



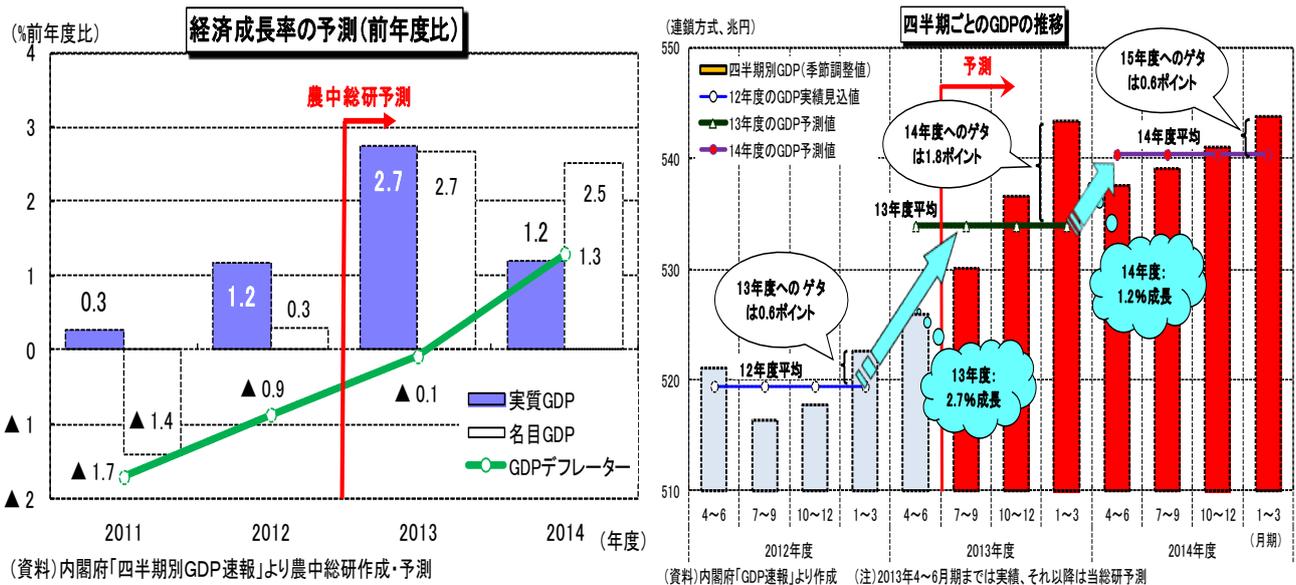
2013～14年度改訂経済見通し

2013年度は堅調さを維持するが、14年度は足踏みへ

～2013年度:2.7%、14年度:1.2%(いずれも下方修正)～

アベノミクス(アベノミクス)の本格始動により、円安・株高傾向が強まったほか、企業・家計の景況感が好転し、民間需要が増加傾向を強めている。また、大型補正に伴う公的支出も底堅く推移している。輸出も緩やかながらも増加し始めた。企業の設備投資行動に回復の動きがなかなか見えてこないという側面もあるが、国内景気は回復基調をたどっていると判断してよいだろう。

先行きについては、このところ米国金融緩和策の行方を巡って新興国経済の先行き懸念が高まる場面も見受けられるものの、強力な金融緩和策や「15ヶ月予算」の効果、さらには14年4月に予定される消費税増税を前にした駆け込み需要発生などにより、13年度内の国内景気は堅調に推移するものと思われる。下落圧力が解消しつつある物価についても、13年度末にかけて上昇傾向が強まるだろう。しかし、14年度は増税によって景気が足踏みする可能性が高く、「デフレ脱却」や「成長底上げ」に向けた動きが一旦途絶えるものと思われる。日本銀行では、2年で2%程度の物価安定目標の達成が困難との見方が強まり、追加の緩和策が検討される可能性が高い。



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:

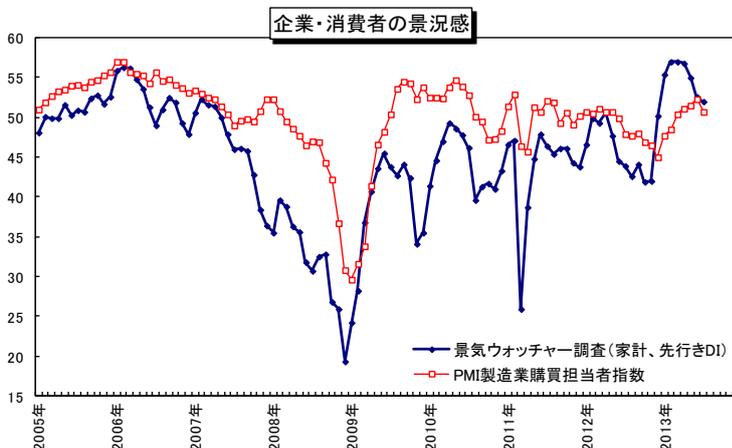
(1) 日本経済の現状 ～ 回復傾向が継続

2012 年度入り直後から、それまでの歴史的な水準での円高定着や海外経済の減速などによって悪化傾向をたどっていた日本経済であったが、同年 11 月に大きな岐路を迎えた。膠着する政局打開に向けて、野田首相(当時)は特例公債発行法案の早期成立などを条件に衆院解散を決定、民意を問うこととなった。金融市場では積極的な財政・金融政策による日本経済の再興を訴えた自民党などの勝利を予想、リーマン・ショック直後から続いていた円高状態が修正されるとともに、株価も大きく回復、企業・家計の景況感の大幅な改善につながった。それとほぼ同時期に、自動車産業など製造業においても在庫調整が終了した。

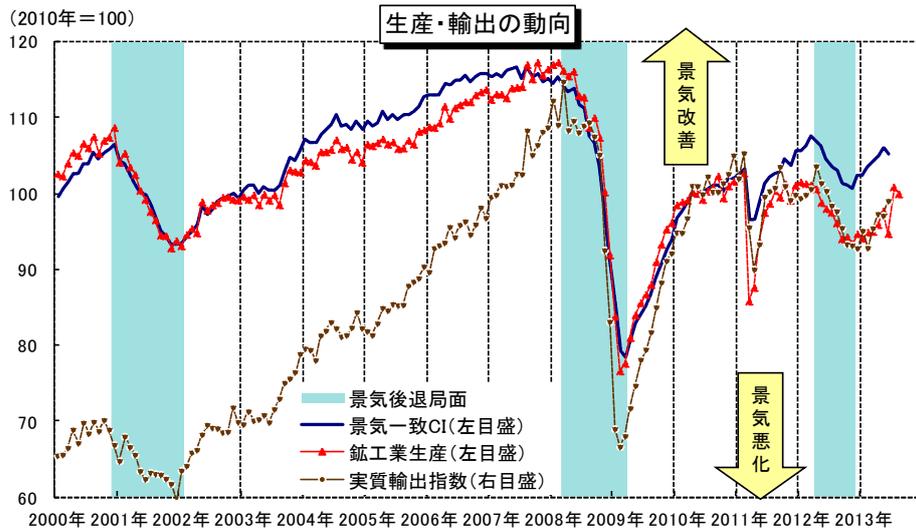
12 月の総選挙後、デフレ脱却や成長促進を最優先課題とする安倍内閣が発足し、その実現に向けた政策運営を本格化させた。アベノミクス「3本の矢」の一環として、大型補正予算を編成、13 年度当初予算と一体運用することで景気

刺激を行ってきた。また、デフレ脱却の早期達成に向けた共同声明を日本銀行と発表するとともに、新総裁としてリフレ派の黒田東彦氏を登用した。その黒田新総裁の下、日銀はこれまでにない大胆な緩和措置の導入を決定、約 2 年で 2% 程度の物価上昇率を安定的に達成することを目指している。さらに、安倍内閣は 6 月に「日本再興戦略」を発表、中長期的な視点から民間設備投資を喚起し、「実質 2%、名目 3%」の成長率を目指すとしている。

こうした政策運営によって、家計の景況感は大きく改善し、民間消費の押し上げに貢献している。



(資料)内閣府、マークイット社



(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

また、14 年度からの消費税増税を睨み、住宅着工も年率 100 万戸ペースにまで回復している。12 年度大型補正の効果もあって、公的支出も景気下支え役を果たしている。さらに、海外経済の持ち直しや円安効果などで輸出の増加が始まっている。もちろん、設備投資はまだ慎重な面も残っているほか、米国の量的緩和政策の行方が新興国経済にとってリスク要因と見られ

