



2013～15 年度 経済見通し

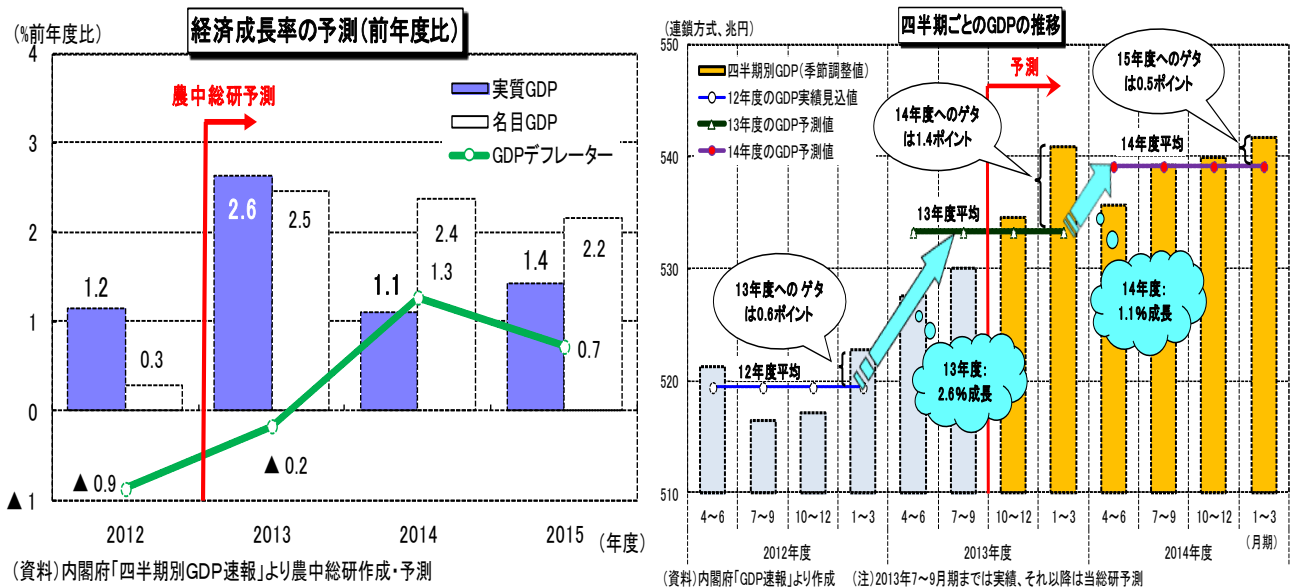
2013 年度下期は高めの成長だが、14 年度は停滞気味に

～2013 年度:2.6%、14 年度:1.1%(いずれも下方修正)～

デフレ脱却や成長促進を目指すアベノミクス始動によって、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、国内需要が堅調に推移してきたが、7～9 月期にかけては成長率が鈍化した。ただし、その減速は一時的であり、年度末にかけては消費税増税を前にした駆け込み需要の本格化や公共投資の下支え、緩やかながらも持ち直す輸出などによって、日本経済は高めの成長に戻るだろう。消費者物価についても前年比 1%前後に向けて緩やかに上昇率を高めると予想する。

しかし、14 年 4 月に予定される消費税増税はそうした好循環を一旦途絶えさせてしまうだろう。政府は 5 兆円規模の経済対策を講じることで、増税による悪影響を最小限に抑えたい考えであるが、耐久消費財の不振や増税による実質所得の目減りもあり、立ち直りのペースは決して芳しくないとする。その結果、物価上昇圧力も一旦は解消してしまう。

日本銀行でも、14 年夏までには「2 年で 2%程度の物価安定目標を達成する」こと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

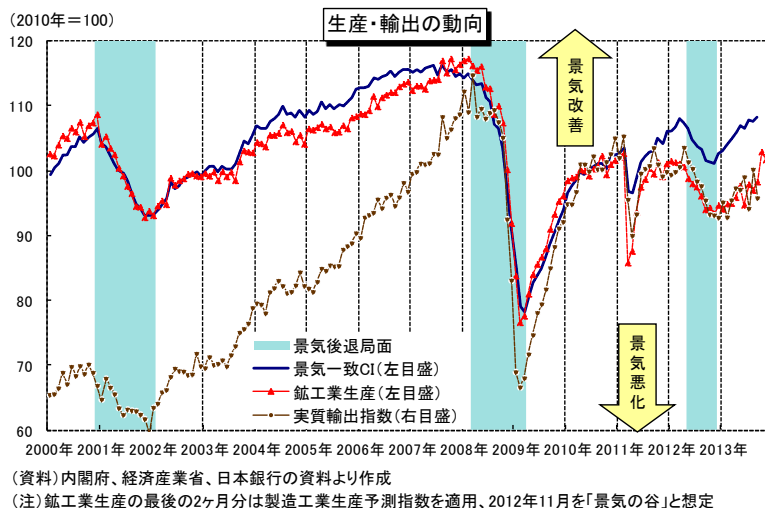
経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他(配送など)：03-3233-7760

1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 回復ペースが一時的に減速

国内景気は、2013 年に入ってから年率 4% 近い経済成長を達成するなど、アベノミクスの本格始動に刺激を受けて急回復を始めた。「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へと方針転換された経済政策への期待感から、金融資本市場では歴史的な円高状態からの修正とそれを受けた株高が続いたほか、家計・企業の景況感が大きく改善した。また、消費税増税を前にした駆け込み需要が始まったことで、民間消費や住宅投資が底堅く推移し、出遅れていた民間企業設備投資も夏場までには持ち直したに転じた。

一方、5 月下旬以降、米国の量的金融緩和策の規模縮小時期を巡る思惑が金融資本市場の動きを不安定化させ、それに伴う国際資金フローの変化によって、これまで堅調だった新興国経済に対して不安視する向きも散見される。為替レートは 1 ドル＝100 円前後の水準で定着しつつあるほか、株価も 5 月下旬以降は上値の重い展開となるなど、企業マインドの更なる改善を後押しするには効果が薄れつつあるように見える。経済指標を眺めても、これまで牽引してきた民間消費などにやや足踏みの動きもみられているほか、円安による輸出数量の押上げ効果がなかなか強まりを見せないなど、景気回復ペースが一時的に鈍化したとの見方も広がっていた。



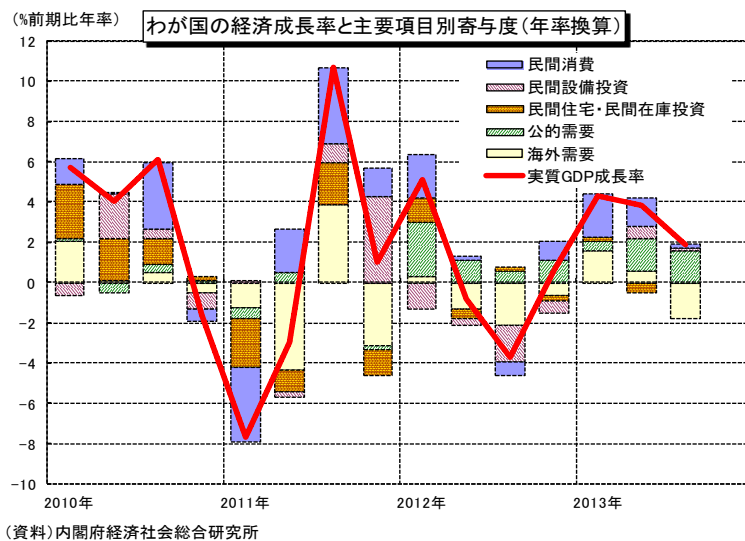
(2) 内容的にはよくなかった 7～9 月期 GDP

こうしたなか、11 月 14 日に公表された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 0.5%、同年率換算 1.9%と 4 四半期連続のプラスとなったが、年率 4% 前後の成長が続いた 13 年前半(1～3 月期:4.3%、4～6 月期:3.8%)から大きく減速した。とはいえ、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が本格化することが期待され、成長率は再び高まるものと予想されるため、懸念する必要はないと見られる。ちなみに、年率 1.9%成長という数値は、事前の市場予想に近いものであった。前年比は 2.7%と 7 四半期連続のプラスで、4～6 月期(1.1%)からプラス幅が拡大した。また、名目 GDP は前期比 0.4%(同年率 1.6%)と、4 四半期連続のプラスであったが、実質成長率を下回るなど、再び名実逆転状態となった。

