

## ユーロ圏での「期待」の成果と日本への教訓

主席研究員 山口 勝義

国際通貨基金 (IMF) は、7月に世界の経済成長率見通しを引下げ、2012年は3.5%、2013年は3.9% (それぞれ前回4月時点の見通し比▲0.1%、▲0.2%) とするなど、経済の先行きについて慎重な見方を強めている。

見通し引下げの主因はユーロ圏での財政危機の長期化であるが、その欧州では、5月にフランスで社会党のオランド大統領が就任したことを機に、それまでの財政改革最重視の方針を修正し、経済成長や雇用拡大についてもより大きな配慮を行う方向に舵を切りつつある。6月の欧州連合首脳会議では、こうした視点から、インフラ整備などに1,200億ユーロを投入することで合意に至った。確かに、ユーロ圏のこれまでの危機対応を振り返れば、緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を軽視し過ぎてきた点を否定することができない。

この背景には、財政政策における「期待」の評価がある。伝統的なケインズ経済学の考え方では、財政支出の増加や減税などの政策は総需要を拡大し、経済成長を促進するものとされてきた。これに対し、近年の経済学では、経済主体の「期待」が持つ効果を考慮し、足元で拡張的な財政政策を採用しても、経済主体は将来の財政支出の削減や増税を予想（「期待」）するため、単純にその投資や消費の拡大にはつながらないとしている。

同様に、ユーロ圏では、財政悪化国に対する支援においても「期待」の効果を重視してきた。これは、「財政改革により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」などの将来に向けた経済主体による「期待」により、緊縮財政の経済成長に対する負の効果は軽減されるとするものである。実際に、財政悪化国に対する支援開始頃の当局のレポートでは、実証分析の結果を踏まえつつ、ユーロ圏の経済環境がこうした「期待」の効果を発揮する条件にかなりの程度合致している可能性が高いと判断している。

しかしながら、現実には、財政悪化国を取り巻く諸環境は、開放度合いの低い経済や競争力のある輸出産業に乏しい産業構造など、こうした効果を確保するためには十分適合的であるとは言い難いものであった。さらに、ユーロ圏では、各国間での政治的な調整の遅延や中長期的視点に乏しい対策が問題の解決を困難化し、危機収束に向けた不透明感の高まりが投資や消費を抑制する結果となった。つまり、支援開始当初に想定された改革後を見据えた「期待」は、想定どおりにその成果をあげるには至らなかったわけである。

このようにして、これまでユーロ圏では、改革を急ぐ一方、緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価することとなり、経済構造改革による景気刺激効果を確保する以前に景気後退を招く結果となった。そして、こうして生じた景気後退が財政改革を一層困難にするという悪循環に陥ってしまった。

以上のように、緊縮財政の下で将来に向けた前向きな「期待」を醸成することは簡単ではないが、まして経済の停滞感が続く日本では、今後の財政改革の過程で成長の落込みを回避し、改革と成長の両立を図るためには一層注意深い対応が必要になるものとみられる。

なかでも、今回のユーロ圏での経験は、現在の日本に対する教訓として次の点を示唆しているように考えられる。すなわち、望ましい「期待」の形成に資するために、中長期的に一貫した実効性のある財政改革計画を明確化するとともに PDCA サイクルを適切に機能させる等の施策を通じ、将来に対する不透明感の軽減に継続的に取り組むことがまず重要であることを。そして、そのためには、強力な政治面での指導力が不可欠であることを。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 頭打ち感を強める国内景気

### ～消費増税までのデフレ脱却は困難～

南 武志

#### 要旨

海外経済の減速傾向に伴う輸出停滞、さらには復興需要が広がりを見せないこともあり、国内景気は頭打ち感が強い状態に陥っている。世界経済の不安定な状況が今しばらく残ることもあり、輸出の本格回復は13年以降に後ズレする可能性が濃厚であること、さらにエコカー購入補助金政策の終了後に自動車販売の激減も想定されることら、年度末にかけて景気は足踏みに近い状況が続くだろう。

一方、これまでの国際商品市況の調整の影響もあり、最近では物価の下落傾向が強まる傾向にある。消費増税を盛り込んだ「社会保障と税の一体改革」関連法案が成立し、14年度からの消費増税が現実味を増してきたが、それに伴う悪影響を緩和させる上でも、デフレ脱却への期待は強まる方向にある。日本銀行は今後とも追加緩和策の検討・実施を求められていくものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年			2013年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.082	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.327	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 (%)	0.805	0.70~0.90	0.65~1.00	0.65~1.05	0.70~1.10
	5年債 (%)	0.210	0.15~0.27	0.10~0.30	0.10~0.30	0.10~0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.7	76~85	75~85	75~85	78~88
	対ユーロ (円/ユーロ)	98.6	90~110	90~110	90~110	90~110
日経平均株価 (円)	9,070	9,250±500	9,500±1,000	9,500±1,000	9,750±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)無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年8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:現状と展望

世界的に4~6月期にかけて成長鈍化が見られたが、わが国の実質成長率も御多分に洩れず、前期比年率1.4%と、堅調だった1~3月期(同5.5%)から大きく減速した。復興事業を中心に公共投資の増加が続いたほか、民間企業設備・民間住宅など民間投資も増加に転じたが、1~3月期の高成長を牽引した民間消費に急ブレーキがかかったことに加え、外需

寄与度もマイナスに転じたことが今回の減速につながったと言える。

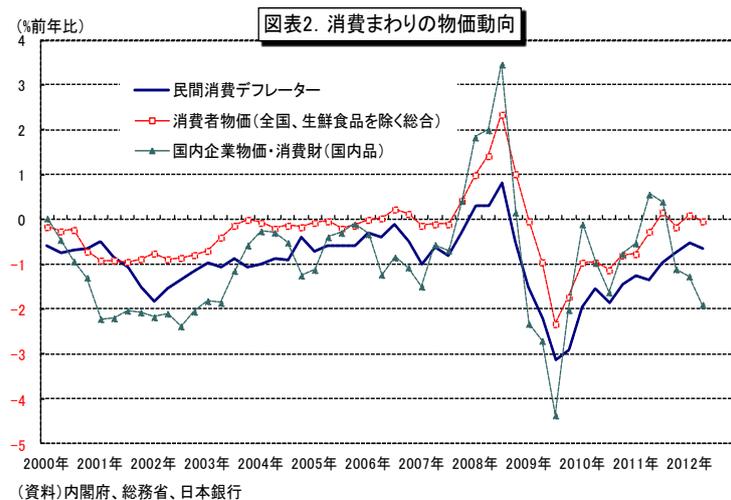
さて、足元の情勢を見ると、7月の実質輸出は前月比▲3.1%と3ヶ月連続のマイナス、6月の鉱工業生産は同0.4%と低調な状態が続くなど、世界経済の減速傾向が強く反映されている。一方で、エコカー購入補助金などによる消費押し上げ効果も一巡しているほか、復興需要も拡大基調にあるとはいえ、全般的な広がり

を見せていないこともあり、国内景気全体として、足踏み感が強まっている。

当面の景気動向としては、復興事業が徐々に進んでくれば、官民両輪揃った復興需要が強まってくることが期待されるが、世界経済の回復力の鈍さもあり、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると予想されるほか、

秋以降は自動車販売の急減も想定されることから、13年前半にかけても景気回復のテンポは弱いままと考えている。なお、13年度以降は、米国・中国経済の持ち直しに伴って輸出が回復し始めるほか、年度下期には消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生し、一時的にせよ景気を押し上げるだろう。当総研は12、13年度と2%前後の経済成長が可能との見方をしているが、潜在的な円高圧力、欧州債務問題や中国経済の行方など懸念も多く、先行き不透明感が強い点には引き続き留意が必要である（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、国内の需給ギャップが大きく乖離したままであることに加え、これまでの国際商品市況の調整に伴って、下落圧力が再度強まってきた。7月の国内企業物価は前年比▲2.1%（4ヶ月連続の下落）、6月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は同▲0.2%（2ヶ月連続の下落）と、いずれもこのところ下落幅を拡大させる方向にある。電気料金は値上げ傾向にあるものの、これまでの国際商品市況の大幅調整などに伴って原油など資源製品が値下げ傾向を強め、エネルギー全体として



は物価押し上げ効果が大きく削がれた格好となっている。

先行きは電気料金値上げ（8月～：再生可能エネルギーの固定買取制度導入による値上げ、9月～：東京電力管内での家庭向け料金の平均8.47%の値上げ）などの直接的影響が出てくるほか、このところの世界的な穀物価格高騰が将来的な食料品価格の上昇につながるのとは不可避と見るが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向は当面続く可能性が高いだろう。日銀が目指している1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については依然として見通せる状況にはない。

### 金融政策：現状と見通し

日本銀行は8月8～9日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の枠組み自体は現状維持（政策金利の誘導水準：0～0.1%、資産買入等基金（12年12月末までに65兆円へ、13年6月末までに70兆円へ残高を積み上げる）を決定した。一方、景気の現状判断については「緩やかに持ち直しつつある」という前月までの見方を踏襲しつつも、生産・輸出といった個別項目についてトーンを弱める

など、全般的に見ればやや下方修正気味であることは否めない。

日銀の政策運営方針は、2月に示された「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価上昇率1%を目指すものとなっている。しかし、ここに来て、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率を拡大させつつあるなど、14年度以降「1%に遠からず達成する可能性が高い」とする日銀の見方も修正を迫られかねない事態となっている。政府は消費税率引上げによる悪影響を緩和させるためにも「名目3%、実質2%」程度の成長率を目指す方針であり、それらが国際公約となっていること等を踏まえると、今後も日銀に対しては一層の緩和努力を求めていくことになるだろう。その際には、長期国債を中心に資産買入等基金を増額・拡充していくものと思われる。

一方、7月の欧州中央銀行（ECB）による利下げ決定時に、翌日物預金ファシリティの適用金利（0.25%）をゼロ、つまり付利を撤廃したが、日本で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%）引下げなどを検討する

との思惑も、「札割れ」ひん発の下で、浮上している。これまで日銀は、ゼロ金利は利点よりも弊害が大きいとしてきたが、あらゆる可能性をゼロベースで再検討する姿勢も必要であろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州債務危機の動向に振り回される展開が続いている。ユーロ圏周縁国での財政問題は未だ収束する兆しが窺えず、むしろ悪化する動きも散見されている。世界的に投資家のリスク逃避的な行動が続く中、「株安・金利低下・円高」の動きが強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

1%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その後、ほぼ一貫して金利低下が進行した。内外景気の鈍さや欧州債務問題に伴う「質への逃避」的な行動が強まった結果、5月以降は0.9%割れ、さらに7月中旬には0.8%割れでの展開が常態化していた。8月中旬以降は0.8%台に戻したものの、欧州債務危機が収束に向かう兆しがほとんど見られないこともあり、日本国債に



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

逃避資金が流れ込みやすい構図が続いている。

先行きについては、年度下期にかけて復興事業や輸出持ち直し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、長期金利の低下には一定の歯止めがかかる可能性もあるだろう。しかし、日銀による国債買入れ圧力、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、長期金利を低位なままにする方向に働かだろ。仮に資産買入基金の拡充策で、長期国債の買入対象年限を5年未満まで延長した場合、長期ゾーンにも低下圧力がかかるはずである。ただし、高値警戒感もあることから、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

## ② 株式市場

世界経済への先行き回復予想や日銀による物価安定目標の導入によるデフレ脱却期待などもあり、11年度末から12年度入り当初にかけて、日経平均株価は10,000円台で推移していたが、その後は欧州債務危機の再燃や米国経済に対する失望感、さらには中国経済の悪化懸念などを受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価も大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、ギリシャのユーロ離脱の可能性が高まったことで一時8,000円台前半まで下落する場面もあった。8月に入り、米国経済指標に明るさも再び散見され始めたことから、株価も9,000円台を回復したものの、その後は伸び悩んでおり、総じて上値の重い展開となっている。

先行きに関しても、欧州債務問題への思惑が相場動向を支配するものと思われるほか、持続的な円高圧力や交易条件の悪化（投入コストの高騰とその価格転嫁の困難さ）など、株価を抑制する材料も多い。とはいえ、復興需要の盛り上がりによる景気持ち直しを背景に年度下期以降の増益期待

も残っている。なお、企業業績は当初の想定ほどの増益は期待できないと見るが、株価は次第に回復方向に向かうだろう。

## ③ 外国為替市場

08年秋のリーマン・ショック以降、為替レートに対してはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けている。その要因としては、米国において幾度となく浮上・後退を繰り返す追加の量的緩和策(QE3など)への思惑、欧州債務危機や単一通貨ユーロに対する不信感等が挙げられるが、2月に日銀が事実上の物価安定目標を掲げたにも関わらず、1%の物価上昇を前倒しで達成させようという姿勢を見せないことも円高定着の要因の一つと考えることができるだろう。なお、8月後半にかけて、対ドルで80円、対ユーロで100円に迫る場面も見られた。しかし、直近では米FOMC議事要旨の公表後に米国で追加緩和観測が高まると再び円高方向に振れるなど、円高圧力は依然として根強いといえるだろう。

当面は世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くとみられることから、歴史的水準での円高状態がしばらく続くものと予想する。

(2012.8.24 現在)



## 情勢判断

### 海外経済金融

## 減速懸念が和らぐ米国経済

木村 俊文

### 要旨

米国では8月に入り、雇用や消費、生産関連などで予想を上回る経済指標の発表が続いたことから、景気減速懸念が和らいだ。こうした動きを受けて金融市場では、米政策当局（FRB）による金融緩和観測がやや後退し、株高・金利上昇・ドル高の流れが強まった。FRBは量的緩和策第3弾（QE3）を温存したまま、当面は様子見姿勢を続けるだろう。

### 経済指標は持ち直しの動き

最近発表された米国の主要な経済指標は、強弱まちまちの内容であるものの、総じて見れば底堅く推移しており、足元では持ち直しの動きが見られる。

2012年4～6月期の米国の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率1.5%と、上方改定された前期（1.9% 2.0%）を下回り、11年7～9月期（1.3%）以来の低い伸びとなった。4～6月期の低成長の要因には、GDPの約7割を占める個人消費が雇用・所得環境の改善の遅れを背景に1.5%と前期（2.4%）から伸びが鈍化したことが挙げられる。また、財政難から政府支出が持続的に減少していることに加え、中国や欧州の景気減速を受け外需がマイナス寄与となったほか、設備投資や住宅投資の伸び鈍化も成長率を押し

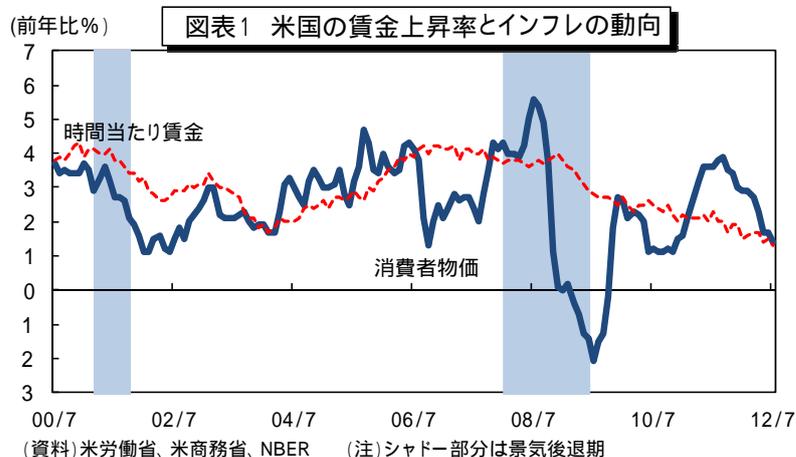
下げた。

月次の主な統計で足元の動きを見ると、7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差16.3万人増と、下方修正された前月（8.0万人 6.4万人）を大きく上回り、製造・非製造業ともに改善を示す内容となった。一方、失業率は8.3%と0.1ポイント悪化した。また、週平均労働時間は前月（33.7時間）と変わらなかったものの、時間当たり賃金は前年比1.3%と過去最低の伸び（図表1）となるなど、強弱まちまちの内容だった。

なお、8月18日までの新規失業保険週間申請件数は、基調を示す4週移動平均が36.8万件と前週からわずかに増えたものの3月下旬以来の低水準となり、労働市場の改善傾向を示している。

個人消費は、7月の小売売上高が前月

比0.8%と4ヶ月ぶりに増加した。予想を上回る好調な内容となったことから、一部では消費主導で7～9月期の経済成長が加速するとの強気の見方も浮上した。ただし、前述したとおり、7月の時間当たり賃金が



統計開始以来の最低水準になるなど所得の伸びが鈍化しているほか、直近2ヶ月ほどはガソリン価格が再び上昇傾向を示していること、さらに干ばつの影響で穀物価格が高騰しており、これを受けて食品価格が上昇する可能性が高いことなどから、今後は消費者が支出を抑制する恐れがあると考えられる。また、8月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は73.6と3ヶ月ぶりに上昇したものの、雇用・所得や欧州情勢の先行き不安などから将来期待が低下したほか、原油高・穀物高の影響を受けインフレ見通しが小幅上昇した。

企業部門では、7月の鉱工業生産が前月比0.6%と、4月以来の伸びを示し、5月が上方改定されたことから4ヶ月連続の上昇となった。内訳を見ると、電気・ガス等公益事業が1.3%と2ヶ月ぶりに上昇したほか、製造業では自動車の伸びが加速(1.9%→3.3%)し、設備稼働率も79.3%に上昇した。ただし、中国や欧州経済の先行き不透明感などを背景に景況感が弱含んでおり、製造業の生産に悪影響が出る可能性がある。

企業の景況感を示す7月のISM指数は、製造業が49.8と前月(49.7)をわずかに

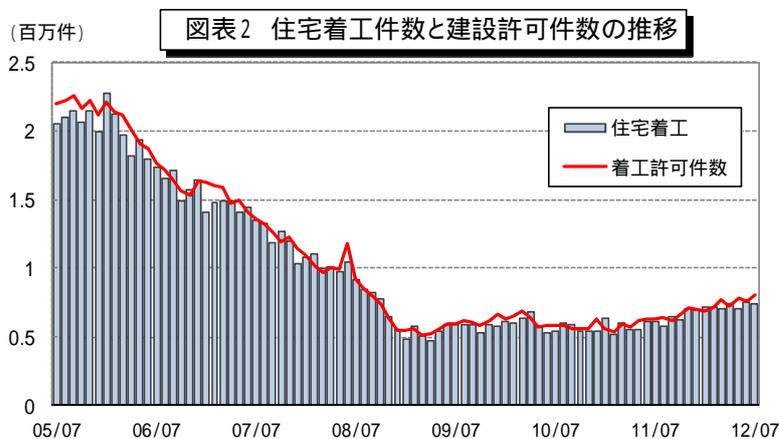
上回ったものの、2ヶ月連続で景況判断の目安となる50を下回り、弱含んでいることが示された。個別の指数を見ると、7月は製造業の新規受注が48.0と前月(47.8)から改善したものの依然50を下回っており、先行き生産活動が軟調になる可能性を示している。また、雇用指数は製造業・非製造業ともに低下しており、雇用悪化の可能性も示された。