(株)農林中金総合研究所

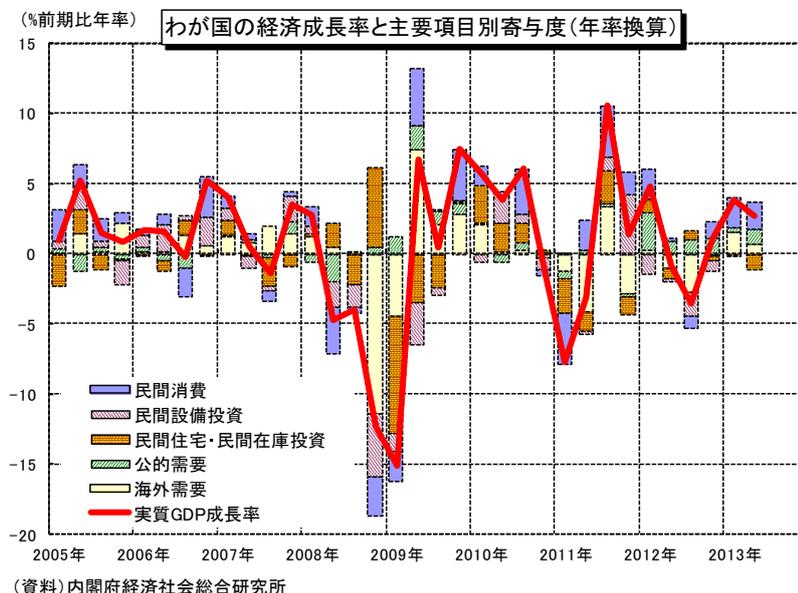
ていること、さらには足元では賃金が伸び悩む中での生活必需品の値上がりなどによって消費マインドが頭打ちになるなど、いくつかの懸念材料もあるとはいえ、国内景気は全体的に回復局面にあると判断できる。

(2)減速したものの、高めの成長を維持した4～6月期のGDP

8月12日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質GDPは前期比0.6%（同年率2.6%）と3四半期連続のプラス成長となった。しかし、1～3月期（前期比0.9%（同年率3.8%））からはやや減速したほか、年率3%台の成長率を見込んでいた事前の市場予想も下振れた。内容的には、家計マインドの改善や所得の持ち直し等を受けて民間消費が前期比0.8%と堅調に推移したほか、円安効果も加わって米中向けが底堅く推移した輸出等、大型経済対策の効果が出始めた公的支出も好調であった。半面、民間在庫が3四半期連続でのマイナス寄与となったほか、アベノミクス始動から8ヶ月が経過し、企業経営者の景況感にも一定の改善が見られたものの、設備投資行動には波及効果が弱かったことも見て取れる。とはいえ、潜在成長率以上の成長を達成できたことは正当に評価すべきであろう。

また、前年比は0.9%と6四半期連続のプラスとなり、1～3月期（0.3%）からプラス幅が拡大した。さらに、名目GDPは前期比0.7%（同年率2.9%）と3四半期連続のプラスで、1～3月期（0.6%、2.5%）からプラス幅を拡大させ、かつ実質成長率を3四半期ぶりに上回った。GDPデフレーターは前年比こそ▲0.3%と15四半期連続のマイナスとなったものの、下落幅は大きく縮小、前期比は0.1%と3四半期ぶりのプラスであった。依然として需給バランスが崩れていることには変わりはないが、民間消費の高い伸びなどを背景に、円安進行などに伴う輸入品価格の上昇分を最終財価格に転嫁する動きが進んだ様子が見て取れる。

注目の単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質GDP）は前年比0.1%と、微増ながらも6四半期ぶりにプラスとなった。また、成長戦略や骨太方針などで話題の国民総所得（GNI＝GDP＋交易利得＋海外からの所得の純受取）は、海外からの投資収益の受取が円安効果などで膨張したこともあり、実質・名目とも前期比1.4%（年率ではそれぞれ5.6%、5.9%）へ加速するなど、所得の増加傾向が強まっている。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

冒頭でも触れたように、12年12月に発足した安倍内閣は、「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進することで、デフレからの早期脱却やそれによる成長促進などを目指そうとしてきた。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（「機動的な財政政策」）。さらに、「大胆な金融緩和」を実現すべく、日本銀行との連携強化を図り、共同声明を発表することでデフレ脱却に向けての互いの責任を明確化した。その後、3月に新総裁に就任した黒田総裁はマネタリー・ベースを2年で倍増することを柱とする「量的・質的金融緩和」を導入し、2年で2%の物価安定目標を達成することを明言している。

さらに、「民間投資を喚起する成長戦略」に向けては、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」を設置し、6月には「民間の力を最大限引き出す」、「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」、「新たなフロンティアを作り出す」ことを通じて、「成長の果実の国民の暮らしへの反映」を目指す「日本再興戦略」をとりまとめた。ほぼ同時に発表された「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」によれば、「国家戦略特区」創設を突破口に改革を加速させ、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長の実現を目指し、これにより10年後には1人当たり名目国民総所得（GNI、12年度：約384万円）は150万円以上の拡大が期待される、とのことである。

7月の参院選も連立与党の圧勝に終わり、ねじれ国会が3年ぶりに解消したことから、安倍内閣は当面、経済再生に向けての成長戦略の実現化に動いていくものと思われる。懸案の法人税実効税率の引下げについても、検討されるものと思われる。

さて、予算関連であるが、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た。13年度の補正予算編成については、後述する消費税増税の最終判断の内容次第であろうが、仮に増税実施との判断となった際には、14年度の景気停滞を緩和するための措置（住宅ローン減税拡充や現金給付など）などが検討されるものと思われる。

一方、14年度の概算要求基準では、裁量的経費を10%削減するほか、聖域を設けることなく、施策・制度の抜本的見直しなどを通じて、財源捻出に努めることによって、防災対策、成長による富の創出、暮らしの安心・地域活性化のほか、「日本再興戦略」及び「骨太の方針」等を踏まえた諸課題などに活用する「新しい日本のための優先課題推進枠」を設定した。最終的に1兆円程度を確保する方針と報じられている。

さて、「社会保障と税の一体改革」に向けて、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検討してきた社会保障制度改革国民会議は6日に最終報告書を安倍首相に提出した。そこでは、これまでの高齢者に偏重していた社会保障政策を少子化対策も含めた「全世代型」に改め、負担についても「年齢」から「負担能力」を重視する方針を打ち出した。さらに、これから増えていく高齢者に応分の負担を求めたほか、将来的な年金支給年齢の引上げも盛り込まれている。なお、与野党で議論が分かれる年金制度については、現行制度の修正にとどめ、抜本改革は先送りされている。なお、野党となった民主党は、最終報告書に自らの政策（最低保障年金導入や後期高齢者医療

制度の廃止など)が反映されなかったとして、社会保障改革に関する自公民の3党実務者協議から離脱することを決定、改革案へ反対する方針とされている。

(2) 消費税や財政健全化を巡る議論

14年4月(税率:5%⇒8%)、15年10月(税率:8%⇒10%)に予定されている消費税増税を巡る議論が活性化している。12年夏、野田内閣下での3党合意によって、「社会保障と税の一体改革」関連法案が成立することとなり、その柱の一つとして消費税増税が決着した。しかし、その3党合意の結果、民主党は分裂したほか、自民党もリフレ政策を掲げた安倍氏が次期総裁として再登板することとなったが、総選挙を経て政権交代となるなど、当時と状況が大きく変わっている。実際、安倍首相はこれまで「予定通り消費税を増税する」とは明言してこなかった。自らが推進してきた「早期のデフレ脱却実現」や「日本経済再生」にとって、消費税増税は大きな障害になりかねない、と考えている可能性はあるだろう。安倍首相の経済ブレーンである浜田宏一・本田悦朗の両内閣官房参与からも消費税増税については再検討するよう求められている。また、最近では、これまで日本の累積債務問題に警鐘を鳴らし続けてきた米格付け会社 S&P でさえも、消費税増税が景気回復やデフレ脱却にとって障害となるリスクを指摘し始めている。

こうしたなか、内閣府は「中長期の経済財政に関する試算」を公表、先行きアベノミクスが奏功し、実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現したとしても、財政健全化目標として設定した2020年度のプライマリー・バランス黒字化は達成できないとしている。20年度のプライマリー・バランスは▲12.4兆円(対GDP比で▲2.0%)であり、消費税換算で5%分の更なる増税が必要である。折しも、国際通貨基金(IMF)が公表した対日審査報告書においては、消費税を予定通り増税し、さらに15%まで引き上げるべきとの見解が示されている。重要指標と位置付けられた4~6月期のGDPにおいても、年率2%台という比較的高めの成長率が実現できており、増税そのものを見送ることは難しいとの見方が有力である。

このように様々な思惑が渦巻く中、8日の閣僚懇談会において、安倍首相は消費税問題に関する有識者会議の設置を指示し、こうした中、政府では消費税増税についてのいくつかのパターン(当初の予定通り、先送り、初回2%へ圧縮、1%ずつ段階的引上げ)についての経済的影響などについて意見を聴取することとなった。9月上旬には報告書が取り纏められ、最終判断のための基礎資料となる模様である。

