ると思われ、一時的にマイナス成長に陥るものと予想する。問題は、その影響がどの程度続くのか、という点である。消費税を増税した分(7~8兆円)は、社会保障制度の安定財源として使われることになっており、それらは年金不安の解消に役立ち、90年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させる可能性があると思われる。また、消費税増税は国内の購買力が消失してしまうわけではない。政府部門によって、それらは社会保障受給者に支払われ、それらの多くはいずれ民間消費として支出される性質のものであろう。とはいえ、少子高齢化が進行するわが国において、脆弱性の高い賦課方式を一段と強化する政策に類似した消費税増税分の社会保障財源への組み入れが、年金制度の頑健性を本当に高めるかどうかについては議論がある。

また、増税ショックの大きさは、増税時の景気情勢に大いに左右されるだろう。税率3%の引上げは7~8兆円の増税措置に相当するが、14年度前半の時点ではデフレ脱却は実現しておらず、それによる国内需要の本格回復も始まっていないと思われるが、そうした環境において増税ショックを吸収できるかどうかは疑わしいだろう。14年4~6月期には大きめのマイナス成長に陥るのは不可避であろう。その後、7~9月期には多少のリバウンド発生が見込まれるが、14年度を通じての成長率は低調なものになるだろう。**14年度は、実質成長率は1.3%、名目成長率は2.9%**(前回予測はそれぞれ1.3%、3.0%)と、実に17年ぶりに名実逆転が解消するが、それは消費税率引上げによるものである。また、13年度からのゲタとして1.8ポイントを見込んでいるが、成長率がそれを割り込むことから、内容的にはマイナス成長と評価せざるをえないだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比1.6%の上昇を見込んでいる。

一方、雇用については、過去1年間、失業率は4%台前半で推移してきた。企業部門では、世界同時不況からの持ち直しとともに労働投入量を増やしてきたが、12年を直近ピークにして、足元では減少する動きも散見されている。

前々回の戦後最長となった景気拡大局面においては、労働投入量が明確に増加し始めたのは回復開始から4年後であり、それまで企業サイドは既存雇用の活用(残業増や保蔵していた分の再稼働)を行った。デフレ脱却を目指すアベノミクス登場によって、賃上げには注目されているが、国民経済の健全な発展のためには雇用機会の拡大も重要であることは忘れるべきではない。つまり、既存雇用の賃上げが新規の雇用創出を抑制する動きが強まらないようにしなければならない。

先行き景気回復の継続が予想されるが、上述のように労働保蔵された分の活用や一旦非労働力化していた人々が労働市場へ再参入してくるケースが増加する可能性を踏まえれば、失業率は現在の水準(4%前後)からはなかなか低下しないと見られる。先行きの失業率については、13年度最終四半期(14年1~3月期)は3.8%と、緩やかながらも改善が進むと思われる。しかし、消費税増税後の景気足踏みを受けて、14年度にかけて再度悪