また、8月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク(10ヶ月ぶりのマイナス)、フィラデルフィア(4ヶ月連続のマイナス)、シカゴ(5ヶ月連続のマイナス)と、いずれも業況悪化を示すマイナス圏に落ち込んだため、製造業の活動が縮小する可能性が高い。

住宅関連では、7月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が74.6万件と前月(76.0万件)を下回った一方、先行指標となる着工許可件数は前月比6.8%の81.2万件と08年8月以来の水準まで回復した(図表2)。中古住宅市場では在庫調整が進展し、販売件数や住宅価格なども改善傾向が続いている。住宅ローン金利は米長期金利上昇を受け上昇圧力が掛かるものの依然として低水準にあることから、消費者が住宅を取得しやすい状況は変わらず、

引き続き住宅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、中国や欧州経済の先行き不透明感が根強いほか、2012年末から13年初にかけて複数の緊縮財政



(資料)米国商務省 (注)季節調整・年率換算値

措置が同時に発動される「財政の崖」による景気失速懸念も意識されており、これらの影響で米景気が下振れするリスクがある。

### FRB は景気認識を下方修正

米連邦準備制度理事会（FRB）は、7月31日～8月1日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、景気の現状認識をそれまでの「緩やかに拡大している」から「今年上半期にかけて幾分減速した」と下方修正したが、現行の金融政策を据え置き、追加緩和策の導入は見送った。

ただし、注目される追加行動については、声明文でそれまでの「景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意がある」との表現から「必要に応じて追加緩和を実施する」と姿勢を強め、量的緩和策第3弾（QE3）への期待感を残した。

また、現状ゼロ金利となる0.0～0.25%に据え置いている政策金利（FF金利）の誘導目標を「少なくとも14年終盤まで維持する」とし、一部で期待されていたゼロ金利政策の時間軸延長もなかった。

しかし、8月22日に公表された同会合の議事録では「今後明らかになる情報が大幅かつ持続可能な景気回復ペースの加速を示さない限り、追加緩和はかなり早期に正当化される公算が大きいと多くのメンバーは判断した」とあり、追加緩和を行う可能性が高いことが判明した。これを受けて市場では、議事録の公表直後からドル安が進み、円相

場が一時1円近く上昇するなどの動きとなった。しかしながら、あくまでも8月1日時点でのFOMCの判断であり、その後発表された経済指標は、FOMCが指す「大幅かつ持続可能な景気回復ペースの加速」を示しているかどうかはともかく、持ち直しの動きを示したことから追加緩和観測はやや後退していた。

したがって、追加緩和の可能性は、過去の議事録よりも今後の景気次第であることから、引き続き今後発表される米経済指標に注目が集まるとともに、8月末に開催されるカンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム（ワイオミング州ジャクソンホール）や次回9月以降のFOMC会合に向けて様々な思惑が交錯することになるだろう。

今後の金融政策決を展望すると、政策当局が迅速に追加措置を講じるほど景気が弱い状況ではないことから、当面は様子見になる可能性が高い。とはいえ、保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム（ツイストオペ）が12年末に期限を迎えることに伴い、金利上昇圧力

図表3 米大統領選の主なスケジュール

日程	内 容
<2012年>	
8月27日	共和党全国大会（～30日、フロリダ州タンパ）
9月3日	民主党全国大会（～6日、ノースカロライナ州シャーロット）
10月3日	大統領選挙討論会（第1回）
10月11日	副大統領選挙討論会
10月16日	大統領選挙討論会（第2回）
10月22日	大統領選挙討論会（第3回）
11月6日	一般有権者による投票で大統領選挙人（538人）を選出、次期大統領が事実上決定。上下両院選挙と知事選挙（11州）も同時投票
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

が掛かると想定されることもあり、年末までには何らかの追加措置を打ち出す可能性が高いと予想される。

## 大統領選まで2ヶ月余り

4年に一度の米大統領選では、民主党のオバマ大統領が再選されるかどうかに関心が集まっている。選挙戦は、8月末の共和党全国大会、9月初めの民主党全国大会を節目に後半戦に入り、10月には共和党のミット・ロムニー候補（前マサチューセッツ州知事）との討論会が3回開催され、11月6日に本選挙を迎える（図表3）。

米ギャラップ社の調査によれば、8月20日現在の大統領候補者支持率は、ほぼ拮抗しているものの、ロムニー候補が47%とオバマ大統領を2ポイントほどリードしている。ただし、前回08年の大統領選でオバマ大統領が当時の共和党マケイン候補を引き離したのは選挙戦後半の9月以降であり、8月時点では現状と同様、相手候補にリードを許していた。

今後開催される討論会では、差し迫る「財政の崖」をどのように回避するのかなどの政策論争が注目され、支持率にも影響すると思われる。どちらが当選する

にしても、大統領選の勝者には、危機的な財政状況の克服や雇用・景気回復を実現するための政策提示など、米国経済の再生に向けて期待とともに重大な責任が課せられことになるだろう。

## 米株式市場は堅調に推移

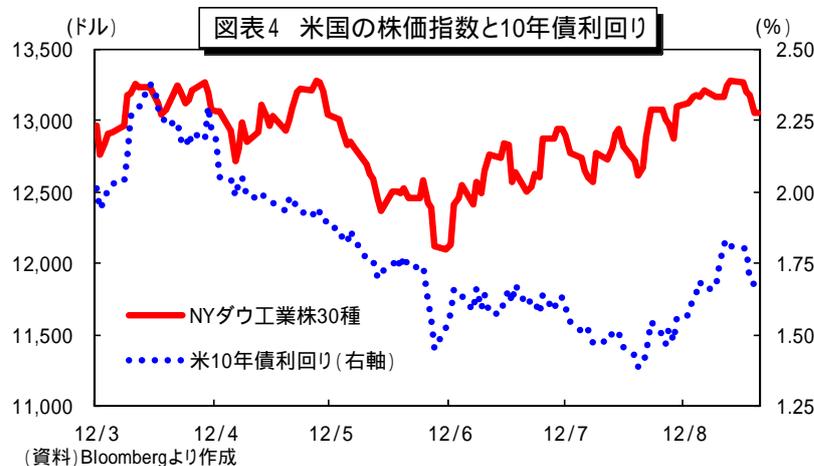
米国の長期金利（10年債利回り）は、欧州情勢に対する警戒感が強まった7月24日に過去最低の1.388%を記録した後、7月末にECBのドラギ総裁が「ユーロ防衛のためにあらゆる措置を取る」と表明したことを契機に欧州債務問題への不安拡大が一服して上昇に転じた。

その後も、改善を示す米経済指標が発表されたことを受け景気減速懸念が後退し、上昇傾向で推移した。8月16日には米10年債利回りが1.835%、また米30年債利回りは2.953%と、いずれも5月中旬以来の高水準となった（図表4）。先行きも米長期金利は、緩やかに上昇すると予想されるが、金利上昇局面では押し目買い需要も高まるため大幅な金利上昇にはつながらないと思われる。

また、米株式相場も上昇基調で推移し、ダウ工業株30種平均は、8月中旬に1万3,275ドルと5月初旬以来、約3ヶ月半ぶりの高値となった。

しかし、その後はやや値を下げて推移している。米株式市場は、先行きも底堅さを見込むものの、高値圏では利益確定のための売りも出やすく、上値の重い展開が予想される。

（12.8.24現在）



## 情勢判断

### 海外経済金融

## ユーロ圏における金融政策の限界

### ～軽視できない追加策に伴う負の影響～

山口 勝義

#### 要旨

ECBには利下げ効果浸透のために国債利回り高止まりや銀行の資金調達難への対策が求められており、財政危機対策の観点からもこれらへの期待感は強い。しかし、より踏み込んだ政策に伴う負の影響は軽視できず、その対応策には限界があるものと考えられる。

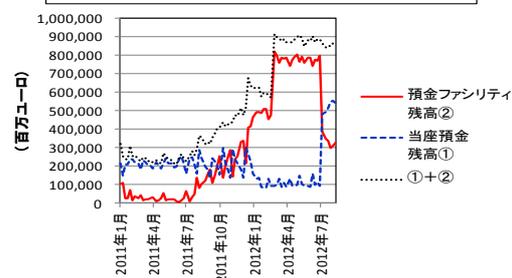
#### はじめに

欧州中央銀行（ECB）は、7月5日の理事会で、政策金利を25bp引き下げ過去最低の0.75%とするとともに、民間銀行が中央銀行に資金を預け入れる際の預金ファシリティ金利も同幅引き下げてゼロ%とした。これにより、これまで大量に中央銀行内に滞留していた銀行の資金が与信に振り向けられ、企業や家計、または銀行に対する貸出等に向かうかどうか注目された。

これまで2回の長期リファイナンスオペ（LTRO）を経て約8,000億ユーロにまで積み上がっていた預金ファシリティの残高は、上記の政策対応後、確かに約5,000億ユーロの大幅な減少となったが、同時に、もともと付利は行われない当座預金残高がほぼこれに見合う額増加した（図表1）。このように、両者の合計残高は今のところ微減に止まっており、資金が中央銀行の中で滞留している姿に大きな変化は生じてはいない。

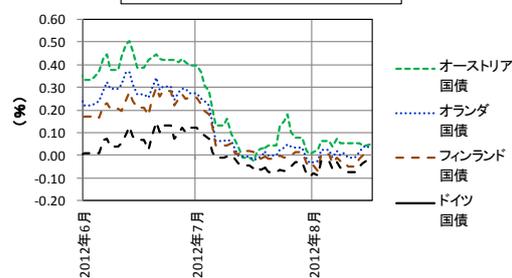
一方、市場では、ドイツのほか、フィンランド、オランダ、オーストリア等の概ね2年以内の国債利回りがマイナスにまで低下するなど、高格付国の国債に資金が流入しつつある気配が現れている（図表2）。また他方では、これまでの短

図表1 中央銀行に対する民間銀行の預金残高推移



（資料）ECB が週次で公表する欧州の中央銀行（ユーロシステム）のバランスシートから農中総研作成。

図表2 国債利回り推移(2年ゾーン)



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

期金融市場の金利低下をひとつの背景に、米国のMMF等を通じたユーロ圏への資金流入が細り<sup>(注1)</sup>、レポ取引も縮小し<sup>(注2)</sup>、銀行の資金調達機会が減少しつつある動きも指摘されている。

市場では更なるECBの利下げ観測も出ているが、上記のとおり様々な派生的な影響も現れつつあるほか、利下げ効果の浸透を期待しづらい環境も生じている。こうしたなか、今後のECBによる政策対応の可能性をどのように考えればよいのだろうか。

## 低調な銀行貸出とその原因

ECBの政策対応の可能性を考えるため、まず銀行貸出の現状について確認する。

ユーロ圏では、マネーサプライ（M3）の伸びは緩やかなものにとどまっているが（図表3）、銀行貸出残高についても、その伸び率は対企業、対家計とも低水準であり、足元では年間ではほぼゼロ%まで低下している（図表4）。

低調な銀行貸出の原因としては、長期化する債務危機に伴う将来を取り巻く不透明感の高まりがあり、これによる企業や家計の投資や消費の抑制が考えられる。また、これらの経済主体のバランスシート調整が継続していることも、低調な貸出のひとつの理由とみられる。

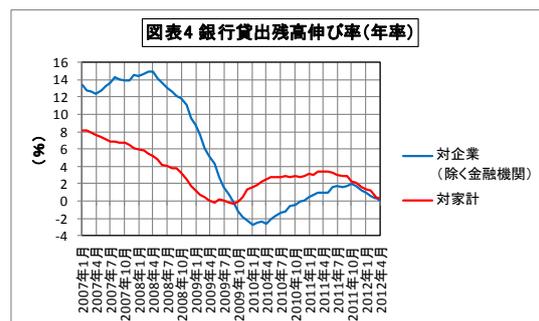
こうした状況は、ECBが定期的に取りまとめる銀行貸出に関する調査における資金需要（需資）動向に現れている。これによれば、特に2011年半ば以降、銀行に対する企業や家計による需資の減少傾向が明確になっている（図表5）。

また別の理由として、ECBによる政策金利引下げが、銀行の貸出金利の低下に必ずしも結びついていない実態を上げることができる。財政悪化国においては、上昇した国債の利回り水準が影響する中長期貸出ばかりか、短期貸出についても金利水準が低下しにくい傾向が顕著に現れている（図表6）。その主要な要因としては、これらの国々の銀行の調達コストの高止まりが考えられる。

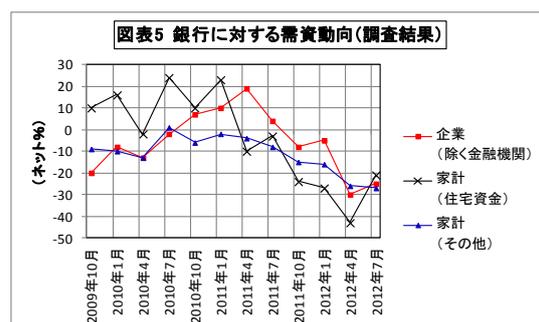
このように、現状では単なるECBによる政策金利の引下げのみでは景気刺激効果を十分確保することは困難になっており、それ以前にこうした障害に対する対策を講じることの重要性が高まっている。



(資料)ECBのデータから農中総研作成。

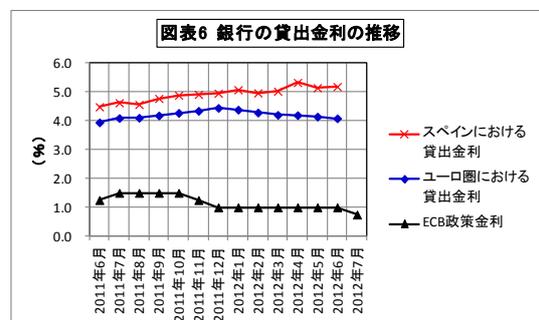


(資料)ECBのデータから農中総研作成。



(資料)ECB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)ECBおよびスペイン銀行(中央銀行)のデータから農中総研作成。

(注)貸出金利は、対企業(金融機関を除く)、1年以内、100万ユーロ以内、新規貸出の金利。

## 継続する銀行の資金調達難

財政悪化国では銀行の資金調達難が継続しており、これが調達コストの高止まりに結び付いている。

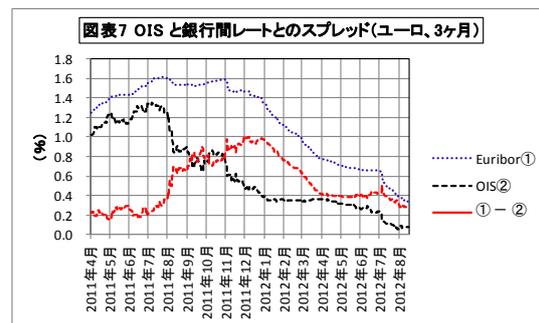
銀行間の貸渋りの程度を示す、OIS と銀行間レート (Euribor) とのスプレッド (注<sup>3</sup>)は低下しており、これからはユーロ圏全体としてユーロの資金繰りに支障が生じている気配は見受けられない(図表7)。

一方、ECB が公表するバランスシートによれば、米ドル供給オペ残高は2012年5月以降底打ち傾向にある(図表8)。ユーロ圏の銀行は、昨秋来の金融危機の高まり等の過程で外貨建て資産の整理を行ってきたが、こうしたなかでの ECB による米ドル供給オペ残高の漸増は、根強い外貨ファンディングの困難性を示唆しているものと考えられる。

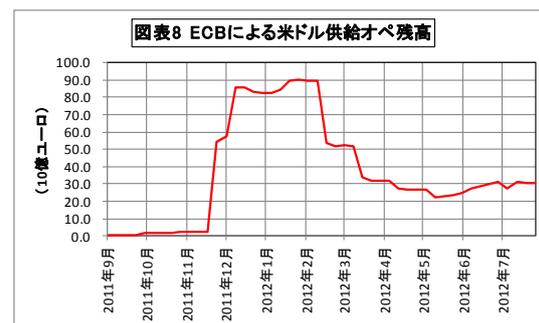
また同様に中央銀行による「その他のユーロ建て対銀行与信」残高も、2012年4月以降増加している。この科目には、通常条件で資金供与を受けられない銀行に対する各国中銀によるいわゆる緊急流動性支援策に基づく与信が含まれており、ここにも一部の銀行の資金繰り困難化の兆候が窺われる。

こうした状況は、個別の財政悪化国のデータに端的に反映している。例えば、スペインの銀行については中央銀行からの借入残高が足元で急速に増加しており、民間銀行間等での資金調達が困難となっている実態が明確になっている(図表9)。

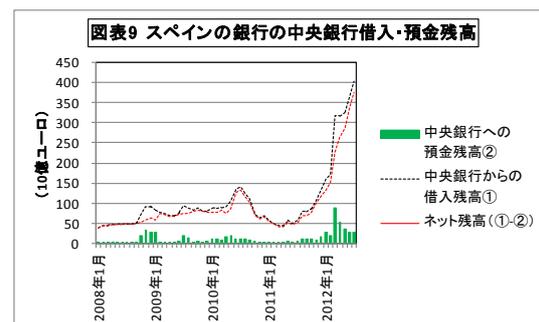
ドラギ ECB 総裁は、8月2日の理事会後の記者会見で、ユーロ圏では短期金融市場の分断化が進んでおり、これが現在の ECB の最大の懸念点であるとした。同総裁はこの場で、短期金融市場で2011年半ばには約60%を占めていた国境をまた



(資料)Bloomberg 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。



(資料)スペイン銀行(中央銀行)のデータから農中総研作成。

ぐ取引の割合が2012年2月にはこれまでで最低の40%を割る水準にまで低下している事実や、一部の国における中央銀行への資金繰り依存の高まりを指摘し、ECB がこれらを改善すべき最重要課題として認識していることを示した。

以上のとおり、政策金利引下げの効果を確保する前提として、主として①財政悪化国の国債利回りの高止まりに対する対策とともに、②銀行の資金調達難を緩和する対策が ECB に求められている。また、財政危機対策の観点からも、これらの対策への期待感強い。

## ECB の追加策に伴う負の影響

しかし、ECB によるこれらのための対策は様々な負の影響を伴うこととなる。

7月26日、ドラギ ECB 総裁は、講演で、国債利回りの高止まりが金融政策の効果浸透の妨げとなっている限りそれへの対処は ECB の責務の範囲内にあるとし、必要ないかなる措置をも取る用意があると発言した。さらに、8月2日の記者会見では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）が国債買入れを開始することを条件に、ECB も短期ゾーンに焦点を当てた国債買入れを検討するとした。