このように消費税増税の予定通りの実施については流動化した面もあるが、今回の経済見通しについては、前回までと同様、当初の予定通り、「14年4月に8%へ、15年10月に10%へ」それぞれ税率を引き上げることを前提とした。

(3) 世界経済の見通し

リーマン・ショック(08年9月)を契機に引き起こされた世界経済・金融危機以降の世界経済を振り返ると、欧米諸国では金融危機の後遺症や財政悪化などに悩まされ、大規模な金融緩和策で景気下支えをしてきたといえる。一方、金融危機の悪影響が相対的に小さかった新興国は、内需振興策の下、堅調な成長を続けるなど、一時は世界経済の勢力分布が劇的に変わっていくかに見えた。しかし、12年あたりから新興国経済ではそれまでの高成長に伴う歪みが無視できないものとなり、成長率も減速するなど、そうした状況に少しずつ変化が見られ始めたように見える。

最近では、米国経済の持ち直し傾向が強まるなど、量的緩和政策の転換時期が近いとの思惑が強まっているが、これまで新興国市場や商品市況に流入していた過剰流動性の


(株)農林中金総合研究所

逆流を引き起こし、新興国経済の減速につながるのではないかと、といった懸念も浮上している。先行き、このような過剰流動性の動向が世界経済、ひいては内外の金融資本市場にどのような影響を及ぼすのか十分見極めていく必要がある。

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

① 米国経済

13年4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は、堅調な民需を背景に輸入増加となったことから外需のマイナス寄与が拡大したものの、政府支出の減少幅が縮小したほか、設備投資が増加に転じたことや住宅投資の伸びが加速したことなどから、前期比年率1.7%と前期(1.1%)を上回り、2四半期連続で小幅加速した。4～6月期の成長加速の主因は民需の拡大であり、なかでも個人消費は、給与税増税や強制歳出削減の影響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回復が続いた。足元の米国経済は、雇用環境の改善傾向が続き、個人消費や設備投資が底堅く推移するほか、自動車や住宅市場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、米国経済の足かせとなっている財政問題については、赤字削減案などの議論が一時棚上げとなったまま進展していない。米議会は12年11月の選挙を経てもなお上院・下院のねじれ状態が継続し、かつ与党・民主党が歳出削減だけでは限界があるとの立場から増税を前提とする一方、増税に反対の野党・共和党は歳出削減を強く求めるといった主張の違いから政治的な膠着状態に陥っている。

米議会は夏季休会明けの9月第2週以降、設備投資減税をはじめ減税措置延長の可否判断などを含め10月から始まる14年度予算法案を可決する必要がある。また、13年初に上限額を5月中旬まで暫定的に引き上げたものの、すでに米政府の借入権限が失われた状態にある債務上限問題についても早期に引き上げを可決する必要がある。米財務省は臨時措置で資金繰り対応しており、10月上旬までは借入継続が可能としているが、いつ

2013～14年 米国経済見通し (13年8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) 実績	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	%	2.8	1.6	1.0	2.6	2.8	2.8	2.9
個人消費	%	2.2	2.0	2.0	2.1	2.5	2.6	2.7
設備投資	%	7.3	3.4	1.1	7.6	7.3	7.0	7.7
住宅投資	%	12.9	14.3	14.5	14.8	12.9	12.9	11.0
在庫投資	寄与度	0.2	0.0	0.2	0.5	0.0	0.0	▲ 0.1
純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3
輸出等	%	3.5	2.9	0.9	8.6	9.5	10.2	9.1
輸入等	%	2.2	3.2	1.8	9.3	8.9	9.0	8.2
政府支出	%	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 3.9	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.5
参考								
PCEデフレーター	%	1.8	1.2	1.1	1.5	1.9	1.8	1.9
GDPデフレーター	%	1.7	1.7	1.6	1.8	2.0	1.9	2.0
FFレート誘導水準	%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年国債利回り	%	1.8	2.3	1.9	2.7	2.9	2.8	2.9
完全失業率	%	8.1	7.5	7.7	7.3	7.0	7.1	6.9

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8月15日(13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
 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

までも続かないことは明らかである。

これらの法案可決では短期的・中期的な財政赤字削減案の与野党合意が不可欠となるが、前述の政治的状況下での合意は極めて困難であり、野党・共和党の態度が軟化するかどうかは法案可決のカギになると思われる。仮に 14 年度予算法案で米議会が紛糾する場合には政府機関の閉鎖が懸念され、さらに債務上限引き上げで合意できない場合には連邦政府の資金繰りが行き詰まる事態を招くことになり、そうした場合には米国経済だけでなく世界経済にも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) が直近 (7/31) の連邦公開市場委員会 (FOMC) において、月額 400 億ドルの住宅ローン担保証券 (MBS) と 450 億ドルの長期国債を無期限で合計 850 億ドル買い入れる量的緩和第 3 弾 (QE3) を継続する方針を決定した。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 0.0~0.25% 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。

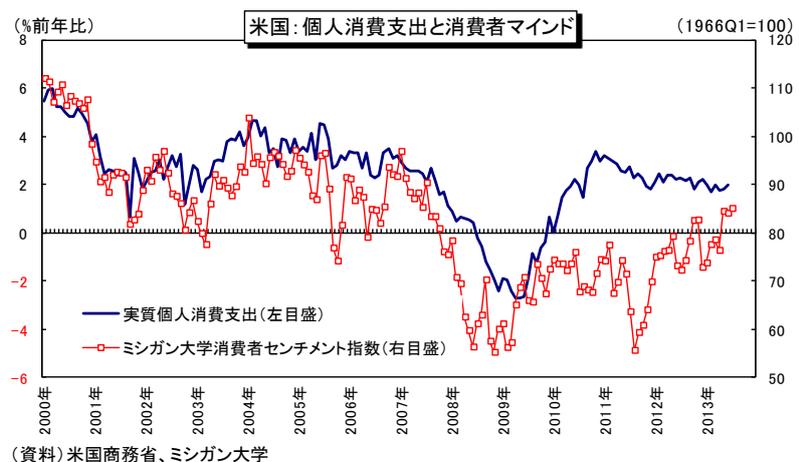
しかし、公表されている FOMC 議事録や最近の FOMC メンバーの発言によれば、QE3 の縮小や停止時期が模索されていることが明らかとなっている。FRB 議長は「今後数回の会合で資産購入ペースを縮小することは可能」と発言 (5/22) し、さらに「13 年内に QE3 縮小に着手し、14 年半ばには終了させる可能性がある」との見解を表明 (6/19) した。ただし、QE3 縮小に関しては「事前に方針が決まっているわけではなく、今後の経済指標次第である」との方針を改めて確認 (7/17) している。つまり、成長率や失業率、インフレ率などが FRB の見通しよりも強ければ迅速に QE3 縮小に動き、逆に弱い内容であれば縮小開始を遅らせるというものである。

とはいえ、FOMC は「資産購入策が終了し、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」との方針を示していることから、景気判断や経済見通しが大きく引き上げられない限り引き締め動くことはなく、緩和的なスタンスは維持されるだろう。

なお、オバマ大統領は現在、14 年 1 月で 2 期目の任期満了となるバーナンキ FRB 議長の後任候補を選定中であり、今秋に次期 FRB 議長人事を決断する方針を表明している。現時点では、サマーズ元財務長官とイエレン FRB 副議長が有力候補となっているが、今後候補者の人選が進むにつれて、次期議長下での金融政策について注目が集まるだろう。

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、個人消費は強制歳出削減などの影響が引き続き懸念されるものの、リーマン・ショック後に続いていた家計のバランスシート調整がほぼ終了したことに加え、賃金や所得も緩やかに回復しており、さらに雇用や景気の先行き期待を背景に消費者マインドが改善していることから、徐々に増加傾向を強めると予想する。

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、米景気回復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増加傾向を示していることから、13 年末にかけて増勢を強めると予想する。住宅投資



