潮　流

バイオマス活用の再評価

顧問　小林　芳雄

2002 年に「バイオマス・ニッポン総合戦略」が閣議決定され、国全体として総合的にバイオマスの活用を進める方針が初めて打ち出された。動植物に由来する再生可能な資源を、燃料・発電などのエネルギーや肥飼料・プラスチックなどの製品原材料として活用し、循環型社会の形成や地球温暖化の防止という現代的重要課題に対応するとともに、広く新産業の創出や農山漁村の活性化に結びつけることを目標とした。

以来 10 年近くが経過したが、変換効率の向上、資源作物の開発などの技術的問題への対応、収集・運搬コストの低減等のそもそもの難しい課題をいかにクリアーしていけるか引き続き努力が重ねられている。また、今世紀になって顕在化してきた資源・食料の世界的供給不安の下で、バイオ燃料と食料供給との競合問題への対応が求められることになり、2008 年の洞爺湖サミットでも採り上げられた。また施策推進上の構想・目標と現実の成果との間のギャップも生じ、行政評価調査において政策効果の明確化等を求められている。

こうした各般の課題を抱えつつも、近年バイオマスに対する一般的理解が深まるとともに、制度的支援策の強化や現場での取り組みが進みつつある。2007 年にはバイオ燃料の実証事業がプロジェクトとして開始されるとともに、2008 年にはいわゆる「農林漁業バイオ燃料法」が制定され、融資・税制上の支援措置が講じられた。また、この間全国の 300 近い地区でバイオマスタウン構想も策定されてきた。

更に 2009 年には「バイオマス活用推進基本法」の制定に至り、昨年 12 月には同法に基づき新たに「バイオマス活用推進基本計画」が閣議決定された。この基本計画においては、2020 年に向けてバイオマスの利用拡大等の数値目標を掲げ、その実現のための各般の施策を講じる旨を定めている。

バイオマスには、廃棄物系と未利用資源、また資源作物など多様なものがある。その中で利用度合いが比較的に低いものを挙げれば、林地残材はほとんど未利用、農作物非食用部（稲わら等）は「すきこみ」を除くと約 30％の利用率であり、また資源作物は今後の効率的な生産技術の開発等が待たれるという状況にある。これら林地残材や稲わらなどの未利用バイオマスは農山漁村に広く存在するものであり、資源作物の栽培は耕作放棄地の有効活用にも結び付く。地域資源の有効活用と事業創出の効果は地域活性化に大きく期待しうるものであり、農山漁村の振興の観点からも今後特に重視すべき分野といえる。

また、バイオマスの利用側での積極的な活用方策の確立が求められる。基本計画ではバイオマスを活用した新産業について、新素材、バイオ燃料等新たなエネルギーや製品の産業化が進展することを前提として、2020 年に新たに約 5,000 億円の市場を創出することを目指すとしている。そのためにはコスト面や技術面の課題に急いで取り組み、バイオマスの活用しやすい環境条件を整える必要がある。一方でコスト面について云えば、できるだけ安価の供給が望ましいことはもちろんであるが、バイオマスについては資源・環境、地域活性化などの多面的な目標と効果を有することに鑑み、その推進上の特別の配慮があってもよいと考えられる。即ち、その利活用・成長を促すための投資という意味でも、成長段階での相対的に高いコスト負担を前提に施策を考えていく必要があろう。電力開発の面では、再生可能エネルギーのいわゆる固定価格買取制度の準備が進められ、バイオマスを含めた多様な資源活用の途が拡げられつつあり、今後のこうした動きにも注目していきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

サプライチェーン復旧が握る国内景気の本格回復時期

～当面の焦点は復興予算の財源問題～

南　武志

要旨

東日本大震災の発生により、日本経済は再び景気悪化に陥った。1～3 月期の実質成長率は前期比年率▲3.7%と 2 四半期連続のマイナスとなったが、4～6 月期も引き続きマイナス成長となるとの見方が大勢である。被災した企業などの復旧は徐々に進みつつあるが、サプライチェーン障害の長期化、夏場での電力不足問題、先送りされる大型補正予算編成などにより、少なくとも年度上期まで国内景気は停滞気味に推移するものと思われる。物価に関しては、これまでの国際商品市況の高騰により、エネルギー価格の上昇が続いており、国内企業物価や消費者物価が前年比プラスに転じてきた。とはいえ、物価上昇が加速する状況にはないことから、日本銀行は緩和政策を長期間続けることとなるだろう。また、8 月の大型補正予算編成に伴う財源調達問題への対応も注目される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2011年 5月(実績)	2011年 6月(予想)	2011年 9月(予想)	2011年 12月(予想)	2012年 3月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.078	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.332	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
短期プライムレート	(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.120	1.00～1.40	1.10～1.50	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債 (%)	0.415	0.30～0.60	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.1	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	115.2	110～130	115～135	115～135	120～140
日経平均株価	(円)	9,422	9,750±500	10,000±1,000	10,250±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5月25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。

国内景気：現状・展望

東日本大震災の発生は、景気踊り場からの脱却を模索していた日本経済に大打撃を加え、国内景気は大きく悪化してしまった。3 月分以降の主要経済指標からはその衝撃の大きさを窺い知ることができるが、例えば景気の総合指数である一致 CI は前月から▲3.3 ポイントと、統計開始以来最大の下落幅を記録した。また、4 月の通関統計によれば、輸出は前年比▲12.5%の大幅減で、リーマン・ショック直後の水準に迫る貿易赤字が発生した（季節調整済：▲4,964 億円）。

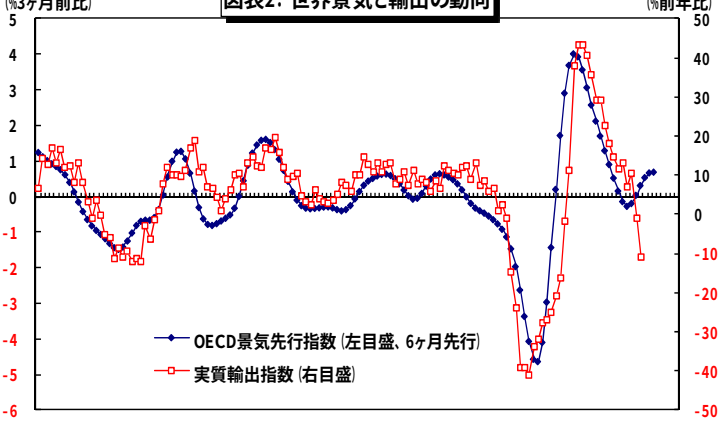
こうしたなかで発表された 1～3 月期の GDP 統計（第一次速報）によれば、経済成長率は前期比年率▲3.7%と、2 四半期連続のマイナス成長となったことが判明した。自動車部品・半導体関連等の中間財の供給ストップに伴って民間在庫投資が激減したほか、これまでの持ち直し局面での牽引役であった民間消費や外需も 10～12 月期に続いて、マイナス成長の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一因となった。

足元では、海外経済の先行き慎重論が浮上しているものの、今しばらくは新興国が主導する格好で世界経済全体の堅調さが維持されるものと想定される。それゆえ、被災した製造業の復旧が進み、サプライチェーンの寸断が解消されさえすれば、再び輸出が景気全体を牽引することになると思われるが、それまでには多少の時間を要するだろう。

図表2. 世界景気と輸出の動向



(資料) OECD、日本銀行　(注) OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

当面の景気展望については、足元の 4～6 月期については、一部に復旧に向けた動きも散見されるが、全体的には停滞感は否めず、3 四半期連続のマイナス成長は不可避であろう。その後、7～9 月期にはようやくプラス成長に回帰すると思われるが、サプライチェーン障害が残るほか、夏の全国的な電力不足や大型補正予算編成の先送りなどが順調な景気持ち直しにとっては阻害要因となると見られ、本格的な回復は年度下期以降にズレ込むことになるだろう。

当総研では、今回の GDP 速報の発表を受けて経済見通しの改訂を行ったが、11 年度下期以降の復興需要を見込んでいるとはいえ、年度を通じての経済成長率はゼロ%まで減速すると予測している（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、物価面では、これまでの国際商品市況の高騰の影響も手伝って、国内企業物価が前年比 2.5%となったほか、東京都区部消費者物価（除く生鮮食品）も同 0.2%と 2 年ぶりに水面上に浮上するなど、物価下落に歯止めがかかった（いずれも 4 月分）。ただし、マクロ的な需給バランスは依然として崩れたままという状況には変化はなく、川上分野の価格上昇が川下分野にまで波及する姿は描きづらい。特に、消費者物価に関しては当面小幅な上昇率にとどまると見られ、インフレ率が加速的に高まっていくことはないと思われる。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は 3 月 11 日の東日本大震災発生を受けて、翌週明けの 3 月 14 日に開催した金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入した包括緩和策の一環としての資産買入基金（導入時は約 5 兆円規模）について、社債・CP 等のリスク性資産を中心に 5 兆円ほど増額するといった内容の追加緩和策を決定した。さらに、4 月 6～7 日の決定会合では、被災地の金融機関に対して今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーション（貸付期間 1 年、貸付利率 0.1%、貸付総額 1 兆円）を実施することを決定した。加えて、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から担保適格要件を緩和することも決定した。

また、金融調節の面からも、震災直後

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

から、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ている。その結果、震災前までは 17 兆円台で推移していた日銀当座預金残高は、22 日には 40 兆円台にまで膨らんだ。その後、残高は徐々に減少しており、5 月中旬以降は 30 兆円割れでの推移となっているが、市場が完全に落ち着きを取り戻し、金融機関の流動性不安が解消するまで、日銀は潤沢な資金供給自体は続行するものと思われる。

一方、4 月 28 日の金融政策決定会合で西村副総裁が資産買入等基金の 5 兆円増額を提案した（反対多数で否決）ことから、次回以降の決定会合でもそれに類した緩和措置を提案し続けるものと予想されていた。しかし、5 月 19～20 日の決定会合ではそうした行動をとらなかったことから、市場の追加緩和予想は後退した感がある。今後、日銀に求められるのは、復興に対してどのような関与をするのかという点であろう。具体的には、大規模補正編成に際しての大量の国債増発に対して、何らかの手段で買入れ額の増額に踏み切るのかどうかが注目されていくものと思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

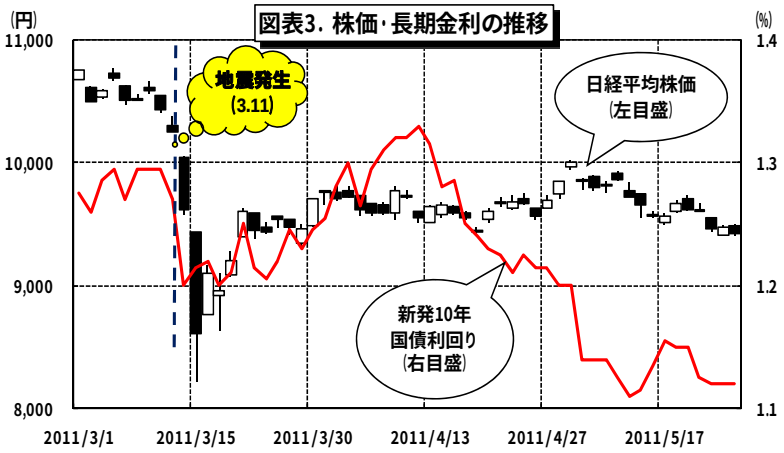
10 年度下期の日米中央銀行による追加的な緩和措置などにより、世界的な景気回復期待が醸成されるとともに、過剰流動性への思惑などを材料に「円高一服・株高・金利上昇」の傾向が強まっていた。一方、東日本大震災の発生後、政府・日銀は予想される金融市場の不規則変動に対し、万全の策を講じた結果、市場の動揺はひとまず沈静化している。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

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

10 年 11 月上旬の米 FRB による量的緩和策（QE2）導入後、世界的に景気回復期待が高まったことから、長期金利（新発 10 年物国債利回り）の上昇傾向が強まり、11 年 2 月中旬には一時 1.3%台半ばまで上昇した。その後は、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、震災前までは 1.2%台後半でのもみ合いが続いていた。震災後は、日銀による潤沢な資金供給や株価急落に伴い、一時 1.2%割れとなる場面もあったが、円売り介入などによる株価の反発や今後の復興に向けた大量の国債増発への懸念などから長期金利は反転、4 月中旬には 1.3%台前半まで上昇した。しかし、5 月中旬にかけては年初来最低となる 1.1%台まで低下するなど、ボラティリティの高い展開が続いて

図表3. 株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いる。基本的には、景気停滞や中～短期ゾーンの低位安定は長期金利の上昇を抑制する要因となるが、震災の被害が甚大なだけにそれに伴う財政負担も懸念されており、長期～超長期ゾーンに対しては上昇圧力がかかりやすいと思われる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が事前の想定以上に高まることになれば、長期金利は上昇傾向が続くだろう。

② 株式市場

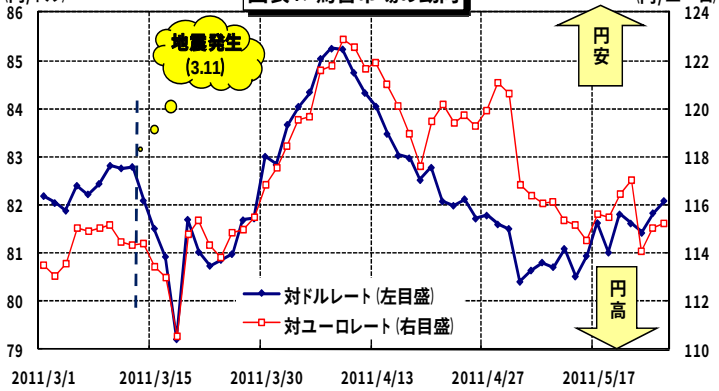
QE2 決定以来、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、2 月から 3 月上旬にかけては 10,500～11,000 円のボックス圏内での展開が続いていた。しかし、大震災後は、被災による企業活動の一時停止に加え、急激な円高進行や深刻さを増し続ける原発事故が重なり、一時 8,200 円台まで急落した。その後は、先進 7 ヶ国（G7）による協調介入や復興需要期待などから、一時 1 万円台を回復したが、最近では内外景気の先行き不透明感が浮上、9,500 円前後での推移となっている。とはいえ、当面は福島第一原発事故などの状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサプライチェーン障害の復旧までにはある程度の時間が必要との見方も根強いことから、上値が重い展開が続くだろう。

③ 外国為替市場

大震災発生前までの為替レートは、対ドルでは 80 円台前半のボックス圏内での展開、対ユーロではやや弱含む状況であったが、大震災後は国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢が円資金調達難に陥っているとの観測が強まり、急激な円高が進行した。特に対ドルレートについては戦後最高値を更新、1 ドル＝76 円 25 銭まで円高が進んだ。しかし、震災や原発事故などが国内景気に与える悪影響への懸念の高まりや、G7 の財務大臣・中央銀行総裁による緊急電話会談で円売り協調介入が合意されたことで、18 日以降、円レートは対ドル・対ユーロとも震災前の水準まで戻した。一方で、3 月下旬以降は、世界的なインフレ懸念の高まりから、異例ともいえる金融緩和政策を継続してきた先進国の中央銀行が政策転換を図るとの思惑が強まり、対ドル・対ユーロとも円安方向に向かった。しかし、欧州中央銀行の利上げ決定（4 月 7 日）後は、材料出尽くし感などから再び円高気味に推移するなど、円高圧力は根強いものがある。当面は、欧米諸国の信用不安リスクが燻っていることもあり、現状水準でのもみ合いが続くと思われるが、日本の貿易収支の赤字状態がやや長期化するとの思惑が強まる、もしくは資源高などにより海外でインフレ懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出される傾向が強まれば、円安方向に動くものと思われる。

（2011.5.25 現在）

図表4. 為替市場の動向



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

軟調な経済指標、米国の緩和政策は長期化へ

木村　俊文

要　旨

金融引き締めに舵を切る国が増えるなか、米国でも 4 月にかけて景気回復期待が高まり、年後半には引き締め方向に転じるのではとの観測が一時的に強まった。しかし、5 月に入ると生産や住宅など軟調な経済指標の発表が続いたことから、当面は現行の超緩和的な金融政策が継続されるとの見方が強まっている。

回復しつつも、弱い動き

米国の景気は回復していると見られるものの、失業率が高い水準にあり、生産や住宅など一部で弱い動きが続いている。

2011 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.8%と 7 四半期連続のプラスとなったが、国防費の大幅削減から政府支出が縮小したことや、住宅投資と純輸出が反動減となったことから 10 年 4～6 月期（同 1.7%）以来となる 2%割れの低成長となった。

足元の動きを見ると、4 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 24.4 万人増と先月（同 22.1 万人増）を上回り、増加幅が拡大傾向にあり、雇用環境は緩やかながらも回復基調をたどっている。ただし、失業率が 9.0%と先月（8.9%）から再び上昇し、依然として高い水準で推移している。また、5 月 14 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 40.9 万件（4 週移動平均では 43.9 万件）と、このところは節目となる 40 万件を超えて推移しており、失業率が高止まりする可能性がある。