(株)農林中金総合研究所

化すると予想する。

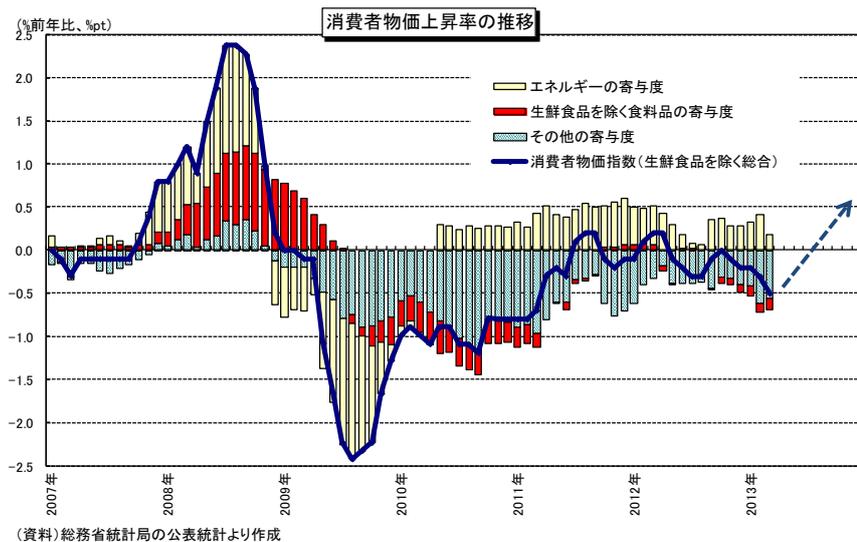
(3)物価見通し ～ 13年夏には前年比上昇へ

物価動向については、依然として下落状態が続いている。13年3月の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は前年比▲0.5%と5ヶ月連続でのマイナスとなったが、最近では下落幅が拡大する傾向にある。昨年の穀物高騰、さらには最近の円安進行に伴って、輸入品に一部値上げの動きも散見されるが、家計の所得環境は依然厳しく、全面的に価格転嫁が進む状況には程遠い。基本的に国内の需給バランスが大きく崩れており、物価に対する下落圧力は根強いものがある。

先行きに関しては、円安により輸入品などで価格上昇が続く面もあるほか、エネルギー価格の値上げ傾向も残っているものの、夏場までは前年のエネルギー価格水準が高いことの反動が出ると思われる。そのため、当面は物価下落状態が残るだろう。その後、夏場には前年比上昇に転じ、年度末にかけての景気回復力の高まりとともに、徐々に上昇率を高めるだろ

う。とはいえ、数年先に2%の物価上昇が定着することを想定するのは依然として困難な状況である。14年度には増税後の景気悪化の影響を受けて、物価上昇率の高まりは一旦落ち着くものと予想する。

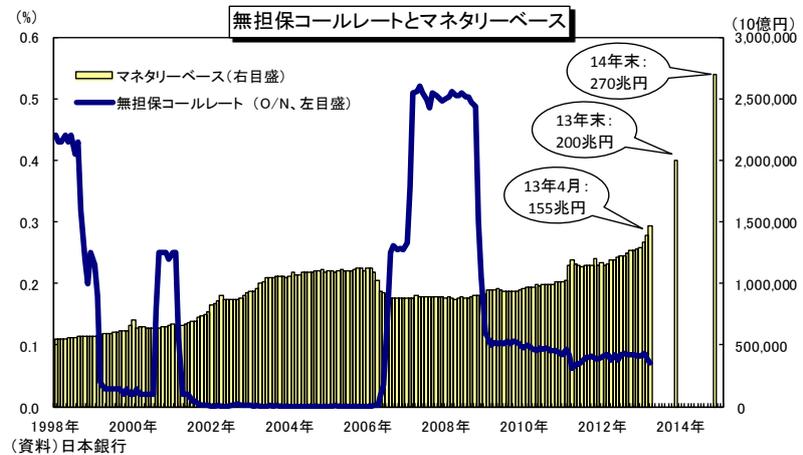
以上から、13年度のコアCPIは、年度末には前年比1%程度まで上昇するものと思われるが、年度を通じては同0.4%の上昇にとどまると予測する。一方、14年度は、消費税増税もあり、同2.9%へ上昇率が高まるが、あくまで消費税増税の影響によるもので、その影響を除けば同0.9%にとどまるだろう。日銀が目指す「2年で2%の物価上昇」の実現はかなり困難との見方は変わらない。



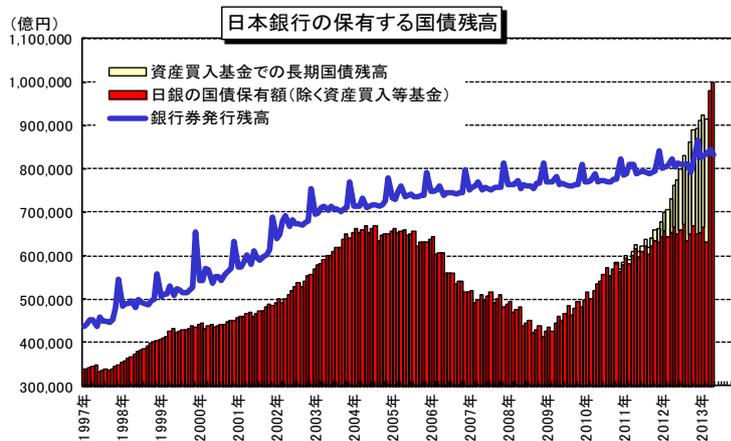
4. 当面の金融政策・金融市場動向:

(1) 金融政策 ～ 異次元緩和の継続

4月3～4日の黒田総裁らが就任して初回の金融政策決定会合において、日本銀行はマネタリーベースを2年で倍増させることなどを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定、白川前総裁体制の下、1月に導入した2%の物価上昇を早期に実現することを明記した「物価安定の目標」の達成に向けた政策運営を本格的に開始した。



この「量的・質的金融緩和」の内容は、①金融市場調節の操作目標をマネタリーベースへ変更、その残高が年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う(目標額として13年末に200兆円、14年末に270兆円)、②長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するように買入れる(毎月のグロスの買入れ額は7兆円強の見込み、買入れ対象が全ゾーンで、買入れの平均残存期間を7年程度(国債発行残高の平均並み)へ延長、③ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペースで増加するよう買入れる、④2%の「物価安定の目標」の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、①～③についてリスク要因を点検して必要な調整を行いながら継続する、というものである。そのほか、10年10月に導入した資産買入等基金



(資料) 日本銀行資料より作成 (注) 13年4月以降、資産買入基金は統合
 この決定内容は、事前の市場予想を大きく上回るものであり、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢をアピールするのに大いに貢献したと思われる。緩和効果は乏しい、もしくは将来的な禍根を残すリスクが高い等の批判も一部に散見されるが、市場の事前想定を上回る大胆な緩和策を取りまとめ、「期待の変化」を積極的に促す工夫をした点については、内外から一定の評価が得られている。

なお、今後の政策運営については、今回かなり思い切った政策を導入したこと、「戦力(政策)の逐次投入」はやらないと黒田総裁が述べていることもあり、よほど特別な事情でもない限り、基本的な政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。14年4月に予定されている消費税増税による景気・物価などへの影響を確認し、15年度上期あたりに2%の物価上昇が達成できるかどうか見極めた上で、必要であれば追加策を検討するものと思われる。

(2) 金融市場の見通し ～ 当面は円安・株高基調か

海外経済には不透明感が強いものの、アベノミクスへの期待や日銀の大胆な緩和策などもあり、基本的に「円安・株高」といった流れが続いている。しかし、長期金利については、日銀による「量的・質的金融緩和」の導入後、様々な思惑が働き、乱高下する場面も見られている。

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みたい。

① 債券市場

「量的・質的金融緩和」によって日銀が大量の国債購入を実施することが決定したが、その直後、長期金利（新発10年物国債利回り）は急低下し、一時0.315%といった史上最低水準を更新した。しかし、その後、すぐに0.6%台まで急上昇するなど、債券市場は非常にボラタイルな状況となった。4月の緩和措置によって日銀は毎月グロスで7兆円超の買入れを行うことになったが、それは国債発行額の約7割に相当する。一見すれば、これは長期金利の低下要因であるが、国債市場における日銀のプレゼンス拡大によって生じる可能性がある流動性リスクが懸念されたほか、緩和策による長期金利への中期的な影響について投資家が量りかねる面もあり、一時、長期金利の水準感を喪失したと言えるだろう。その後、「市場参加者との対話」を通じて、日銀は国債買入オペの頻度を高めるように修正したほか、利回りが上昇した中長期ゾーンに対する購入ニーズも戻ってきたこともあり、一旦、債券市場は落ち着きを取り戻したかに見えた。

しかし、5月中旬には、米経済の先行き楽観論が強まったことで円安・株高が進行、さらに輸入品価格の値上げなどがデフレ脱却期待を強めたこともあり、長期金利が上昇傾向を強め、一時0.9%台となるなど、再びボラタイルな状況になった。GW明けで入札スケジュールがやや過密であったことも加わり、投資家の様子見姿勢が強まる中での金利上昇であったといえるだろう。ただし、10年前の売りが売りを呼んだ所謂「VaRショック」とは状況が違っても確かであろう。これまで日銀は「シグナルオペ」と呼ばれる大量の短期資金供給を断続的に行うことで、過度な金利変動の抑制に努めているが、基本的に投資家の潜在的な債券購入ニーズは根強いと思われ、いずれ金利変動は落ち着くだろう。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇要因として意識されると思われるが、日銀による強力な緩和策の効果の浸透は金利上昇圧力を中和するものと思われる。その結果、長期金利は引き続き1%割れといった低位での推移を続けると予想する。