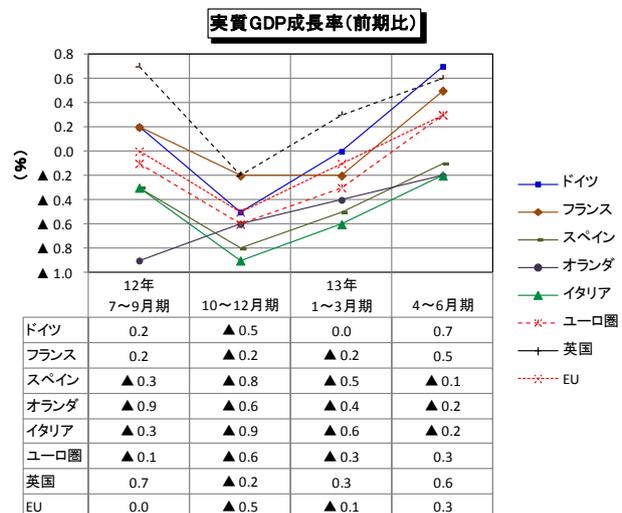
(株)農林中金総合研究所

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、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇を背景に引き続き増加傾向が続くと見られる。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、足元では中南米のほか、欧州や中国向けにも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、米国からの輸出も徐々に増加すると予想する。なお、個人消費の回復継続や在庫の積み増しなどに伴い、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引き続き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したが、今後も緊縮財政の強化から歯止めがかかると予想される。

以上から、13年後半は政府支出の減少が引き続き下押し圧力となるものの、海外経済が徐々に復調すると予想されることに加え、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が一段と進むと考えられることから、成長率は2%台後半にやや伸びを高めて推移すると見込まれる。ただし、財政問題の先行き不透明感が払拭されておらず、予算法案や債務上限引き上げ協議で混乱すれば、金融市場が不安定化する可能性もあり、この影響で米景気が下振れするリスクもある。年間の成長率は、13年は前年比1.6%(前回見直しから0.4ポイントの下方修正、基準年変更やGDP算出方法が一部変更されたことに伴い12年が上方改定された一方で13年1~3月期が下方改定されたため)、また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は成長加速が見込まれる13年末までに規模縮小が開始され、14年後半には終了すると予想。ただし、13年後半に米財政問題の先行き懸念が強まり、金融市場が不安定化する場合にはQE3縮小開始が遅れるだろう。一方、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ものの、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、ユーロ圏の13年4~6月期の実質GDP成長率(速報値)がプラスに転じるなど、景気底打ちの兆しを示す経済指標も現れてきている。しかしながら、5月には欧州委員会が一部の国々に対する財政赤字目標達成期限の延長を認めるなどの動きはあるものの、依然として緊縮財政は継続し内需の抑制が見込まれること、また、各国の銀行貸出金利の大きな格差に現れているように金融緩和の効果の浸透には課題が残されていること等により、今後も当面の間は実体経済の本格的な回復は困難とみられ、欧州経済は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4~6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比プラス0.3%となり、1~3月期まで6四半期継続したマイナス成長から久々に脱した。ユーロ圏では、この他にも欧州委員会による7月の景況感指数が92.5と3ヶ月連続での改善となり、1年3ヶ月ぶりの高水準にまで回復したほか、6月の鉱工業生産指数が前月比で0.7%の上昇となるなど、一部には景気底打ちを示唆する指標も現れている。しかしながら、これらの指標については今後とも改善傾向が定着するのかどうか、更にフォローが必要と考えられる。一方、雇用情勢については、6月の失業率は12.1%と、ユーロ導入以来の最悪水準が継続している。なかでもスペインでは26.3%(うち25歳未満の若年層は56.1%)に達するなど財政悪化国で上昇傾向にあり、経済情勢全般の厳しさを反映したものとなっている。消費面でも、ユーロ

(株)農林中金総合研究所

圏の6月の小売売上高は前月比で0.5%の低下、前年同月比で0.9%の低下となり、傾向的に弱い動きが現れている。

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、6月の製造業受注指数は前月比で3.8%の上昇、同月の鉱工業生産指数についても同2.4%の上昇と、それぞれ大幅な伸びとなったほか、輸出額は6月には前月比で0.6%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、当面の間は動向を注視することが必要である。また、6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1.5%の低下、前年同月比でも2.8%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7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.6%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月には政策金利の引下げを行い過去最低の0.50%としたが、さらにドラギ ECB 総裁は7月の政策理事会後の記者会見で、政策金利は今後長期にわたり低水準にとどまると言明した。経済情勢は底打ちを探る状況が続くなか、当面はECBの緩和姿勢が継続するものと考えられる。

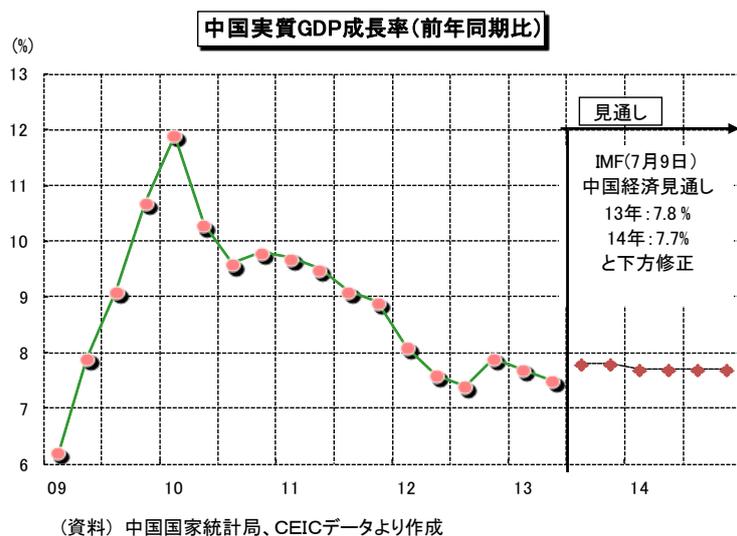
③ 中国経済

中国経済は12年秋に底入れし、一旦は緩やかな回復基調にあった。しかし、12年末に発足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、13年1~3月期、4~6月期の実質GDP成長率はそれぞれ前年比7.7%、7.5%と、2四半期連続で小幅減速した。その結果、13年上半期の実質GDP成長率は同7.6%となっている。

しかし、7月に入り、中国政府は産業構造の高度化を図るなど経済構造の調整を進める一方、安定的成長(7%以上)を確保しなければならないことも強調し始めている。こうしたなか、地方政府は鉄道など交通インフラの整備やスラム街の再開発などへの投資を再び拡大しつつある。

こうした動きを受けて、足元では7月の鉱工業生産が前年比9.7%と、6月(同8.9%)から伸びが加速した。また、国家統計局と物流購買連合会が発表した7月の製造業PMIと非製造業PMIも小幅上昇した。さらに、7月の輸出も前年比5.1%と、6月(同▲3.1%)から大幅に持ち直したほか、7月の固定資産投資(農村家計を除く)も前年20.2%と、6月(同19.9%)から伸びが小幅高まった。持ち直し基調にあった社会消費財小売売上総額は7月に入ってやや鈍化した面もあったが、これらの動きから総合的に判断すると、中国の景気が再び回復に向かう兆候を示していると見られる。

このように、7月分の主要な経済指標や政府の経済運営方針の変化を考慮すると、中国経済は、13年に入り2四半期連続で減速したものの、年後半にかけて緩やかに回復し、13年通年の成長率は前年比7%台後半、14年は同7%台前半になると予想する。中国経済の先行きを占う上でも、13年の秋に開催される18回中央委員会総会(三中全会)にお



(株)農林中金総合研究所

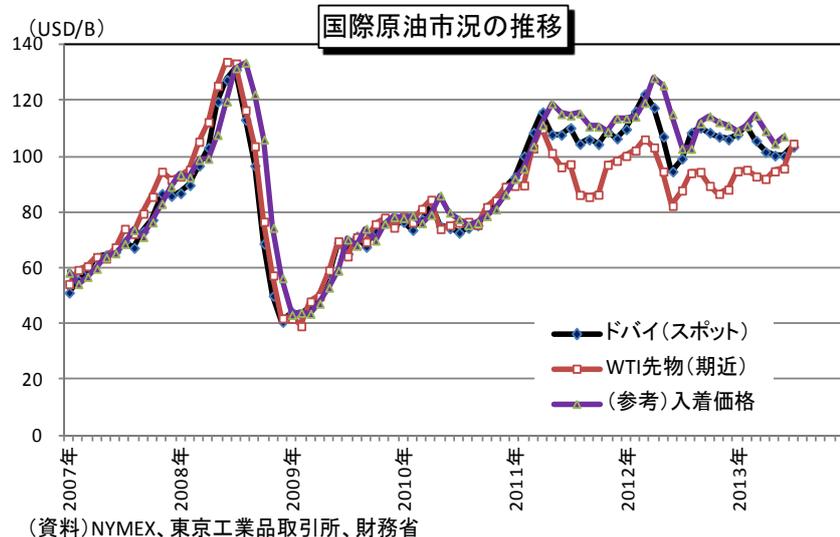
いて、今後 10 年間の政治・経済等の政策運営がどのように改革・決定されるのか、大いに注視したい。