個人消費は、4 月の小売売上高が前月比 0.5%と増加ペースを維持している。ただし、燃料高を受けてガソリンスタンドの売上げが伸びた半面、娯楽や電化製品の売上げは減少し、全体の伸びは先月（同 0.9%）から鈍化した。

生産活動は、4 月の鉱工業生産指数が前月比で横ばいとなり、増加傾向にあった製造業の活動が同▲0.4%と失速した。これは東日本大震災により米国でも部品供給に影響が出て、自動車・同部品が同▲8.9%と大幅減少したことによる。また、設備投資の動向を表す指標の一つである設備稼動率も、これまで上昇傾向をたどってきたが、4 月は 76.9%に低下し、節目の 80%から遠ざかった。

4 月の住宅着工件数（季調済・年率）は 52.3 万戸と前月（58.5 万戸）を大きく下回り、月間 50 万戸台で低位安定的に推移している。また、先行指標となる住宅着工許可件数も 55.1 万戸であるため、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。

なお、原油等商品相場は 5 月以降、景気の先行き不透明感などから小幅下落したものの、高止まり状態が続いている。

先行きについては、欧州諸国の信用不安や中東・北アフリカ情勢の混乱のほか、高い失業率や日本からの部品供給不足が継続すること等により景気が下振れするリスクがある。

また、米政府の債務が 5 月 16 日に法律で定める上限の 14.3 兆ドルに達したことを受け、与野党対立から交渉難航が予想される債務上限引き上げ法案の行方とともに、米国の財政赤字問題も改めて認

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

識されている。

QE2 は 6 月末終了へ

米連邦準備理事会（FRB）は、4 月 26～27 日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、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 月末に終了することを決定した。

ただし、バーナンキ FRB 議長は、QE2 終了後もモーゲージ担保証券（MBS）や米国債など、保有する有価証券の償還資金の再投資を継続して行い、買い入れを縮小することなく保有残高を維持する方針を示した。

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 0.0～0.25%に引き下げられて以降、据え置かれているが、直近の FOMC でも現状維持が決定された。

今回の FOMC の声明文では、景気判断について「経済回復は緩慢なペースで進んでいる」とし、前回 FOMC 時の「経済回復はしっかりとした足取りで進んでいる」から若干後退させた。一方、インフレについては、「エネルギーやその他商品価格の上昇により過去数ヵ月押し上げられた」と表現をやや強めた。ただし、失業率は依然高く、エネルギーと食品を除いたコアインフレ率は適切な水準（1%台半ば～2%）を幾分か下回っていると指摘している。

なお、その後 5 月 18 日に公表された FOMC の議事録によれば、大半のメンバーは現行の緩和政策を転換させる方策について、正常化への最初のステップは MBS 償還資金の再投資を終了させることであり、それと同時か、または次に米国債償還資金の再投資を停止し、その後に政策金利の引き上げや資産売却を実施することで合意しつつあることが判明した。

したがって、ゼロ金利政策は当面継続されると見られるが、どのタイミングで FRB が保有証券の償還資金再投資の停止に踏み切るかが今後の焦点になるだろう。

図表1　FRB理事・地区連銀総裁による改定経済見通し

（各項目の上段：11年4月時点⇒下段：11年1月FOMC時点）　(%)

年次 / 項目	2011（見通し）		2012（見通し）	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質ＧＤＰ	2.9～3.7 (3.2～4.2)	3.1～3.3 (3.4～3.9)	2.9～4.4 (3.4～4.5)	3.5～4.2 (3.5～4.4)
コアＰＣＥデフレーター	1.1～2.0 (0.7～1.8)	1.3～1.6 (1.0～1.3)	1.1～2.0 (0.6～2.0)	1.3～1.8 (1.0～1.5)
失業率	8.1～8.9 (8.4～9.0)	8.4～8.7 (8.8～9.0)	7.1～8.4 (7.2～8.4)	7.6～7.9 (7.6～8.1)

（資料）ＦＲＢ「11年4月FOMCの経済見通し概要」より作成
（注）失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比

11 年の成長率見通しは下方修正

FRB は今回の FOMC 後に最新の経済見通しを発表した（図表 1）。それによると、11 年の実質 GDP 成長率（予想中心帯）は 3.1～3.3%と、前回 1 月時点の予想（3.4～3.9%）から下方修正した。

一方、11 年のコア PCE デフレーターは商品相場の上昇が反映され前年比 1.3～1.6%（前回予想は同 1.0～1.3%）、失業率は 8.4～8.7%（同 8.8～9.0%）と、物価と失業率の見通しについては改善方向に修正した。

なお、FRB の経済見通しは、1 月と 4 月のほか 6 月と 11 月の FOMC 会合時に作成されている。前回までは FOMC 議事録の公表時に経済見通しを発表していたが、今回からは FOMC 終了直後に行われるバーナンキ議長の記者会見にあわせて発表することになった。(11.05.23 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

堅調な経済回復に転じた中東欧諸国

～ただし潜在的な波乱要因も～

山口　勝義

要旨

中東欧諸国は、主として輸出主導により、最近では全般的に堅調な経済回復に転じている。今後も欧州経済全体に与える好影響が期待されるが、一方で、これらは個別には小規模な国々でもあり、その経済変動の振幅が拡大する可能性をはらんでいる。

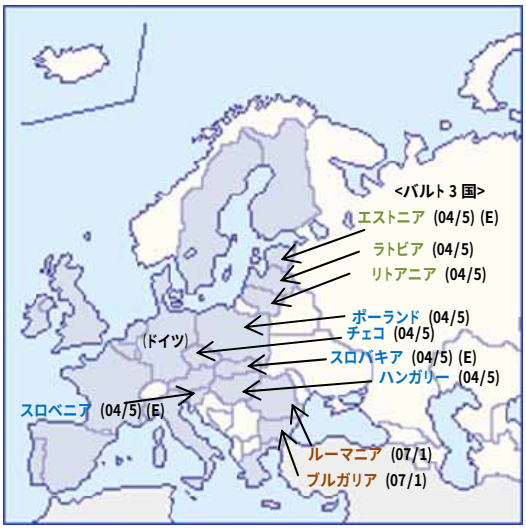
はじめに

欧州の財政問題は、国際的な金融支援がギリシャからアイルランドやポルトガルに波及したほか、足元ではギリシャの債務再編の思惑が高まるなど、依然として終息に向かう見通しは立っていない。この間、欧州では、好調な輸出に支えられ回復軌道に乗ったドイツ経済と、緊縮財政の下、低迷から脱し得ない財政悪化国経済の二極分化が顕在化しており、ユーロ圏の単一金融政策・財政分権という構造的な問題を通じ、その一層の拡大の可能性も懸念される。

こうしたなか、中東欧諸国については、ドイツ等の欧州連合（EU）域内やその他の近隣諸国に対する輸出主導で、経済回復が明らかになってきている。

本稿では、図表１の中東欧諸国 10 ヶ国を取り上げ、その最近の経済情勢や経済回復の背景、また潜在的な経済の波乱要因について概観することとする。なお、検証を行うにあたっては、当該 10 ヶ国を次の 3 グループに分類のこととする。このうち 3 ヶ国（国名の後に（E）と表示）については既に共通通貨ユーロを導入し、他の 7 ヶ国についてもその導入に向け、必要な経済状況等の収斂に取り組んでいるところである。

図表１　中東欧の EU 加盟国
（本稿が対象とする 10 ヶ国）



（資料）　外務省ホームページに掲載の地図をもとに農中総研作成。
・地図中、網掛けは EU 加盟国を示す。
・国名の後の () 内は EU への加盟年/月を、また (E) はユーロ導入国であることを示す。
・現在、EU 加盟国は全 27 ヶ国、ユーロ導入国は全 17 ヶ国。

（Aグループ）　ドイツに地理的に近いポーランド、チェコ、スロバキア（E）、ハンガリー、スロベニア（E）

（Bグループ）　北欧諸国やロシアとの関係が緊密なエストニア（E）、ラトビア、リトアニア（いわゆるバルト３国）

（Cグループ）　上記 8 ヶ国に遅れてEUに加盟し、かつドイツから地理的にやや離れたルーマニア、ブルガリア

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中東欧諸国の経済情勢

（経済情勢概観）

本稿で対象とする 10 ヶ国についても、ポーランドを除き 2009 年の実質 GDP 成長率はいずれもマイナスとなるなど、2008 年のリーマンショックにより大きな影響を受けた。対象諸国のその後の経済の特徴としては、最近の EU 加盟各国の経済回復状況等を示した図表 2 から、グループごとに次の点を指摘することができる。

① （B グループ）が、足元、特に堅調な経済成長に転じているが、一方で失業率は依然高い。

② 次に（A グループ）の経済成長率が比較的高く、失業率も比較的低い水準にある。

③ （C グループ）は、経済成長率は全体の中で中位以下ながら、両国とも回復傾向が明らかになりつつある。

以上のうち（B グループ）は、各国とも 2009 年には実質 GDP は 2 桁の大幅なマイナス成長に見舞われたが、その後北欧諸国やロシア等に対する輸出主導で急速な経済回復を遂げつつある。失業率は依然高いものの、改善の過程にある。

（A グループ）については、特にドイツとの経済の一体化がその主要な経済回復要因として指摘されているが、これについては次章以降で検証することとする。

（C グループ）では、輸出主導で経済回復に転じたブルガリアに対し、2009 年以降、IMF 等による金融支援（総額 200 億ユーロ）下にあるルーマニアは出遅れ感があった。なお、同様に 2008 年以降 IMF 等による支援を受けた（A グループ）のハンガリーについても、同様の出遅れ感は否定できない。

図表 2 EU 加盟各国の経済成長率等
（データが出そろっている 2010 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率をキーに、その降順で表示）

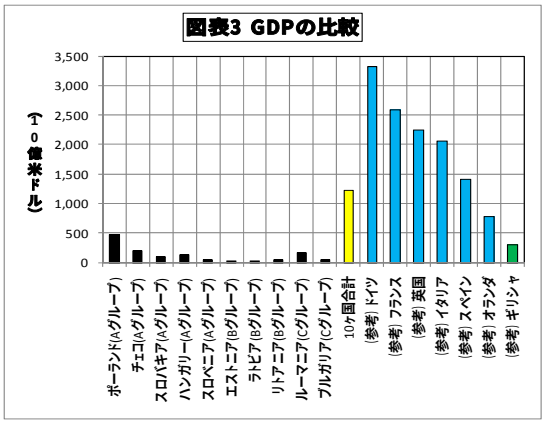
		実質GDP成長率（前期比）（%）					失業率（%）
		2010年				2011年	2011年
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	3月
1	エストニア	1.0	2.1	1.1	2.3	2.1	14.3
2	リトアニア	1.4	1.0	0.3	1.8	3.5	17.3
3	ルクセンブルク	-0.1	1.4	1.1	1.7	N/A	4.5
4	フィンランド	0.2	2.7	0.4	1.7	0.3	8.2
5	スウェーデン	1.6	2.1	2.1	1.2	N/A	7.7
6	マルタ	1.4	-0.3	0.5	1.1	N/A	6.3
7	ラトビア	1.0	0.4	1.5	0.9	0.2	17.2
8	オーストリア	0.0	1.0	1.1	0.9	1.0	4.3
9	スロバキア	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	13.9
10	ポーランド	0.6	1.2	1.2	0.8	N/A	9.8
11	オランダ	0.4	1.1	0.1	0.7	0.6	4.2
12	スロベニア	-0.1	1.1	0.3	0.6	N/A	8.1
13	ハンガリー	1.4	0.1	0.8	0.5	0.7	11.9
14	ブルガリア	-0.5	0.8	0.7	0.5	0.4	11.4
15	ベルギー	0.1	1.1	0.4	0.5	1.0	7.7
16	ドイツ	0.6	2.1	0.8	0.4	1.5	6.3
17	キプロス	0.6	0.7	0.6	0.4	0.0	7.2
18	チェコ	0.7	0.7	0.9	0.3	0.6	6.9
	ユーロ圏17ヶ国	0.4	1.0	0.4	0.3	0.8	9.9
19	フランス	0.3	0.5	0.4	0.3	1.0	9.5
	EU27ヶ国	0.4	1.0	0.5	0.2	0.8	9.5
20	スペイン	0.1	0.3	0.0	0.2	0.3	20.7
21	イタリア	0.4	0.5	0.3	0.1	0.1	8.3
22	ルーマニア	-0.2	0.2	-0.7	0.1	0.6	7.4
23	デンマーク	0.9	0.4	1.7	-0.4	N/A	7.9
24	英国	0.3	1.1	0.7	-0.5	0.5	7.7
25	ポルトガル	1.1	0.4	0.3	-0.6	-0.7	11.1
26	アイルランド	2.1	-1.1	0.6	-1.6	N/A	14.7
27	ギリシャ	-1.9	-1.3	-1.6	-2.8	0.8	14.1

（資料） Eurostat の資料から農中総研作成。
N/A はデータ未公表を示す。

（経済規模）

中東欧諸国の GDP の規模は、図表 3 のとおりである。ドイツの GDP がユーロ圏で 3 割弱を占め、ギリシャがその約 10 分の 1 であるが、中東欧諸国で第 1 位、第 2 位のポーランド、チェコでさえギリシャにほぼ匹敵する規模に過ぎず、いずれの経済も小規模である。しかしながら、10 ヶ国合計ではスペインに次ぎ、オランダを上回る規模となっており、相応に大きな規模である点に注意が必要である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



(資料) IMF "World Economic Outlook Database, April 2011"から農中総研作成。

ドイツとの経済面での一体化

次に、ドイツに地理的に近い(A グループ)を取り上げ、経済回復の推進役であるドイツ経済との一体性を確認する。

(ドイツの輸入先)

図表 4 はドイツの輸入相手国の順位であるが、経済規模の大きな諸国に交じり(A グループ)に属する国々が上位に位置していることがわかる。なお、(B グループ)に属する国々はかなり低位に位置し、これらの国々がドイツよりもむしろ北欧諸国やロシアとの経済関係が強い事実が反映した結果となっている。

(ドイツの直接投資先)

図表 5 はドイツによる中東欧諸国に対する直接投資の状況を示したものである。ここでも特に(A グループ)との関係が緊密であり、その後(C グループ)、(B グループ)の順で続く状況が見て取れる。

(ポーランドとドイツとの経済関係)

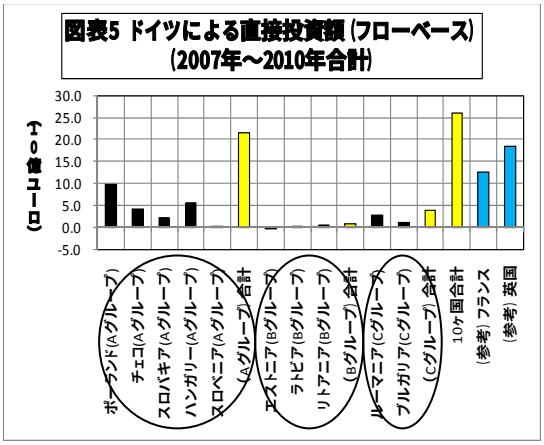
次に、中東欧諸国の中で GDP 規模が最大であるポーランドについて、ドイツとの経済関係を確認することとする。

ポーランドからの輸出先別輸出額を見れば、図表 6 のとおり、ドイツが圧倒的に第 1 位を占めるほか、その輸出額は着実に増加している。また、ポーランドの

図表 4 ドイツの輸入相手国順位 (2010 年)

順位	相手先	金額 (10億ユーロ)
	10ヶ国合計	98.8
	(Aグループ) 合計	87.9
1	中国	76.5
2	オランダ	68.8
3	フランス	61.8
4	米国	45.1
5	イタリア	43.7
6	英国	38.6
7	オーストリア	34.3
8	ベルギー	33.7
9	スイス	32.5
10	ロシア	31.8
11	チェコ	29.6
12	ポーランド	28.4
13	スペイン	22.3
14	日本	22.1
15	ノルウェー	17.1
16	ハンガリー	16.7
17	アイルランド	14.0
18	スウェーデン	13.2
19	韓国	11.1
20	デンマーク	11.1
・・・	・・・	・・・
23	スロバキア	9.3
24	ルーマニア	6.7
34	スロベニア	3.8
47	ブルガリア	1.7
52	リトアニア	1.5
68	ラトビア	0.6
74	エストニア	0.4

(資料) Statistisches Bundesamt (2011/3/10) "Foreign trade 2010"から農中総研作成。

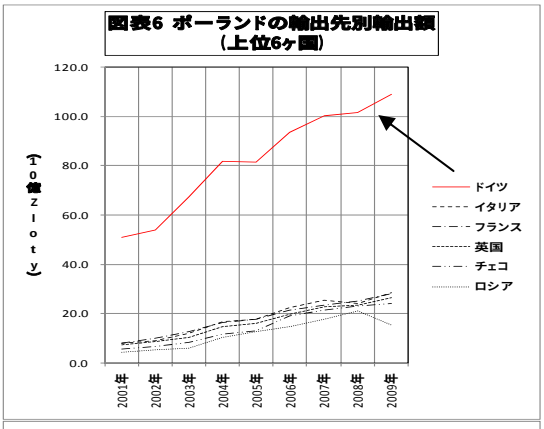


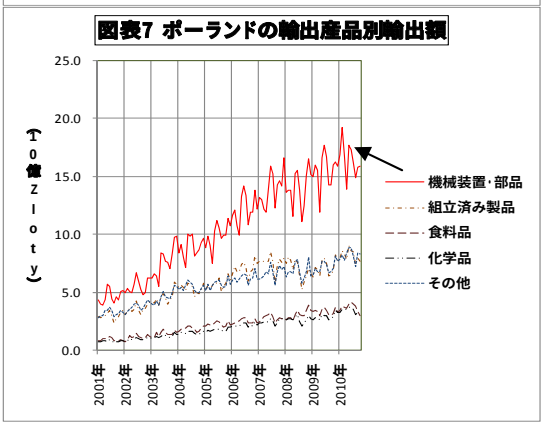
(資料) Deutsche Bundesbank (2011/4) "Direct Investment"から農中総研作成。マイナスは直接投資の回収額が実行額を上回る状況を示している。