今回 7～9 月期の内容としては、公的支出が引き続き堅調だったほか、民間在庫の復元も見られたが、これまでの成長を牽引した民間消費の勢いが鈍ったほか、円安が定着したにもかかわらず、海外経済の勢いが弱かったことから輸出が減少する、というものであった。アベノミクス始動からほぼ 1 年が経過しようとしているが、持続可能な成長経路への自律的な回帰の動きはまだ弱いといえる。

一方で、一国のホームメイドインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表す GDP デフレーターは、需給バランスはまだ崩れているものの、堅調な民間消費を背景に円安などによる輸入

品価格の上昇分を価格転嫁する動きが一部に進んでいることもあり、前年比 ▲0.3%と 16 四半期連続の下落ながらも、下落幅は縮小した。ただし、前期比は▲0.1%と 2 四半期ぶりにマイナスとなった。また、注目の単位労働コストは前年比 ▲2.1%と、再びマイナスとなった。成長戦略や骨太方針などで注目されている名目国民総所得 (GNI) は海外からの要素所得の純受取が減少したこともあり、前期比年率 0.5%と急ブレーキがかかった (4～6 月期は同 7.3%)。



(3) アベノミクスの 1 年 ～「強めの内需、弱めの外需」

12 年 11 月 14 日に野田前首相が、国会党首討論の場で衆院解散・総選挙の意向を表明、それを受けて円安・株高が本格的に進み始めてからほぼ 1 年が経過した。デフレ脱却や成長促進を最優先課題と位置付け、それに向けた強力な政策運営が推進されることへの期待感もあり、日本経済は息を吹き返した。

アベノミクスの始動当初は、円安や世界経済の持ち直しなどによって輸出主導での景気回復が始まり、それが強力な金融財政政策との相乗効果によって内需へ波及していく、という姿が見込まれていた。しかし、実際の動きは逆であった。株価回復などによる資産効果も手伝って、民間消費が先んじて回復するなど、内需が先行して回復傾向を強めたが、輸出は円安が定着したにもかかわらず、頭打ち気味で推移している。

このように輸出が伸び悩んだ原因としては、①短期における輸出数量の価格弾性値はゼロに近い半面、所得弾性値は比較的大きいことを踏まえると、1 年という期間では円安効果が出にくく、むしろ海外経済のもたつきの影響が強く出ている、②過去 15 年にもわたるデフレは円高圧力を生んだが、特にリーマン・ショック後の不適切な金融政策は過度の円高ショックを日本経済・製造業に与え、その結果として生産拠点の海外シフトが必要以上に進み、円安による輸出数量の改善効果が出難くなった、などが挙げられるだろう。

しかし、国内にも生産拠点が存在している以上、円安は輸出数量に影響しない、ということはないだろう。1980 年後半の米国経済の例を挙げれば、プラザ合意 (85 年 9 月) によってドル高修正が実現したものの、J カーブ効果もあって当初 2 年ほどは米国の貿易赤字は膨らみ続け、赤字縮小が始まったのは約 2 年後の 87 年末からであった。また、国内製造業は汎用品よりは高付加価値なもの、新興国向けよりは先進国向けの財生産により特化していると見られ、欧米諸国の景気回復が今後強まれば、輸出数量の増加が明確になりやすいと思われる。

このように、内外需がバランスよく成長すれば、デフレ脱却を実現し、安定成長経路へ回帰していくことが見込まれるが、後述のとおり、14 年 4 月に予定される消費税増税がそれに対して障害となるリスクが意識されている。アベノミクスにとっての正念場が訪れようとしている。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

2012年12月に発足した安倍内閣は、「大胆な金融緩和」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(=アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。具体的には、デフレ脱却に向けた日本銀行との連携強化、黒田新総裁の下での異次元緩和(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」)の導入、約13.1兆円の12年度補正予算の編成、そして「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」の策定などを行ってきた。「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、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、としている。

なお、7月の参院選での与党勝利により、ねじれ国会が3年ぶりに解消、今秋の臨時国会では「産業競争力強化法案」や「国家戦略特区法案」など成長戦略を具現化するための法案の早期成立を目指し、着実な実行を目論んでいる。こうしたなか、懸案だった消費税増税問題について、10月1日に安倍首相は予定通り14年4月から実施することを決断、財政健全化への配慮も見せた。一方で、12月上旬までに、増税ショックを緩和させるために5兆円規模の経済対策を策定することも発表された。

さて、予算関連であるが、14年度の一般会計予算については、これから編成する13年度補正予算と一体の「15ヶ月予算」として捉えることになるだろう。経済財政諮問会議の民間議員は、補正予算について①即効的で成長押し上げ効果の大きいものを精選すべき、②財源目途がなく、後年度負担が生じる裁量的支出は排除、③14年度予算で優先順位が低いものは取り上げない、とするとともに、14年度一般会計予算については、④4兆円の基礎的財政収支(PB)改善を達成するために、3兆円程度の歳出抑制が必要(税込等見込み:53兆円程度、PB対象の概算要求・要望額など:75兆円を想定)、⑤社会保障など義務的経費、地方交付税交付金等にも聖域なく見直しを行い、大胆な規模(1兆円規模)の「新しい日本のための優先課題推進枠」を確保すべき、としている。今後の議論を経て、12月上旬には「予算編成の基本方針」が取りまとめられることとなる。

なお、内閣府が8月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」によると、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%分のさらなる増税(税率25%)が必要とされている。ちなみに、今回の経済見通しについては、前回までと同様、消費税率を「14年4月に8%へ、15年10月に10%へ」引き上げることを前提としているが、第2弾の増税の判断には14年7~9月期のGDPなどが材料視される見込みである。

(2) 世界経済の見通し

13年を振り返ると、リーマン・ショック(08年9月)以降の世界経済を牽引してきた新興経済に陰りが生じたことで、相対的に先進国の存在感が再び増した印象を受ける。実際、米国経済の持ち直しを受けて、米連邦準備制度が実施している大規模な資産買入れの

規模縮小が着手されるのではないかという思惑が世界中の金融資本市場を大きく動揺させたほか、不況が続いてきた欧州では下げ止まり感も出るなど、日本を含めて経済情勢が好転してきたのは間違いない。一方で、新興国経済では、先進国で発生した過剰流動性の収縮が、大掛かりな資本流出につながり、景気減速につながるのではないかと、いった懸念も浮上している。米財政問題を巡る混乱も含め、内外の金融資本市場に今後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7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率2.8%と3四半期連続で伸びが加速した。内訳をみると、7～9月期は個人消費や設備投資が減速したものの、在庫投資の拡大が成長率を押し上げたほか、住宅投資も好調な伸びを示した。ただし、個人消費や設備投資に加えて輸出が弱い動きとなったことを踏まえれば、在庫投資の拡大は「意図せざる積み上がり」の可能性もあり、全体の伸びが高まったとはいえ、基調としては引き続き緩やかな回復軌道にあると見られる。