金融情勢については、6 月に銀行間取引金利が一時的要因などにより急騰したが、中国人民銀行(中央銀行)が一部の銀行に資金供給を行ったこともあり、7 月以降は落ち着きを取り戻した。足元では 7 月のマネーサプライ(M2)が前年比 14.5%と、6 月(同 14.1%)からやや拡大した。今後の金融政策については、経済構造の調整を進めているほか、住宅価格の高騰が続いていることなどから、中国人民銀行は金融政策の微調整を行うこともあっても、当面利下げなど金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

12 年春以降の国際原油市況は、中東情勢が緊迫化する場面もあったものの、世界経済の成長ペースの鈍化などもあり、13 年 6 月までの 1 年間ほどは安定的に推移してきた。しかし、7 月になって原油市況は上昇に転じた。米 QE3 の規模縮小に向けた動きが新興国経済の先行きリスク要因になりうるとの見方が広がったものの、エジプト情勢の緊迫化などによってスエズ運河やスモド

パイプラインなどを通じた原油供給への懸念が強まったことが強く意識された。こうした中、11 年以降目立っていた WTI とブレント・中東産との乖離も、WTI(先物、期近物)が急騰したことで大幅な縮小を見せた。この背景には、堅調さを増しつつある米経済指標の発表が相次いだことや夏場のドライブシーズンを前にした米国内の在庫減などがある。



先行きについては、中国、インドなど新興国の経済成長への懸念が残っているものの、米国経済に関しては徐々に力強さを増していくと見られる。一方、IEA(国際エネルギー機構)が予測するように、シェールガス・オイルの増産によって 17 年までに米国はサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国となる、とされるなど、原油供給能力は着実に強まるものと思われる。それゆえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は 13、14 年度とも 110 ドル前後での推移になるものと予想している。

一方、昨年夏場には、世界的に天候不順が発生したことに伴って、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が一時高騰したが、これまでは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。先行きは米 QE3 の規模縮小に伴う過剰流動性の縮小が商品市況に追加的な影響を与える可能性もあり、注意が必要である。


(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	2.7	2.5
実質GDP	%	0.3	1.2	2.7	1.2
民間需要	%	1.4	1.2	2.3	0.7
民間最終消費支出	%	1.6	1.6	2.9	▲ 0.2
民間住宅	%	3.7	5.3	4.6	▲ 3.0
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.4	▲ 0.0	2.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	0.3
公的需要	%	0.9	4.3	3.0	1.4
政府最終消費支出	%	1.4	2.1	1.5	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	15.0	9.2	1.8
輸出	%	▲ 1.6	▲ 1.2	6.8	7.0
輸入	%	5.3	3.8	4.4	5.4
国内需要寄与度	%pt	1.3	2.0	2.4	0.8
民間需要寄与度	%pt	1.1	0.9	1.7	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.1	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	0.4	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.1	1.3
国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.1	1.6	4.1
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.0	▲ 0.2	0.5	2.8 (0.8)
完全失業率	%	4.5	4.3	3.9	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 2.6	2.6	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.4	7.7	10.8
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.6	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	99.9	104.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.06
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.79	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.4	109.3	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)
(→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	▲ 0.8	▲ 0.9	0.1	0.6	0.7	0.9	1.3	1.4	0.2	0.2	0.3	0.6
実質GDP	%	1.2	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.9	0.6	0.8	1.2	1.3	▲ 1.1	0.3	0.4	0.5
(年率換算)	%	4.8	▲ 0.9	▲ 3.6	1.0	3.8	2.6	3.2	5.0	5.2	▲ 4.2	1.1	1.5	2.1
民間需要	%	0.6	▲ 0.2	▲ 0.6	0.1	0.6	0.2	0.7	1.4	1.8	▲ 1.9	0.1	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	0.9	0.1	▲ 0.4	0.5	0.8	0.8	0.3	0.9	2.2	▲ 3.1	0.8	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 1.5	2.1	1.6	3.6	1.9	▲ 0.2	0.7	2.0	▲ 1.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 2.5	▲ 0.3	▲ 3.2	▲ 1.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	1.5	2.0	▲ 1.0	0.8	1.0	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.2	0.6	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1
公的需要	%	2.7	0.9	1.0	1.0	0.3	1.0	0.9	0.7	▲ 0.0	0.5	0.3	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.6	0.0	0.4	0.6	0.1	0.8	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2
公的固定資本形成	%	7.5	5.1	3.5	3.0	1.1	1.8	4.0	3.0	▲ 1.0	0.5	0.0	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	2.7	▲ 0.2	▲ 4.5	▲ 2.7	4.0	3.0	2.5	1.9	1.8	2.0	1.3	1.2	1.2
輸入	%	2.0	1.3	▲ 0.0	▲ 2.0	1.0	1.5	2.0	1.8	2.6	0.5	0.9	1.0	1.1
国内需要寄与度	%pt	1.1	0.0	▲ 0.2	0.3	0.5	0.5	0.7	1.2	1.3	▲ 1.3	0.2	0.3	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	0.0	0.5	0.2	0.6	1.0	1.3	▲ 1.4	0.1	0.3	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.1	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	0.1	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	1.5	1.3	1.2	1.2
国内企業物価 (前年比)	%	0.3	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 0.3	0.6	2.1	2.0	1.9	4.3	4.0	4.1	4.2
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	0.0	0.4	0.7	1.0	2.8	2.7	2.8	2.9
(消費税増税要因を除く)										(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.9)	
完全失業率	%	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.6	1.4	2.5	1.0	0.5	▲ 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	0.8	2.1	1.7	2.0	1.9	2.4	2.6	2.8	3.0
名目GDP比率	%	1.4	1.3	0.8	0.9	0.7	1.8	1.4	1.6	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	98.7	98.5	100.0	102.5	103.0	104.0	105.0	106.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.75	0.70	0.73	0.78	0.80	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	107.1	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	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、前期比。

3. 2013～14年度の日本経済・物価見通し:

(1) アベノミクスを待ち構える試練

アベノミクスの「3本の矢」が本格的に始動してから8ヶ月が経過した。政府・日銀の早期のデフレ脱却に向けた強い意志とそのための行動、それに対する期待から生じた円高修正や株高などの結果、家計・企業のマインドが好転、特に民間消費は高級品販売を含めて堅調な推移を続けてきた。公的支出も12年度大型補正予算の効果が出ている。さらに、回復力はまだ弱いとはいえ、米国経済が持ち直していることに加え、円安効果もあり、輸出回復の動きも見えてきた。企業設備投資などはまだ弱さが残っているが、一部では賞与を通じた所得増の動きも散見されている。また、物価もコア部分(生鮮食料を除く総合)での前年比下落が消えるなど、デフレ状態から抜け出そうとする動きが始まっている。今までのところ、アベノミクス(アベクロミクス)は、目標達成に向けてうまく進んでいると評価できるだろう。

しかし、その目標達成にはいくつかの試練が待ち構えている。ひとつは、海外経済の適度な経済成長の可能性であり、これは政策当局にとっては事前に打つ手がない問題である。アベノミクスでは、最終的に日本経済の再生を目標としているが、まず初期段階として大規模な金融財政政策によって、冷え切っていた経済を温め、その後、「成長戦略」の着実な実行によって、民間投資を誘発しながら、国内需要を活性化させようとするものである。ただし、金融財政政策の効果はあくまで一時的であり、輸出依存型の経済構造となっている日本経済にとって、「国内需要が再発見」されるまでの間、適度な成長ペースを保つためには輸出が増加傾向をたどることが必要となる。仮に、何らかのイベントが発生し、世界経済が混乱することになれば、政府・日銀はもう一段の追加措置を検討せざるを得ないだろう。