輸出品目別の内訳では、図表 7 のとおり機械装置・部品が主要な産品となっており、これらがドイツ向け輸出の中心になっているものと考えられる。

こうしたデータには、自動車産業等で中東欧企業がドイツ企業のサプライチェーンに組み込まれ、垂直的な分業関係のなか、両者が一体的な経済を構築しつつある状況が現れているものとみられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます





（資料） 図表 6、7 とも、Datastream のデータから農中総研作成。それぞれ、年次、月次のデータ。

潜在的な経済の波乱要因

以上のとおり、中東欧諸国は概して堅調な経済回復に転じており、欧州経済に対する好影響が期待される。これらの諸国は、低生産コストや輸出先への近接性でアジア等との競争力を有しており、今後もドイツや北欧、ロシア等への輸出を通じた経済回復が継続する可能性が高い。しかし一方で、次のような潜在的な波乱要因をはらんでいるとも考えられる。

① 中東欧諸国は個別にはいずれも小国である。このため、リーマンショック後の大幅な経済収縮、またその後の急速な経済回復に現れているように、経済変動の振幅は大きい。内需の拡大は途上であり、経常収支赤字国が多いなか、今後も外的要因により経済が大きな変動を被る可能性がある。

② 2011 年 1 月には、既に導入済みのスロバキア、スロベニアに加え、エストニアが通貨ユーロを導入したが、他の 7 ヶ国についてもその導入が予定されている。これにより、より広範な金融市場へのアクセスや貿易の活性化等のメリットが期待される一方で、ユーロ圏の単一金融政策の制約を受けることになる。このため、例えば、急速な資金流入に伴う経済の過熱のもとでも、今後は機動的な政策金利の引上げができず、経済変動の拡大が助長される可能性が考えられる。

③ 欧州諸国との経済・金融上の連携が深まるにつれ、欧州財政問題の波及の可能性が高まることも考えられる。現在のところ目立った影響は出ていないが、外銀の信用収縮のほか、自国の金利上昇、金融機関の資金繰り難等の形で、その影響が及ぶ可能性も否定できない。

なお、中東欧諸国自体の財政の状況については、政府債務残高の規模は概して大きくはないものの、金融危機時に拡大した政府支出により、いずれの国も財政赤字は拡大している。上記の財政問題の波及を回避するためにも、財政改善を着実に進める必要がある。

以上のように、中東欧諸国は経済回復に転じながらも、様々な波乱要因を内包しているものと考えられる。

（2011 年 5 月 24 日現在）

＜参考文献＞

European Commission (2011/5) “European Economic Forecast, Spring 2011”
IMF (2011/5) “Regional Economic Outlook, Europe”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

2011 年 4 月の中国経済･金融情勢

～インフレ圧力が依然として根強い～

王　雷 軒

要旨

4 月の個人消費は底堅く、固定資産投資も旺盛に拡大するなど内需は堅調を維持。東日本大震災の影響は出ているが、欧米先進国の景気回復や東南アジア諸国の堅調な成長を背景に外需も拡大している。4 月の消費者物価指数は前年比 5.3%と依然高水準であり、金融政策は引締め策が継続されると見ている。4～6 月期の成長率は 1～3 月期(9.7%)からやや減速すると予想されるが、今後とも大きく鈍化することはないだろう。

中国経済の現状～投資と輸出が堅調に推移

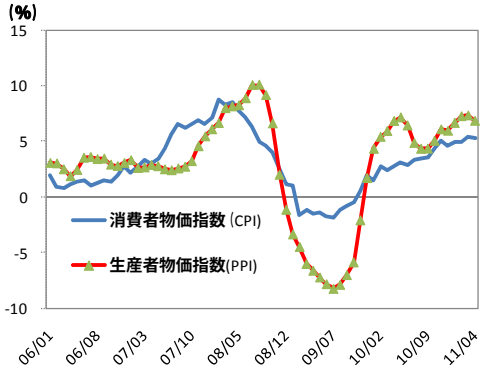
個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、3 月の前年比 17.4%から 4 月は 17.1%へ小幅ながら伸びが鈍化した。しかし、国家統計局の季節調整済み、実質ベースでの前月比を見ると、2 月 1.27%、3 月 1.31%、4 月 1.35%となっており、個人消費が堅調に拡大していることがわかる。インフレが中低所得者を中心に家計の購買力を押し下げる懸念があったが、実際に最低賃金の大幅な引き上げなどを背景に雇用・所得環境が改善され、底堅く推移している。

また、固定資産投資（都市部）は単月ベースでは 3 月の前年比 31.2%から 4 月は 37.2%へ伸びが高まった。季節調整済み前月比も、2 月 1.66%、3 月 2.09%、4 月 3.08%と拡大を示唆している。

一方、4 月の輸出額は前年比 29.8%と 3 月（同 35.8%）から減速したものの、単月の輸出額は過去最高額を記録した。4 月の輸出を地域別に見ると、東日本震災の影響で日本向けは減少したものの、景気が順調に拡大している東南アジア諸国向けは増加しており、米国・欧州の景気持ち直しを受け、欧米向けも底堅い。4 月の輸入額は前年比 21.8%と 3 月（同 27.3%）から減速した。輸入の減速は東日本大震災によるサプライチェーンの寸断で日本の輸出供給力が大幅に低下したことが響いたと見られる（日本からの輸入は前月比 1 割以上の減少）。この結果、貿易収支は 114.2 億ドルと 3 月の 1.4 億ドルから黒字幅が拡大している。

4 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 5.3%と 3 月の同 5.4%（08 年 7 月以来、最も高い伸びとなった）から若干鈍化したが、前月比では 2 月 1.2%、3 月▲0.2%、4 月 0.1%と上昇しており、引き続き上昇圧力が根強い（図表 1）。

図表1 中国の物価水準の推移



注：月次データ、前年比、直近は11年4月
(資料) CEICデータより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

内訳を見ると、4 月に入ってからは政府の物価統制が強まっており、食料品価格は下落しているが、不動産価格の高止まりが続いているため、居住価格が上昇し、CPI の全体の上昇を牽引した。

一方、4 月の生産者物価指数（PPI）も前年比6.8%と3月の7.3%からやや鈍化しながらも、前月比では4月 0.5%と CPI を上回っており、当面価格転嫁を通じて消費者物価上昇懸念は燻り続けるだろう。

以上の物価動向を見ると、当面政府の物価統制下で食料品や原油価格の上昇に一服感も見られるが、賃金や不動産価格の上昇などで物価上昇圧力が強まりやすい状況が続くと見られ、引き続き注意を要する。

金融政策･金融市場の動向～金融引き締めの継続で M2 の伸び率が減速

4 月のマネーサプライ（M2）は前年比 15.3%と 3 月の同 16.6%から鈍化しており、政府の 11 年目標である 16%以内に抑制された。11 年に入り、5 カ月連続の預金準備率の引き上げ、2 回の利上げなどの一連の金融引締め政策の効果が出ている。

また、人民元建て新規貸出増加額は 7,396 億元と 3 月の 6,794 億元から増加したが、人民元建て融資残高の伸び率を見ると、3 月の前年比 17.9%から 4 月は同 17.5%と小幅ながら低下した。

インフレ圧力を抑制するために、中国人民銀行は、大手金融機関の預金準備率を 21%まで引き上げた。しかし、実質預金金利は依然マイナス水準であるほか、海外からの直接投資増や投機マネーの流入などによってカネ余り現象が強まっており、それに伴うインフレ圧力も根強いことから、今後も預金準備率の引上げや利上げなどの金融引き締め策を継続すると見ている。

インフレの高止まりや 3 月の外貨準備残高が 3.04 兆ドルとなったことから、為替相場弾力化への期待が高まっている。4 月以降、人民元対ドルレートは上昇、1 ドル＝6.5 元を割り込んだ水準まで人民元高が進んでおり、10 年 6 月以降の上昇率は約 5%に達している。

こうした人民元高の容認は輸入価格の押下げを通じて物価上昇を抑制する効果が期待されるが、政府は人民元対ドルレートの緩やかな上昇を図るスタンスを変えておらず、今後も漸進的な人民元高を容認していくだろう。

先行きの景気～景気がやや減速と予想されるが、大きく鈍化しない

4 月の鉱工業生産は前年比 13.4%と 3 月の同 14.8%から伸びが大きく鈍化した。4～6 月期の実質 GDP 成長率が 1～3 月期の前年比 9.7%から低下する可能性を示唆したと見られる。

また、4 月の製造業購買者担当指数（PMI）も前月比 52.9 と 3 月の上向き（53.4）から低下した。内訳を見ると、新規受注が 3 月から▲1.4 ポイントの 53.8 と、生産が 3 月から▲0.4 ポイントの 55.3 と PMI の全体を押し下げた。

さらに中国の一部地域では電力不足は発生しており、生産の下押し要因となることが懸念される。

ただし、4～6 月期の成長率が減速したとしても小幅であり、固定資産投資の拡大や輸出は堅調な拡大を続けていることもあわせて考慮すると、景気の勢いは大きく鈍化せず、引き続き高い成長を維持していくと見られる。

（2011 年 5 月 23 日現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

今月の情勢　～経済･金融の動向～

米国経済･金融

4 月 26・27 日の米連公開市場委員会（FOMC）で、08 年 12 月から据え置く政策金利（史上最低の 0～0.25%）を当面維持する方針が示された一方、6,000 億ドルの国債買い入れる金融緩和策（QE2）は予定通り 6 月末で終了することが決定した。

一方、4 月の雇用統計の失業率は天候要因から 9.0%と先月（8.8%）から悪化したものの、非農業部門雇用者数は前月比 24.4 万人増と事前予測（同 18.5 万人増：ブルームバーグ社）を上回ったことから、労働市場は弱いながらも改善基調を続けているとの見方が根強い。しかし、1～3 月期の国内総生産（GDP）成長率（１次速報値）は、前期比年率 1.8%と前期（同 3.1%）から減速したほか、住宅や生産関連の経済指標の予想下振れも続いているため、米国経済の先行き懸念が再燃している。

国内経済･金融

日本では、3 月 11 日に発生した東日本大震災が経済・社会に大きな影響を及ぼしている。

5 月 19・20 日の日銀金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入し、11 年 3 月の会合で拡大した「包括緩和策」(①政策金利の誘導目標 0～0.1%、②時間軸の設定、③10 兆円規模の資産買入、④30 兆円規模の固定金利共通担保オペ）の維持を決定した。

経済指標をみると、1～3 月期の実質 GDP 成長率（一次速報値）は、震災の影響を受けて、前期比▲0.9%（同年率▲3.7%）と 2 四半期連続で減少した。また、3 月の鉱工業生産指数（確報値）は、震災の影響を受けて前月比▲15.5%と大幅に下落するなど、震災の影響から生産が大幅に縮小した。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）　の 3 月分は、前月比 2.9%と事前予想に反して上昇したほか、4～6 月期は前四半期比 10.0%と 2 四半期連続の増加が見込まれる。

株価･金利･為替

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、欧米での長期金利の低下や国内株価の弱含み、2 次補正予算協議の先送りによって、5 月中旬に昨年 11 月ぶりとなる 1.1%近くまで低下した。

日経平均株価は、ビンラディン容疑者死亡のニュースが伝えられた連休合間に、震災発生以来となる 1 万円台を回復した。しかし、福島第一原発事故への不安の再燃や世界経済の先行き不透明感の高まりなどから弱含み、5 月下旬に 9,400 円台まで下落した。

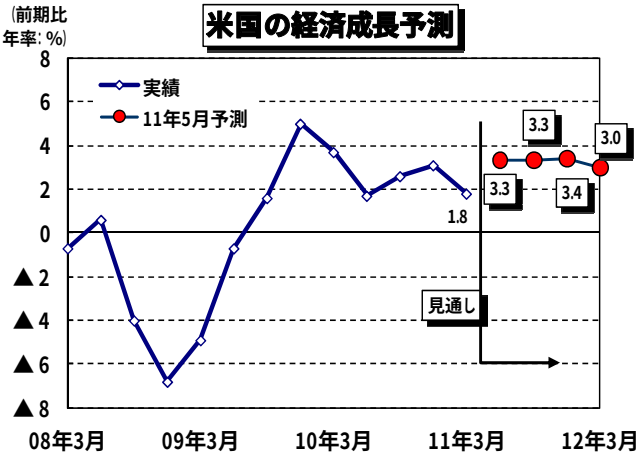
外国為替相場（ドル円相場）は、米国で景気先行き不安が広がったことから、連休中に一時 1 ドル＝79 円台まで円高が進んだ。その後は好調な雇用統計の結果や商品市況の下落からドルが買われ、円安方向に推移。その後は、米 GDP の下振れなどで米国経済の先行き不安がさらに拡大したものの、国内の原発事故への懸念や GDP の下振れなども材料視され、5 月中旬以降は 1 ドル＝81 円台で推移している。一方、ユーロ圏の追加金融引締め等への思惑から、4 月下旬にかけてユーロ高で推移していたが、5 月上旬に S&P 社がギリシャのソブリン格付の引き下げなどから欧州財政懸念が再燃し、5 月下旬にかけては 1 ユーロ＝114 円台まで円高が進行した。

原油相場

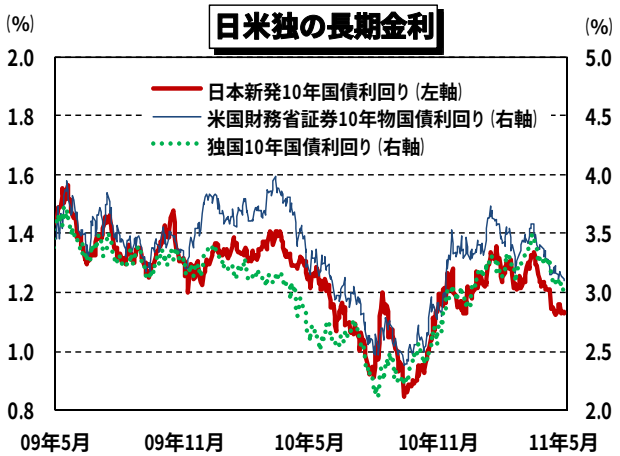
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、中東・北アフリカの政治情勢の緊迫は続いているものの、欧米で景気先行き懸念が再燃したことから 5 月上旬に下落し、直近にかけては 1 バレル＝100 ドル前後でのもみ合いとなっている。　　(11.5.25 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

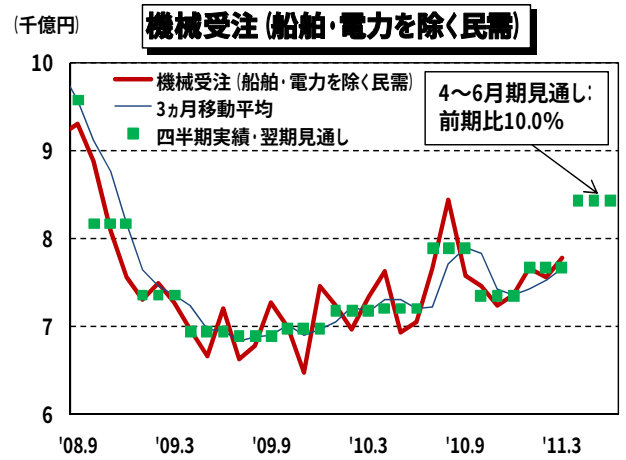
内外の経済金融データ



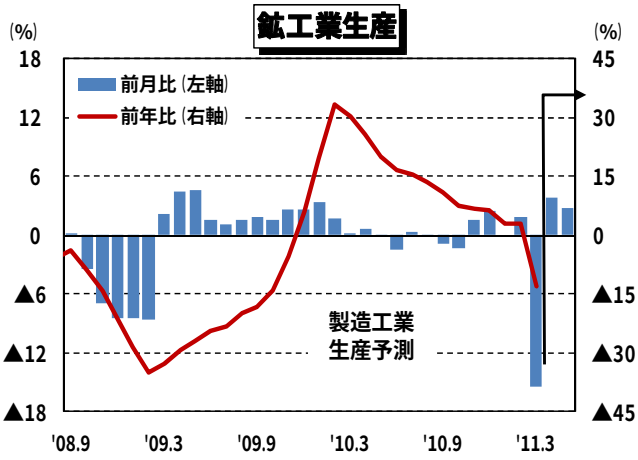
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