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、議会下院で与党民主党が少数の「ねじれ状態」が変わらないことから、財政健全化に向けた議論が進まず、短期的な先送りが繰り返されている。米議会は9月に「14年度(13年10月～14年9月)予算案」と「債務上限引き上げ」について審議したものの、野党共和党が14年11月の中間選挙を控え勢力拡大をねらってオバマケア(医療保険改革法)の大幅修正を求め、瀬戸際まで強硬姿勢を続けたことから協議が難航した。この結果、14年度予算案が成立せず、10月1日から政府機関が一部閉鎖する事態に陥り、さらに債務上限引き上げの期限も迫り、債務不履行(米国債デフォルト)への懸念が強まった。結局、野党共和党が世論の支

2013-15年 米国経済見通し (13年11月改定)

	単位	2013年			2014年			2015年
		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	通期 予想
実質GDP	%	1.7	1.2	2.6	2.8	2.6	3.2	3.0
個人消費	%	1.9	2.0	1.7	2.3	2.3	2.7	2.6
設備投資	%	2.5	1.1	3.9	6.2	6.5	7.7	7.9
住宅投資	%	14.4	14.7	14.6	12.5	12.2	11.0	8.6
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.2
輸出等	%	2.7	1.5	6.4	7.5	8.2	7.1	6.8
輸入等	%	1.7	1.2	4.4	6.2	7.0	6.2	6.7
政府支出	%	▲ 2.0	▲ 3.9	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.4
PCEデフレーター	%	1.2	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6	1.9
GDPデフレーター	%	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
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	%	2.3	1.9	2.7	3.0	2.9	3.0	3.2
完全失業率	%	7.5	7.7	7.3	7.0	7.1	6.9	6.6

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2013年11月18日(13年7～9月期の速報値ベース)
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
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

持を得られず、折れる形となって、期限とされた10月17日の直前に14年1月15日までの歳出を認める暫定予算とともに同年2月7日まで国債発行を認めるという債務上限引き上げに関する法案が可決したことから、デフォルト危機は回避され、同時に政府機関も再開された。

しかし、期限以降の予算および債務上限の取り扱いについては何も決まっておらず、14年1月中旬に修正判断の期限が到来する

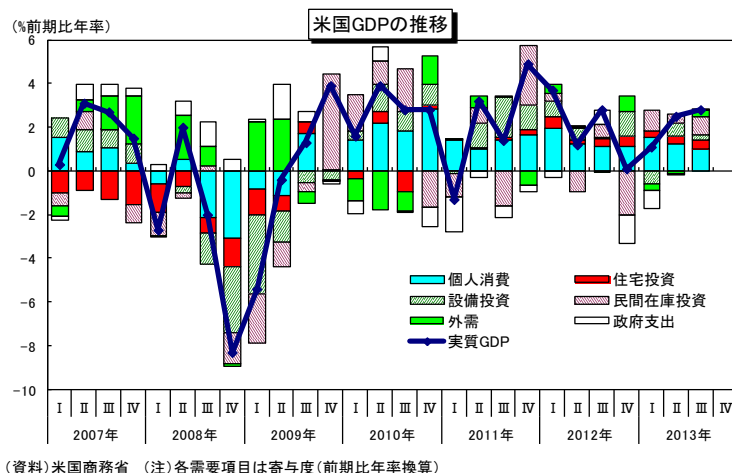
強制歳出削減と合わせて再び議決する必要がある、先行き財政問題が再燃すると予想される。目下のところ、米議会は今後の財政運営に関する提言について12月13日までに取りまとめることを目指して超党派委員会で協議しているが、依然として与野党の溝は埋まらず膠着状態が続いている。過去には超党派委員会での議論が折り合わず強制歳出削減の発動に至った経緯もあり、引き続き財政協議の行方が懸念される。

ただし、11月5日の州知事選では、ニュージャージーで共和党の現職者が再選されたものの、バージニアでは共和党のティーパーティー(茶会派)が支持する候補を破って民主党が勝利したほか、ニューヨーク市長選でも民主党が当選するなど、政府機関閉鎖の影響が選挙結果に出た格好となったことから、デフォルトの瀬戸際まで追い込んだ共和党の態度が軟化するとの見方も出ている。

一方、金融政策に関しては、月額850億ドル規模で国債等の債券購入を行う量的緩和策第3弾(QE3)など、連邦準備制度理事会(FRB)による超緩和的な政策が継続している。QE3については、バーナンキFRB議長が「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(5/22)」 「13年以内に資産購入縮小に着手し、14年半ばには終了させる可能性がある(6/19)」との見解を表明して以降、縮小観測が高まり、9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で決断されると見方が強まった。しかし、FRBは、①経済指標の改善が不十分であること、②住宅ローンなど金利上昇を懸念したこと、③財政協議の行方が不安視されることを理由に挙げ、9月の縮小開始を見送った。前述のとおり、その後に財政協議が難航して政府機関が閉鎖される事態になったことを考えると、結果的にQE3縮小の先送りは正当化されたと言える。

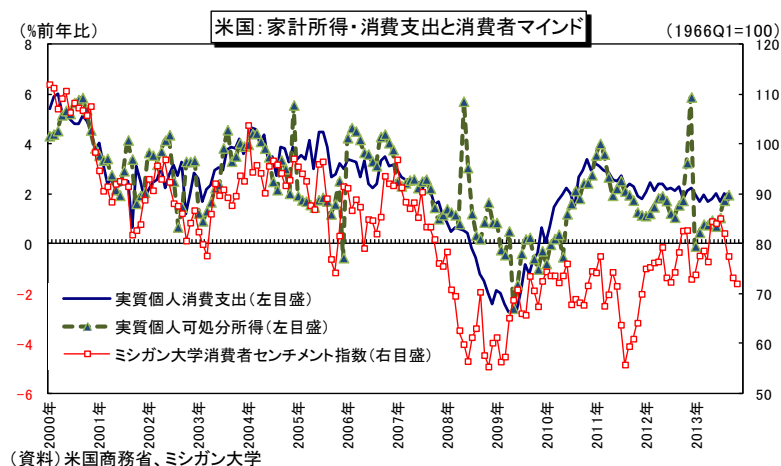
また、14年1月末で任期満了となるバーナンキFRB議長の後任に指名されたイエレン副議長は、11月14日の上院銀行委員会での指名承認公聴会で「債券購入措置が恒久的に実施できるものではないものの、力強い回復を促進するために、できることを行うことが重要だ」との考えを表明し、引き続き現行の緩和政策を維持することを示唆した。さらに、同氏は失業率やインフレ率などがFRBの見通しよりも弱い水準であることを指摘した上で、現状0~0.25%の事実上のゼロ金利で据え置かれている政策金利について、QE3縮小開始後も低水準で維持されるとの認識も示した。事前の予想どおり、緩和政策に前向きなハト派的な発言であったことから市場では緩和継続観測が強まったが、14年1月からはタカ派で知られるフィッシャー・ダラス連銀総裁やプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁が3年ぶりにFOMCの投票権を得ることから緩和政策の終了に向けた「出口」の議論も出やすいと考えられる。

引き続き、QE3の縮小開始時期が注目されるが、財政協議の行方やFRB議長の交代などを考慮すると、FRBが年内に金融政策を大幅に変更する可能性は低いと想定される。したがって、FRBがQE3の規模縮小に踏み切るのは、早くても14年3月と予想する。ただ



し、14 年春に再び財政問題に対する懸念が強まり、金融市場が不安定化する場合には QE3 縮小開始が遅れることになるだろう。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ものの、インフレ率が FRB の目標である 2% を引き続き下回って推移すると想定されるほか、今後フォワードガイダンス(時間軸政策)が強化される可能性もあることから、15 年後半まで維持されると予想する。

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、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ものの、雇用や景気の先行き不安を背景に足元で消費者マインドが悪化傾向を示していることから、やや弱い動きが続くと予想する。ただし、財政問題の影響を見極める必要があるものの、年末商戦への