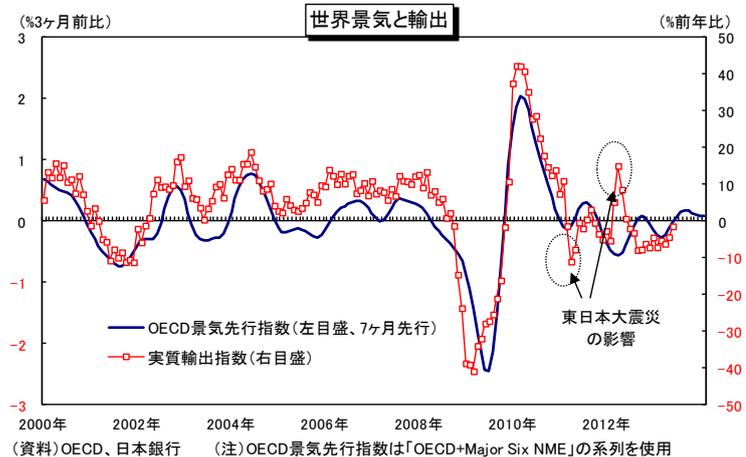
もうひとつは、財政健全化をどのように進めるべきか、ということである。つまりは、国際公約とされる財政健全化に対して、経済成長とのバランスがとれた持続可能な再建計画が採用されるかという問題である。身近な問題としては、14年4月に予定される消費税率3%の引上げということになる。前述のとおり、消費税増税に関しては議論が分かれるところである。現状は増税判断にとって絶好のタイミングとする意見は決して少なくないが、それを考慮した上での14年度の経済見通しはせいぜい1%台であり、「13年度からのゲタ」を考慮すればゼロ成長というのが実際のところである(8月に示された内閣府の試算値では13年度:2.5%成長、14年度:1.0%成長としているが、14年度はゲタ要因を除外すれば実態的にはマイナス成長と思われる)。いずれにせよ、国内景気は悪化する可能性があり、デフレ脱却に向けた好循環が一旦途絶えてしまう懸念が付きまとう。政府は消費税増税の際には、補正予算編成を行う方針であるが、そもそも消費税増税は財政健全化のための措置であって、それを行うために財政支出を増やすということは矛盾しているように思われる。さらに、消費税増税による景気停滞が予想外に長引けば、15年10月の第2次増税は実施困難となるばかりか、想定した税収を達成できない可能性もないわけではない。早期のデフレ脱却や成長底上げという目標に対して、財政健全化をどう組み合わせるのか、非常に重要な課題であり、失敗すれば「二兎を追うものは一兎をも得ず」になりかねない。拙速な財政健全化はかえってリスクが高いことを意識した政策判断が求められる。

なお、アベノミクスの徹底によって、数年後にはデフレからの完全脱却が達成されるなど、経済・金融(金融政策も含めて)の正常化が実現することが期待されるが、それは早くとも2～3年先の話であり、今回の経済予測における予測期間(14年度末まで)内には実現することは困難であろう。

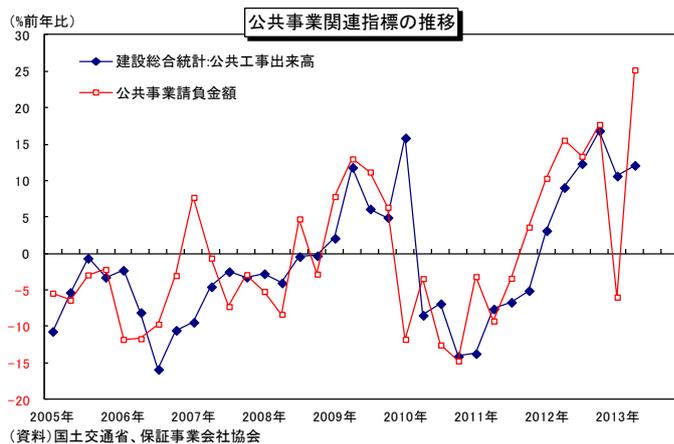
(2) 経済見通し ～ 13 年度末にかけて堅調に推移、14 年度は足踏み

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を受けた輸出の展開、12 年度大型補正による公共事業、さらには消費の勢いがいつまで持続するのか等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 割近くを輸出の増加で達成するという具合に輸出依存度を高めてきた。前述のとおり、アベノミクスが成功すれば、内外需バランスのとれた成長が実現する可能性が高いが、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。

その輸出はすでに回復に向けた動きが散見されている。米国経済は強制歳出削減の影響もあり、過去三四半期は低めの成長に甘んじているが、民間需要は底堅く推移しており、同時に雇用改善も達成されつつある。減速気味に推移していた中国経済も足元では持ち直しの動きも散見され、さらに成長率が落ち込む可能性は低下している。欧州経済もまた、下げ止まりを模索する動きとなってきた。いずれも地域も成長率が明確に加速する姿は見込めないものの、先行きは緩やかな回復傾向に移行していく可能性が高い。さらに、円安が進行し始めてから半年以上が経過し、徐々に輸出数量の増加につながっていくものと思われる。以上から、輸出も今後とも増加基調を続けるものと予想される。



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で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、徐々にではあるが進み始めてきた。遅れ気味であった復興事業が進展するにつれて、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。

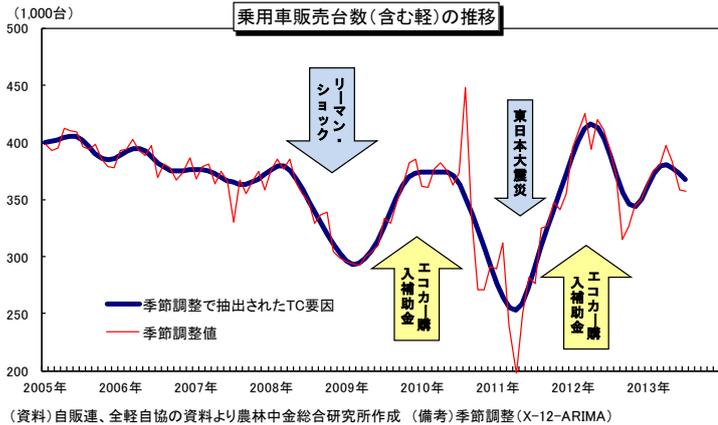


同時に、社会インフラに老朽化対策や事前防災・減災のための公共事業もスタートすることで、公的需要は景気の下支え役を果たしていくだろう。ただし、14 年度予算編成では、公共事業など裁量的経費を 1 割削減する方針であり、公的支出の景気押し上げ効果は低下していく方向にあるものと思われる。

また、13 年前半は堅調に推移した民間消費であるが、このところ消費マインドが頭打ちからやや低下を示すものが増えている。5 月下旬以降の株価調整や賃金所得が増加する前に起きた必需品の値上がりがある背景にあるだろう。また、12 年 9 月のエコカー購入補助金終了は何とか乗り切れた自動車販売も 4 月をピークに頭打ち気味の推移となっている。とはいえ、予定通り、14 年 4 月に消費税増税が実施されるのであれば、13 年度末にかけて耐久財や高級品等を中心に一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。

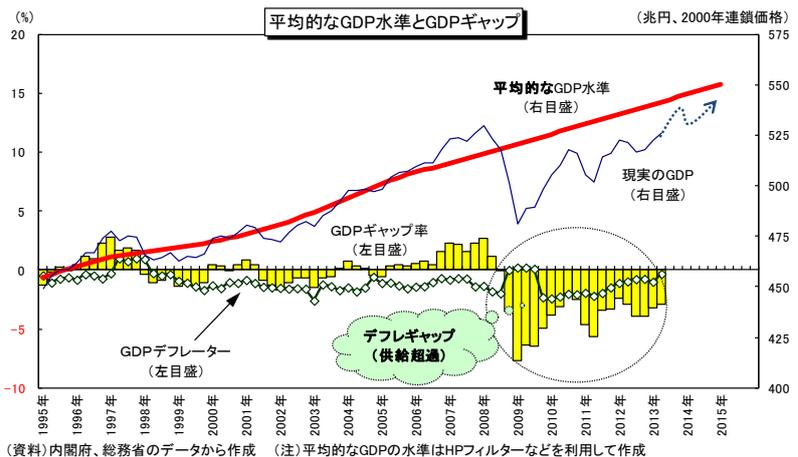
(株)農林中金総合研究所

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。足元7～9月期については、企業業績の改善などにより、大企業を中心に夏季賞与が増加するなど、所得環境の持ち直しが見られている。また、早い梅雨明けや連日の猛暑などで、消費行動が刺激された面もあるだろう。年前半に見られたほどの伸びよりは減速する可能性はあるが、底堅く推移しているものと思われる。住宅投資についても、復興需要や消費税増税前の駆け込み需要の発生もあり、すでに着工戸数では100万戸ペースとなっている。加えて、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。輸出も、米中向けを中心に緩やかな増加が続くだろう。また、出遅れ感のある企業部門ではあるが、先行きの景気回復期待やデフレ脱却の動きが始まっていることもあり、早晚、設備投資需要は回復に向かうだろう。参院選に勝利した安倍内閣では、法人税減税についても検討することを表明しているが、これは国内投資を再評価する契機になりうるものである。さらに、景気回復を受けて、3四半期連続で圧縮されてきた在庫も積み増しに向けた動きが始まると思われる。



その後、13年度下期についても、回復傾向が続くものと思われ、年度末に向けて成長率は加速を見せるだろう。特に、年度末にかけては消費を中心に駆け込み需要が強まっていくだろう。輸出、企業設備投資も回復基調を強める。一方で、住宅投資や公共投資は年度末を前にそれまでの増勢が一服する可能性がある。

