

## 潮流

# 重大な影響もたらす国際収支構造の変化

顧問 野村 一正

2011年の国際収支速報によると、貿易収支が赤字に転じ、経常収支の黒字は43.9%の大幅な減少となった。また今年1月の貿易統計速報でも貿易収支の赤字が、比較可能な79年以降で過去最大となった。国際収支構造の変化は、所得収支の黒字が貿易収支の黒字を上回った05年ころから指摘されていた。11年の国際収支は、貿易赤字を所得収支の黒字で補てんし、経常収支の黒字を維持するという構造が定着したことを示しているといえる。この国際収支構造の変化は、日本経済に重大な影響をもたらすことになろう。

貿易収支の赤字化は、東日本大震災など、一時的な要因もある。しかし一方では国内の産業の空洞化や輸出の主力となる電気製品、鉄鋼、自動車の分野での国際競争力の低下など構造的要因も指摘されている。貿易収支の大幅な改善は今後も望めそうもない。

その結果、所得収支の黒字によって経常収支の黒字が維持される構造が続くことになるが、早くもこの構造も早晚転換点に立たされるとみられている。

日本の場合、海外投資は証券投資が多く、直接投資が少ない。世界経済の停滞が続く中で低金利で、証券投資に頼る構造では所得収支黒字の大幅な拡大は望みにくいとされる。英国やドイツなどの所得収支は、証券投資によるものは赤字でも直接投資による配当などで黒字を稼いでいるのが現状だ。所得収支の構造転換が必要だが、それには時間がかかる。こうした点を根拠に10年代後半には拡大する貿易赤字を所得収支の黒字で埋めきれなくなり、経常収支が赤字に転じるとの悲観的な予想もされているほどである。

国際収支の動きがその国の経済の成熟度と深く関わっていることを示したものに、「国際収支の発展段階説」がある。「未成熟な債務国」から始まり、「未成熟な債権国」、「成熟した債権国」を経て「債権取り崩し国」に至るまで、一国の経済の発展段階を6段階に分類し、国際収支とのかかわりを定義している。それに従えば日本はこれまで高水準の貿易黒字が続き、所得収支も黒字の「未成熟な債権国」であったといえる。11年の国際収支では貿易収支が赤字に転ずる一方、対外債権からの収入も増えて、所得収支は貿易赤字を上回る黒字となり、結果として経常収支も黒字を維持することができた。これを見る限り、日本は「成熟した債権国」に脱皮したということになる。

一般に、国として理想的な段階はこの「成熟した債権国」だが、問題は過去の例からこの状態を長く続けるのはそもそも難しいとされている点だ。貿易赤字がさらに拡大を続ければ、経常収支も赤字に転落する恐れがあり、いずれ対外債務が減少する「債権取り崩し国」に陥る恐れが高いのが「成熟した債権国」であるとも言われている。

日本の現状は、製造業の海外移転は引き続き増加しており、日本メーカーの自動車が海外から輸入される段階に至っている。従って、今後輸出の増加は、あまり望めない。また家電製品はもはや日本は純輸入国であり、原燃料の価格上昇が続いている。これらは一時的な減少ではなく、構造的なものとなりつつある。輸入の増加は続く可能性が高い。一方所得収支の黒字についても、すでに述べた理由から、拡大する貿易赤字を埋めるほどの大幅な増加を見込むのは難しいといわれる。

05年に政府の経済財政諮問会議がまとめた「21世紀ビジョン」では、貿易収支の赤字転落は30年度であった。変化のスピードは予想をはるかに上回っている。日本が置かれた状況を冷静に分析し、地域の活性化や雇用機会の創出も含めた、従来の延長線上から脱した総合的な対応が急がれる。

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 復興需要と輸出動向が握る 2012 年度の国内景気

#### ～ 物価安定目標の導入により円高圧力が緩和 ～

南 武志

#### 要旨

11 年秋以降、世界経済の減速や急激な円高進行などを受けて、国内景気は足踏み状態を続けている。目先は輸出環境の悪化や復興需要の後ズレなどにより、引き続き横ばい圏での動きが想定される。しかし、12 年度入り後は復興需要が景気の底上げに寄与し始めるほか、年半ばまでは輸出が下げ止まり、回復に転じてくると思われ、景気を持ち直し傾向が強まるだろう。ただし、震災復興期の成長率として物足りなさは拭えない。

一方、政府が企てる消費税増税前のデフレ脱却要請や米 FRB による物価安定目標の明確化等を受けて、日本銀行は追加的な量的緩和の決定とともに「中長期的な物価安定の目途」を公表、当面は 1% の物価上昇を目指して金融政策を運営することを明らかにした。これを受けて市場では「円安・株高」の反応となった。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年 / 月<br>項目       | 2012年        |            |             |              |              |           |
|-------------------|--------------|------------|-------------|--------------|--------------|-----------|
|                   | 2月<br>(実績)   | 3月<br>(予想) | 6月<br>(予想)  | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  |           |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  | 0.088        | 0～0.1      | 0～0.1       | 0～0.1        | 0～0.1        |           |
| TIBORユーロ円(3M) (%) | 0.331        | 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 (%)     | 0.975      | 0.90～1.25   | 1.00～1.40    | 1.00～1.40    | 1.00～1.40 |
|                   | 5年債 (%)      | 0.310      | 0.30～0.50   | 0.35～0.70    | 0.35～0.70    | 0.35～0.70 |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 80.0       | 75～85       | 75～85        | 75～85        | 75～85     |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 106.1      | 90～115      | 90～115       | 90～115       | 90～115    |
| 日経平均株価 (円)        | 9,554        | 9,500±500  | 9,750±1,000 | 10,250±1,000 | 10,500±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)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年2月22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

東日本大震災後の景気持ち直しは昨夏までには一服し、年度下期入り後は欧州危機の深刻化や新興国の成長鈍化などによる世界経済の減速や急激な円高進行などの影響を受けて、景気は足踏み状態を続けている。10～12月期の GDP 統計(第1次速報)によれば、実質成長率は前期比年率 2.3%と2四半期ぶりのマイナスに陥ったが、その主因は輸出の落ち込みと民間在庫の取り崩しによるものであ

った。ただし、民間消費や民間設備投資といった最終需要は底堅さも見られるなど、大震災の復興需要が出てきたことを窺わせる内容であった。

目先は引き続き輸出の勢いは軟調と想定されるが、12年度に入れば、11年度第3次補正予算などに盛り込まれた復興事業が始まることで、官民両輪揃った復興需要が本格化し、景気が底上げされるだろう。さらに年半ばまでには輸出も下げ止まり、再持ち直しも始まることが想定

される。もちろん、根強い円高圧力、原発再稼働の可否に伴う電力不足懸念、さらには欧州債務問題等の行方など下振れリスクも多いため、先行き不透明感はかなり強いと言わざるを得ない。当総研では、GDP 統計発表後に経済見通しの改訂を行ったが、11年度は0.5%成長と2年ぶりマイナス、12、13年度はそれぞれ1.8%、2.0%とプラス成長と予測したが、復興期としては物足りなさの残る成長率といえるだろう（経済見通しは後掲レポートを参照下さい）。

また、物価動向については、11年7～9月にかけて全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は、石油製品や電気料金などエネルギー中心に値上がりしたこともあり、小幅ながらも前年比プラスでの推移となった。しかし、10月には再びマイナスに転じ、その後も水面下での推移となるなど、物価下落にはなかなか歯止めがかからずにいる。基本的に国内には大きなデフレギャップが存在しており、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向が続いている。先行きについては、目先は下落幅が一旦拡大する可能性があるなど、弱含み気味に推移する可能性が高く、12年度中のデフレ脱却は展望が困難である。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は10年10月に、政策金利の引下げ（0～0.1%）時間軸効果の再導入、資産買入等基金の創設、からなる包括緩和策を導入、その後も、東日本大震災に伴う景気悪化、欧州債務危機など世界経済の下振れリスク、さらには根強い円高・デフレ圧力もあり、資産等買入基金等の漸次増額を柱に金融緩和措置を強化していった。

こうしたなか、12年1月の米FOMCでは政策運営の透明性を高める目的で、物価安定目標を明確化（2%を長期的なゴールと設定）するとともに、現行の政策金利水準は少なくとも14年遅くまで継続するとのボードメンバーの予想を示したが、これらは結果的に時間軸効果の強化をもたらした。一方、わが国では、消費税増税を目論む政府が、増税実施前のデフレ脱却と成長加速を期待して、日銀に対して更なる努力を要請するとともに、「中長期的な物価安定の理解」の曖昧な位置づけを巡り、その改善も求めた。

これを受けて、2月13～14日の金融政策決定会合では、資産買入等基金を約10兆円増額とともに、「中長期的な物価安定の目途（以下、「目途」）」を示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策

を運営することを決定した。

かねてから、日銀は、自らは世界でも先進的な政策運営をしてきた中央銀行であると自負、すでにインフレーションの利点を十分取り入れているとし、物価目標の設定は不必要との態度をとり続けてきたため、今回の決定について違和感を抱く市場参加者

図表2. 日本銀行の資産等買入基金残高(兆円)

|         | 現在<br>(12年2月20日) | 粹<br>(～12年末) | 残額   |
|---------|------------------|--------------|------|
| 資産等買入基金 | 44.5             | 65.0         | 20.5 |
| 資産買入基金  | 11.0             | 30.0         | 19.0 |
| 長期国債    | 4.3              | 19.0         | 14.7 |
| 国庫短期証券  | 2.3              | 4.5          | 2.2  |
| CP等     | 1.6              | 2.1          | 0.5  |
| 社債等     | 1.8              | 2.9          | 1.1  |
| ETF     | 0.8              | 1.4          | 0.6  |
| J-REIT  | 0.07             | 0.11         | 0.0  |
| 共通担保オペ  | 33.5             | 35.0         | 1.5  |
| 期間3ヶ月   |                  | 20.0         |      |
| 期間6ヶ月   |                  | 15.0         |      |

(資料)日本銀行

は少なくない。とはいえ、これまでデフレ脱却には金融政策は 半ばデフレを放置してきたことを考慮すれば、1%の物価上昇に向けた緩和策をしていくとの方針転換は、時期を完全に逸しているとはいえ、中央銀行として正しい道を歩む姿勢を見せたことは評価したい。

なお、今回増額されて増額 19 兆円程度となった国債買入枠は 12 年末までに購入を完了することとなっている。2 月 20 日時点の残高（長期国債：約 4.3 兆円）を考慮すれば、日銀は年末までにあと 15 兆円弱の国債購入が必要となる。

さて、今後の金融政策運営であるが、今回の措置だけで自然に 1%前後の物価上昇が実現することは想定できず少なくともデフレ状態が続く状況下では、日銀は更なる追加緩和措置を検討しなくてはならないだろう。その際には、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額していくものと思われるが、足元（翌日物）の金利水準を一段と低下させるために、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行 0.1%））の撤廃や固定金利オペの適用利率（現行 0.1%）の引下げなども検討する余地はある。また、1%とした「目途」の引上げで、時間軸効果を強め

ることもありうるだろう。

## 市場動向：現状・見通し・注目点

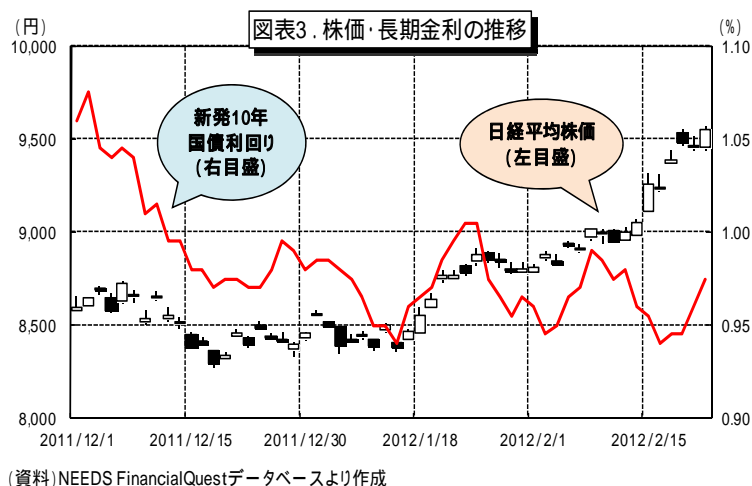
11 年度下期入り後、欧州債務問題が一段と深刻さを増した上、これまでの引締め効果も加わって新興国の景気減速も明確になるなど、世界的にリスク回避的な行動が強まり、株安・金利低下・円高が進行した。その後、米年末商戦の好調さや雇用市場の改善など、米国経済に対する先行き期待の高まりや ECB による潤沢な資金供給（3 年物資金供給オペ）の実施もあり、金融資本市場の動揺は沈静化し、小康状態となった。

### 債券市場

11 年度入り当初、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 1.3%台で推移していたが、その後はほぼ一貫して低下基調をたどった。復興費捻出に向けての国債増発に対する警戒感もあったが、それ以上に欧州債務危機の深刻化に伴う投資家のリスク回避的な行動が強まり、日本国債に対する需要は底堅く推移した。11 月にはドイツ国債の入札不調をきっかけに、一旦は 1.1%手前まで上昇する場面もあったが、景気の足踏み開始、根強いデフレ、国内投資家の運用難などといった環

境は当面変わることはないとの認識から、年度下期は 1%を挟む狭いレンジでのみみ合いが続いている。

先行きについては、第 3 次補正予算の成立に伴って国債増発がすでに始まっているほか、復興事業の開始などによる景気浮揚や金融機関貸出の拡大への期待などにより、長期金利に対し



て上昇圧力は徐々に強まっていくものと思われる。とはいえ、国内景気は復興期にしては緩やかな回復にとどまること、日銀による国債買入れ圧力（12月まで月3.3兆円ペース）さらには1%の物価上昇を達成するために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、金利上昇に対しては抑制的に働くだらう。一時的に大きな上下動がみられる場面もあると思われるが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

### 株式市場

11年度下期に入り、日経平均株価はユーロ圏諸国の欧州債務問題への対応に一定の進展が見られたことや政府による為替介入、日銀による追加緩和策の決定などもあり、9,000円台を回復する動きも見せた。その後は8,000円台半ばを中心にみみ合うなど、上値の重い状態が続いたが、年明け前後あたりから世界経済に対する過度な悪化懸念が払拭されるとともに徐々に株価水準は切り上がった。2月には9,000円台を回復、2月下旬には約半年ぶりに9,000円台後半まで一時上昇するなど、明るさも散見され始めた。

先行きについては、欧州債務問題の行方、潜在的な円高圧力や交易条件の悪化、さらには慢性的な電力不足問題やそのコ

スト負担など、不安な要素は決して少なくないものの、復興需要の本格化に対する期待感も高まっていくものと思われる。総じて海外経済に対する思惑などに左右される面は大きいですが、株式相場は徐々に下値を切り上げていく展開となるだろう。

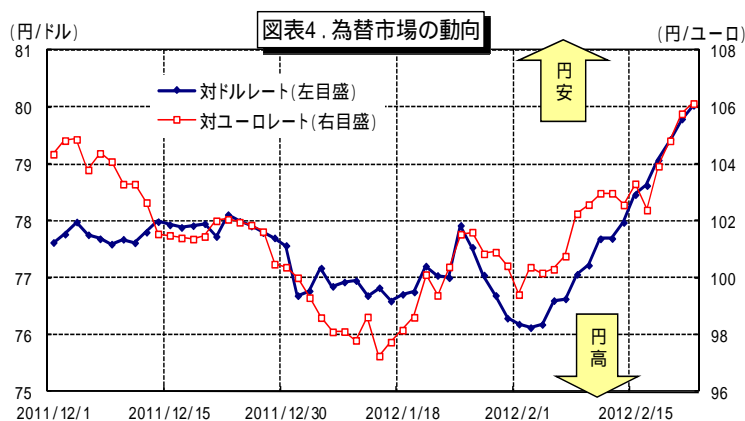
### 外国為替市場

欧州債務問題の長期化・深刻化やデフレ阻止に向けて大胆な緩和策を決定した米FRBなどといった海外要因に加え、日銀の金融緩和策に対する慎重姿勢などによって、約2年近くにわたり為替レートはほぼ一貫して円高が進行してきた。政策当局としては、数度にわたる円売り介入を始め、様々な対応策を発表してきたが、市場参加者の評価は得られず、夏場以降1ドル=70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着している。対ユーロでも円高が進んでおり、1月上旬から2月上旬にかけて約11年ぶりの水準である1ユーロ=100円を挟む展開が続いた。その後、2月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力はようやく緩和、6ヶ月ぶりに1ドル=80円台まで円安が進んだ。

当面は欧米で金融面での不安要素が燻っていること、さらに欧米中央銀行が一段の追加緩和策を導入する可能性もある

ため、円高状態は残ることが見込まれる。しかし、物価安定目標を導入した日銀による追加緩和期待も根強いほか、為替介入への警戒感もあり、再び急激な円高が進行する可能性は薄いだらう。

（2012.2.22現在）



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

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 持ち直しの動きが続く米国経済

木村 俊文

#### 要 旨

米国では、雇用環境の改善傾向が続き、住宅部門にも持ち直しの動きが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。こうしたなか、オバマ大統領は短期的には景気対策を重視するも、長期的には財政赤字削減に取り組むとする次年度の予算教書を公表した。一方、連邦準備制度理事会（FRB）は、長期的なインフレ目標（ゴール）を明確化したほか、「少なくとも 2014 年後半まで異例の低金利を維持する」と、これまでの時間軸（13 年半ば）を 1 年半ほど延長する方針を決定した。

#### 回復を示す経済指標が目立つ

米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも持ち直しの動きが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。

ただし、失業率が 8.3% に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、貿易面では世界的な景気減速を背景に欧州や中国向け中心に財輸出が鈍化傾向を示している。また、欧州債務危機による影響等により先行き不透明感が根強く残っている。

月次の主な統計で足元の動きを見ると、1 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 24.3 万人増となり、9 ヶ月ぶりの高い伸びを示した。また、失業率は 8.3% と 5 ヶ月連続で改善し、約 3 年ぶりの低水準となった。ただし、時間当たり賃金の伸びは鈍化傾向が続いており、消

費拡大を抑えていると考えられる。

2 月 11 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 34.8 万件と、08 年 3 月以来約 4 年ぶりの低水準となった。4 週移動平均では 36.5 万件と、節目となる 40 万件を 14 週連続で下回り、雇用改善の勢いが増していることが示された（図表 1）。

個人消費は、1 月の小売売上高が前月比 0.4% と、自動車販売が減少したことから緩やかな伸びにとどまった。しかし、自動車を除くベースでは同 0.7% と増加に転じ、堅調な動きを示している。ただし、昨年末に 1 ガロン（3.785）= 3.1 ドル台まで下落したガソリン小売価格は、年明け以降、再上昇しており、このままガソリン高の傾向が続けば消費全体に悪影響を及ぼす可能性がある。

一方、2 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は前月比 4.6 ポイントの 72.5 と、6 ヶ月ぶりに低下した。これまでは雇用の先行き不安が後退したことから持ち直しの動きを示していたが、所得の伸び悩みもあり、その動きが一服した格好になった。

企業部門では、1 月の鉱工業生産指数が前月比 0.0% と、上方修正された前月（0.4% 1.0%）と変わらず。内訳では、公益事業や鉱業は低下したものの、自動



車や設備投資関連の需要増を反映し、製造業の生産が引き続き拡大した。

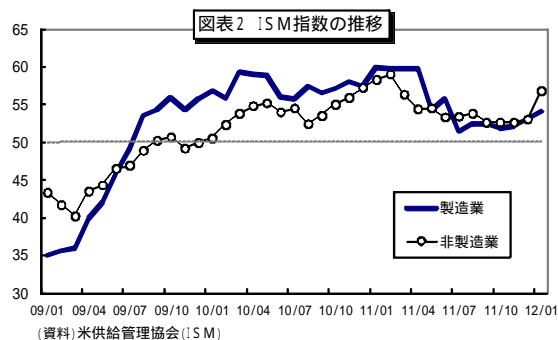
また、民間設備投資の先行指標となる11年12月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）は、前月比2.9%と3ヶ月ぶりに増加した。設備投資はこのところ投資減税失効前の駆け込み需要が失速したことから、一時的に冷え込んだ兆候が見られたものの、12月に持ち直したことで、企業が投資に積極的となっている可能性が示唆された。