② 株式市場

12年11月中旬まで概ね8,000円台後半でもみ合っていた日経平均株価であったが、その後はほぼ一貫して上昇しており、3月上旬にはリーマン・ショック(08年9月15日)直前の水準を回復した。基本的には、アベノミクスや追加緩和への期待感に伴う円安進行や堅調に推移する米国株価などに牽引される格好となっており、5月中旬には5年4ヶ月ぶりに1万5,000円台を回復するなど、上昇傾向が続いている。円安などを背景に、企業業績の上方修正が相次いでいる上、世界的に発生しつつある過剰流動性が、アベノミクスへの評価が高い日本市場に流入している可能性もあるだろう。

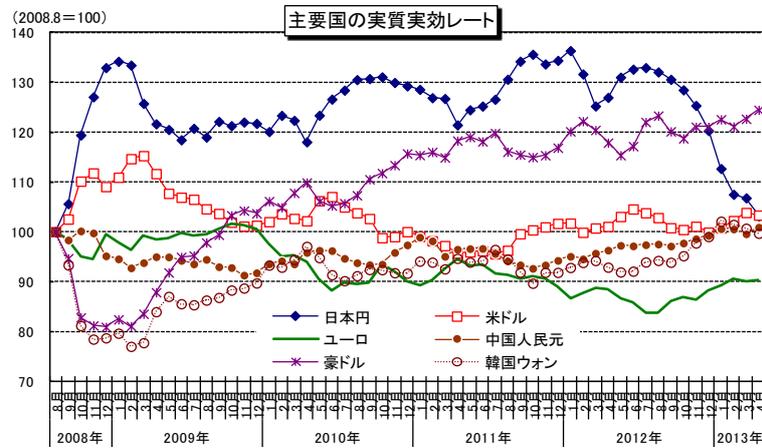
先行きに関しては、アベノミクスやそれに伴う円安進行などが、国内経済や企業業績の回復につながることを通じて、株価も上昇傾向を維持するものと思われる。ただし、その前提となる海外経済の堅調さに不安が浮上すれば、調整色が強まることもあるだろう。

③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、総選挙後に発足が見込まれる新政権による意欲的な経済政策、

(株)農林中金総合研究所

特に大胆な金融緩和策に対する期待に加え、日本の貿易収支の赤字が当面続くとの見通しもあり、円安傾向が強まった。11月中旬まで1ドル＝80円割れで推移していた対ドルレートは、その後も断続的に世界経済の不安定さを示すイベントが断続的に出現したにも関わらず、ほぼ一貫して円安が進み、5月中旬には4年1ヶ月ぶりに100円台となった。また、対ユーロでも11月中旬の100円前半の水準から、4月下旬以降には130円台での展開となっている。



(資料)国際決済銀行(BIS) (注)値が高いほど通貨価値が相対的に高いことを意味する

こうした円の独歩安については海外から懸念を表明する向きもないわけではないが、直接的な為替操作をしているわけではないこと、この4年間の円高傾向そのものが海外要因で引き起こされていたこと、アベノミクスによる日本のデフレ脱却は交易相手にとって十分メリットが大きく、近隣窮乏化策ではないことなどを、G7、G20など国際会議の場で麻生財務相・黒田日銀総裁が十分な説明を行ったこともあり、容認された格好となっている。

先行きについても、今後ともデフレ脱却や成長促進策を継続的に実施する限り、円安の流れは変わらないと見る。米国の景気加速を背景に、QE3の規模縮小に関する観測が強まれば、一段と円安が進行する可能性が高いが、実質実効レートでみて、すでにリーマン・ショック直前の水準近くまで円が減価していることもあり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年				2014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 (%)	0.072	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2282	0.15~0.25	0.15~0.25	0.15~0.25	0.15~0.25	
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 (%)	0.795	0.50~1.00	0.50~1.00	0.50~1.00	0.55~1.05
	5年債 (%)	0.370	0.25~0.50	0.25~0.50	0.25~0.50	0.30~0.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	102.5	95~105	97~107	100~112	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.0	120~140	125~145	125~145	125~145
日経平均株価 (円)	15,138	15,500±1,000	15,750±1,000	16,000±1,000	15,500±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)実績は2013年5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。