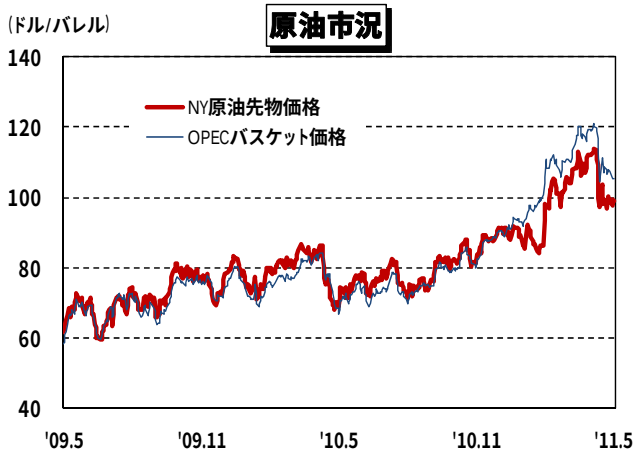
(資料) Bloombergより作成



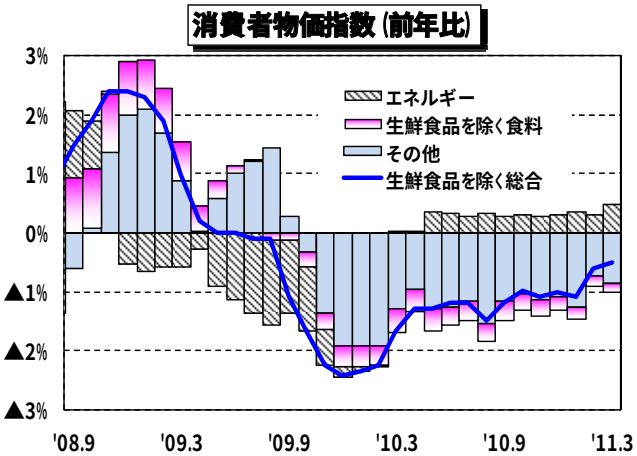
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) Bloombergより作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成

※ 詳しくは、当社ホームページ（http://www.nochuri.co.jp）の「今月の経済・金融情勢」へ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2011 年 5 月 23 日

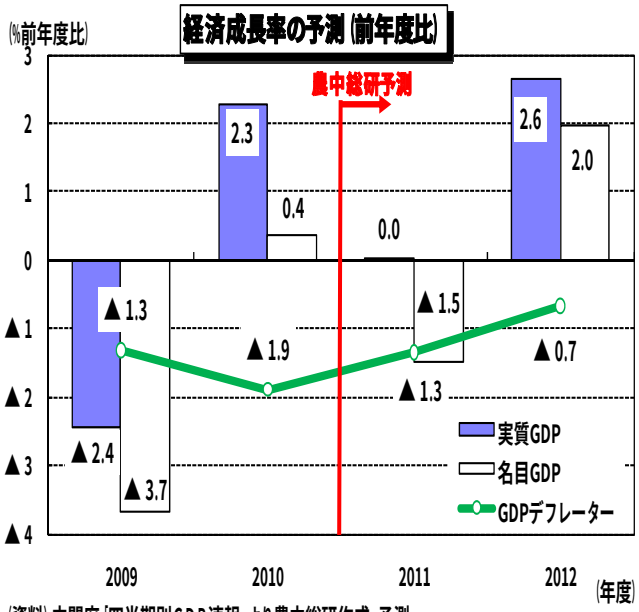
2011～12 年度改訂経済見通し

大震災による後遺症で、11 年度上期の国内景気は停滞

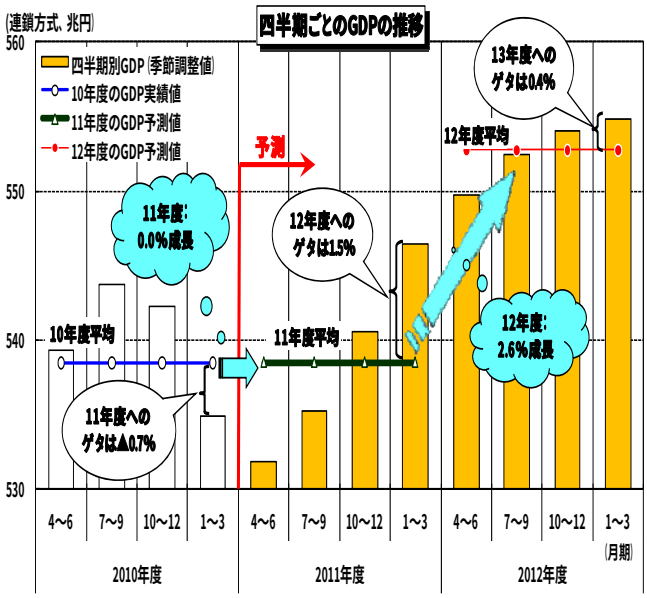
～11 年度：0.0%、12 年度：2.6%と予測～

東日本大震災の発生により、日本経済は甚大な被害を被っており、景気は再び悪化した。時間の経過や復旧の進捗等に伴い、需要水準は徐々に戻りつつあるが、4～6 月期もマイナス成長は不可避であろう。7～9 月期以降はプラス成長に戻るものの、サプライチェーンの大規模な寸断、夏場の電力不足に伴う節電努力、さらには本格的な復興支出を盛り込む補正予算編成の後ズレなどを踏まえると、年度上期中の国内景気は停滞気味に推移する可能性が高く、復興需要による景気回復は年度下期以降となるだろう。

大震災発生以降、日本銀行は潤沢な資金供給を続けるとともに、「包括緩和策」の柱である資産買入基金の増額を決定するなど、一段の緩和に踏み切ったが、今後とも国内景気の低迷や大型補正編成に伴う国債の大量増発への対応策として、資産買入基金のさらなる積み増しを通じた国債買入れ額の増額を検討することになるだろう。



(資料) 内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」より農中総研作成・予測



(資料) 内閣府「GDP速報」より作成　(注) 2011年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測

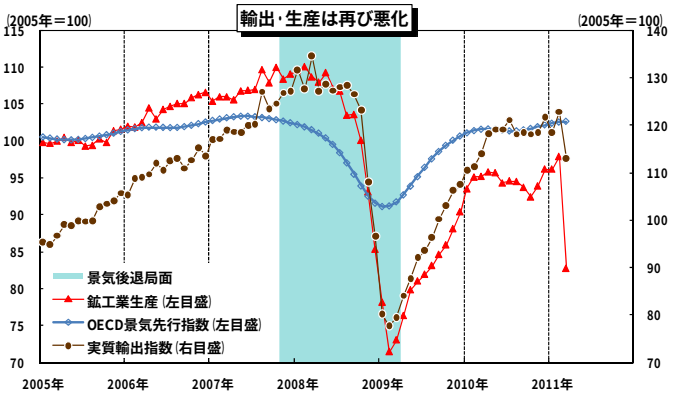
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1．景気の現状：

(1) 日本経済の現状 ～ 大震災の発生で未実現に終わった景気足踏みからの脱却

3 月 11 日に発生した東日本大震災（観測史上最大となった巨大地震とその直後の大津波による災害）、さらに東京電力・福島第 1 原子力発電所における深刻な事故によって、東日本太平洋沿岸部を中心に、国内経済・産業は大打撃を受けている。被災地域が広範囲にわたっており、人的、物的、さらには副次的な影響も含めれば被害総額も膨大なものとなる。まさに戦後最大級の国難に直面していると言ってもいいだろう。

大震災発生前までの国内景気は、欧米など海外経済の持ち直し傾向が再び強まってきたことを受けて、輸出・生産に牽引される格好で、2010 年夏から続いてきた足踏み状態からの脱却を模索している最中であった。しかし、大地震発生後の 3 月中旬以降は、被災地やその周辺に集積されていた多くの部品メーカーなどが操業停止を余儀なくされ、国内ばかりか海外の完成品メーカーも生産活動に大きな支障が出ている。さらに、それに伴って需要水準も大きく悪化、特に東日本を中心に娯楽目的でのサービス消費などに対する自粛ムードが強まった。また、原発事故に関する風評被害も無視できず、直接的な被害がない西日本においても観光業などには悪影響が及んでいる。

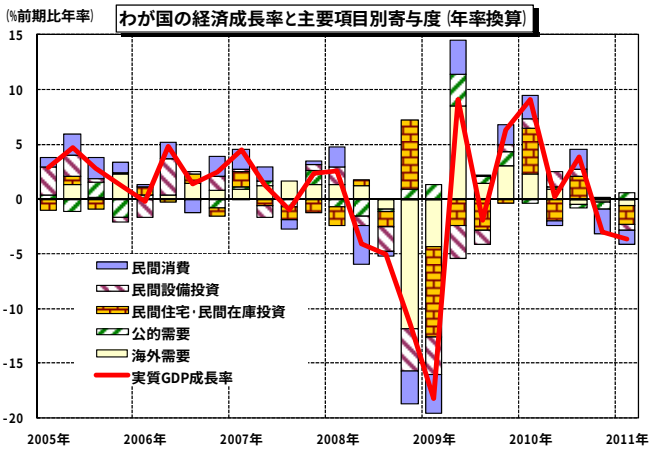


（資料）OECD、内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成 （注）OECD景気先行指数はOECD+5新興国

原発事故は収束までにはかなりの時間がかかると考えられており、当面は地域経済のみならず日本全体に対して多大な影響を及ぼすことになるだろう。すでに世界各国では、日本からの輸出品に対して規制を導入する動きがあるが、今後、様々な面で「日本離れ」、「日本外し」が長期化するリスクもある。また、供給能力の上積みなどにより、状況が好転する見通しが出されているとはいえ、今夏における電力不足問題をどう乗り切るかなど、数多くの課題が山積されている。これらをうまく切り抜けない限り、国内経済の再建はなかなか進まず、停滞が常態化してしまう恐れもあるだろう。

(2) 2 四半期連続のマイナス成長となった 2011 年 1～3 月期

こうしたなか、5 月 19 日に発表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比▲0.9％、同年率換算▲3.7％と、2 四半期連続のマイナスとなった。今回のマイナス成長にとって最大の要因となったのは民間在庫投資の大幅減であり、サプライチェーン障害による中間財の調達難や民間の原油備蓄放出などが影響したものと考えられる。そのほか、一部特需も散見されたものの、民間消費が大きく減少したほか、震災前までの景気回復の余熱による輸入増もマイナス成長に寄与する格好となった。なお、前期比成長率（前掲の▲0.9％）に対する内需寄与度は▲

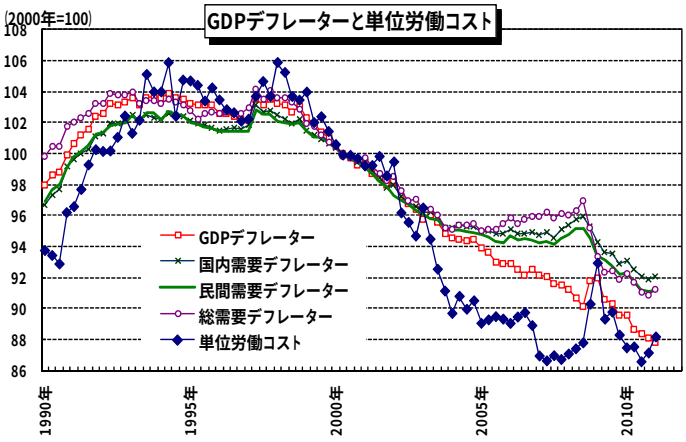


（資料）内閣府経済社会総合研究所

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

0.8%pt（うち、民需が▲0.9%pt、公需が 0.1%pt）、外需寄与度は▲0.2%pt（3 四半期連続のマイナス）となっている。

また、名目 GDP も前期比▲1.3%（同年率▲5.2%）と、2 四半期連続のマイナス。一国のホームメードインフレを表す GDP デフレーターは、震災後も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▲1.9%と 6 四半期連続の下落、かつ 10～12 月期（同▲1.6%）から下落幅が拡大した。輸入デフレーターが前年比 4.0%と上昇傾向を強める一方で、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大きなマイナスが続いている。つまりは国内の付加価値生産セクターにおける価格転嫁は不十分であり、交易条件の悪化が企業業績に悪影響を及ぼし始めている。実際、交易損失は約 25 兆円（実質 GDP の 4.7%）にも達している。ちなみに、GDP の落ち込みが相対的に大きかったこともあり、注目の単位労働コストは前年比 1.4%と 6 四半期ぶりのプラスとなった。景気悪化時の単位労働コスト上昇は、雇用リストラの強化につながる恐れもある。



（資料）内閣府

なお、10 年度の経済成長率としては、2.3%と 3 年ぶりのプラス成長となった（名目成長率も 0.4%と小幅ながらも同じく 3 年ぶりプラス）。一方、GDP デフレーターは前年比▲1.9%と 12 年連続のマイナスと、下落率は 09 年度（同▲1.3%）から拡大するなど、上昇傾向を強める国内企業物価や下落が止まりつつある消費者物価などとは異なる動きを見せている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2．予測の前提条件：

(1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災発生後、政府は被災地の復旧・復興を全面的に支援することを表明しているが、基本的には野党もそれに協力する構えを見せている。当然、そうした活動には財政資金の裏付けが必要だが、わが国の財政事情もかなり厳しい状況にあることは周知の事実である。2011年度の一般会計予算（当初ベース）では、92兆円余の歳出規模に対し、デフレ継続とそれに起因する景気の長期低迷により租税収入は40兆円弱しか見込めず、両者の差額のほとんどは国債発行で賄われている。しかし、11 年度の日本経済は予算編成時の想定よりも大幅に落ち込むのは必至であり、このままでは歳入欠陥の恐れもある。ちなみに、11年度当初予算に基づけば、12年3月末時点で国債発行残高は668兆円（対名目GDP比率で138.0%）に達する見込みである。

今回の大震災による被害額は巨額で、かつ被災地が広範囲に渡っていることもあり、「復旧」から「復興」に至るまでにある程度の時間がかかると考えられている。そのため、政府・与党は、1995年1月17日に起きた兵庫県南部地震（阪神・淡路大震災）の際と同様、複数回に分けた補正予算編成を行う方針を示しており、野党も概ねそれに同意している。なお、阪神・淡路大震災時には、約5,000億円の災害復旧費などを盛り込んだ94年度第2次補正予算案（総額1兆円余り）は震災後38日後の2月24日に国会に提出され、42日後の28日に成立した。

さて、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。しかし、バラマキ批判が強いとの批判が強い約3.3兆円のマニフェスト予算（子ども手当、高速道路原則無料化、高校授業料の実質無償化など）への切り込みが甘い一方で、将来へのしわ寄せとなる可能性の強い基礎年金の国庫負担率引下げ（1/2から1/3へ）に充てる予定であった約2.5兆円分の「霞が関埋蔵金」を転用する点などについては、野党と意見が対立した。

また、今夏にも本格的な復興費を盛り込んだ補正予算案の編成が想定されているが、被害が大きいだけに予算規模も10兆円超に膨らむと見られ、その財源をどのように調達するかという難題が浮上している。当面は国債発行によって賄うしかないが、同時に時限的な増税措置としての復興税の創設案も取りざたされている。見直しが検討されている「子ども手当」の取り扱いなどと合わせて、今後の議論の行方が注目される。一方で、ねじれ国会の下、いまだに11年度予算の関連法案（特例公債法案など）が成立しておらず、このままでは経済財政運営が行き詰まるとの懸念も浮上している。

(2) 世界経済の見通し

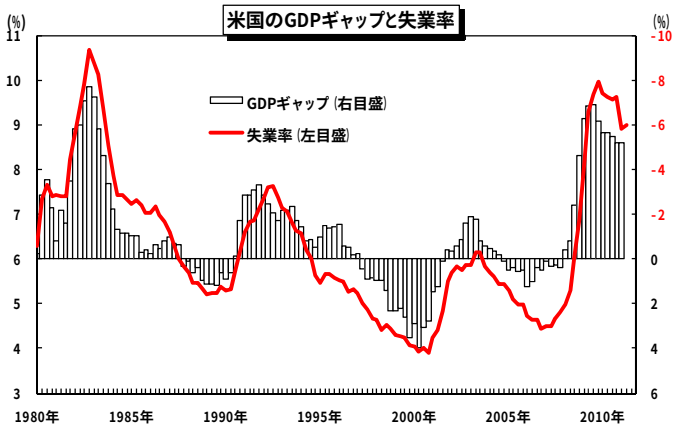
2009年半ば以降、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢で、08年秋のグローバル金融危機によって発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態が続いている。一方で、新興国・資源国経済は底堅く推移しており、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ懸念が発生している。また、先進国は財政赤字の膨張傾向への警戒が強まる反面、ひと足早く利上げに踏み切ったユーロ圏を除き、金融政策は歴史的な緩和策を継続中である。これに対して、新興国ではすでに金融政策は引締め方向に動いている。すぐには顕在化することはないと思われるが、こうした「二極化現象」は将来にわたってリスクを蓄積していく可能性もあり、その動向には十分注意を払う必要があるだろう。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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