企業の景況感を示す1月のISM指数は、製造業が54.1と引き続き上昇し、非製造業も56.8と前月（53.0）から上昇して約1年ぶりの高水準となった（図表2）。なかでも非製造業での雇用指数は57.4と、6年ぶりの高水準となり、労働市場の改善の動きと一致している。

住宅関連では、12月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が69.9万件と前月（68.8万件）を上回った。また、先行指標となる住宅着工許可件数も12月は67.6万件に改善しており、住宅市場が一部持ち直し傾向を強めている。背景には住宅価格の下落やローン金利の低下を受け、消費者がこれまでになく住宅を取得しやすい状況になっていることが挙げられ、今後も需要を支えと考えられる。

ただし、着工件数は依然として住宅ブーム時の水準の3分の1を割り込んで推移しており、新築・中古住宅販売を含め、基調としては低水準の状況に変わりない。失業率が高いことや貸出基準の緩和が進まないことなどを考慮すると、住宅市場が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。

一方、貿易面では、ドル安が進行しているとはいえ、12月の輸出が前年比



9.0%と、世界的な景気減速を背景にこのところは鈍化傾向が続いている。

### 予算教書は選挙向け色彩が強い

こうしたなか、オバマ大統領は2月13日、2013会計年度（12年10月～13年9月）の予算編成方針を示す予算教書を議会に提出した。13年度の予算教書では、短期的にはインフラ整備や雇用対策など景気刺激策に力を入れる考えを表明した一方で、長期的には国防予算をはじめ富裕層への増税などにより今後10年間で3兆ドル（約235兆円）規模の財政赤字削減に取り組む方針を示した。

提出された予算教書によれば、13年度の財政赤字額は前年比32.1%の9,014億ドル（約70兆円）と5年ぶりに1兆ドルを下回る見込みである。

ただし、与野党間では財源確保や財政再建をめぐる基本的な考え方が異なり、大企業・富裕層向けの増税を訴える与党民主党と、歳出削減を求める野党共和党とが依然として対立しており、この核心部分は11月の大統領選の重要な争点の一つとなっている。

共和党の一部上層部からは「これでは予算教書ではなく、国民に向けた選挙キャンペーン用パンフレットだ」との批判的な見方も出ている。大統領は、あえて共和党との対決姿勢を鮮明にし、攻勢を

かける狙いがあると見られる。

## 給与減税法案は再延長

一方、米議会では給与税減税と失業保険給付の再延長をめぐる与野党協議が合意に達し、12年末まで延長する総額1,500億ドル(約11.9兆円)の法案が2月17日に上下両院で可決された。この法案は景気下支えのために実施してきた「10年雇用創出法」に基づく措置を延長するものであり、給与税の被雇用者負担税率の引き下げ(6.2%→4.2%)や失業保険給付期間の長期化(通常の26週間が最長99週間まで)などが継続されることとなった。

この法案延長をめぐるのは昨年から与野党による厳しい政治対立が続いてきた。共和党は、公務員賃金の凍結など歳出を削減することで延長法案の財源を確保するよう求めていた。しかし、昨年末時点では与野党が妥協できず、延長の期間を1年ではなく「2ヶ月延長」と問題を先送

りした。今回は共和党が米景気や大統領選における自らへの影響などを考慮して、これまでの要求を撤回したことで与野党合意が実現した。

オバマ民主党政権にとっては、予算教書で提唱していた減税策の一つが実現し、支持率の回復につながることを期待される。一方、共和党は、懸案となっていた問題に決着をつけたことで、11月の大統領選でのオバマ再選阻止に向けた体制づくりに取り組む構えである。

なお、1月から本格始動した大統領選に向けた共和党の候補指名争いは、これまでのところロムニー、サントラムの両候補が並び、これにギングリッチ候補が巻き返しを図る展開となっているが、当面は候補者選びのヤマ場となる3月6日の「スーパー・チューズデー」(全米11州で予備選・党員集会を行う)が目される(図表3)。

## FRB 現状維持、時間軸延長

米連邦準備理事会(FRB)

は、1月24～25日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で、金融政策の現状維持(異例の低金利政策の継続、保有証券の平均残存期間延長と償還資金の再投資)を決定するとともに、新たな方針や見直しなど次の4項目を発表した。

「少なくとも2014年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」と、これまでの時間軸(13年半ば)を1年半ほど延長する方針を決定。最新の経済見通しを公表し12～13年の成長率見通しを下方

図表3 米大統領選の主なスケジュール

| 日程      | 内 容                  | 結果・留意点              |
|---------|----------------------|---------------------|
| <2012年> |                      |                     |
| 1月3日    | 共和党党員集会(アイオワ州)、予備選開始 | サントラム候補が勝利          |
| 1月10日   | 予備選(ニューハンプシャー州)      | ロムニー候補が勝利           |
| 1月21日   | 予備選(サウスカロライナ州)       | ギングリッチ候補が勝利         |
| 1月31日   | 予備選(フロリダ州)           | ロムニー候補が勝利           |
| 2月4日    | 党員集会(ネバダ州)           | ロムニー候補が勝利           |
| 2月7日    | 党員集会(ミネソタ州)          | サントラム候補が勝利          |
| 2月7日    | 予備選(ミズーリ州)           | サントラム候補が勝利          |
| 2月7日    | 党員集会(コロラド州)          | サントラム候補が勝利          |
| 2月11日   | 党員集会(メイン州)           | ロムニー候補が勝利           |
| 3月6日    | スーパー・チューズデー          | 党員集会(4州)、予備選(7州)が集中 |
| 3月～6月   | 各州で予備選・党員集会          |                     |
| 8月27日   | 共和党全国大会(タンパ)         |                     |
| 9月3日    | 民主党全国大会(シャーロット)      |                     |
| 10月     | 候補者による討論会(3回開催)      |                     |
| 11月6日   | 一般有権者の投票で大統領選挙人を選出   | 次期大統領が事実上決定         |
| 12月17日  | 大統領選挙人による投票          |                     |
| <2013年> |                      |                     |
| 1月6日    | 開票                   | 大統領および副大統領当選者が正式決定  |
| 1月20日   | 大統領就任式               |                     |

(資料)報道等から作成



修正。金融政策の透明性向上のために将来の利上げ時期予想と向こう3年間の政策金利見通しを新たに発表。長期的なインフレ目標（ゴール）を明確化し、前年比の個人消費支出（PCE）デフレーターを2%に設定（詳細は本号「長期緩和姿勢を強めた米国の金融政策」を参照）。

FRBは声明で、全般的な労働市場の状況が幾分か改善していることや家計支出の増加が継続していることなどから、最近の景気認識を「世界経済の成長に一部減速が見られるものの、米経済は緩やかに拡大している」と前回と同じ表現で据え置いた。一方、景気見通しについては、「今後数四半期の経済成長が緩やかになる」とやや下方修正した上で、「世界的な金融市場の緊張が引き続き著しい下振れリスクをもたらしている」と前回同様に欧州問題に対する警戒感を示した。

声明文の最後では「保有証券の規模と構成を定期的に見直し、適切に調整する用意がある」としており、バーナンキ議長も会見で「さらなる金融緩和を行う用意がある」と言及している。また、その後公表された議事録では、少数のメンバーが失業率の高止まりとインフレ圧力の欠如を理由に「追加の資産購入が近く正当化される可能性がある」と発言したことも判明している。ただし、景気回復

が失速した場合、もしくはインフレ率が低下した場合に限定して追加資産購入を進めるべきとの認識を示すメンバーもあり、必ずしも足並みは揃っていない。

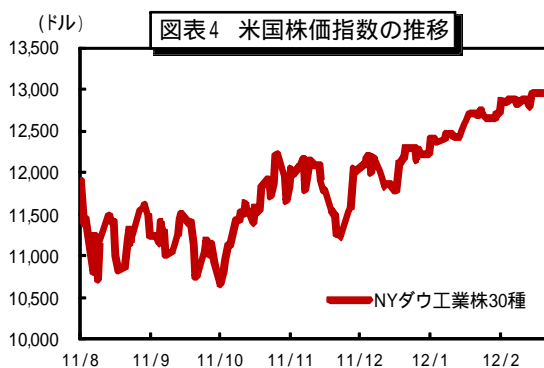
しかしながら、景気認識を据え置き、先行きについても警戒感を緩めていない状況から考えると、FRBは金融緩和姿勢を長期にわたって維持すると見込まれ、労働市場の動向など今後の景気次第では今年前半にも追加緩和策第3弾（QE3）を打ち出す可能性があるかと予想される。

### 米株上昇、3年9ヶ月ぶり高値

米国債市場では、FRBが14年後半まで異例の低金利政策を延長する意向を示した後、長期金利が急低下した。1月の消費者信頼感指数が予想外に低下したことなどもあり、10年債利回りは1月31日に1.797%と4ヶ月ぶりの水準まで低下した。しかし、その後は、ギリシャ追加支援に向けた協議の行方に一喜一憂しながらも、1月のISM製造業指数の改善や週間新規失業保険申請件数の減少などを受け、10年債利回りは2月17日に2週ぶりに2%台に上昇した。先行きも米長期金利は、景気回復期待から上昇傾向で推移すると見込まれるものの、欧州危機の影響やゼロ金利政策の長期化見通しなどから低下圧力が続くだろう。

一方、株式市場は続伸し、2月17日のダウ工業株30種平均は、昨年末比732ドル（5.99%）高の1万2,949.87ドルと、08年5月中旬以来3年9ヶ月ぶりの高値を回復した（図表4）。米株式市場は、先行きも底堅さを見込むものの、高値警戒感も台頭しており、上値の重い展開が予想される。

（12.2.21 現在）



(資料) Bloombergより作成

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 経済成長への配慮を迫られるユーロ圏

### ～依然弱いギリシャの経常収支改善のための視点～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏では、経済成長へ配慮した政策が求められている。しかし、特に経済の落込みが著しいギリシャに対しては、緊縮財政を最優先する支援国の方針は変わっていない。だが、これまでの支援の成果は不十分であり、その視点の転換が必要と考えられる。

#### はじめに：落込みの著しいギリシャ経済

ギリシャを巡る情勢が混迷を深めている。ユーロ圏は、2011年7月の首脳会議で同国に対し追加の金融支援を行うことで合意し、さらに10月の同会議では、追加支援策を2011年末までに策定することとした。しかしながら、その後もギリシャの財政悪化は続き、支援策を巡る調整は年を越えて難航を続けた。ようやく、2月21日の早朝に及んだユーロ圏財務相会合で、民間投資家の負担拡大、欧州中央銀行（ECB）や各国中央銀行のギリシャ国債保有に伴う利益放棄を含む追加支援策が合意され、3月のギリシャ国債のデフォルトは回避される見込みとなった。

こうした間、ユーロ圏では、2011年第4四半期の実質 GDP 成長率が前期比 0.3%と低迷し、失業率も 10.4%(12月)と高止まりを続けている。

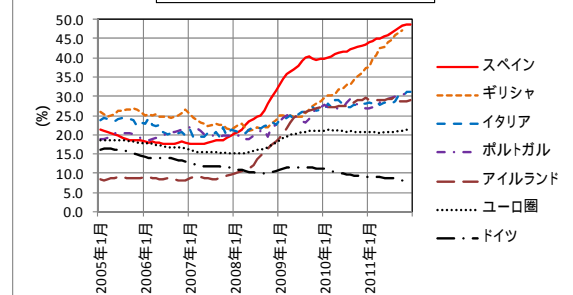
なかでも、ギリシャの経済の落込みは著しい。国際通貨基金（IMF）は、2011年12月に実施した、第5回のギリシャの財政改革計画の進捗状況等にかかる検証の結果、2011年の実質 GDP 成長率予測値を 3.9%から 6.0%に、また2012年の予測値を 0.6%から 3.0%に改定するなど、大幅に下方修正した（図表1）。加えて注目されるのは、最近ではこのような

図表1 IMFによるギリシャの実質 GDP 成長率予測

|                        | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| 当初金融支援開始時<br>(2010年5月) | 2.6  | 1.1  | 2.1  | 2.1  | 2.7  |
| 第1回検証時<br>(2010年9月)    | 2.6  | 1.1  | 2.1  | 2.1  | 2.7  |
| 第2回検証時<br>(2010年12月)   | 3.0  | 1.1  | 2.1  | 2.1  | 2.7  |
| 第3回検証時<br>(2011年3月)    | 3.0  | 1.1  | 2.1  | 2.1  | 2.7  |
| 第4回検証時<br>(2011年7月)    | 3.9  | 0.6  | 2.1  | 2.3  | 2.7  |
| 第5回検証時<br>(2011年12月)   | 6.0  | 3.0  | 0.3  | 2.4  | 2.9  |

(資料)参考文献 ～ から、農中総研作成

図表2 若年層(25歳未満)失業率



(資料)Eurostatのデータから農中総研作成

下方修正が短期間に相次いで行われている点であり（網掛け部分）、ギリシャ経済の急速な悪化が明確になってきている。

また、ギリシャの失業率についても、特に若年層の失業率の上昇が顕著になっている。直近の2011年10月のデータでは、全年齢層で19.2%の高率であるばかりか、25歳未満の若年層では47.2%にも達している（図表2）。

## ユーロ圏で迫られる経済成長への配慮

ユーロ圏の経済の減速化に対して、これまでの財政改革一本やりから転換し、経済成長への配慮が迫られている。その動きは、次の経緯に現れている。

2011年9月、IMFは世界経済見通し等で「11年には世界経済は大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った」と指摘するとともに、市場の圧迫を受けている国では財政改革を進めることが最優先の課題ながら、財政改革に余裕がある国では、改革は中期的に実現を図り、短期的には景気刺激に配慮すべきであるとの考え方を示した。

10月には、オランダ、スウェーデン、フィンランドの首相が共同で、欧州経済の再生に向けて、欧州連合（EU）として成長戦略の加速を求める提言をまとめた。同提言では、財政危機脱却にはEUの成長戦略が重要であると強調し、自由で競争力のある市場、技術革新、強力な単一市場等についての提案を行っている。

最近では、イタリアのモンティ首相が、労働力の移動性改善等による経済成長戦略の必要性を主張している。これを受け、1月8日の独仏首脳会議では経済成長戦略の必要性を確認し、1月11日の独伊首脳会議でも成長促進策強化に同意した。

こうした流れの延長線上で、1月30日のEU首脳会議では、大きな課題であった財政規律強化のための新条約の制定や欧州安定メカニズム（ESM）の設立条約についての合意に加え、経済成長・雇用拡大戦略構築へ向けた声明として“Towards Growth-friendly Consolidation and Job-friendly Growth”を公表し、今後、経済成長へ向けた検討を開始する方針を明らかにした。この中で、EUは、

- 金融機能の安定と財政改革が、経済成長と雇用拡大の前提条件である。
  - しかし、それのみでは不十分であり、経済の改革を進め競争力を増進する必要がある。
  - このためには、各国の仕組みを尊重しつつも、加盟国が緊密に協力する必要がある。
  - 3月のEU首脳会議で、環境に優しい成長や構造改革の一層の推進に重点を当てて取組み方針を議論する。
  - その際には、加盟国間での経済情勢の格差拡大や、財政危機が社会情勢に及ぼしている影響にも配慮する。
- としたうえで、喫緊の課題とする3点について、検討のポイントを次のとおり示している<sup>(注1)</sup>。

### 若年層の雇用拡大

- スキルのミスマッチ、地域のミスマッチに対し具体的な対策が必要
- 生産性との対比で労働コストを捉えることが必要
- 検討事例として、若年層のトレーニング制度の拡充 等

### 市場統合の完成

- 検討事例として、会計制度やeコマース等の標準化、著作権管理方法の改善、税制統合の検討、米国をはじめとする主要貿易相手国との貿易協定の締結 等

### 中小企業に対する金融円滑化

- 検討事例として、クレジット・クラシの防止のための監督当局による監視、欧州投資銀行（EIB）の機能活用、ベンチャー・キャピタルの育成策の具体化、中小企業に対する規制の緩和 等

## 財政改革における経済成長の重要性

以上の他、個別国の事例としては、1月29日、サルコジ仏大統領が、付加価値税の税率を現行の19.6%から10月に21.2%に引上げる方針を示した。4月に大統領選挙を控えての増税発表であるが、同大統領は、税収の増分を社会保障費に充て、その分企業負担を軽減することとし、これをフランス企業の競争力を高め、国内雇用を拡大することを狙いとした経済成長戦略の一環と位置付けている。また、同大統領は、銀行の貸渋り対策として、2月に産業投資銀行を設立することも合わせて表明した。

一般に、財政改革の主要な手段としては、次の4点を上げることができる。

緊縮財政

債務減免

経済成長

金融抑圧 (financial repression)

このうち、緊縮財政はユーロ圏の各国で取り組み中であり、債務減免はギリシャ国債について実施されることになった。の金融抑圧は、政府が様々な規制措置等により民間投資家に国債投資の継続を強く促し、国債利回りをインフレ率以下に維持する政策を採用することを意味している。負の実質金利により政府は大きな債務残高にも耐えられ、その間に財政改革を進めることが容易となる。

一方、の経済成長は、プライマリー・バランスの改善や、国債利回りを上回る経済成長率の維持により債務残高を削減することなどを通じ、財政改革に大変重要な意味を持っている<sup>(注2)</sup>。

しかしながら、ユーロ圏では、これまで金融支援を行うIMFやEUは、被支援国に対し、短期間での厳しい財政改革で

財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待で経済成長の底打ちを図るというアプローチを採ってきた。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの期待により、緊縮財政の負の効果は相殺されるとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

これに対し、現実には、ギリシャで財政改革に疲弊した国民による大規模なデモやストが相次ぐように、こうした期待は有効には機能しなかった。

特に、ギリシャを取り巻く諸環境は、開放度合いの低い経済、競争力のある輸出産業に乏しい産業構造、小さいECBによる追加的な金融緩和余地など「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的とは言えなかった。また、世界経済がまだサブプライム問題以降の景気回復過程にあり、また世界的な規模で財政健全化への取組みが求められたことで、世界経済の成長を力強く牽引できる主体が不在であった点も、同効果を期待するには困難な環境のひとつであった。

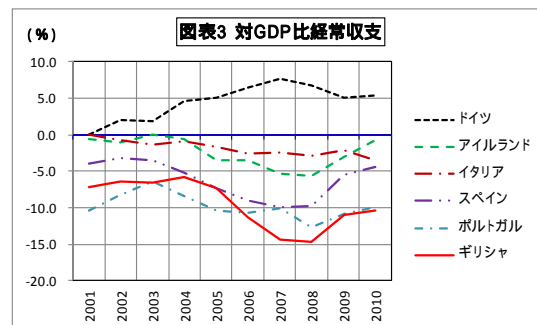
このように、これまでのギリシャ支援では、財政改革を急ぐ一方で緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価し、この結果、財政改革の遅延、長期金利の更なる上昇等を通じ、景気後退と財政問題悪化の悪循環を招いてしまった。そして最近では、ギリシャに類似した経済構造を持つポルトガルが、いずれ同じ債務減免への道をたどるのではないかとの思惑で、その国債利回りが上昇を示している。

## まとめ: 支援の視点の転換の必要性

しかしながら、ギリシャに対しては、支援側を代表する立場にあるメルケル独首相等は、緊縮財政を最優先すべきとする従来の方針を変えていない。ギリシャの改革の遅れに対し、単位労働コストの引下げや、経済構造の改革を通じた民間活力の活用等を、経済成長と雇用拡大の重要な前提条件として強く求めている。

これに対し、今回の追加支援交渉のさなか、パパデモス連立内閣の一画を占める国民正統派運動党（LAOS）のカラザフェリス党首が、ファンロンパイ大統領、パロゾ欧州委員長等にあてた書簡で、これ以上の緊縮財政はギリシャ経済の崩壊を招き、極度の社会混乱を生じると訴えた。さらに同党は、2月13日未明の財政緊縮関連法案の議会議決では反対に回った。また、4月にも実施される総選挙で第一党となる可能性が高い新民主主義党（ND）のサマラス党首は、従来からギリシャの経済成長を促すために減税を行うべきだとして、IMFやEUによる財政改革一本やりの方針には反対の姿勢を維持している。

現実には、「財政政策の非ケインズ効果」に基づく政策は、ギリシャでは当初想定どおりには機能していない。この結果、経済は落込み、経常収支は大きく赤字に沈んだままである（図表3）。今回、1月に打ち出したEU共通の経済成長・雇用拡大戦略にしても、財政面の制約でその政策の範囲には限界があり、その即効性には多くは期待できない。このままでは、ギリシャは海外からのファンディングに依存し続け、市場調達復帰への見込みが乏しいなか、今後も繰り返し追加的な金融支援が不可避となることが予想される。