以上をまとめると、**13年度については実質ベースで2.7%(前回予測(6月)の2.8%から下方修正)**の成長を見込んだ。下方修正した要因は、主として企業設備投資の回復力が事前想定ほど強まらないことによる。また、**名目成長率も2.7%(前回予測は2.1%から大幅に上方修正)**を確保するだろう。GDPデフレーターは国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力の回復を受けて、前年度比▲0.1%(前回予測は同▲0.7%からへ上方修正)へと下落幅が縮小するとした。年度を通してはマイナス圏からは抜け出せないが、最終四半期(14年1～3月期)には一時的ながらも水面上に浮上するものと予想する。



一方、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、特に4～6月期は大幅なマイナス成長(前期比年率▲4.2%)に陥ると予想する。問題は、悪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、社会保障制度を持続可能なものにするための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ている。また、増税によって国内の購買力が消失するわけではなく、新たな政府サービスとして民間部門に還流され、そ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る。とはいえ、社会保障制度改革国民会議の最終報告書では、持


(株)農林中金総合研究所

続可能性を高めるための年金制度改革は先送りされており、消費税増税がどれだけ不安感解消に貢献するかは不明である。

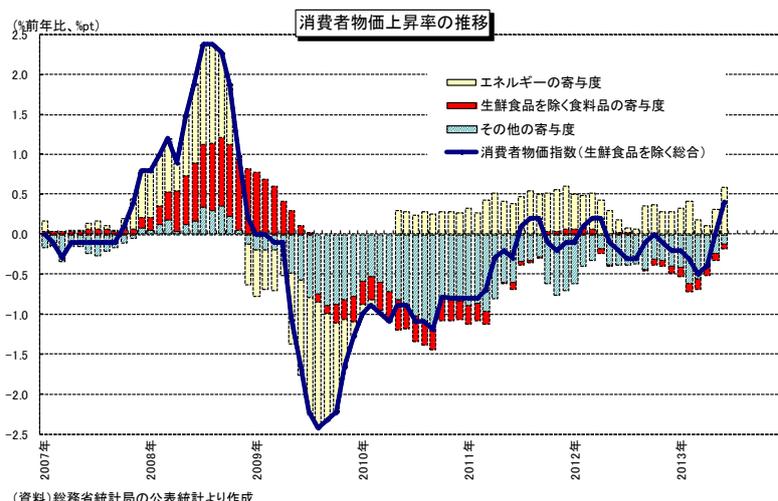
なお、増税ショックの大きさは、増税時の景気情勢に大いに左右される。税率3%の引上げは7~8兆円の増税措置に相当するが、14年度入り当初の段階でデフレからの完全脱却はまだ未実現であるほか、成長戦略による民間投資誘発も発生する前の状況である。その時点で、消費税率3%引上げの悪影響を吸収しうるだけの「体力」は日本経済には備わっていないと思われる。続く7~9月期にはリバウンドが発生することが見込まれるが、基本的には低成長にとどまり、14年度にデフレ脱却に向けた成長経路に復するのは困難であろう。14年度は、実質成長率は1.2%、名目成長率は2.5%（前回予測はそれぞれ1.3%、2.9%で、いずれも下方修正）と予測する。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。なお、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、年度の成長率がそれを割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長と評価せざるをえない。ちなみに、GDPデフレ率は前年度比1.3%（前回予測は1.6%で、下方修正）の上昇を見込んでいる。

なお、今回の見通しの対象期間外であるが、15年度については実質1%台前半、名目1%台後半になると予想する（正式には13年11月公表予定の経済見通しから見直し対象とする方針、基本的に海外経済は緩やかに改善、消費税率は15年10月に予定通り引き上げる、などを前提条件としている）。早期のデフレ脱却に向けては、高めの成長を長期間にわたって維持し続ける必要があるが、2度の消費税増税は大きな障害になるだろう。

(3) 物価見直し ~ 13年度末にかけて上昇圧力高まるが、14年度は動きが止まる

需給バランスが改善しつつあるという側面に加え、円安進行による輸入品の値上がりや電気代・ガソリンなどエネルギーの価格上昇などによって全般的に下落圧力が解消する動きとなっている。6月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比0.4%と、14ヶ月ぶりの上昇となった。内容的には、前述の通り、エネルギーの押し上げ効果が強まっていることが大きい。食料・エネルギー以外の分野でも下落圧力が弱まっていることも見て取れる。

先行きに関しても、円安効果や昨年夏の穀物高の影響、さらには電気代などエネルギー関連の値上げ傾向が徐々に強まると思われ、物価上昇率は13年度末にかけて1%前後まで高まるだろう。しかし、予定通り、14年4月に消費税増税が実施された後は、国内景気がやや停滞し、物価上昇圧力は一旦解消してしまう可能性があるだろう。

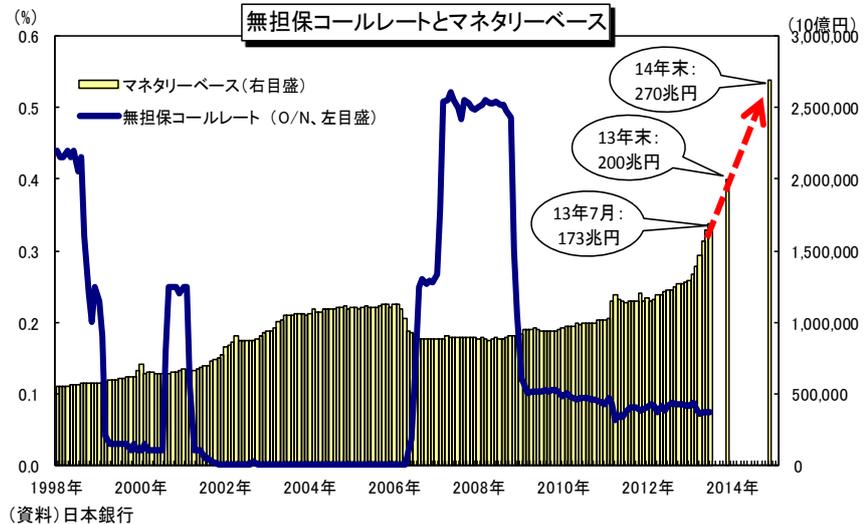


以上から、13年度のコアCPIは同0.5%の上昇と予測する。一方、14年度は、消費税増税もあり、同2.8%へ上昇率が高まるが、あくまで増税に伴う影響(+2%程度の物価押し上げ効果と想定)によるもので、その影響を除けば同0.8%にとどまるだろう。日銀が目指す「2年で2%の物価上昇」の実現はかなり困難との見方は変わらない。15年度も予定通り、10月に消費税増税が実施されるのであれば、2%に向けた物価上昇圧力が強まらないまま推移することになるだろう。

4. 当面の金融政策・金融市場動向:

(1) 金融政策 ～ 異次元緩和は当面継続

13年4月、黒田新総裁が就任した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年で約2倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和(以下、異次元緩和)」の導入を決定した。その後は、黒田総裁が「デフレ脱却に必要な政策はすべて盛り込んだ」、「政策の逐次投入はやらない」と発言した通り、政策効果の見極めに注力しており、政策変更は見送られている。



異次元緩和の導入以降、ボラタイルな動きが続いてきた長期金利についても、QE3の規模縮小を巡る内外金融市場の動揺をこなしつつ、全般的に落ち着きつつあり、足元ではじわじわと低下する動きとなっている。日銀はこれまで国債買入れオペの弾力化(回数を増やし、1回当たりの規模を縮小など)などを通じて長期金利の過度な変動抑制に努めてきたが、そうした効果が浸透しているといえるだろう。今後再びボラティリティが高まれば、必要に応じて何らかの対策を講じる可能性はあると思われる。

さて、7月の金融政策決定会合後には「展望レポート」の中間評価が公表されたが、これによると13～14年度の経済成長率・物価上昇率の見通し(大勢見通し)は若干下方修正されたものの、15年度には2%程度まで物価上昇率が高まるとの見通しが改めて示されるなど、2年程度で物価安定目標を達成する姿勢には些かの変化もない。

先行きの金融政策に関しては、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。具体的には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、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14年度上期中に追加策を検討・実施することになると思われる。現状、毎月の市場発行額の約7割に相当する長期国債を購入していることもあり、追加的に国債を購入する余地は乏しいと思われ、リスク資産の買い増しや超過準備に対する付利撤廃などが検討されるものとみられる。

(2) 金融市場の見通し ～ 当面は円安・株高基調か

5月下旬以降、米QE3の早期縮小観測が高まったことで、それまでの円安・株高の流れが一変したが、6月下旬までにはその調整がほぼ終了し、足元では円安・株高基調に戻っている。長期金利についてもボラタイルな動きは収束し、落ち着きを取り戻しつつあるほか、緩やかな低下基調をたどっている。

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。

(株)農林中金総合研究所

① 債券市場

異次元緩和の導入決定直後までは長期金利(新発 10 年物国債利回り)は一時 0.315%といった史上最低水準を更新するなど低下圧力が高まったが、導入後は逆に水準を切り上げ、なおかつ乱高下を繰り返すといった展開が長く続いた。これに対し、日銀は国債買入れオペなどを弾力化することで過度な変動を抑制しようとしたが、なかなか沈静化することができなかった。