う。

① 米国経済

2011年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率1.8%と、7四半期連続のプラスとなったものの、10年4～6月期（同1.7%）以来となる2%割れの低成長となった。成長減速に影響した主な要因は、国防費の大幅削減から政府支出が前期比年率▲5.2%と縮小したことに加え、10年10～12月期に成長率を押し上げた住宅投資と純輸出（輸出等－輸入等）が反動減となったことである。一方、伸びは鈍化したものの個人消費は雇用者数の増加基調など緩やかな雇用環境の改善を受けて7四半期連続でプラスとなったほか、民間企業設備投資も企業の収益改善などから5四半期連続でのプラスとなった。



（資料）米労働省、米議会予算局　（注）GDPギャップ＝（実際のGDP-潜在GDP）/潜在GDP

直近の市場コンセンサス（ブルームバーグ調べ、5月）によれば、11年～12年のGDP成長率予想は、10年11月から11年2月にかけては景気見通しを上方修正する動きが見られたが、その後は下方修正に転じ、足元では1～3月期の成長減速を受けてさらに0.1～0.2%ほど下方修正された。しかし、米国経済が先行き悪化傾向に転換するわけではなく、この間の楽観的な見方が後退しつつあるのが実態であり、米国経済は緩やかながらも順調に回復して

2011～12年 米国経済見通し （11年5月改定）

項目＼時期		単位	2010年 通期 実績	2011年 通期 予想	2011年 上半期（1～6月）予想	2011年 下半期（7～12月）予想	2012年 通期 予想	2012年 上半期（1～6月）予想	2012年 下半期（7～12月）予想
実質GDP		%	2.9	2.7	2.6	3.0	2.9	2.9	2.8
	個人消費	%	1.7	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	2.9
	設備投資	%	5.7	6.6	4.3	6.9	7.7	9.4	5.4
	住宅投資	%	▲ 3.0	▲ 1.8	0.2	2.1	5.8	6.7	7.5
	在庫投資	寄与度	1.4	0.1	0.0	0.5	0.1	0.1	0.4
	純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.0	1.3	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 1.0
	輸出等	%	11.7	6.4	5.9	6.2	6.2	6.2	6.0
	輸入等	%	12.6	5.1	0.5	7.6	7.3	6.9	7.9
	政府支出	%	1.0	▲ 0.5	▲ 2.8	1.2	0.9	0.6	1.1
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.3	0.9	1.0	1.6	1.1	2.0	2.4
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.0	1.7	1.6	1.8	2.2	2.1	2.3
	FFレート誘導水準	%	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	1.00	0～0.25	1.00
	10年国債利回り	%	3.20	3.43	3.35	3.50	4.04	3.90	4.19
	完全失業率	%	9.6	8.7	8.9	8.6	8.1	8.3	8.0

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2011年5月23日（11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、デフレーターは前年同期比
4. ｺｱPCEﾃﾞ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

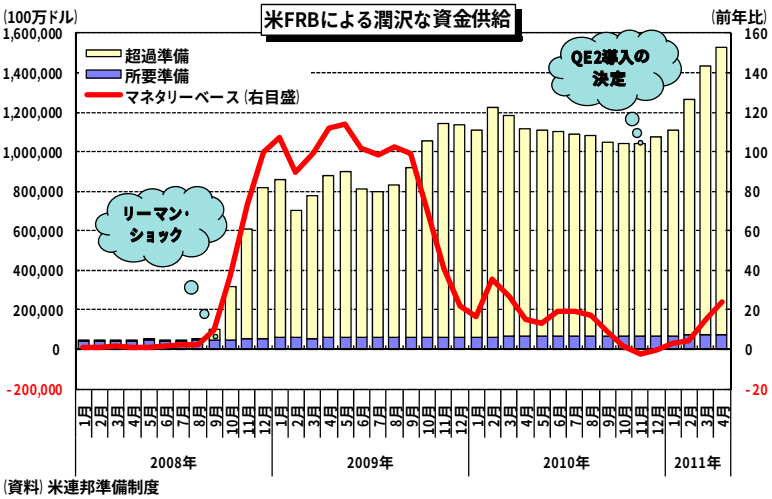
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いくと見られる。

とはいえ、足元では失業率が依然として 9%前後で高止まるなど、雇用の改善が明確になっていないほか、小幅上昇傾向を示しているインフレ率も連邦準備理事会（FRB）が望ましいと考える水準を下回った状態にあるなど、需給バランスの崩れた状態はしつこく残っている。

こうしたなか FRB は、意図せざる金融引き締めを未然に防止すべく、10 年 8 月にモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の長期国債への再投資を決定したほか、同年 11 月には 11 年 6 月末まで総額 6000 億ドル規模の長期債を購入する追加的緩和策（QE2）に踏み切った。直近の 11 年 4 月末に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）では、QE2 を予定どおり 6 月末に終了することを決定したが、バーナンキ FRB 議長は QE2 終了後も米国債や住宅ローン担保証券など、保有する有価証券の償還資金の再投資を継続して行い、買い入れを縮小することなく保有残高を維持する方針を示した。したがって、当面は現行の緩和政策が継続され、利上げはまだ先との観測が強いことから、長期金利（10 年物財務省証券利回り）は概ね 3%台前半で推移している。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、据え置かれており、直近の FOMC でも回復ペースが緩やかであることなどから現状維持が決定されている。

なお、その後に公表された FOMC 議事録によれば、大半のメンバーは現行の緩和政策を転換させる方策について、正常化への最初のステップは MBS 償還資金の再投資を終了させることであり、それと同時か、または次に米国債償還資金の再投資を停止し、その後に政策金利の引き上げや資産売却を実施することで合意しつつあることが判明した。また、適切な時期に FF 金利を変更することは政策引き締めの手段として望ましいことが確認されたが、その時期については何ら示唆されていない。



（資料）米連邦準備制度

一方、連邦政府の債務が 11 年 5 月に法律で定める上限の 14.3 兆ドルに達した。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、公務員退職年金基金からの借り入れなど特別措置を講じることにより 8 月初旬まで影響を回避させる考えである。ただし、債務上限の引き上げをめぐってはオバマ大統領率いる民主党政権と野党共和党の対立が解消されておらず、立法化に向けた交渉は難航すると見られ、政府支出に対しては厳しい歯止めがかかると予想される。

さて、今回の経済見通しにあたって、FRB の金融政策は次のように想定した。すなわち 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水準以上に景気が上振れる可能性（例えば、失業率が労働市場の逼迫状態を示すと考えられている 6%近くまで低下する、もしくはコア PCE 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）が出てこない限り、景気テコ入れのために長期金利を低位に抑える政策をとり続けることである。したがって、当面は現行の緩和的な金融政策を継続するものと見られ、利上げが実施されるのは早くても 12 年下半期以降と予想される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

こうした金融政策を前提に、主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は雇用環境が緩やかに回復基調をたどっており、先行きも着実に改善していくと想定されることから3%程度の巡航速度を持続すると考えられる。ただし、11 年前半は燃料や食品価格高騰などを受けて伸びは鈍化するだろう。また、民間企業設備投資は、先行指標となる鉱工業生産の設備稼働率の動きに鈍化傾向が見られることに加え、東日本大震災に伴う部品供給の影響もあり、11 年前半は水準調整の可能性が高い。しかし、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、11 年後半以降は緩やかな増加ペースに戻すと予想する。一方、成長減速の主因となっている住宅投資は、住宅着工件数が月間 50 万戸台(年率換算)で低迷しているが、この低水準を脱するには今しばらく時間を要すると見られ、先行きも厳しい情勢が続くと考えられる。ただし、低い長期金利のもとで、雇用環境の改善を受けて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、世界経済が緩やかな回復基調にあることから、米国からの輸出も好調を持続すると予想する。ただし、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外需寄与度はマイナス傾向で推移することになる。

以上から、11 年前半までの経済成長は潜在成長率(2%台半ばといわれる)程度にとどまるが、その後は雇用拡大の継続に伴い成長率が加速すると見込まれる。年間の成長率は、11 年は前年比 2.7%(前回見通しから▲0.2%pt の下方修正)、12 年は同 2.9%(同 0.2%pt の上方修正)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏(17ヶ国)の 2011 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比 0.8%(年率換算 3.2%)となり、10 年 10～12 月期の同 0.3%(同 1.2%)に対し成長が加速した。しかし、その一方で、依然としていわゆるコア国と財政健全化への取組みが続く周辺国との間での経済成長の二極分化の動きが継続している。

主要国の内訳では、ドイツが前期比 1.5%(10 年 10～12 月期:同 0.4%)、フランスが同 1.0%(同 0.3%)と強い成長となった一方で、ポルトガルが▲0.7%(同▲0.6%)、イタリアが同 0.1%(同 0.1%)、スペインが同 0.3%(同 0.2%)となった。ギリシャについては、今回 0.8%(同▲2.8%)とプラスに転じたものの、前年比では▲4.8%と、引き続くマイナス成長の中での限られた反転にとどまっている。輸出競争力に乏しく、厳しい緊縮財政の下にあるギリシャは、当面マイナス成長の基調から脱することは困難と考えられる。なお、ユーロ圏以外では、英国が同 0.5%(同▲0.5%)となり、前回のマイナスからプラスに転じた(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 3 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%となった。ただし、前年比は 5.3%であり、09 年前半を底にして、回復基調にある点に変化はない。一方、雇用情勢については、3 月の失業率は 9.9%と依然高止まりが継続している。特に、スペイン(20.7%)、アイルランド(14.7%)等、財政改善に取り組み中の国々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▲1.0%となったが、前年比では▲1.7%であり、力強さに欠ける展開となっている。

一方、ユーロ圏の経済成長の牽引役となっているドイツについては、3 月輸出額は前月比 7.3%増の 983 億ユーロと過去最高を記録したほか、同月の鉱工業生産指数は同 0.7%と 3 ヶ月連続のプラスとなった。一方、同月の製造業受注は同▲4.0%となるなど、経済指標によっては足元では上下の振れはあるが、生産は 09 年前半を底として回復基調にある。また、生産の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなり、3 月の失業率(欧州連合統計局発表)は 6.3%まで低下している。小売売上高は 3 月には前月比▲2.1%(前年比▲0.6%)となり変動は大きいが、09 年央以降は回復傾向にあり、今後もその傾向は継続するものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

欧州中央銀行（ECB）は、4月に政策金利を0.25%引上げ1.25%とした。その後も4月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比2.8%上昇と、10年12月以降5ヶ月連続でECBが上限目途とする2.0%を上回っており、年内に更に2～3回の追加利上げが予想される。しかしながら、経済成長の二極分化が継続するなか、ECBの舵取りは難しさを増しつつある。また、欧州の財政問題については、足元では国際的な金融支援がポルトガルに波及したほか、ギリシャの債務再編の思惑が高まるなど不透明感を深めており、今後も市場の波乱要因となる可能性がある。

以上を踏まえ、当社では、ユーロ圏においてはドイツ主導の経済回復は継続するものの、緊縮財政を主因とする内需の拡大抑制や、ECB の利上げに伴うユーロ高による輸出の伸び鈍化の可能性等により、通年での実質GDP成長率が1.7%となった10年に引続き、11年も1%台後半の緩やかな経済成長となる可能性が高いと考える。

③ 中国経済

2011年1～3月期の実質GDP成長率は、前年比9.7%と、10年10～12月期の同9.8%からわずかに鈍化したものの、依然として10%近い高い成長率を維持している。GDP成長率の需要項目別寄与度を見ると、外需が3四半期ぶりにマイナスの寄与となったのに対して、消費は5.9%と最も高く、投資の4.3%とあわせた内需寄与度は10.2%となっている。

以下、1～3月期を中心に、消費、投資、輸出の動向を見ていきたい。1～3月期の社会消費財小売総額（最終消費支出）は前年比16.3%と、10～12月期（同18.8%）から鈍化したが、乗用車利用制限や小型車購入減税措置の打ち切りなどによる影響が出たものと見られる。しかし、3月（前年比17.4%）、4月（同17.1%）と、1～2月平均（同15.8%）の増加率を上回り、持ち直す兆しを見せている。今後の個人消費は、所得環境の持続的な改善が期待できることから比較的に堅調な拡大が続くと見込まれる。

また、1～3月期の都市部固定資産投資は前年比25%、4月も前年比37%と引き続き堅調な伸びを示した。格差是正のため内陸部や農村地域を中心に中国政府が高速道路などのインフラ整備を積極的に行っていることに加え、賃金上昇を受けて高付加価値産業への構造転換に向けて製造業などの投資活動も活発している模様である。第12次五カ年規画（11～15年）、固定資産投資の伸びを大幅な抑制することが盛り込まれているが、①10年7月に決定された西部大開発へのインフラ投資（6,822億元）の実行が本格化されること、②保障性住宅の建設拡大（11年で1,000万戸）、③水利事業への投資拡大（年平均4,000億元）、④7大戦略新興産業への投資（年平均2兆元）、等から、今後は高い伸びが続くだろう。

1～3月期の輸出は前年比26.5%と10～12月期（同24.9%）から小幅ながら拡大した。2月の旧正月連休の影響により輸出は一時鈍化したが、連休明け後、経済活動が通常に戻り、米国経済の回復などを背景に3月は同35.8%まで伸びが高まった。また、輸入も同32.6%と10～12月期から伸びが拡大した。4月には輸出が前年比29.9%、輸入が同21.8%、貿易収支は114億ドルと3月の1.4億ドルから拡大した。今後、中国国内の人件費の上昇や人民元高による輸出品価格の上昇などが続けば、輸出を押し下げるおそれがあろう。

一方、物価動向に関しては、10年を通じての消費者物価指数（CPI）は前年比3.3%と政府の年間目標（3%前後）程度に抑えられたが、11年に入ってからは趨勢的にCPI上昇率が高まっており、11年の年間政府目標4%を上回る状態が続いている（4月：同5.3%）。物価上昇の要因としては、為替介入などに伴う過剰流動性の発生が挙げられるが、原油などの輸入物価の高騰による影響も大きい。足元では食料や原油価格の上昇に一服感も見られるが、賃金や不動産価格の上昇などを考慮すると楽観視はできない。

このように徐々に高まるインフレ圧力を抑制するために、中国人民銀行は、大手金融機

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

関の預金準備率を21%まで引き上げた。しかし、実質預金金利は依然マイナス水準であるほか、海外からの直接投資増や投機マネーの流入などによってカネ余り現象が強まっており、それに伴うインフレ圧力も根強いことから、今後もこうした預金準備率の引上げや利上げなどの金融引き締め策を継続すると見ている。

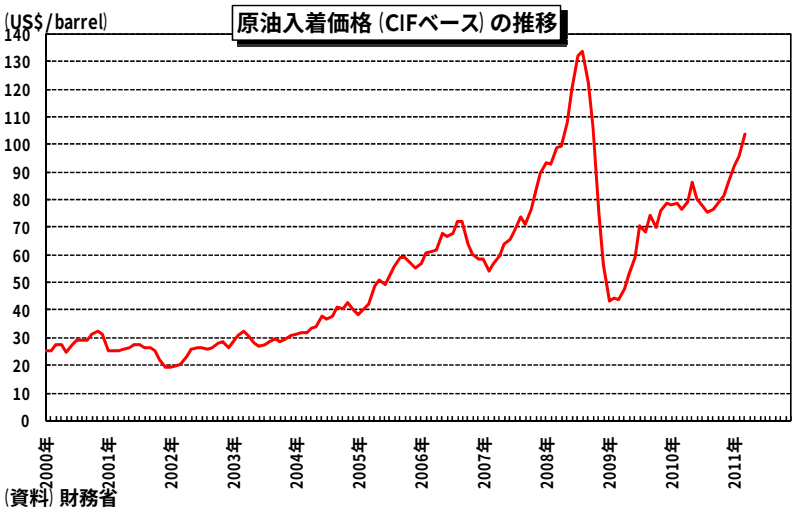
全般的に見れば、中国政府は金融引締め策の強化によって景気を減速させながら資産価格の上昇やインフレを抑制しようという意向も見て取れる。一方で保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていくなか、当面は景気の勢いが大きく鈍化しないと見られる。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

(資料) 国際連合食糧農業機構

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、さらには安定供給に対する不安などが重なり、10 年後半以降、国際商品市況の上昇傾向が強まってきた。11 年は世界的に穀物供給が改善するとの見通しもあるものの、FAO 食料品価格は高止まり状態が続いている。

また、原油価格も北アフリカ・中東諸国での民主化要求運動の激化と政府側との対立激化などを受けて、一時 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。国際エネルギー機関（IEA）では、これまでの原油高騰が続けば世界経済に悪影響を及ぼしかねないと、産油国に対して増産を求める異例の声明を発表した。一方、石油輸出国機構（OPEC）では供給は十分と主張しており、6 月初めの総会では増産は議題にならないと見られている。なお、米エネルギー省エネルギー情報局（EIA）では、1 バレル＝100 ドル超の水準は原油需要を冷やすとし、需要見通しの下方修正を行っている。とはいえ、新興国経済が底堅く推移するとの前提の下、原油価格の高止まりは続くものと思われる。国内への原油入着価格については、11 年度は 100～105 ドル前後、12 年度は 105～110 ドル前後での推移を見込んでいる。



(資料) 財務省

こうした国際商品市況の動きは、国内の食料品・エネルギー価格の上昇を強める半面、それによる実質購買力の低下が需要減退を引き起こすことについても留意する必要があるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2011～12年度　日本経済見通し