(資料) IMF, World Economic Outlook Database  
のデータから農中総研作成

このため、今こそ、ギリシャの経常収支改善の視点から、低税率での輸出企業誘致、インフラ整備、人材育成等に軸足を移した政策が求められている。こうした視点が欠ければ、「厳しい緊縮財政 弱い経済」、「弱い経済 コンフィデンスの悪化」の悪循環の継続で支援負担の増大を招き、結局は、ギリシャをドイツも含めその負の影響から逃れられないユーロ圏離脱に追い込むことになりかねない。(2012年2月21日現在)

<参考文献>

- IMF (2010/5) "Greece: Request for Stand-By Arrangement"
- IMF (2010/9) "Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement"
- IMF (2010/12) "Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement"
- IMF (2011/3) "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement"
- IMF (2011/7) "Greece: Forth Review Under the Stand-By Arrangement"
- IMF (2011/12) "Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement"
- European Council (2012/1/30)  
"Communication by euro area Member States"
- European Council (2012/1/30) "Statement of the Members of the European Council, 30 January 2012: Towards Growth-friendly Consolidation and Job-friendly Growth"

(注1) 参考文献、による。

(注2) European Commission (2011/2) "The Economic Adjustment Programme for Ireland"では、債務残高の増減を次の式で示している。

$$d_t = pd_t + d_{t-1} * \{(i_t / y_t) / (1 + y_t)\} + sf_t$$

このうち  $d$ ,  $pd$ ,  $i$ ,  $y$ ,  $sf$  は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP成長率、ストックフローアジャストメント(会計手続の違いによる調整項目等)を、また  $t$  は当期、 $t-1$  は1期前の期を示す。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 中国経済：2012 年前半が景気の底となる可能性が高い

### ～今後も続く法定預金準備率引下げ～

王 雷 軒

#### 要旨

2 月は中国の主要経済指標が発表されておらず、足元の景気動向を掴みにくい。不動産抑制策の緩和や外需の好転があまり見られないため、足元の景気減速が続いており、2012 年前半には底入れする可能性が高いと思われる。中国人民銀行は 2 月 18 日に法定預金準備率を引下げると発表した。秋 10～11 月に開催予定の共産党大会を控え、安定成長の実現に向けて、今後も法定預金準備率の追加引下げを実施する可能性が高い。

#### 足元の景気は減速傾向が続く

中国経済はこれまでの金融引締め効果浸透や外需の急減を受けて、緩やかに減速している。国家統計局が発表した 2011 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 8.9%と、4 四半期連続での減速となった。その結果、11 年の経済成長率も 9.2%と 10 年 (10.4%) から鈍化した。

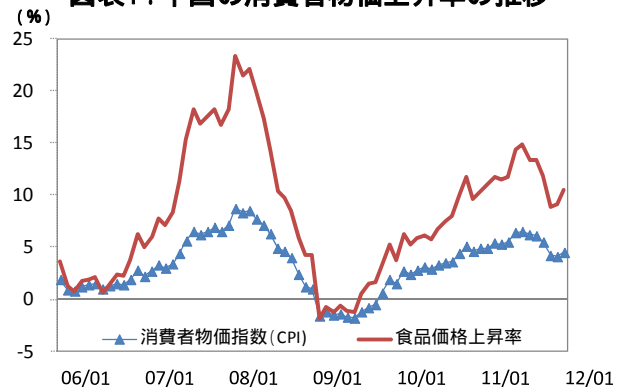
2 月は、春節 (旧正月) 休暇で、固定資産投資などの主要経済指標 (1 月) が発表されないため、足元の景気動向は掴みにくいものの、不動産抑制策の緩和や外需の好転があまり見られないため、12 年 1～3 月期の景気は緩やかな減速が続いており、年前半には底入れする可能性が高い。

具体的に見ると、足元の個人消費は、所得環境の改善などを背景に底堅く推移する一方、固定資産投資は住宅購入制限など不動産抑制策の継続などから低調さが続いていると思われる。外需も欧州経済の減速などにより、1 月の輸出は前年比 0.5%となった。ただし、年末年始や春節連休 (1 週間ほど) による影響が大きいため、輸出 (1 月) の実態はこれほどの落ち込みではないと見ている。

#### 物価上昇の加速は一時的

1 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 4.5%と 12 月 (4.1%) から上昇幅が拡大した (図表 1)。しかし、これは春節要因によるもので、一時的な動きと捉えるべきである。一般に春節期間、食品需要が高まる上に、一部の地域では天候不順影響もあり、食品価格は前年比 10.5%と 12 月 (同 9.1%) から加速した影響が大きい。一方で、非食品価格は 1 月の前年比 1.8%と先月から逆に減速している。

図表 1. 中国の消費者物価上昇率の推移



(資料) CEICデータより作成

注: 月次データ、前年比、直近は12年1月

先行きについては、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率 (1 月、前年比 0.7%) も大きく縮小していることもあり、2 月の CPI は前年比 4% を割る

可能性が高い。今後のインフレ上昇率は鈍化し続け、12年を通じては前年比4%程度にとどまることが予想される。

また、不動産市場については、これまでの住宅購入制限や住宅ローン融資の厳格化により、不動産価格の下落傾向が強まっている。国家統計局が2月18日に発表した1月の主要70都市の新築住宅価格によると、前月比で上昇した都市はなかった模様である。

### 今後も法定預金準備率を漸次引下げ

前述した景気減速の強まり、インフレの沈静化や資産価格の下落傾向などを踏まえ、12年の経済政策の軸足はインフレ抑制から安定成長へシフトしつつある。

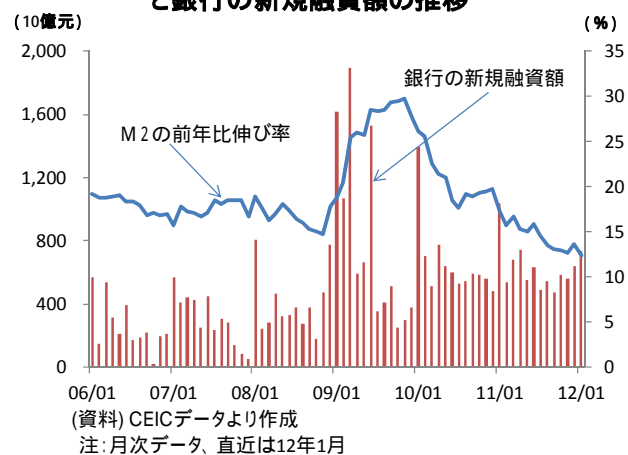
実際、安定成長の実現に向けて、既に11年後半から資金繰りが悪化した中小企業や農業分野などに対する貸出増加策などのような対策もとられている。また、12月初めに中国人民銀行（中央銀行）は約3年ぶりに法定預金準備率0.5%の引下げを実施し、事実上の金融緩和に踏み切っている。

さらに、中国人民銀行は2月18日に、法定預金準備率を0.5%引下げると発表した。これによって、大手金融機関は20.5%、中小金融機関は17.0%が適用されることになり、実質的に市場に約4,000億元（約5兆円）の流動性が供給されたことになる。

市場には、1月のCPI上昇率の加速によって、法定預金準備率の引下げ、3月以降との見方もあった。今回の引下げが早めに実施された理由として、インターバンク市場のレポ金利の急上昇、1月の新規融資額は市場予想を下回ったことや、金融機関の借入、株式発行や起

債などを含む資金調達総額を指す社会融資総量（1月）も前年同月より8,001億元少なく、9,559億元（約12兆円）となったこと、1月のマネーサプライ（M2）も前年比12.6%の伸びに留まり、中国人民銀行が11年10～12月期の金融政策レポートで示した14.0%の目標を下回ったこと（図表2）が挙げられる。

図表2. 中国のマネーサプライ(M2)の伸びと銀行の新規融資額の推移



さらに、これまで金融引締め要因とされる過剰流動性をもたらす外貨の流入も止まっており、これも引下げ余地を拡大させていると見られる。

今回の引下げは中国当局の安定成長に対する意思表示を表わしており、秋10～11月に開催予定の共産党大会を控え、今後も安定成長の実現に向けて法定預金準備率の追加引下げを実施する可能性が高いと見ている。

ただし、1年物預金金利は3.5%、1月のCPI上昇率は4.5%であり、実質預金金利は依然マイナスとなっており、景気の減速程度によるが、当面利下げを行う可能性は低いと予想される。

（2012年2月21日現在）

## 情勢判断

### 今月の情勢 ~経済・金融の動向~

#### 米国経済・金融

1月24～25日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、08年12月から据え置く政策金利（史上最低の0～0.25%）を少なくとも14年遅くまで維持するというボードメンバーの見通しを初めて示すとともに、10月3日から実施している長期国債を4,000億ドル買入れる一方で同3年以下の国債を同額売却するという「オペレーション・ツイスト」も継続するとした。また、長期的な物価安定目標を2%と明示した。

米国経済をみると、1月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比24.3万人と事前予測（ブルームバーグ社調査：14.0万人）を上回るとともに、失業率も8.3%と5ヶ月連続で改善した。景気先行き不安も拭いきれないものの、経済の持ち直しの動きが続いている。

#### 国内経済・金融

2月13～14日の日銀金融政策決定会合で、10年10月に導入した「包括緩和策」の政策金利の誘導目標0～0.1%、時間軸の設定、金融資産等買入のうち、について金融資産（国債や社債、ETF、J-REIT等）買入れ額を20兆円から30兆円に増額し、固定金利方式共通担保オペ（35兆円）と合わせて65兆円へと拡大する追加緩和を行った。さらに、「中長期的な物価安定の目途」を公表し、当面の消費者物価の上昇率の目途を1%とした。

経済指標をみると、10～12月期の国内総生産（GDP）の実質成長率は、輸出の落ち込みなどを原因として前期比0.6%と2四半期ぶりのマイナスとなった。一方、12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比7.1%と2ヶ月ぶりに下落したが、1～3月期見通しでは前期比2.3%と上昇が見込まれる。また、12月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比3.8%と2ヶ月ぶりに上昇し、製造工業生産予測調査によれば1月は同2.5%、2月は同1.2%とともに上昇が見込まれる。しかし、1月の輸出が弱含みを続ける等、総じてみれば横ばい圏内で推移している。

#### 金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、1月下旬から2月中旬にかけては、ギリシャへの財政支援の行方をめぐっての一喜一憂が続き、概ね0.9%台後半を中心としたボックス圏推移となったが、13～14日の金融政策決定会合で追加金融緩和と物価目途の提示が行われたことから低下に転じ、2月中旬以降は0.9%台半ばで推移している。

日経平均株価は、欧州不安の後退や円安の進行などを背景として概ね続伸し、2月下旬には一時約半年ぶりに9,500円台を回復した。

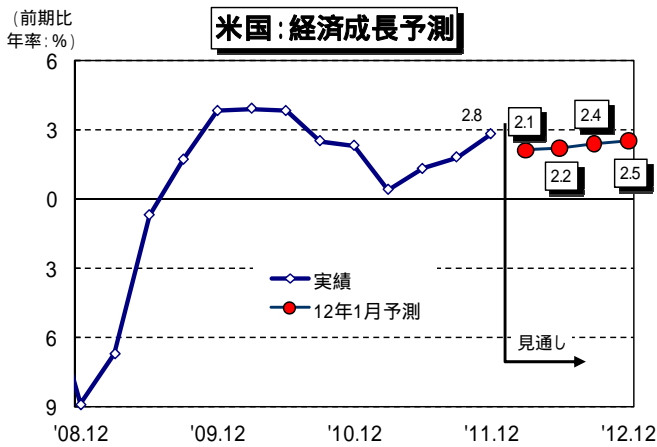
外国為替相場のドル円相場は、2月上旬には日米金利差の縮小などを背景に1ドル＝76円割れ直前まで円高が進んだ。しかし、米国経済の回復期待の高まりや為替介入への警戒感、日本の貿易収支の悪化などを背景に円安に転じ、2月下旬には1ドル＝79円台後半を付けている。ユーロ円相場は、2月に入り、EU・IMFによるギリシャ第2次支援策についての動向に一喜一憂する展開となり、2月中旬以降は1ユーロ＝103円台前後でもみ合っている。

#### 原油相場

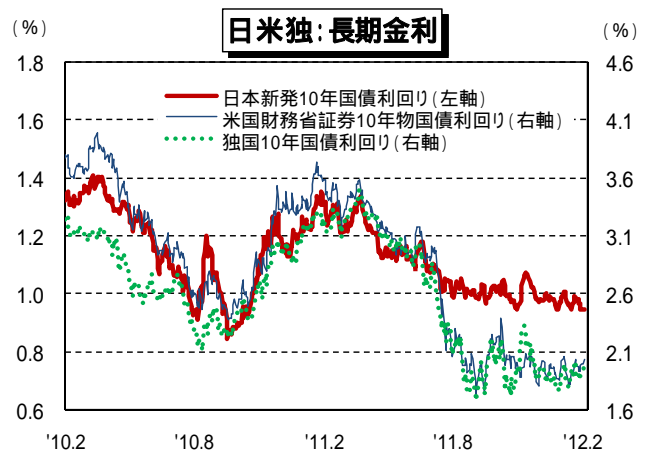
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、2月上旬までは中東情勢への懸念の後退から1バレル＝90ドル台後半での取引となったが、世界経済の減速懸念が和らいだことなどから上昇に転じ、2月下旬には1バレル＝100ドル台半ばに達している。（2012.2.21現在）



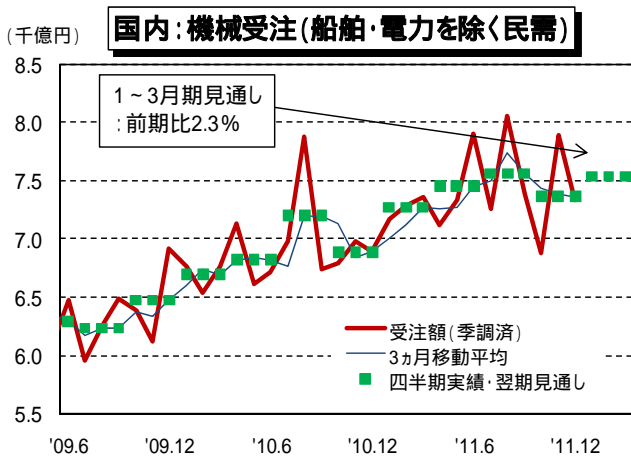
## 内外の経済・金融グラフ



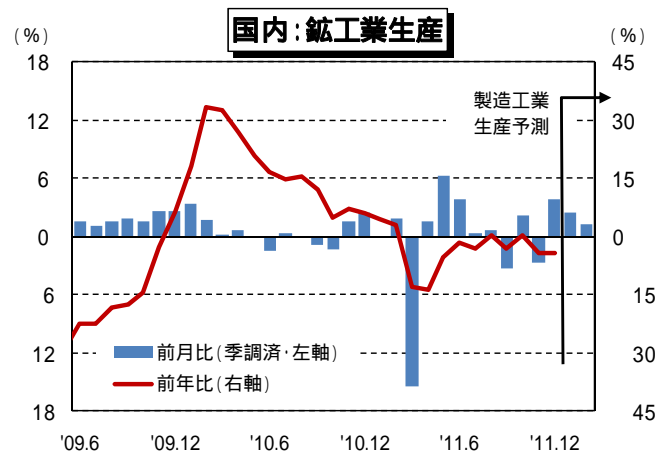
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



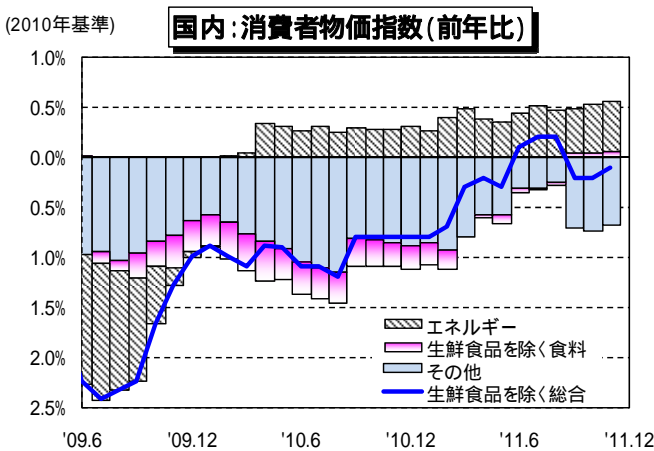
(資料) Bloombergより作成



(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) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloomberg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

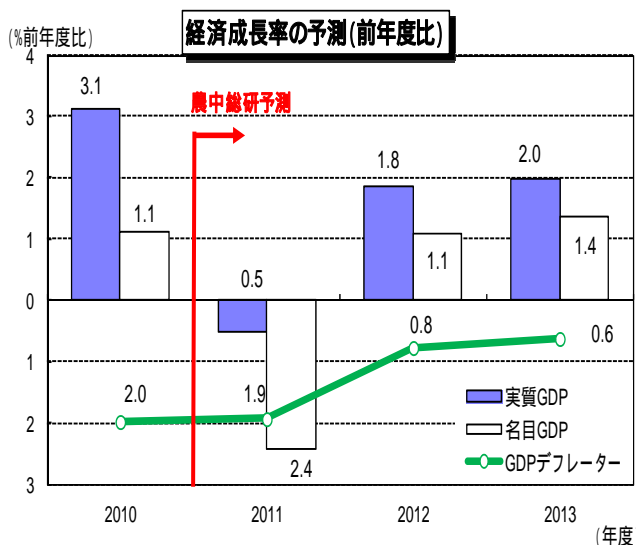
# 2011～13年度改訂経済見通し

## 2012年半ば以降、復興需要と輸出が国内景気の牽引を開始

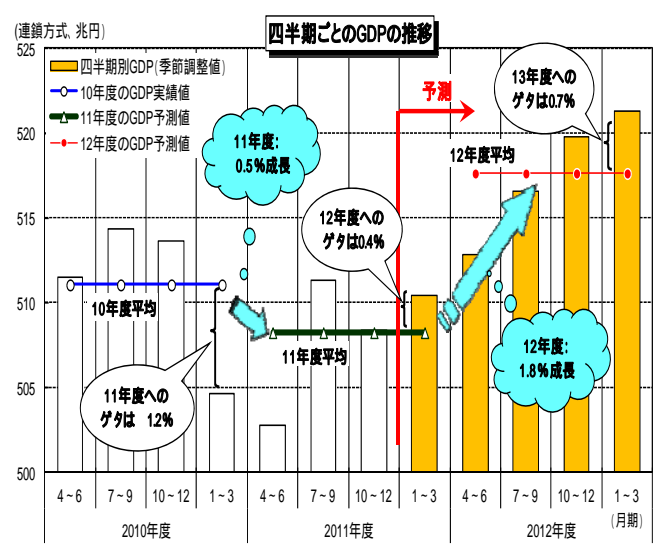
～11年度: 0.5%、12年度:1.8%、13年度:2.0%と予測～

東日本大震災からの復旧進展やマインド回復などにより、11年夏場にかけて国内景気は持ち直したが、ほぼ同時に世界経済の減速傾向が強まり、さらに歴史的な円高進行なども加わったことから、11年度下期に入り、輸出・生産は足踏みを始めた。足元1～3月期については、民間部門での復興需要は徐々に底堅さを高めているが、復興事業の遅れや輸出環境の悪化状態が続くことから、回復感の乏しい展開となるだろう。一方、12年度に入れば、官民の両輪揃った復興需要の本格化、さらには海外経済の再持ち直しによる輸出回復などが景気を牽引し始め、潜在成長率を上回る成長を実現するとみるが、復興期としては物足りなさが残るだろう。

政府が消費税増税を柱とする財政健全化路線を模索する中、円高・デフレ対策の担い手として日本銀行の役割への注目が高まっている。日銀は、1%の物価安定目標を導入したが、その達成に向けて今後とも一段の緩和策が求められ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