2013～14年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2012年度			2013年度			2014年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.2	▲ 0.0	▲ 0.2	2.8	1.6	2.8	1.3	▲ 0.3	1.0
民間需要	%	1.1	▲ 0.3	▲ 0.4	2.5	1.3	2.8	0.8	▲ 0.8	1.1
民間最終消費支出	%	1.6	0.4	0.5	2.5	1.0	2.5	0.1	▲ 1.6	1.6
民間住宅	%	5.3	2.3	6.1	6.4	2.4	3.3	▲ 2.5	▲ 3.7	▲ 0.4
民間企業設備	%	▲ 1.5	▲ 3.1	▲ 5.1	0.4	0.5	3.6	3.5	0.9	2.4
公的需要	%	4.8	3.2	2.3	3.1	1.7	1.9	0.9	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	2.6	1.4	1.4	1.8	0.9	0.9	1.1	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	15.2	11.6	6.7	9.3	5.0	6.3	0.4	▲ 1.0	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.9	7.5	9.9	9.5	10.4	12.1	11.9	12.4
輸出	%	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 5.5	4.6	4.3	5.0	7.1	3.8	3.1
輸入	%	3.8	2.6	▲ 2.0	2.9	2.1	4.0	5.2	2.3	2.8
内需寄与度 (前期比)	%	2.1	0.5	0.4	2.6	1.4	2.1	0.9	▲ 0.6	0.8
民間需要 (")	%	0.8	▲ 0.2	▲ 0.0	1.8	1.0	1.8	0.6	▲ 0.7	0.7
公的需要 (")	%	1.2	0.7	0.4	0.8	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 (")	%	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	1.6	1.5	1.6
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 3.1	▲ 3.4	▲ 3.0	2.7	3.4	1.8	0.8	▲ 0.5	0.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	87.6	91.1	93.8	92.5	95.0	83.1	80.0	86.3
経常収支	兆円	4.3	2.5	1.8	6.0	2.5	3.5	10.8	5.0	5.8
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 2.7	▲ 4.1	▲ 5.6	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 0.3	▲ 0.8	0.5
外国為替レート	円/円	83.1	79.4	86.8	104.0	102.5	105.5	109.5	109.0	110.0
通関輸入原油価格	円/バレル	113.4	114.5	112.3	122.5	120.0	125.0	130.0	130.0	130.0

(前年同期比)

	単位	2012年度			2013年度			2014年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.3	1.3	▲ 0.7	2.1	0.9	3.4	2.9	3.6	2.2
実質GDP	%	1.2	2.2	0.2	2.8	1.8	3.9	1.3	2.0	0.6
民間需要	%	1.1	2.6	▲ 0.4	2.5	1.3	3.7	0.8	1.6	0.1
民間最終消費支出	%	1.6	2.2	1.1	2.5	1.7	3.3	0.1	0.7	▲ 0.5
民間住宅	%	5.3	3.0	7.7	6.4	7.9	5.0	▲ 2.5	▲ 1.3	▲ 3.6
民間企業設備	%	▲ 1.5	4.3	▲ 6.5	0.4	▲ 3.0	3.6	3.5	4.0	2.9
公的需要	%	4.8	4.3	5.1	3.1	3.5	3.0	0.9	1.5	0.4
政府最終消費支出	%	2.6	2.6	2.6	1.8	2.1	1.5	1.1	1.2	1.0
公的固定資本形成	%	15.2	12.5	17.1	9.3	10.2	9.2	0.4	2.9	▲ 2.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.9	7.5	9.9	9.5	10.4	12.1	11.9	12.4
輸出	%	▲ 1.3	1.7	▲ 4.2	4.6	0.9	8.5	7.1	8.0	6.3
輸入	%	3.8	7.1	0.7	2.9	0.2	5.6	5.2	5.8	4.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 0.6	0.9	0.5	1.2	4.2	4.0	4.4
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.4	0.1	0.8	2.9	2.8	3.0
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.1	0.2	▲ 6.3	2.7	0.3	5.2	0.8	1.2	0.3

(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。