の期待は高く、株高の影響もあり、悲観するほど弱くはならないだろう。設備投資は、財政協議に対する先行き不透明感などを背景に、先行指標となる非国防資本財受注が減少傾向を示していることから、増勢ながらもやや弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、緩和政策の継続観測を背景に住宅ローン金利の上昇圧力が一服していることから、引き続き増加傾向で推移すると見られる。外需については、足元で持ち直しの動きが見られるものの、海外経済の回復が進んでいないことから、米国からの輸出も増加ペースが鈍いまま推移すると予想する。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 月から強制歳出削減が開始されたが、14 年も国防費を中心に裁量的経費がさらに削減される可能性が高く、今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。

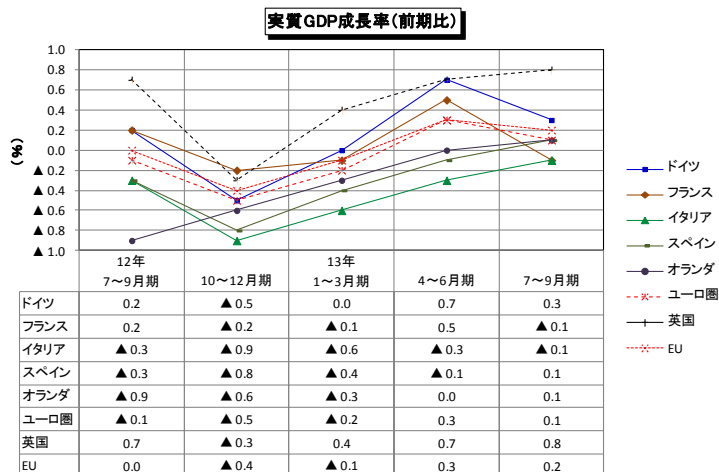
以上から、13 年 10～12 月期から 14 年 1～3 月期にかけてはやや低調な動きとなり、成長率は 2% 台前半で推移すると見込まれる。しかし、その後は、政府支出の減少が引き続き下押し圧力となるものの、海外経済が徐々に復調すると予想されることに加え、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が一段と進むと考えられることから、成長率は 2% 台後半～3% 台前半に伸びを高めて推移すると見込まれる。ただし、財政問題が難航し、予算法案や債務上限引き上げ協議で再び混乱することになれば、企業や家計のマインドが一気に悪化し、景気が下振れするリスクもある。年間の成長率は、13 年は前年比 1.7% (前回見通しから 0.1 ポイントの上方修正、13 年 7～9 月期が予想を上回ったため)、また 14 年は同 2.8% (前回と変わらず)、さらに 15 年は同 3.0% と予想する。

② 欧州経済

欧州では、ユーロ圏の実質 GDP の前期比成長率が 13 年 4～6 月期に 7 四半期ぶりにプラスに転じた後、7～9 月期にもプラス成長を維持するなど、景気底打ちの兆しが現れてきている。しかしながら、緊縮財政はまだ継続し内需の抑制要因となること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の削減が課題となっていること等からすれば、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展開が続くものと考えられる。また、ユーロ圏では足元で物価上昇率の低下が急速に進んでおり、それが経済へ及ぼす負の影響についても注意が必要となっている。

ユーロ圏の 13 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比プラス 0.1% となり、

4～6 月期からは成長が減速した。また、9 月の鉱工業生産は前月比で 0.5%の低下と、前月の同 1.0%上昇から低下したが、月により上下を繰り返す動きとなっている。一方、雇用情勢については、9 月の失業率は 12.2%となりユーロ導入以来の最悪水準が続いている。なかでもスペインで 26.6% (うち 25 歳未満の若年層は 56.5%) に達するなど財政悪化国での高止まりが続いており、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、ユーロ圏の同月の小売売上高は前年同月比では 0.3%の上昇となったものの前月比で 0.6%の低下となるなど、力強さに乏し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

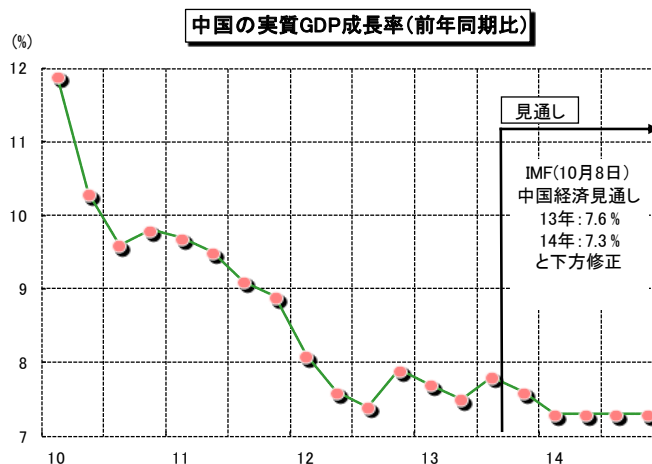
ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては、9 月の製造業受注指数は前月比で 3.3%の上昇となった一方で、同月の鉱工業生産指数は同 0.9%の低下となるなど、まちまちの動きとなっている。また、輸出額は 9 月には前月比で 1.7%増加するなど概して堅調であるが、同月には失業率は 5.2%と低い水準にとどまる一方で小売売上高が前月比で 0.4%の低下となるなど、必ずしも安定的な個人消費の拡大とはなっていない。このように、以前に比べれば改善は見られるものの、外需への依存に対し内需は景気の牽引力としては力不足であり、全体としてドイツ経済はいまだ底堅い回復に至っているとは言い難い。

一方、ユーロ圏では物価上昇率が急速に低下しており、新たな懸念点となっている。消費者物価指数(CPI)の上昇率(前年同月比)は 11 年後半に 3.0%に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間はその低下の勢いが強まっている。10 月のデータは 0.7%であるが、これは欧州中央銀行(ECB)の政策目標である 2%を大幅に下回っている。こうした情勢を受け、ECBは 11 月には政策金利の引下げを行い、過去最低の 0.25%とした。ECBはユーロ圏で中期的にインフレ圧力が低下した状態が続く可能性を指摘しているが、政策金利の引き下げ余地が限定されるなか、今後の ECB の政策対応が注目される。

③ 中国経済

リーマン・ショック後の中国経済は、政府が大規模な景気刺激策を策定したことを受けて、10 年には実質成長率が前年比 10.4%に達する回復を見せた。しかし、その後は景気刺激策の一巡したことで鈍化、12 年には同 7.6%まで減速した。13 年に入ってから、1～3 月期、4～6 月期の実質成長率は前年比でそれぞれ 7.7%、7.5%と、2 四半期連続で減速している。

このような景気減速を食い止め、13 年の目標である 7.5%成長を成し遂げるために、中国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の小幅な景気対応策を打ち出した。加えて海外経済の緩やかな回復に伴って、輸出も回復したことから、7～9 月期の実質成長率



(資料)中国国家统计局、CEICデータより作成

は前年比 7.8%と小幅持ち直した。

このように、足元で景気は持ち直しつつあるが、回復力は決して強いものではない。中国国家统计局等が発表した 10 月の製造業 PMI と非製造業 PMI は小幅上昇した。これらを反映して 10 月の鉱工業生産は前年比 10.3%と、9 月(同 10.2%)から伸びが小幅加速した。さらに、10 月の輸出も前年比 5.6%と、9 月(同 ▲0.3%)から大幅に持ち直した。

一方、10 月の固定資産投資(農村家計を除く)は前年 19.4%と、9 月(同 19.6%)から伸びが小幅鈍化した。また、10 月の社会消費財小売上総額も横ばいであったことから、足元の景気が回復しつつあるが、回復力が弱いものととどまっていると見られる。