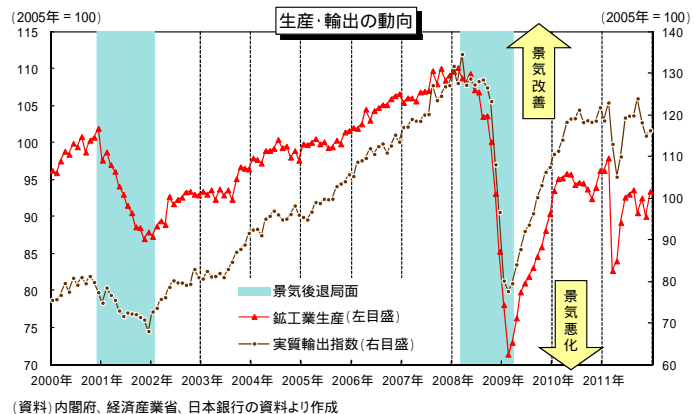
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2011年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

## 1. 景気の現状：

### (1) 日本経済の現状 ～ 一進一退からの脱出を模索

東日本大震災の発生によって大幅に悪化した国内景気であったが、被災地・被災企業で復旧に向けた懸命の努力によって、4月には鉱工業生産が、5月には輸出がそれぞれ持ち直しに転じた。また、大きく冷え込んだマインドも回復に向かい、昨夏にかけて当初の想定を上回るペースでの改善が見られた。

しかし、菅内閣の政権運営などを巡る混乱などから、本格的な復興対策を盛り込んだ補正予算編成などの財政措置は後手に回った。また、津波被害を受けた多くの自治体では高台移転の検討などを行っているが、移転先の土地取得が難航するなど、復興事業には大幅な遅れが生じている。



さらに、11年半ば以降はなかなか改善の動きが強まらない米国経済に対する失望感が広まったほか、09年後半から2年近くにわたって熾り続けてきた欧州債務危機が、様々な支援策にも関わらず、一向に収束に向けた動きが見られず、むしろ緊縮財政が景気悪化を引き起こすなど、一段と深刻さを増し、世界経済全体の下振れリスクが強く意識されるようになってきた。その結果、投資家の「質への逃避」的な行動が強まり、内外経済・金融市場は不透明感が高まった。特に、為替レートにおいては対米ドルベースで戦後最高値を更新するなど歴史的水準が定着、輸出環境を悪化させた。さらに、先進国向けの輸出が期待できない中で、内需主導により高成長を続けてきた中国など新興国では、インフレやバブル発生への警戒から引締め政策が発動されてきたが、その効果が顕在化し、景気減速が明確になってきた。以上のように、世界経済が全般的に減速に向かう中、わが国の輸出も頭打ちとなっており、国内景気もまた足踏み状態となっている。

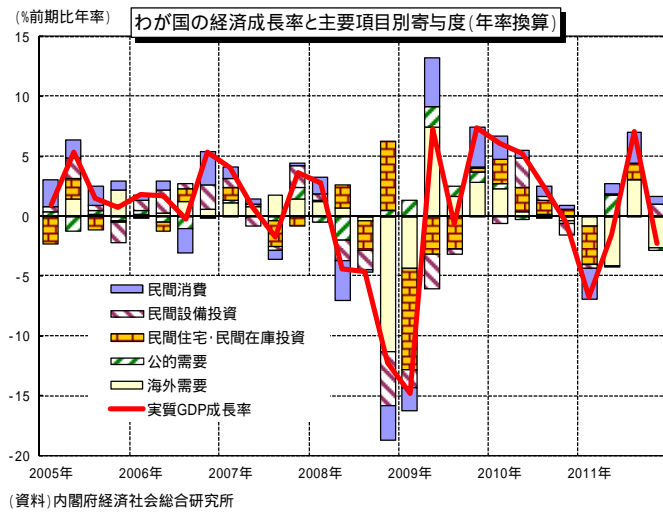
また、物価面については、昨春までの国際商品市況の高騰の影響が徐々に剥落、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は11年10月以降、再び前年比下落に転じるなど、デフレ長期化が経済成長や財政健全化を阻害することへの懸念が強まる状況にある。

### (2) 再びマイナスに陥った2011年10～12月期の経済成長率

こうしたなかで発表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比0.6%、同年率換算2.3%と、4四半期ぶりのプラスとなった7～9月期から一転、再びマイナス成長に陥った。今回のマイナス成長の要因としては、冒頭でも触れた通り、欧州債務危機の深刻化や新興国経済の成長鈍化など、世界経済が全般的に減速していることや円高の定着に伴う輸出の落ち込みと、タイ大洪水などに伴う民間在庫の大幅減が挙げられる。さらに、公共投資も2四半期連続で減少、公的需要全体としても前期比マイナスとなるなど、政治混迷が大震災への対応を遅らせた様子も改めて確認できる。

一方、夏場に耐久財を中心に盛り上がった民間消費が、その後も大した調整を経ずに底堅く推移したほか、民間企業設備投資も5四半期ぶりのプラスに転じるなど、民間最終需要は堅調に推移した。

なお、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映して前年比 1.6%と9 四半期連続の下落となった(7~9 月期( 2.1%)からは下落幅縮小)。輸入デフレーターが上昇傾向を続ける半面、民間住宅、公共投資を除き、国内最終需要の各デフレーターは依然としてマイナス状態が続けている。また、前期比は 0.2%と12 四半期連続の下落。注目の単位労働コストは、実質 GDP がマイナスだった一方で、雇用者報酬(名目)がプラスで推移したため、前年比 1.2%と4 四半期連続のプラスとなった。



## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政運営

野田内閣は、先進国・地域の抱える財政赤字に対する懸念が強まる中、欧州債務危機の二の舞となるのを防ぐべく、世界有数の財政悪化国である日本でも財政再建への道筋をつけることが急務との認識で、財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。「財政運営戦略」によれば、2015年度には基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字半減、20年度には黒字化させるという目標が掲げられている。

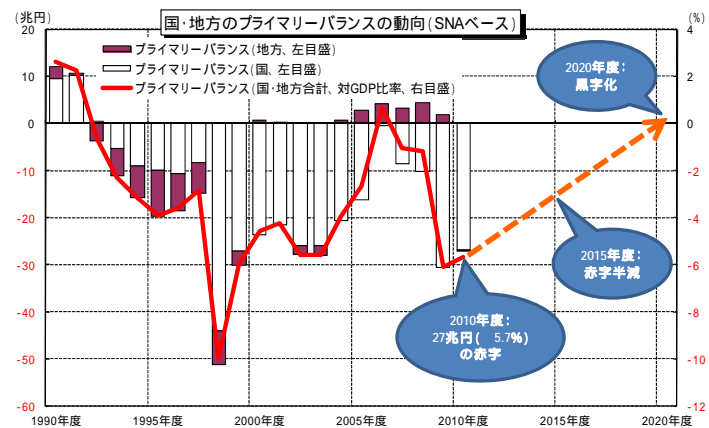
しかし、野田内閣の主導する財政再建手法は消費税を中心とした増税措置を重視するものであり、歳出構造の見直しや「行政の無駄」への切り込みが不十分との印象は拭えず、異論も少なくない。

喫緊の課題は大震災や原発事故への対応であることは変わらない。政府は震災後10年間を復興期間と設定し、期間中に23兆円程度の対策費を想定している。このうち、当初5年間で集中復興期間と位置づけ、国・地方合わせて19兆円の公的支出を行う予定である。こうした前提の下、政府としてはこれまで4度にわたって補正予算編成を行ってきた。当面の災害復旧費などを盛り込んだ第1次補正予算(5月2日成立)については、基本的に11年度当初予算を大幅に組み替えることで約4兆円を確保し、国債の追加発行を伴わない形での編成となった。第2次補正予算(7月25日成立)では、前年度剰余金を財源に、原発事故の損害賠償費や二重債務問題の対策費、被災者生活再建支援金補助金などを計上した(規模約2兆円)。また、第3次補正予算(11月21日成立)では、約9.2兆円の復興費などを盛り込み、その財源は復興債発行(約11.6兆円)で賄うものの、その償還期間を25年とし、所得税、法人税、住民税の時限的な増税で回収することとした。さらに、第4次補正予算(2月8日成立)では、高齢者医療・子育て・福祉等、中小企業資金繰り支援、エコカー普及促進対策費などを盛り込み、国債費の減額修正や税収見積りの上方修正で賄う格好となった(予算規模は約2.5兆円)。なお、2月10日には大震災の復興政策を統括する復興庁が設置された。

一方、12年度一般会計予算案については、大震災復興関連の歳出・歳入を別枠(東日本大震災復興特別会計、予算規模3.8兆円)とした上で、基礎的財政収支対象経費を約68.4兆円、新規国債発行額は44.2兆円と、「中期財政フレーム(12~14年度)」に沿った内容となっている。一方、社会保障費の自然増分(約1.2兆円)は09、10年度に続いて全額容認した。

なお、野田首相が政治生命を懸ける「社会保障と税の一体改革」の柱である消費税増税については、14年4月に税率を8%へ、15年10月には10%へ、それぞれ引き上げる方針を固めているが、野党ばかりではなく、与党内からも根強い反対論があり、3月には国会提出される予定の増税法案は成立の見通しが全く立っていない。

以上より、今回の予測においては、復興対策などで12年度の名目公的資本形成は11年度と比べて5兆円程度の増額と想定したが、年度末にはその水準はピークアウトしていく



(資料)内閣府「国民経済計算年報」より作成

(注)プライマリーバランス(基礎的財政収支) = 財政収支 + 利息受取額 - 利息支払額

なお、制度変更に伴う特殊要因により、特殊要因が発生している。10年度については特殊要因や震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で6.4%の赤字。

ものと想定した。また、消費税増税については今回予測では考慮しないこととした。

## (2) 世界経済の見通し

2008年秋のリーマン・ショックを契機に引き起こされた世界的な経済・金融危機は、先進国や主要な新興国による協力の下、大胆な金融緩和策、信用秩序維持政策、大規模な財政出動を行った結果、09年半ばまでには収束し、世界経済は再び持ち直しに転じた。しかしながら、先進国・地域の景気回復テンポは緩慢な半面、新興国・資源国経済は底堅く、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ・バブル懸念が発生するなど、「二極化現象」が強まった。この間、先進国の中央銀行は非伝統的な領域にまで踏み込んだ金融緩和策を継続したが、新興国では逆に引締め政策を続けた。

こうした中、欧州では09年後半に発覚したギリシャの財政粉飾問題をきっかけに、債務問題が浮上した。ユーロ加盟国やIMFなど国際機関は、財政悪化国に厳格な財政再建を求めるとともに、デフォルト回避のための協調融資を実施してきたが、その深刻さは徐々に高まる状況にある。国際通貨基金(IMF)が12年1月に公表した世界経済見通しでは「世界経済の回復は、ユーロ圏で高まる緊張とその他地域の脆弱性によって脅かされている」と、下振れリスクへの警戒感を表明している。

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。

### 米国経済

米国の11年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率2.8%と、7～9月期(1.8%)から加速し、10四半期連続のプラス成長となった。しかし、成長加速の主因は、世界経済の先行き不透明感から圧縮されていた在庫投資が大きく伸びたことであり、こ

### 2012-13年 米国経済見通し (12年2月改定)

|           | 単位  | 2011年    | 2012年    |                     | 2013年                |          |                     |                      |
|-----------|-----|----------|----------|---------------------|----------------------|----------|---------------------|----------------------|
|           |     | 通期<br>実績 | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>予想 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>予想 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 |
| 実質GDP     | %   | 1.7      | 1.9      | 1.8                 | 2.3                  | 2.5      | 2.5                 | 2.7                  |
| 個人消費      | %   | 2.2      | 2.1      | 2.2                 | 2.3                  | 2.4      | 2.4                 | 2.4                  |
| 設備投資      | %   | 8.6      | 5.2      | 2.4                 | 5.7                  | 6.3      | 6.5                 | 6.6                  |
| 住宅投資      | %   | 1.4      | 4.7      | 4.9                 | 4.8                  | 5.1      | 5.3                 | 5.0                  |
| 在庫投資      | 寄与度 | 0.2      | 0.1      | 0.2                 | 0.1                  | 0.0      | 0.0                 | 0.0                  |
| 純輸出       | 寄与度 | 0.1      | 0.0      | 0.1                 | 0.1                  | 0.1      | 0.1                 | 0.1                  |
| 輸出等       | %   | 6.8      | 4.6      | 4.6                 | 5.0                  | 6.3      | 7.5                 | 5.3                  |
| 輸入等       | %   | 5.0      | 3.9      | 4.3                 | 4.8                  | 5.6      | 6.8                 | 4.0                  |
| 政府支出      | %   | 2.1      | 1.2      | 1.5                 | 0.3                  | 0.2      | 0.3                 | 0.1                  |
| PCEデフレーター | %   | 2.4      | 1.8      | 2.0                 | 1.6                  | 2.0      | 1.9                 | 2.1                  |
| GDPデフレーター | %   | 2.1      | 2.5      | 2.7                 | 2.3                  | 2.7      | 2.6                 | 2.9                  |
| FFレート誘導水準 | %   | 0.25     | 0～0.25   | 0～0.25              | 0～0.25               | 0～0.25   | 0～0.25              | 0～0.25               |
| 10年国債利回り  | %   | 2.8      | 1.9      | 1.9                 | 2.0                  | 2.5      | 2.3                 | 2.7                  |
| 完全失業率     | %   | 9.0      | 8.3      | 8.3                 | 8.2                  | 7.9      | 8.0                 | 7.9                  |

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

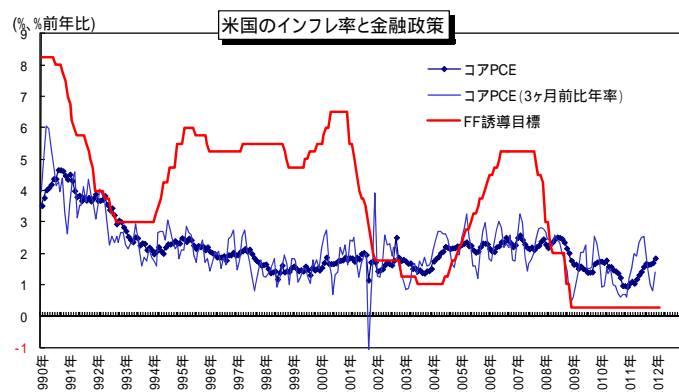
- (注) 1. 予想策定時点は2012年2月16日(11年10～12月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値

れを除けば弱い動きにとどまっている。そのほか、住宅投資が加速したものの、個人消費は緩やかな伸びにとどまり、これまで堅調だった設備投資も投資減税失効の影響から急減速した。また、政府支出が5四半期連続で減少したほか、外需は世界的な景気減速を受け3四半期ぶりにマイナス寄与に転じた。

足元の米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの兆しが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、失業率が8.3%に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、貿易面では世界的な景気減速を背景に欧州や中国向け中心に財輸出が鈍化傾向を示している。また、欧州債務危機による影響により先行き不透明感が根強く残っている。

こうしたなか、米議会では11月の大統領選を控え、与野党による厳しい政治対立が続いている。11年予算管理法に基づき設置された超党派委員会は、財政赤字削減案について期限までに合意することができず決裂した。このまま赤字削減案を策定できなければ、国防費を中心に13年から10年間で総額1.2兆ドル(約92兆円)の歳出を強制的に削減する条項が発動されることになる。また、景気下支えのために継続実施している給与減税策は、11年末での失効を回避するため2ヶ月延長したものの、議会が再延長を承認するか現時点では未定である。このほか、オバマ大統領は1月の一般教書演説で賃上げを行う中小企業への税控除や低金利住宅ローンへの借り換え促進策などの経済政策を打ち出したが、共和党が財源確保のための増税に強く反対し、かつ上院と下院がねじれ状態になっている現在の状況下においては、議会通過は極めて困難と思われる。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)が08年12月に政策金利(FF金利)の誘導目標を事実上のゼロ金利となる0~0.25%に引き下げて以降、据え置いているが、直近発表されたFOMC声明文では「少なくとも14年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」と、これまでの時間軸(13年半ば)よりも1年半ほど延長する方針を採用した。また、11年9月に発表した保有証券の平均残存期間を延長するプログラム(ツイストオペ)を継続し、同時に、米国債や住宅ローン担保証券(MBS)など保有する有価証券の償還資金の再投資を継続する方針についても確認した。FRBは、直近の経済見通しで12~13年の成長率予想を下方修正し、世界の金融市場における緊張など下振れリスクを警戒する姿勢を変えていない。したがって、FRBは引き続き緩和的なスタンスを長期にわたって継続すると見込まれ、さらに今後の景気次第ではツイストオペの増額やMBSの購入再開など追加緩和策を打ち出す可能性が高いと考えられる。



(資料)米商務省、FRB (注)シャドー部は米FRBがゴールとして掲げたインフレ率(2%±0.5%)

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、賃金水準が伸び悩む一方、雇用環境の緩やかな改善を受け、消費者マインドにも回復の動きがみられることなどから、3%程度の巡航速度を下回るものの底堅く推移すると予想する。設備投資は、ゼロ金利政策の長期化見通しに加え、好業績を発表する企業も目立ち、内部留保を含めた手元流動性に余裕があることなどから、減速ながらも増勢を維持すると予想する。住宅投資は、引き続き厳しい情勢が続くものの、中古住宅市場で在庫調整が進展していることなどから、徐々に回復傾向を見せ始めると考えられる。外需については、ドル安が進行しているとはいえ、欧州債務危機や中国等新興国の景気減速などをを受けて世界経済の先行き懸念が強まっており、12年を通じて緩やかに鈍化すると考えられ

る。なお、個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する純輸出の寄与度はマイナス傾向で推移することになる。また、政府支出に対しては、財政赤字削減計画の実行に伴い、厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、11年後半の緩やかな改善傾向は12年に入っても続き、13年にかけて成長率は潜在成長率(2%台半ば)程度で推移すると見込まれる。年間の成長率は、12年は前年比1.9%(前回見通しから0.5%ptの下方修正)、13年は同2.5%(同0.3%ptの下方修正)と予想する。なお、13年から自動的に歳出削減が開始されることは見通しの前提としていない。また、FRBによるQE3(量的緩和第3弾)は12年前半に実施が決定されると想定し、現在の政策金利目標は14年後半まで維持されると予想する。

## 欧州経済

ユーロ圏の債務危機が拡大し、短期間での終息は非常に困難なものとなっている。各国での緊縮財政による内需の抑制や、自己資本比率改善が求められている銀行の与信圧縮の動きとともに、債務危機が長期化すると見通しが企業や消費者の行動を保守化させており、ユーロ圏の経済成長の減速傾向は強まっている。

ユーロ圏(17ヶ国)の11年10~12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.3%(7~9月期:同0.1%、以下同じ)となった。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.2%(同0.6%)、フランスが同0.2%(同0.3%)となったほか、ポルトガルが同1.3%(同0.6%)、イタリアが0.7%(同0.2%)、スペインが同0.3%(同0.0%)等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランド等については、現時点ではデータは未公表である。一方、ユーロ圏以外では英国が同0.2%(同0.6%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同0.3%(同0.3%)となった(付表1を参照)。

ユーロ圏では、12月の鉱工業生産指数が前月比で1.1%の低下、前年同月比では2.0%の低下となるなど、生産面での減速傾向が強まっている。雇用情勢については、12月の失業率は10.4%と、約14年ぶりの高水準となった。なかでも25歳未満の若年層の失業率は21.3%に達し、社会情勢の不安定化を招く一因ともなっている。こうしたなか、消費面でも12月の小売売上高は前月比0.4%の低下となった。

また、ドイツについても、足元で企業景況感指数が上昇するなど一部には改善の兆候もあるが、全体としては景気の弱さを示す指標が増加している。12月の製造業受注は前月比1.7%の増加となり、11月の同4.9%低下から回復したが、月々で振れの大きい展開が続いている。鉱工業生産指数は12月には前月比2.9%の減少と、09年1月以降で最大の落ち込みを示した。また、輸出額は、11年の年間輸出額は前年比11.4%増となったものの、12月は前月比で4.3%の減少となった。一方、1月の失業率は6.7%と低水準を維持しているが、12月の小売売上高は前月比1.4%の低下となるなど、労働市場の堅調さが必ずしも消費の下支えとはなっていない。

以上の情勢に対し、欧州中央銀行(ECB)は、11月に引続き12月に政策金利を0.25%引き下げ1.00%とするとともに、これまでの最長となる期間約3年の資金供給の実施など追加的な措置を決定した。1月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.7%上昇と依然高水準が続いているが、ECBは12年中には2%未満に低下すると判断しており、経済の減速化を受け、今後さらに政策金利を引き下げる可能性が高い。