とはいえ、JGB 市場参加者の大多数は国内機関投資家であり、彼らにとって預貯金や保険料収入の増加ペースなどに比べて、貸出の増加ペースが高まっているわけでもなく、かつリスク管理等との関係からリスク資産にシフトするようなポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとは考えづらい。いずれ、彼らの資金の少なからぬ部分は JGB 市場に戻って来ざるを得ないと思われていたが、実際に 7 月入り後は長期金利の変動幅は縮小、金利水準もまた低下気味の推移となっており、足元 0.7%台半ばでの推移となっている。

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続けると思われるが、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を一定程度緩和すると見られる。また、目先は一段と低下する場面もありうる。当面の長期金利は概ね 0%台後半で推移すると予想する。

② 株式市場

12 年 11 月の衆院解散を受けて、日経平均株価は政権交代による積極的な経済政策運営への期待感から上昇に転じ、12 年秋までの概ね 8,000 円台後半の水準から、13 年 3 月上旬にはリーマン・ショック(08 年 9 月 15 日)直前の水準まで回復した。ほぼ同時に起きた円高修正による輸出製造業の業績改善期待のほか、米 FRB による QE3 継続下で堅調な推移を続けた米国株価などに牽引された構図であり、5 月下旬には一時 1 万 6,000 円に迫る勢いを見せた。

その後、5 月下旬にバーナンキ米 FRB 議長が QE3 の早期縮小の可能性を示唆する発言があり、それに伴う新興国の変調の可能性など海外経済に対する不安感が台頭したことなどによって、内外の株式市場は急落、日経平均は一時 1 万 2,000 円台半ばまで下落した。しかし、その調整も 6 月末までには終了し、株価は再び持ち直す傾向にある。仮に QE3 の規模縮小があったとしても、当面は米国での金融緩和状態が保たれること、また規模縮小が金融引締めを必ずしも意味しないとの見方が浸透したこと、さらに米国の雇用・物価情勢が確実に改善しており、それに耐えうるだけの体力が米景気にはあるとの判断の下で QE3 の規模縮小が実施に移されるとの前向きな評価が広まったことが背景にあるだろう。

当面は、QE3 の規模縮小やそれを左右する米経済指標の動向、さらには QE3 規模縮小による新興国経済の先行き観測を巡って神経質な展開も予想されるが、国内に目を転じれば、アベノミクス「3 本の矢」の着実な実行や円安定着などは、国内経済や企業業績の改善につながることから、株価も基本的には上昇傾向を維持するものと思われる。

③ 外国為替市場

リーマン・ショック以降、長らく円高圧力が続いてきた外国為替市場であったが、衆院解散が決まった 12 年 11 月中旬以降、政権交代に伴う経済政策の転換への期待、加えて東日本大震災以降の貿易赤字定着もあり、本格的な円高修正が実現した。11 月中旬まで 1 ドル=80 円割れが続いていた対ドルレートは、5 月中旬には 4 年 1 ヶ月ぶりに 100 円台となった。対ユーロでも 11 月中旬の 100 円前半の水準から 130 円台まで円安ユーロ高が進んだ。しかし、5 月下旬には、QE3 の早期縮小を巡る思惑が交錯してリスクオフの流れが強まり、為替レートは対ドルで 94 円前後、対ユーロで 125 円前後まで円高が進んだ。


(株)農林中金総合研究所

その後、市場参加者が QE3 の規模縮小の可能性を織り込んだ上で、米経済指標の改善を素直に評価し始めたこと、さらにはバーナンキ議長が金融緩和を当面継続することの必要性を強調したこともあり、6月下旬以降は再び円安基調に戻っている。

先行きについても、緩やかな円安傾向が継続すると思われる。なお、今後発表される米経済指標の動向しだいでは、年内にも QE3 規模縮小が着手される可能性もあり、その場合、基本的には円安圧力が一段と強まると見られる。しかし、それが新興国経済等への悪影響を伴うとの意識が強まれば、リスクオフの流れが強まり、一時的に円高に振れることもあるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年			2014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 (%)	0.072	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2280	0.20~0.25	0.20~0.25	0.20~0.25	0.20~0.25	
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 (%)	0.750	0.60~0.95	0.65~1.00	0.70~1.05	0.70~1.05
	5年債 (%)	0.280	0.20~0.40	0.20~0.45	0.25~0.50	0.25~0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	98.2	95~103	98~108	100~110	100~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.3	125~140	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	14,050	15,000±1,000	15,750±1,000	15,000±1,000	14,500±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8月14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	▲ 0.1	▲ 0.2	2.7	1.5	2.7	1.2	▲ 0.3	0.9
民間需要	%	1.2	▲ 0.3	▲ 0.3	2.3	0.9	3.0	0.7	▲ 1.0	0.8
民間最終消費支出	%	1.6	0.3	0.6	2.9	1.4	2.4	▲ 0.2	▲ 1.7	1.2
民間住宅	%	5.3	2.2	6.3	4.6	1.0	2.1	▲ 3.0	▲ 3.9	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 1.4	▲ 3.2	▲ 4.7	▲ 0.0	0.1	3.0	2.8	0.4	2.4
公的需要	%	4.3	2.8	2.2	3.0	1.7	1.6	1.4	0.6	0.5
政府最終消費支出	%	2.1	1.0	1.1	1.5	1.0	0.5	1.3	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	15.0	10.8	7.3	9.2	4.4	6.6	1.8	▲ 0.0	▲ 0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.3	8.9	7.6	10.6	10.4	10.8	12.5	12.2	12.9
輸出	%	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 5.2	6.8	6.3	5.4	7.0	3.6	3.1
輸入	%	3.8	2.3	▲ 1.5	4.4	3.1	5.2	5.4	2.2	2.5
内需寄与度 (前期比)	%	2.0	0.4	0.4	2.4	1.1	2.2	0.8	▲ 0.6	0.6
民間需要 (")	%	0.9	▲ 0.2	0.0	1.7	0.7	2.0	0.5	▲ 0.8	0.5
公的需要 (")	%	1.1	0.6	0.4	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
外需寄与度 (")	%	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	0.4	0.5	0.1	0.4	0.3	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	1.3	1.4	1.2
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 2.6	▲ 3.4	▲ 3.2	2.6	3.0	2.5	0.9	▲ 0.8	0.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	87.6	91.1	97.8	100.3	95.3	82.6	79.0	86.3
経常収支	兆円	4.4	2.5	1.9	7.7	3.8	3.9	10.8	5.0	5.8
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 2.7	▲ 4.1	▲ 5.8	▲ 3.3	▲ 2.5	▲ 1.0	▲ 1.1	0.1
外国為替レート	$F_{\$/\text{円}}$	83.1	79.4	86.8	99.9	98.6	101.3	104.5	103.5	105.5
通関輸入原油価格	$F_{\$/\text{バレル}}$	113.4	114.5	112.3	109.3	108.5	110.0	110.0	110.0	110.0

(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	1.2	▲ 0.7	2.7	1.4	3.9	2.5	3.4	1.7
実質GDP	%	1.2	2.1	0.2	2.7	1.8	3.8	1.2	2.0	0.5
民間需要	%	1.2	2.6	▲ 0.2	2.3	1.0	3.6	0.7	1.6	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	1.6	2.2	1.1	2.9	2.1	3.6	▲ 0.2	0.5	▲ 0.9
民間住宅	%	5.3	3.0	7.7	4.6	6.4	2.8	▲ 3.0	▲ 2.2	▲ 3.7
民間企業設備	%	▲ 1.4	4.3	▲ 6.2	▲ 0.0	▲ 3.1	2.8	2.8	3.2	2.4
公的需要	%	4.3	4.0	4.5	3.0	3.4	2.8	1.4	1.8	1.0
政府最終消費支出	%	2.1	2.2	1.9	1.5	1.9	1.3	1.3	1.1	1.4
公的固定資本形成	%	15.0	12.3	16.8	9.2	10.0	9.1	1.8	4.5	▲ 0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.3	8.9	7.6	10.6	10.4	10.8	12.5	12.2	12.9
輸出	%	▲ 1.2	1.7	▲ 4.1	6.8	3.1	10.6	7.0	7.8	6.1
輸入	%	3.8	7.1	0.8	4.4	1.5	7.3	5.4	6.5	4.3

国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 0.6	1.6	1.3	1.9	4.1	4.1	4.2
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.2	0.8	2.8	2.7	2.8
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 2.6	1.4	▲ 6.4	2.6	▲ 0.3	5.5	0.9	1.7	0.1

(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。