このように、中国経済は緩やかな回復が続いているものの、前年同期の成長率が高かったこと(同 7.9%)の反動もあり、10~12 月期の実質成長率が再び減速すると見られる。その結果、13 年の成長率は 7.7%となると予想する。14 年については、消費は贅沢禁止令の影響が一巡するため、伸びがやや高まるものの、投資及び外需には期待できないので、同 7%台前半の成長率になると予想する。14 年の中国経済の先行きを占う上でも、12 月に開催される 14 年の経済運営方針を決定する「中央経済工作会议」が注目される。

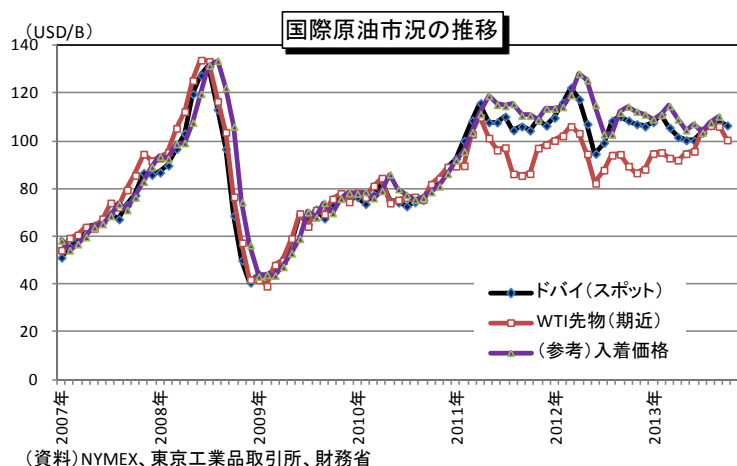
なお、金融情勢については、10 月の消費者物価指数(CPI)が前年比 3.2%と 9 月(同 3.1%)から上昇率が小幅拡大したほか、住宅価格の高騰が継続していることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は金融政策を微調整することはあっても、当面は利下げなど金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

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、12 年後半から 13 年前半までの 1 年間ほどは安定的に推移してきた。しかし、6 月下旬以降、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、シリアの化学兵器使用問題、リビアでの抗議デモなどが立て続けに起きたことで、地政学的リスクが意識されたことが原因である。ただし、いずれも事態も収拾の方向に向かったほか、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、9 月に入ってから原油価格は下落に転じた。

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 年度が 110 ドル前後、15 年度が 115 ドル前後での推移になるものと予想している。

一方、12 年夏場には、世界的に天候不順が発生したことによって穀物価格が高騰する場面もあったが、13 年は豊作となっており、特にトウモロコシの供給量が急回復し、価格が下落している。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、引き続き注意が必要である。



2013～15年度 日本経済見通し

	単位	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	2.5	2.4	2.2
実質GDP	%	1.2	2.6	1.1	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	0.4	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	▲ 0.5	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	▲ 6.0	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	3.3	4.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1
公的需要	%	4.3	4.1	1.8	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	1.4	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	3.7	▲ 3.8
輸出	%	▲ 1.2	4.2	5.6	4.9
輸入	%	3.9	4.5	3.6	4.1
国内需要寄与度	%pt	2.0	2.7	0.8	1.2
民間需要寄与度	%pt	0.9	1.7	0.3	1.2
公的需要寄与度	%pt	1.1	1.0	0.4	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	0.0	0.4	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.2	1.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	4.1	2.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.2	0.6	2.7 (0.7)	1.7 (1.0)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.6	3.2	0.9	1.9
経常収支(季節調整値)	兆円	4.4	4.8	7.1	8.9
名目GDP比率	%	0.9	1.0	1.4	1.7
為替レート	円/ドル	83.1	98.9	103.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	108.6	110.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

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	2013年				2014年				2015年				2016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	%	0.7	1.1	0.4	1.0	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	1.3	▲ 0.2	0.5
実質GDP	%	1.1	0.9	0.5	0.9	1.2	▲ 0.9	0.7	0.1	0.3	0.4	1.2	▲ 0.9	0.5
(年率換算)	%	4.3	3.8	1.9	3.5	4.7	▲ 3.7	2.6	0.5	1.3	1.8	4.5	▲ 3.6	2.1
民間需要	%	0.7	0.5	0.7	0.8	1.8	▲ 1.9	0.5	0.0	0.4	0.6	1.7	▲ 1.6	0.4
民間最終消費支出	%	0.8	0.6	0.1	0.8	2.2	▲ 3.3	0.8	0.2	0.3	0.5	2.2	▲ 2.9	0.5
民間住宅	%	2.3	0.4	2.7	2.0	▲ 2.2	▲ 5.0	▲ 2.0	0.5	0.8	0.4	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.1	1.1	0.2	1.5	2.0	▲ 0.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5	0.5	0.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1
公的需要	%	0.5	1.6	1.6	0.7	▲ 0.0	0.7	0.4	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	0.0	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	2.5	4.8	6.5	3.0	▲ 1.0	1.5	0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	3.9	2.9	▲ 0.6	1.8	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%	1.0	1.7	2.2	0.9	3.0	▲ 0.5	0.3	0.8	1.0	1.3	2.5	▲ 0.5	▲ 0.2
国内需要寄与度	%pt	0.7	0.8	0.9	0.7	1.3	▲ 1.3	0.5	0.0	0.3	0.4	1.3	▲ 1.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.6	0.4	0.5	0.6	1.3	▲ 1.4	0.4	0.0	0.3	0.5	1.3	▲ 1.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.4	0.2	▲ 0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.2	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	1.3	1.2	1.3	1.3	0.2	0.6	1.1	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.4	2.0	4.3	4.0	4.0	4.2	1.8	2.0	3.2	3.1
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.3	0.0	0.7	0.8	0.9	2.7 (0.7)	2.5 (0.5)	2.7 (0.7)	2.8 (0.8)	1.1 (1.1)	1.3 (1.3)	2.2 (0.8)	2.2 (0.8)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	0.6	1.5	1.7	3.1	0.8	▲ 2.7	1.5	▲ 0.2	0.3	0.8	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支(季節調整値)	兆円	0.8	2.2	0.6	1.1	0.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	1.4	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.7	1.9	0.5	0.9	0.7	1.1	1.4	1.5	1.7	1.8	1.1	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	99.0	99.0	102.0	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.62	0.70	0.70	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.80	0.80
通関輸入原油価格	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	115.0	115.0	115.0	115.0

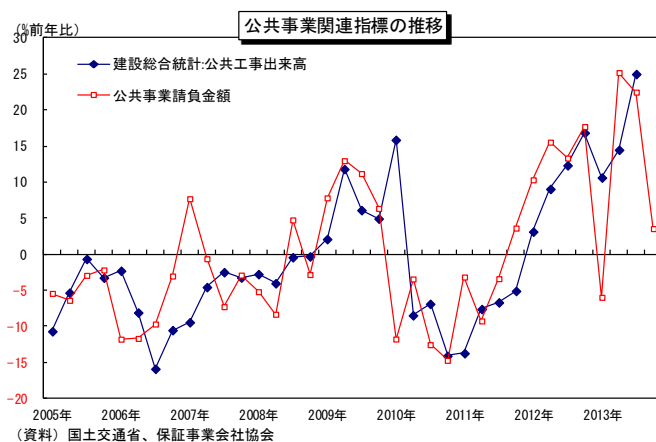
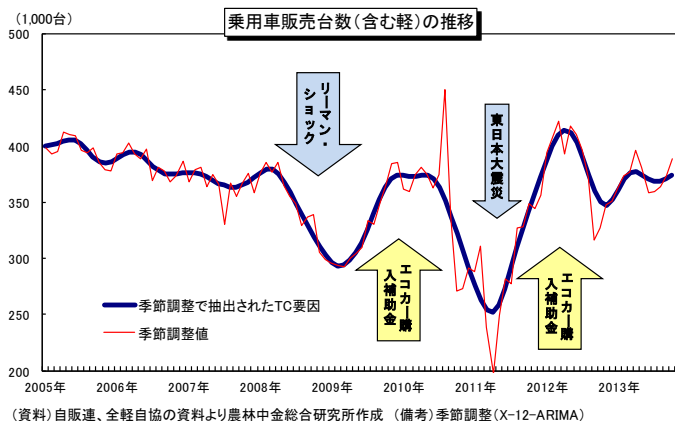
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2013～15年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 消費税増税で14～15年度はやや低調な動き