## 中国経済

中国経済はこれまでの金融引締めや外需の急減を受けて、緩やかな減速基調を辿っている。国家統計局が発表した11年10~12月期の実質GDP成長率は前年比8.9%と、4四半期連続での減速となった。その結果、11年の経済成長率も9.2%と、10年(10.4%)から鈍化した(付表2中国経済)。



足元の個人消費は、所得環境の改善などを背景に底堅く推移する一方、固定資産投資は住宅購入制限など不動産抑制策の継続などから低調さが続いていると思われる。外需も欧州の景気減速などにより、1月の輸出は前年比 0.5%となった。不動産抑制策の緩和や外需の好転があまり見られないため、1~3月期の景気は緩やかな減速が続くと見られる。ただし、元旦・春節(旧正月)連休による影響が大きいいため、輸出(1月)の実態はこれほどの落ち込みではないと見ている。

一方、1月の消費者物価指数(CPI)は前年比 4.5%と、春節要因(特に食品価格の上昇率が高い)で一時的に上昇幅が拡大した。しかし、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率(1月、前年比 0.7%)が大きく縮小していることもあり、2月のCPIは前年比 4%を割る可能性が高い。今後のインフレ上昇率は鈍化傾向となり、12年を通じては前年比 4%程度と予想される。

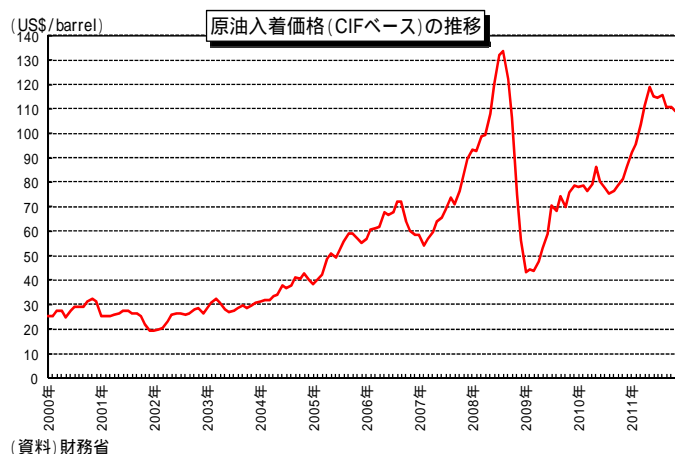
前述した景気減速、インフレの鈍化傾向を踏まえ、12年の経済政策の軸足はインフレ抑制から安定成長へシフトする可能性が高まっている。12年の経済政策の方向性を決定する中央経済工作会議によれば、11年と同様、「積極的財政政策、穏健な金融政策(中立的金融政策)」が打ち出された。なお、中立的金融政策とされてはいるが、12年前半には預金準備率の引下げなどを含め金融緩和策が実施されるとの見方が有力である。

今後の経済については、緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高いと見る。ただし、12年秋(10~11月)に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12年前半には金融緩和が打ち出されることもあり、实体经济は12年後半から再度拡大基調に転じることが見込まれる。総じてみると、12年の経済成長率は8%後半になると予想される。

#### 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

11年初頭にかけて、新興国経済の底堅さや先進国での大胆な金融緩和策、さらには中東・北アフリカ諸国での民主化運動激化などに伴う資源などの安定供給に対する不安などが重なり、国際商品市況の上昇傾向が強まった。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりから昨春までには上昇は止まり、夏場以降は調整局面に入っている。しかし、年末から年初にかけてはやや持ち直す動きも散見されてきた。世界経済情勢に関しては厳しい見方が根強いものの、ECBによる3年物資金供給実施が過度の悲観論払拭に奏功したほか、イラン情勢の緊迫化やラニーニャ現象などに伴う供給懸念もあり、それらの成り行きへの注目度が高い。

このうち、原油(WTI先物、期近物)については、11年10月初旬にかけて一時70ドル台半ばまで下落した。ただし、その後は米国経済に対する過度の悲観論の後退やドル安に対するヘッジ買いニーズなどから反転し、直近は100ドルを挟む動きが続いている。なお、最近の世界経済の成長鈍化を受けて、国際エネルギー機関(IEA)では、12年の世界の原油需要予想を6ヶ月連続で下方修正、世界全体の需要の伸びは1%以下になるとした。また、イラン制裁による原油供給の影響については、市場は「十分に供給サイドの柔軟性がある」との評価を下している。一方、米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)は4ヶ月ぶりに需要見通しを上方修正、非OPEC諸国の生産拡大が遅れているため、需給環境



は引き締まる可能性があるとした。

世界経済の先行きにとって、欧州危機は警戒すべき下振れリスクではあるが、一段と深刻化し、世界全体に悪影響が広がるとの見方をメインシナリオとしているわけではなく、むしろ12年半ば以降、新興国では再び底堅さを伴ってくるとの前提や日本での火力発電シフトに伴う原油需要が根強いことが見込まれることから、先行き原油価格が大きく調整することはないだろう。国内への原油入着価格については、11年度下期は110ドル前後、12～13年度にかけては緩やかに上昇、115～125ドルで推移することを見込んでいる。

## (株)農林中金総合研究所

## 2011～13年度 日本経済見通し

|                | 単位     | 2010年度<br>(実績) | 2011年度<br>(予測) | 2012年度<br>(予測) | 2013年度<br>(予測) |
|----------------|--------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 名目GDP          | %      | 1.1            | 2.4            | 1.1            | 1.4            |
| 実質GDP          | %      | 3.1            | 0.5            | 1.8            | 2.0            |
| 民間需要           | %      | 3.0            | 0.2            | 2.2            | 2.1            |
| 民間最終消費支出       | %      | 1.5            | 0.6            | 1.0            | 1.2            |
| 民間住宅           | %      | 2.3            | 4.1            | 9.5            | 5.7            |
| 民間企業設備         | %      | 3.5            | 0.0            | 3.9            | 4.5            |
| 民間在庫品増加(寄与度)   | %pt    | 0.8            | 0.4            | 0.2            | 0.2            |
| 公的需要           | %      | 0.5            | 1.9            | 2.9            | 0.3            |
| 政府最終消費支出       | %      | 2.3            | 1.8            | 0.6            | 0.5            |
| 公的固定資本形成       | %      | 6.8            | 1.5            | 13.7           | 0.4            |
| 輸出             | %      | 17.2           | 1.9            | 1.9            | 5.8            |
| 輸入             | %      | 12.0           | 5.0            | 5.4            | 4.5            |
| 国内需要寄与度        | %pt    | 2.4            | 0.5            | 2.3            | 1.7            |
| 民間需要寄与度        | %pt    | 2.2            | 0.1            | 1.6            | 1.6            |
| 公的需要寄与度        | %pt    | 0.1            | 0.5            | 0.7            | 0.1            |
| 海外需要寄与度        | %pt    | 0.8            | 1.0            | 0.4            | 0.3            |
| GDPデフレーター(前年比) | %      | 2.0            | 1.9            | 0.8            | 0.6            |
| 国内企業物価(前年比)    | %      | 0.7            | 1.7            | 0.8            | 1.4            |
| 全国消費者物価(＃)     | %      | 0.9            | 0.1            | 0.3            | 0.0            |
| 完全失業率          | %      | 5.0            | 4.5            | 4.4            | 4.0            |
| 鉱工業生産(前年比)     | %      | 9.0            | 2.5            | 5.4            | 5.5            |
| 経常収支(季節調整値)    | 兆円     | 15.9           | 8.4            | 10.6           | 13.4           |
| 名目GDP比率        | %      | 3.3            | 1.8            | 2.2            | 2.8            |
| 為替レート          | 円/ドル   | 85.7           | 78.7           | 78.4           | 80.8           |
| 無担保コールレート(O/N) | %      | 0.09           | 0.07           | 0.08           | 0.08           |
| 新発10年物国債利回り    | %      | 1.15           | 1.07           | 1.23           | 1.39           |
| 通関輸入原油価格       | ドル/バレル | 84.4           | 112.5          | 115.0          | 121.3          |

(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)

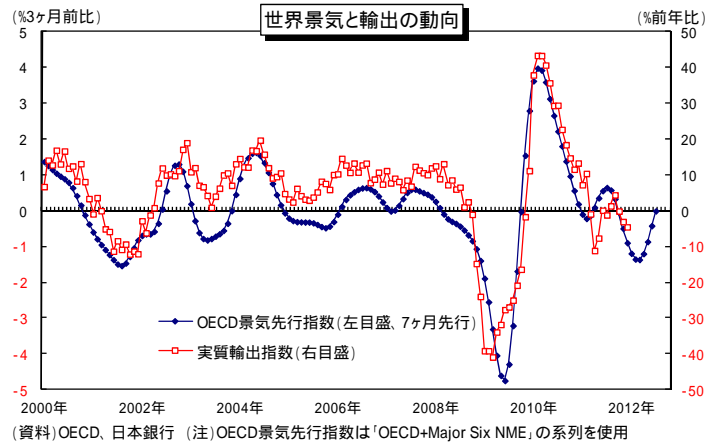
|                | 単位     | 2011年 |       |       |         | 2012年 |       |       |         | 2013年 |       |       |         | 2014年 |
|----------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|
|                |        | 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          | %      | 1.9   | 1.5   | 1.5   | 0.8     | 0.3   | 0.3   | 0.5   | 0.4     | 0.0   | 0.3   | 0.4   | 0.4     | 0.5   |
| 実質GDP          | %      | 1.8   | 0.4   | 1.7   | 0.6     | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 0.6     | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.6     | 0.6   |
| (年率換算)         | %      | 6.8   | 1.5   | 7.0   | 2.3     | 1.7   | 1.8   | 3.0   | 2.5     | 1.2   | 1.7   | 2.1   | 2.3     | 2.6   |
| 民間需要           | %      | 2.1   | 0.3   | 1.3   | 0.3     | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.5     | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6     | 0.6   |
| 民間最終消費支出       | %      | 1.1   | 0.3   | 1.0   | 0.3     | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 0.3     | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.4     | 0.4   |
| 民間住宅           | %      | 1.6   | 2.5   | 4.5   | 0.8     | 1.9   | 2.0   | 4.0   | 3.0     | 2.0   | 1.0   | 0.5   | 0.5     | 0.2   |
| 民間企業設備         | %      | 0.5   | 0.2   | 0.0   | 1.9     | 0.7   | 0.8   | 1.1   | 1.0     | 1.0   | 1.2   | 1.2   | 1.2     | 1.2   |
| 民間在庫品増加(寄与度)   | %pt    | 0.9   | 0.1   | 0.2   | 0.3     | 0.2   | 0.1   | 0.0   | 0.0     | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0   |
| 公的需要           | %      | 0.1   | 1.8   | 0.0   | 0.1     | 0.6   | 1.1   | 1.6   | 0.7     | 0.6   | 0.3   | 0.1   | 0.2     | 0.2   |
| 政府最終消費支出       | %      | 0.4   | 0.7   | 0.3   | 0.3     | 0.3   | 0.1   | 0.1   | 0.1     | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2     | 0.2   |
| 公的固定資本形成       | %      | 2.5   | 6.6   | 1.6   | 2.5     | 2.0   | 6.0   | 8.5   | 3.5     | 3.0   | 2.0   | 0.0   | 0.2     | 0.5   |
| 輸出             | %      | 0.3   | 6.2   | 8.6   | 3.1     | 0.3   | 0.1   | 0.9   | 1.2     | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5     | 1.6   |
| 輸入             | %      | 1.0   | 0.3   | 3.4   | 1.0     | 0.8   | 1.5   | 1.4   | 1.0     | 1.2   | 1.0   | 1.2   | 1.1     | 0.9   |
| 国内需要寄与度        | %pt    | 1.6   | 0.6   | 0.9   | 0.1     | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 0.6     | 0.2   | 0.3   | 0.5   | 0.5     | 0.5   |
| 民間需要寄与度        | %pt    | 1.5   | 0.2   | 0.9   | 0.1     | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4     | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4     | 0.4   |
| 公的需要寄与度        | %pt    | 0.0   | 0.4   | 0.0   | 0.1     | 0.1   | 0.3   | 0.4   | 0.2     | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.0     | 0.1   |
| 海外需要寄与度        | %pt    | 0.2   | 1.0   | 0.8   | 0.6     | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.0     | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1     | 0.1   |
| GDPデフレーター(前年比) | %      | 1.9   | 2.3   | 2.1   | 1.6     | 1.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8     | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.6     | 0.4   |
| 国内企業物価(前年比)    | %      | 1.8   | 2.5   | 2.6   | 1.5     | 0.4   | 0.4   | 0.7   | 1.0     | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.5     | 1.6   |
| 全国消費者物価(＃)     | %      | 0.8   | 0.2   | 0.2   | 0.1     | 0.3   | 0.4   | 0.3   | 0.2     | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.1     | 0.2   |
| 完全失業率          | %      | 4.7   | 4.6   | 4.4   | 4.5     | 4.6   | 4.5   | 4.4   | 4.3     | 4.2   | 4.1   | 4.1   | 4.0     | 3.9   |
| 鉱工業生産(前期比)     | %      | 2.0   | 4.0   | 4.3   | 0.4     | 2.0   | 1.0   | 1.5   | 1.2     | 1.1   | 1.2   | 1.5   | 1.7     | 1.5   |
| 経常収支(季節調整値)    | 兆円     | 3.3   | 1.9   | 2.7   | 1.8     | 2.0   | 2.2   | 2.6   | 2.8     | 3.0   | 3.2   | 3.3   | 3.4     | 3.5   |
| 名目GDP比率        | %      | 2.8   | 1.6   | 2.3   | 1.5     | 1.7   | 1.9   | 2.2   | 2.4     | 2.5   | 2.7   | 2.8   | 2.8     | 2.9   |
| 為替レート          | 円/ドル   | 82.3  | 81.7  | 77.8  | 77.4    | 78.0  | 78.0  | 78.0  | 78.5    | 79.0  | 80.0  | 80.5  | 81.0    | 81.5  |
| 無担保コールレート(O/N) | %      | 0.09  | 0.07  | 0.08  | 0.08    | 0.07  | 0.08  | 0.08  | 0.08    | 0.08  | 0.08  | 0.08  | 0.08    | 0.08  |
| 新発10年物国債利回り    | %      | 1.25  | 1.18  | 1.05  | 1.00    | 1.05  | 1.15  | 1.20  | 1.25    | 1.30  | 1.35  | 1.35  | 1.40    | 1.45  |
| 通関輸入原油価格       | ドル/バレル | 97.2  | 115.2 | 113.8 | 111.2   | 110.0 | 110.0 | 115.0 | 115.0   | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0   | 125.0 |

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

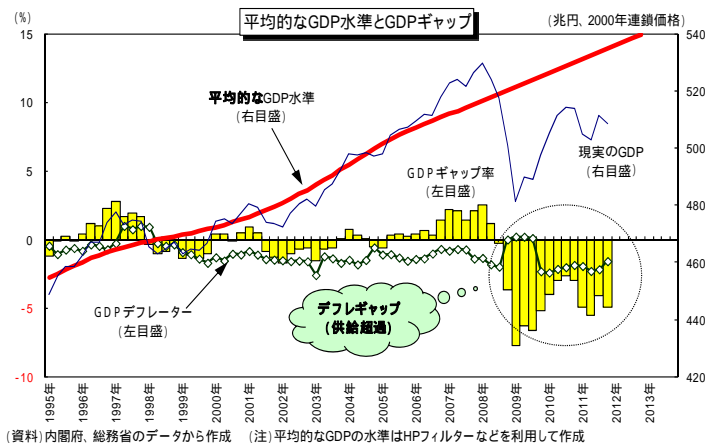
### 3. 2011～13年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 経済見通し

冒頭で述べたとおり、足元の国内景気は頭打ち気味の推移を続けている。近い将来の国内景気を展望する上で、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要の本格化とそれらと呼び水として創出される民間需要などの動きなどが重要である点は前回までの予測と変更はない。結論から言えば、12年度に入れば震災復興の本格化に伴う景気押し上げ効果が期待されるほか、欧州債務危機への警戒は根強いとはいえ、12年半ばには米国や中国を筆頭とする新興国経済の持ち直しが始まり、わが国の輸出も増勢が再び強まるものと思われる。とはいえ、当面の国内経済に対するリスク要因として、欧州債務危機の行方、新興国経済、円高・デフレ、電力供給懸念、等を考慮していく必要がある。これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。



まず、足元1～3月期については、9兆円超の復興費を盛り込んだ第3次補正予算はすでに成立したものの、実際に公共事業が開始されるまでには一定程度の時間が必要である。かつ被災地が東北地方の太平洋岸が中心であることを考えると、冬場に事業が本格化する可能性は薄い。それゆえ、公的な復興需要はまだ本格化は見込めない。また、欧州や新興国中心に景気減速が進行中であることから引き続き輸出の減少が続くものと予想される。なお、民間部門では、公共事業の本格化を待たずに、徐々に復興需要が散見されつつあるほか、タイ洪水等の影響が解消し、在庫復元の動きが強まることなどを踏まえると、国内経済の牽引役は不在とはいえ、1～3月期にはプラス成長への転換が図られるものと予想する(前期比0.4%、同年率1.7%)。この結果、**11年度の実質GDP成長率は前年度比0.5%**(前回12月時点の予測(同0.6%)から上方修正)と、2年ぶりのマイナス成長に陥るものと予測する。このマイナス成長は、大震災に加え、11年夏場以降の世界経済の成長鈍化の影響による面が大きい。また、**名目GDP成長率も同2.4%**(前回予測は同2.5%)と2年ぶりのマイナスと予測。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、さらには資源高止まり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1.9%**(前回予測も同1.9%)と、14年連続でのマイナスとなるだろう。



続く12年度については、上期については輸出環境の好転はなかなか望めないが、それを補う形で復興に向けた公共事業が開始され、それに伴って民間需要も一段と刺激されるなど、復興需要がいよいよ本格化してくることから、回復基調をたどるものと想定する。ただし、年度下期中には公共投資はピーク

アウトし、年度末にかけて成長率は一旦減速すると思われる。12年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 1.8%へ加速(前回予測(1.7%)から上方修正)**、潜在成長率を上回る成長を予想した。とはいえ、震災復興期であることを踏まえれば、力強さはそれほど感じられない数字であることに留意する必要がある。また、**名目 GDP 成長率も 1.1%(前回予測は 0.8%)**と2年ぶりにプラスに転じる。**GDP デフレーターは前年度比 0.8%(前回予測は同 0.9%)**と、マイナス状態が続く。

13年度については、復興需要の主役が「公的部門」から「民間部門」へとシフトするなかで、世界経済の持ち直し傾向が徐々に強まることを想定しており、外需も景気牽引役として浮上してくるだろう。その結果、**実質ベースで 2.0%成長となる可能性が高い**だろう。名目成長率も**プラス(1.4%)**を予想する。ただし、依然として**名実逆転状態は解消されず**、再逆転は14年度以降に持ち越されることになるだろう(GDP デフレーターは前年度比 0.6%と依然マイナス)。

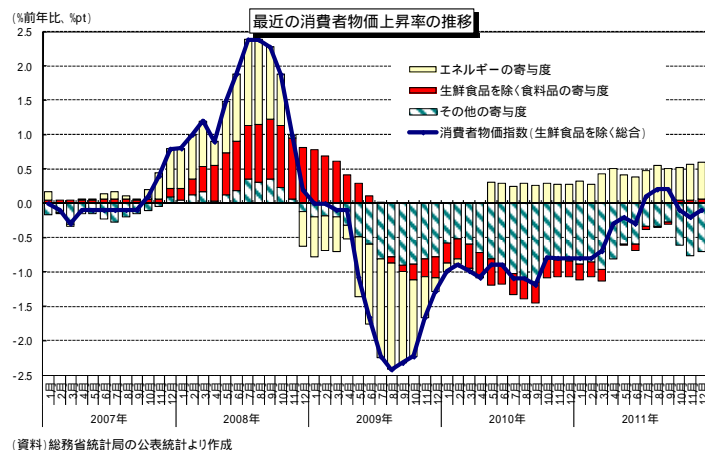
雇用情勢については、有効求人倍率は緩やかな上昇傾向にあるが、11年9月には4.1%まで低下した失業率が12月には4.6%まで再上昇するなど、明確な改善が見られない。11年2月から9月にかけて、失業者数は38万人、雇用者も64万人、それぞれ減少し、一方で非労働力人口は80万人増加した。この失職者の労働市場からの退出が9月にかけての失業率低下となって現れたわけだが、逆に9月から12月にかけては一旦退出した人々の再参入が起きている(雇用者は20万人増、失業者は22万人増、非労働力人口は30万人減)。今後想定される官民両輪そろった復興需要の本格化は、雇用環境の改善に貢献すると思われるが、リーマン・ショック後の景気悪化期も含めて非労働力化した人々の労働市場への再参入が続く可能性を踏まえれば、失業率は下げ渋るものと思われる。さらに、歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響も将来的な雇用に影響を与えることも十分ありうる。**11年度最終四半期(12年1~3月期)は4.6%、12年度最終四半期(13年1~3月期)は4.2%、13年度最終四半期(14年1~3月期)は3.9%**と、当面は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

