

潮流

人口減少の影響

常任顧問 田中 久義

少子高齢化への対応策の必要性が指摘されて久しい。

ことにこの1月に公表された「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」で、平成22年1月に1億28百万人であるわが国の人口が50年後の平成72年には87百万人にまで減少し、見た目の大幅さが大きな話題を集めた。また、人口が約3割減少するなかで、15歳から64歳の生産年齢人口は現在の82百万人から44百万人へとほぼ半減し、逆に65歳以上の高齢者層が29百万人から35百万人に増加するとされている。

このような人口や年齢構成の変化は経済にも大きな影響を及ぼすことが知られている。人口増加期に人口は経済成長にプラスの影響を、逆に減少期にはマイナスの影響をもたらすとされ、いわゆる人口ボーナスと人口オーナスといわれるものがそれぞれである。

人口オーナスがどの程度わが国の経済成長に影響を及ぼすかについての試算結果をみると、試算によって幅はあるものの、人口減少そのものによる経済成長率引き下げ幅は年率0.5%程度、これに労働参加率つまり経済全体で働いている人の割合の低下によるマイナスの影響が年率0.5%程度、合わせて1%のマイナス圧力が毎年加わるとされる。

一部には、デフレ下の低い成長率の下でのこのようなマイナス圧力は見かけ以上に深刻であるとして、このような人口構成の変化が国内の市場規模を縮小させ、産業や企業にとって厳しい経済環境となると警鐘を鳴らす向きもある。しかしことはそう単純ではない。

まずマイナス圧力が経済成長をマイナスにするとは限らない。経済成長率は人口増加率と1人当たりGDP増加率に分解することができるが、このうち人口の変動そのものは経済にとってひとつの与件である。そのため政策目標は1人当たりGDPの向上に向けられ、1人当たり所得を維持することができれば、人口減少は経済上何の問題にもならない。現に、人口頭打ちに入った15年から20年までのわが国のGDPはわずかながらも増加しているのである。

もうひとつは質の変化である。農産物の消費でみると、人口減少は延べ食事回数の減少を意味する。同じものを同じように消費しているとすれば、単価×数量である販売額は延べ食事回数に応じた数量要因によって減少する。しかし、50年もの長い間に質が変化しないとは考えにくい。質が変化すれば単価が変化し、人口減少の影響を小さくする可能性も大いにある。

人口問題を強く意識した経済政策が今後とられるとすれば、いくつかの提言にみられるように、働き手の数を増やすこととともに1人当たり所得の維持向上を目的とする施策がとられよう。農産物の供給サイドとしては、そのような施策の中での需要の変化に十分意を用いる必要がある。

情勢判断

国内経済金融

円高・デフレ克服への意欲が問われる日本銀行

～ 輸出の本格回復は12年度下期以降と予想 ～

南 武志

要旨

1～3月期の実質 GDP は復興関連の公共投資の開始、民間消費の堅調さ、タイ洪水被害の解消などで大幅増となったが、民間最終需要は微増にとどまった。海外経済の鈍さから、当面は輸出の緩やかな増加にとどまるが、復興需要が徐々に盛り上がっていくことから、景気は回復基調を維持するだろう。また、12年度下期以降は、中国など新興国向けを牽引役に、輸出の再加速が始まるものと予想する。

一方、2月に日本銀行が「中長期的な物価安定の目途」を提示して以降、円高修正や株価回復の動きが見られたが、最近のギリシャ問題の再燃によって円高・株安の動きが強まり、4月の追加緩和も含めての金融緩和効果はすでに剥落した。日銀に対しては、デフレ脱却に向けて、今後とも様々な方面からの一層の緩和要請が続くだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2012年				2013年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.085	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 (%)	0.865	0.75～1.10	0.85～1.35	0.90～1.40	1.00～1.50
	5年債 (%)	0.230	0.15～0.35	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	79.4	75～82	78～85	80～90	80～90
	対ユーロ (円/ユーロ)	99.6	90～110	90～110	95～115	95～115
日経平均株価 (円)	8,563	8,750±1,000	9,500±1,000	10,000±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5月24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

5月初旬に実施された仏大統領選（決選投票）やギリシャ総選挙は、これまでの緊縮財政一辺倒だった経済政策への両国民の不満が反映される結果となった。特にギリシャでは連立政権協議が不調に終わり、再選挙が決まったことで、ギリシャのユーロ離脱の可能性が意識された。そのため、世界的にリスク逃避的な行動が強まり、国内市場では株安・金利低下・円高の動きが強まった。

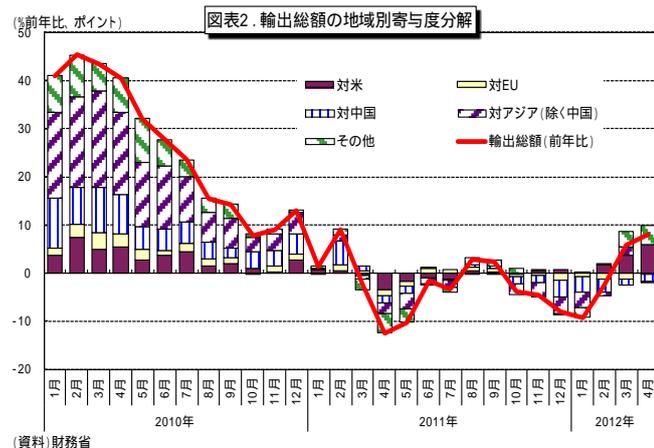
こうした中で発表された1～3月期の実質 GDP 成長率（1次速報）は前期比年率4.1%と堅調な伸びとなり、3四半期連続のプラスとなった。復興関連の公共事業がスタートしたほか、タイ洪水の影響解消による在庫復元や輸出増、さらに自動車販売の好調さなどが成長を牽引した。一方で住宅・企業設備といった民間投資は大きく減少したため、民間最終需要は前期比0.1%の微増にとどまった。

今後の景気動向としては、新興国、特

に中国経済の動きが鈍いことから、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると予想されるが、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、景気の底上げが図られるだろう。さらに12年後半以降は、中国経済の底入れに伴う中国向け輸出の回復により、

輸出の再加速が始まると予想する。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、12、13年度はそれぞれ2.3%、1.9%と、2%前後の成長は可能とみる。もちろん、潜在的な円高圧力、電力不足問題、さらには欧州債務問題等の行方や中国経済の先行きなど懸念材料も多く、先行き不透明感が強い点には留意が必要である（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、物価動向に関しては、2月以降の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は小幅ながらも前年比上昇での推移となっている。石油製品や電気料金などエネルギーの値上がりに加え、これまで大幅下落が続いてきたテレビが新製品投入により値上がりに転じたという特殊要因によるものであり、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向には歯止めがかかっているわけではない。夏場にかけて電力料金の大幅値上げが待ち構えているとはいえ、最近の円高圧力の強まり、世界経済の減速継続懸念や投資家のリスク回避的な行動を背景とした国際商品市況の調整等を踏まえれば、物価上昇が加速する状況にはなりえないと思われる。デフレからの完全脱却はまだ見通せる状況にはない。



金融政策の動向・見通し

日本銀行は2月13～14日に開催した金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途(以下、「目途」)」を提示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策を運営していくことを明確化すると同時に、資産買入等基金を約10兆円増額(総額65兆円程度)とすることを決定した。その後の3月12～13日、4月9～10日の決定会合では、一部で期待された、デフレ予想の払拭に向けて「たたみ掛ける」かのような追加緩和策を見送った。また、デフレからの完全脱却をなかなか見通せない中で、白川日銀総裁が現状のような量的緩和を継続することの弊害を指摘するなど、日銀は本気でデフレを克服しようとしているのかを疑問視する意見も浮上し始めた。こうした中で、13年度についても1%の物価上昇は見通せないといった「展望レポート」を公表した4月27日の決定会合において、資産買入等基金を差引き5兆円増額(内容的には、長期国債の購入枠を10兆円程度、ETFを2千億円程度、J-REITを100億円程度、それぞれ増額する一方で、固定金利方式・共通担保オペレーションの枠を5兆円減額)することを決定した。日銀はこれらの措置によって日本経済が物価安定

の下での持続的成長経路に復することをさらに確実にしたいとの意向を示した。

なお、日銀は「展望レポート」のなかで、消費者物価上昇率について、13年度には前年比ゼロ%台後半となり、その後1%に遠からず達するとの見方を示している。しかし、野田内閣が14年4月に消費税率引上げを目論んでいることもあり、前倒しでデフレ脱却を実現すべく、引き続き緩和措置を要請してくると見る向きは少なくない。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）の金利水準をさらに低下させるためにも、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十分ある。

また、原油高など、国際商品市況の高騰によって消費者物価が前年比1%まで上昇した場合の評価・対応については何も示されていないという問題点もある。実際のところ、08年夏に消費者物価は2%台半ばまで上昇したが、賃金が伸び悩む中で家計は実質購買力の低下に直面し、景況感の悪化につながった。1%の物価上昇が、国内の需給改善によってではなく、主に海外要因で実現するような場合には、物価上昇率目標（目途）の引上げもあり

うるだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

12年入り後、世界経済の先行き懸念が払拭されてきたこともあり、内外の株価が上昇し始めた。さらに2月には1%の物価上昇を目指すことを明確化した日銀の政策運営の転換が好感され、円高修正の動きが強まり、それが株価を後押しするといった好循環も見られた。しかし、最近のギリシャ問題の再燃により、世界的にリスク逃避的な行動が強まっている。

債券市場

長期金利（新発10年物国債利回り）は11年半ば以降、1.0%を中心とする狭いレンジ内での推移を続けている。世界でも有数な財政赤字を抱え、かつ政治混迷により消費税増税問題に解決の糸口をつかめず、国際公約となったプライマリーバランスの黒字化への道筋を描ききれないわが国にも欧州での債務危機の火の粉が降りかかることを警戒する向きもあるが、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った結果、日本国債に対する需要は底堅く推移してきた。5月中旬には約9年ぶりの水準となる0.8%台前半まで金利低下が進んだ。

先行きについては、12年度も国債の大量発行が継続するほか、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、長期金利に対して徐々に上昇圧力が強まると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力（12月末までに約15兆円、13年6月末までに約20兆円の国債残高を積み上げる必要がある）さらには1%の



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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。高値警戒感も強く、一時的に大きな上下動がみられる場面も想定すべきだが、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

年明け前後あたりから世界経済に対する過度な悲観論が払拭されるとともに株価水準はじりじりと切り上がり始めた。デフレ克服を目指すとする日銀の方針転換やそれを受けた円高修正の動きを背景に、2月には日経平均株価は9,000円台を、3月には約7ヶ月ぶりに10,000円台を回復、10,200円台まで上昇する場面もあった。しかし、その後は欧州債務危機の再燃や期待外れとなった米雇用統計、さらには中国経済の悪化懸念を受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価は大きく調整し、8,000円台半ばまで下落している。

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、下押し材料も多いが、先行き、復興需要の本格化に対する期待感から、企業業績は増益傾向を強める可能性は高い。欧州情勢や中国経済の行方など、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、株式相場は徐々に回復していくだろう。

外国為替市場

07年8月のパリバ・ショックで米サブプライム問題が表面化すると同時に、為替レートはほぼ一貫して円高が進行した。表面的には、欧米の金融システムに対する不安感が根強く、日本円に資金が逃避

しているようにも見えるが、デフレ阻止を最優先してきた欧米に対し、将来的なインフレ発生リスクを過剰に意識した拳句、足元のデフレを半ば容認してきた日本、という中央銀行のスタンスの違いによっても説明が可能であろう。

政策当局では、数度に渡って円売り介入と金融緩和を実施するなど、様々な対応策を講じてきたが、市場参加者の評価は得られず、70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着しつつあった。また、欧州債務危機を受けて対ユーロでも円高が進行した。

しかし、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し、さらに欧米中央銀行の追加緩和期待の後退とともに、約1ヶ月で1割程度の円高修正が実現した。しかし、3月以降は緩和効果の息切れが始まり、5月のギリシャ総選挙後の混迷の中、為替レートは対米ドル、対ユーロとも、2月の緩和策決定以前の水準まで戻っている。

世界経済の先行き不透明感が高いため、今しばらく円高圧力が高いままで推移する可能性は高いだろう。しかし、日銀が積極的な円高・デフレ対策に乗り出せば、徐々に円高が修正されていく可能性があるだろう。

(2012.5.24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

底堅い回復が続く米国経済

木村 俊文

要 旨

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動きが見られるなど、緩やかな回復基調をたどっている。先行きも緩やかな回復が続くと見込まれ、5月以降はギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃しており、この影響により下振れするリスクがある。

経済指標は底堅さ維持

2012年1~3月期の米国の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率2.2%と、11四半期連続のプラス成長となったが、10~12月期（3.0%）からは減速した（図表1）。1~3月期の成長の主因は個人消費であり、自動車等の耐久財への支出が堅調となったことから個人消費が2.9%と高い伸びを示した。また、暖冬による好影響もあり、住宅投資が19.1%と加速したことも成長率を押し上げた。一方、成長減速の要因は、投資減税失効の影響から設備投資が2.1%と9四半期ぶりに落ち込んだことに加え、在庫投資が小幅増にとどまったこと、さらに政府支出が3.0%と6四半期連続で減少したことなどが挙げられる。

GDP以外の月次の主な統計で足元の動きを見ると、4月の雇用統計では、非農

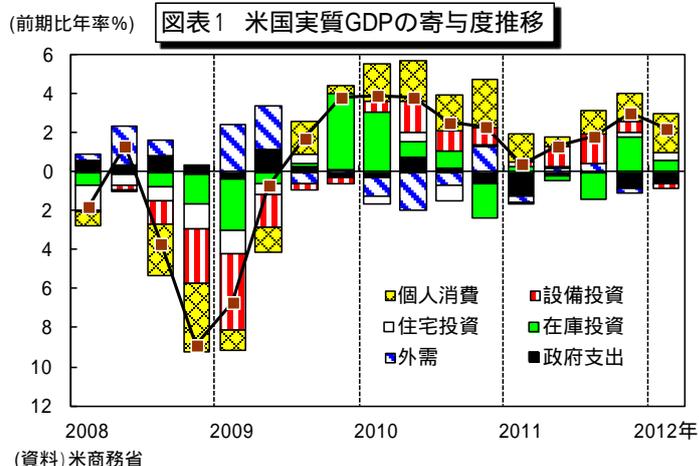
業部門雇用者数が前月比11.5万人増にとどまり、年初にかけて見られた3ヶ月連続20万人超増加の動きが鈍化し、3月（15.4万人）に続き低調な内容となった。一方、失業率は8.1%と約3年ぶりの低水準となった。ただし、失業率の低下は、失業中の人々が職探しをあきらめたことに伴う労働力人口の減少が一因であるため、状況を楽観することはできず注意が必要である。

また、5月12日までの週の新規失業保険週間申請件数は37.0万件（4週移動平均では37.5万件と2週連続の減少）と、4月中旬には一時40万件近くに増加したが、再び減少傾向を示しており、雇用改善の動きを示している。

個人消費は、4月の小売売上高が前月比0.1%と、1~3月期に見られた暖冬による押し上げ効果が剥落したと見られ、

わずかな伸びにとどまった。ただし、4月以降ガソリン価格の高騰が沈静化しており、消費を下支えすると期待される。

また、5月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は77.8と、4ヶ月連続で上昇した。このところは失業率が低下するなど雇用の先行き不安がやや後退したほか、ガソリン価格が下落に転じたこと



もあり、消費者マインドが改善傾向を示している。

企業部門では、4月の鉱工業生産が前月比1.1%と、2ヶ月ぶりのプラスとなった。内訳をみると、電気・ガス等公益事業の生産活動が活発になったことに加え、好調な自動車関連が加速して全体を押し上げた。ただし、設備投資の先行指標となる3月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）は前月比0.1%と2ヶ月ぶりに落ち込んだ。企業業績が底堅く推移しており、設備投資が大きく崩れることはないと考えられるものの、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから慎重になっていると思われる。

企業の景況感を示す4月のISM指数は、製造業が54.8と前月（53.4）から上昇した一方、非製造業は53.5と新規受注や景況指数が低下したことから3月に続き前月を下回った（図表2）。1～3月期に暖冬による好影響を受け堅調となった個人消費や住宅関連は主として非製造業に含まれるが、こうした一時的に非製造業の景況感を押し上げた要因が剥落したと考えられる。

住宅関連では、4月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が71.7万件と、上方改定された前月（65.4 69.9万件）を上回

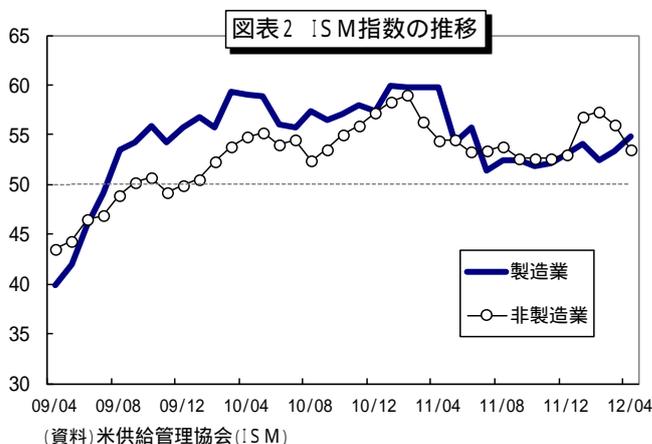
った。一方、先行指標となる着工許可件数は71.5万件に鈍化したものの、3ヶ月連続で70万件台を維持し、弱いながらも改善傾向が続いている。4月は中古住宅販売件数も3ヶ月ぶりに前月比プラスとなるなど、住宅価格の下落やローン金利の一段の低下を受け、消費者がこれまでになく住宅を取得しやすい状況にあり、今後も需要を下支えすると考えられる。

景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、5月以降はギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃しており、この影響により下振れするリスクがある。

米議会は選挙を控え膠着状態

こうしたなか、ねじれ状態が続く米議会では、11月に大統領選と議会選を控えていることもあり、財政赤字削減案など重要な議論が進まず、政治的な膠着状態に陥っている。財政問題をめぐっては、下院で過半数を占める野党共和党が歳出削減を強く求めているのに対し、オバマ大統領率いる民主党は富裕層への増税を主張している。直近の与野党指導部による協議でも歩み寄りは見られなかった。

このまま何の対応もできなければ、国防費を中心に13年から10年間で総額1.2兆ドル（約96兆円）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。一方で、景気下支えのために延長して継続実施しているブッシュ減税や給与減税も12年末で失効を迎える。つまり、「財政の崖（Fiscal Cliff）」と呼ばれているように、12年末に大幅な歳出削減と増税が同時に実施され、仮にそうなれば米



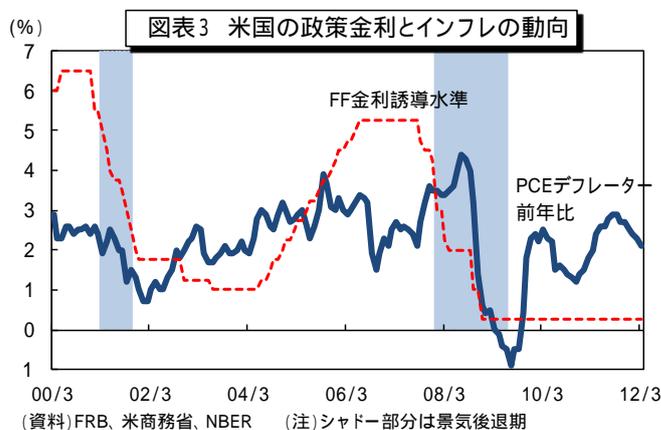
国経済は再び失速する可能性が高い。さらに、12年末までに連邦債務が法定上限の16.4兆ドル(約1,310兆円)に達する見込みであり、米議会は債務上限引き上げで合意する必要もある。

したがって、新体制が固まる大統領選直後から年末までの2ヶ月弱の間で、米議会在新たに財政赤字削減案を策定できるかどうか最大の焦点となる。こうした政治的な不透明感が払拭されるまでは、雇用や投資の先延ばしが起きる可能性があり、米経済への悪影響も懸念される。

巨額損失発覚で規制強化か

米金融大手のJPモルガン・チェースは5月10日、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の取引で20億ドル(約1,600億円)超の評価損失が発生したことを公表した。CDSは、国や企業などの債務不履行リスクを売買する金融商品の一種である。報道によれば、同社は欧州債務危機で企業の債務不履行が増えると予想してCDS取引を拡大したが、欧州中央銀行(ECB)が2回にわたり大量の資金供給オペを実施するなど緩和措置を講じたため、結果的に想定が外れ巨額損失を被ったようである。

リーマン・ショック後に金融システム



危機の再発防止と消費者保護を目的として成立した米金融規制改革法(ドッド・フランク法)には、銀行の自己勘定での高リスク取引を制限するボルカー・ルール案の採用が盛り込まれている。このルールについては、銀行の自己売買が削減されると、社債市場の流動性が低下することから企業と投資家のコスト上昇を招くなど、批判的な意見が多く見られる。我が国の規制当局(金融庁および日銀)も今年1月、欧州やカナダ等の批判に加わる形で、ボルカー・ルールが日本国債の取引に悪影響を及ぼす懸念があると、米国に対し考慮を求めたところである。

しかし、今回のJPモルガン・チェースの巨額損失を受け、米議会では、ボルカー・ルールの法制化に向けた議論が活発になると予想される。

FRBは当面様子見、6月末に注目

米連邦準備理事会(FRB)は、4月25日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で前回の3月に続き、金融政策の現状維持を決定した。

具体的には、政策金利(FFレート)の誘導目標を現行水準の0.00~0.25%で据え置いた(図表3)ほか、保有証券の平均残存期間延長(ツイストオペ)と償還資金の再投資の継続、1月の会合で延長した時間軸(14年後半まで異例の低金利を維持する方針)の確認など、今後も超緩和政策を継続する姿勢を示した。

FRBは声明で、失業率が低下するなど労働市場の状況が改善していることに加え、家計支出および企業の設備投資が引き続き

増加していることなどから、最近の景気認識を「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。ただし、景気見通しについては、今後数四半期の米経済が「緩やかに成長し、その後段階的に拡大する」とやや上方修正した。

一方で、最近の原油・ガソリン価格の上昇がインフレに及ぼす影響は一時的で、「今後は適正水準もしくは下回って推移する」との見通しを示している。また、欧州債務問題の影響を受けた国際金融市場の緊張は「引き続き下振れリスクとなっている」と警戒感を緩めていない。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、これまでの表現を維持した。

バーナンキ議長は、注目される追加の量的緩和策第3弾（QE3）について、「必要に応じて実施する用意がある」と言明した一方で、インフレ率がFRBの目標（PCEデフレーターで2%）に低下しつつある状況下で「物価上昇を加速させるような政策を採用することは困難」との判断も示している。したがって、FRBは引き続き超緩和的な姿勢を維持し、景気次第では対応する構えを温存しつつも、予想外に景気が悪化しない限りQE3実施の

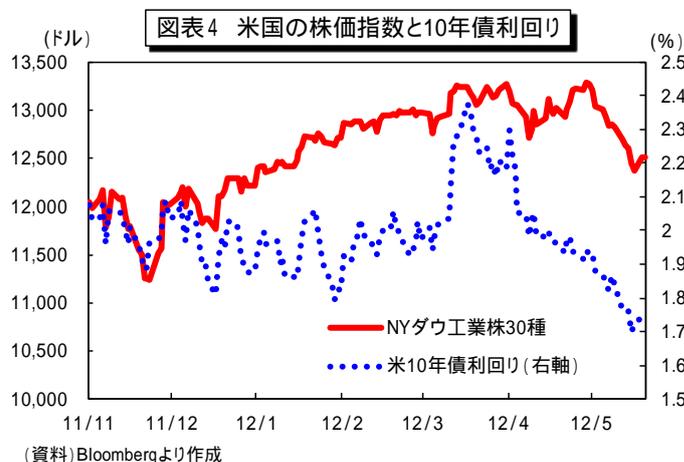
可能性は低いと考えられる。ただし、ツイストオペが6月末に期限を迎えることから長期金利に上昇圧力がかかると想定され、状況次第ではツイストオペの延長や増額、あるいは住宅ローン金利の低下を促すためのモーゲージ担保証券（MBS）購入再開など追加措置を打ち出す可能性もある。

米国市場は株安・金利低下

米国債市場では5月以降、4月の米雇用統計で雇用者数の伸びが予想を下回ったことなどを受け米経済の回復期待が後退したほか、ギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務危機が深刻化すると懸念が強まったことなどから、投資家のリスク回避の動きが強まり、米国債への需要が高まった。

米10年債利回りは、4月中旬以降2%を下回って推移しているが、5月17日には一時1.68%台まで低下し昨年9月に付けた過去最低水準に迫った（図表4）。先行きも米長期金利は、債券高への警戒感があるものの、ギリシャのユーロ離脱懸念も浮上するなど欧州情勢の先行き不透明感が払拭されず、低下圧力が強いまま推移すると思われる。

また、株式市場も5月以降は大幅続落し、ダウ工業株30種平均は5月1日に付けた4年4ヶ月ぶりの高値から約7%値を下げ、18日には1万2,369.86ドルと年初来安値に迫った。米株式市場は、急落の反動から自律反発の可能性もあるが、先行き不透明感の払拭が想定できず、上値の重い展開が続くと予想される。（12.5.23現在）



情勢判断

海外経済金融

ギリシャの政局混迷の陰で高まるスペインのリスク

～ 強い政治面での指導力発揮の必要性 ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では、スペインにかかるリスクが徐々に高まっている。自治州での財政改革等の遅延、銀行の財務悪化、経済の停滞による問題の深刻化のリスクに対し、強い政治面での指導力のもと、実効性のある対策の具体化と着実な実行が強く求められている。

はじめに：スペインが抱える3点のリスク

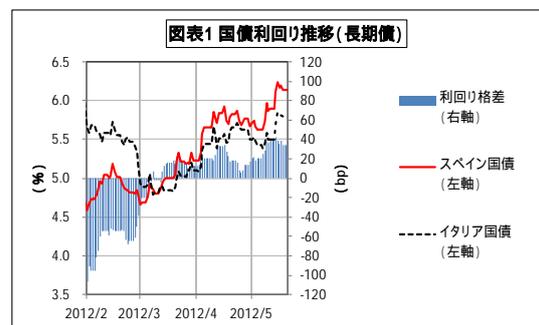
ユーロ圏では、5月6日のギリシャの総選挙後の政局混迷に伴う影響とともに、スペインを取り巻くリスクにも注意が必要となっている。

3月2日、ラホイ首相は、財政赤字の2012年目標値について、欧州連合（EU）との事前調整を経ないまま一方的に緩和を発表した。これを契機に同国での改革推進の困難さが改めて認識され、スペイン国債の利回りは上昇を始め、イタリア国債との利回りも逆転した（図表1）。

スペインはユーロ圏においてGDPが第4位の経済大国であり、仮に国際的な金融支援が必要となった場合には、その影響の程度はこれまでのギリシャ等とは比較にならないほど大きなものとなる。また、市場は同時にGDP第3位のイタリアへの問題波及も織り込みに動くと思われるため、甚だしい市場波乱を招く可能性が高い。

本稿では、スペインにかかる主要なリスク要因である次の3点について、特に影響が大きく着実な対策が必要と考えられる2.を中心に検証することとする。

1. 自治州での財政改革等の遅延
2. 銀行の財務悪化
3. 経済の停滞による問題の深刻化



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

1. 自治州での財政改革等の遅延

スペインでは、1975年のフランコ将軍死去後の民主化の過程で、1978年憲法により自治州制度が導入された。これによりスペインは17の自治州から構成されることとなったが、自治州には広範な権限が与えられているため中央政府による財政等の改革方針への抵抗が強く、改革推進上の困難な障害となっている。

最近でも、4月11日、ラホイ首相は、2013年には財政赤字をGDP比3%以内に抑えるため、教育や医療分野で100億ユーロの追加歳出削減策を発表した。これに対し自治州は、教育や医療は自らが権限を有する分野であるとし、中央政府の干渉に強く抵抗する姿勢を見せている。

4月16日には、同首相は自治州の取組みが不十分な場合は中央政府による関与を強めると発言したが、実効性のある対応がなされるかどうか注目されている。

2. 銀行の財務悪化

スペインでは、既にサパテロ前政権下で貯蓄銀行（caja、カハ）の整理統合を強力に進めるなど、銀行対策には一応の成果を収めている。しかしながら、不動産価格の適切な反映による銀行財務の一段の悪化の可能性が否定できず、それに伴う銀行支援を通じた政府の財政悪化が懸念される。また、そうした事態に至った場合には、国債価格の下落を通じ銀行財務が悪化し、これがまた政府の財政悪化を招く悪循環に陥る可能性も大きい。

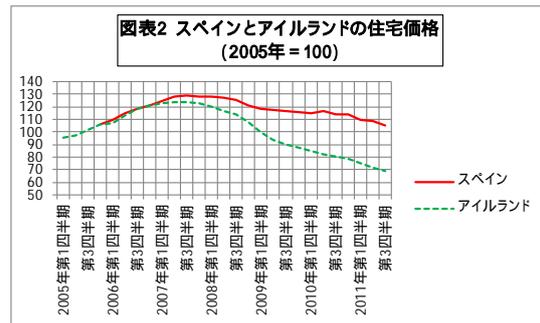
(1) 不動産価格の下落と銀行財務の悪化

スペインでは、同様に不動産バブルを経験したアイルランドとの比較感からすれば、不動産価格の調整は十分に進んでいるとは言えない（図表 2）。一方、家計に対する与信を示す図表 3 ではバブル崩壊後も住宅関連与信残高が高止まりを続けていることがわかるが、不動産価格低下に連れ不良債権比率は既に 8% 台にも達しており（図表 4）、スペインの銀行は、今後、不良債権の整理をより強力に進めることが迫られることになると思われる。

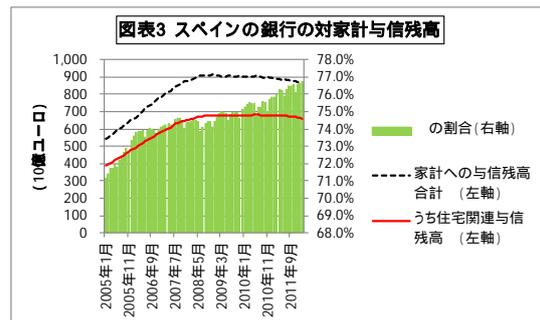
その際、担保処分の活発化により不動産の流動化が進むことを通じ不動産価格の低下が加速することで、銀行財務が一層圧迫される可能性が否定できない。

(2) 国債価格の下落と銀行財務の悪化

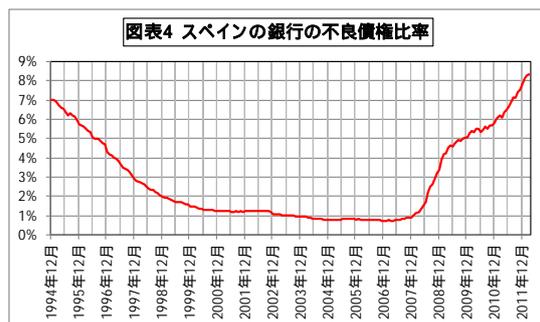
スペインの銀行は、図表 5 のとおり、欧州中央銀行（ECB）による 2 回にわたる合計約 1 兆ユーロに上る資金供給を通じ、中央銀行からの借入を急増させている。一方、ECB によるユーロ圏の銀行全体を対象としたデータによれば、借入増加後一旦は中央銀行への預金として滞留した資金が徐々に国債購入（図表 6 の「対政府与信」）に向かいつつある動きを読み取る



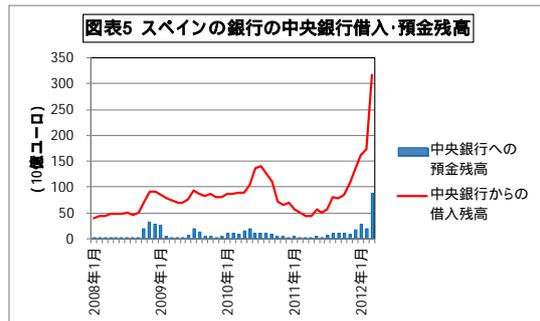
(資料)Eurostat のデータから農中総研作成。



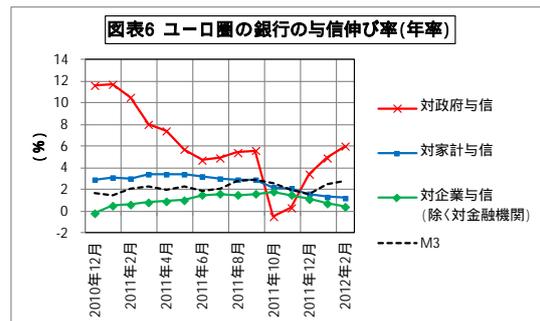
(資料)スペイン銀行のデータから農中総研作成。



(資料)スペイン銀行のデータから農中総研作成。



(資料)スペイン銀行のデータから農中総研作成。



(資料)ECB のデータから農中総研作成。

ことができる。この点については、スペインの銀行についても、同様の動きとなっている。

具体的なデータを確認すると、まず、ECBおよびユーロ圏の各国中央銀行により四半期ごとに実施される“Bank Lending Survey”（注1）では、スペインにおける家計や企業からの新たな資金需要（需資）は低迷している（図表7）。また、銀行としては、資金調達時の担保として国債を保有するニーズが高い。この結果、図表8のとおり、スペインの銀行の対企業および対家計与信の伸び率は低迷が続いているのに対し、「対政府与信」（国債購入）の伸び率は大幅なプラスで推移している。

一方で、海外投資家の動きを見ると、図表9のとおり、最近ではそのスペイン国債の保有割合は急速に低下している。

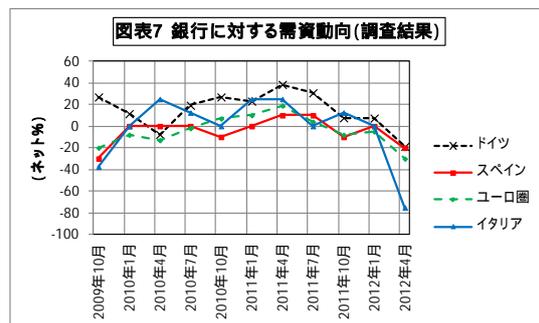
以上の結果、スペインでは、自国の銀行への国債保有の集中が急速に進みつつあるものと考えられる。

こうした動きはこれまでにギリシャ等においても見られたものであるが、国債の価格変動リスクと自国の銀行の財務悪化リスクの一体化が進むことで、国債価格の下落が銀行財務を悪化させ、これがまた政府の財政悪化を招く悪循環に陥るリスクを高めることとなっている。

3. 経済の停滞による問題の深刻化

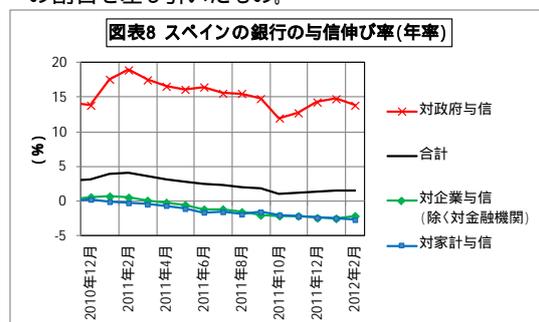
加えて、スペイン経済の停滞が以上の情勢を更に悪化させる可能性がある。

例えば、国際通貨基金（IMF）は、4月に発表した経済見通し（“World Economic Outlook”）で、2012年の実質GDP成長率予想を前年比1.8%とするなど、今後の成長率見通しを大幅に下方修正している（図表10）。また、ユーロ圏で最も高い水準となっている失業率も2012年3月の実

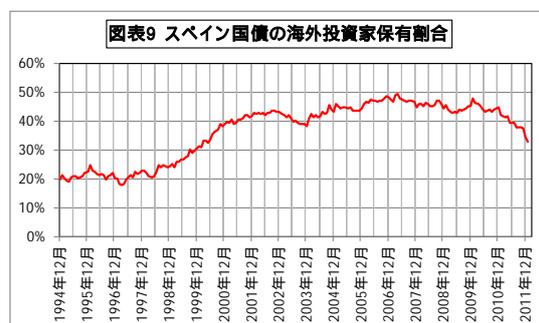


（資料）ECB および各国中央銀行の“Bank Lending Survey”のデータから農中総研作成。

（注）直前の3ヶ月間において需資が増加したと回答した銀行の割合から、同減少したと回答した銀行の割合を差し引いたもの。



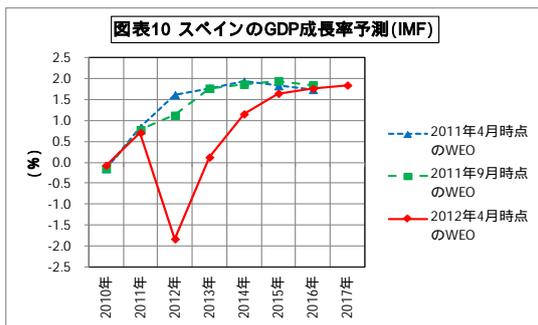
（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。



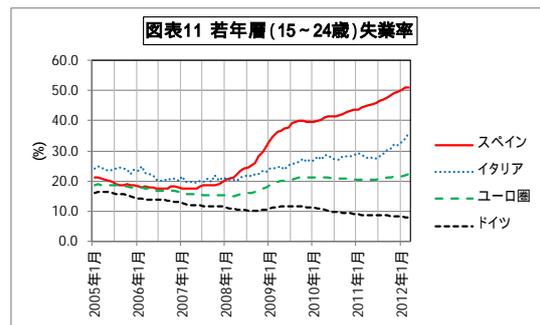
（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。

績では24.1%にまで上昇し、中でも若年層の失業率は51.1%にも達している（図表11）。しかも、2011年のGDP比財政赤字8.9%を2012年には5.3%へ大幅に削減するとするEUとの合意が、経済成長には大きな重荷となるものと考えられる。

こうしたなか、スペインでは経済の停滞が政府の財政等の改革を滞らせるとともに銀行の財務改善を一層困難とし、また、銀行問題の長期化が経済の更なる停滞をもたらす悪循環に陥るリスクが大きい。



(資料)IMF “World Economic Outlook”(WEO)のデータから農中総研作成。



(資料)Eurostat のデータから農中総研作成。

図表 12 スペインの競争力評価(順位)

	総合	評価事項(例)					
		高等教育・訓練	労働市場の効率性	インフラ	技術力	革新力	政府規制
ドイツ	6	7	64	2	14	7	88
アイルランド	29	22	17	29	17	23	59
スペイン	36	32	119	12	28	39	110
イタリア	43	41	123	32	42	43	140
ポルトガル	45	35	122	23	19	32	128
ギリシャ	90	46	126	45	47	88	133

(資料)World Economic Forum (2011/9) “The Global Competitiveness Report 2011-2012”から農中総研作成。

(注)評価対象国 142ヶ国中の、高い評価国順の順位を示す。

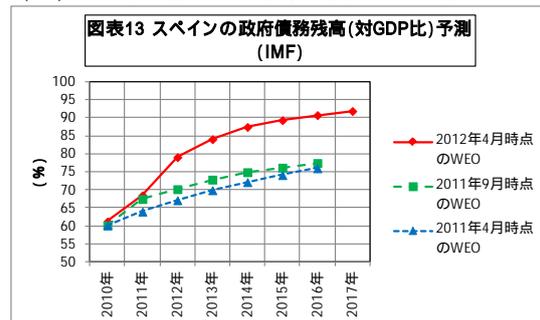
おわりに: 強い政治的指導力の必要性

IMFは4月に、スペインの銀行部門の暫定的な評価結果(注2)を公表し、その中で、不動産バブル崩壊の過程で生じた不良債権処理を厳格に進めることを含め、銀行対策を強化することの重要性を指摘した。

それまでは銀行に対する追加支援の必要性を否定してきたラホイ政権であるが、急遽5月9日には大手銀行であるバンクアへの公的資金注入を発表し、また11日には引当金積み増しを柱とする銀行部門の総合対策を決定した。

しかしながら、市場は同対策の内容を十分なものとは評価しておらず、財政赤字目標等の突然の見直しの経緯もあり、2011年12月に成立したラホイ政権の政治的な指導力や市場との対話能力について疑念の目を向け始めている。他にも、2012年予算案の提出を3月25日のアンダルシア州の地方選挙後まで意図的に遅らせたことの手際も指摘されている。地方選挙に勝利した後に緊縮予算を成立させる思惑に反し同選挙では野党に敗北を喫したばかりか、予算案の内容自体についても、失業率が高い中で法人税の追加引上げ、研究開発関連予算の大幅削減、利用率の低い高速鉄道への予算配布等、その妥当性を疑う声が上がっている。

スペインでは、労働市場の効率性や政



(資料)IMF “World Economic Outlook”(WEO)のデータから農中総研作成。

府規制の面で改革の余地は大きい(図表12)。また、その財政について、IMFは継続的に見通しを悪化させている(図表13)。

このため、今こそ強い政治面での指導力のもと、首尾一貫した実効性のある対策の具体化と、その着実な実行により、市場の信頼感を回復することが強く求められている。(2012年5月23日現在)

(注1)4月25日に公表された直近のサーベイでは、ユーロ圏で合計131行を対象とし、2012年3月23日から4月5日の間実施された。

(注2) IMF (2012/4/25) “Spain: Financial Sector Assessment, Preliminary Conclusions by the Staff of the International Monetary Fund”を参照されたい。

情勢判断

海外経済金融

中国の景気下振れは回避へ

～ 今後の金融緩和や消費刺激策の効果に期待 ～

王 雷 軒

要旨

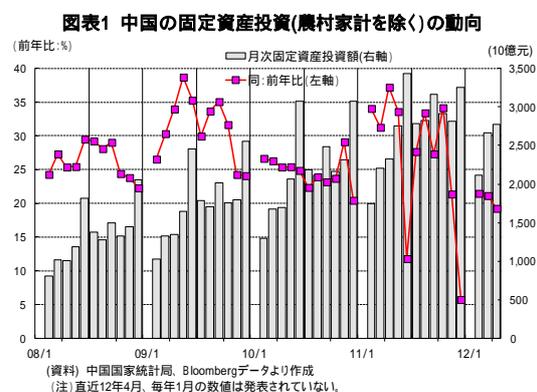
固定資産投資・個人消費・輸出が揃って減速したことを受けて、足元の中国経済は悪化懸念が強まっている。こうしたなか、中国人民銀行は5月18日に法定預金準備率の引下げを実施したが、インフレ圧力の低下などを背景に、今後も継続的に行う可能性が高い。また、家電製品や車など耐久財の販売を促進させるための消費刺激策も打ち出されたこともあり、経済は12年後半から再度拡大に転じることが見込まれる。

景気・物価動向：想定より下振れ

5月11日に公表された4月の経済統計は、固定資産投資・個人消費・輸出がいずれも先月より鈍化した。2012年1～3月期（前年同期比8.1%、5四半期連続で減速）に続き、4～6月期も経済成長率が減速する可能性が高まっていると思われる。

以下、4月期の経済指標から景気動向を見てみよう。まず、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、4月に前年同月比（実質ベース）10.7%と先月（同11.6%）よりやや鈍化した。景気の先行き不安に伴う消費者マインドの低下や家電製品の買い替え促進策の終了（11年末）による反動を受けて鈍化基調が続いたと見られる。先行きについては、5月16日に国务院がエアコンや冷蔵庫など省エネ家電製品（メーカーに265億元の補助金を支給）、省エネ照明・LED照明（22億元）、省エネ車（60億元）などを対象とした消費刺激策の実施を発表したことなどを背景に、個人消費は底堅く推移するだろう。

また、4月の固定資産投資（農家投資を含まず）も前年同月比19.7%と、先月（同21.5%）に続き減速した（図表1）。



これは、不動産抑制政策の堅持によって不動産開発投資が前月比4.8%と大きく鈍化したからであろう。ただし、製造業の設備投資および水利・環境保護投資などのインフラ投資は、足元では底堅く推移した。先行きも保障性住宅建設、設備投資やインフラ投資などにより、固定資産投資を下支えていくことが想定されるが、中国政府の消費拡大を重視する経済発展方式への転換や不動産抑制政策の継続などから、大きく伸びないと見ている。

さらに、欧州経済の不透明感を背景に中国の輸出を取り巻く環境は依然として厳しい状況が続いている。季節調整済みの輸出は、4月に前年同月比7.2%（3月同9.8%）と低調であることに変化はない。また、4月15日～5月5日まで開か

れた広州交易会（春と秋 2 回開催）の取引契約額が対 11 年秋比 4.8%と厳しい結果となった。一方、輸入も輸出減速に伴う生産財需要の減少の他、不動産開発投資の低迷や在庫調整などの影響もあり、同 4.8%となった。

一方、生産面から見ても、4 月の鉱工業生産（付加価値ベース）は前年同月比 9.3%と 3 月（同 11.9%）から大きく減速した。さらに、4 月の電力消費量も前年同月比 3.7%と先月（同 7.0%）から大幅に鈍化したことなどから、景気下振れリスクが意識されている。

物価動向については、3 月の消費者物価は前年同月比 3.6%と 2 月から加速が見られたが、その後の豚肉や生鮮野菜価格の下落を受けて、4 月は同 3.4%と鈍化、政府の年間目標の 4%を下回る推移が続いた。5 月初めにガソリンとディーゼル価格の引下げが行われたことなどから、当面、物価水準は低下傾向が続くと見られる。

金融情勢と景気見通し

4 月分の主な経済統計が発表された 5 月 11 日の翌日に、中国人民銀行（中央銀行）は、法定預金準備率の引下げ（0.5%）を発表した。この結果、大手銀行の法定預金準備率が 20.0%、中小銀行が 16.5%となり、貸出市場に約 4,000 億元（約 5 兆円）余の資金供給が可能となる。

前述したように、景気減速感の強まりやインフレ圧力の低下が今回の引下げにつながったと見られる。それに加えて、4 月には、マネーサプライ（M2）が前年同月比 12.8%と 3 月（同 13.4%）からやや鈍化した（図表 2）ことも挙げられる。

さらに、4 月の人民元建て新規融資額も 0.68 兆元と 3 月（1.01 兆元）から大

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と人民元建て新規融資額の推移



幅に減少した（図表 2）。その理由として、景気先行き不安から企業の資金需要が鈍化したことや、金融機関の預金残高に占める貸出残高の比率である預貸率は上限 75%と厳しく制約されていることが挙げられる。実際、多くの銀行は預貸率の上限に近付いており、新規融資額を拡大することに限界があるようだ。

今後の金融政策については、景気下振れを回避するため、インフレの鈍化傾向、外貨ポジションの増加鈍化などを踏まえ、法定預金準備率の引下げが再び実施される可能性は高い。ただし、現在調整中の住宅市場に過剰流動性が再び流入することに対する警戒感が依然として根強いことから、利下げに対しては依然慎重と見られる。とはいえ、ギリシャ政局の不安を背景に欧州経済・金融市場の混乱が生じれば、中国経済の急減速リスクに対応するための利下げも視野に入れるべきであろう。

景気の先行きについては、経済の減速傾向は 12 年半ばまでは続く可能性が高い。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、財政・金融政策が打ち出されることもあり、経済は 12 年後半から再度拡大に転じることが見込まれる。

（12 年 5 月 22 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

4月24～25日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、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方針とともに、11年10月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」を継続するとした。

経済指標をみると、1～3月期（一次速報）の実質国内総生産（GDP）は、前期比年率2.2%と事前予測（ブルームバーグ社調査：2.5%）をやや下回った。4月の雇用統計は、失業率は8.1%と前月から改善したものの、非農業部門雇用者数が前月比11.5万人と事前予測（同：16.0万人）を下振れた。こうしたことから、米国経済に対する減速懸念が高まった。

国内経済・金融

4月27日の日銀金融政策決定会合では、政策金利の誘導目標（0～0.1%）を据え置く一方、金融資産等買入額を合計65億円程度から70兆円程度へと増額することを決めた。また、5月22～23日の同会合では、同政策の維持を決定した。

経済指標をみると、1～3月期の実質GDP成長率は、前期比1.0%（同年率4.1%）と3四半期連続でのプラス成長となった。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）の3月分は、前月比2.8%と3ヶ月ぶりに減少したものの、1～3月期を通じては前期比0.9%となったほか、4～6月期の事前見通しも同2.5%と増加が見込まれている。また、3月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比1.3%と2ヶ月ぶりに上昇した。製造工業生産予測調査によれば、4月も同1.0%と上昇が見込まれている。以上のように、一部では経済回復の動きもみられている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、欧州債務問題や米国経済の先行き不安に対する懸念が拡大したことから低下傾向での推移が続き、ギリシャの政治情勢不安がいつそう高まった5月中旬には、一時0.815%と2003年7月以来の低水準となった。

日経平均株価は、米国経済の先行き懸念の高まりや欧州債務危機の再燃を受けて続落し、5月中旬以降は8,600円前後での推移となっている。

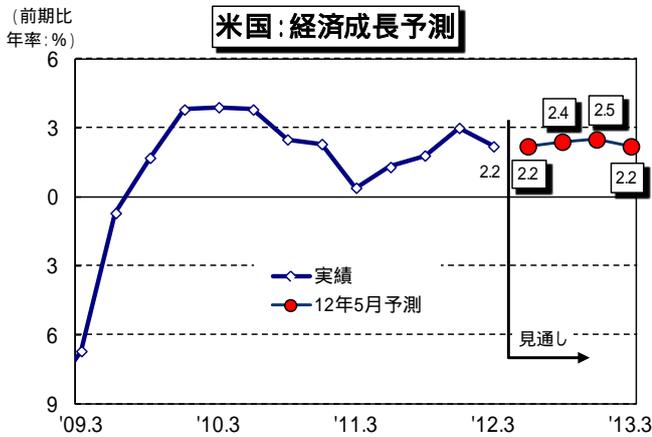
外国為替相場のドル円相場は、米国経済の減速感の高まりを受け、5月下旬には1ドル＝79円台まで円高・ドル安が進行。一方のユーロ円相場は、スペイン国債入札の不調やギリシャ国内の政治的混乱などによって欧州債務危機が再燃し、5月下旬には一時1ユーロ＝100円割れまで円高・ユーロ安が進行する場面もあった。

原油相場

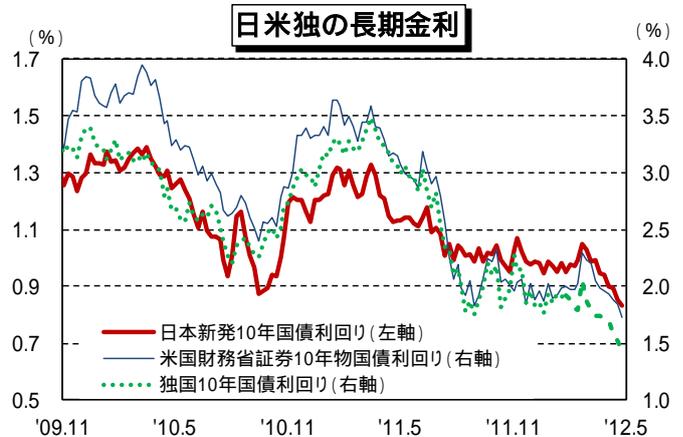
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、欧州債務危機などを背景とした世界経済の減速懸念によって石油需要が減退したことから、4月上旬以降は下落傾向で推移している。5月下旬には一時1バレル＝90ドル台を割り込んだ。

（2012.5.24現在）

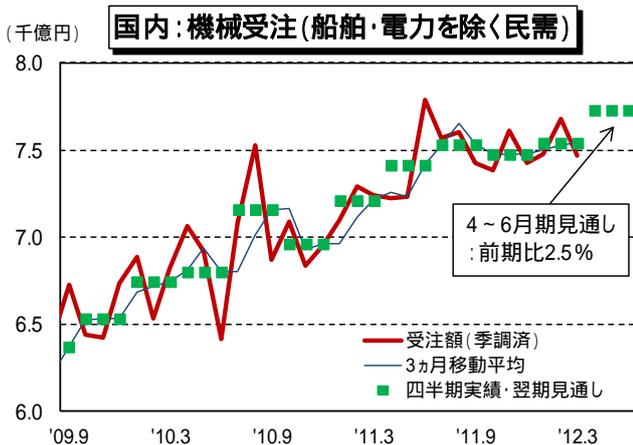
内外の経済・金融グラフ



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



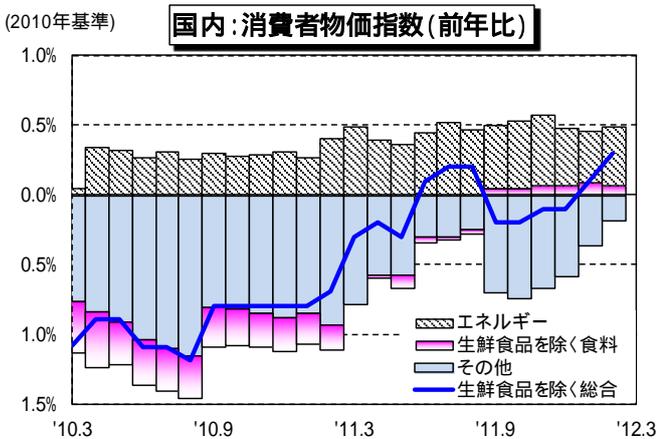
(資料) Bloombergより作成



(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



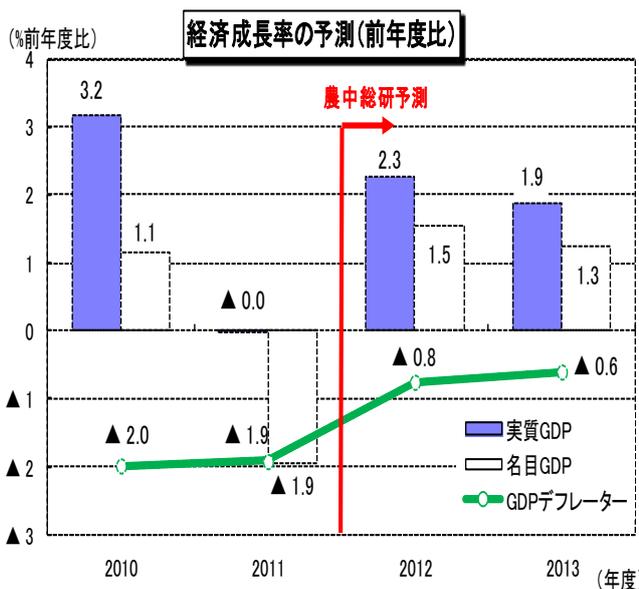
2012～13年度改訂経済見通し

海外経済の不透明感高まる中、復興需要が当面の景気を牽引

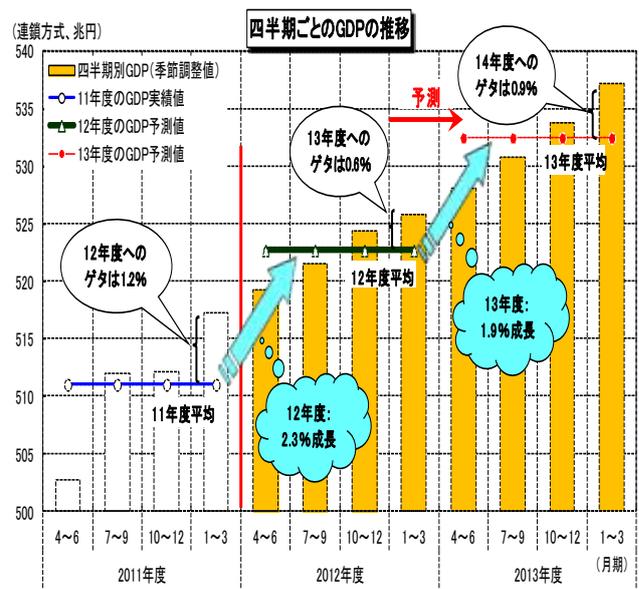
～12年度:2.3%、13年度:1.9%と予測～

東日本大震災後に落ち込んだ国内景気は、その後の復旧進展やマインド回復などで11年夏にかけて持ち直した。しかし、11年後半以降、世界経済の減速傾向が強まったほか、歴史的な円高進行も加わったことから、輸出・生産は足踏みを始めた。12年年明け以降、民間消費の堅調さや復興に向けた公共事業の開始など、明るい材料も散見されるが、欧州債務問題の再燃や中国経済の悪化懸念など、課題は少なくない。なお、12年度の国内景気は、官民の両輪揃った復興需要の本格化、さらには11年後半以降の輸出回復などにより、潜在成長率を上回る成長を実現するとみる。ただし、復興期としては物足りない数字にとどまる。13年度にかけても景気持ち直しが進むだろう。

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、早期のデフレ脱却への期待が高まっている。日本銀行は2月に続き、4月にも追加緩和策を打ち出したが、その効果は限定的なものにとどまるなど、デフレ克服に向けた積極的な対応が今後とも求められるだろう。



(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(2011年3月11日)の発生によって大幅に悪化した国内景気であったが、被災企業などにおける懸命の努力や、時間経過に伴うマインド回復などもあり、昨夏にかけては当初の想定を上回るペースでの改善が見られた。しかし、政治混迷などから、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り、復興に向けた事業の開始は大幅に後ズレした。

海外に目を転じれば、11年後半以降、雇用指標などに明確な改善がなかなか見えない米国経済に対する失望感が広まった。また、09年後半から2年近くにわたって繰り返してきた欧州債務危機についても、欧州連合(EU)、国際通貨基金(IMF)などが様々な支援策を講じてきたにも関わらず、一向に収束に向けた動きが見られなかった。むしろ、財政悪化国における緊縮財政がそのまま需要減退につながり、景気が悪化に転じ、財政再建目標がさらに遠のく、と

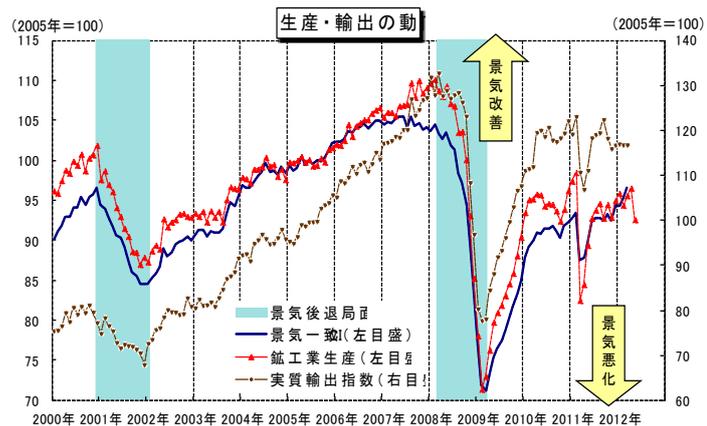
いった悪循環が発生し一段と深刻さを増すなど、世界経済全体の下振れリスクが強く意識されるようになってきた。さらに、内需喚起策によって高めの成長を続けてきた中国など新興国では、インフレやバブルへの警戒感から引締め政策が発動されてきたが、11年後半以降、そうした効果が顕在化し、景気減速が明確になってきた。

こうした世界的な景気減速や信用懸念の高まりにより、内外の金融資本市場では「質への逃避」的な行動が強まった。特に、為替レートに関してみると、対米ドルレートは戦後最高値を断続的に更新し、その後も歴史的水準での円高が定着するなど、輸出環境を大きく悪化させた。前述の通り、世界経済が全般的に減速に向かう中で、わが国の輸出は頭打ちとなり、11年末にかけて国内景気は足踏み状態を強めていた。

一方、12年入り後は、米国の年末商戦が堅調に推移し、かつ事前予想を上回る経済指標の発表が続いたことで、米国ならびに世界経済に対する過度な悲観論が後退した他、後述する日本銀行によるデフレ脱却に向けた積極的な緩和策継続に対する期待の高まりなどから、円高修正の動きがみられ、株価は回復に向かった。また、民間消費などに復興需要に向けた動きが見られるなど、実体経済にも回復の兆しが散見されつつある。しかし、5月上旬に実施されたギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃、世界的に株安・ユーロ安が強まるなど、不安定な状態が続いている。リーマン・ショック以降の世界経済を牽引してきた中国経済についても景気悪化懸念が強まるなど、わが国景気の先行きに対する不安感も一部で浮上りつつある。

(2) 2012年1～3月期 GDPは成長率が加速

こうしたなかで発表された1～3月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比年率4.1%と、10～12月期(同0.1%)から加速、3四半期連続でのプラス成長となった。前年比も2.7%と5四半期ぶりのプラスに転じた。また、名目GDPも前期比同年率



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

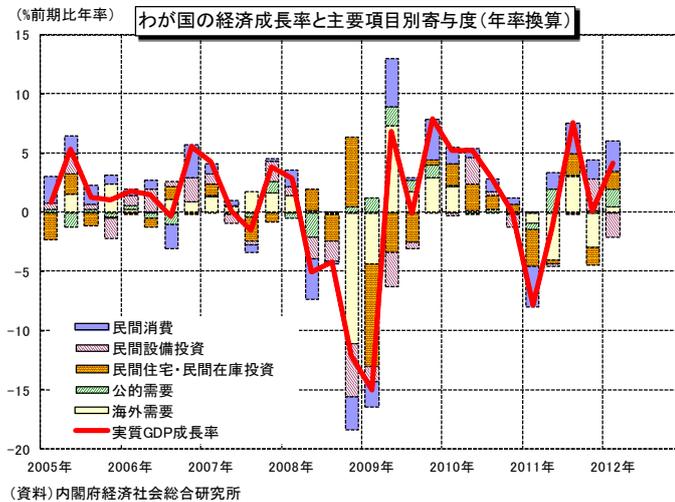
(注) 鉱工業生産の最終値分は製造工業生産予測指数を;



(株)農林中金総合研究所

4.1%と、2 四半期ぶりのプラスとなった。

今回のやや高めのプラス成長の要因としては、公共投資など復興事業がようやくスタートしたこと(前期比 5.4%と 3 四半期ぶりの増加)や民間消費の堅調な動き(同 1.1%と 4 四半期連続の増加)、さらにはタイ大洪水の影響で取り崩された民間在庫の復元の動き(前期比成長率に対する寄与度は 0.4 ポイント)や同じく輸出の持ち直し(前期比 2.9%と 2 四半期ぶりのプラス)などが挙げられる。一方で、10~12 月期には高い伸びを示した民間企業設備投資にはその反動減(前期比 ▲3.9%と 2 四半期ぶりの減少)も出るなど、必ずしも復興需要がまだ広がりを見せているわけでもない。そのため、民間需要は前期比 0.6%の増加であったが、民間最終需要は同 0.1%と微増にとどまっている。



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、需給ギャップが依然として大幅に乖離したままであることから前年比 ▲1.2%と 10 四半期連続の下落となったが、10~12 月期(▲1.9%)からは下落幅が縮小した。なお、前期比では横ばい(0.02%)と下げ止まりが見られた。付加価値生産の主要な担い手である企業部門では、未だ投入コストの増加分を価格転嫁する動きは広がっていない(価格転嫁が十分進んでいるのであれば、輸入デフレーターの上昇分を相殺する程度の国内需要デフレーター上昇が見られているはずである)。なお、注目の単位労働コストは前年比 ▲2.6%と 5 四半期ぶりの下落となった。

この結果、11 年度を通じての実質経済成長率は▲0.0%と、マイナス幅は微小ではあるが、2 年ぶりのマイナス成長となった(名目成長率も▲1.9%と 2 年ぶりのマイナス)。大震災後の持ち直しは見られたが、全般的な復興需要が欠けた上、外需が軟調だったこと(「火力シフト」に伴う原油・LNG 輸入増に加え、世界経済の減速で輸出が低調に推移)がその背景として指摘できるだろう。



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、債務危機に苦しむ欧州諸国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おり、すでに国際公約となっている。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に偏っており、抜本的な歳出構造の見直しや「行政の無駄」への切り込みなどが不十分との指摘も多い。

喫緊の課題は大震災や原発事故への対応であることは言うまでもない。政府は震災後10年間の復興期間と設定し、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年間の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、政府は11年度内に4度にわたって補正予算編成を行ってきた。特に、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んだほか、12年度も、大震災復興関連の歳出・歳入を3.8兆円確保した「東日本大震災復興特別会計」を計上している。これらにより、12年度の名目公的固定資本形成は、11年度比で3.5兆円ほどの上積みとなるだろう。

なお、12年度の一般会計予算に関しては、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。なお、社会保障費の自然増分（約1.2兆円）については、09、10年度に続いて全額容認するなど、歳出構造見直しの例外としている。13年度予算についても、「中期財政フレーム」を踏襲するものと思われる。

さて、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。しかし、政権交代を実現した09年総選挙において、民主党は消費税率は引き上げず、税金の無駄遣いを改めることで13年までに16.8兆円捻出できると公約したこと、さらに消費税増税が充当される社会保障の制度設計に関して考え方の違いなどから、消費税増税については必ずしも反対ではない野党からの反発が強いほか、09年総選挙マニフェストの遵守を求める与党内からも根強い反対論がある。それゆえ、3月30日に国会提出された消費税増税法案は難航が予想されており、状況次第では政局が流動化する可能性も指摘されている。当総研では、消費税増税は近い将来あるものと想定しているが、その実施時期が不透明であることから、今回の経済見通しにおいても引き続き想定していない。

(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、手厚い信用秩序維持政策、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、先進国・地域の景気回復テンポは緩慢なままで、国内の需給バランスが崩れた状態を続ける半面、新興国・資源国経済は底堅く推移し、一部で景気過熱感やそれに伴うインフレ・バブル懸念が強まるなど、「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


(株)農林中金総合研究所

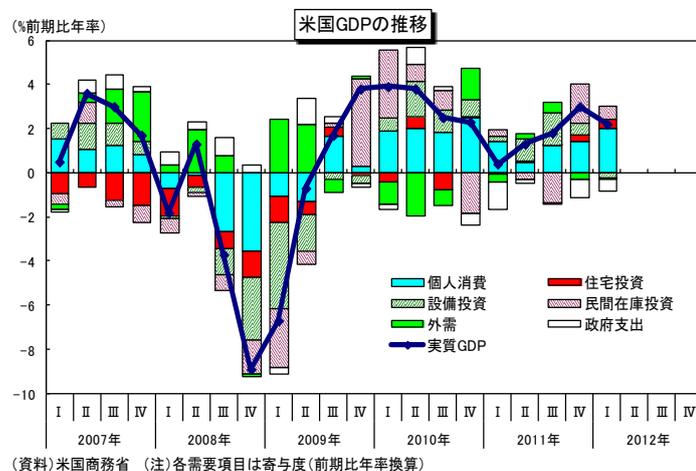
締め政策を続けた。

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、財政悪化への警戒感が強まった。ユーロ加盟国や IMF など国際機関は、財政悪化国に対して厳格な緊縮財政政策を求めるとともに、デフォルト回避に向けた協調融資を実施してきたが、成長と財政再建とのバランスを欠いており、一向に収束する兆しが見えてこない。世界経済や金融資本市場はこうした欧州情勢に振り回されていると言っても過言ではない。

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

① 米国経済

12 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 2.2%と 11 四半期連続のプラス成長となったが、10～12 月期(3.0%)からは減速した。1～3 月期の成長の主因は個人消費であり、自動車等の耐久財への支出が堅調となったことから 2.9%と高い伸びを示した。また、暖冬による好影響もあり、住宅投資が 19.1%と加速したことも成長率を押し上げた。一方、成長減速の要因としては、投資減税失効の影響から設備投資が▲2.1%と 9 四半期ぶりに落ち込んだことに加え、10～12 月期に大幅増であった在庫投資が小幅増にとどまったこと、さらに政府支出が▲3.0%と 6 四半期連続で減少したことなどが挙げられる。



足元の米国経済は、緩やかながらも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動きが見られるなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、失業率が 8.1%に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、世界的な景気減速を背景に輸出が低調な動きを示しており、ギリシャの政情不安による影響など欧州情勢の先行き不透明感が強まっている。

こうしたなか、上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、11 月に大統領選と議会の選挙を控えていることもあり、財政赤字削減案などの重要な議論が進まず、政治的な膠着状態に陥っている。このまま何の対応もできなければ、国防費を中心に 13 年から 10 年間で総額 1.2 兆ドル(約 96 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延長して継続実施しているブッシュ減税や給与減税も 12 年末で失効を迎える。つまり、「財政の崖」と呼ばれているように、12 年末に大幅な歳出削減と増税が同時に実施され、仮にそうなれば米国経済は再び失速する可能性が高い。さらに、12 年末までに連邦債務が法定上限の 16.4 兆ドル(約 1,310 兆円)に達する見込みであり、米議会は債務上限引き上げで合意する必要もある。したがって、新体制が固まる大統領選直後から年末までの 2 ヶ月弱の間で、米議会が新たに財政赤字削減案を策定できるかどうか最大の焦点となる。

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、直近の FOMC 声明文では「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」としている。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


(株)農林中金総合研究所

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。さらに必要に応じて保有証券の規模と構成を見直し、適切に調整する用意があるとしている。

FRBは、直近の経済見通しで12年の成長率を小幅引き上げたものの、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。バーナンキ議長は、注目される追加の量的緩和策第3弾(QE3)について、必要に応じて実施する用意があると言明する一方で、インフレ率(PCEデフレーター)がFRBの目標である2%に向けて低下しつつある状況下で、物価を再加速させるような政策を採用することは困難との判断も示している。したがって、FRBは引き続き超緩和的な姿勢を維持し、景気次第では対応する構えを温存しつつも、予想外に景気が悪化しない限りQE3実施の可能性は低いと考えられる。ただし、ツイストオペが6月末に期限を迎えることから長期金利に上昇圧力がかかると想定され、状況次第ではツイストオペの延長や増額、あるいは住宅ローン金利の低下を促すためのMBS購入再開など追加措置を打ち出す可能性もある。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、可処分所得が伸び悩む一方で、失業率が低下するなど雇用の先行き不安が和らいだことを受け消費者マインドが改善傾向を示しているほか、足元でガソリン価格高騰が沈静化したこともプラス効果をもたらすと考えられることから、先行きも底堅く推移すると予想する。ただし、4～6月期は自動車販売の一巡や暖冬で消費が前倒しされた反動が予想されるため弱い動きになると考えられる。一方、設備投資は、先行指標となる資本財受注の動きが鈍化傾向を示しており、12年を通じて世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念から慎重化する可能性が高い。しかし、13年以降は緩やかな増加ペースに戻すと予想する。住宅投資は、引き続き厳しい状況が続くと想定されるものの、中古住宅市場で在庫調整が進展していることなどから、徐々に回復傾向をたどるものと考えられる。外需については、中国等新興国の景気減速のほか、欧州債務問題の解消に向けた歳出削減等を受けてユーロ圏経

2012～13年 米国経済見通し (12年5月改定)

	単位	2011年	2012年		2013年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	1.7	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7
個人消費	%	2.2	2.2	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5
設備投資	%	8.8	5.4	1.9	6.5	6.5	6.5	6.6
住宅投資	%	▲ 1.3	9.8	13.5	8.0	8.6	8.2	10.0
在庫投資	寄与度	▲ 0.2	0.1	0.9	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出等	%	6.7	4.2	4.4	4.4	6.5	7.0	7.6
輸入等	%	4.9	3.3	3.8	3.6	5.5	6.0	6.5
政府支出	%	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4
参考								
PCEデフレーター	%	2.5	2.0	2.1	1.8	2.0	1.9	2.1
GDPデフレーター	%	2.1	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.0
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	%	2.77	1.97	1.96	1.98	2.50	2.30	2.70
完全失業率	%	9.0	8.1	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8

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5月21日(12年1～3月期の速報値ベース)

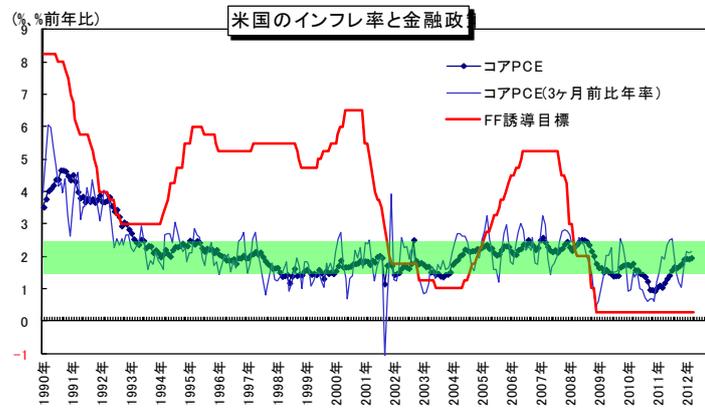
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFレート誘導目標は期末値



(株)農林中金総合研究所

済が低迷すると想定されることから、12年を通じて緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、13年以降は世界経済の持ち直しに伴い輸出が拡大すると予想する。なお、個人消費の回復が継続することにより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、12年前半は緩やかな成長率にとどまるものの、その後は雇用拡大や世界経済の持ち直しに伴って徐々に成長率が加速すると見込まれる。年間の成長率は、12年は前年比2.2%（前回見直しから0.3ポイントの上方修正、1～3月期が当社予想をやや上回ったため）、13年は同2.5%（前回と変わらず）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、QE3（量的緩和第3弾）については、ギリシャに端を発するユーロ圏の不安が米経済にどのような影響を与えるかにもよるが、12年の経済成長がFRBの成長率見直し（12年の予想中心帯は2.4～2.9%）を下回ると見込まれることから、12年末までに実施されると想定した。また、現在のゼロ金利政策は14年後半まで維持されると予想する。



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

② 欧州経済

ユーロ圏では、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、また債務問題が長期化すると見通しによる企業や消費者の行動の保守化により、経済成長の停滞が継続している。5月のフランス大統領選挙では経済成長重視を掲げるオランド候補が新大統領に選出されたが、ユーロ圏全体として今後も緊縮策優先の政策には大幅な修正は見込み難く、当面の間、こうした経済情勢に大きな変化はないものと考えられる。

ユーロ圏（17ヶ国）の12年1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比横ばいとなった（10～12月期は同▲0.3%）。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.5%（同▲0.2%）と大幅な改善となったが、フランスは同0.0%（同0.1%）にとどまったほか、ポルトガルが同▲0.1%（同▲1.3%）、イタリアが▲0.8%（同▲0.7%）、スペインが同▲0.3%（同▲0.3%）等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランドについては、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▲0.3%）となり、欧州連合（EU）（27ヶ国）全体では同0.0%（同▲0.3%）となった（後掲の付表1を参照）。

ユーロ圏では、3月の鉱工業生産指数が前月比で0.3%の低下、前年同月比では2.2%の低下となるなど、生産面での減速傾向が続いている。また、雇用情勢については、3月の失業率は10.9%と約15年間で最高の水準となった。なかでも25歳未満の若年層の失業率は22.1%に達し、財政の緊縮化を進める現政権への反発や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3月の小売売上高が前月比では0.3%の上昇ながら前年同月比では0.2%の低下となるなど、弱い動きが続いている。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては、一部には輸出主導で景気底打ちの兆候があるものの、全体としては景気の反転を示すまでには至っていない。同国の3月の製造業受注は前月比2.2%の増加に対し、前年同月比では1.3%の減少である。鉱工業生産指数は3月には前月比で2.8%、前年同期比では1.6%の増加となったが、11



(株)農林中金総合研究所

年以降の増加率鈍化のトレンドからは脱してはいない。また、輸出額は3月に前月比で0.9%の増加となったものの、2月の増加率を下回るなど依然力強い回復とは言い難い。一方、4月の失業率は6.8%と約20年ぶりの低水準を維持したが、3月の小売売上高は前月比0.8%の増加にとどまり、労働市場の堅調さが必ずしも消費の力強い回復にはつながってはいない。

なお、欧州市場は、ギリシャに対する追加支援の実施等により、3月にはいったん落ち着きを取り戻したが、その後、5月のギリシャの総選挙後の政局混迷に加え、スペインの銀行財務の悪化や財政改革等の遅延の可能性が市場を不安定化させている。特にギリシャについては、再度実施される総選挙の結果およびその影響について、ここ1~2ヶ月間の動向が注目される。

以上の情勢に対し、欧州中央銀行(ECB)は、11年12月に政策金利を1.00%に引下げて以降、12月、12年2月の2回にわたり総額約1兆ユーロに上る期間3年の資金供給を実施してきた。しかしながら、4月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.6%上昇と依然高い水準が続いており、また、大量の資金供給についても、最近ではむしろ政策への依存というモラルハザード等の負の側面がより強く意識され始めている。このため、金融政策の舵取りは一層困難になりつつあるが、CPI上昇率は徐々に低下に向かうとECBは予測していることもあり、諸般の状況を踏まえて年内にも追加緩和に動く可能性が高い。

③ 中国経済

これまでの不動産抑制政策の実施や欧州債務危機に伴う当該地域向けの輸出低迷を受けて、中国経済は減速感が強まっている。12年1~3月期の実質GDP成長率は前年比8.1%(前期比1.8%)と、5四半期連続の減速となった(後掲の付表2を参照)。5月に発表された経済統計からは、足元の景気減速感がさらに強まったものと見られる。以下、GDP需要項目別の動向を確認してみよう。

まず、4月の個人消費は、賃金水準の上昇や物価上昇率の低下などによって堅調に推移しているが、景気の先行き不安から消費者マインドの低下で実質伸び率(前年比10.7%)がやや鈍化した。ただし、5月16日に補助金付きの省エネ家電販売促進策が打ち出されたこともあり、個人消費は先行き堅調に推移するだろう。

また、不動産開発投資の大幅な鈍化(前月比▲4.8%)を受けて、GDPに対する比重が大きい固定資産投資(農家投資を含まず)は、4月も前年比19.2%と鈍化が続いた(付表2)。しかし、水利・環境・インフラ整備への投資は順調に伸びているほか、製造業の設備投資も底堅く推移している。中国政府が消費拡大を重視する経済発展方式への転換や、不動産抑制政策の継続などから、今後の固定資産投資は大きく伸びないと見ている。

外需については、季節調整済みの貿易動向(4月分)を見ると、輸出は前年比7.2%、輸入は同4.8%と減速傾向が続いている。主に欧州経済の減速が原因であるが、これに加えて輸出を取り巻く経営環境(賃金上昇、資金繰りの困難など)も悪化が見られる。先行きについてもギリシャ政局の不安などを背景に欧州向けの輸出回復は見込みがたい。

以上のような需要面での景気減速感に加えて、生産面においても4月の鉱工業生産(付加価値ベース)は前年比9.3%と大幅に減速した。その結果、最近では景気下振れリスクが芽生えつつあり、5月12日の法定預金準備率の引下げにつながったと言えよう。景気減速の強まり、インフレの鈍化傾向などを踏まえ、今後も法定預金準備率の引下げなどを柱とする金融緩和策が実施されていくものと見ている。

先行きについては、中国経済の減速傾向は12年前半までは続く可能性が高い。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、財政・金



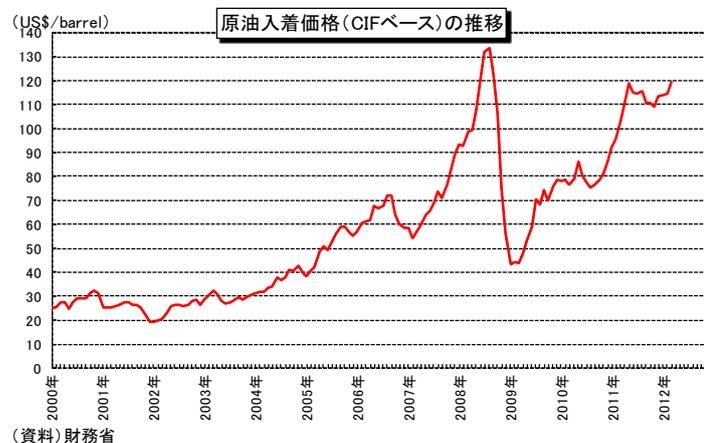
(株)農林中金総合研究所

融政策が打ち出されることもあり、経済は12年後半から再度拡大に転じることが見込まれる。12年を通じては8%台半ばの成長となると予測している。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

12年春先にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などから、国際原油市況は高騰を続けた。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりや欧州債務問題の再燃などから、リスク回避的な行動が強まり、原油を含めて国際商品市況は調整局の強い展開となっている。特に、原油(WTI先物、期近物)については、2月下旬にかけて一時1バレル=110ドル近くまで上昇したが、直近では90ドル近くまで下落している。また、この数年、中華圏などからの旺盛な需要を背景に高騰を続けてきた金価格も、足元では下落に転じている。

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、銀行システム危機等に波及するなど、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年後半以降は新興国を中心に再び景気回復力が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、先行きも原油価格が大きく調整し続けることはないだろう。国内への原油入着価格(CIFベース)については、12～13年度にかけては緩やかな上昇傾向をたどると思われ、110～125ドルで推移することを見込んでいる。



2012～13年度 日本経済見通し総括表

	単位	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 1.9	1.5	1.3
実質GDP	%	▲ 0.0	2.3	1.9
民間需要	%	0.5	2.8	2.0
民間最終消費支出	%	1.1	2.1	1.2
民間住宅	%	3.6	7.9	5.0
民間企業設備	%	0.2	2.3	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.4	0.2	0.1
公的需要	%	2.4	2.6	0.3
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	3.9	11.7	▲ 0.7
輸出	%	▲ 1.4	4.2	5.6
輸入	%	5.3	7.1	4.4
国内需要寄与度	%pt	1.0	2.7	1.6
民間需要寄与度	%pt	0.4	2.1	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.6	0.6	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.3	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	0.2	1.3
全国消費者物価 (")	%	0.0	0.1	0.3
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	4.1	4.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.9	9.4	12.9
名目GDP比率	%	1.7	2.0	2.7
為替レート	円/ドル	79.1	82.5	88.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.06	1.13	1.38
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	115.0	123.8

(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	%	▲ 2.6	▲ 1.0	1.5	▲ 0.3	1.0	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
実質GDP	%	▲ 2.0	▲ 0.3	1.9	0.0	1.0	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
(年率換算)	%	▲ 7.9	▲ 1.2	7.6	0.1	4.1	1.5	1.8	2.2	1.1	1.8	2.1	2.3	2.6
民間需要	%	▲ 2.2	0.3	1.4	0.9	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.5	0.6	1.1	0.7	1.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.6	▲ 3.1	4.8	0.1	▲ 1.6	4.0	3.0	2.0	2.0	1.0	0.5	0.5	0.2
民間企業設備	%	0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	5.2	▲ 3.9	1.5	0.8	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	0.0	0.3	▲ 0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	2.0	0.1	0.2	1.5	0.3	1.1	0.6	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.3	0.4	0.7	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 4.6	7.3	▲ 0.6	▲ 0.5	5.4	3.0	5.0	3.0	▲ 2.0	▲ 2.0	0.0	0.2	0.5
輸出	%	▲ 0.4	▲ 6.3	8.7	▲ 3.7	2.9	0.4	0.8	1.0	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6
輸入	%	1.2	0.2	3.5	0.9	1.9	2.0	2.0	0.8	1.0	1.0	1.2	1.1	0.9
国内需要寄与度	%pt	▲ 1.8	0.7	1.1	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.7	0.2	1.1	0.7	0.5	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	0.0	0.1	0.4	0.1	0.3	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	▲ 0.7	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.5	2.6	1.5	0.5	▲ 0.2	0.1	0.4	0.7	1.0	1.2	1.5	1.6
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.5	▲ 4.2	5.4	0.4	1.2	▲ 0.2	1.5	0.9	1.0	1.5	1.2	1.1	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	3.5	1.9	2.5	1.7	1.8	1.9	2.2	2.5	2.8	3.0	3.1	3.3	3.5
名目GDP比率	%	3.0	1.6	2.2	1.4	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.4	79.3	81.0	82.0	83.0	84.0	85.0	87.0	89.0	91.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.08	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	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.30	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	115.9	115.0	110.0	115.0	120.0	120.0	125.0	125.0	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. 2012～13年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面のリスク要因への評価

12年度以降の日本経済を予測する上で、大震災からの復興に向けた動きと、過去20年近くにわたって国内景気を牽引し続けた輸出動向に注目せざるをえない、というのはもはやコンセンサスであろう。一方で、①欧州債務問題の行方、②新興国、特に中国経済の動向、③円高・デフレ圧力、④夏場の電力供給懸念、を当面のリスク要因として考慮していく必要があるのは言うまでもない。

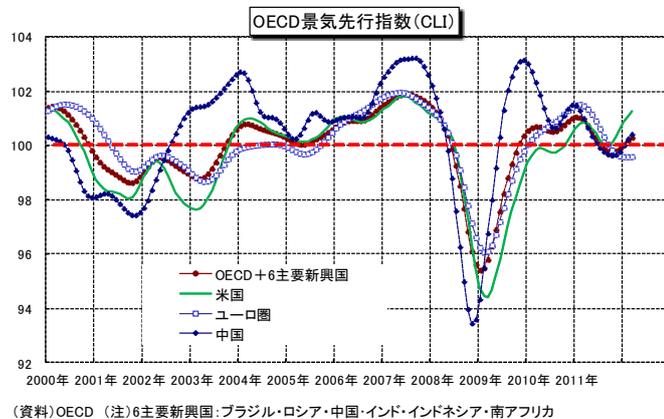
このうち、①については、成長と財政再建の両立を確保するような政策が打ち出されない限り、欧州債務問題は尾を引くものと見られる。欧州委員会の春季経済見通しによれば、12年のユーロ圏の経済成長率は前年比▲0.3%のマイナス予想であり、13年には1%のプラス成長に転じるとしつつも、財政悪化国での景気落ち込みは激しく、財政赤字削減目標の達成が危ぶまれている。日本経済にとっては、根強い円高圧力が残るほか、アジアなどを通じた間接的なパスを含めて輸出の伸び悩みといった事態に向き合わなくてはならないだろう。

②については、前掲の通り、中国経済の景気減速が強まっており、当初の想定よりも持ち直しに転じる時期は後ズレしてきている。とはいえ、すでに12年に入ってから法定預金準備率が2回にわたって引下げられたほか、第12次5ヶ年規画に盛り込まれた社会インフレ整備が先行き再開される可能性が高いことなどもあり、年後半には景気が回復に転じていくだろう。

また、③の円高・デフレの行方に関しては、2月の物価安定目標の導入や金融緩和決定後、日銀のデフレ脱却に向けた意欲への金融市場の評価に影響されやすくなっているように見られる。上述①・②に関する思惑が為替レートに大きな影響を与えているのは否定できないが、日銀がデフレ脱却に向けた積極的な緩和政策をとり続けていくことを市場参加者が評価するならば、いずれ円高圧力は解消し、人々のデフレ継続予想を修正していく可能性があるだろう。

なお、④の電力供給懸念については、政府は、今夏の電力不足に対応するための需給対策を決定した。これによれば、原発依存度の高かった関西電力管内で10年比15%以上、九州電力管内で10%以上、北海道電力管内で7%以上の節電目標を設けることになった。さらに、電力不足が懸念される関電などへ融通するため、中部・北陸・中国電力管内でも5%、四国電力管内で7%の節電を要請することとなった。また、東北電力と東京電力管内は数値目標のない節電を要請する。なお、昨夏に東北電・東電管内で発動された電力使用制限令は回避されることになった。

関電管内での10年比15%の節電目標というのは、昨夏に要請したものと同等水準であり、その影響は今のところ限定的との見方が主流である。ただし、今夏が想定以上の猛暑となって冷房需要が上振れる、もしくは発電所などが何らかの事情で停止するといった事態に陥るようであれば、実体経済に少なからぬ影響が懸念されることになるだろう。

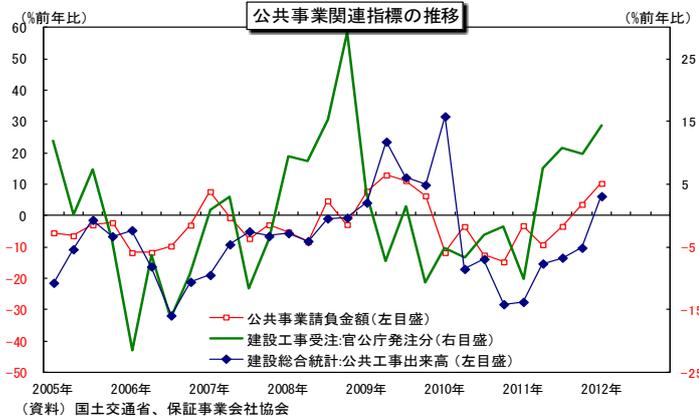




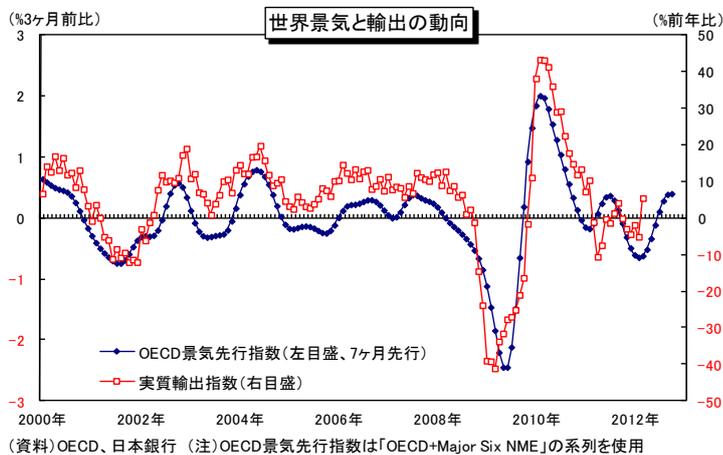
(株)農林中金総合研究所

(2) 経済見通し ～ 12年度下期以降、復興需要と輸出回復が国内景気を牽引

冒頭で述べたとおり、足元の国内景気は踊り場状態を続けつつも、そこからの脱却を模索しようとしている。当面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年度については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。また、欧州債務危機への警戒は根強いとはいえ、最悪の事態には至らず、12年後半には米国や中国など新興国経済の持ち直しが始まり、わが国の輸出が強まると思われる。



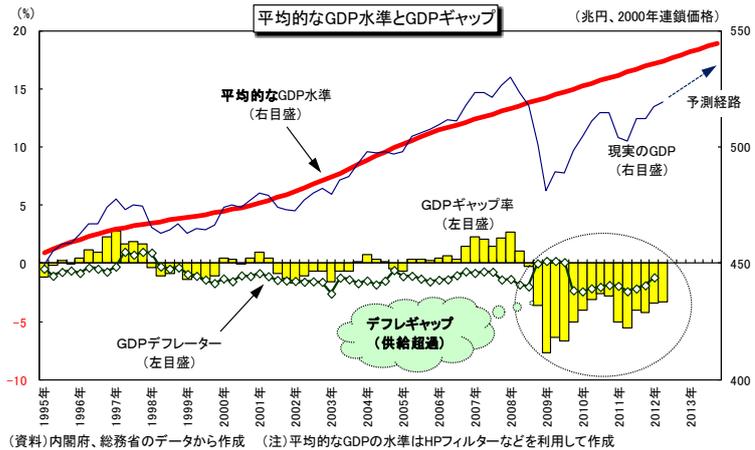
これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。まず、足元4～6月期については、1～3月期に見られたいくつかの一時的要因(タイ大洪水の被害解消、エコカー減税の対象車種絞り込み前の駆け込みなど)が剥落するのは避けられない。先進国経済の低調に加え、中国など新興国経済の減速継続から、輸出には再びブレーキがかかるだろう。また、好調な自動車販売も、すでに消費税導入に伴う物品税廃止後(89年度)、消費税増税前(96年度下期)に並ぶ水準となっており、これ以上の増加余地は大きくないだろう。つまり、エコカー購入補助金(予算枠3,000億円)の効果は当面期待できるが、景気刺激効果はすでに出尽くした可能性がある。一方で、復興需要は徐々に強まっていくことから、プラス成長は維持できるものの、前期比年率1.5%と、減速は不可避と思われる。



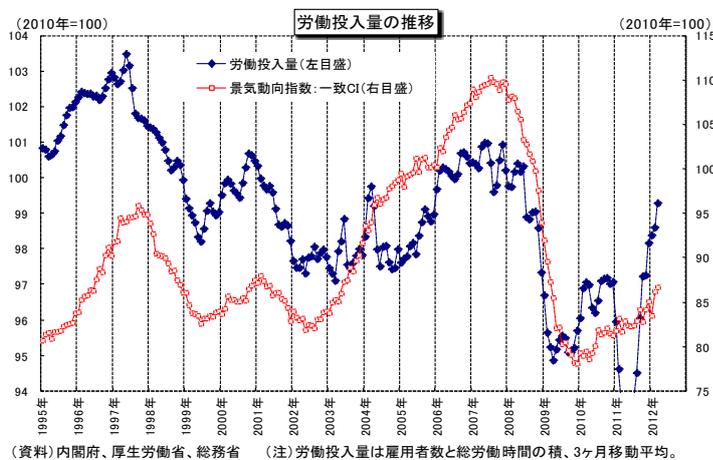
なお、輸出に関しては年度上期中は勢いが強まらないが、復興関連の公共投資が年末にかけて増勢を続けていくことが見込まれ、それに伴い民間住宅・民間企業設備といった民間投資が刺激され、徐々に景気の持ち直し傾向が明確化すると予想する。一方、公共投資そのものは、年度下期中にはピークアウトしてしまう可能性が高い。しかし、年後半以降の中国など新興国経済の底入れに伴う輸出増や民間需要の一段の活性化がそれを補っていくだろう。

12年度を通じての**実質GDP成長率は同2.3%へ加速(2年ぶりのプラス成長)**、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、前回3月時点の予測(1.9%)からは0.4ポイントの上方修正であるが、前年度からのゲタが見込みよりも高かった(0.5ポイント(想定)⇒1.2ポイント)ことや、海外経済の持ち直し時期の後ズレを考慮したものである。なお、震災復興期であることを踏まえれば、2.3%成長という数字には力強さはそれほど感じられない点に留意する必要がある。また、**名目GDP成長率も1.5%(前回予測は1.1%)と2年ぶりにプラスに転換する**。一方、**GDPデフレーターは前年度比▲0.8%(前回予測も同▲0.8%)**と、下落幅は縮小するものの、マイナス圏からは抜け出せない。

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、世界経済全体の持ち直し傾向が強まっていくことを想定しており、外需も景気牽引役として一定の役割を果たすだろう。その結果、実質ベースで1.9%の成長を見込んだ。名目成長率もプラス(1.3%)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(GDPデフレーターは前年度比▲0.6%と依然マイナス)。



一方、雇用情勢については、有効求人倍率は求人数の増加に伴って緩やかな上昇傾向にあるが、失業率に関しては高止まったままである。リーマン・ショック後の世界同時不況時には失業率は一時5.4%まで上昇したが、その後の景気持ち直しを受けて11年9月には4.2%(被災3県除くベース)まで低下した。しかし、最近、失業率は再び4%半ばまで上昇している。11年9月から12年3月にかけて、雇用者は25万人増加しているが、失業者も同じく25万人増加するなど、内容的にもあまり改善が見られない。企業では景気持ち直しに伴い、労働投入を増やしているのは確かであるが、まだ既存の労働力の活用(=労働時間の増加)が主で、新規の雇用創出力はまだ弱いようだ。



今後想定される復興需要の本格化によって、雇用環境は大いに改善することが期待されるが、当面は建設関連の求人が多く、ミスマッチが解消しない可能性が高いことに加え、リーマン・ショック後の景気悪化期に大量に非労働力化した人々による労働市場への再参入が今後増加する可能性を踏まえれば、失業率は下げ渋る可能性が高いだろう。ちなみに、1~3月期の労働力調査(詳細集計)によれば、約4,500万人の非労働力人口の1割程度(約440万人)が就業を希望している。彼らも潜在的な失業者(求職活動をしていないに過ぎない)であるとすれば、失業率は10%超となると試算される。先行きについては、12年度最終四半期(13年1~3月期)は4.3%、13年度最終四半期(14年1~3月期)は4.0%と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

(3)物価見通し ~ デフレからの完全脱却は見通せず

11年10月から12年1月にかけて全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は小幅ながらも前年比下落での展開となった。しかし、石油製品や電気料金などエネルギーが値上がりしていることに加え、これまで大幅な価格下落が続いてきたテレビが新製品投入により小幅ながらも値上がりに転じたといった特殊要因(前年比変動率に対して0.3ポイントの押し上げ効果)もあり、2月分は前年比0.1%と5ヶ月ぶりのプラスとなった。続く3月分も同0.3%と上昇幅が拡大している。上述のテレビ要因に加え、イラン情勢の緊迫化などを背

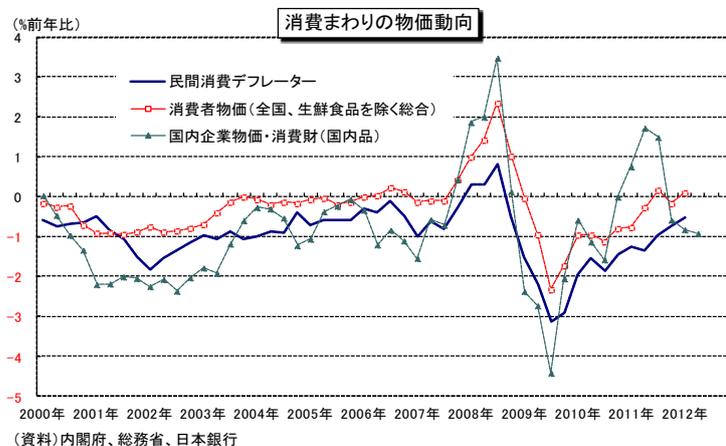


(株)農林中金総合研究所

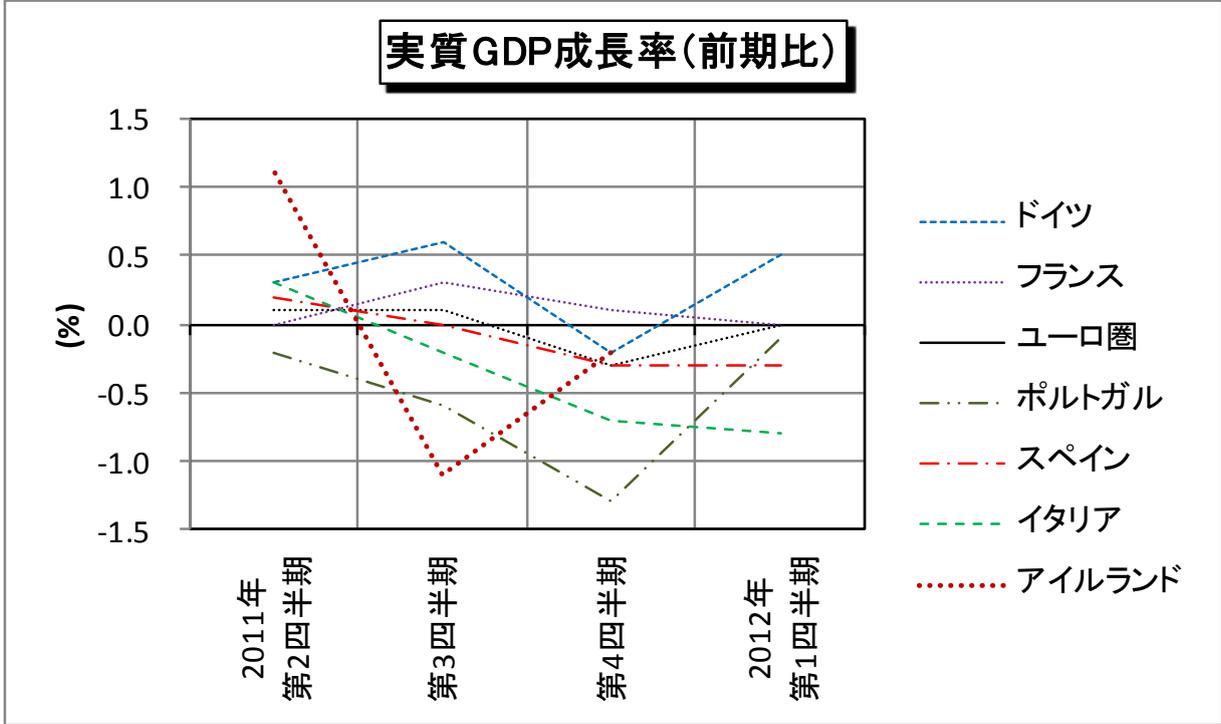
景に国際原油市況が高止まっているほか、電気料金的大幅値上げなどもあることから、しばらくはエネルギーを中心に物価を押し上げる要因は存在し続けることとなるだろう。

しかし、仮に、エネルギー価格の上昇が続いたとしても、賃金などが伸び悩む中では、実質購買力の低下をもたらし、エネルギー以外の商品・サービスの需要減退につながる。そうなれば、企業などでは投入コストの上昇分を価格に上乗せするのは厳しい状況になる。そのため、企業では人件費など固定費の圧縮で収益を確保せざるを得ず、結局のところ「賃金低下⇒需要減退⇒売上減⇒コスト圧縮⇒賃金低下⇒・・・」という悪循環を招くことになる。基本的に国内に存在する大きなデフレギャップが解消しない限り、デフレからの完全脱却は難しいと思われる。

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、2月から3月にかけて上昇したガソリンなど石油製品価格も、4月以降は下落に転じていることから、消費者物価の上昇幅が拡大傾向をたどる可能性は薄いだろう。12年度のコアCPIは前年度比0.1%と予想する。その後、13年度入り後は徐々に上昇率を高めていくが、主として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年度を通じては前年度比0.3%の上昇にとどまるだろう。なお、日銀は14年度を含めて遠からず1%という物価上昇率が達成されるとの見方を提示しているが、国内の需給改善によって、ベース部分の物価が1%程度まで上昇するには最低でも4~5年はかかるものと思われる。

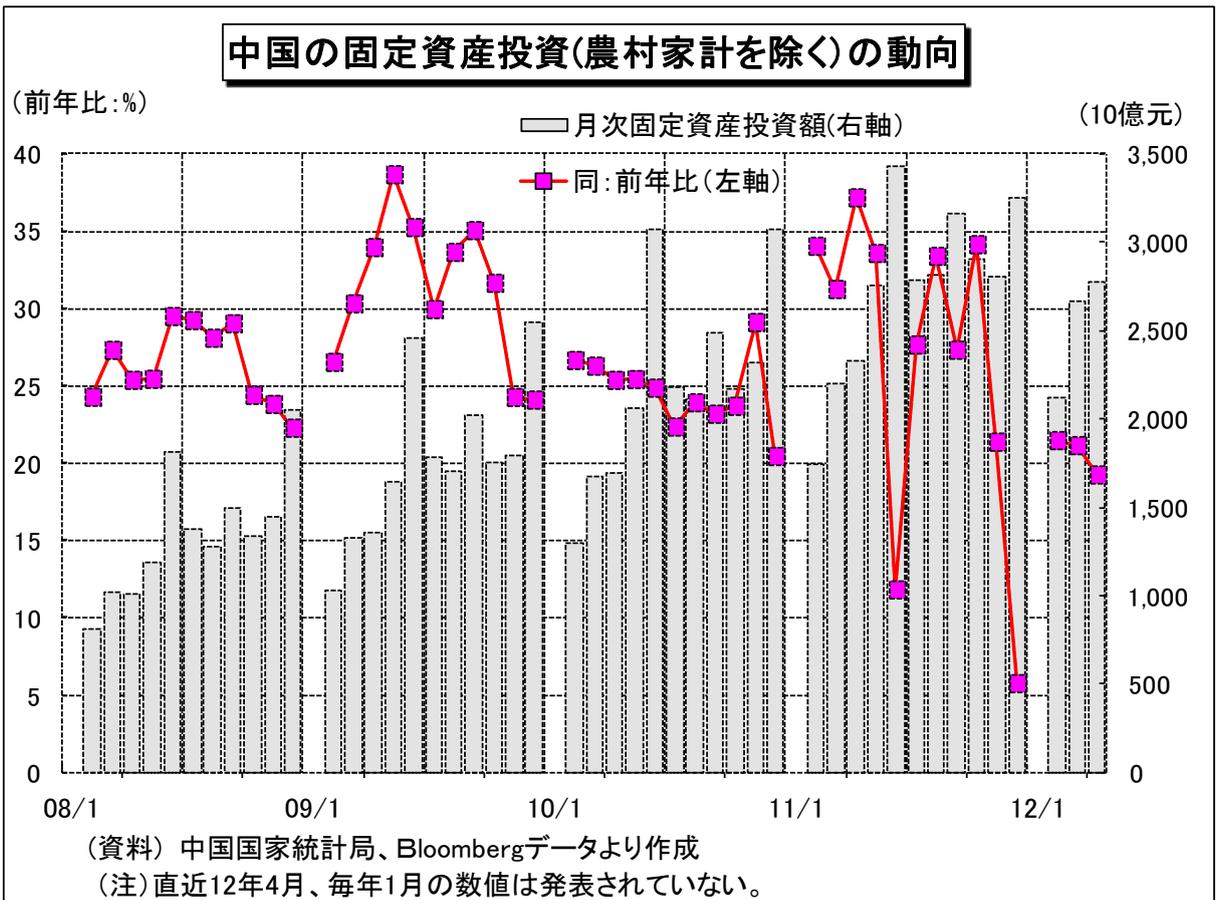
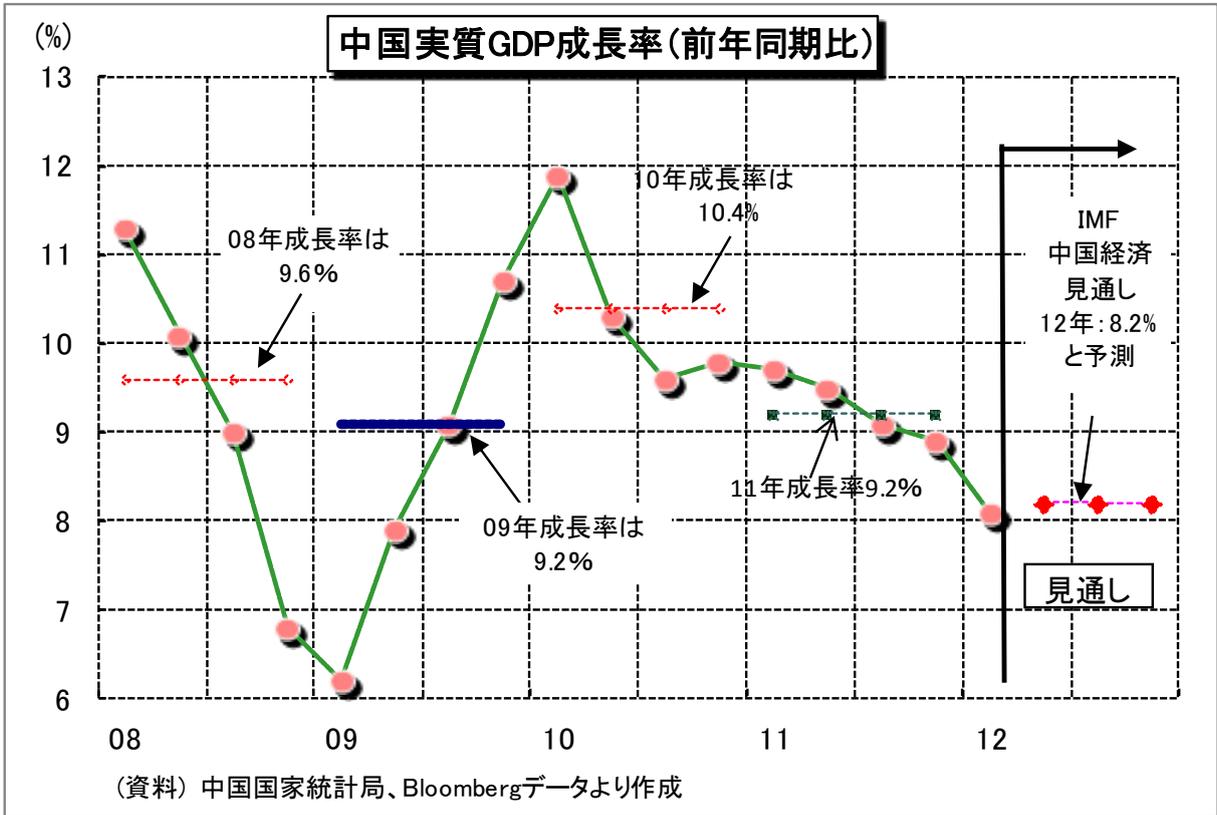


付 表 1: 欧州経済



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。
 なお、アイルランドは 2012 年第 1 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



分析レポート

国内経済金融

データから見た被災3県の景気の今

安藤 範親

はじめに

2011年3月11日に発生した東日本大震災により、わが国経済・産業は大打撃を受けたが、その後の復旧に伴い、夏場にかけては持ち直しの動きが見られた。しかし、秋以降は世界経済の減速に伴って足踏み状態が続いている。

岩手・宮城・福島（被災3県）は、津波や原発事故の被害が大きく、依然として厳しい状況にあるが、復興需要から持ち直しの動きも出ている。以下では、被災3県の経済情勢について概観する。

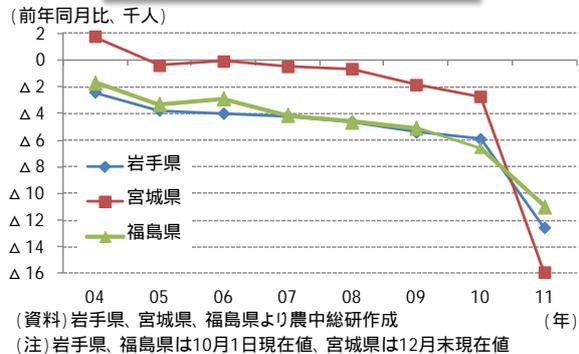
人口流出の現状

まず、大震災により人口動態はどのような影響を受けているのだろうか。

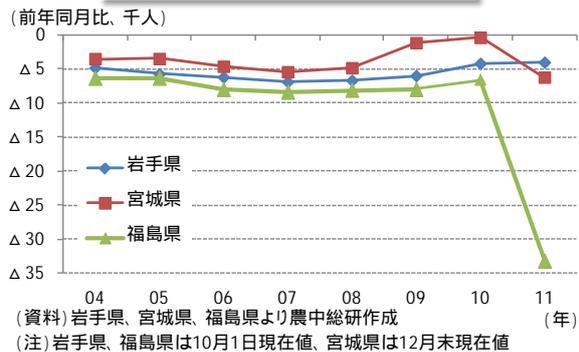
近年、被災3県は首都圏などへの人口転出と少子高齢化の流れのなかで、長期的な人口減少が続いてきた。岩手県では、04年の約139万人から10年には約133万人と毎年1万人前後、宮城県では、04年の約236万人から10年には約233万人と毎年5千人前後、福島県では、04年の約210万人から10年には約203万人と毎年1.2万人前後と、それぞれ減少傾向が続いていた。

しかし、11年を見ると、岩手県が約1.6万人、宮城県が約2.2万人、福島県が約4.4万人と、いずれも震災の影響で大幅減となった。その要因をみると、自然増減（＝出生－死亡）では宮

図表1 人口自然増減の推移



図表2 人口社会増減の推移



(図表3) 業況判断D.I. (「良い」-「悪い」回答社数構成比: %ポイント)

	製造業				非製造業			
	岩手県	宮城県	福島県	全国	岩手県	宮城県	福島県	全国
2008/3月	4	4	3	2	33	15	27	7
6	26	0	13	3	42	19	42	10
9	27	0	17	11	36	26	36	16
12	16	14	34	25	33	32	37	23
2009/3月	52	52	68	57	41	38	51	38
6	52	35	57	55	43	50	50	39
9	28	36	45	43	27	37	41	33
12	28	26	24	32	32	35	40	30
2010/3月	13	9	24	23	33	30	30	25
6	3	9	15	10	32	25	26	19
9	0	6	6	4	23	20	17	13
12	3	0	8	4	26	24	16	15
2011/3月	9	19	14	4	27	14	21	11
6	25	33	22	15	23	16	30	20
9	22	21	2	5	9	14	5	12
12	4	3	2	5	25	29	12	7
2012/3月	0	9	4	7	29	28	23	5
6月(予測)	4	9	9	10	27	9	5	9

(資料) 日本銀行より農中総研作成

城県の減少が最も大きい、社会増減(= 転入 - 転出)では、福島県が最も大きく、津波被害と原発被害の差が表れているといえる(図表1、2)。

景気の現状

日銀の「短期経済観測調査」によれば、景況感について「良い」と回答した企業の割合と「悪い」との差で表した「業況判断DI」は、08年夏の米リーマン・ショックなどに伴う世界同時不況の影響で大きく低下した(図表3)。特に製造業は、円高の進行・海外経済の停滞を背景とした輸出減少の影響を強く受けた。一方、09年春以降は、エコカー購入補助金制度や家電エコポイント制度などエコ関連の耐久財消費政策や海外経済の回復による輸出増などに牽引され改善が進んできた。

しかし、大震災で企業活動は再び大きく落ち込んだ。サプライチェーンやインフラの急速な復旧により持ち直す動きも見られたが、被害が甚大な沿岸部で依然厳しい状況が続いていることや、海外経済の減速、円高・原油高の進行、タイ大洪水による部品不足の影響などもあり、業況感の大きな改善には至っていない。

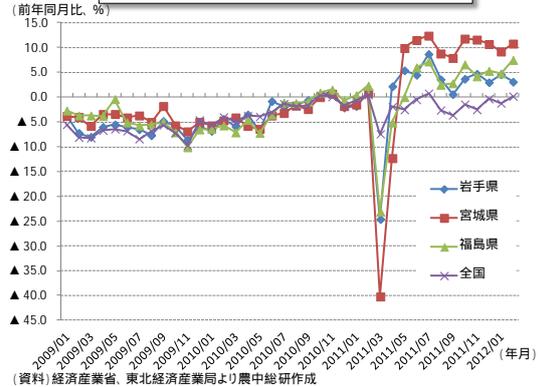
非製造業については、東北地方は、バブル崩壊以降マイナスを記録し続けていたが、復旧・復興需要の強い建設業や小売業で景況感が大幅に改善し、全体でもプラスに転換している。

主な指標の動き

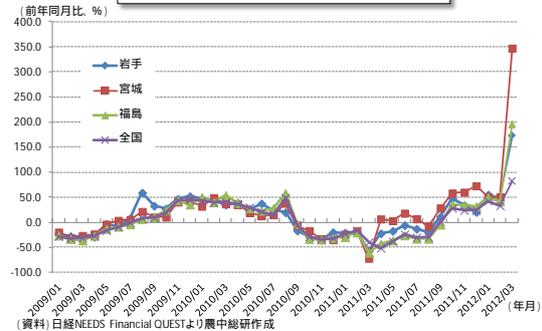
以下、主要な分野ごとに、被災3県の状況について見ていきたい。

個人消費

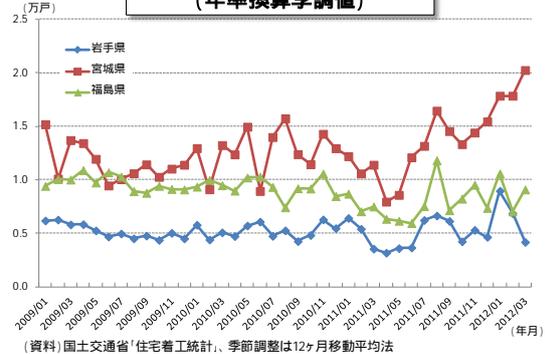
図表4 大型小売店販売額(既存店)



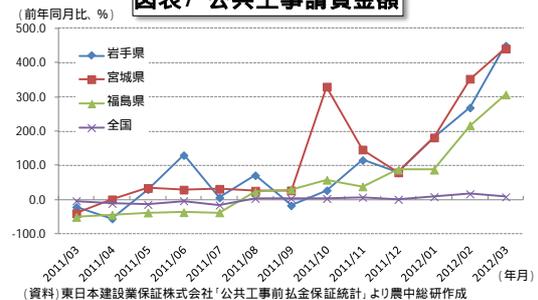
図表5 新車販売台数合計(普通・小型乗用車ナンバーベース)



図表6 新設住宅着工戸数の推移(年率換算季調値)



図表7 公共工事請負金額



大型小売店販売額（既存店）は、被災3県とも震災があった3月に大きく落ち込んだものの、5月以降は前年水準を上回って推移している（図表4）。特に、飲食料品や家具家電などの生活関連商品が好調で生活再建に向けた被災者の需要や、復旧・復興に携わる人々の流入が販売額を押し上げている。

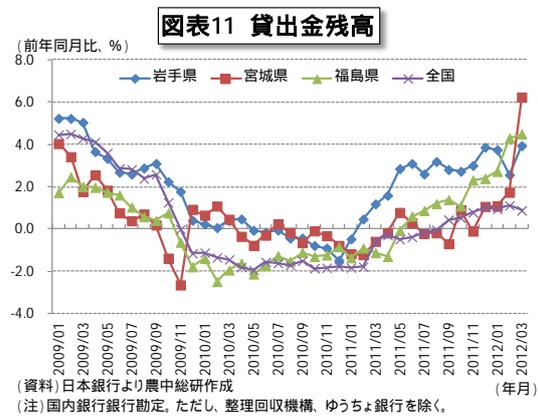
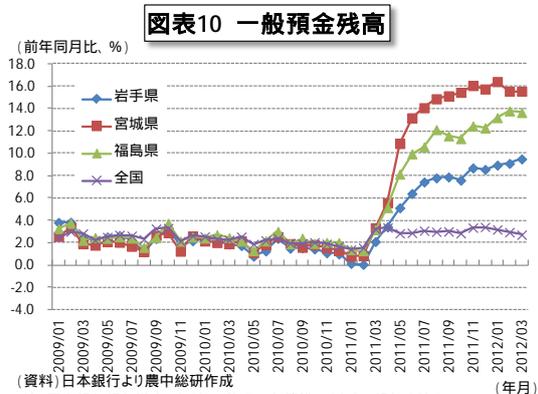
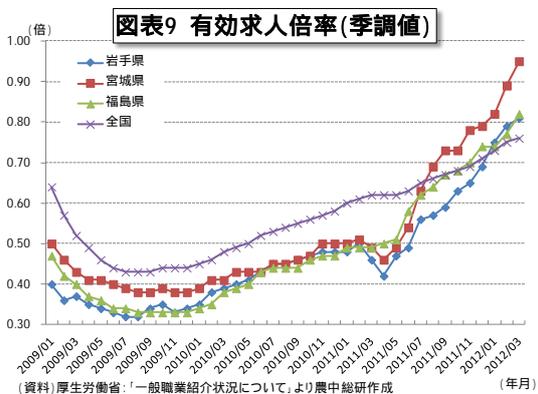
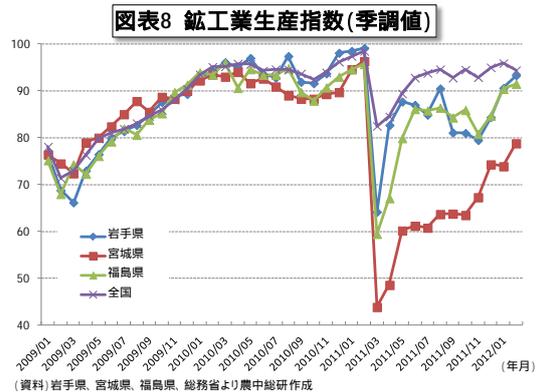
また、新車販売台数については、10年9月のエコカー補助金終了の反動減に加えて、11年3月の震災により大きく落ち込んだ（図表5）。しかし、9月以降は全国的に見ても持ち直しに向けた動きが見られ、震災で滞った供給体制の回復や買い替え需要が続いている。特に宮城県では、震災で損傷した車の代替需要が強く、その他の県を上回る水準で推移している。11年度末にかけては、前年大幅減の反動やエコカー補助金復活の影響が出ていると見られる。

建設需要

新設住宅着工戸数は、震災以降の復興需要は鈍いものの、宮城県ではこのところ高めの水準が続いており、徐々に復興が進み始めている（図表6）。

復興需要が鈍い理由としては、被災地では高齢者が多く、新たな住宅ローンを組むことが難しいことや、甚大な被害により復興計画が遅れていることなども影響していると考えられる。ただし、居住期間3年とされる仮設住宅（借り上げ含む）が約12万戸あることを踏まえると、今後徐々に住宅建設が進み始めるだろう。

公共工事請負金額は、震災復旧関連事業の増加で前年水準を上回って推移した



(図表 7)。ただし、福島県は当初、原発事故への対応で工事発注量を増やせず、復旧関連工事が出遅れる結果となった。

生産活動

鉱工業生産は、4月以降、生産設備の速い復旧で、急激に持ち直したが、海外経済の減速や復興計画の遅れもあり、震災前の水準と比べて低い水準で推移している(図表 8)。沿岸地域の被害の大きさから震災前の水準に回復するには相応の時間が必要となるだろう。

雇用

有効求人倍率(季調値)は、震災以前は全国よりも低い倍率で推移していたが、震災前を上回り始めるなどの改善が見られる(図表 9)。ただし、その求人の多くは、建設を中心とした災害復旧工事などの事業に偏っている。そのうえ、非正規雇用の求人が多いことなどもあり、雇用条件が合わないミスマッチが深刻となっている。

また、被災3県の12年2月の雇用保険受給者実人員(個別延長給付、特例延長給付、広域延長給付を含む)は、約5.8万人と前年比96.8%増となっている。さらに、この数に農業、漁業、商店主などの個人事業主が含まれていないことを考えれば、依然として被災地の雇用情勢は深刻な状況にある。

預金・貸出金

震災以降、被災3県の一般預金残高(公金預金などを除いたもの)が急増している(図表 10)。義捐金や損害・生命・共済

保険、原発賠償金などの支払いが生じたためである。これらの資金が、被災した家庭に支払われた資金であることを考えると、その資金は家の復旧などに使われるはずである。しかし、残高は高位推移しており、復興の遅れなどが支出に影響していると思われる。

貸出金残高は、いままで減少傾向にあったが、震災以降は復旧に向けた事業性貸出や地方公共団体向け貸出を中心に増加傾向に転じている(図表 11)。ただし、宮城県は、復興の遅れに伴い他県に比べて貸出金の伸びが鈍い結果となった。また、12年3月にかけては、各県の制度融資において、利子補給の受付終了を控えた駆け込み需要等も見られている。

おわりに

被災3県のデータを見比べると、共通した動きとしては、生産活動の回復が深刻な津波被害のために遅れていること、また有効求人倍率が復興需要による新規求人で建設を中心に伸びていることが分かった。

一方で、被害内容の違いや復興計画の進み具合による差も出ている。福島県では原発事故の影響で極端な人口流出が起こっていることや復旧関連工事の遅れが見られた。また宮城県では、車や住宅の販売がその他の県よりも高く推移していることや貸出金の伸びが鈍い状況が見られた。

足元では、原発事故や沿岸部の毀損など、震災の深刻さによる復興の遅れが見られているが、今後は復興需要の本格化から、改善の動きが期待できるだろう。

分析レポート

国内経済金融

地域銀行の寄付型定期預金の動向

寺林 暁良

キャンペーン定期預金の多様性

定期預金は最もシンプルな資産運用手段の一つであるが、顧客のメリットを拡大したり、遊び心をくすぐったりするようなキャンペーン定期預金を販売する金融機関も多い。その内容は多種多様だが、大きくは図表1のように分類できよう。

本稿では、これらの中でも東日本大震災の被災地支援にも活用されたことで注目される、預入額の一定割合を特定の団体等に寄付する定期預金（以下、「寄付型定期預金」とする）の取組み状況や期待される効果を概観してみたい。

寄付型定期預金の商品内容

地域銀行（地方銀行及び第二地方銀行）106 行の寄付型定期預金の取組み状況を確認したところ、2010 年度には、寄付型定期預金は 36 行から 38 商品が発売されていた（図表 2）。そのうち最も多いのは環境保全を対象としたもので、23 商品にのぼった。これらの寄付の対象は、都道府県設置の森林整備基金など、地域の環

境保全を担う自治体・団体に対するものがほとんどであり、寄付した銀行の役職員も寄付先でのボランティア活動に参加するケースもあった。

一方、11 年度は 52 行から 58 商品が発売された。環境保全を対象とした商品は 18 商品に減少したものの、その分、東日本大震災の被災地・復興支援団体への寄付を伴う商品として 29 商品が発売された（図表 3）。

また、地元クラブチームへの強化費用の寄付など、スポーツ振興を目的とした商品や子育て支援基金への寄付を目的とした商品も毎年見られた。

期待される導入の効果

預金増強

寄付型定期預金のほとんどは、顧客にとって金利上乗せと社会貢献という 2 重のメリットがあるため、訴求力の高い預金商品として根付きやすい商品である。実際、これを毎年恒例の商品として定着させている銀行の中には、11 年度の発売

開始から 3 日間で 100 億円の募集額を完売するケースもあった。

また、11 年の寄付型定期預金の募集額の中央値は 120 億円であるが、2011 年度末の地域銀行 106 行の預金残高の前年度末比が平均 999.7 億円であることを勘案すると、規模の面からも無視できないといえよう。

図表1 キャンペーン定期預金の種類

記念型	金融機関の創業周年や地域の歴史的出来事などを記念して発売される金利上乗せ商品。
対象特定型	子育て世代、年金受給者、株主など、対象を特定した金利上乗せ商品。
期間限定型	夏季・冬季の賞与時期など、推進ターゲットとする期間に限定して発売される金利上乗せ商品。
プレゼント型	抽選で御当地商品が当たる、宝くじをプレゼントする、などの特典が付いた商品。
イベント連動型	地元スポーツクラブチームの成績や桜の開花日予想の的中度などによって金利の上乗せ幅が変化する商品。
寄付型	預入れ額の一定割合を環境、医療、スポーツ、災害支援など、特定の分野で活動する団体に寄付する商品。

（資料）筆者作成

図表2 地域銀行における2010年度の寄付型定期預金の概要

実施36行中	件数	募集額(億円)	金利上乗せ幅 (ポイント)	寄付の割合(%)
		(17件)	(22件)	(24件)
環境保全	23	100(30~1,000)	0.01(0~0.2)	0.01(0.01~0.1)
スポーツ振興	5	100(-)	0.125(0.04~0.25)	0.035(0.01~0.05)
地域イベント支援	3	200(-)	0.05(0~0.18)	0.01(0.005~0.02)
子育て支援	3	35(20~50)	0.2(0~0.25)	0.05(0.05~0.05)
災害支援	0	-	-	-
その他	4	120(-)	0.125(0.05~0.2)	0.015(0.05~0.025)
合計	38	100(20~1,000)	0.04(0~0.25)	0.01(0.005~0.1)

(資料) 各行ホームページより作成

(注) 値は、中央値(最小値~最大値)。金利上乗せ幅、寄付の割合は、1年物のみで集計

図表3 地域銀行における2011年度の寄付型定期預金の概要

実施52行中	件数	募集額(億円)	金利上乗せ幅 (ポイント)	寄付の割合(%)
		(31件)	(39件)	(43件)
環境保全	18	200(20~1,000)	0.01(0~0.28)	0.01(0.005~0.025)
スポーツ振興	5	35(20~50)	0.215(0.05~0.25)	0.05(0.01~0.1)
地域イベント支援	3	200(-)	0(-)	0.01(-)
子育て支援	1	50(-)	0.05(-)	0.05(-)
災害支援	29	160(70~500)	0.045(0.01~0.175)	0.05(0.01~0.3)
その他	2	-	-	-
合計	58	120(20~1,000)	0.045(0~0.28)	0.028(0.005~0.3)

(資料) 各行ホームページより作成

(注) 図表2に同じ

CSR・地域密着型金融の推進

寄付型定期預金は、CSR に直結する取組みであり、ステークホルダーへの重要なアピール手段となる。

また、これらは地域密着型金融を深化させるためのチャンネルとしても重要である。森林整備などの環境保全を目的とした定期預金などの場合、寄付の対象が地元の自治体や団体などである場合が多く、地域貢献と地域社会との関係強化の双方への寄与は非常に大きい。

さらに、東日本大震災の被災地を支援する定期預金のように、社会的なニーズに迅速に応えるツールとしても注目されるべきである。

寄付型定期預金のコスト

寄付型定期預金は、金利の上乗せを伴う場合が多いだけでなく、一定割合の

寄付も行うため、金融機関側の利益を重視した商品とは見なされにくい。しかし、他の定期預金商品よりも高コストの商品だとは必ずしも言えない。

例えば、地域銀行(実施71行)の年金受給者向け定期預金(1年物)の金利上乗せ幅は、11年度の中央値で0.2ポイント、最大値で0.5ポイントである。これと比較すれば、寄付型定期預金のコストは、金利上乗せ分と寄付分を足し合わせてもさほど高水準ではないことが分かる。そのため、商品設計やプロモーションのコストは無視できないものの、推進対象とする顧客層を絞るなどの戦略次第では、相対的に低い預金調達コストで効果を上げられる可能性がある。

この点からも、寄付型定期預金は、単なる色物の商品ではなく、金融機関経営に資する商品と捉えるべきものである。

分析レポート

海外経済金融

石油市況の現状と先行き

～イラン制裁強化と米国「シェール革命」を踏まえて～

渡部 喜智

5月以降下落するも依然高値状態

原油市況は、5月以降緩やかに下落。石油輸出国機構(OPEC)のバスケット価格は、4月前半に1バレル当たり(以下、同じ)120ドル台半ばだったのが、5月23日には同104ドル台へ下落した。この背景として、ギリシャ選挙後、先行き不透明感が高まり欧州連合(EU)域内の信用不安と成長リスクが再浮上したこと、原油供給が増え世界的に石油在庫が増えるデータが示されたこと、市場内要因として、代表的取引所のNYMEXを運営するCMEが投機筋の証拠金額引き上げを発表したこと等があげられる。

とはいえ、原油市況は依然高値状態にある。その中で、米国の原油市況が欧州や中東に比べ大幅に安い状態が継続していることは、現在の原油市況の特徴である。また、7月からEUのイラン産原油輸入停止(注1)が始まり、需給関係に新たな要素が加わる。本稿では以上の状況について考えることとしたい。

石油需給引締まりが相場押し上げ

リーマン・ショック後、世界の石油需要は07年後半をピークに減少。その需要は07年の日量86.7百万バレルから08年は同85.0百万バレルへ減少した。しかし、09年前半を底に石油需要は中国やインドなどの新興国を中心に回復・増加をたどった。10年半ばには需要ピークを更新し、現状は同90百万バレルのレベルに達しつつある。

一方、石油供給は高価格維持派の声が強

(注1) 米国は、87年からイラン産原油輸入を停止済み



まったOPECの生産抑制姿勢に加え、リビアなどの政情不安定化もあり、需要に比べ伸びなかった(図表1)。このため、需要が供給を上回り在庫(不明分含む)の減少が続いた。

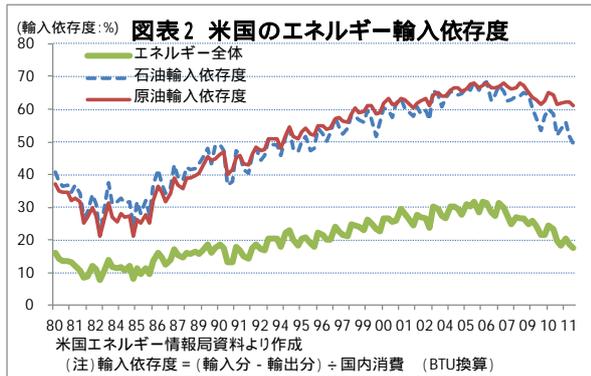
以上から、直近まで需給引締まりの状況にあったことがうかがえる。これが、需給面から見た、過去3年余りの原油価格の反転・上昇の背景と捉えられよう。

原油価格の欧米市場間格差

NYMEXで取引されるWTI(ウエスト・テキサス・インターメディアート)は、流動性の高さの点から世界で最も代表的原油商品とされてきた。また、軽質油という点で、ロンドンで取引されるブレントを若干上回ると言われ、WTIの方がブレントより1~2ドル内外高いことが通常であった。

それが10年末ごろから価格逆転が常態化し、一時はブレントがWTIを30ドル程度上回る局面もあった。

ブレントが高く取引されるようになった原因を欧州側から見ると、北海原油の減少傾向の一方、後述のようにイランの核開発疑惑やリビアなど北アフリカの政情不安で、欧州の石油需給の逼迫懸念が一挙に強まっ



たことがあげられる。

一方、米国側の変化も見逃せない。米国では「シェール革命」とまで言われるシェール（頁岩）層からの天然ガスや石油の採掘が加速。また、再生可能エネルギーの利用も徐々に進展している。このため、石油や原油の輸入依存は低下している（図表2）。特に原油の輸入依存度は過去5年程で20%近く低下した。カナダのオイルサンドを含め、これらの「非在来型」化石燃料の増産により、北米地域における石油の対外依存は低下する可能性は大きく、米国の石油需給へ緩和的影響を与えよう。プレントが高い状況は今後も続くとするのが妥当だろう。

イラン情勢シナリオと石油市況への影響

そして、7月からEUのイラン産原油輸入停止などの制裁強化が始まる。中国は方針を表明していないが、日本や韓国、そしてインドも輸入削減に加わる。

イラン情勢を巡る最悪シナリオは、核開発疑惑が核爆弾配備などの情報レベルへ上がった場合のイスラエルによる先制攻撃だ。この場合、ごく短期の終結を除き石油市況



の急騰は避けられない。ただし、当面はこのシナリオの可能性は低いとの見方が多い。

次のリスクシナリオは、米国を始めとする国際圧力の強まりに対し、イランが対抗して、ペルシャ湾からオマーン湾に抜ける間の「ホルムズ海峡」封鎖を仕掛けることだ。これによる石油輸送の影響は小さくないが（注2）、実際上、その実行力は乏しいと見られる。一方、米国との直接衝突に進むリスクを冒すか、も想定しにくい。

以上の武力衝突を伴うシナリオ以外であり得るのは、イランの石油輸出の減少と、その代替のための石油の被仕向けの変化だ。

EUは、11年にイランから日量約55万バレル以上の石油を輸入した。EUの石油輸入代替先としては、3割を輸入するロシアがあげられるが、他OPEC諸国からの輸入増も欠かせない。日本、韓国などアジア諸国も他OPEC諸国に頼ることが必要になる。

それでは、OPECの生産余力はどうか。データにより差異はあるが、Bloomberg社のデータでは、OPECのイランを除く生産余力は直近で日量350万バレル弱ある（図表4）。中国等輸入削減に動かない国も多いことから、他OPEC諸国が増産対応すれば、需給逼迫は回避されるという見方が一般的である。ただし、OPECの生産余力の過半を占めるサウジアラビアの増産余力幅には疑問説があるとともに、同国の国内消費が伸びていることもあり、OPECの生産および輸出の余力を額面どおり受け取れないという慎重な見方もある。

世界経済の成長鈍化観測と欧州の信用不安再燃のもとでの投資リスク低減の動きは、国際商品市況の下押し要因だ。しかし、イランの核開発疑惑が残る間、リスク要因として原油市況の高値材料となると思われる。

（注2）ホルムズ海峡通過の石油輸送量は日量17百万バレルと、米EIA推定。その半分近くはパイプラインで迂回輸送可能。また、IEAや各国の備蓄放出も緩和措置となる

連載

経済金融用語の基礎知識 < 第 14 回 >

不安の残る EFSF と ESM

安藤 範親

EFSF と ESM の設立経緯とその内容

この春から、スペインの財政改革等の進捗に対する不透明感が強まっている。ギリシャと同様に、国際的な支援が必要になるのではないかとの懸念も大きくなっており、ユーロ圏の財政悪化国への支援の仕組みであり、危機拡大防止策である金融安全網に改めて注目が集まりつつある。

現在、既存の金融安全網としては EFSF (European Financial Stability Facility: 欧州金融安定ファシリティ) がある。EFSF の設立は、10 年 5 月 9 日、ギリシャに対する支援に合わせ、他の財政悪化国への問題波及の備えとして、EU が、EFSF を含む総額 7,500 億ユーロの支援の枠組みを発表したことに始まる。

その内、EFSF は、4,400 億ユーロの融資枠を有し、ユーロ圏諸国が財政危機に陥った場合には、ユーロ圏諸国の政府保証を受けて債券を発行し、調達した資金を原資に金融支援を行う仕組みである。

ただし、EFSF は 13 年 6 月までを期限とした。あくまで、当面の危機への備えとして設けられたもので、財政問題の根本的な解決に向けての議論はさらに進められた。その中で、危機対応組織の常設化の必要性が訴え

られ、EFSF の機能を継承する形で、常設となる ESM (European Stability Mechanism: 欧州安定メカニズム) の設立が 11 年 6 月 24 日に、欧州理事会で決定され、12 年 2 月 2 日に ESM を創設

する条約が署名された。現在各国では ESM 条約の批准手続きが進められている。

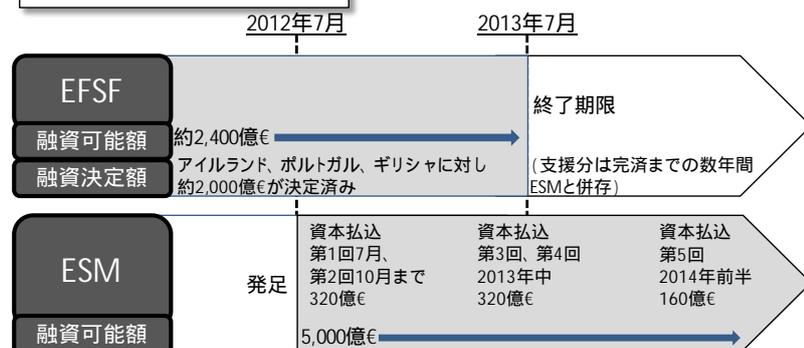
ESM の融資可能額は 5,000 億ユーロで、融資可能額を信用補完する資金として、7,000 億ユーロの応募資本を設定し、そのうち、払込資本は 800 億ユーロとしている。

さらに、12 年 3 月 30 日のユーロ圏財務相会合では、12 年 7 月から ESM を稼働させ、EFSF と併用させることが決定された。これにより、EFSF による融資決定済みの約 2,000 億ユーロやギリシャに対する二国間融資等を含めた欧州金融安全網の規模は総額約 8,000 億ユーロとなった。これに加えて、EFSF の期限となる 13 年半ばまでは、EFSF 未使用分の約 2,400 億ユーロも活用可能である (図表 1)。

残る課題

以上のように、EFSF に加えて、ESM という常設の金融安全網の整備により、支援力は拡充されることとなったが、今後スペインやイタリアなどの財政規模の大きい国々に対し、支援ニーズが波及した場合には、現在の融資枠では必ずしも十分ではないと考えられ、さらなる拡充策の検討が課題として残されている。

図表1 EFSFとESMの行程表



(資料) EFSF: Frequently Asked Questions (30 March 2012) より農中総研作成

連載

新興国ウォッチ！ <第1回>

為替制度(1):各国の制度について

多田 忠義

「新興国ウォッチ！」執筆にあたって

近年、市場における存在感を増しつつある新興国・地域に着目し、多様な財政・金融制度をトピック形式で取り上げ、そのあり方を検討していきたい。最初は、為替制度に焦点を当て、新興国の特徴を紹介する。

本連載では、BRICSなど急速な経済成長や工業化の進展により今後も成長が見込まれる国・地域を新興国(・地域)とする。

固定相場制と変動相場制

国同士でモノやサービスを売買するためには、異なる通貨を交換する割合(為替レート)を設定する必要がある。かつて、ある一定量の通貨と一定量の金とを交換する制度(金本位制度)に基づいて、通貨の両替が行われたが、第二次世界大戦以降、先進国では、米ドルを基軸とする国際通貨体制(金ドル本位制)が構築された経緯がある。

図表1は、東南アジアを含めた主な新興国・地域および先進国(G7)の為替制度をまとめたものである。為替制度は、固定相場制(自国と主要国との通貨交換率を一定に定める制度)、変動相場制の大きく2つに分けられる。後者は、原則として為替市場で需要と供給に基づき為替レートが決まる狭義の変動相場制と、金融当局が通貨バスケットなどによって基準為替レートを決め、一定の変動幅を設定する管理フロート制に分けられる。

多様な為替制度とその意義

G7など先進国では、1970年代以降変動相場制が採用されている一方で、新興国・地域では為替レートを管理しているところが少なくない。

新興国・地域では、外国からの投資受け入れや製品等の輸出による外貨獲得が経済成長の原動力ととらえる向きが多く、一般に為替レートが安定する制度を採用しがちである。一方、自国・地域の実態を踏まえつつ経済成長する上で、固定相場制や管理フロート制、外貨準備の積み増しが必ずしも経済発展に寄与するとは限らない。

例えば、中国では通貨価値を安定化させるために外貨準備を膨張させてきたが、一方で金融緩和効果を生じさせ、インフレ、不動産バブル懸念を生んだ。そのため、近年より自由な変動相場制を採用しつつ、為替介入などの金融政策による対応や、資本移動の制限などによって、為替レートの安定化を図っている。

図表1 主な新興国・地域および先進国の為替制度と外貨準備高伸び率(執筆時点)

通貨名	区分	制度	外貨準備高の伸び率		
			08-09年	09-10年	10-11年
香港ドル	アジアNIEs	固定相場制	37.7	6.9	6.5
韓国ウォン	アジアNIEs	変動相場制	31.9	9.9	4.7
シンガポールドル	ASEAN	管理フロート制*	5.9	22.4	5.7
タイバーツ	ASEAN	管理フロート制	22.5	25.9	0.2
インドネシアルピア	ASEAN	変動相場制	25.9	48.8	15.0
マレーシアリングギット	ASEAN	管理フロート制*	2.9	11.9	26.1
中国人民元	BRICS	管理フロート制*	21.8	20.8	12.1
ロシアルーブル	BRICS	管理フロート制*	0.6	8.4	2.7
インドルピー	BRICS	変動相場制	5.3	5.7	1.1
ブラジルレアル	BRICS	変動相場制	20.9	23.1	22.4
南アフリカランド	BRICS	変動相場制	13.2	10.3	11.9
カナダドル	G7	変動相場制	21.7	7.0	15.5
米ドル	G7	変動相場制	76.6	3.2	13.1
英ポンド	G7	変動相場制	23.4	24.9	16.3
ユーロ	G7(ユーロ圏)	変動相場制	27.0	8.1	5.8
日本円	G7	変動相場制	0.5	5.7	18.9

(資料) (財)国際金融情報センター、(独)日本貿易振興機構、IMF International Financial Statisticsの情報を基に著者作成

(注)1 *は、通貨バスケット制を採用。

2 タイの為替制度は実質的な変動相場制を採用している、と評価されている。