しかしながら、ECB が抱えるクレジットリスクの増大や中央銀行が国家財政に資金供給を行う政策運営（マネタリー・ファイナンス）、またモラルハザード等に対する懸念や批判は強く、現実には ECB が十分に効果的な買入れを継続することは困難ではないかと考えられる。

一方、銀行の資金繰り支援の観点からは、場合によっては期間をより長期化した第3回目の LTRO の実施が考えられる。

しかしながら、過去の LTRO では、むしろ、銀行と国家のリスクテイクの一体化、政策からの出口のリスク、インフレの可能性等を含め、その負の側面が指摘されてきた。冒頭で見たとおり、だぶつく余剰資金が市場の歪みを生む原因にもなりかねず、ユーロ圏の銀行全体を対象とするこうした政策の妥当性は低下しているものとみられる。

このほか、担保条件の緩和や、銀行の貸出資産や無担保銀行社債等への買取り範囲の拡大等の可能性もあるが、増加するリスクを考慮すれば、ECB が政策効果を十分確保できる踏み込んだ対策を取ることは困難が伴うものと考えられる。

## おわりに

7月5日の ECB の政策対応に呼応し、日銀も12日の金融政策決定会合で当座預金の超過準備に対する0.1%の付利金利を引き下げるのではないかと観測が浮上した。しかし、白川総裁は、短期金融市場の金利がゼロに近づいた場合、市場の流動性が著しく低下し、資金調達の安心感を損なう恐れがあるとし、効果と副作用の双方を勘案したうえで付利金利の引下げは考えていないとした。

一方、ユーロ圏では、先に述べたように、既に米 MMF やレポ取引等の縮小による銀行の資金調達機会の減少も指摘されている。ECB に対しては、ユーロ圏全体を対象とした一律的な政策対応ではなく、むしろ国債利回りの高止まりや銀行の資金調達難への対策などで個別国に向けた対応が一層強く求められているが、これらへの対応力の限界ばかりではなく、このように ECB による追加利下げの余地自体も限られてきている可能性がある。

市場では ECB の追加策に対する期待感が強いが、より踏み込んだ政策に伴う負の影響は軽視できず、現実にはその対応策には限界があるのではないだろうか。

（2012年8月23日現在）

（注1）例えば、Fitch Ratings が、以下のレポートで、大手の米 MMF はユーロ圏へのエクスポージャーを2012年6月末時点で5月末対比33%減少させたと分析している。

“U.S. Money Fund Exposure and European Banks: Eurozone Hits Fresh Low”（2012年7月26日）

（注2）例えば、International Capital Market Association が、以下のレポートで、欧州のレポ市場は2012年6月末時点で半年前から9.9%、1年前から14.2%縮小したと分析している。

“European repo market survey”（2012年8月6日）

（注3）3ヶ月 OIS（Overnight Indexed Swap）は、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月 Euribor とのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 輸出低迷で下振れリスクが強まる中国経済

### ～財政・金融緩和など景気刺激策への期待が高まる～

王 雷軒

#### 要旨

消費・投資・外需が揃って鈍化しており、とりわけ海外経済の減速により輸出が大きく鈍化したことで、足元では景気の下振れリスクが高まった。これまでの予想通り、年後半にかけて景気持ち直しシナリオは維持するが、若干後ずれする可能性が高い。

#### 足元の景気・物価動向

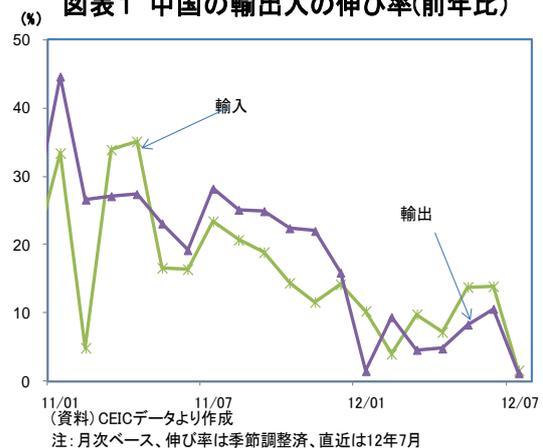
不動産抑制政策の実施や欧州向け輸出の低迷などを受けて、2012年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.6%（前期比1.8%）と、09年1～3月期以来3年ぶりの低成長となった。8月9日に国家統計局が発表した7月分の経済統計に基づいて判断すると、足元の景気も輸出の大きな落ち込みによって下振れリスクが強まってきたと見られる。

まず、消費（小売売上高）は、景気減速などによる企業収益の悪化を受けて賃金水準の上昇幅が大きく低下した影響で自動車や家電製品などの売行きが冴えないため、前年比11.3%（実質）と6月（同11.5%）からやや鈍化した。個人消費の先行きについては補助金付きの省エネ家電製品の販売増が予想されることもあり、堅調に推移するだろう。

また、固定資産投資（農家投資を含まず）も不動産開発投資や鉄道向け投資が大きく増加していないことを受けて前年比20.6%と6月（同21.8%）から小幅鈍化した。今後の固定資産投資については、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、以前のように大きく伸びない

と見られるが、都市化の推進や地域格差を縮小するためのインフラ投資の増加、保障性住宅（中低所得層向けの福祉住宅）の建設促進もあり、底固く推移すると想定される。

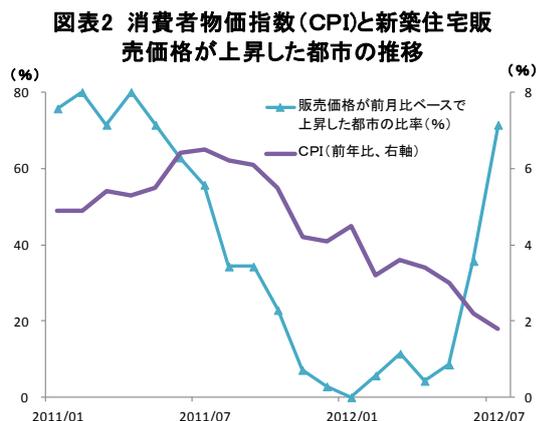
図表1 中国の輸出入の伸び率(前年比)



外需については、輸出（季節調整済み）は前年比1.6%と6月（同13.9%）から大幅に減速した（図表1）。欧州経済や米国経済の減速が主因であるが、輸出を取り巻く企業の経営環境（賃金上昇など）も悪化が見られる。外需の先行きについても米景気の緩やかな回復が予想される一方、欧州債務問題により欧州経済は低迷すると見られるため、輸出環境は厳しい状況が続くと思われる。

このほか、生産面でも、鉱工業生産（付

加価値ベース)は前年比9.2%と6月(同9.5%)から低下した。また、国家統計局が発表した製造業購買担当者指数(製造業PMI)も50.1と先月(50.3)から小幅低下した。このように、生産の軟調さも継続しており、足元では景気下振れリスクが強まってきたと言えよう。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成  
注: 70主要都市に占める比率

一方、7月の消費者物価指数(CPI)は食料品価格の大幅な低下などを受けて前年比1.8%と6月(同2.2%)から鈍化した(図表2)。先行きについては、中国東北地方などの病虫害の発生や米国中西部の干ばつ被害などを背景に世界的に穀物物価が高騰していることもあり、食料品価格に大きく左右されるCPIへの影響に注意を要するだろう。

また、国家統計局が8月18日に発表した7月の70都市不動産価格指数では、不動産抑制策が厳しく実行されているにもかかわらず、6・7月利下げの影響や旺盛な実需によって70主要都市のうち、新築住宅価格は前月比で上昇に転じた都市が6月の25都市から50都市へ大幅に増加した。その結果、上昇した都市は70主要都市に占める比率が71.4%にも達した(図表2)。

このような動きを受けて国務院が監督

チームを各地方へ派遣し、不動産抑制策の実施状況の関連調査を行った。この調査結果を踏まえながら、上海と重慶で既に実施している不動産税をほかの地域にも導入するなど新たな抑制策が打ち出されるとの観測が高まっている。

## 金融情勢と景気見通し

7月のマネーサプライ(M2)が前年比13.9%と政府の目標14%に近づいており、市場流動性は改善されつつある。8月に入り、中国人民銀行(中央銀行)は、積極的な公開市場操作による流動性供給での対応に注力しており、資金供給が4,000億元余りにも達している。ただし、中国政府は最近の不動産価格が上昇していることを警戒し、追加利下げには慎重な姿勢もうかがわれる。

とはいえ、足元では景気回復の勢いが依然弱く、インフレが落ち着いていることを踏まえると、今後も法定預金準備率の引下げなど金融緩和策が実施されていくものと見られる。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。消費と投資が鈍化したとはいえ、水準としては堅調さを維持していることから、景気の更なる悪化には一定の歯止めがかかっていると見られる。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、中国政府は安定的成長を繰り返し強調していることから、景気下支えのための財政・金融政策を引続き実施すると見込まれる。以上から、今秋以後、緩やかな景気回復に転じ、12年を通しての成長率は8%をやや割り込むものの、13年には8%台前半の成長に戻ると予測している。

(2012年8月23日現在)

## 情勢判断

### 今月の情勢 ～経済・金融の動向～

#### 米国金融・経済

7月31～8月1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を決めた。また、物価の安定と労働市場環境の改善のため、必要に応じて追加緩和策を講じるとの声明も発表した。

経済指標をみると、4～6月期の国内総生産（GDP速報値）は、前期比年率1.5%と1～3月期（同2.0%）からは減速したものの、事前予測（同1.4%、ブルームバーグ集計）を上回った。また、7月の雇用統計の失業率は8.3%と前月から0.1ポイント悪化したものの、非農業部門雇用者数は前月比16.3万人と事前予測（同10.0万人、同集計）を上回った。そのほかの7月の経済指標でも改善が目立つことから、米国経済の先行きに対する過度な不安感は後退しつつある。

#### 国内金融・経済

8月8～9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%）とともに、資産等買入れについても、固定金利方式共通担保オペを25兆円程度、金融資産（国債、社債、ETF、J-REIT等）買入れを45兆円程度の合計70兆円程度に据え置いた。

経済指標をみると、4～6月期の国内総生産（GDP一次速報）は、実質で前期比0.3%（同年率1.4%）と4期連続のプラスを維持したものの、1～3月期（同1.3%、同年率5.5%）から減速した。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）の6月分は、前月比5.6%と2ヶ月ぶりに増加したものの、4～6月期を通じては前期比▲4.1%と減少しており、7～9月期の見通しも同▲1.2%と減少が見込まれている。一方、6月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比0.4%と2ヶ月ぶりに上昇し、製造工業生産予測調査によれば7月も同4.5%と上昇が見込まれるものの、8月には▲0.6%と減少に転じるとみられている。このように、景気回復のペースは鈍い。

#### 金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、欧州債務問題に対する「質への逃避」や、米国での追加緩和期待の高まりなどを背景に、8月上旬には0.7%台前半まで低下した。しかし、その後は米国経済の減速懸念が後退したことを受けて上昇し、8月中旬に0.8%台半ばとなった。

日経平均株価は、米国・中国などで景気減速懸念が高まった7月下旬には一時8,300円台まで下落した。その後は過度な減速懸念が後退したほか、為替も円安方向で推移したことから続伸し、8月下旬には一時9,200円台と、約3ヶ月半ぶりの水準まで戻した。

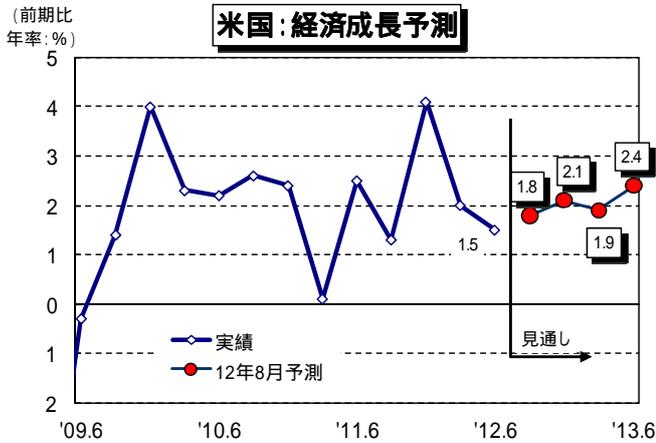
外国為替市場のドル円相場は、8月中旬以降の米国経済の減速懸念の後退に合わせて円安・ドル高が進行し、8月下旬には1ドル＝79円台半ばとなった。一方のユーロ円相場は、7月上旬に決まったスペイン等の銀行救済策の効果は限定的との見方から円高・ユーロ安となる場面もあったが、その後はユーロ圏の政策にドイツが積極的な姿勢を見せたことなどからユーロ高に転じ、8月下旬には1ユーロ＝98円台半ばで推移している。

#### 原油相場

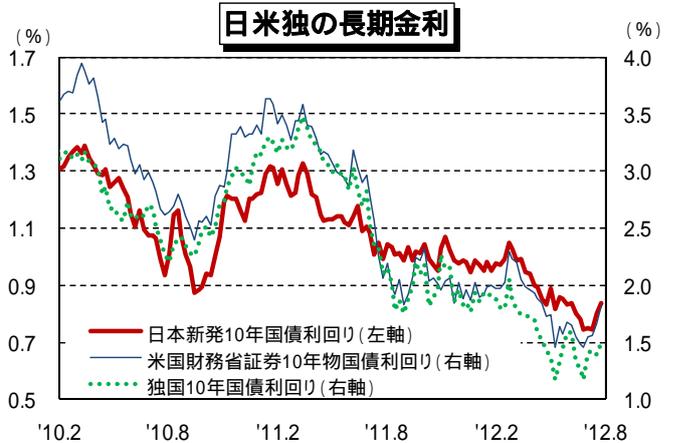
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国での景気減速懸念の後退や中東情勢の緊迫化を受けて、8月上旬以降は上昇傾向での推移が続き、8月下旬には1バレル＝90ドル台半ばと約3ヶ月ぶりの水準に達している。

(2012.8.22現在)

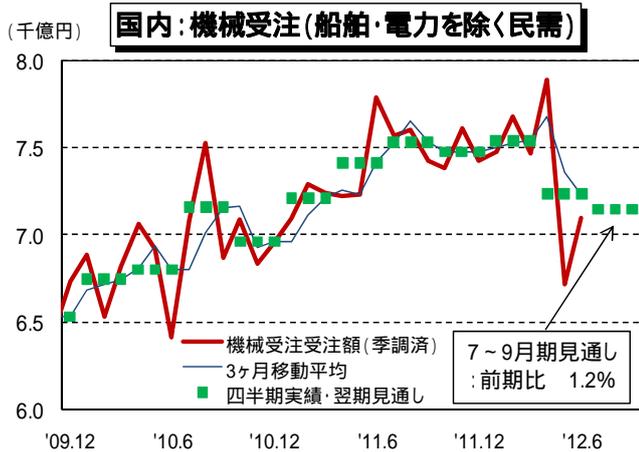
## 内外の経済・金融グラフ



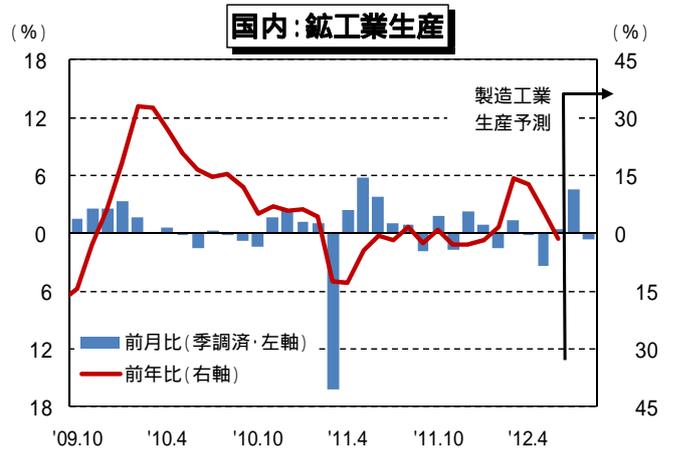
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



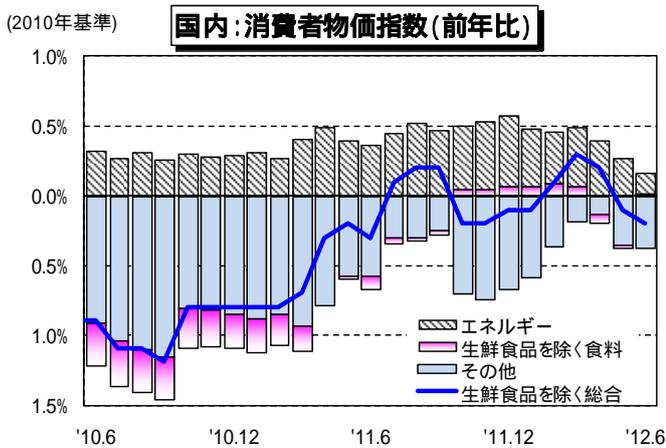
(資料) Bloombergより作成



(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



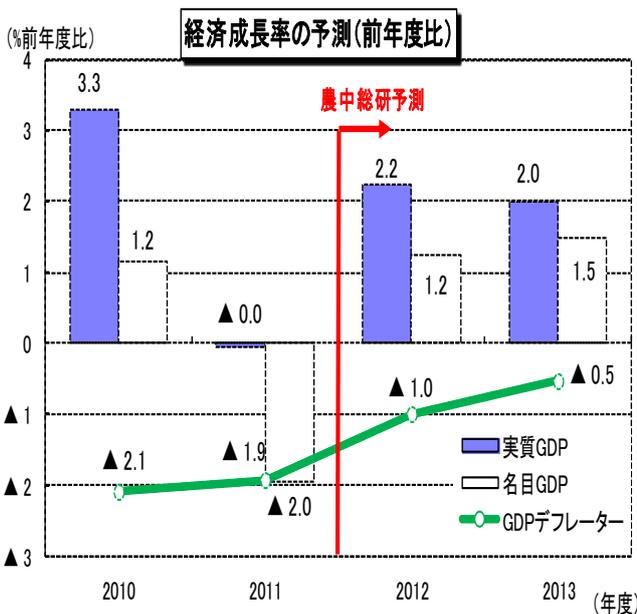
# 2012～13年度改訂経済見通し

## 当面の景気回復テンポは緩やかなまま

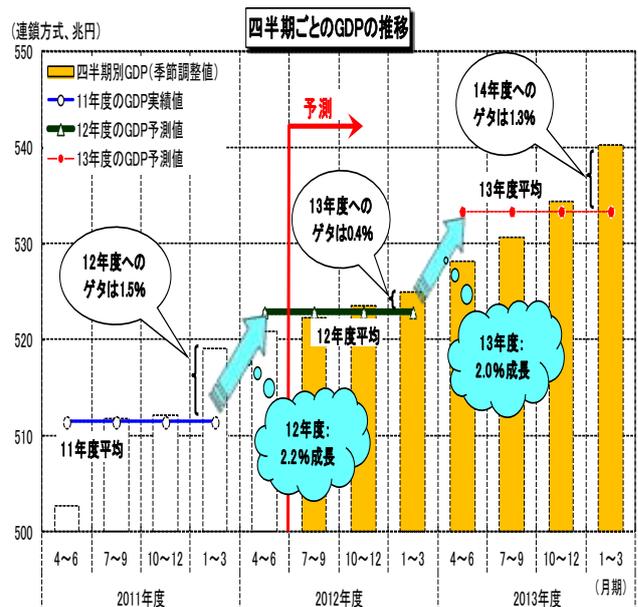
### ～経済成長率は12年度:2.2%、13年度:2.0%と予測～

2011年後半以降の国内景気は足踏み状態を続けている。乗用車など耐久財消費の底堅さや復興に向けた公共事業の進捗なども見られるが、欧州債務危機や中国経済の悪化懸念など、世界経済の減速傾向が続いており、全般的に景気回復のテンポはなかなか加速しない。12年度下期に向けては、復興需要が徐々に強まる半面、政策支援効果が切れる乗用車販売の不振なども想定されるほか、世界経済の回復も鈍いことを見込まれ、緩やかな成長に留まるだろう。また、13年度に入ると、世界経済にやや明るさが見えてくるほか、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も発生し、景気が一時的に押し上げられる場面も想定される。

一方、14年4月の消費税増税が現実味を帯びる中、その経済への影響を最小限に食い止めるべく、早期のデフレ脱却への期待が高まっている。足元で再び物価下落が進行していることもあり、日本銀行は追加緩和策の検討を迫られるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

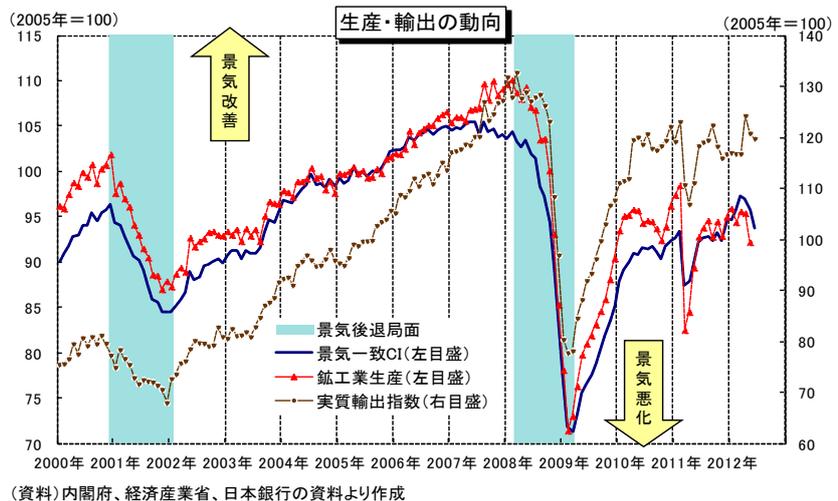


(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2012年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ なかなか抜け出せない足踏み状態

わが国経済を鳥瞰してみると、2008年秋のリーマン・ショックを引き金とする経済の大幅悪化からの回復局面の途上にあると判断できるが、東日本大震災の影響もあり、過去3年近くにわたって国内景気は足踏みに近い状態を続けている。直近まで、11年夏以降に陥った踊り場からの脱却を模索してきたが、なかなか実現できず、むしろ足元の世界経済の減速傾向の強まりに伴って一段と足踏み感を増している。震災復興に向けた公共事業の進捗、政策的に下支えられた乗用車などの耐久財消費の堅調さは見られるものの、輸出が軟調なままでは、景気全体の底上げにはつながらにくい。以下、4～6月期の主要な経済指標を振り返ってみたい。



まず、需要項目別にみると、民間消費は減速感が目立つ。家計調査の全世帯・実質消費支出(除く住居等)、商業販売統計の小売業販売額指数(当総研で実質化)はともに、前期比▲0.5%と2四半期ぶりの低下となった。なお、乗用車販売台数(当総研による季節調整後)は同0.9%と5四半期連続の増加ながらも、前3四半期と比べて伸び率は大きく鈍化。また、消費者マインドは、数ヶ月前の水準と比べて軒並み悪化している(消費者態度指数(5月:40.7⇒7月:39.7)、景気ウォッチャー調査(先行き判断)・家計動向(4月:50.6⇒7月:43.9))。設備投資関連では、機械受注(船舶・電力を除く民需)は同▲4.1%と2四半期ぶりのマイナス、7～9月期(内閣府集計)も同▲1.2%と減少する見込みである。生産活動に大きな影響を与える実質輸出指数(日本銀行)は同4.1%と3四半期ぶりの上昇であったが、月次ベースでは4月をピークに低下傾向にある。

また、企業活動を確認すると、鉱工業生産は前期比▲2.0%と、4四半期ぶりの低下となった。エコカー購入補助金の再導入効果で、乗用車等の販売は好調に推移しているが、各メーカーでは同補助金の予算枯渇後に予想される反動減を先読みし、すでに減産体制に入っているようである。また、第三次産業活動指数は2四半期連続での同横ばいと、非製造業も停滞気味である。

なお、最近の消費の堅調さを演出したエコカー購入補助金も、予算枠である3千億円がそろそろ枯渇するとされている。前回のエコカー購入補助金の終了後には乗用車販売は深刻な不振に陥ったが、上述の通り、海外経済に不透明感が残る中、こうした耐久消費財の落ち込み分を公共投資などの復興需要がいかに相殺できるかが当面の景気を読む上でのポイントと言えるだろう。

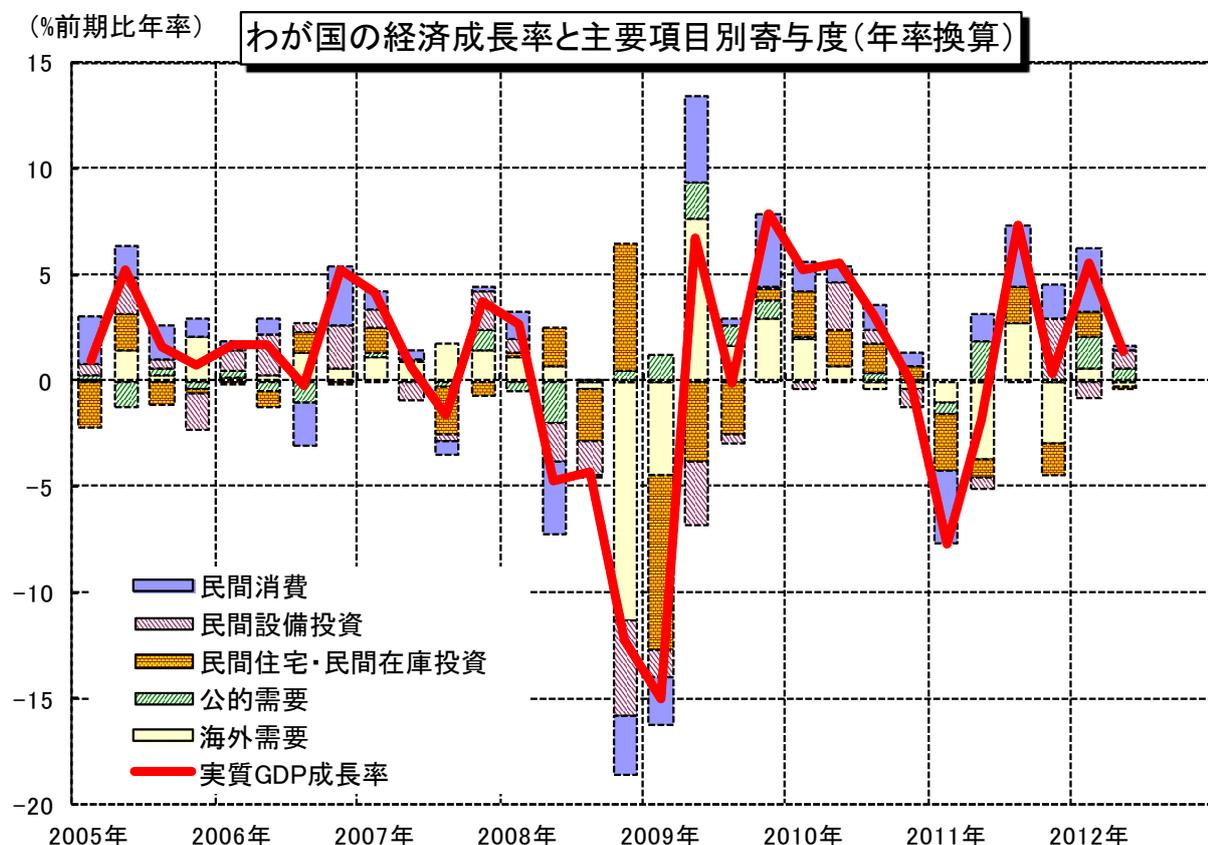
内外の金融資本市場では、世界的な景気減速や収束の兆しを見せない欧州債務危機などにより、「質への逃避」的な行動が一段と強まっている。株価(日経平均)は9,000円割れ、長期金利(新発10年国債利回り)は0.8%割れ、為替レート(対ドル)は80円割れがいずれも常態化して推移した。


**(株)農林中金総合研究所**
**(2) 経済成長率は4～6月期に大きく減速**

8月13日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比年率1.4%と4四半期連続でのプラス成長を確保したが、1～3月期(同5.5%へ上方改訂)からは大幅な減速となった。名目GDP成長率に至っては前期比年率▲0.6%と、2四半期ぶりのマイナスとなった。

内容的には、公共投資など復興事業の増加が続いていること、民間最終投資(住宅、企業設備)が増加に転じたこと等はプラス成長の維持に貢献したものの、世界経済の減速傾向を背景に輸出が伸び悩む中、火力シフトに伴って原油・LNG輸入が高水準で推移したことなどもあって外需が2四半期ぶりにマイナス寄与となったほか、1～3月期の高成長を牽引した民間消費に急ブレーキがかかったことなどが、成長率の大幅鈍化の原因と言えるだろう。

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▲1.1%と11四半期連続の下落となったが、1～3月期(▲1.3%)からは下落幅が縮小した。ただし、前期比で見ると▲0.5%と、再びマイナスに転じるなど、下げ止まり感はまだ見られない。国際商品市況の調整などで輸入デフレーターは2年半ぶりに前年比下落に転じたが、付加価値生産の主要な担い手である企業部門の価格設定能力は乏しいままで、需要の弱さなどにより輸入原材料価格の下落分以上に産出価格の引下げに迫られている(民間消費・民間住宅の各デフレーターは前年比下落幅を拡大させている)。さらに、注目の単位労働コスト(=名目雇用者報酬÷実質GDP)は前年比▲3.9%と2四半期連続の下落となり、下落幅も拡大した。



(資料)内閣府経済社会総合研究所



## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政運営

世界的に財政赤字に対する懸念が広まる中、野田内閣では財政健全化に向けた道筋をつけることが急務との認識から、「社会保障と税の一体改革」を推進することを最優先課題として取り組んできた。中期的な財政運営の目標である「財政運営戦略」には、2015年度に基礎的財政収支(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、これらは国際公約となっている。

この「社会保障と税の一体改革」関連法案は自公両党の協力の下、8月10日に成立しており、その中の大きな柱である消費税増税は、14年4月に税率を8%へ、15年10月に10%へと引き上げることとしている。14年4月の消費税増税についての最終判断は13年秋に景気情勢などを勘案しながら最終判断するとしているが、増税措置はかなり実現性が高いものと判断される。当総研では今回の経済予測から、この14年度の消費税増税を前提条件に含めることとした。なお、15年10月に予定されている税率10%への再引上げが滞りなく実現できるかどうか、について疑問視する向きも少なくない。

一方、「一体改革」であるはずの社会保障制度改革については、与野党間の意見の相違が大きく、方向性そのものや具体的な内容はまだ決まっておらず、消費税増税法案を成立させることを優先した結果、先送りされた感が否めない。このように、野田内閣が目論む財政健全化の手法は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。09年の政権交代以降、聖域化された年1兆円強とされる社会保障費の自然増の取扱いも含めて、十分な議論や適正な対応が求められる。

さて、震災復興については、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年間を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2兆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。13年度予算の編成作業は、政府が「社会保障と税の一体改革」成立を最優先案件としてきたこともあり、例年と比べてだいぶ遅れている。近々、衆院解散・総選挙が想定されていることもあり、選挙後に発足する内閣が編成作業を担当する可能性が高いが、基本的には震災復興への配慮しつつも、財政規律の遵守を重視したものになると思われる。

### (2) 世界経済の見通し

2000年代半ばまでの世界経済は「グレート・モデレーション(大いなる安定)」と称される、物価安定の下での持続的な安定経路を辿っていたかに見えたが、その後07年夏のパリバ・ショック、さらに08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・金融危機により、景気は大きく悪化した。09年半ばまでには世界同時不況は収束したが、その後も先進国ではサブプライム問題の後遺症やソブリン債務危機などに苛まれ、需給ギャップが大幅に乖離した状態を続けている。一方、サブプライム問題の被害が比較的軽微であった新興国・資源国経済はその後底堅く推移し、一部で景気過熱感やそれに伴うインフ



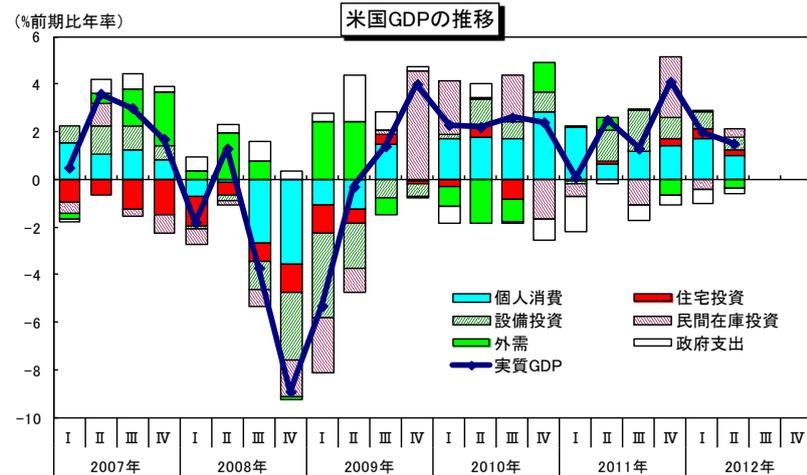
## (株)農林中金総合研究所

レ・バブル懸念が強まった。先進国・地域の中央銀行がいずれも非伝統的な領域に踏み込んだ金融緩和策を強める一方で、新興国の中銀は逆に引締め政策を強化した。しかし、最近では、新興国での景気減速も強まっており、世界経済の先行きに対する懸念も広がりつつある。内外の金融資本市場では「質への逃避」、つまりはリスク回避的な行動が強まっている。

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。

### ① 米国経済

12年4～6月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.5%と、上方改定された1～3月期(1.9%→2.0%)から減速し、11年7～9月期(1.3%)以来の低い伸びとなった。4～6月期の低成長の要因には、GDPの約7割を占める個人消費が雇用・所得環境の改善の遅れを背景に1.5%と、1～3月期(2.4%)から伸びが鈍化したことが挙げられる。また、財政難から政府支出が持続的に減少していることに加え、世界的な景気減速を受け純輸出(=輸出-輸入)がマイナス寄与となったほか、設備投資や住宅投資の伸び鈍化も成長率を押し下げた。



(資料)米国商務省 (注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

足元の米国経済は、住宅部門で持ち直しの動きが見られるものの、失業率が8%台で高止まるなど雇用改善の動きが弱いほか、個人消費や生産などでも改善ペースが鈍化傾向を示し、回復の勢いが緩慢となっている。

こうしたなか、米国では12年末から13年初にかけて複数の財政緊縮措置が同時に発動される「財政の崖(フィスカル・クリフ)」と呼ばれる事態が迫っており、先行き不透明感が強まっている。米議会がこのまま何の対処も講じなければ、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ほか、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(所得税率軽減が中心)や給与減税も12年末で失効を迎える。つまり、13年に入ると大幅な歳出削減と実質増税が同時に実施されることとなり、仮にそうなれば米国経済は再び失速する可能性が高い。米議会予算局(CBO)の試算によれば、「財政の崖」に転落した場合、米国の財政赤字は総額5,600億ドル(約45兆円、名目GDPの3.7%相当)減少する半面、経済成長率を大きく押し下げ、13年上半期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.3%とリーマン・ショック以来のマイナス成長に陥る見通しである。一方、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も合意する必要がある。

しかし、上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、11月6日に大統領選と上下両院の選挙を控えていることもあり、政治的な膠着状態が続いている。足元では、期限終了に伴うマイナスの影響が大きいブッシュ減税について延長を模索する動きがあるが、富裕層を含めた全世帯を対象としたい野党・共和党と中間層以下に限定したい与党・民主党が対立しており、妥協案成立に向けて議論が進展するかは不透明である。


**(株)農林中金総合研究所**

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ヶ月足らずの間に、米議会が差し迫る事態を回避することができるかが焦点となる。また、こうした米国の政治・財政上の不透明感が払拭されるまでの間は、消費者および企業の景況感が悪化するほか、雇用や投資の先延ばしが起きる可能性があり、米経済の下振れリスクとなるだろう。

一方、金融政策に関しては、追加緩和期待が高いものの、現状維持が続いている。米連邦準備制度理事会(FRB)は、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声明文でも「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」と時間軸を変えていない。また、11年10月から実施している保有国債の平均残存期間を延長するプログラム(ツイストオペ)についても、6月に発表したとおり、規模を拡大して12年末まで延長継続するほか、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を再投資する方針についても維持するとしている。一方、注目される追加行動については、それまでの「景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意がある」との表現から「必要に応じて追加緩和を実施する」と姿勢を強め、量的緩和策第3弾(QE3)への期待感を高めている。

FRBは、引き続き超緩和的な姿勢を維持すると見られるものの、7月中旬の議会証言でバーナンキ議長が示したとおり「労働市場に改善が見られない場合、あるいはデフレリスクが生じた場合」など、景気次第ではQE3を実施すると考えられる。ただし、政策当局が迅速に追加措置を講じるほど景気が弱い状況ではないことから当面は様子見になる可能性が高い。とはいえ、ツイストオペが12年末に期限を迎えることに伴い金利上昇圧力が掛かると想定されることもあり、年末までには何らかの追加措置を講じる必要があるだろう。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善ペースが鈍化するなか、米労働市場や欧州情勢に対する先行き不

**2012~13年 米国経済見通し (12年8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) 実績	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
実質GDP	%	1.8	2.1	2.4	1.6	2.5	2.9	2.8
個人消費	%	2.5	1.9	2.1	1.7	2.3	2.4	2.6
設備投資	%	8.6	9.0	7.4	6.1	7.8	8.6	7.9
住宅投資	%	▲1.4	10.6	15.6	6.9	10.6	13.2	9.0
在庫投資	寄与度	▲0.2	0.2	0.9	▲0.3	▲0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1
輸出等	%	6.7	4.2	3.9	4.7	6.6	7.0	7.6
輸入等	%	4.8	4.1	4.3	4.3	5.7	6.0	6.5
政府支出	%	▲3.1	▲1.9	▲2.4	▲0.7	▲0.5	▲0.5	▲0.4
参考								
PCEデフレーター	%	2.5	2.0	1.9	1.6	2.0	1.7	1.9
GDPデフレーター	%	2.1	1.7	1.8	1.7	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0~0.25	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	1.84	1.91	1.78	2.50	2.30	2.70
完全失業率	%	9.0	8.2	8.3	8.1	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8月16日(12年4~6月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値



## (株)農林中金総合研究所

安を背景に消費者マインドが低下していることから、当面は2%程度で緩慢に推移すると予想する。また、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、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから投資態度が慎重化している可能性が高く、低調な動きが続くと思われる。しかし、13年以降は中国など新興国経済の持ち直しに伴い、緩やかな増加ペースに戻すと予想する。一方、住宅投資は、中古住宅市場で在庫調整が進展し、着工件数や住宅価格なども改善していることから、回復傾向が続くと考えられる。

外需については、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済が低迷すると想定されることから、引き続き鈍化傾向が続くと考えられる。しかし、13年以降は新興国経済の持ち直しに伴い輸出が拡大すると予想する。なお、個人消費の緩やかな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、財政難から引き続き厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、12年後半も減速傾向で推移するものの、その後は輸出の回復に伴って徐々に成長率が加速すると見込まれる。年間の実質成長率は、12年は前年比2.1%(前回見直しから0.1%ptの下方修正)、13年は同2.5%(前回と変わらず)と予想する。なお、「財政の崖」については、それに向けた警戒感から12年後半の成長率を下押しすると想定したものの、13年からの財政緊縮措置の発動については選挙後の対応となることから見通しの前提としていない。一方、FRBによるQE3(量的緩和第3弾)は、ツイストオペの期限到来が意識されるなか、「財政の崖」に対する懸念が強まると想定されることから、12年末までに実施されると予想する。また、FRBによる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。

### 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銀行の財務改善に伴う与信圧縮の動き、また債務危機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。6月の欧州連合首脳会議では経済成長のための対策の具体化が図られたが即効性は期待し難く、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4~6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%(1~3月期は同0.0%、以下同じ)と2四半期ぶりにマイナス成長となった。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.3%(同0.5%)と2四半期連続のプラスとなったが、フランスは同0.0%(同0.0%)にとどまったほか、ポルトガルが同▲1.2%(同▲0.1%)、イタリアが▲0.7%(同▲0.8%)、スペインが同▲0.4%(同▲0.3%)等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランドのデータは未公表(8月14日時点)である。一方、ユーロ圏以外では英国が同▲0.7%(同▲0.3%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同▲0.2%(同0.0%)となった(付表を参照)。

ユーロ圏では、6月の鉱工業生産指数が前月比で0.6%の低下、前年同月比では2.1%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、6月の失業率は11.2%と1995年の統計開始以来の最高値となった。なかでも25歳未満の若年層の失業率は22.4%に達しており、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6月の小売売上高は前月比で0.1%の上昇にとどまり、前年同月比では1.2%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も、最近では経済の力強さに欠ける指標が増加している。6月の製造業受注は前月比で1.7%の低下、前年同月比では



## (株)農林中金総合研究所

7.8%の低下となったほか、6月の鉱工業生産指数についても前月比で0.9%、前年同月比で0.3%のそれぞれ低下となった。また、6月の輸出額も前月比で1.5%の減少となっている。一方、7月の失業率は6.8%と低水準を維持したが、6月の小売売上高は前月比0.1%の低下と3ヶ月連続で低下し、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、欧州市場では、スペインの国家財政全体への支援ニーズの拡大の可能性やギリシャのユーロ圏離脱の思惑の再燃等により、神経質な動きが継続している。

一方、ユーロ圏では7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.4%上昇と依然として基準となる2%を越えているが、11年9～11月の間につけた同3.0%をピークに、その後は徐々に低下傾向を示している。こうしたなか、上記の経済情勢を踏まえ、欧州中央銀行(ECB)は、12年7月に政策金利を25bp引き下げ過去最低の0.75%とするとともに、民間銀行が中央銀行に資金を預け入れる際の預金ファシリティ金利も同幅引き下げてゼロ%とした。ECBは8月には政策対応を見送ったものの、ドラギECB総裁は、非伝統的な金融政策について追加的な枠組みを近くまとめるとしており、その内容が注目されている。

### ③ 中国経済

不動産抑制政策の実施や欧州向け輸出の低迷などを受けて、12年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.6%(前期比1.8%)と、09年1～3月期以来3年ぶりの低成長となった(後掲の付表2を参照)。最近発表された7月分の経済統計に基づいて判断すると、足元の景気も輸出の大きな落ち込みによって下振れリスクが強まってきたと見られる。

まず、個人消費(小売売上高)は、景気減速などによる企業収益の悪化を受けて賃金水準の上昇幅が大きく低下した影響で自動車や家電製品などの売行きが冴えないため、前年比11.3%(実質)と6月(同11.5%)からやや鈍化した。個人消費の先行きについては補助金付きの省エネ家電製品の販売増が予想されることもあり、堅調に推移するだろう。

また、GDP成長率に大きく寄与する固定資産投資(農家投資を含まず)も不動産開発投資や鉄道向け投資が大きく増加していないことを受けて前年比が20.6%と6月(同21.8%)から小幅鈍化した(付表2)。今後の固定資産投資については、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、以前のように大きく伸びないと見られるが、都市化の推進や地域格差を縮小するためのインフラ投資の増加、保障性住宅(中低所得層向けの福祉住宅)の建設促進もあり、底固く推移すると想定される。

外需については、輸出は前年比1.6%と6月(同5.8%)から大幅に減速した。欧州経済や米国経済の減速が主因であるが、輸出を取り巻く企業の経営環境(賃金上昇など)も悪化が見られる。先行きについても米景気の緩やかな回復が予想される一方、欧州債務問題により欧州経済は低迷すると見られるため、輸出環境は厳しい状況が続くと思われる。

このほか、生産面でも、鉱工業生産(付加価値ベース)は前年比9.2%と6月(同9.5%)から低下した。また、国家統計局が発表した製造業購買担当者指数(PMI)も50.1と先月(50.3)から小幅低下した。このように、足元では景気下振れリスクの強まり、インフレ(7月:前年比1.8%)が落ち着いていることを踏まえると、今後も法定預金準備率の引下げなど金融緩和策が実施されていくものと見ている。

一方、最近の個人消費と固定資産投資は鈍化したとはいえ、水準としては堅調さを維持していることから、景気的大幅な減速には一定の歯止めがかかっていると見られる。景気の先行きについては、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、中国政府は安定的成長を繰り返し強調しており、景気を回復させるための財政・金融政策が引続き実施されると見込まれる。以上から、今秋以後、緩やかな景気回復


**(株)農林中金総合研究所**

に転じ、12年を通しては前年比7%台後半、13年には8%台前半の成長に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た。なかでも、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、6月下旬には一時70ドル台まで下落した。最近では中近東での地政学的リスクへの懸念から90ドル台まで戻している。

世界経済の先行きにとって、欧州債務危機は最も警戒すべき下振れリスクではあるが、世界的な金融危機等にまで波及するなど、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い。一方、新興国経済が堅調に推移し始め、需給逼迫への警戒が強まることも考えづらい。それゆえ、国内への原油入着価格(CIFベース)については、非常に緩やかな上昇傾向をたどると思われ、12年度は117.7ドル、13年度は122.5ドルと見込んでいる。



一方で、米国穀倉地域で半世紀ぶりの深刻な干ばつが発生するなど、世界的に天候不順に見舞われていることによって、トウモロコシや大豆など穀物価格が過去最高水準にまで上昇している。国連食糧農業機関(FAO)は、昨今の穀物相場の上昇により、07~08年にかけての食料危機と同様の状況が再来する可能性があるとの懸念を表明している。なお、米カンザスシティ連銀では、家畜用飼料の上昇が食肉・乳製品の上昇を招き、今後1年間で食料品価格が4%押し上げられるとの見通しを示している。さらに、日本の気象庁は7月にエルニーニョ現象が発生したとみられると発表するなど、先行きの農産物生産や食料品物価格への影響が懸念されつつある。

**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	%	▲ 2.0	1.2	1.5
実質GDP	%	▲ 0.0	2.2	2.0
民間需要	%	0.6	2.3	1.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.3	0.9
民間住宅	%	3.8	1.4	5.5
民間企業設備	%	1.1	3.8	4.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.3	0.1
公的需要	%	2.2	2.9	1.0
政府最終消費支出	%	1.9	1.4	0.4
公的固定資本形成	%	2.9	9.6	3.3
輸出	%	▲ 1.4	5.6	6.0
輸入	%	5.6	6.7	4.6
国内需要寄与度	%pt	1.0	2.4	1.6
民間需要寄与度	%pt	0.5	1.7	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.5	0.7	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.0	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.3	0.0
全国消費者物価 ( " )	%	0.0	▲ 0.0	0.3
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	3.0	5.1
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	6.9	10.9
名目GDP比率	%	1.6	1.4	2.3
為替レート	円/ドル	79.1	79.0	80.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.84	0.94
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	117.7	122.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
 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	%	▲ 2.4	▲ 1.4	1.6	▲ 0.3	1.4	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	0.6	0.3	0.7	1.0
実質GDP	%	▲ 2.0	▲ 0.5	1.8	0.1	1.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5	0.7	1.1
(年率換算)	%	▲ 7.7	▲ 1.9	7.4	0.3	5.5	1.4	1.1	1.0	1.0	2.6	1.9	2.8	4.5
民間需要	%	▲ 2.1	▲ 0.0	1.5	1.0	1.1	0.4	0.3	▲ 0.0	0.0	0.5	0.6	1.0	1.5
民間最終消費支出	%	▲ 1.5	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.2	0.2	0.3	0.6	1.8
民間住宅	%	1.7	▲ 3.0	4.8	0.1	▲ 1.6	0.8	2.0	▲ 2.0	0.5	1.5	2.0	3.0	4.0
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.9	0.3	5.5	▲ 1.6	1.5	0.3	0.5	0.8	1.1	1.6	1.8	2.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.0	0.2	0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.4
公的需要	%	▲ 0.6	2.0	0.0	0.1	1.5	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.3	0.7	0.2	0.4	1.0	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 4.4	7.4	▲ 1.1	▲ 1.0	3.6	1.7	4.0	3.5	3.0	2.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 1.0
輸出	%	▲ 0.4	▲ 5.8	7.9	▲ 3.6	3.4	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.5	1.8
輸入	%	1.5	0.0	3.4	1.0	2.2	1.6	1.8	0.8	1.0	1.0	1.2	1.0	2.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 1.7	0.4	1.1	0.8	1.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	0.3	0.6	1.1
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.6	▲ 0.0	1.1	0.8	0.8	0.3	0.2	▲ 0.0	0.0	0.4	0.5	0.7	1.1
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	0.0	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 0.9	0.7	▲ 0.7	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.0	▲ 2.4	▲ 2.1	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3
国内企業物価 (前年比)	%	0.9	1.8	2.2	1.1	0.3	▲ 0.9	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.0	0.2	0.4
全国消費者物価 ( " )	%	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.4	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	1.3	▲ 2.0	2.5	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	1.5	1.3	1.3	2.0	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0
名目GDP比率	%	3.0	1.6	2.2	1.4	1.2	1.1	1.1	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	2.5
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.4	79.3	80.2	78.5	78.5	79.0	79.0	80.0	81.0	82.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.25	1.18	1.04	1.00	0.98	0.88	0.80	0.85	0.85	0.90	0.90	0.95	1.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	97.2	115.2	113.8	111.2	116.0	123.2	112.5	115.0	120.0	120.0	120.0	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。



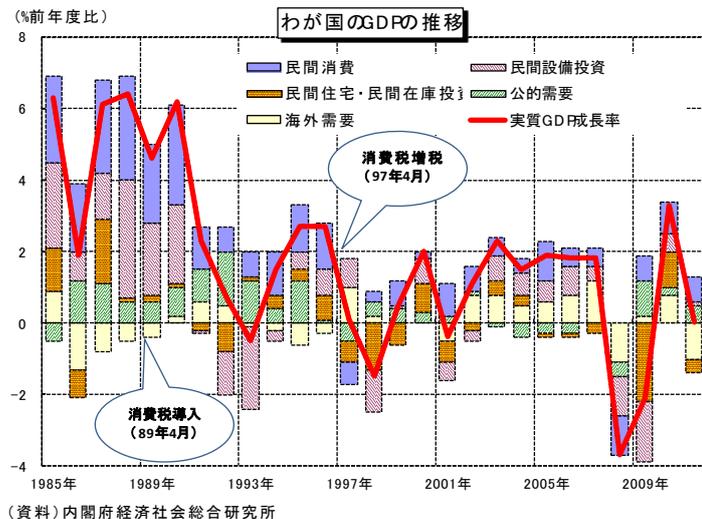
### 3. 2012～13年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 消費税増税の経済・物価への影響

一般に、消費税増税が実施された場合、その直前に耐久消費財等を中心とした駆け込み需要が強まり、導入後は反動減が出る、と考えられている。短期的に見れば、増税前後で景気の振幅が激しくなるのは不可避であろう。問題は、増税後に予想される国内景気の落ち込みがどの程度続くのか、という点であろう。

ここで、過去の消費税導入時・税率引上げ時の事例を見てみたい。まず、1989年の消費税導入時についてであるが、大平内閣以来の悲願であった新型間接税の導入は、紆余曲折を経ながらも、竹下内閣でようやく消費税としての導入が実現した。ただし、各方面からの反対論も根強く、所得税・法人税の減税措置や既存間接税の廃止等などの減税措置と組み合わせられた結果、ネットで1.66兆円(大蔵省試算)の減税となった税制改正としての導入となっている(消費税単体では4.35兆円の税収増見込み)。

景気への影響を見ると、導入直前(89年1～3月期)には民間消費(前期比3.0%)や民間企業設備投資(同9.4%)などで駆け込み需要が発生し、経済成長率は同2.7%へ加速した。その後、4～6月期には反動(民間消費:同▲1.8%、民間企業設備投資:同▲4.1%、経済成長率:同▲1.3%)が出たものの、当時はバブル景気の真只中であつたこともあり、大幅に税率が引き下げられた高級乗用車の売れ行きが好調となるなど、7～9月期にはすでに1～3月期の消費水準を回復することができたことを踏まえれば、全般的に増税の効果は軽微であつたといえるだろう。なお、消費者物価上昇率に対しては1.3ポイントほどの押上げ効果となった。



次に、1997年4月の消費税増税時であるが、細川内閣での国民福祉税構想(消費税を廃止し、新たに税率7%の福祉目的税を創設)の頓挫後、村山内閣では直間比率の見直しなどに向けて税制改革論議が進み、97年4月に消費税率を5%へ引き上げることが決定された(増収見積もり:約4.8兆円)。それに先立って、所得税・住民税の制度減税(約3.5兆円)、95年の所得税の特別減税(約2兆円、その後96年も継続)が実施された。その後、97年4月には消費税増税が予定通り実施されたが、特別減税の廃止、社会保険料の引上げ(97年9月、約2兆円)などと合わさった結果、国内景気には大きな衝撃を与えた。

バブル崩壊後の調整に苦しみ、デフレが進行しつつあつた国内経済にとって、実質的に約9兆円に膨らんだ国民負担増は景気後退のきっかけになつたと考えられる。政府見解では、97年6月から始まった景気後退はアジア通貨危機の影響が大きいとしているが、消費税増税などの緊縮財政措置が民間消費を急激に冷え込ませ、金融機関の不良債権問題を一層深刻なものにし、97年秋の金融危機発生、さらに98年春の広範囲に及ぶ信用収縮を招いた原因の一つであることは間違いないだろう。具体的に、数字で確認すると、増税直前には民間消費には駆け込み需要(前期比2.1%)が、導入後は反動減(同▲3.5%)

がそれぞれ発生している。なお、民間消費が97年1～3月期の水準まで回復したのは2001年4～6月期であり、この間に4年ほど費やしている。消費者物価上昇率に対しては1.5ポイントほどの押し上げ効果となった。

以上のように、14年4月の消費税増税と、過去の2回の事例とでは経済状況や税制改革などの

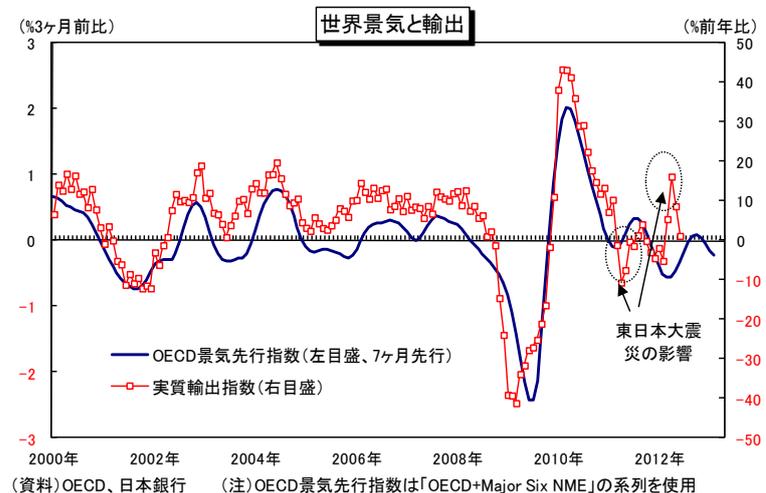
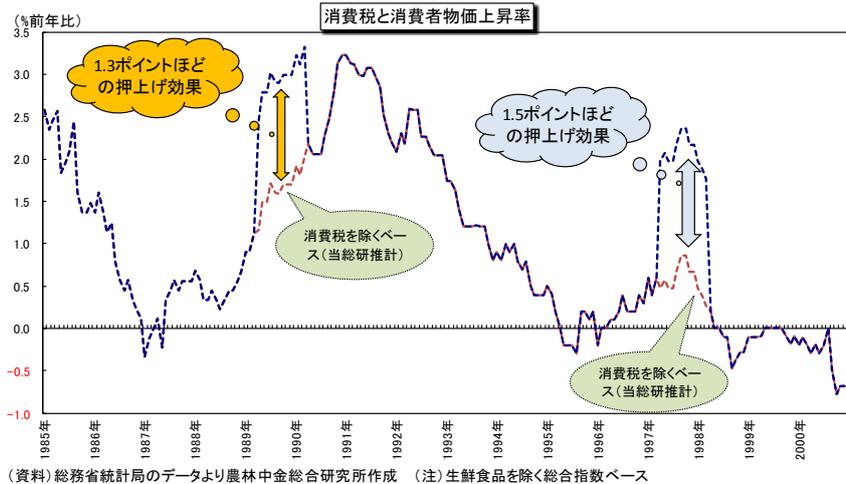
内容が異なることもあり、単純な比較は難しい。特に、物価への影響には違いが出る可能性がある。消費者庁では便乗値上げへの警戒を呼び掛けているが、むしろ増税時にもデフレが継続しているならば、中小事業者の価格転嫁の困難さが問題となる。景気への悪影響なども踏まえて考えると、期待した税収増が得られない可能性もあるだろう。また、13年以降、所得税・住民税の復興増税が順次開始されることなども考慮しなくてはならない。

もちろん、政府が主張するように、消費税増税は社会保障の財源に充てられ、こうした措置は将来的な年金不安の解消に役立ち、「予備的動機に基づく貯蓄」を弱める可能性がある点是否定できない。しかし、少子高齢化が今後も進行するわが国において、賦課方式の強化に近い今回のような消費税収の社会保障財源への組み込みが、年金制度の頑健性を高めるかどうかについて議論があるのも確かであろう。

基本的に、財政健全化の手法として、①歳入増(増税)、②歳出削減、③名目成長率の向上、が指摘できるだろう。アルベルト・アレスナラの財政再建の事例研究では、歳入増より歳出削減を、さらに歳出の中でも投資的経費よりも消費的経費をより削減した国が財政再建に成功した、とされている。なお、名目成長率の向上は、税収の自然増と同時に、歳出増圧力も高める、として一部には不評なようであるが、先行き歳出構造を見直していくのであれば、ビルトイン・スタビライザー(所得税の累進構造など)が組み込まれている限り、景気拡大期には財政は引締め気味に運営されることが期待される。財政健全化は長い時間がかかる作業であるが、「経済成長と財政健全化のバランス」、さらに手法の順番が重要である。

(2) 経済見通し ～ 当面、回復ペースは緩やかなまま

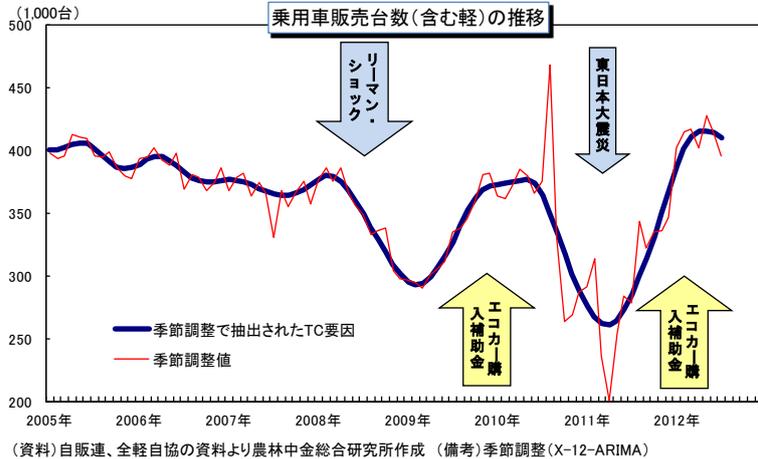
足元の国内景気は踊り場からの脱却を模索しているものの、なかなかそれが実現できずにいる。当面の国内景気を展望する上では、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要の本格化とそれらと呼び水として創出される民間需要などの動きなどが重要である点は前回までの予測と変更はない。加えて、政策支援効果が切れる乗用車といった耐久財消費の



動向にも注意を払う必要があるだろう。

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今後も続くとはいえ、世界恐慌に繋がるような最悪の事態には至らず、12年度後半には中国など新興国経済の持ち直しが始まり、それを受けてわが国の輸出もようやく下げ止まり、緩やかな回復が始まると思われる。

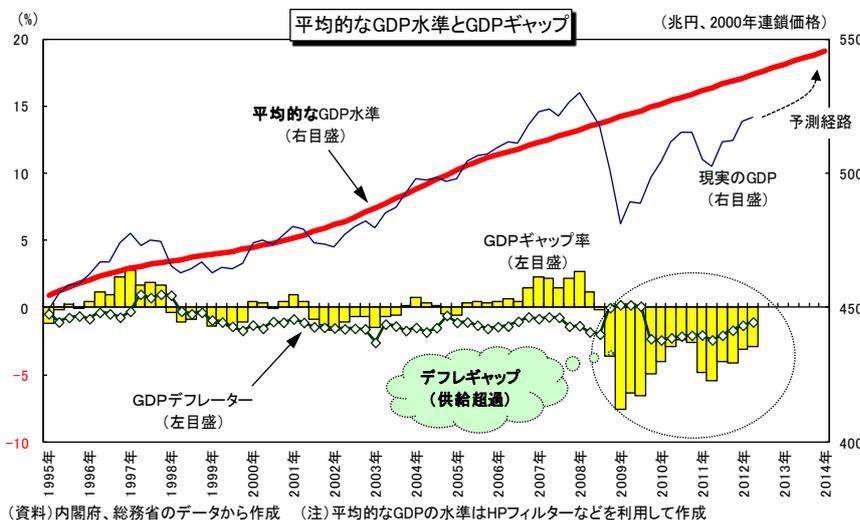
これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。まず、足元7～9月期については、エコカー購入補助金の予算枠(3,000億円)枯渇による政策支援効果の剥落によって乗用車販売が大幅減となること、さらに堅調だった省エネ型エアコンなどの反動も加わり、民間消費は前期比マイナスに転じるものと思われる。前回のエコカー購入補助金の期限切れの際には、それまで月間37万台ペースだったものが、



同26万台ペースまで落ち込んだ(約3割減)。自動車産業は裾野が広く、つまりは産業活動全体への生産波及効果も格段に高い(乗用車の生産波及力(逆行列係数列和)は2.94、全産業平均は1.93、いずれも10年の簡易延長産業連関表より)。リーマン・ショック後の世界規模での自動車販売の不振、地デジ完全移行後の薄型TVの販売不振などで、機械工業は大きな打撃を受けてきたが、同様の事態が再度繰り返される可能性がある。

また、頼みの綱である輸出に関しては、先進国経済の低調さに加え、中国など新興国経済の成長鈍化プロセスが継続していることから、伸び率は低調なままであろう。ただし、原発の全面停止(一部再稼働)や夏場を前に強まった原油・LNG需要はピーク・アウトしつつあると思われ、総需要の低調さから見ても、輸入は先行き頭打ち気味になるとみられる。外需寄与度は徐々に小幅プラス基調になるものと思われる。さらに、復興需要は徐々に強まっていくことから、それが呼び水となって民間投資(住宅、企業設備)などにも波及していくことが期待されるが、以上、7～9月期としてはプラス成長を維持するものの、前期比年率1.1%とさらに減速するのは不可避と思われる。

12年度下期については、引き続き民間消費は耐久財を中心に不振が続くほか、輸出に



関しては勢いがなかなか強まらないままでの展開となるだろう。しかし、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、それに伴い民間投資が刺激され、景気の持ち直し傾向は維持されると予想する。ただし、全体的な景気回復テンポは鈍いままと予想される。

12年度を通じての実

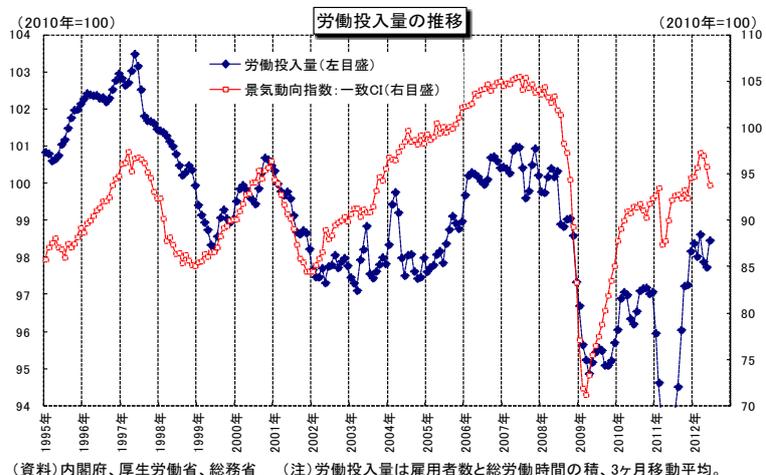

**(株)農林中金総合研究所**

質 GDP 成長率は同 2.2%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、数字の上では、前回 6 月時点の予測値(2.3%)から下方修正であり、前年度からのゲタが上方修正された(1.3 ポイント⇒1.5 ポイント)ものの、海外経済の回復テンポの鈍さなどを考慮した結果である。もちろん、震災復興期であることを踏まえれば 2%成長という数字には物足りなさが残る。また、すでに 4~6 月期の時点で 1.8%成長が確保されている(=11 年度の GDP 水準を 1.8%ほど上回っている)ことを踏まえれば、残り 3 四半期はそれほど強い成長を見込んでいるわけではない。そのほか、**名目 GDP 成長率も 1.3%**(前回予測は 1.6%)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▲1.0%**(前回予測は同▲0.7%)と、11 年度(同▲1.9%)からは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、復興需要の担い手が「公的部門」から「民間部門」へ徐々にシフトし、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。加えて、14 年度からの消費税増税を前に、年度末にかけて民間消費を筆頭とする民間最終需要に駆け込み需要が発生し、景気を大きく押し上げるだろう。なお、世界経済の回復テンポは前回までの想定よりは幾分弱いものとした。年度を通じては、**実質ベースで 2.0%**(前回予測 1.9%、ただし消費税増税は前提条件ではない)の成長を見込んだ。名目成長率もプラス(1.5%)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▲0.5%と依然マイナス)。

なお、今回予測の対象外ではあるが、14 年度(次回 11 月の経済見通しから予測開始)については消費税増税後の家計支出の落ち込みは不可避であり、低成長に留まる可能性が濃厚と言えそうだ。次回 15 年 10 月の消費税増税前までに景気の再持ち直しが達成されなければ、内外投資家から財政健全化への信認が損なわれる可能性もある。

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、失業率に関しては明確な改善が見えない。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、その後の失業率は 4%台で一進一退を繰り返している。企業では景気持ち直しに伴い、労働投入量を増やしているのは確かだが、まだ既存の労働力の活用(=残業時間増)が主で、新規の雇用創出力は弱い。



今後想定される復興需要の本格化によって、雇用環境は徐々に改善していくことが期待されるが、当面は復興に関連した東北地方太平洋沿岸部周辺での建設関連の求人が多いと見られ、雇用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、4~6 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約 1 割(約 417 万人)が就業を希望している。彼らも潜在的な失業者(失業者との違いは求職活動をしているか否か)であり、さらに企業内の労働保蔵なども考慮すれば、真の失



## (株)農林中金総合研究所

業率は10%超の水準と試算される。

先行きの失業率については、12年度最終四半期(13年1~3月期)で4.3%、13年度最終四半期(14年1~3月期)で4.0%と、一進一退を繰り返しつつも、非常に緩やかなペースで改善が続くと予想する。

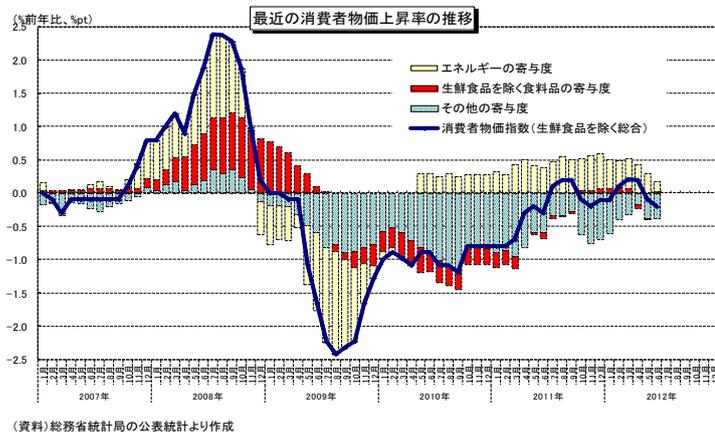
### (3)物価見通し ~ デフレ脱却は未だ見通せず

12年2~4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プラスでの展開となった。春先までの国際原油市況高騰や「火力シフト」に伴うコスト高などによって、石油製品や電気料金などエネルギーが継続的に値上がりしたことに加え、それまで大幅な価格下落が続いてきた薄型テレビが新製品投入効果によって小幅ながらも値上がりに転じたといった特殊要因(前年比を約0.3ポイント押し上げる効果)が、その背景として指摘できる。

しかし、コアCPIは5月には再び前年比下落に転じ、さらに6月には下落幅を小幅ながらも拡大させるなど、再びデフレ懸念が強まる事態となっている。電気料金は断続的に値上げされる傾向にあるが、6月末にかけての国際原油市況の大幅調整などに伴って石油製品が値下げ傾向を強め、エネルギー全体としての物価押し上げ効果が大きく削がれた格好となっている。

先行きも電力料金には引き続き値上げ圧力がかかり続ける可能性があるが、基本的に需給ギャップを解消するほどの高成長が見込まれているわけではなく、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はかかっている。日銀が目指している1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については依然として見通せる状況にはない。

一方で、世界的な天候不順に伴う穀物価格高騰によって、13年度にかけて食料品価格が上昇する可能性が濃厚である。しかし、仮に、食料品やエネルギーの価格上昇が続いたとしても、賃金などの所得が伸び悩む中では、それらは実質購買力の低下をもたらし、結局は消費財・サービス全体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、「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。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、引き続き小幅の物価下落が継続すると、年度末にかけては下げ止まり、再び水面上に浮上すると予想する。12年度を通じてのコアCPIは前年度比▲0.0%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、それら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年度を通じては前年度比0.3%の上昇にとどまるだろう。なお、国内需給の改善によって、ベース部分の物価が1%程度まで上昇するにはまだ4~5年かかるものと思われる。

**2012～13年度 日本経済見通し**  
 (前期比)

	単位	2011年度 通期	2012年度			2013年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	▲ 0.0	2.2	1.2	0.7	2.0	1.0	1.7
民間需要	%	0.6	2.3	1.1	0.3	1.9	0.8	2.4
民間最終消費支出	%	1.2	1.3	0.6	▲ 0.7	0.9	0.4	1.8
民間住宅	%	3.8	1.4	1.0	0.2	5.5	2.8	7.2
民間企業設備	%	1.1	3.8	0.9	1.2	4.9	2.3	4.7
公的需要	%	2.2	2.9	1.7	1.8	1.0	0.7	▲ 1.0
政府最終消費支出	%	1.9	1.4	0.8	0.2	0.4	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	2.9	9.6	5.6	9.3	3.3	2.5	▲ 6.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.9	11.7	11.5	11.9	13.5	13.0	13.9
輸出	%	▲ 1.4	5.6	3.4	3.0	6.0	3.0	4.2
輸入	%	5.6	6.7	3.6	3.1	4.6	2.1	3.2
内需寄与度 (前期比)	%	1.0	2.4	1.2	0.4	1.6	0.8	1.3
民間需要 ( " )	%	0.5	1.7	0.8	0.1	1.4	0.6	1.5
公的需要 ( " )	%	0.5	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	▲ 0.2
外需寄与度 ( " )	%	▲ 1.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.4
完全失業率	%	4.5	4.4	4.4	4.4	4.2	4.3	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.2	3.0	▲ 0.1	2.7	5.1	2.6	2.2
住宅着工戸数	千戸	837	901	445	456	1,025	488	538
経常収支	兆円	7.6	6.9	2.6	4.3	10.9	5.1	5.8
貿易収支	兆円	▲ 3.7	▲ 3.6	▲ 2.3	▲ 1.3	1.6	0.0	1.6
為替レート(前提)	ドル/円	79.1	79.0	79.3	78.8	80.5	79.5	81.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	114.0	117.7	117.8	117.5	122.5	120.0	125.0

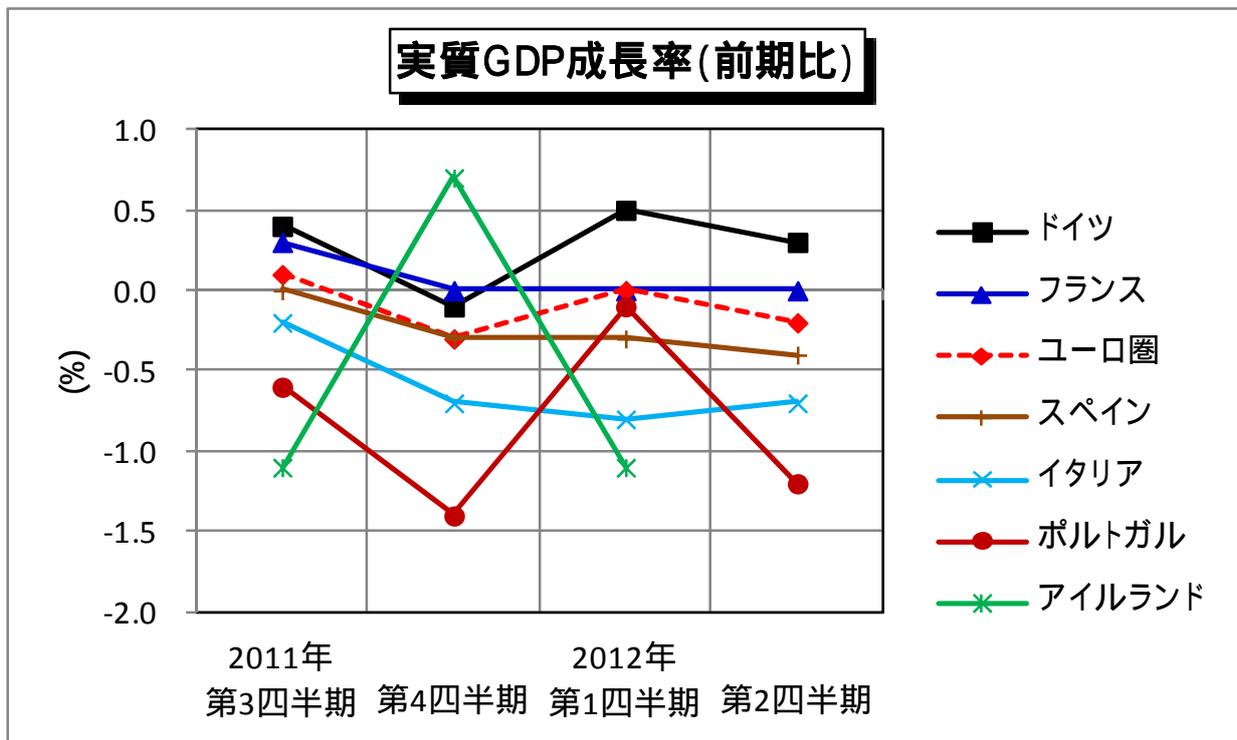
## (前年同期比)

	単位	2011年度 通期	2012年度			2013年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	▲ 2.0	1.2	1.8	0.7	1.5	0.9	2.1
実質GDP	%	▲ 0.0	2.2	2.8	1.7	2.0	1.5	2.5
民間需要	%	0.6	2.3	3.4	1.2	1.9	1.0	2.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.3	2.6	0.1	0.9	▲ 0.1	2.0
民間住宅	%	3.8	1.4	2.7	0.2	5.5	2.0	9.0
民間企業設備	%	1.1	3.8	5.7	1.9	4.9	3.4	6.3
公的需要	%	2.2	2.9	2.6	3.2	1.0	2.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.9	1.4	1.9	1.0	0.4	0.4	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.6	5.9	13.1	3.3	9.7	▲ 2.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.9	11.7	11.5	11.9	13.5	13.0	13.9
輸出	%	▲ 1.4	5.6	5.2	5.9	6.0	5.5	6.4
輸入	%	5.6	6.7	7.5	5.9	4.6	4.4	4.8

国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.2	0.0	▲ 0.3	0.3
全国消費者物価 ( " )	%	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.3	0.2	0.3
完全失業率	%	4.5	4.4	4.4	4.4	4.2	4.3	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	3.0	3.6	2.5	5.1	5.3	4.9

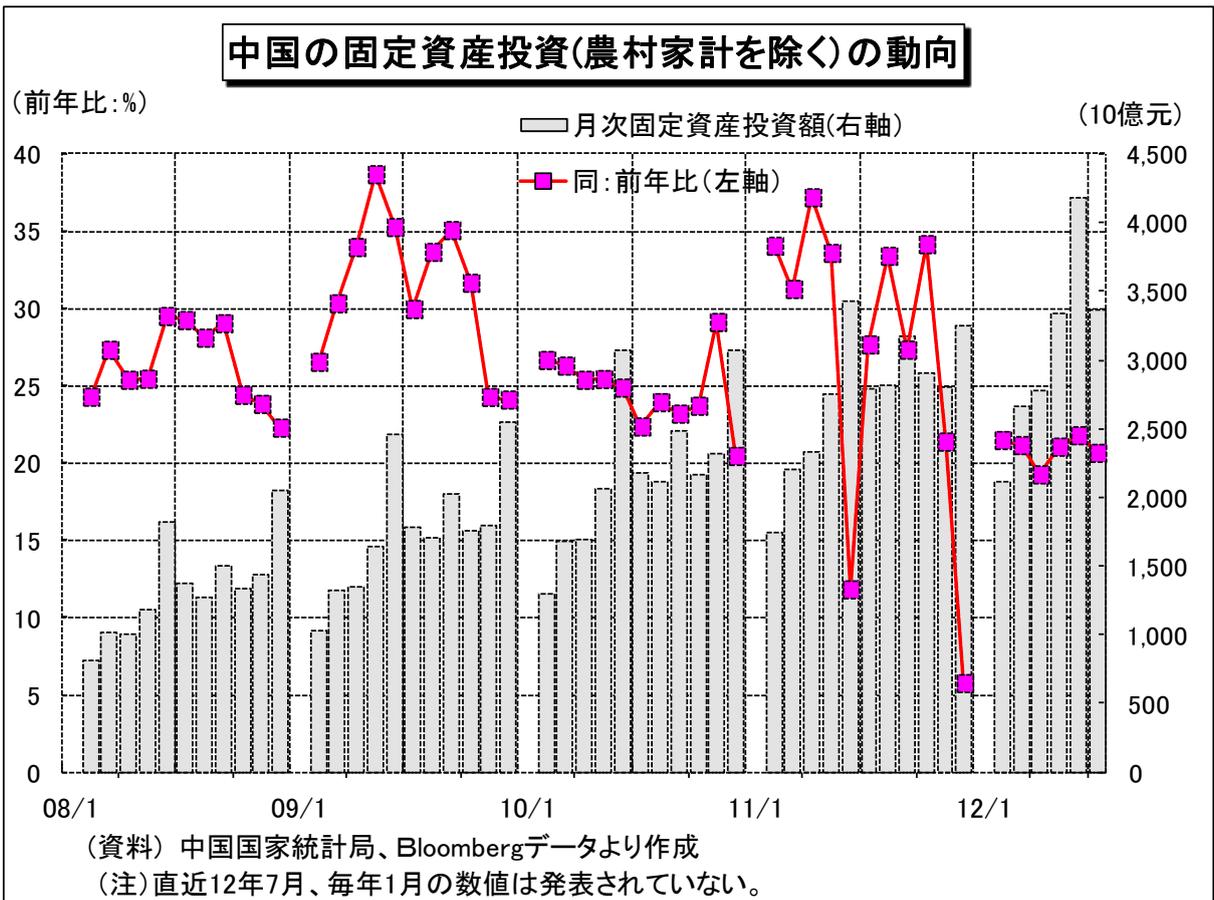
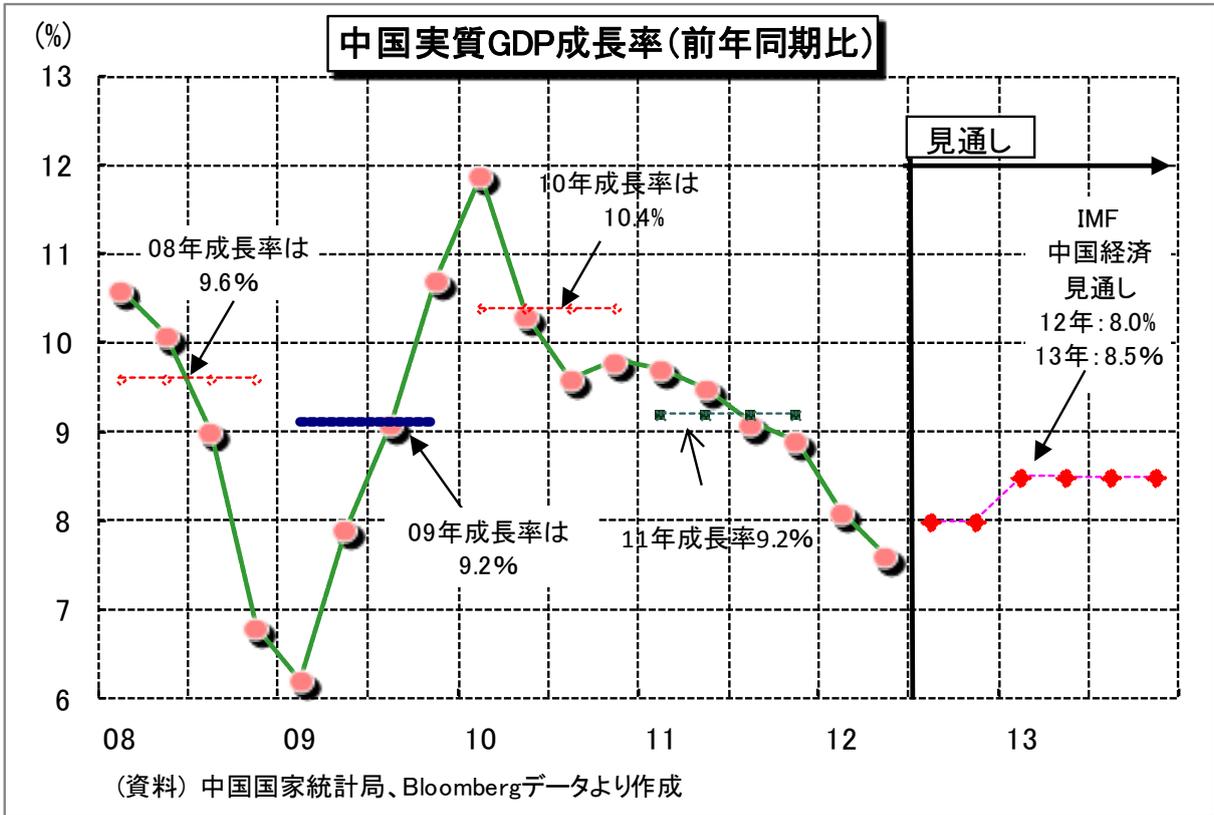
(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

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 2 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

## エネルギー・環境戦略に関する国民的議論の経過

安藤 範親

## はじめに

政府のエネルギー・環境会議は、東日本大震災における原発事故を踏まえ、エネルギー・環境戦略の見直しを進めており、6月29日に、「エネルギー・環境に関する選択肢」を決定。2030年までにどこまで原発依存度を下げ、どの程度のコストをかけて再生可能エネルギーや省エネルギーを推進するのか、10年の原発依存度約26%に対し、その依存度別に「ゼロシナリオ」、「15%シナリオ」、「20～25%シナリオ」の3案を提示した(図表1)。

その後政府は、この3つのシナリオに関して国民的議論を開始し、7月2日～8月12日に自由記載によるパブリックコメントを実施、7月14日～8月4日には全国11都市で意見聴取会を開催、さらに、政府として初めて討論型世論調査(8月4～5日)を実施した。これらの議論を踏まえ、政府は9月上旬にもエネルギー・環境戦略を決定する予定である。ここでは、これまでの議論の経過を紹介する。

## パブリックコメント(意見公募)

公募で寄せられた意見の総数は約8.9万件で、この中から約7千件を抽出し分析が行われた。その結果、90%が「ゼロシナリオ」を支持する意見となり、1%が「15%シナリオ」、3%が「20～25%シナリオ」、6%がその他だった。

一方で、意見の内容については、原発に対する反対表明が目立ち、3つのシナリオに関する原子力の安全確保や地球温暖化問題への対応、コストの抑制や電力コスト上昇に伴う産業空洞化防止などの在り方に関する言及は少なかった。

## 意見聴取会

全11回開催された意見聴取会では、意見表明を希望した1,447人(福島市開催分を除く10回)のうち、983人が「ゼロシナリオ」を支持する発言を求め、158人が「15%シナリオ」、237人が「20～25%シナリオ」、69人がその他だった。このうち聴取会で意見表明できた人数は延べ

図表1 エネルギー・環境会議が示す3つのシナリオ案 (括弧内の数値は2010年比)

評価軸	2010年	ゼロシナリオ	15%シナリオ	20～25%シナリオ	
原発依存度	約26%	0%(▲25%)	15%(▲10%)	20～25%(▲5～▲1%)	
再生可能エネルギー	約10%	35%(25%)	30%(20%)	30～25%(20～15%)	
電源構成	約63%	65%(現状程度)	55%(▲10%)	50%(▲15%)	
	火力				
	石炭	約24%	21%(▲3%)	20%(▲4%)	18%(▲6%)
	LNG	約29%	38%(9%)	29%(±0%)	27%(▲2%)
石油	約10%	6%(▲4%)	5%(▲5%)	5%(▲5%)	
発電電力量	約1.1兆kWh	約1兆kWh(▲1割)	約1兆kWh(▲1割)	約1兆kWh(▲1割)	
最終エネルギー消費	約3.9億kl	約3.0億kl(▲22%)	約3.1億kl(▲19%)	約3.1億kl(▲19%)	
化石燃料輸入額	17兆円	16兆円	16兆円	15兆円	
非化石電源比率	約37%	35%(現状程度)	45%(10%)	50%(15%)	
2030年の温室効果ガス排出量	(90年比)	▲23%	▲23%	▲25%	
発電コスト	8.6円/kWh	15.1円/kWh	14.1円/kWh	14.1円/kWh	
系統対策コスト	-	5.2兆円	3.4兆円	3.4～2.7兆円	
省エネ投資	-	約100兆円	約80兆円	約80兆円	
家庭の電気代	1万円/月	1.4～2.1万円	1.4～1.8万円	1.4～1.8万円	
実質GDP	511兆円	564～628兆円	579～634兆円	581～634兆円	

(資料) 国家戦略室、エネルギー・環境会議「エネルギー・環境に関する選択肢」

108人だった。

また、第3回目までは電力会社社員が発言者として原発推進論を展開する混乱もあり、以降は電力関係者の意見表明は認められなかった。実際の来場者数は、1,297人であった。

## 討論型世論調査

討論型世論調査は、1回限りの表面的な意見を調べる世論調査だけではなく、討論のための資料や専門家から十分な情報提供を受け、小グループと全体会議でじっくりと討論した後に、再度、調査を行って意見や態度の変化を見る調査方法である。今回は、まず無作為抽出による電話アンケート（有効回答数6,849人）を行い（T1）、次にその中から東京都港区における討論フォーラムへの参加希望者を抽出、参加を希望した約300名に対し討論資料を送付し、討論開始前にアンケートを実施（T2）、その後、20の小グループによる討論や全体会議を開催、その後再度アンケートを実施（T3）する3段階の調査が行われた。

その結果、「ゼロシナリオ」への支持が、T1の32.6%からT2で41.1%、T3で46.7%に増加した。「15%シナリオ」はT1が16.8%、T2が18.2%、T3が15.4%で推移し、「20～25%シナリオ」は全体を通して13%とほぼ変化しなかった。

参加者は、時間に余裕のある60代以上の参加が多いことや、男性の比率が高いなどの傾向はあるものの、知識を深め議論を重ねた結果、安全意識が高まり「ゼロシナリオ」を支持する人数が増加した点や、20代～30代が「ゼロシナリオ」に対して賛成する比率が相対的に低く、エネルギー使用を減らすなどのライフスタイル

の変更賛同する比率も低い結果となった点などは大変興味深い。

また調査報告書によると、議論を踏まえた上での「ゼロシナリオ」の選択者の増加は、国民が省エネをもっと行い、またライフスタイルを変え、コストが高くなっても再生可能エネルギーを推進し、発想の転換をするということを引き受ける覚悟がある、と見るべきではないかと結論づけている。

## おわりに

以上の調査からは、「ゼロシナリオ」を望む国民の割合が高いことがわかった。しかし、インターネットを利用したパブリックコメントの公募は、若者の声が多いという意見がある一方で、意見聴取会や討論型世論調査では、若者から「15%シナリオ」や「20～25%シナリオ」を支持する意見が出ているとのコメントが見られた。それぞれの調査の対象の偏向を詳しく検証したうえで、慎重に調査結果を解釈する必要があるだろう。

また、国民の意見を踏まえた上で、国家の長期エネルギー・環境戦略を作成する画期的な試みではあるが、シナリオ公表から1ヶ月の間に聴取会を開催し、2ヶ月後には結論を出すというやり方では、国民への説明不足などから議論が深められたとは考えられない。

聴取会の開催で国民の意見を聞いたというアリバイ作りと原発反対派のガス抜きのためだと捉えられたとしてもしかたがないだろう。果たして、これから発表される政府の決定では、多数寄せられた意見をどう活用するのだろうか、注目したい。

## 分析レポート

## 国内経済金融

## 団塊世代の退職金と金融機関の商品展開

多田 忠義

## はじめに

いわゆる団塊の世代（1947～49年生）が大量に退職を迎え、技術や蓄積されたノウハウの消失につながりかねないと指摘された2007年問題は、企業が定年延長を取り入れたり、再雇用を積極的に導入したりしたため、想定された事態には至らなかったと指摘されている（斎藤2012）。もっとも、60歳で定年延長や再雇用され、65歳でそれらの契約が終了するのであれば、まさに今年が2007年問題の再来を予感させよう。すでに、「2012年問題」と名付けたレポートも散見され（例えば、大嶋2012）、こういった労働力不足や技能継承を巡る問題が日本経済にどう影響を及ぼしうるか、注視していく必要がある。

このように、2000年代以降当分の間は退職者が多い状態は続くと考えられ、彼

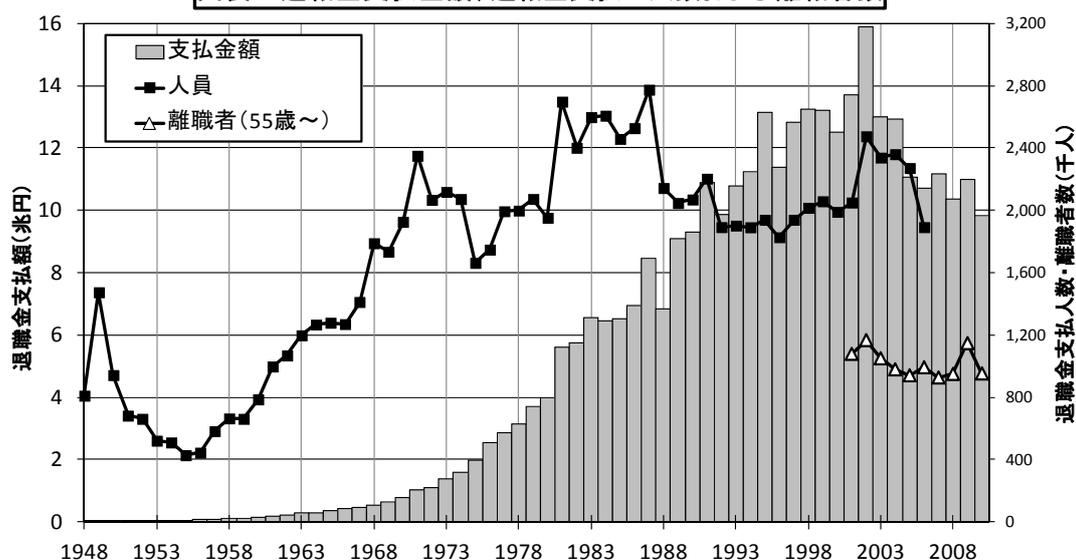
らが手にする一時金（退職金）に着目し、ビジネスチャンスが拡大しつつあるととらえる向きもある。特に、大手金融機関や地域金融機関は退職金の取り込みを強化しつつあるほか、退職後の生活資金に不安を抱える人が多いことから、退職金を資産運用の元手にする動きが05年の投信ブーム以降強まっている（青木2012）。

そこで本レポートでは、退職金の支払い実態を国税庁のデータから明らかにしたうえで、金融機関が退職金を獲得するため、どのような商品展開を行っているか、地域ごとの特徴を明らかにすることを目的とする。

## 退職所得総額:02年でピークアウト

図表1は、国税庁が公表している統計年報を参照し、退職所得の課税状況から

図表1 退職金支払金額、退職金支払い人数および離職者数



(資料) 国税庁「長期時系列データ:源泉所得税(<http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/jikeiretsu/xls/02.xls>)」、厚生労働省「雇用動向調査」から作成

注 退職金支払い人数は、2007年以降データなし。離職者は、55歳以上の男女で一般労働者(パートタイム労働者は含まず)の人数を掲載。

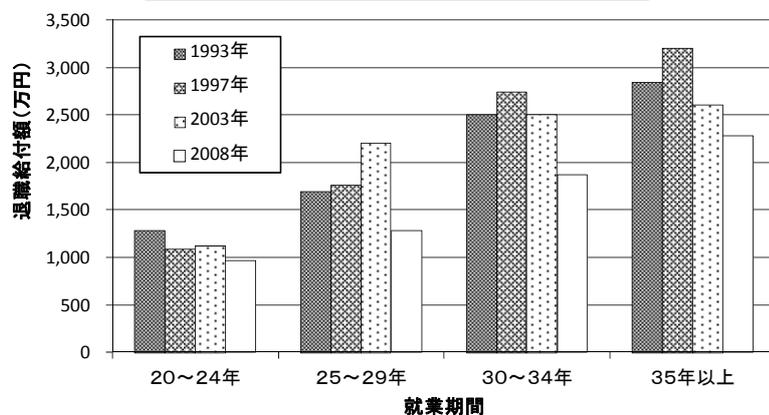
退職金の支払金額、支払人数を抽出したものである。戦後、徐々に増え始めた退職金支払金額は02年にピークを迎え、それ以降逡減傾向である。1990年代以降、データの残る06年まで、退職金支払い人数は退職金支払額とおおむね高い相関で、02年の支

払額ピークは退職金支払人数増によってもたらされたと考えられる。また、02年には、退職金にかかる税制改正（退職給与引当金、適格退職年金の廃止）が実施されたため、それによる退職金支払金額の急増につながったとも考えられる（宮澤 2010）。また、図表1では金融機関がターゲットとする退職金受給者や受給額を絞り込めない。そこで、参考となる数値として、男女55歳以上の一般労働者の離職者数も示した。リーマン・ショック等の景気後退期（09年）に会社都合・自己都合と思われる離職者の急増がみられるほかは、近年横ばいに推移しており、金融機関がターゲットとする退職金受給者は年80～100万人と推測される。

### 退職給付額の減少

続いて、退職金受給額の変化を追うため、就業期間別の退職給付額を示した（図表2）。03、08年の退職給付額は、93、97年のそれに比べ少なくなっており、退職金をめぐ

図表2 就業期間別退職給付額の推移



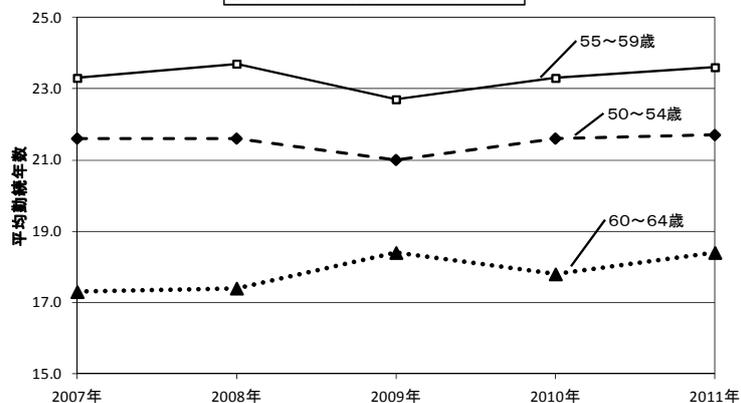
（資料）厚生労働省「就労条件総合調査」各年版  
注「退職給付額」は、各掲載年の1年間における勤続20年以上かつ年齢45歳以上の定年退職者の値である。

る制度改革によって支払金額そのものが減少傾向にあることを示している。

また例えば、団塊の世代が大学を卒業後、同一の会社に勤務し続けた場合、就業期間は37～39年に該当し、08年の調査時点でも平均2,000万円を超える退職金を受け取ることがわかる。

ただし、50～64歳の平均勤続年数を調べると、60～64歳の年齢階層が、50～54、55～59歳の階層より平均勤続年数が小さい（図表3）。もし、60歳以降も勤続する人が多ければ60～64歳の平均勤続年数は、55～59歳のそれを上回ると考えられるため、団塊の世代の多くはすでに一時退職し、第二の職場で働いていることが考えられる。

図表3 年齢階層別平均勤続年数



（資料）厚生労働省「賃金構造基本統計調査」  
注 グラフに表示のデータは、正社員・正職員でかつ、大卒・大学院卒の労働者平均である。

図表4 退職金獲得商品の販売状況(2012年6月末現在)

地域区分	都市銀行(5行)			地方銀行(64行)				第二地方銀行(42行)				総計
	機 関 数	未販売 ・未確認	販売中	機 関 数	未販売 ・未確認	販売中	過去に 販売	機 関 数	未販売 ・未確認	販売中	過去に 販売	
北海道				1			100.0%	1	100.0%			2
東北				10	10.0%	40.0%	50.0%	5		80.0%	20.0%	15
関東	4	25.0%	75.0%	9		100.0%		7	42.9%	57.1%		19
北陸・甲信越				8		87.5%	12.5%	4	50.0%	25.0%	25.0%	12
東海				7		85.7%	14.3%	6	16.7%	83.3%		13
近畿	1	0.0%	100.0%	7		100.0%		3	33.3%	66.7%		11
中国				5	20.0%	80.0%		4	50.0%	50.0%		9
四国				4		100.0%		4		100.0%		8
九州				13	15.4%	69.2%	15.4%	8	12.5%	62.5%	25.0%	21
総計	5	1	4		4	50	10		11	27	4	110
実施率			80.0%			78.1%				64.3%		

(資料) 各行Webサイトから著作作成

注 金融機関の業態区分は、金融庁公表資料に従った。各行の地域区分は、本店の所在地を基準とした。なお、地域区分は次の通り:「北海道」は北海道、「東北」は青森県、岩手県、秋田県、宮城県、山形県、福島県、「関東」は茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、「北陸・甲信越」は新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県、「東海」は岐阜県、静岡県、愛知県、三重県、「近畿」は滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県、「中国」は鳥取県、島根県、岡山県、広島県、山口県、「四国」は徳島県、香川県、愛媛県、高知県、「九州」は福岡県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県、沖縄県を指す。

## 金融機関の退職金獲得商品

次に、金融機関の業態(都市・地方・第二地方銀行)、地域ごと退職金獲得商品の取り扱い実態を明らかにしたのが図表4である。なお、本レポートにおける金融機関は都市銀行(以下、都銀)、地方銀行(以下、地銀)、第二地方銀行(以下、第二地銀)の計111行とした。

まず、業態別にみると、都銀・地銀の8割、第二地銀の6割が退職金獲得の専用商品を販売中であった。一方、過去に取り扱いのあった金融機関は東北地方に多い(5行)ことが特徴である。このうち2行は09年5月、10年6月、2行は10年度中、1行は12年5月に終了している。今次の震災による影響は否定できないものの、他地域では積極的に販売されている商品が東北で販売終了になった背景について今後さらに分析する必要がある。

一方で、第二地銀では退職金獲得商品を販売していない金融機関が他業態に比べ多いのが特徴である。ここでも地域間で差がみられ、四国ではすべての第二地銀が退職金獲得商品を販売中である一方、北海道、関東、中国地方では未販売の金融機関が半数以上である。

## 退職金獲得商品の構成

以下では、退職金獲得商品の構成はどのようなものか、地域間で比較する。図表5に取りまとめたとおり、12年6月末

図表5 退職金専用商品の構成(2012年6月末現在)

地域区分	都市銀行 (4行)	地方銀行 (50行)		第二地方銀行 (27行)		
	併売	定期預金 のみ	併売	定期預金 のみ	定期預金・ 投信セット	併売
東北		3 (30.0)	1 (10.0)	3 (60.0)		1 (20.0)
関東	3 (75.0)	6 (66.7)	3 (33.3)	3 (42.9)		1 (14.3)
北陸・甲信越		4 (50.0)	3 (37.5)	1 (25.0)		
東海		6 (85.7)		5 (83.3)		
近畿	1 (100.0)	4 (57.1)	3 (42.9)			2 (66.7)
中国		4 (80.0)		1 (25.0)	1 (25.0)	
四国		4 (100.0)		2 (50.0)		2 (50.0)
九州		4 (30.8)	5 (38.5)	3 (37.5)		2 (25.0)
総計	4	35	15	18	1	8

(資料) 各行Webサイトから著作作成

注 「併売」とは、定期預金、定期預金・投信(または外貨定期)セットの商品のいずれも展開することを指す。( )の数字は、地域区分ごとに、都市銀、地銀、第二地銀別の商品取り扱いシェア[%]を示した。例えば東北には地銀が10行あり、うち3行が円定期のみを取り扱っているため30.0となる。

現在で退職金獲得に関する商品を取り扱う 81 行すべてが円建ての定期預金（以下、定期預金）を取り入れている。定期預金のみの取り扱いは、どの地域でも広く取り扱いがあるが、定期預金・投信を併売する金融機関数が地域によって異なる。特に、近畿で地銀、第二地銀とも併売する傾向が強く、中国地方は定期預金のみの金融機関がほとんどである。

### 定期預金の預入期間

続いて、退職金専用の定期預金の商品特性を地域間で比較する。図表 6 は、定期預金のみ、定期預金・投信セット別に、預入期間の分布を示したものである。

定期預金のみの場合、3 ヶ月預入が大多数で採用されているが、中国地方ではより長期の預入、近畿や四国地方では 1 ヶ月程度の超短期預入の商品展開となっている。また、都銀、地銀は 3 ヶ月～1 年に商品が集中するのに対し、第二地銀では 2 年以上の商品展開がみられるのも特徴である。

定期預金・投信セットでは、3、6 ヶ月か 1 年の預入期間に限られ、ほとんどの商品が 3 ヶ月で展開されている。事例は限られるものの、東北、北陸・甲信越、四国、九州地方では 6 ヶ月や 1 年の預入の商品を展開する傾向がある。

### おわりに

今後、ますます高まることが予想される団塊世代の資産運用ニーズに対し、金融機関は多様な商品構成を

展開している。一方で、その取り組みは地域差があり、退職金の預入商品の競争状態は地域間で大きく異なることが明らかになった。今後の退職金獲得戦略を見通す上で本レポートは、退職金支払金額は減少傾向にあること、退職する時期（ライフコース）が多様であること、これら 2 点を踏まえるべきと指摘したい。

### 参考文献

- 青木美香（2012）「60 代に入りリスク資産投資に向かう団塊世代」三井住友信託銀行調査月報 2012 年 8 月号。
- 大嶋寧子（2012）「労働市場の 2012 年問題—団塊世代の本格退職の影響—」、みずほリサーチ 2012 年 1 月号 p8-9。
- 斎藤太郎（2012）「団塊世代の退職による労働市場への影響」、NLI Research Institute REPORT 2012 年 5 月号 p4-10。
- 宮澤健介（2010）「税制及び退職金・企業年金制度とその経済学的含意」日本労働研究雑誌 No. 605 p76-93。

図表6 退職金専用定期預金・投信セットの定期預金の預入期間

	機関数	定期預金 (n=80)										機関数	定期預金・投信セット (n=28)				
		1M	2M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	3M		6M	1Y			
銀都 行市	関東	3			3								3	2			
	近畿	1				1							1	1			
地方 銀行	東北	4	1		4	1	1						1				1
	関東	9			9	3	2						3	3			
	北陸・甲信越	7			6	1	1						3	2	2	1	
	東海	6			4	3	4										
	近畿	7	1	1	4	1	2						3	3			
	中国	4			2	2	2			2							
	四国	4	2		2	1	3			1							
	九州	9			8	3	3						5	5	3		
		50	4	1	39	15	18		3			15	13	5	2		
第二 地方 銀行	東北	4			4	2						1	1	1	1		
	関東	4			3	2	1	1					1	1	1		
	北陸・甲信越	1			1												
	東海	5	1		4	4	2		2			1	2	2	1		
	近畿	2	1		2	2							2	2	1		
	中国	1						1	1	1	1	1	1	1			
四国	4	2		4	1	3	1					2	2	1	1		
九州	5			5	1	3			1			2		2			
		26	4		23	12	10	3	4	1	4	9	7	6	2		
総計		80	8	1	65	28	28	3	7	1	4	28	23	11	4		

(資料) 各行Webサイトから著者作成

## 連 載

## 経済金融用語の基礎知識 &lt;第 17 回&gt;

## 国際的な短期金利の指標 LIBOR

安藤 範親

## はじめに

6月27日、英大手銀行バークレイズに対し、2.9億ポンド（約360億円）という巨額の課徴金が課された。短期金利の国際的な指標であるロンドン銀行間取引金利（London Interbank Offered Rate：LIBOR、ライボア）を不正操作したことが理由である。これを機に、LIBORへの信頼性が失われたとされているが、このLIBORとは、いったいどのようなものなのだろうか。

## LIBORとは

LIBORは、ロンドン金融市場いわゆる「シティ」で銀行同士が資金を融通しあうための取引市場での貸し手金利のことである。英国銀行協会により、予め定められた代表的な複数銀行の提示する午前11時現在の金利が集計され、毎営業日の午前11時半頃に発表されている。

世界の主要銀行が取引するロンドン金融市場では、LIBORが米国ドル、日本円、ユーロなど10通貨別に取り扱われており、様々な期間の金利（1週間、1ヶ月、3ヶ月など）で集計されている（図表1）。

日本でも東京銀行間取引金利（TIBOR、タイボア）という基準がある。各行の提示値を基に全国銀行協会が公表しており、金融機関が短期資金の貸し借りを行う無担保コール市場の実勢を反映した日本円TIBORと、オフショア市場の実態を反映したユーロ円TIBORがある。

## 影響力

LIBORは、国際金融取引における基準

金利として英国外でも使用されており、国際的な企業向け融資や、固定金利と変動金利を交換する金利スワップなどの基準金利として、また、変動金利型の住宅ローンなど、さまざまな金融商品の利回り算出に使われている。その他にも、企業の社債発行時の基準金利として、また、投資信託等で短期金利を上回ることを運用目標とする際のベンチマークとしても用いられている。

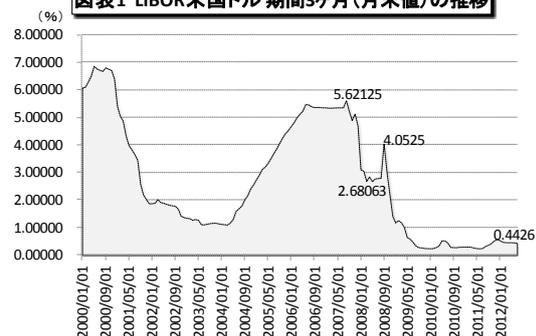
以上のように、LIBORの値動きによって、ローンの返済金利など世界中のあらゆる種類の金利が変わってしまうほどに、その影響力の裾野は広い。

## おわりに

バークレイズは、07年の世界金融危機以前は、高めの金利の報告で利ザヤを得ていたという疑いが、さらに危機発生後は、低めの金利を報告することで、低利の資金調達を行っていた疑いがもたれている。

全世界でLIBORに関連した取引の規模は300兆ドル（約2.4京円）以上とも言われており、不正操作の影響は計り知れない。この問題は、金融市場の信頼を損ないかねず、世界の基準金利としての信用を取り戻すためにも、透明性と信頼性を高める改革が急務であろう。

図表1 LIBOR米国ドル 期間3ヶ月(月末値)の推移



(資料) Bloombergより農中総研作成

## 連載

## 新興国ウォッチ！ &lt;第4回&gt;

## 為替制度(4):アルゼンチンのカレンシー・ボード制

多田 忠義

## アルゼンチンにおける為替制度

アルゼンチンがカレンシー・ボード制を採用したのは1991年4月である。慢性的な放漫財政の結果、同国では1990年に年率1,344%というハイパー・インフレが発生したことから、インフレ抑制などを目的にカレンシー・ボード制に移行した。

この制度は、1米ドル=1ペソでの兌換保証、外貨準備によるマネタリー・ベースの裏付けなど、カレンシー・ボード制の特徴を有する一方、外貨準備の3分の1を上限に外貨建て国債による保有が認められたほか、中央銀行が存在し、金融政策の裁量性（レポ取引、準備率操作など）が残された点など、カレンシー・ボード制の機能を低下させかねない問題を抱えていた。

## カレンシー・ボード制の機能不全

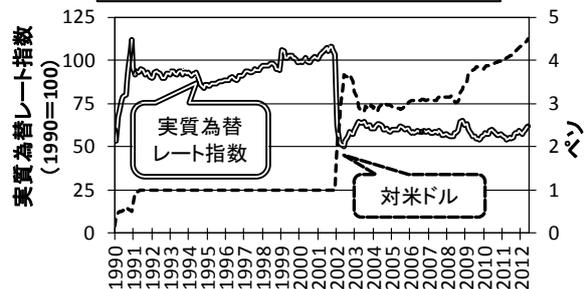
同国のカレンシー・ボード制は①～③の理由から信認を次第に低下させ、機能不全に陥った。そして、2002年1月に通貨危機が発生し、翌2月には変動相場制へ移行することとなる。

- ① アルゼンチンの物価上昇が米国のそれに比べ低位に推移し、ペソが米ドルに対して過大評価されたため（図表1）
- ② 輸出相手国（ブラジルなど）が通貨危機に陥り、ドルペッグを放棄した結果、ペソが割高となり、アルゼンチンの経常収支が赤字に転落したため（図表2）
- ③ 財政・経常赤字をファイナンスするため、外貨建ての国債を発行し、対外債務が増加し続けたため（図表3）

## カレンシー・ボード制の限界

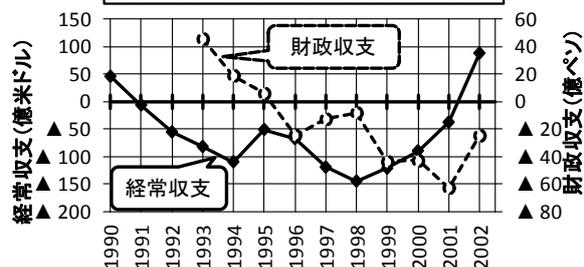
この制度は急激なインフレを防ぎつつ、主要通貨にペッグさせることで通貨価値を安定させてきた。香港（連載第3回）とアルゼンチンの事例は、この制度を継続する条件として財政の健全性、経常収支の安定化などが挙げられる。金融政策を基軸通貨にゆだねることとなるこの制度は、通貨アタックを抑制できるものの、ひとたび他国で為替制度が変更されたり通貨危機が発生したりすると、その影響を軽減できない場合があることを考慮する必要があるだろう。

図表1 対米ドルレートと実質為替レート指数



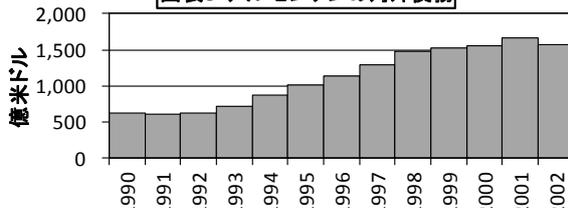
(資料) Datastreamより著者作成 (注) 実質為替レート指数は、JP MORGAN TRADE WEIGHTED INDEX ARGENTINA, REAL, BROAD BASISを用いた。

図表2 アルゼンチンの経常収支と財政収支



(資料) アルゼンチン経済財務省、世界銀行

図表3 アルゼンチンの対外債務



(資料) ECLAC Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean 2010  
http://websie.eclac.cl/anuario\_estadistico/anuario\_2010/eng/index.asp