	単位	2009年度（実績）	2010年度（実績）	2011年度（予測）	2012年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.7	0.4	▲ 1.5	2.0
実質GDP	%	▲ 2.4	2.3	0.0	2.6
民間需要	%	▲ 5.0	1.9	0.4	2.0
民間最終消費支出	%	▲ 0.0	0.8	▲ 0.7	0.7
民間住宅	%	▲ 18.2	▲ 0.2	4.5	14.1
民間企業設備	%	▲ 13.6	4.5	▲ 0.7	4.9
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 1.1	0.4	0.3	0.0
公的需要	%	5.2	0.1	3.3	2.9
政府最終消費支出	%	3.5	2.3	3.0	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	14.2	▲ 10.0	3.9	21.4
輸出	%	▲ 9.6	17.0	▲ 3.3	8.3
輸入	%	▲ 11.0	10.9	2.1	7.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.7	1.6	1.0	2.1
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.9	1.3	0.3	1.4
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.0	0.8	0.7
海外需要寄与度	%pt	0.3	0.9	▲ 0.8	0.4
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 5.2	0.7	2.2	1.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 1.6	▲ 0.7	0.3	0.5
完全失業率	%	5.1	5.0	4.9	4.7
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 9.2	9.0	▲ 4.4	9.6
経常収支（季節調整値）	兆円	15.8	15.7	8.0	14.4
名目GDP比率	%	3.3	3.3	1.7	3.0
為替レート	円/ドル	92.8	85.7	85.6	90.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.09	0.08	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.15	1.31	1.58
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	69.1	84.4	101.3	107.5

（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	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	%	2.2	▲ 1.0	0.6	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.9	0.2	0.8	0.9	0.4	0.5	0.1	0.0
実質GDP	%	2.2	0.1	0.9	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.6	0.6	1.0	1.1	0.6	0.5	0.3	0.1
（年率換算）	%	9.1	0.2	3.8	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 2.3	2.6	4.0	4.5	2.4	2.0	1.2	0.5
民間需要	%	2.4	▲ 0.3	1.6	▲ 0.7	▲ 1.2	0.3	0.4	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
民間最終消費支出	%	0.9	▲ 0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	1.4	▲ 0.6	1.9	3.2	0.7	▲ 1.5	1.8	2.0	4.0	5.0	3.0	2.5	2.0
民間企業設備	%	1.4	2.7	1.1	0.1	▲ 0.9	▲ 2.0	0.7	1.5	1.6	1.5	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	▲ 0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.2	▲ 0.3	▲ 0.6	0.6	1.8	0.5	0.9	1.5	0.9	0.6	▲ 0.2	▲ 0.6
政府最終消費支出	%	▲ 0.4	1.2	0.3	0.4	1.0	1.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	▲ 4.5	▲ 2.5	▲ 6.0	▲ 1.3	0.6	1.0	7.0	12.0	6.0	4.0	▲ 1.0	▲ 3.0
輸出	%	6.7	5.2	1.6	▲ 0.8	0.7	▲ 8.0	3.2	3.0	2.3	1.8	1.6	1.5	1.3
輸入	%	2.9	4.1	2.9	▲ 0.3	2.0	▲ 3.1	2.5	1.8	1.7	2.0	1.8	1.6	1.5
国内需要寄与度	%pt	1.7	▲ 0.2	1.1	▲ 0.7	▲ 0.8	0.3	0.4	0.7	0.9	0.5	0.5	0.2	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.2	1.1	▲ 0.5	▲ 0.9	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.5	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.6	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.6	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
完全失業率	%	5.0	5.1	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6
鉱工業生産　（前期比）	%	7.4	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 7.0	2.5	4.0	3.0	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	3.1	1.5	1.8	2.2	2.5	3.0	3.5	3.8	4.1
名目GDP比率	%	3.8	3.3	3.7	3.6	2.6	1.3	1.5	1.9	2.1	2.5	2.9	3.2	3.4
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.3	84.0	85.0	86.0	87.5	87.5	90.0	90.0	92.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.07	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.25	1.30	1.35	1.35	1.45	1.50	1.55	1.60	1.65
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	77.7	81.8	76.5	82.1	97.2	100.0	100.0	100.0	105.0	105.0	105.0	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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 2011～12年度の日本経済･物価見通し:

(1)経済見通し

東日本大震災によって、日本経済には08年秋のﾘｰﾏﾝ･ｼｮｯｸ時以来の強い衝撃が加わっており、再び景気悪化に陥っている。ﾘｰﾏﾝ･ｼｮｯｸ後の世界同時不況では、世界的に大規模な需要の消滅が見られたのに対し、今回の大震災はサプライチェーンの大掛かりな障害発生という性格のものであり、震災後も海外からの需要は比較的根強いものの、生産もしくは輸出ができない、もしくは大震災や原発事故によってマインドが委縮したために、景気が悪化したといえるだろう。

それゆえ、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てキャッチアップが見られるはずであるが、いろいろな問題･課題が山積しており、それが容易にはいきそうもない。まず、被災地である北関東･東北ｴﾘｱには、自動車部品や電子部品･デバイスなどの工場が集積されていたが、それらが復旧し、部品供給体制が元通りになるのは10月前後と言われており、今しばらくは様々な面で障害が残ることになる。加えて、夏場には国内の多くのｴﾘｱで電力不足問題に直面することが確実視されている。政府は、東京電力･東北電力管内について15%の節電目標を正式決定した。自動車産業などを中心に製造業が集積する中部電力管内でも、浜岡電発の停止に伴って夏場の電力不足が懸念されている。節電努力や操業時間や休業日のｼﾌﾄなど、多くの企業では対応策の検討に追われているが、それでも夏場にかけては景気回復にとっては阻害要因となる可能性は強いだろう。さらに、菅内閣では大規模な復興支出を盛り込む補正予算の編成を8月前後まで先延ばしする方針を示している。国会審議に関しても財源問題を巡って紛糾する可能性もある。以上のように、復旧は徐々に進捗しているものの、官民による本格的な復興需要は年末近くまで後ズレする可能性があり、当面、景気は停滞気味に推移するﾘｽｸが高いといえるだろう。

なお、中期的な視点からは、本格的な復興需要が始まりさえすれば、元の成長経路に戻ることができるのか、という問題が注目されている。今回のサプライチェーンの寸断により、改めてﾘｽｸ分散の必要性が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、仮に法人税実効税率の引下げそのものが見直されたりすれば、生産拠点の海外移転を加速させる可能性もあるだろう。また、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･社会に大きな課題を投げかけたと見ることもできるだろう。

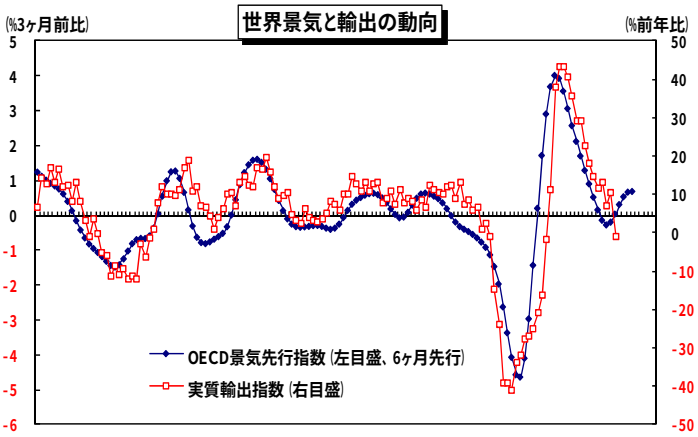
以下、部門別に日本経済の先行きを考える上でのﾎﾟｲﾝﾄを述べてみたい。まず、家計部門については、大震災発生直後の自粛ﾑｰﾄﾞは改善する方向にあるが、エコカー購入補助金や家電エコポイント制の終了に伴って、耐久財の販売不振が続いている。また、1～3月期は底堅く推移した非耐久財についても、震災直後の買い溜め的行動の反動が出ることも警戒すべきであろう。そのほか、夏場に向けて節電努力の意識が強まると見られるが、それに伴って再び自粛ﾑｰﾄﾞが強まれば、娯楽関連を中心としたサービス消費が落ち込んだまま推移する可能性もあるだろう。一方、復興需要が本格化してくれれば、住宅再建とともに、耐久消費財についてもある程度の需要が見込まれる。ただし、沿岸部周辺の復興計画については慎重に議論する必要があるほか、いわゆる「二重ローン問題」もあり、住宅などの回復時期が遅れることもありうるだろう。

次に、企業部門であるが、東北･北関東ｴﾘｱに集積していた部品ﾒｰｶｰが直接的な被害を受けたほか、被災地以外の製造業でも部品調達が遮断されるなどの二次的な悪影響も出ている。それらは復旧に向けて努力しているほか、被災地域以外での生産代替も進行していると考えられるが、夏場にかけての電力不足問題が順調な持ち直しにとっては大き

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

な障害となるのは必至である。産業界ではピークタイムの電力需要をその前後にずらすなどの対応策を強めていくだろうが、順調な生産を阻害する要因となるものと思われる。それゆえ、年度上期中は生産活動や設備投資行動の停滞が余儀なくされるだろう。

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、大規模な復興支出を盛り込む補正編成は 8 月以降になるとの方針であり、公共事業などが本格化し、景気を下支えし始める時期は年末あたりまで後ズレする可能性もある。

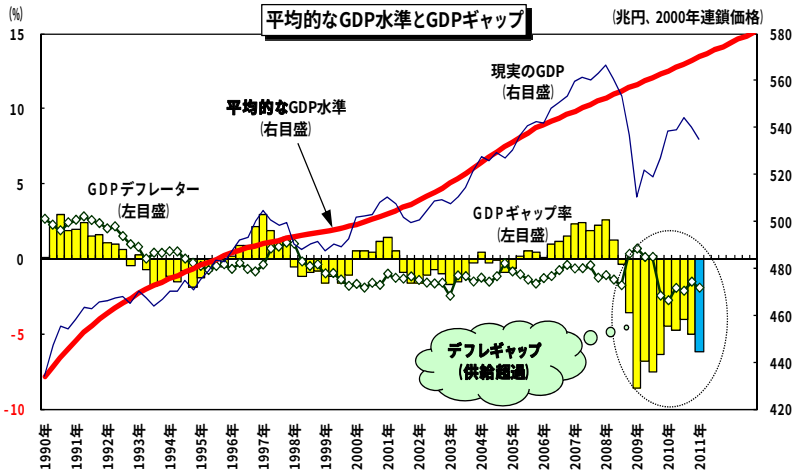


（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

最後に、対外バランスについてである。日本を取り巻く世界経済動向については、先進国と新興国･資源国の二極化という現象が続いており、互いにいくつかの問題点を抱えた状況に変わりはないが、総じて回復基調をたどる姿が想定できるだろう。もちろん、中国など新興国については断続的に金融引締め策を打ち出しており、それがわが国の輸出を一時的に抑制する可能性については注意しておく必要がある。なお、輸出に関しては被災による生産停止の影響に加え、原発事故などによって食料品などを中心に風評被害も散見されており、当面は低調に推移する可能性が高い。増加傾向が強まるのは、サプライチェーン障害の解消する秋ごろとなるだろう。輸入に関しては、本来は国内需要の悪化に伴う減少圧力がかかる半面、海外製品などでの代替に伴う需要が一時的に高まると考えられる。それゆえ、輸入は底堅く推移すると思われ、11 年度前半にかけて貿易収支は一時的に赤字が発生し、経常収支の黒字幅も大きく減少するだろう。

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 4～6 月期については、震災発生によって家計･企業のマインドは大幅に悪化したが、時間経過や復旧の進展に伴い、徐々に持ち直す動きも見て取れる。ただし、需要の落ち込みに比べて、その戻りは鈍く、民間需要は大幅減が不可避であろう。一方、公的需要に関しては、救援活動やがれきの除去などの復旧作業に注力していることもあり、増加が予想される。ただし、海外需要は輸出停滞に伴って、成長率に対してマイナス寄与となるだろう。以上から、4～6 月期の実質経済成長率は前期比▲0.6%（同年率▲2.3%）と 3 四半期連続のマイナスとなるだろう。

その後、7～9 月期については、復旧に伴う経済活動の再稼働が強まることから、4 四半期ぶりにプラス成長に転じると見るが、サプライチェーン障害や電力不足問題が残ることもあり、リバウンドとしては弱い数字になるだろう（前期比 0.6%、同年率 2.6%）と想定。年度下期以降は、被災企業



（資料）内閣府、総務省のデータから作成　（注）平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

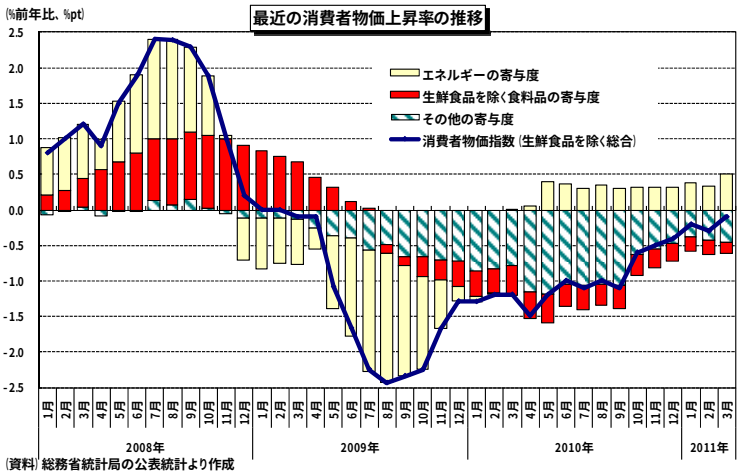
の本格再始動や電力不足問題の(一時的)解消、大規模な復興予算成立による期待感などから、復興需要が本格化していくだろう。また、新興国に比べて回復が遅れていた先進国経済の足腰が強まっていくことから、輸出を起点とする景気回復プロセスが再び強まっていくことになるだろう。とはいえ、年度上期の企業業績の悪化に伴う今冬賞与の悪化予想や、食料品・エネルギーなど生活必需品の価格上昇は、民間消費には抑制的に働くだろう。この結果、**実質 GDP 成長率で同 0.0%**(前回 4 月時点の予測は 0.7%)と、ゼロ成長まで減速するものと予測する。なお、今回の下方修正の主因は、今回発表の11年1～3月期のマイナス成長などに伴い、11 年度に向けたゲタが▲0.7%pt と大きなマイナスになったことと、サプライチェーン障害の長期化や公共投資の本格的な増加の後ズレを考慮したためである。また、**名目 GDP 成長率は▲1.5%**(前回予測は▲0.7%)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▲1.3%(前回予測は▲1.4%)**とマイナスが続くだろう。

また、12 年度については、前年度下期からの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する可能性もあるだろう。実質 GDP 成長率は 2.6%へ加速(前回予測は 2.5%)、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 2.0%と高まるが、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、10 年度末にかけて失業率は 4%台半ばまで低下するなど、持ち直し傾向が強まった。しかし、新卒就職市場の内定率の悪さや失業者の求職期間の長期化など、依然として状況は厳しい。加えて、大震災発生による悪影響が徐々に出てくる可能性は強く、夏場にかけては再度悪化するものと予想される。11 年度下期以降に想定される復興需要の本格化により、国内景気は回復方向に向かうものの、雇用吸収力はなかなか伴わず、今しばらくは雇用調整圧力が高い状態が続くだろう。**11 年度最終四半期(12 年 1～3 月期)は 4.8%、12 年度最終四半期(13 年 1～3 月期)は 4.6%**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

大震災発生によって供給能力が大幅に毀損したものの、それに起因して総需要水準も大幅に悪化したことから、GDP ギャップとしては依然として超過供給状態が続いているとの認識は変える必要はなく、物価のベース部分に対する下落圧力は根強いと思われる。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おり、物価指数全体の下落傾向には歯止めがかかっているようだ。11 年度に入り、高校授業料の実質無償化に伴う押下げ効果(▲0.5%程度)が剥落したこともあり、4 月の東京都区部の消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比 0.2%と、2 年ぶりに下落状態から抜け出した。全国消費者物価についても、前年比変動率がプラスに転じてくるだろう。とはいえ、景気停滞が当面続くことから、企業が投入コストを最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況が続く可能性は高く、先行きプラス幅が加速的に高



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まっていくことはないだろう。

一方、大震災の物価面への影響については、押上げ要因・押下げ要因の両面があるが、当初は景気停滞感が続くことから押下げ効果の方が強めに出る可能性が高いだろう。一方、順調に復旧が進み、復興需要が強まってくれば、物価押上げ効果が強くなることも十分想定される。