日本経済の先行きを見通すうえで、「消費税引上げ前」と「引上げ直後」とでは景気状況が大きく異なる点は容易に想像できることだ。問題は、増税ショックは一時的で、1～2 四半期で吸収可能なのか、それとも長引くものであるのか、ということであろう。これは15年10月にも予定される消費税率の追加引上げの是非を左右するほか、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベノミクスの成否を握る問題であるとも言え、今後の日本経済にとって極めて重要なテーマである。

14年4月の消費税増税の是非を巡って、今夏から今秋にかけて様々な議論がなされたことは記憶に新しい。消費税増税は単に消費のタイミングが前後にずれるだけであり、影響は小さいなどとする意見の一方で、デフレからの完全脱却が未実現な中での増税ショックによって日本経済は再び停滞してしまう意見もあったが、最終的には安倍首相の政治決断で予定通りの増税が決定された。政府は増税ショックを和らげるために、5兆円規模の経済対策を策定するほか、民間投資を喚起するための成長戦略を具現化するための法案成立に注力するなど、97年度に失敗し、禍根を残した消費税増税を成功させようと躍起になっている。また、政労使会議では業績が改善した企業の経営者に対して一時金だけでなく、ベースアップを含めた賃上げを求めるなど、物価上昇分や消費税増税分を吸収しうるだけの所得増の実現を促している。こうした努力はある意味評価できるが、自動車や家電、高額品を中心に、少なくとも14年度上期に需要減退することは不可避であり、そうした耐久消費財の回復にはそれなりの時間がかかることは重視すべきであろう。特に、自動車産業は裾野が広い業種であり、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。



さて、目先の景気動向を見通すうえで、12年度大型補正による公共事業は引き続き景気を下支えするほか、7～9月期には減速が見られた民間消費は増税前の駆け込みが本格化する(併せて消費財の輸入も増加)可能性は高いと見ても、あながち誤りではないだろう。ただし、14年度予算では、公共事業など裁量的経費を1割削減する方針となっており、公的支出の景気押し上げ効果は徐々に低下していく方向にあることは確かであろう。

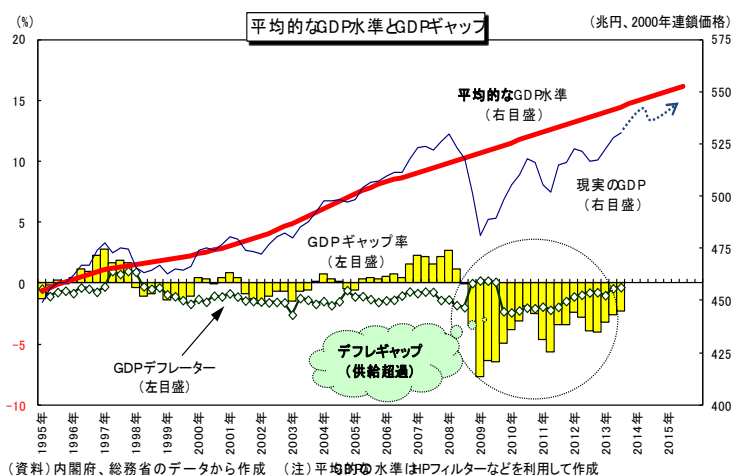
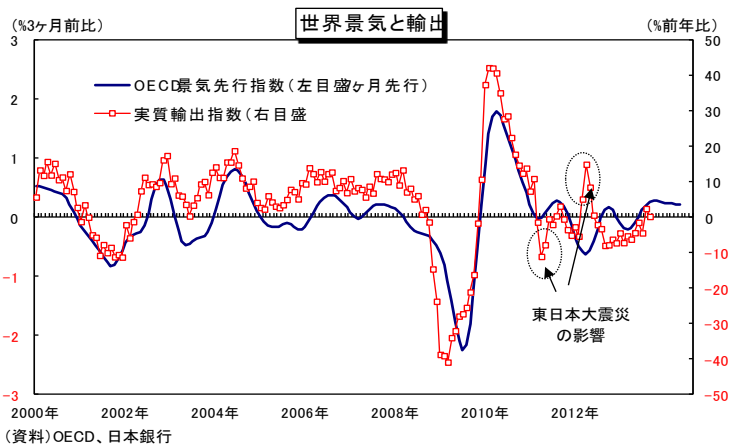
それゆえ、輸出がどのような推移をするのか、という点が重要である。特に、消費税増税後には国内需要が大きく落ち込む可能性があり、それをある程度穴埋めできるだけの力強さがあるか、という点が注目される。前述のとおり、先行きの海外経済は緩やかながら回復

傾向をたどるとの見通しとなっていることや、円安による輸出数量押し上げ効果が徐々に始まることから、輸出は再び増加していくものと予想される。これにより、アベノミクス「成長戦略」の着実な実行とともに、企業設備投資の増勢が強まる可能性があるだろう。

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10～12月期については、大企業を中心に冬季賞与が増加する見込みであることに加え、残業時間の増加傾向などで、所得環境の持ち直しが予想されること、さらに消費税増税前の駆け込みが本格化することもあり、民間消費は再び増加傾向を強めると思われる。同様に、住宅投資についても堅調に推移するだろう。輸出についても、民間部門が底堅く推移する米国向けを中心に緩やかな増加が続くだろう。企業部門についても、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待が高まるとともに、実質金利が低下していることから、設備投資需要は堅調に推移するだろう。政府・与党は投資減税に加え、法人税減税についての検討を始めたが、これらは支援材料であろう。続く14年1～3月期についても、駆け込み需要が景気を大きく牽引する姿となり、年度末に向けて成長率は加速を見せるだろう。ただし、住宅投資需要はすでに一巡する可能性があるほか、公共投資も一旦は勢いが弱まるだろう。

以上をまとめると、**13年度については実質ベースで2.6%**(前回予測(9月)の2.8%から下方修正)の成長を見込んだ。下方修正の主因は、主として輸出の回復力がなかなか高まらないことである。また、**名目成長率も2.5%**(前回予測と変わらず)を確保するだろう。GDPデフレーターは駆け込み需要発生によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力が一時的に回復することを受けて、14年1～3月期には前年比プラスに転じると見るが、年度を通じては前年度比▲0.2%(前回予測と変わらず)と下落が残るだろう。

一方、14年度については、消費税増税によって、年度上期を中心に駆け込み需要の反動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▲3.7%)に陥ると予想する。なお、消費税増税は年金不安の解消に寄与し、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の見方もある。しかし、社会保障制度の抜本改革は依然手つかずの状態であり、本当に年金不安が緩和し、民間消費の抑制が止まるかは不透明といえるだろう。



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年度入り時点でデフレからの完全脱却はまだ実現できていないと評価されるほか、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。そういう状態に日本経済には、消費税率3%引上げの悪影響を吸収しうるだけの「体力」が備わっていないと判断される。それゆえ、続く7～9月期にはある程度のリバ

ウンド(同 2.6%)が発生することが見込まれるが、10～12 月期には再び成長率が鈍化する(同 0.5%)など、成長経路への早期の復帰は困難と見る。以上を受けて、**14 年度は、実質成長率は 1.1%、名目成長率は 2.4%**(前回予測はそれぞれ 1.2%、2.4%で、実質成長率は下方修正)と予測する。名実逆転の解消は 17 年ぶりであるが、消費税率引上げが主因である。なお、13 年度からのゲタとして 1.4 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。企業・家計の景況感も悪化する可能性が高いだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比 1.3%(前回予測と変わらず)の上昇を見込んだ。

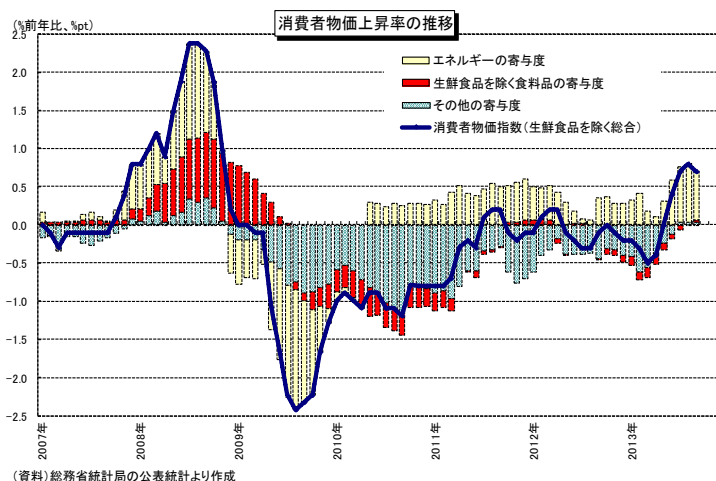
また、今回から 15 年度についても予測を行った。基本的に海外経済は欧米の改善傾向が強まることを受けて、緩やかな拡大基調が継続、日本からの輸出の増勢が続く一方で、消費税率が 15 年 10 月に 10%に引き上げられることから、年度上期には駆け込み需要が発生、年度下期にはその反動が出る、という格好が予想される。その結果、**15 年度の実質成長率は 1.4%、名目成長率は 2.2%、GDP デフレーターは前年度比 0.7%と予測した。**

早期のデフレ脱却のためには、高めの成長を継続的に実現していくことが必要であり、実際に政府は今後 10 年の平均で実質 2%、名目 3%の経済成長を目指しているが、デフレからの完全脱却前の 2 度の消費税増税はその障害として立ちちはだかるだろう。

(2)物価見通し ～ 2%の物価安定目標の達成はまだ見えず

円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、前年比 0%台後半にまで上昇率が高まっている。最近では、堅調な消費を背景に需給バランスが改善方向にあることもあり、「川上(素原材料)」から「川下(最終需要財)」への価格転嫁も一部で進み始めている。9 月の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コア CPI)は前年比 0.7%と 4 ヶ月連続の上昇、ベース部分の需給関係を示す「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」も同横ばいと、09 年から続いてきた下落状態から抜け出している。

足元ではエネルギー関連の押上げ効果が一巡しつつあるが、13 年度末にかけては景気回復色の強まりなどで 1%前後まで物価上昇率が高まると予想される。ただし、14 年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、物価上昇圧力は一旦解消することになるだろう。一方、15 年 10 月にも第 2 弾の消費税率引上げを控えていることから、15 年入り後は駆け込み需要が強まるとみられるが、その後には再び反動減が待ち構えており、物価上昇圧力はなかなか高まらずに推移することになるだろう。

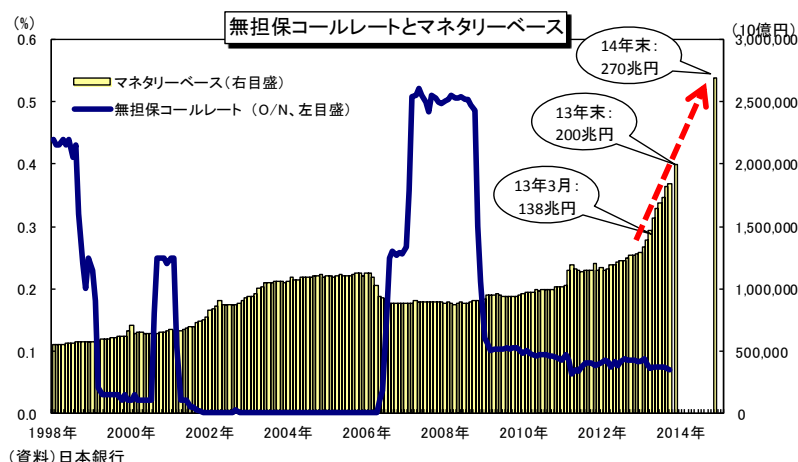


以上から、**13 年度のコア CPI は同 0.6%の上昇と予測する。**一方、**14 年度は、消費税増税もあり、同 2.7%へ上昇率が高まるが、あくまで増税に伴う影響(+2%程度の物価押上げ効果と想定)によるもので、その影響を除けば同 0.7%にとどまるだろう。**また、**15 年度は同 1.7%へ上昇率が鈍化するが、消費税増税の影響を除けば同 1.0%となり、14 年度(上掲 0.7%)からは高まる。**しかし、日銀が目指す「2 年で 2%の物価上昇」の実現は見通せる状況には程遠い。

4. 当面の金融政策・金融市場動向：

(1) 金融政策 ～ 14 年夏頃には追加緩和策を実施

13 年 4 月に日本銀行がマネタリー・ベースを今後 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）」を導入してから半年が経過した。日銀は、安倍政権発足直後の 13 年 1 月の金融政策決定会合で、前年比 2% の消費者物価上昇率を出来るだけ早期に実現することを目指すとする「物価安定の目標」を決定していたが、実際の行動がそれに伴っていない。しかし、黒田新総裁の下での初回の金融政策決定会合において、日銀は物価安定目標の早期達成に向けて、毎月の発行額の約 7 割に相当する国債を市中から購入するなどの大胆な金融緩和策を決定した。その直後から長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇する場面があったが、7 月以降はそうした混乱が収束し、長期金利は再び低下し始めたほか、基本的に円安の定着、物価の下げ止まり、景況感の改善などをもち、約 15 年続くデフレ状態からの完全な脱却に向けた動きを十分サポートしてきたといえるだろう。



日銀自身も、異次元緩和については、人々の予想インフレ率が上昇し、実質金利の押下げを通じた景気刺激効果が強まっていると、事前に想定した通りの効果を発揮していると見ているが、一方で中小企業向け貸出等の動きが相変わらず鈍いなど、政策効果にまだ広がりが見えていないのも確かである。

さて、10 月 30 日の金融政策決定会合後には「展望レポート」が公表されたが、これによると 13～15 年度の経済成長率・物価上昇率の見通し（大勢見通し）には若干の修正が加えられたものの、15 年度にかけて 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は引き続き維持された。

しかしながら、上述の通り、当総研は 14～15 年度の国内景気は需給バランスの大幅改善をもたらすほどの勢いはなく、2% の物価安定目標に向けた物価上昇圧力も一旦は弱まるものと予想している。こうした動きが現実のものとなれば、金融政策はもう一段の緩和策を余儀なくされることになると思われる。最近では、複数の政策決定会合メンバーが、必要であれば、追加緩和を行う余地がある旨の発言をしている。とはいえ、これまで日銀としては消費税増税の影響は限定的としてきたこともあり、増税前に追加緩和を検討する可能性は小さく、追加緩和は増税後の 14 年夏ごろになるだろう。その際には、リスク性の高い金融資産の購入増額や超過準備に対する付利撤廃などが検討されると思われる。

(2) 金融市場の見通し ～ 当面は円安・株高基調か

13 年下期以降、内外の金融資本市場は、米国の金融財政政策の行方を巡る思惑によって揺れ動き続けている。市場参加者は 9 月の FOMC で資産購入の規模縮小が決定さ

れることを織り込んだが、実際には規模縮小は見送られ、逆に QE3 長期化の予想が強まった。また、秋には財政協議や予算審議が難航したことを受けて、一部の政府機関が閉鎖されたほか、米国債のデフォルトが警戒される場面も見られた。ひとまず、財政問題は合意が見られたが、先送りされたに過ぎず、年明けには再び問題が意識される可能性が高い。

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

異次元緩和の導入決定直後の長期金利(新発 10 年物国債利回り)は史上最低の 0.315%まで低下したが、その後は逆に水準を切り上げ、かつ乱高下を繰り返し、5 月下旬には一時 1%ちょうどまで上昇した。日銀は国債買入れオペを弾力化すること等で過度な変動を抑える対応を続けたが、メガバンクなどで国債残高を圧縮する動きもあり、6 月中はボラティルな状態が続いた。しかし、7 月以降は投資家の運用難と相まって長期金利の変動は沈静化し、かつ金利水準も緩やかな低下傾向をたどっている。10 月中旬以降は 0.6%前後での展開が続いている。こうした金利の低位安定の背景としては、日銀による大量の国債購入を続けるなかで、消費税増税を決断したことがわが国財政の健全化の第一歩として評価されたことが挙げられるだろう。もちろん、わが国の財政健全化の道は決して楽ではなく、仮に 14 年 4 月の消費税増税後に国内景気が悪化するなど、増税ショックが想定以上に大きく出た際には、財政拡大の圧力が高まる可能性もあり、財政悪化が再び意識される場面もあるだろう。

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、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を大きく緩和する方向に働くと見られる。1%割れの長期金利は今しばらく継続するだろう。

② 株式市場

12 年 11 月以降、円高修正を好感して持ち直しが始まった日経平均株価であったが、史上最高値を更新する米国株価に牽引され、13 年 5 月下旬には一時 1 万 6,000 円に迫る勢いを見せた。しかし、5 月下旬に QE3 の年内縮小の可能性を示したバーナンキ米 FRB 議長発言を受けて、内外の株式市場は調整色が強まり、日経平均は 1 万 2,000 円台半ばまで下落した。その調整も 6 月末までには一巡したものの、その後も米経済指標やそれを受けた QE3 を巡る思惑が揺れ動き、株価は 14,000 円を中心としたボックス圏での展開が続いた。しかし、11 月中旬になって、米金融緩和策の継続が意識され、それによってリスク回避的な行動が弱まり、円安が進んだこともあり、株価は約半年ぶりに 15,000 円台を回復するなど、堅調に推移した。

先行きも、引き続き米 QE3 の規模縮小への意識が続くものとみられるが、国内景気の先行き上振れ予想等を背景に、年度末にかけて底堅い動きを続けるものと思われる。

③ 外国為替市場

12 年 11 月中旬以降、大胆な金融緩和を約束するアベノミクスに対する期待感から、為替レートの円高修正が本格化した。それまで 1 ドル=80 円割れだった対ドルレートは、5 月中旬には 4 年 1 ヶ月ぶりに 100 円台へ、対ユーロレートも 100 円前半の水準から同じく 130 円台まで円安が進んだ。しかし、5 月下旬には、QE3 の早期縮小を巡る思惑が浮上して投資家のリスクオフ姿勢が強まり、為替レートは対ドルで 94 円前後、対ユーロで 125 円前後まで円高方向に戻した。その後、米雇用統計を中心とした主要経済指標の発表のたびに、QE3 の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1 ドル=90 円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いた。なお、11 月に入り、円安傾向が再び強まっている。10 月の米雇用統計は予想以上に強い内容であったが、イエレン次期 FRB 議長候補の公聴会での証言内容が

ハト派的なものであったことも後押しした。また、対ユーロでも、ECB の利下げ直後は一時円高に振れたが、その後は再び円安方向に戻している。

先行きについては、QE3 の規模縮小が決定するまでは一方向的に円安が進行することはないと予想する。なお、14 年春には QE3 の規模縮小が決定されるとの見方が強いが、米国経済や内外金融市場に悪影響を及ぼすような形での実施は避けられるものと見られることから、QE3 の規模縮小は一段の円安を促すものと予想する。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2013年		2014年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.072	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2210	0.20～0.25	0.20～0.25	0.18～0.23	0.18～0.23
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 (%)	0.630	0.50～0.80	0.50～0.85	0.50～0.85	0.55～0.90
	5年債 (%)	0.210	0.15～0.40	0.15～0.40	0.15～0.40	0.20～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	100.2	95～105	98～110	98～110	98～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.7	125～145	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)		15,165	15,750±1,000	15,250±1,000	14,000±1,000	14,250±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)実績は2013年11月15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。

2013～15年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2012年度 通期	2013年度			2014年度			2015年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	1.2	2.6	1.7	1.9	1.1	▲ 0.0	0.9	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	1.2	2.4	0.4	▲ 0.8	0.7	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	1.0	2.0	▲ 0.5	▲ 1.8	1.2	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	2.9	3.6	▲ 6.0	▲ 7.0	▲ 1.1	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	1.2	2.7	3.3	1.0	2.5	4.3
公的需要	%	4.3	4.1	2.6	2.3	1.8	0.9	0.6	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	0.9	0.6	1.4	0.8	0.9	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	9.6	9.2	3.7	1.2	▲ 0.5	▲ 3.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.4	8.7	8.1	10.4	9.8	10.9	11.5
輸出	%	▲ 1.2	4.2	4.6	2.1	5.6	3.1	3.1	4.9
輸入	%	3.9	4.5	3.3	4.7	3.6	1.1	1.6	4.1
内需寄与度 (前期比)	%	2.0	2.7	1.6	1.9	0.8	▲ 0.4	0.4	1.2
民間需要 (")	%	0.9	1.7	0.9	1.5	0.3	▲ 0.7	0.3	1.2
公的需要 (")	%	1.1	1.0	0.6	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 (")	%	▲ 0.8	0.0	0.2	▲ 0.1	0.4	0.3	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	1.3	1.3	1.3	0.7
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.0
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 2.6	3.2	2.6	4.4	0.9	▲ 1.6	0.7	1.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	96.1	98.7	93.5	74.4	71.3	77.5	81.3
経常収支	兆円	4.4	4.8	2.8	2.0	7.1	3.1	4.0	8.9
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 8.7	▲ 4.7	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 2.1	▲ 0.9	0.1
外国為替レート	円/円	83.1	98.9	98.8	99.0	103.5	102.5	104.5	105.0
通関輸入原油価格	円/バレル	113.4	108.6	107.2	110.0	110.0	110.0	110.0	115.0

(前年同期比)

	単位	2012年度 通期	2013年度			2014年度			2014年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	0.3	2.5	1.5	3.4	2.4	2.9	1.9	2.2
実質GDP	%	1.2	2.6	1.9	3.4	1.1	1.6	0.6	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	1.2	3.3	0.4	1.2	▲ 0.4	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	1.7	3.0	▲ 0.5	0.1	▲ 1.1	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	7.9	5.1	▲ 6.0	▲ 5.0	▲ 7.1	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	▲ 1.6	3.8	3.3	3.6	3.0	4.3
公的需要	%	4.3	4.1	4.3	4.1	1.8	2.4	1.3	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	1.8	1.4	1.4	1.3	1.5	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	15.3	15.8	3.7	7.0	0.5	▲ 3.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.4	8.7	8.1	10.4	9.8	10.9	11.5
輸出	%	▲ 1.2	4.2	1.5	7.1	5.6	5.6	5.6	4.9
輸入	%	3.9	4.5	2.0	7.0	3.6	4.7	2.6	4.1

国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	1.4	2.2	4.1	4.1	4.1	2.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	0.6	0.4	0.8	2.7	2.6	2.7	1.7
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 2.6	3.2	▲ 0.6	7.1	0.9	2.7	▲ 0.9	1.9

(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。