11年春にかけて高騰した国際商品市況の影響が、時間差を伴って電気料金や石油製品などエネルギー関連の価格を上昇させたことや、たばこ税増税や損害保険料引上げなどにより、代表的なインフレ指標である全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は7~9月にかけて小幅ながらも前年比プラス状態となった。とはいえ、消費財・サービスに関する需給環境は永年崩れたままであり、物価のベース部分に対しての下落圧力は根強い。10月には消費者物価は再び下落に転じた。

先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを一気に解消させるほど景気の勢いが強まることには考えにくく、企業が投入コスト高を最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況は続くだろう。当面は、歴史的な円高水準の定着や世界景気の減速傾向などを受けて、物価下落が継続するものと予想する。

なお、目先については、国内景気の低調さから引き続き物価下落圧力は根強いことに加え、ガソリンなど石油製品価格は高止まっているものの、前年比上昇率が年度末



にかけて縮小し、消費者物価の下落幅が若干拡大することが想定される。以上から、11年度の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比 0.1%と、3年連続の下落になると予想する。続く12年度には、復興需要の本格化などによって、物価はゆっくりと下落幅を縮小していくと思われるが、年度を通じては同 0.3%と下落幅は拡大する。その後、13年度半ばには下げ止まり、後半には物価は小幅上昇に転じるが、それは新興国の堅調な経済成長に伴う国際商品市況の上昇を背景としたエネルギー・食料品の値上がりによる面が大きく、ベース部分では依然弱含む動きが残るだろう。13年度を通じては同 0.0%と予測する。

**2011～13年度 日本経済見通し**  
 (前期比)

|              | 単位 | 2010年度 | 2011年度 |      | 2012年度 |      |      | 2013年度 |      |
|--------------|----|--------|--------|------|--------|------|------|--------|------|
|              |    | 通期     | 通期     | 上半期  | 下半期    | 通期   | 上半期  | 下半期    | 通期   |
| 実質GDP        | %  | 3.1    | 0.5    | 0.4  | 1.3    | 1.8  | 1.0  | 1.5    | 2.0  |
| 民間需要         | %  | 3.0    | 0.2    | 0.1  | 1.9    | 2.2  | 1.1  | 1.3    | 2.1  |
| 民間最終消費支出     | %  | 1.5    | 0.6    | 0.3  | 1.4    | 1.0  | 0.4  | 0.6    | 1.2  |
| 民間住宅         | %  | 2.3    | 4.1    | 0.5  | 4.6    | 9.5  | 5.0  | 8.2    | 5.7  |
| 民間企業設備       | %  | 3.5    | 0.0    | 0.4  | 2.3    | 3.9  | 1.7  | 2.5    | 4.5  |
| 公的需要         | %  | 0.5    | 1.9    | 1.8  | 0.1    | 2.9  | 2.2  | 2.0    | 0.3  |
| 政府最終消費支出     | %  | 2.3    | 1.8    | 1.1  | 0.8    | 0.6  | 0.2  | 0.1    | 0.5  |
| 公的固定資本形成     | %  | 6.8    | 1.5    | 4.4  | 3.1    | 13.7 | 11.6 | 10.6   | 0.4  |
| 財貨・サービスの純輸出  | 兆円 | 16.8   | 11.8   | 12.6 | 11.1   | 9.6  | 9.5  | 9.8    | 11.2 |
| 輸出           | %  | 17.2   | 1.9    | 2.4  | 5.0    | 1.9  | 0.3  | 2.8    | 5.8  |
| 輸入           | %  | 12.0   | 5.0    | 2.5  | 4.8    | 5.4  | 2.6  | 3.0    | 4.5  |
| 内需寄与度 (前期比)  | %  | 2.4    | 0.5    | 0.3  | 1.0    | 2.3  | 1.3  | 1.1    | 1.7  |
| 民間需要 (＃)     | %  | 2.2    | 0.1    | 0.1  | 0.9    | 1.6  | 0.8  | 0.8    | 1.6  |
| 公的需要 (＃)     | %  | 0.1    | 0.5    | 0.4  | 0.0    | 0.7  | 0.5  | 0.3    | 0.1  |
| 外需寄与度 (＃)    | %  | 0.8    | 1.0    | 0.7  | 0.3    | 0.4  | 0.3  | 0.1    | 0.3  |
| デフレーター (前年比) | %  | 2.0    | 1.9    | 2.2  | 1.6    | 0.8  | 0.7  | 0.8    | 0.6  |

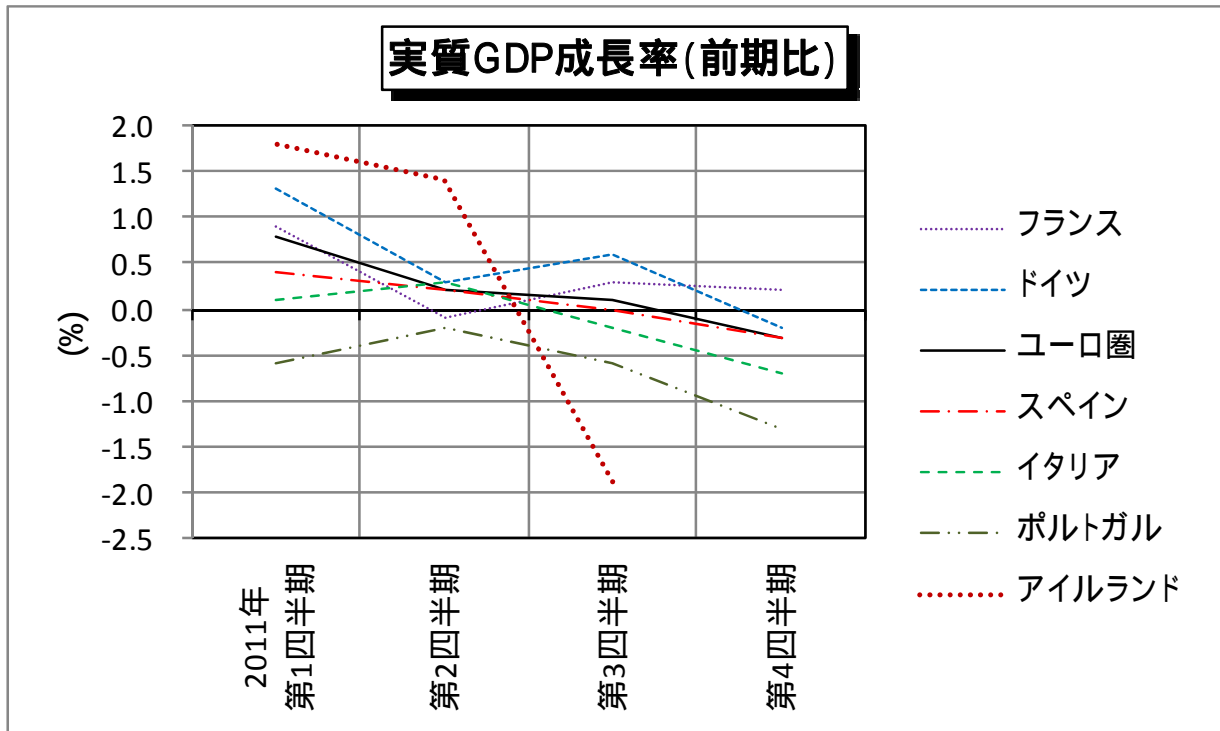
## (前年同期比)

|             | 単位 | 2010年度 | 2011年度 |      | 2012年度 |      |     | 2013年度 |      |
|-------------|----|--------|--------|------|--------|------|-----|--------|------|
|             |    | 通期     | 通期     | 上半期  | 下半期    | 通期   | 上半期 | 下半期    | 通期   |
| 名目GDP       | %  | 1.1    | 2.4    | 3.3  | 1.6    | 1.1  | 0.8 | 1.4    | 1.4  |
| 実質GDP       | %  | 3.1    | 0.5    | 1.1  | 0.0    | 1.8  | 1.5 | 2.2    | 2.0  |
| 民間需要        | %  | 3.0    | 0.2    | 0.8  | 1.1    | 2.2  | 2.3 | 2.1    | 2.1  |
| 民間最終消費支出    | %  | 1.5    | 0.6    | 0.0  | 1.2    | 1.0  | 1.3 | 0.8    | 1.2  |
| 民間住宅        | %  | 2.3    | 4.1    | 5.4  | 2.9    | 9.5  | 7.5 | 11.4   | 5.7  |
| 民間企業設備      | %  | 3.5    | 0.0    | 1.9  | 1.8    | 3.9  | 4.1 | 3.8    | 4.5  |
| 公的需要        | %  | 0.5    | 1.9    | 1.6  | 1.9    | 2.9  | 2.3 | 3.4    | 0.3  |
| 政府最終消費支出    | %  | 2.3    | 1.8    | 1.9  | 1.7    | 0.6  | 0.9 | 0.3    | 0.5  |
| 公的固定資本形成    | %  | 6.8    | 1.5    | 0.1  | 2.0    | 13.7 | 9.1 | 18.4   | 0.4  |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 16.8   | 11.8   | 12.6 | 11.1   | 9.6  | 9.5 | 9.8    | 11.2 |
| 輸出          | %  | 17.2   | 1.9    | 2.2  | 1.7    | 1.9  | 1.0 | 2.7    | 5.8  |
| 輸入          | %  | 12.0   | 5.0    | 4.3  | 5.7    | 5.4  | 5.8 | 5.0    | 4.5  |

|              |        |      |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内企業物価 (前年比) | %      | 0.7  | 1.7   | 2.6   | 0.9   | 0.8   | 0.5   | 1.1   | 1.4   |
| 全国消費者物価 (＃)  | %      | 0.9  | 0.1   | 0.0   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.2   | 0.0   |
| 完全失業率        | %      | 5.0  | 4.5   | 4.5   | 4.6   | 4.4   | 4.5   | 4.3   | 4.0   |
| 鉱工業生産 (前年比)  | %      | 9.0  | 2.5   | 4.5   | 0.4   | 5.4   | 5.5   | 5.3   | 5.5   |
| 住宅着工戸数       | 千戸     | 819  | 826   | 422   | 404   | 935   | 448   | 488   | 1,025 |
| 経常収支         | 兆円     | 15.9 | 8.4   | 4.6   | 3.8   | 10.6  | 4.8   | 5.8   | 13.4  |
| 貿易収支         | 兆円     | 6.5  | 3.4   | 1.4   | 2.0   | 2.1   | 0.0   | 2.1   | 7.5   |
| 為替レート(前提)    | ドル/円   | 85.7 | 78.7  | 79.8  | 77.7  | 78.4  | 78.0  | 78.8  | 80.8  |
| 通関輸入原油価格(前提) | ドル/バレル | 84.4 | 112.5 | 114.5 | 110.6 | 115.0 | 112.5 | 117.5 | 121.3 |

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

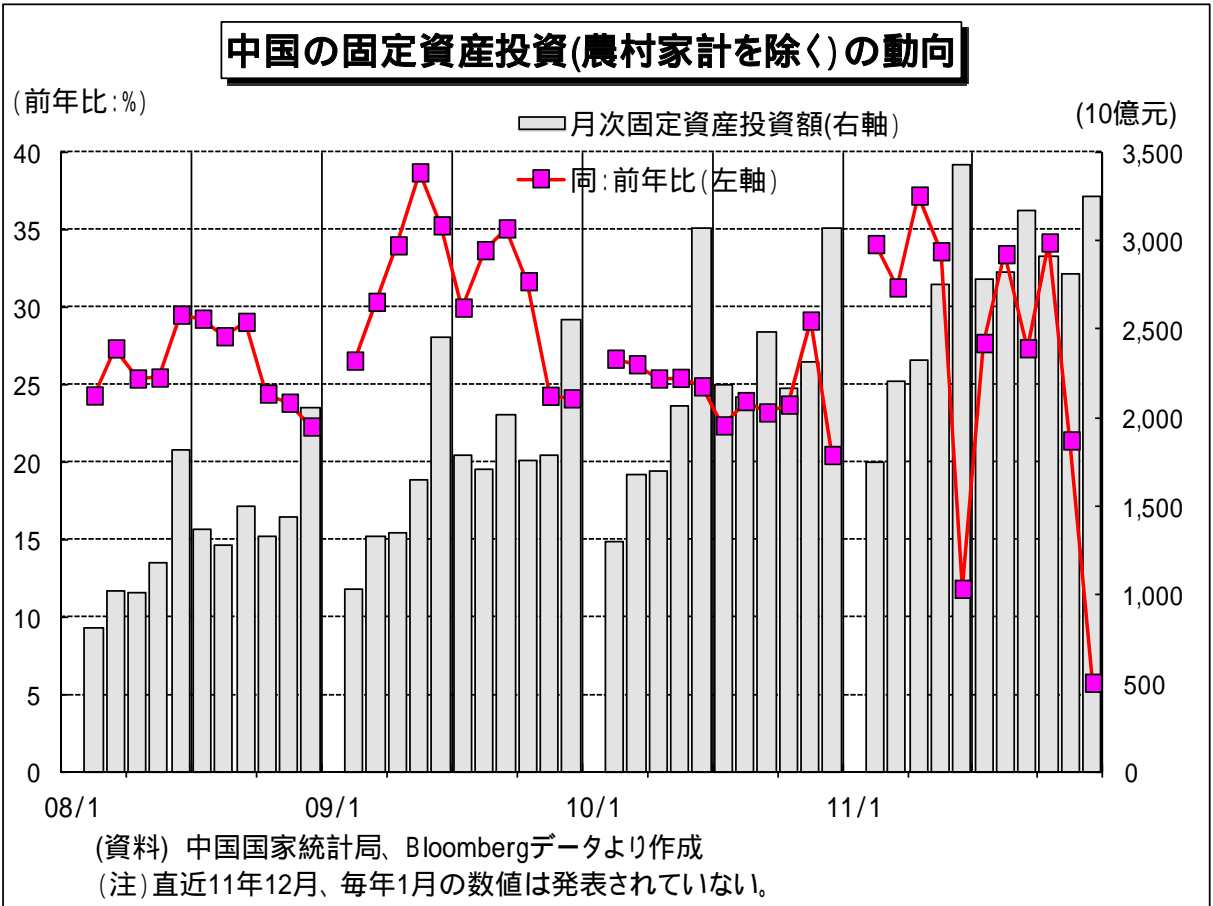
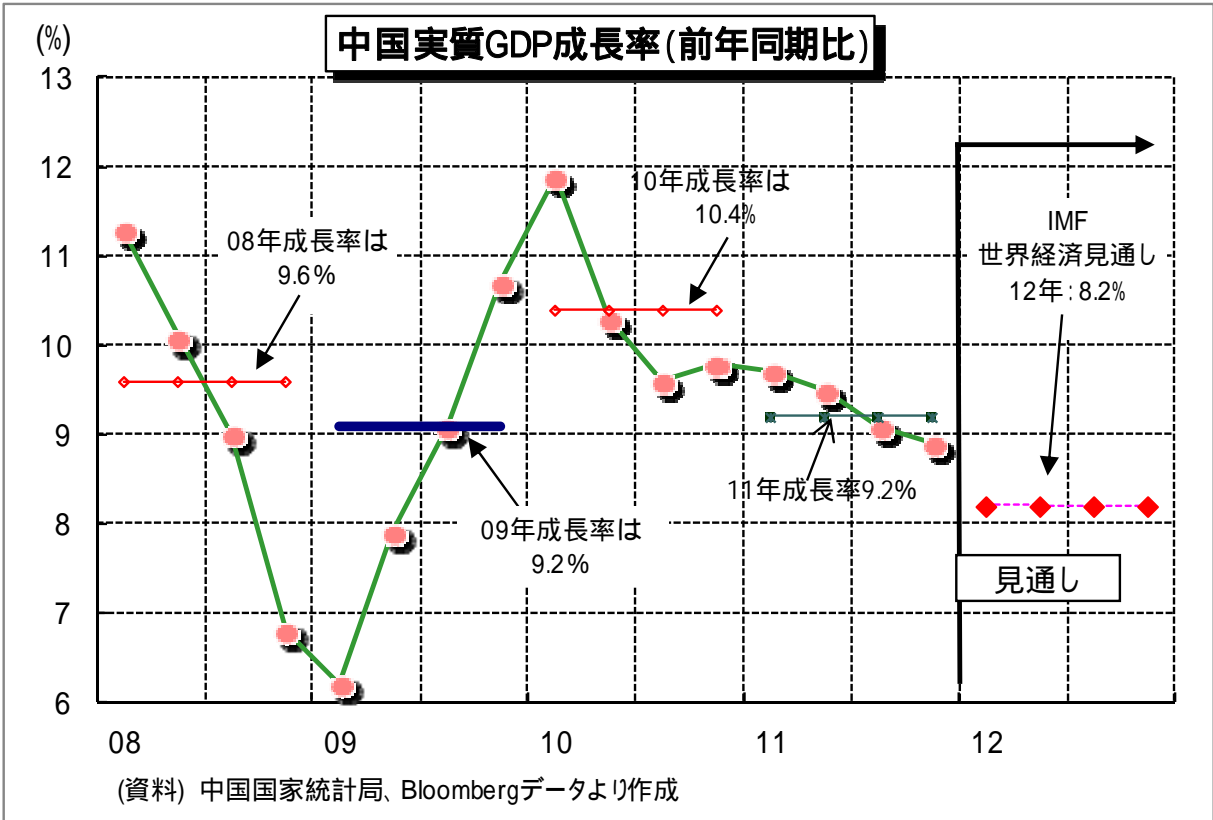
付表 1: 欧州経済



(資料) 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 4 四半期のデータは未公表。  
 ギリシャは上記の全期間にわたってデータは未公表。



付表 2: 中国経済



## 今月の焦点

### 海外経済金融

## 長期緩和姿勢を強めた米国の金融政策

～景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性が高い～

木村 俊文

### ゼロ金利政策を2014年後半まで延長

米連邦準備理事会（FRB）は、1月24～25日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、金融政策の現状維持（異例の低金利政策の継続、保有証券の平均残存期間延長と償還資金の再投資）を決定するとともに、新たな方針や見通しなどを発表した。

新年入りに伴いFOMCで投票権を持つ4人の地区連銀総裁が交代したことにより、緩和策の実施を支持するハト派的な姿勢が強まるなか、FRBが今回変更した点は次の4つである。

第一は、「少なくとも2014年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」と、これまでの時間軸（13年半ば）を1年半ほど延長する方針を決定した。第二は、最新の経済見通しを公表し、12～13年の成長率見通しを下方修正した。第三は、金融政策の透明性向上のために、将

来の利上げ時期予想と向こう3年間の政策金利見通しを新たに発表した。第四は、長期的なインフレ目標（ゴール）を明確化し、前年比の個人消費支出（PCE）デフレーターを2%に設定した。

以下では、注目する必要があると思われる主なポイントを概説するとともに、金融政策の先行きについて展望してみたい。

### 経済見通しを下方修正

FOMC後に公表された最新の経済見通し（年4回発表）によれば、FRB理事と連銀総裁の17人による12年の実質GDP成長率（予想中心帯）は2.2～2.7%と、前回11月時点の予想（2.5～2.9%）から引き下げられた（図表1）。同様に13年の成長率についても2.8～3.2%と、前回予想（3.0～3.5%）から下方修正された。また、12～13年の失業率についても、足元

で改善していることを踏まえて引き下げられた。

一方、今回初めて公表された利上げ時期予想によれば、17人が予想する利上げ時期は12年と13年が各3人、14年が最も多く5人、次いで多かったのが15年の4人で、

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(12年1月時点)

(各項目のカッコ内は11年11月時点) (%)

| 年次<br>項目        | 2012                 | 2013                 | 2014                 | 長期                   |
|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 実質GDP           | 2.2～2.7<br>(2.5～2.9) | 2.8～3.2<br>(3.0～3.5) | 3.3～4.0<br>(3.0～3.9) | 2.3～2.6<br>(2.4～2.7) |
| 失業率             | 8.2～8.5<br>(8.5～8.7) | 7.4～8.1<br>(7.8～8.2) | 6.7～7.6<br>(6.8～7.7) | 5.2～6.0<br>(5.2～6.0) |
| PCE<br>デフレーター   | 1.4～1.8<br>(1.4～2.0) | 1.4～2.0<br>(1.5～2.0) | 1.6～2.0<br>(1.5～2.0) | 2.0<br>(1.7～2.0)     |
| コアPCE<br>デフレーター | 1.5～1.8<br>(1.5～2.0) | 1.5～2.0<br>(1.4～1.9) | 1.6～2.0<br>(1.5～2.0) | 未集計                  |

(資料)FRB資料より作成

(注)メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。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

16年は2人だった。

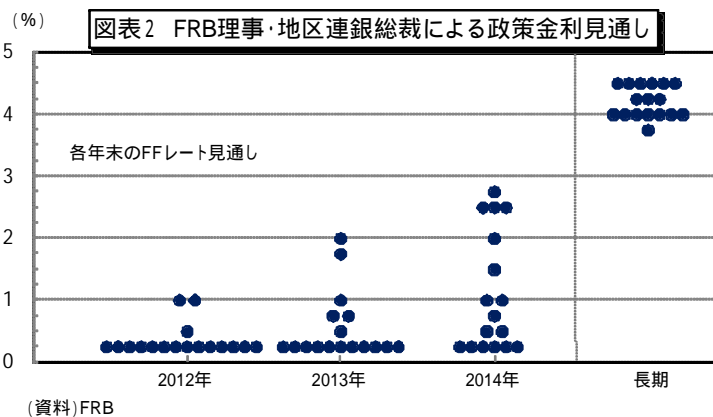
ただし、17人のうち11人が14年末までの利上げを予想しており、FOMC声明の「2014年後半まで異例の低金利維持」とズレがある。これは声明作成に関わったのがFOMCで投票権を持つ10人に限定されることによるものであり、バーナ

ンキ議長が後に会見で釈明しているとおり、利上げ時期予想よりも声明の方が優先される。

もう一つ、今回から初公表された金利見通しでは、向こう3年間の年末時点の政策金利（FF金利）と長期的な金利誘導水準が示された（図表2）。予想範囲は12年が0.25～1.00%、13年は0.25～2.00%、14年は0.25～2.75%と幅があるものの、いずれの年も最も頻繁に出現する値（最頻値）は0.25%となっている。一方で、長期的な金利誘導水準は3.75～4.5%（予想中心帯は4.00～4.5%）と示されたが、利上げ時期予想やその後の利上げペースを勘案すると、この誘導水準に達するには、かなりの期間を要すると見込まれる。

なお、2月15日に公表された議事録によれば、「政策金利予想の提示は一段と緩和的な金融環境の提供に役立つ」と公表に至った背景が説明された。また、少数のメンバーは「政策金利予想は景気見通しの大幅な変化に応じて修正の対象になる」と主張したことも判明している。

FRBは、前述の経済見通しと同様、今後とも利上げ時期予想と政策金利見通しを年4回公表する予定である。



## インフレ目標は2%

今回とりわけ注目されたのは、「PCEデフレーターに基づく年間2%のインフレ率が物価安定と雇用の最大化を実現するために最も妥当な水準である」と、長期的なインフレ目標の設定を表明したことである。

FRBは、声明で「年間2%のインフレ目標を一般の人々に明示することにより、家計や企業が意思決定をしやすくなり、経済や金融に関する透明性が向上して、金融政策の効果が高まる」としている。その上で、「長期的なインフレ期待を抑制することが物価安定と長期金利の穏やかな動きをもたらし、著しい経済混乱に直面しても最大限の雇用実現につながる」とインフレ目標を導入した狙いを説明している。

なお、長期的な目標設定や政策手順については年1回、毎年1月の会合で見直しを行う予定である。

## なぜコアPCEではないのか？

ところで、FRBはこれまで、変動の大きい食品とエネルギーを除いた「コアPCEデフレーター」を重視しているとされて

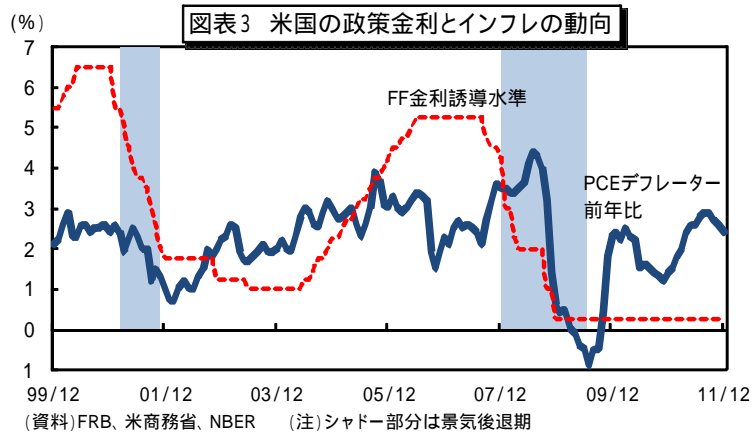
きた。しかし、今回、FRBが示した長期インフレ目標では、コアではなく、総合指数の PCE デフレーターが採用された。

これは標的とする指標を変えたわけではなく、短期的な足元のインフレ動向を見るにはバイアスが生じにくいコアの方が優

れ、長期にわたる基調的な動きを見る場合には総合指数の方が都合がよいと判断したものと思われる。

ちなみに、今回から長期目標に設定された PCE デフレーターの動きをみると、11 年前半のエネルギー価格高騰を受けて 9 月に前年比 3.9%まで上昇した後は、下落傾向を示しているものの、直近の 12 年 1 月は 3.0%と依然として長期目標の 2.0%を上回っている（図表 3）。

FRB は、前年に上昇した反動もあり、12 年から 13 年にかけて 2.0%を下回ると見込んでいる。バーナンキ議長は議会証言で、「今後数年間は 2%程度、もしくはそ



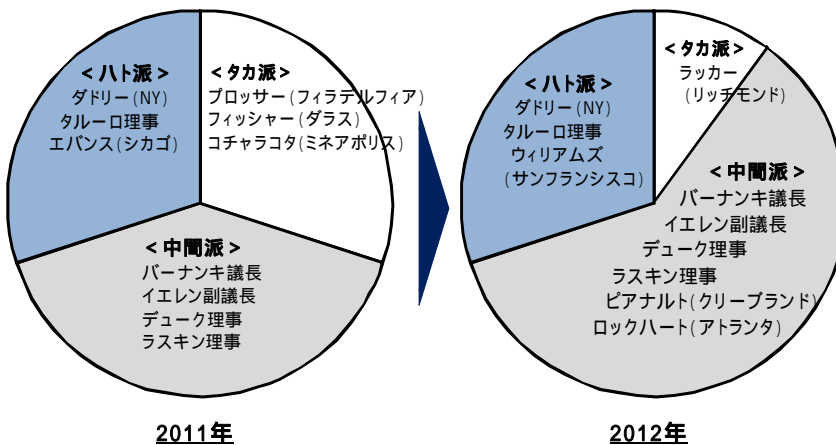
れを下回って推移すると予想しているため、このまま異例の金融緩和策を継続しても整合的である」との認識を示している。

### FOMC は新メンバーに交代

今回の FOMC から投票権を持つメンバーのうち地区連銀総裁 4 人が入れ替わった。11 年 9 月の緩和強化策をはじめ、FRB が進めてきた異例の金融緩和政策に反対したプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁のタカ派 3 人がメンバーから外れた（図表 4）。

12 年の新メンバーでは、明らかなタカ派として知られているのは、ラッカー・リッチモンド連銀総裁のみである。一方、新メンバーでハト派のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁は「景気が失速するような事態に陥った場合には住宅ローン担保証券（MBS）の

図表4 FOMC投票メンバーの変化



(資料)FRB公表資料や報道等から作成 (注)FRB理事は現在2人欠員。 は新メンバーを示す。

買い入れ再開が最善の手段である」と表明（2月8日）している。

また、中間派ながらもロックハート・アトランタ連銀総裁は「米経済が強くなりつつある兆候があるものの、労働市場の改善ペースの鈍さから、2014年までの事実上のゼロ金利政策は正当化される」とハト派寄りの発言（2月14日）をしているほか、ピアナルト・クリーブランド連銀総裁も「インフレ率は今年低下する見通しであり、その結果、一段の緩和余地ができる」との認識を示す（1月11日）など、FOMCは前年に比べハト派的な姿勢が強まったと言える。

なお、今回のFOMCで反対票を投じたのはラッカー・リッチモンド連銀総裁のみであり、異例の低金利が正当化される「期間」を明記しないよう主張した。

### 欠員補充の人事案件は難航か

オバマ大統領は11年12月末、現在空席となっている2人のFRB理事に元財務次官のジェローム・パウエル氏とハーバード大学教授のジェレミー・スタイン氏を指名することを発表した。

パウエル氏は、投資会社カーライル・グループの元パートナーであり、現在シンクタンク「超党派政策センター」で連邦政府と州政府の財政問題を研究している。同氏はブッシュ（父）政権で財務次官を務めた経験を持つことから、共和党の同意が得られやすいと見られている。一方のスタイン氏は、金融が専門の経済学者であり、国家経済会議（NEC）のメンバーや財務長官の上級顧問を務めるなどオバマ政権に仕えた人物である。

この人事案件は、上院の承認を得れば正式就任となる。ただし、過去にはFRB理事に指名されながらも、上院で共和党の度重なる反対から承認手続きが進まず、結局11年6月に辞退したマサチューセッツ工科大学のダイヤモンド教授の例があり、審議が難航する恐れもある。

### 追加緩和策の可能性

米国では、このところ雇用情勢が改善するなど、回復を示す経済指標が目立っている。しかし、FRBは欧州債務危機が金融市場に不透明感や不安定さをもたらすとして、下振れリスクを警戒する姿勢を変えていない。

また、バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で「さらなる金融緩和を行う用意がある」と言及したほか、FOMCの少数のメンバーが失業率の高止まりとインフレ圧力の欠如を理由に「追加の資産購入が近く正当化される可能性がある」と発言したことも議事録で明らかになっている。

1月の失業率が8.3%と前月に比べ0.2ポイント改善したことが発表されたのはFOMCの翌週だったが、それでもバーナンキ議長は議会証言で「失業率が8.3%に低下したが、歴史的な水準で見れば依然として極めて高い」と指摘し、労働市場が弱いという認識を改めて示している。

こうしたことから考えると、FRBは金融緩和姿勢を長期にわたって維持すると見込まれ、労働市場の動向など今後の景気次第では今年前半にも追加緩和策第3弾（QE3）を打ち出す可能性があると予想される。

（12.2.17 現在）

# 分析レポート

## 国内経済金融

### 「中長期的な物価安定の目途」と今後の金融政策運営

南 武志

#### はじめに

2012年2月13～14日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、約10兆円の資産買入基金増額の決定とともに、「中長期的な物価安定の目途(以下、「目途」)」が公表され、当面は1%の消費者物価(全国総合、以下CPI)上昇率の達成を目指した政策運営を行うことを明確にした。デフレ阻止に向けて積極果敢に動いてきた他の先進国・地域の中央銀行と比較すると、これまでの緩和努力は不十分と評価する意見が根強かったが、今回の「目途」の明示と今後想定される追加緩和策への期待から、金融資本市場の反応は「円安・株高」となった。以上の動きは、金融緩和政策の発動が円高圧力の緩和に資することを再確認させたといえるだろう(図表1)。

#### 「目途」の公表とインフレ目標政策

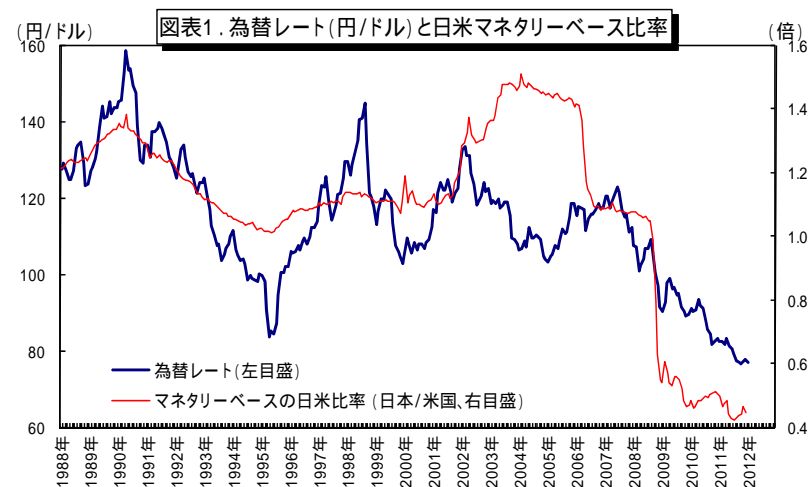
06年3月の量的緩和政策解除に伴い、新たな政策運営の枠組みを提示した。この中で、日銀は政策委員が望ましいと考えるCPI上昇率を「中長期的な物価安定の理解(以下、「理解」)」として発表、それを基に政策運営を行うこととしてきた。しかし、この枠組みに対して、日銀が「理解」達成に向けてどう関与する

のかが不明瞭との批判があった。実際、CPIの趨勢は依然として下落傾向にある(図表2)。折しも米FRBが「より長期的な物価安定のgoalは2%(個人消費支出(PCE)デフレーター・ベース)」と明確化したこともあり、日銀の政策運営の枠組みの再検討を求める意見が急浮上した。

また、「理解」が個々の政策委員の判断の単なる集計値だったのに対し、「目途」は政策委員会としての判断という位置づけとなった。なお、白川日銀総裁は、「目途」というのは、targetというニュアンスというよりも、米FRBが用いたgoalに相当する、と説明している。とはいえ、これまでの説明を聞く限り、インフレ目標政策にかなり接近した政策運営の枠組みであるものと思われる。

#### インフレ目標政策の理論的枠組み

経済発展段階を問わず、世界の多くの国々でインフレ目標政策(もしくはそれに類似する政策)が採用されたのはなぜ



であろうか<sup>(注1)</sup>。

基本的に、インフレ目標政策とは、中央銀行がある一定の期間内に目標とする物価上昇率（インフレ率）を達成することをコミット（公約）する、中央銀行はそのコミットメントを達成するために金融政策を行う、というものである。このような金融政策の運営手法が有効であるという考え方が出てきた背景には、現代マクロ経済学の発展に伴って、時間非整合性（動学的不整合性）などに関する議論の成果が金融政策論に盛り込まれてきたからである。

一般的に、中央銀行の使命として「物価の安定（もしくは通貨価値の維持）」が課せられるが、同時に「安定的な経済成長」や「雇用の最大化」も求められているケースが多い。中央銀行は、短期的なフィリップス曲線が右下がりであることを前提に、あらかじめインフレ率をある水準に誘導するというコミットするものとする。中央銀行に十分な信認があれば、人々が形成する予想インフレ率はその目標値に一致するはずである。一方で、中央銀行は人々が形成した予想インフレ率よりもやや高めのインフレ率に誘導することによって失業率を下げることが可能である。つまり、当初にコミットメントしたインフレ目標値を事後的に修正したほうが、社会的に望ましい結果が得られることになる。

しかし、金融政策は一回限りのゲームではなく、何度となく繰り返されるものである。人々は中央銀行のそうした企みをい

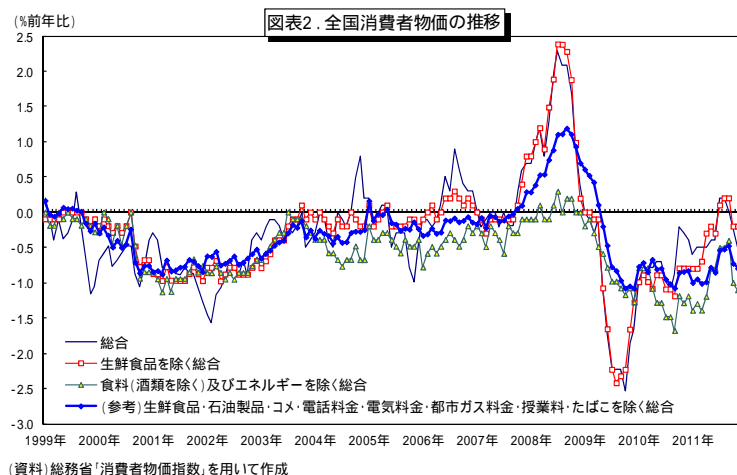
ずれ悟り、予想インフレ率は現実化しないことが判明すれば、あらかじめそれを見込んだ上での行動を行うことになり、その結果失業率は低下することはない。これが繰り返されれば、予想インフレ率だけが上昇して失業率は低下しなくなる。これが時間非整合性に伴うインフレ・バイアスの問題である。

このようなインフレ・バイアスを解消するために、いくつかの解決策が考えられてきたが、その中で最も有効と考えられているのが、中央銀行の裁量的な政策運営に制約を与え、かつ適度なインフレ状態に誘導することに対して強くコミットメントすることである。これが洗練されてインフレ目標政策へと発展したのである。中央銀行の役割を物価の安定に限定するとともに、目標とするインフレ率とインフレ予測値を明示し、自らの政策決定過程の透明性を高めることにより、裁量性が政策運営に混入するのを防ぐのである。

（注1）詳細は南（2006）を参照。

## 不可欠な中央銀行への信認

もちろん、中央銀行がインフレ目標を実現するだけの手段を保有していること



が、この政策の導入の前提であることは言うまでもない。実現する手段がなければ、人々が中央銀行を信認することはないということも言うまでもないだろう。また、中央銀行があらかじめ行ったコミットメントを守らせるための施策も必要であろう。

つまり、インフレ目標政策が成功を収めるためには、中央銀行が物価に対して制御可能性を持っていること、掲げられたインフレ目標に対して、中央銀行がその実現に向けた努力を示し、その努力が成果をもたらすこと、が必要である。中央銀行がインフレ目標政策を導入し、それに向けて努力しても、それが成果を出さなければ人々は中央銀行を信認できず、インフレ目標政策は成功しないのである。

### 「制約付き裁量」の枠組み

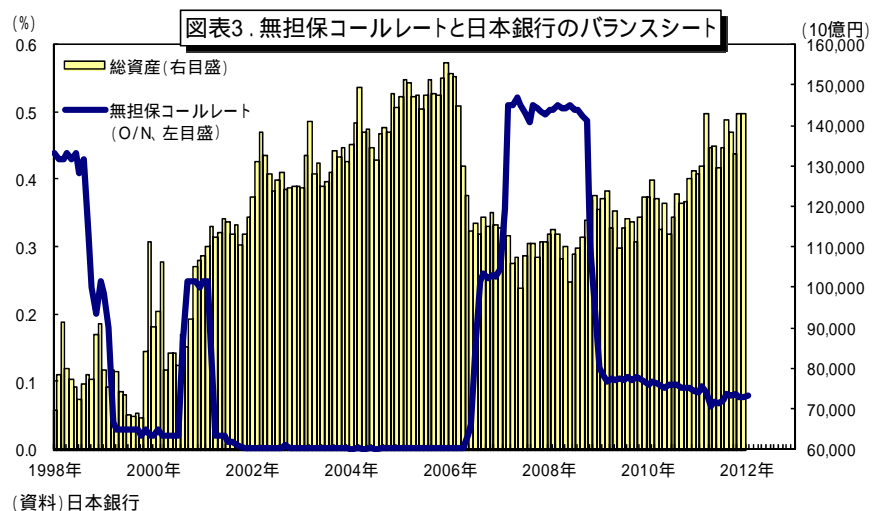
一方、インフレ目標政策は、厳格なインフレ目標を何が何でも達成しなくてはならないルールに完全に縛られたものとしてではなく、実際には柔軟性を兼ね備えた緩やかな政策の枠組みとして運営されていると評価されている。よく誤解されるが、一定の物価上昇率と関係づけて機械的に金融政策を運営することではない点に注意する必要がある。

中央銀行は中長期的な物価の安定を最優先目標として政策運営をするように

求められているが、予期せぬ外的なショックが発生した場合、中央銀行はそれに対する対応も必要に応じてとらねばならない。この場合、一時的にインフレ目標政策から乖離することを可能にするような弾力性確保が必要である。インフレ目標政策を採用している国々の例では、あらかじめ弾力条項を盛り込んであるケースや、公開書簡などを通じて中央銀行がきちんと説明するなどというケースが多い。

### 残された課題と今後の対応

今回の措置は厳密な意味でインフレ目標政策ではないが、「1%の物価上昇を目指す」という決意表明は、デフレと闘わなければならない中央銀行として、遅まきながら一歩前進できたと言えるだろう。バーナンキ FRB 議長を始めとする世界のほとんどのセントラルバンカーは、長期的なインフレ率は主に金融政策によって達成されるとの認識の下で、政策運営に当たっている。一方、日銀は金融政策ではデフレ脱却が困難と、半ばデフレを許容するかのような政策スタンスを続け、それによって国民全体にデフレ予想が根





付いてしまった。今後の政策展開によって緩やかなインフレ予想に転換させ、負のスパイラルからの脱出を早期実現させることが求められている。そういう意味で、今後とも日銀のバランスシートは膨張し続ける可能性が高いだろう(図表3)。

また、これまで日銀は世界で最も先進的な政策運営をしてきたフロント・ランナーであると自負し続けてきたが、今回の決定は、結局のところ「後を追いかけてきた」FRBの政策運営の枠組みを見習った形になる。なお、白川総裁は、時間軸政策だけを見れば、出口の時期を示すFRBよりも、CPI上昇率に明確に結び付けた日銀の方が強力で優れているとしている。しかし、よくよく考えてみると、物価安定の確保といった中央銀行としての最も重視されるパフォーマンスが全く違っている。デフレ国の金融政策がより強力なものになるのは当然のことであり、特段自慢すべきことではない。セントラルバンカーは結果が求められるのであり、その達成に向けて粛々と行動する謙虚さが必要である。

最後に、1%という物価上昇率をどう評価するか、という課題も残る。「理解」の公表時、「わが国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性がある」とした。しかし、70年代前半の変動相場制移行後、ほぼ一貫して為替レートが円高傾向をたどり、それが物価上昇率を抑制してきたこと、

さらに90年代以降のデフレーション、デフレの原因は日銀にも責任の一端があることを踏まえれば、1%が適切かどうかに関しては議論が分かれるところであろう。

## 参考文献

南武志(2006)「デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方」、農林金融9月号

# 分析レポート

## 国内経済金融

### 省エネ推進が期待される「復興支援・住宅エコポイント」

安藤 範親

#### 復興支援・住宅エコポイントとは

エコポイントの活用による環境対応住宅普及促進事業（通称、住宅エコポイント事業、経済産業省、国土交通省、環境省により実施）は、省エネ法に定められた基準に従うエコ住宅の新築やエコリフォームを実施した人に対し、様々な商品・サービスと交換できるポイント（1ポイント1円相当）を付与する制度である。地球温暖化対策の推進及び経済の活性化を図ることを目的に作られた。

同制度は、10年3月着工分に始まり11年12月着工分まで導入されたが、その期間は、制度利用の高まりから予算消化が早まったため5ヶ月短縮され7月着工分で一旦終了した。なお、実際の申請は着工後の販売分も対象になっている。

しかしその3ヶ月後に、同制度は、被災地復興支援と省エネの観点から11年度第3次補正予算に盛り込まれ復活した。新たな名称は「復興支援・住宅エコポイント」である。制度全体の枠組みは従来のものを踏襲するが、ポイント利用の半分を被災地の産品や商品券に限定した点や耐震改修をポイント発効対象にした点などの追加点がある。11年7月着工分で終了した制度を旧制度と呼び、新たに開始された制度を新制度と呼ぶ。

新制度運用期間は、新築は11年10月21日着工分から、リフォームは11年11月21日着工分からとなり、期限はいずれも12年10月31日までとなった。付与ポイントは、エコ住宅の新築の場合、被災地に

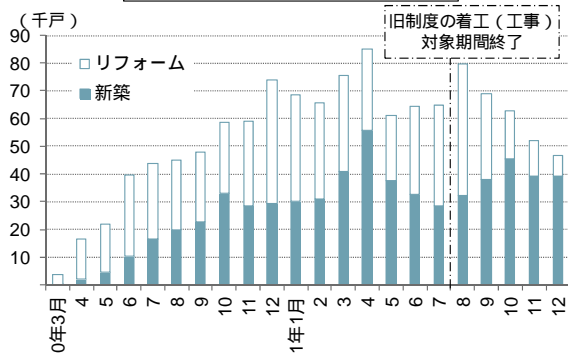
は1戸当たり一律30万ポイント、その他地域には15万ポイントが付与され、エコリフォームの場合は、上限30万ポイント、さらに耐震改修を含む場合は上限45万ポイントとなった。

#### 旧制度の効果

旧制度の実施内容を見ると11年12月末時点で、申請受付数は累計約120万戸（新築約62万戸、リフォーム約59万戸）ポイント発行数は累計約1,800億円である。旧制度開始以降、申請件数は順調に増加している（図表1）。

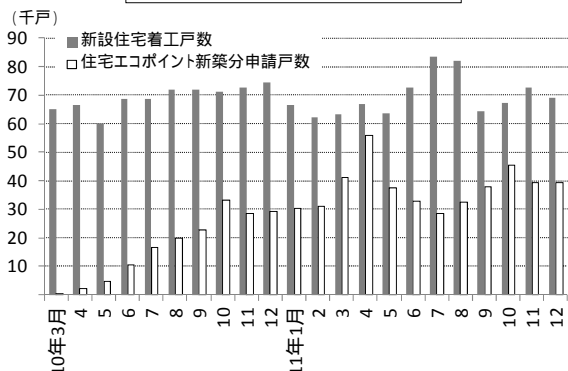
新築の場合は、新設住宅着工戸数と新築分の申請戸数を見ると、着工件数の5割前後が対象住宅となっており（図表2）

図表1 住宅エコポイントの申請状況



(資料) 住宅エコポイント事務局  
住宅エコポイント事業の実施状況をもとに筆者作成

図表2 新設住宅着工戸数と住宅エコポイント新築分申請戸数の推移

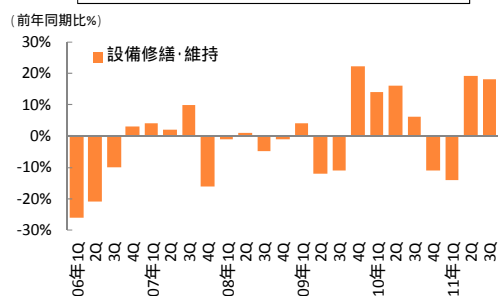


(資料) 国土交通省統計資料をもとに筆者作成

旧制度により新築住宅の省エネ化が進んでいることがわかる。

また、リフォームは、家計のリフォーム支出を示す家計調査の設備修繕・維持の項目を見ると、住宅エコポイントが始まった09年第4四半期以降、前年同期比10%前後の伸びが見られる。しかしながら、10年度第4四半期から11年度第1四半期にかけては、東日本大震災の影響などで下げた。それ以降は制度利用終了前の駆け込みや震災復興などの需要で再び増加に転じている。家計の消費支出からもリフォーム消費の盛り上がりが見られ、住宅の省エネ化が促進されたことが分かる。

図表3 家計消費支出(設備修繕・維持)



(資料)総務省家計調査より筆者作成

### 今後も期待される省エネ支援

旧制度と比べて、新制度は、新築に付与されるポイントが、被災地以外は半減となったものの、電力不足に伴う節電対策や地震リスクの高まりから今後も積極的な活用が予想される。

利用期限は、12年10月末までと限られるものの、今後もさまざまな省エネ支援策の強化・導入が期待される。

20年までに政府は、エネルギー基本計画のなかで、住宅に対してZEH(ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス：省エネルギーと再生可能エネルギーの導入により電

力系統からの電力使用量を差引ゼロとする住宅)を標準的な新築住宅とし、既築住宅の省エネリフォームを現在の2倍程度まで増加させることを目指している。

このエネルギー基本計画は、震災により見直しが進められているが、原発縮小に備えるために、従来に比べさらなる対策強化が図られる見込みである。既に経済産業省は、すべての新築住宅に省エネを義務付ける方針を示している。

一方で、住宅の省エネ対策はコスト増となることから、規制強化と合わせた支援策強化の必要性も訴えられており、引き続き住宅エコポイントなどの普及促進制度の活用が期待されている。

なお、住宅エコポイント以外にも、住宅の省エネルギー化を進める制度として、住宅ローン金利を優遇する「フラット35Sエコ」(引き下げ幅は被災地で1%、被災地以外で0.7%)や住宅取得等資金の「贈与税非課税枠の拡大」(今年1,000万円までが非課税、来年在700万円、再来年在500万円と段階的に縮小するが、一定の省エネ基準か耐震等級2以上の住宅は500万円上乘せされる)がある。他にもエコリフォームを対象としたさまざまな税の特例として、「リフォームローン減税」(所得税を2%減税)や「固定資産税の減額措置」(1年間1/3に減額)などがある。さらに、省エネ設備を導入する際における地方自治体の補助金や地域金融機関独自のエコリフォームローンなどもある。これらの省エネ支援対策は、併用できるものも多く、併用によってより効果の高い省エネが可能となり、利用者にとっては経済的なメリットも大きくなる。

# 分析レポート

## 国内経済金融

### 邦銀の日本国債への投資行動と自己資本比率規制

矢島 格

#### はじめに

ギリシャの財政問題に端を発する欧州不安は、依然として世界経済にとっての最大の懸念となっている。一方、ギリシャをはじめとする欧州諸国よりも政府債務残高の対名目 GDP 比率が大きい状況となっている日本では、危機的な財政状態であるにもかかわらず、日本国債は買われ続けている。この理由としては、日本の場合、その巨額の経常黒字を背景にして、国債の大半は国内の投資家が保有していることが挙げられる。そして、邦銀が日本国債の代表的な投資家となっていることが広く知られている。そこで、邦銀の日本国債保有状況を概観したうえで、邦銀の日本国債への投資行動を促す一因として指摘されることがある自己資本比率規制が及ぼす影響について説明したい。

#### 急増する日本国債の保有残高

全国銀行(都銀、信託銀、地銀、第二地銀など)の貸借対照表(単体)から、2002年～11年の各3月末の日本国債残高を見ると、図表1のようになる。最近3年間に急増し、11年3月末現在の総計で150兆円を超える残高となっている。

また、全国銀行の預金等調達勘定(預金+譲渡性預金+債券)の残高に対する日本国債残高の比率を見ても、最近3年間で急増し11年3月末では23%を超え、預金等で調達した資金の約4分の1が日本国債への投資に向かう状況になっている。

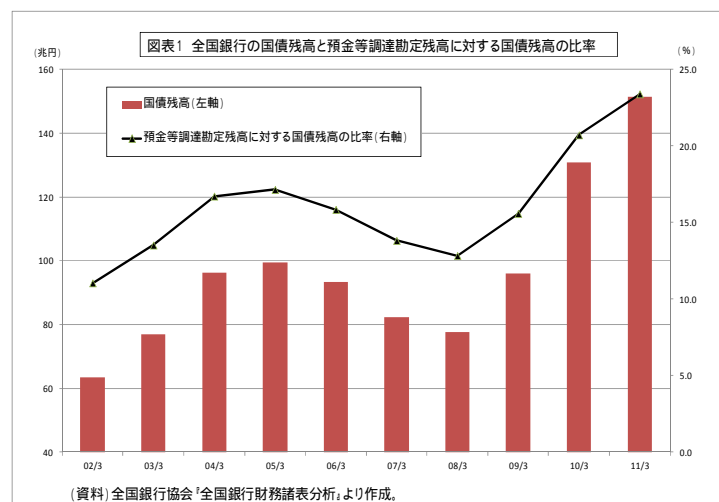
なお、福田ほか(2011)は、業態別に保有する日本国債を残存期間別

に見て、都銀などの大手行は短中期ゾーンを中心に残高を積み上げているのに対して、多くの地域銀行は、低金利環境が長引くなか、より高い利回りを享受するため、5年超の中長期ゾーンを増加させていると指摘している。こうした中長期ゾーンを増加させる地域銀行の投資スタンスの場合、日本国債の価額変動等に伴うリスク量が増大することにつながっていると考えられる。その結果、具体的には、何らかの要因によって国債利回りが上昇に転じた場合、多額の評価損失を被る可能性が高まっていると言えよう。

#### 自己資本比率規制の影響

邦銀の日本国債投資残高の増加の背景としては、預金預け入れによる安定的な資金流入が続くなか、貸出が伸び悩んでいるという状況が、一般には指摘されている。たしかに、02/3期では79.4%であった全国銀行ベースの預貸率が11/3期では69.1%にまで低下していることから、貸出伸び悩みによる影響があったことは否定できない。

こうした状況以外には、自己資本比率規制が、邦銀の日本国債への投資行動のイン



センティブを高めているという指摘もなされている。

まず、自己資本比率規制における日本国債の取扱いであるが、自己資本比率算出時に日本国債をはじめ先進国の国債に適用するリスクウエイトはゼロとなっている。つまり、日本国債をいくら保有しても自己資本比率は低下せず、むしろ、日本国債を保有していた方が、他のリスクウエイトがゼロでない資産を保有するよりも自己資本比率が高まるような規制上の取扱いになっている。このため、邦銀は日本国債への投資を強めることになる。

次に、08年に起きた世界的な金融危機に際して、自己資本比率規制におけるその他有価証券評価損益の取扱いについて、図表2のような内容の時限措置が実施された。

図表2 自己資本比率規制におけるその他有価証券評価損益の取扱いの時限措置

|                                   | 国際統一基準行  | 国内基準行                               |                        |        |  |   |
|-----------------------------------|--|-------------------------------------|------------------------|--------|--|---|
| 時限措置以前                            | 評価益:45%をTier2に算入<br>評価損:約60%をTier1から控除   | 評価益:自己資本に反映せず<br>評価損:約60%をTier1から控除 |                        |        |  |   |
| 2008年12月期~<br>2012年3月期までの<br>時限措置 | <table border="1"> <tr> <td>国債等</td> <td>評価益、評価損のいずれも自己資本に反映せず、</td> </tr> <tr> <td>株式・社債等</td> <td>株式・社債等は変更なし<br/>(評価益:45%をTier2に算入、<br/>評価損:約60%をTier1から控除)</td> </tr> </table> | 国債等                                 | 評価益、評価損のいずれも自己資本に反映せず、 | 株式・社債等 | 株式・社債等は変更なし<br>(評価益:45%をTier2に算入、<br>評価損:約60%をTier1から控除) | (国債等および株式・社債等のどちらも)<br>評価益、評価損のいずれも自己資本に反映せず、 |
| 国債等                               | 評価益、評価損のいずれも自己資本に反映せず、   |                                     |                        |        |  |   |
| 株式・社債等                            | 株式・社債等は変更なし<br>(評価益:45%をTier2に算入、<br>評価損:約60%をTier1から控除)   |                                     |                        |        |  |   |

(資料)石村(2009)より作成。

この時限措置は、08年12月期～本年3月期まで適用されるもので、国際統一基準行(海外拠点を持つ邦銀)では、日本国債の評価損益は自己資本に反映されず、国内基準行(海外拠点を持たない邦銀)では日本国債のみならず社債や株式の評価損益も自己資本に反映されないという内容である。要するに、日本国債の評価損益の増減は自己資本比率に影響しないことになり、

そのことが、邦銀の日本国債の投資行動を促進することになったと推定される。当然ながら、この推定の妥当性についてはより厳密な分析を要するが、この推定に従えば、09年3月末以降日本国債の残高が急増したことが説明できる。

さらに、来年以降段階適用が予定されている新たな自己資本比率規制(パーゼル)においても、日本国債の取扱いは邦銀にとって日本国債への投資を促す内容となっている(池田・森(2011)を参照)。例えば、15年から適用開始が予定されている流動性規制(流動性カパレッジ比率)は、換金性の高い資産を一定以上保有しなくてはならないという規制であるが、その換金性の高い資産には、日本国債が含まれることになっており、この規制をクリアするためにも、日本国債を保有するインセンティブが一層高まることが想定される。

以上より、自己資本比率規制が、邦銀の日本国債への投資行動を促すように影響し、その影響は今後も続くと予想される。

## おわりに

日本国債利回りが低水準で続いている背景のひとつとして、邦銀が安定的に投資しているという構図がある。従って、今後の日本国債をめぐる動向を考えるうえで、邦銀の投資行動への配慮も不可欠である。その場合、自己資本比率規制などの金融規制が邦銀の投資行動に与える影響なども注意深く検討する必要があるだろう。

### 【参考文献】

- ・石村幸三(2009)「自己資本比率規制の弾力化の狙いと、パーゼル 見直しの方向は？」『金融財政事情』1月12日号:30-33。
- ・池田賢志・森成城(2011)「自己資本及び流動性に係るパーゼル テキストの公表について」全国銀行協会『金融』3月号:3-14。
- ・福田善之・今久保圭・西岡慎一(2011)「国債市場間の国際的な連関とわが国銀行の市場リスク」日銀レビュー、2011-J-11。

## 連 載

## 経済金融用語の基礎知識 &lt; 第 12 回 &gt;

## 通貨安見込みに左右されるキャリートレード

安藤 範親

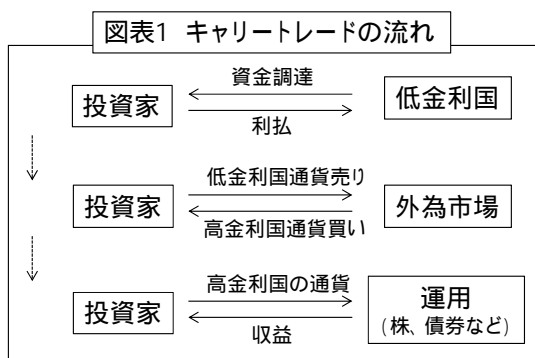
## キャリートレードとは

キャリートレードとは、低金利国の通貨で資金を借り入れ、それを高金利国の通貨に換えて運用することで利ザヤを稼ぐ取引のことである。

図表1のように、投資家は、低金利国の通貨を借り入れ、その借り入れた通貨を外為市場で高金利国の通貨に両替し、手に入れた高金利国通貨で株、債券などに投資、運用して利益を得る仕組みである。

ただし、金利平価が成り立つとすれば、すでに現在の為替レートは通貨間の金利差が反映されているため、どちらの通貨で運用しても変わらない。

この仕組みで利益を得るためには、調達通貨と運用通貨間で安定的な金利差が存在しつづけるとの見込みや、さらに、資金調達国の通貨安が続かなければ、利益を得ることはできない。



## 通貨安見込みが取引を活発化

07年のサブプライムローン問題が深刻化するまでは、低金利の日本円で資金を借り入れ、海外の高金利通貨で運用する円キャリートレードと言われる取引が盛んであった。

それは、99年の日銀によるゼロ金利政策による低金利・円安が、円キャリートレードに

注目を集めさせたからである。特に、03年のイラク戦争終結により、米景気減速圧力が低下、以降の景気回復に伴った利上げ予想観測から、日米金利差の拡大思惑が広がり、円キャリートレードが拡大した。実際に、連邦準備制度理事会(FRB)は、04年から06年までに16回の連続利上げを行い、この間の円キャリートレードを活発化させた。なお、06年のゼロ金利解除以降も、円金利が国際的に低い水準にとどまったため円キャリートレードは続いた。

しかし、07年のサブプライムローン問題以降、世界同時株安により円安見込みは一転円高予想となり、米金融緩和による政策金利の大幅低下で、日米金利差も縮小した。

それまでは円キャリートレードにより、利回りの良い新興国や米国などの海外市場で運用して利益を上げるという投資戦略が通用していたが、円高や金利格差縮小により投資妙味が薄れた。その結果、図表1で借りていた調達資金を返済するために、で運用していた株などを売却し、の外為市場で、円を買い戻す流れが生まれた。円高による為替差損の発生は、ますます円キャリートレードに伴う円売りポジション解消の動きを促進し、円高を加速させた。

このところ、欧州債務危機の深刻化に伴う欧州中央銀行(ECB)による金融緩和で金利低下とユーロ安が進み、ユーロを調達通貨とするユーロキャリートレードへの思惑が高まっていたが、足もとでは、欧州危機鎮静化への期待でユーロが買い戻され、ユーロ高円安になり、その思惑は消えつつあると見られる。