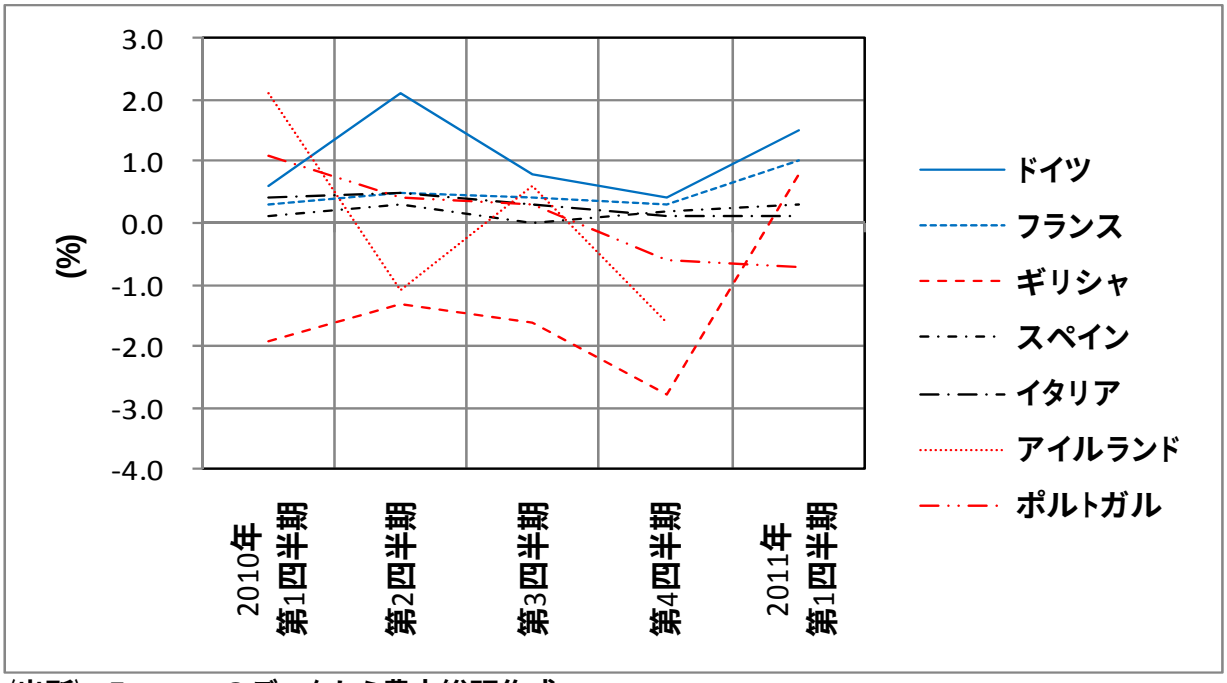
以上から、11年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年度比0.3%と、小幅ながらも3年ぶりの上昇になると予想する。また、12年度についても、海外経済の底堅さや復興需要の本格化などによって、物価はじわじわと上昇率を高めていくと思われるが、日本銀行が中長期的な物価安定とする前年比 1%までは高まることはないだろう（同0.5%と予測）。

なお、8月には、消費者物価指数統計の2010年基準への改定が予定されているが、現行基準のラスパイレス連鎖指数をみる限り、現行のコアCPIには0.7～0.8%ptほどの上方バイアスが発生している可能性が見て取れる。こうした点も考慮すれば、実態的には11年度内に消費者物価が前年度比マイナス状態から脱出するのは困難ということになるだろう。デフレからの完全脱却までにはまだかなりの時間を要すると思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、アイルランドは 2011 年第 1 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

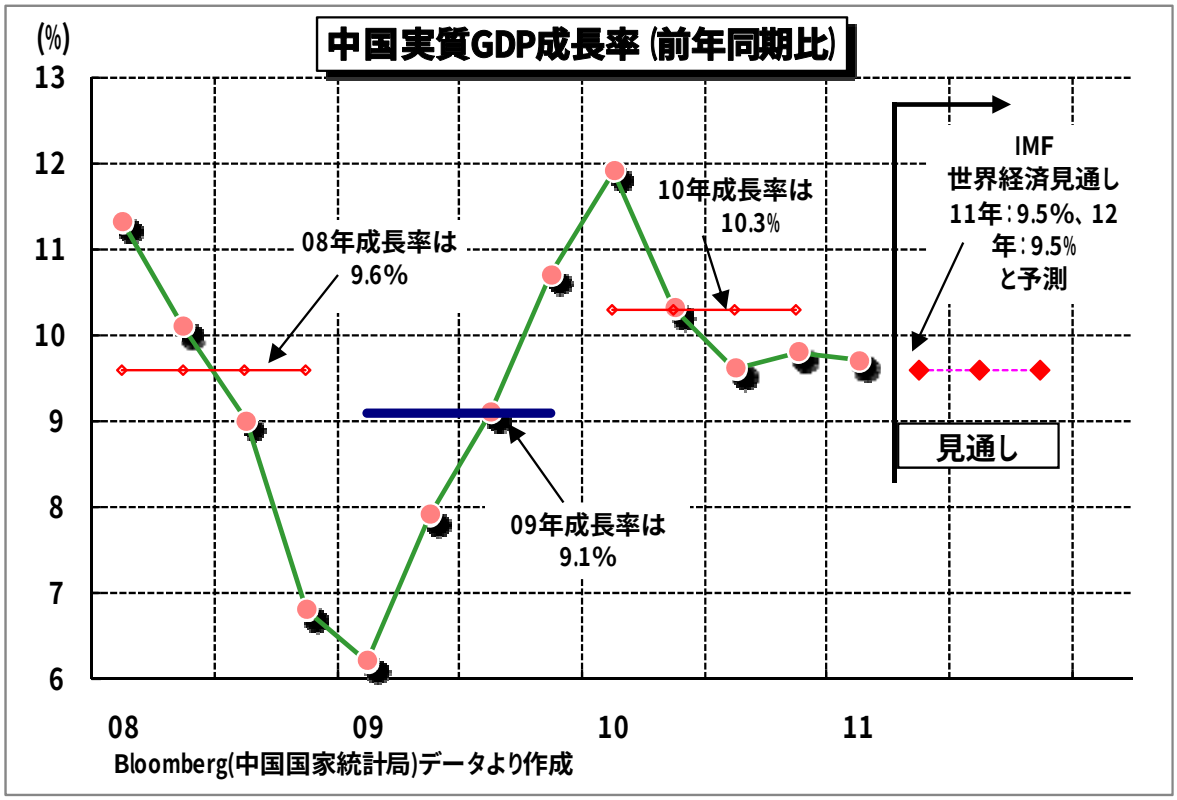
（単位：%）

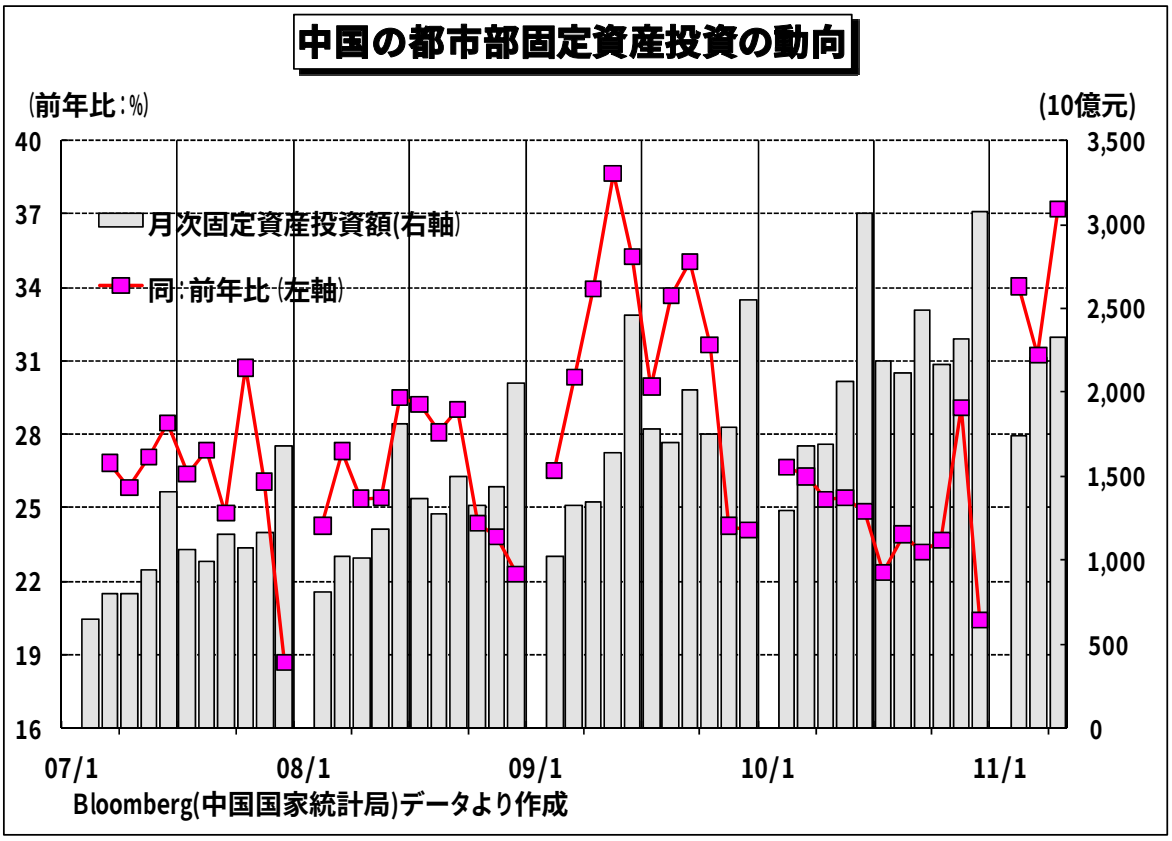
		2011 年	2012 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB による専門家調査	1.7 (+0.1)	1.7 (0.0)
	European Commission	1.6 (+0.1)	1.8 (0.0)
	IMF	1.6 (+0.1)	1.8 (-)
ユーロ圏 CPI	ECB による専門家調査	2.5 (+0.6)	1.9 (+0.1)
	European Commission	2.6 (+0.8)	1.8 (+0.1)
	IMF	2.3 (+0.8)	1.7 (-)
ユーロ圏 失業率	ECB による専門家調査	9.8 (△0.1)	9.5 (△0.1)
	European Commission	10.0 (0.0)	9.7 (+0.1)
	IMF	-	-

（注） （ ）内は前回予測値との対比。-はデータがないことを示す。
（出所） それぞれ次による（いずれも 2011 年 5 月発表）。
・ECB “Survey of Professional Forecasts” （前回は 2011 年 2 月発表）
・European Commission “European Economic Forecast” （前回は 2010 年 11 月発表）
・IMF “Regional Economic Outlook” （前回は 2010 年 10 月発表）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

付 表 2： 中国経済





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

再生可能エネルギーの現状

安藤　範親

はじめに

11 年 5 月、菅首相は原発事故を受けて、2030 年までに総発電に占める原子力の割合を 50%以上とすることを目指したエネルギー基本計画について、「白紙に戻して議論する必要がある」と抜本的に見直す考えを示し、再生可能エネルギーと省エネ社会の二つの政策を新たな柱に加える方針を表明した。以降、エネルギー基本計画の白紙化により再生可能エネルギーへの注目が高まっている。

再生可能エネルギーとは

再生可能エネルギーという用語の定義は統一されていないが、化石燃料等の限りある資源を利用したエネルギー（石油、石炭、天然ガス、原子力）を代替する枯渇の心配がないエネルギーのことである。

日本では、09 年 7 月に「エネルギー供給事業者による非化石エネルギー源の利用及び化石エネルギー原料の有効な利用の促進に関する法律」により、再生可能エネルギーは、「エネルギー源として永続的に利用することができると認められるもの」として、太陽光、風力、水力、地熱、太陽熱、大気中の熱その他の自然界に存する熱、バイオマスが規定されている。

また、97 年に制定された「新エネルギー利用等の促進に関する特別措置法」においては、「エネルギー資源の枯渇問題」と「地球環境問題」の 2 つを解決に導く対策として、エネルギー消費の削減と非化石エネルギー導入を目指しており、これらの対策を促進するエネルギー源の中でも特に技術導入段階にあり、かつコス

図表1　エネルギーの分類

[資料]NEDO「新エネルギーガイドブック2008」、(財) 新エネルギー財団http://www.nef.or.jp/enepolicy/sub01_04.html、(財) 高度情報科学技術研究機構http://www.rist.or.jp/atomica/data/pict/01/01050109/07.gifをもとに作成

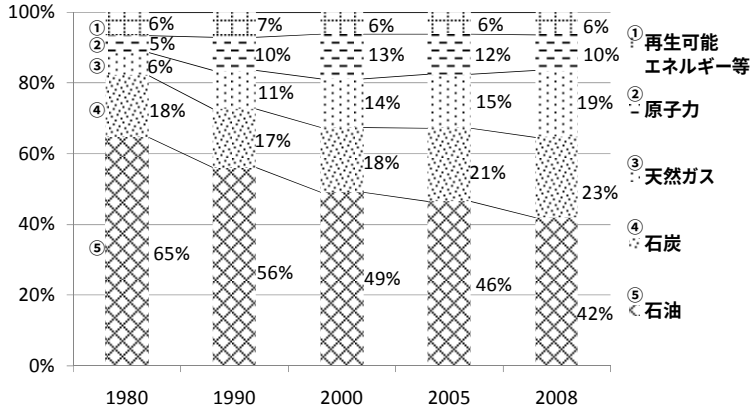
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ト高のため普及支援を必要とするものを、「新エネルギー」と定めている(図表 1)。

再生可能エネルギー導入の現状と政策

日本の一次エネルギー供給に占める再生可能エネルギーのシェアは約 6%と、1980 年以降ほとんど変わっていない（図表 2)。再生可能エネルギーの内訳は、その大半が既に以前から利用が進んでいる水力と地熱、ごみの燃焼による電力・熱利用などである。普及が期待されている新エネルギーは一次エネルギー供給量の約 2%にとどまっている。

図表2 我が国の再生可能エネルギー等のこれまでの導入推移（一次エネルギー供給ベース）



（注）「再生可能エネルギー等」の「等」には、廃棄物エネルギー回収、廃棄物燃料製品、廃熱利用熱供給、産業蒸気回収、産業電力回収が含まれる。[資料]エネルギー白書2010

普及に向けた政策としては、電気事業者に新エネルギー等を利用して得られる電気の利用を一定量以上義務付ける「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法（RPS 法)」が 03 年 4 月に施行されているが、電力会社や電気料金を考慮したため極めて低い目標値となっており、普及促進に役立っていない。

翻って、08 年 6 月の北海道洞爺湖サミットを機に、政府は太陽光発電を中心とした導入促進政策を続々打ち出した。08 年 7 月に「低炭素社会づくり行動計画」が閣議決定され、太陽光や燃料電池等の技術開発に 5 年間で 300 億ドル投入することや、太陽光発電の余剰電力を買い取る「固定価格買取制度（FIT)」が 09 年 1 月から開始されている。

おわりに

11 年 4 月に環境省が発表した「平成 22 年度の再生可能エネルギー導入ポテンシャル調査」が注目されている。本報告書では、エネルギーの採取・利用に関する種々の制約要因(土地の傾斜、法規制、土地利用など）による設置の可否を考慮したエネルギー資源量を「導入ポテンシャル（可能量)」とし、再生可能エネルギーの全量固定買取制度を導入すれば、風力導入ポテンシャルは 2,400 万～1 億 4,000 万 kw が可能としている。これは原発約 40 基分（1 基 85 万 kW）にあたり、風力発電の導入だけでも十分なエネルギー量であり、大きな導入可能性を秘めている。

ただし、風力発電のみならず再生可能エネルギー導入に向けた課題は多い。技術的、自然制約的課題だけでなく、導入には自然公園法や都市計画法、建築基準法、河川法、温泉法、電気事業法など既存の制度だけでも多くの制約が生じる。既存制度の整理が求められるが、政策面の立ち遅れで、普及が進まなかった経緯を振り返ると、社会をリードする政治的リーダーシップが必要であろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

太陽光発電普及政策における金融機関の役割と問題点

寺林　暁良

電力不足や地球温暖化が懸念されるなか、再生可能エネルギーへの注目が集まっているが、なかでも太陽光発電は、騒音や健康被害などの心配が少なく、災害時の非常電源になりうることから注目されている。

一方、太陽光発電には発電コストが高い（火力の約6～7倍）というデメリットがあるため、政策による普及促進が行われている。また、現在の太陽光発電の8～9割は一般住宅用であり、導入にあたっては金融機関の融資を受ける場合が多い。

本稿では、太陽光発電の普及政策を概観した後、金融機関による融資と政策との関係性や、普及政策の問題点を指摘する。

太陽光発電の普及政策

(1) 固定価格買取制度（FIT）

現行の太陽光発電の普及政策には「固定買取制度（FIT）」と「補助金制度」の2つがある。

FITは、個人や事業者が発電した自然再生エネルギーを決まった価格で電力会社に買い取らせる制度で、再生可能エネルギーの普及政策として、世界の多くの国に採用されている。

日本は、他の再生可能エネルギーに先がけて、09年に太陽光発電の余剰電力を対象としたFITを導入した。FITの11年度の買取価格は、1kWhあたり一般家庭では42円、非住宅（事業所等）では40円である（年度ごとに買取価格は異なる）。経済産業省の窓口に申請すれば、この価格での買取りが今後10年間保証される[注1]。

(2) 補助金制度

国や地方自治体は、太陽光設備導入に対する補助金を用意している。国の場合、11年度は、太陽電池モジュールの公称最大出力1kWあたり4.8万円の補助が受けられる。一般住宅用で設置される太陽光発電は、3～5kWほどであるため、14～24万円ほどに相当する。

また、都府県や市町村でも独自に同様の補助金を設けている場合もあり、国と併せて3重の補助金を受けた場合、合計額が50万円にのぼる場合もある。

普及政策とローンシミュレーション

一般住宅向けの太陽光発電導入には、3.5kW前後のもので平均200万円程度かかるため、補助金を差し引いても、150万円以上の導入費用が必要になる。そのため、導入にあたって金融機関が融資によって果たす役割は大きいといえる。

実際、太陽光発電用ローンを商品化している金融機関は70年代頃から存在したが、最近では「ソーラーローン」や「エコリフォームローン」として、太陽光発電施設の導入に対して金利優遇を行う金融機関も増加している。太陽光発電普及政策が行われるなか、今後も金融商品の一つとなることが期待される。

金融機関が太陽光発電用のローンを推進する場合、顧客に対してローン返済と同時に、FITを基にして太陽光発電の導入の経済効果をシミュレーションすることが重要になると思われる。そうすることで、顧客に対して太陽光発電の経済効

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

果などを明確に示すことができるためである。

一般家庭にとっての太陽光設備導入の経済効果は、自家発電による電気代削減額 a と余剰電力売却額 b である。そのうち、b は FIT 期間の買取額 b_1 と、FIT 期間以降の買取額 b_2 に分けられる。a を一定と仮定すれば、太陽光発電導入効果は、

FIT 期間×（$a+b_1$）

+FIT 期間終了後×（$a+b_2$）

となる。

実は、$a+b_1$ については、太陽光発電メーカーなどのホームページで簡単に試算することができる[注 2]。例えば、現行の FIT（42 円/kWh）を代入して試算すると、平均的な家庭で $a+b_1$ は年間 123,000 円程度となる。一方、$a+b_2$ については、FIT 期間以降の政策方針が示されていないため、明確な数値を示すことができない。あくまで仮定だが、09 年の FIT 導入以前に電力会社が自主的買取を行っていた水準（24 円/kWh）だとすると、年間 82,000 円程度となる。

この条件で 150 万円（固定金利 3%）の太陽光ローンを組むとすれば、10 年ローンの場合は 16 年目、同 15 年ローンの場合は 18 年目のあたりが損益分岐点となる（図表 1）。

金融面からみた政策の課題

金融機関が太陽光ローン推進のためには、上記のように FIT によるメリットや損益分岐点が大まかに示すことが重要であると思われる。しかし、現行の普及政策では、金融機関がローン商品として推進しにくい大きな欠点がある。

大きな問題点は、現行の FIT が 10 年間であることである。これに合わせてローン期間を 10 年に設定すると、最初の 10 年間はローン支払額が導入効果を大きく上回る場合が多くなると思われる。また、FIT 終了後の電力買取方針が示されていないためにシミュレーションを組みにくく、前述のように FIT 後の買取額に曖昧な仮定を置かなくてはならない。

以上のことから、金融機関が扱いやすくするためには、①FIT 期間を 15 年程度に延ばす、あるいは②FIT 期間終了後の電力買取方針を示す、といった政策の見直しが必要かと思われる。

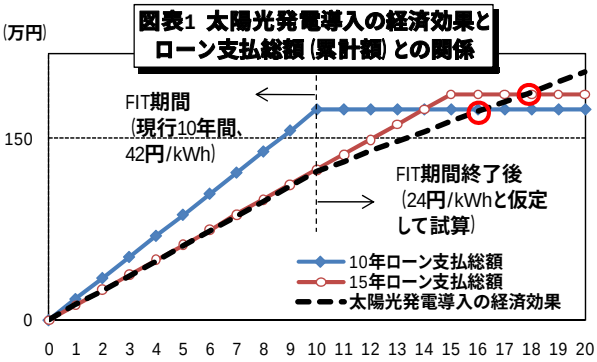
さらに、10 年ローンでも損益分岐点に至るまで 16 年程度かかるという太陽光発電設備の価格もネックである。故障や天候不順などのリスクを考慮すると、簡単に導入を推進しにくい。更なる普及をはかるためには、補助金制度の見直しなども考える必要があるだろう。

太陽光発電に対する需要は、非常用電源としての利用、あるいは温暖化対策の視点から今後も高まるだろう。普及を進めるためには、現行の太陽光発電普及政策を金融機関の融資の役割を考慮したものに改善することが期待される。

[注 1] 太陽光買取価格は電力会社の発電コストよりも高いため、その費用は、「太陽光発電促進付加金」（11 年度従量制で 0.03 円/kWh）として全契約者の電気料金に上乗せされている。

[注 2] 例えば、京セラ株式会社を参照のこと。（http://www3.kyocera.co.jp/solar/app/simu/hp/step1.html）

図表1 太陽光発電導入の経済効果とローン支払総額（累計額）との関係



（資料）京セラHPなどをもとに作成。
（注）元金150万円の元利均等返済。太陽光発電導入の経済効果の設定は本文参照。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

阪神･淡路大震災に見る住宅再建に向けた金融支援

岡山　正雄

はじめに

11年3月に発生した東日本大震災では、東北地方を中心に広範囲にわたって甚大な被害が発生した。当座の生活資金や運転資金のニーズは、事態が収束していくにつれて縮小していくと考えられるが、今後は設備投資や、個人については住宅再建の資金需要も高まって行くと思われる。そこで本稿では1995年に発生した阪神・淡路大震災において、金融機関及び行政が住宅再建資金需要にどのように対応したのかを見ることで、今後金融面でどのような支援が求められるのか考察する。

なお阪神・淡路大震災においては、農協、漁協をはじめ、あらゆる業態の金融機関が復興に向けて多大な貢献をしたが、本稿では都市銀行および地域銀行を分析対象とする。

阪神･淡路大震災における被害

95年1月17日に発生した阪神・淡路大震災では、金融機関も大きな被害を受けた。ホストコンピュータの損壊は、免れたものの、営業店とホストコンピュータをつなぐ回線が寸断された。

このようななか、大蔵省近畿財務局神戸財務事務所と日本銀行神戸支店は通帳や届出印がなくても本人と確認できれば預金払戻に応じるなど、金融機関に対して特例措置を指示した。また倒壊した営業店については、近隣の自他行店舗や日銀神戸支店のスペースを間借りして再開させた。当時は不良債権問題によって、金融機関の破綻が始まっており、徐々に金融不安が高まってはいたが、この結果、大きな混乱もなく当座の資金需要に応じられた。

初期における既存住宅ローンへの対応

既存の住宅ローンについては、震災発生直後に様々な返済軽減措置が取られた。各金融機関は顧客の被災状況に応じて個別に事情を聞くなどして対応し、元利金の返済猶予や猶予期間中に発生する金利の減免に応じた。さらに都市銀行A行やB行は他金融機関に先だって1月24日には、被災した顧客のうち被害が極めて大きく、上述の緊急措置でも返済計画が立たない人を対象に、期間限定で既存住宅ローンの金利減免や返済期間延長を行うと発表し、他金融機関も同対応を行った。

この他、住宅ローンを融資している場合、銀行や保証会社が住宅の地震保険に質権を設定している場合があったが、A行は系列の保証会社が保証する住宅ローンについて、質権を放棄し被災者に資金が行き届くようにした。

図表1：民間金融機関の被災地向け住宅ローン商品

金融機関		発表日	金利(%)	限度額(万円)	貸出期間	据置期間
都市銀行	A行	1/17	3.5	5,000	30年	1年
	B行	1/17	3.3	5,000	30年	N.A
	C行	1/17	3.3	3,000	35年	N.A
	D行	1/17	3.5	3,000	30年	1年
地域銀行	E行	1/19	商品設けず柔軟に対応			
	F行	1/19	3.3	3,000	30年	N.A

(資料) 日経テレコン

新規住宅ローンの対応と限界

住宅の再建には自己資金の他、新規住宅ローンでの資金調達

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

が重要となる。これに対して各金融機関では震災発生後、早期に住宅ローン商品を提供している(図表 1)。いずれも金利を短期プライムレート(95 年 1 月：3.0%)近くにしたほか、貸出条件も返済据置期間を設けるなどし、返済負担を軽減している。

図表2：阪神・淡路大震災における主な行政の住宅復興支援策

名称	支援主体	内容
① 災害復興住宅資金融資	住宅金融公庫	1,970万円を限度に金利3.0%で貸出。期間は最大35年。
② ひょうご県民住宅復興ローン	兵庫県	公庫からの借入に最大1,500万円上乗せ。金利は3.7%で期間は最大25年。
③ 神戸市災害復興住宅特別融資	神戸市	公庫からの借入に最大800万円上乗せ。金利は3.6%で期間は最大25年。
④ 災害復興住宅購入支援事業補助	阪神・淡路大震災復興基金	新規住宅ローンに対して、一定期間条件によって最大2.5%の利子補給。
⑤ 住宅債務者償還特別対策	阪神・淡路大震災復興基金	既存住宅ローンが残っている人が、新規住宅ローンを借り入れる場合に、5年間最大3%利子補給。

(資料) 兵庫県、神戸市、財団法人阪神・淡路大震災復興基金ホームページ

このように各民間金融機関は住宅再建用のローンを用意したが、残高は低迷した(注1)。この理由は、後述の住宅関連制度融資が充実していたことと、震災前に借り入れたローンに加えて、再建分の住宅ローンも負担しなければならない二重ローン問題があったためである。

(注 1)96 年 4 月 1 日付日本経済新聞によれば住宅ローンも含めた民間の復興関連融資の新規実行額は 95 年 7 月の 2,068 億円をピークに減少。

住宅再建への行政の対応

一方、行政では被災地復興に向けて、図表 2 のような支援策を用意した。新規住宅ローンについては住宅金融公庫(現・住宅金融支援機構)からの融資のほか(①)、不足分は兵庫県および神戸市から追加融資が受けられた(②、③)。さらにこれらの融資と民間金融機関からの住宅ローンには、兵庫県と神戸市が 95 年 4 月に設立した財団法人阪神・淡路大震災復興基金から利子補給が受けられたため、低利での借入ができた(④)。

また二重ローン問題については、同基金から新規借入分について④の利子補給に加えて、5 年間の利子補給を行ったが(⑤)、支援は金利負担軽減に留まった(注2)。

(注 2)その後 98 年に大規模災害の被災者支援を目的に、被災者生活支援法が施行された。これにより阪神・淡路大震災の被災者に対して、住居の被害程度と住宅の再建方法に応じた支援金が支給された。

まとめ

当時戦後最大の災害と言われた阪神・淡路大震災後の住宅復興では、民間金融機関による優遇住宅ローンや行政による種々の支援策が用意されたが、二重ローン問題については根本的な対応は行われなかった。今回の東日本大震災でも、政府は二重ローン問題も含めた被災者支援策をまとめる予定だが、全国銀行協会からは加盟行が金利減免や返済猶予に応じるべきだとしたうえで、被災者の土地や既存住宅ローンを政府が買い取るよう要望が出されている。今後、政府がどのような支援策を示すのか注目したい。

<参考文献>

さくら銀行編(1996)「阪神・淡路大震災に学ぶ銀行の事務対応」金融政策事情研究会

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連　載

経済指標の窓　<第 3 回>

海外経済指標③　購買担当者指数

岡山　正雄

海外で注目度高い購買担当者指数

日本ではまだ一般的ではないが、他国では注目度の高い指標に、英調査会社 Markit Economics が開発し、現在 21 の国と地域で公表されている購買担当者指数(Purchasing Managers　Indices。以下、「PMI」という)がある。

PMI は「製造業」、「非製造業」、「建設業」「小売業」の 4 業種について、調査対象企業の購買担当部門にアンケート調査を行って作成される(注 1)。アンケートの質問は業況に関する各項目について「改善」、「同じ」、「悪い」の 3 択で回答するようなっている。この 3 択のそれぞれの割合を求め、改善には 1、同じには 0.5、悪化には 0 をかけて加重平均し季節調整をしたものが各項目の指数となる。さらに「新規受注」、「生産高」、「雇用」、「供給者の納期」、「購買品在庫」の 5 項目の指数を加重平均したものが PMI である。

なお PMI は全員が全項目「同じ」と答えれば 50 となるので、PMI が 50 を上回れば業況の改善、下回れば悪化を示す。

(注 1)PMI 製造業は 21 の国と地域全てで公表されているが、残りの業種は一部の国と地域のみ公表。

PMI の特徴

PMI には次のようなメリットがある。

第一にそれぞれの国・地域が用いる質問項目が統一されているため、特段修正を施さなくても多国間比較が行える。

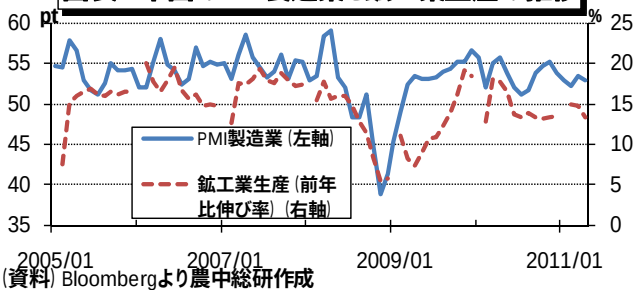
第二に速報性である。他の経済指標は前月分の発表に数週間程度要するが、PMI は翌月第一営業日に発表される。このためいち早く前月の経済状況を掴める。

第三に事実に基づいた指標という点である。アンケート項目の回答は景況感などの心理的要因に基づくものではなく、前月比での変化など客観的なデータに基づいたものが求められている。このため、PMI と他の関連指標との乖離が少なく、実態に即した結果が出る傾向にある。特に多くの先行研究によれば PMI は鉱工業生産伸び率や GDP 成長率との相関が高いという結果が出ており、PMI の速報性と相まって、その有用性を高めている。

中国に見る鉱工業生産の先行きと PMI

PMI は中国では最近特に市場の注目度が高いと言われている。そこで図表 1 には中国の鉱工業生産と PMI 製造業の推移を示した。これを見ると両者が似た動きをしていることが分かる。なお中国の場合は PMI 製造業が翌月第一営業日、鉱工業生産が翌月中旬に発表されるため、PMI 製造業を見れば、2 週間ほど早く前月の鉱工業生産の動向を知ることができる。足元の PMI 製造業の動きを見ると、一貫して 50 を上回る水準が続いており、ここから判断する限りでは中国の好調な鉱工業生産の伸びは当面続くと言えそうである。

図表1:中国のPMI製造業と鉱工業生産の推移



(資料) Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第３回＞

金の知識

安藤　範親

金の経済的な機能

金はコーヒー、大豆などと同様、国際商品の１品目である。その用途は、指輪などの装飾品からパソコンなどの電子産業用まで多岐にわたっている。また、希少性や保存性に優れていたことで、有史以前から貨幣として使用されてきた。近代には、国際貿易の進展により、金を通貨価値の基準とする金本位制が導入され、現在では、各国通貨当局の準備資産としての役割を担うなど、その有用性は変っていない。

金取引

通貨としての価値、金属としての使用価値の高さから、金は国際取引されており、その価格は、NY、ロンドン、香港、チューリッヒなど世界主要市場で 24 時間日々変動している。先物相場は、最も活発なNY商品取引所（COMEX）が世界的な指標になっており、現物ではロンドン金市場（LGM)となっている。

これらの価格は、海外では１トロイ・オンス当たり（1 トロイ・オンス＝31.1035g 当たり）の米ドル価格で、日本では１グラム当たりの円建て価格で取引されており、東京工業品取引所（TOCOM）に上場されている「東京金」が NY 金価格に連動し、アジア地域の重要な価格指標となっている。

金相場は、市場における需要と供給のバランスによって決まるが、供給としては、世界各国の鉱山産出と公的機関からの地上在庫の放出に大別することができる。アメリカ地質調査所ミネラルイヤーズブックによると、09年の産出量上位３ヶ国は中国（シェア 13.1%）、米国（同 9.1%）、豪国（同 9.1%）となっている。80 年代まで同 70%と圧倒的に市場占有率が高かった南アフリカは今では同 8.1%と生産低下によりシェアを落としている。

需要としては、指輪などの宝飾品や歯科治療・半導体チップなどの医療・工業用で80～90%を占めるが、残りが地金型金貨などの投資用としての需要となっている。また、近年では中国で宝飾品や金の需要が急拡大、07年には世界のプラチナ宝飾需要全体の半分以上を、金投資では 11 年第 1 四半期に世界最大となった。

上昇し続ける金相場

金価格の推移をみると、紛争や原油価格高騰、インフレなど世界情勢の混乱時に高騰している。昔から「有事の金」とも呼ばれ、情勢悪化に伴う通貨価値低下によるリスク回避手段として金が買われてきた。金にも、利息を生まないこと、土地のように賃貸料を取ることが難しいことなど、欠点はあるが、予想もしない出来事が起こったときの安心・安全資産としての魅力を持っている。

東日本大震災では、先行き不安の強まりから手元資金を確保するために現金化する動きが強まり、有事に強い金も例外とはならなかった。しかし、既にリビア情勢や欧州財政問題で高値圏にあった金は、現金化の動き一巡後、今や押し目買いから上昇に転じている。

（資料）Boombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます