潮　流

割れる専門家の見解と調査

常任顧問　田中　久義

衆議院が解散されて選挙モードが高まるにつれて、政党間での政策論争がにぎやかになってきた。さまざまな論点が提起される中、「失われた 20 年」と呼ばれる低迷からいかに日本経済を脱却させるかについて、これまでにない論戦が繰り広げられている。

ある党首は、現在の金融政策が手ぬるいとして日銀法の改正をちらつかせながら、建設国債の引き受けを含む大胆な緩和政策の実施を主張していると伝えられている。これについての経済の専門家であるエコノミストの見解は賛否両論に分かれ、それぞれが学者を含めて固有名詞で報じられている。

もうひとつ専門家の見解が割れているものが昨年の大災害・大事故以降身近な問題となった原子力発電をめぐる新たな問題である。発電所が活断層の上にあるかどうかについて、地震学や地質学そして土木工学の専門家が活断層派と地滑り痕跡派に分かれたため、結論は先送りされてしまった。活断層や地滑りには学問的な定義があろうが、目の前にある地層の状況が定義と合致しているかどうかの判定で意見が割れたようである。昨年の災害時以降に地に落ちた観のある専門家の権威がさらに失われそうな状況である。

ところで、金融緩和に関連して専門家の見解が分かれる経済学の基本的な問題のひとつに、貯蓄と投資の関係がある。マクロ経済の基本式である GNP の定義式から導き出される式のひとつに『貯蓄＝投資』があるが、多くの教科書ではこれを『貯蓄→投資』、つまり貯蓄から投資にお金が流れると説明している。この見解では、これにもうひとつの貯蓄の定義である『所得－消費＝貯蓄』をあわせ、社会の全員が節約して貯蓄に励めば、それが投資につながって経済の拡大に寄与すると主張する。つまり、現在の低迷状態からの脱出するためには、かつてのように貯蓄を増強することから行うべしというのである。

しかし、もうひとつの立場はそれが実行不可能であるという。社会全体の人が貯蓄に励むことは消費が減少することを意味するため、結果として全体としての経済規模は縮小してしまう。この立場では、貯蓄と投資の関係を『投資→貯蓄』と考え、投資の原資となるお金を供給するのが金融機関の貸し付けすなわち信用創造だと主張する。したがって低迷からの脱出策としては、投資による資金需要の増加策が必要だというのである。

これらの違いは国債の役割論にも波及する。多くの専門家は国債が国の借金であるから「孫子の世代に残すな」と主張する。そのための対策が増税や政府の歳出削減であるとされ、これを根拠に消費税増税のための法改正が行われた。

しかし、『投資→貯蓄』の立場では、発行された国債で調達された資金のうち政府の投資に回った部分は社会資本になるうえ、国債を保有する立場からみればそれは金融資産なのだから、孫子の世代に残るのは金融資産だという。この立場から提起される財政改善策は、政府の負債である国債と民間の金融資産の相殺手段の拡充であり、相続税の引き上げなどがそれにあたるとされる。

専門家の見解の基本的な違いは遠い世界の問題であるようでいて、実はわれわれの生活に身近な影響を及ぼすことが多い。とすれば、理論と実態の間で調査を担当する者として、特に専門家が不得手である実務に則して理論を検証することができる立場にいる者として、異なる見解を的確に理解して整理し、正確な情報として提供する役割の重さを肝に銘じておきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

年内はマイナス成長が残るが、来年は景気持ち直しへ

～金融資本市場は次期政権の経済政策に注視～

南　武志

要旨

世界経済の減速傾向に加え、今秋以降の日中関係の冷え込みやエコカー購入補助金の終了などに伴って、国内景気の悪化傾向は鮮明となっている。実際、7～9 月期の実質成長率は前期比年率▲3.9%と大幅マイナスとなり、日本経済がすでに景気後退入りしていた可能性が再確認された。ただし、先行きについては、年内はマイナス成長が残ると思われるが、13 年年明け以降は海外経済の持ち直しや民間消費の調整一巡などから、弱いながらもプラス成長に戻ると予想している。

そうした中、野田首相は衆院を解散したが、金融資本市場では早くも総選挙後の政権交代の可能性を探る動きを始めている。仮に政権交代が実現すれば、日本銀行の金融政策に対してこれまで以上の緩和努力が求められると思われる。また、14 年度からの消費税増税を前に、景気底上げやデフレ脱却に向けた財政政策への注目も高まるだろう。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2012年		2013年		
			11月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.082	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.318	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	(%)	0.735	0.65～0.90	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.10
	5年債	(%)	0.180	0.10～0.25	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30
為替レート	対ドル	(円/ドル)	82.2	78～88	80～90	80～90	82～92
	対ユーロ	(円/ユーロ)	106.6	95～115	95～115	95～115	95～120
日経平均株価		(円)	9,388	9,500±500	9,500±750	9,750±1,000	10,000±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11月26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

夏から秋にかけて国内景気の停滞感が強まっていたが、特に 9 月のエコカー購入補助金の終了で自動車販売が激減したこと、さらに日中関係の冷え込みを背景として中国向け輸出が落ち込んだことにより、景気悪化傾向は一段と強まった。11 月 12 日に発表された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報（1 次 QE）でも、輸出や民間消費の大幅減により、実質成長率が前期比年率▲3.5%の大幅マイナスとなったことが明らかとなるなど、景気はすでに後退局面に入っていた可能性を改めて認識させられる内容であった。さらに、10 月の貿易統計においても、欧州・中国向けの輸出を中心に大幅減が続くなど、足元の景気は依然として悪化傾向にあると判断せざるを得ない状況である。

こうした中、野田首相は、「社会保障と税の一体改革」関連法案の成立のために

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

自公両党と約束した衆議院解散に踏み切った。最近では内閣支持率が 2 割近くまで落ち込んでいることもあり、総選挙後の政権交代を予想する意見が多く、安倍自民党総裁の一連の金融政策を巡る発言などへの注目度が高まっている。具体的には、日本銀行法改正も視野に、物価上昇率が 2%に到達するまで日銀が無制限の金融緩和策を採用するよう要請する方針などを示している。加えて、10 年間で 200 兆円のインフラ整備を行う国土強靭化計画や、13 年度にかけてデフレ脱却に向けた動きが見えない場合には 14 年度の消費税増税を延期する可能性を示唆するなど、政権交代の暁には積極的な金融財政政策を講じることを主張している。

もちろん、野田政権としても景気悪化への対応策として緊急経済対策の策定を 11 月末までに行うこととしているが、財源は予備費などに限定されることもあり、10 月中に取り纏められたものと合わせても、小規模なものに留まる。

景気の先行きについては、足元で弱含む消費や輸出が今後どの程度まで悪化するかが焦点であるが、落ち込み方が激しかったのは 9～10 月であり、それ以降の調整幅はさほど大きくないと予想する。なお、既に中国経済には持ち直しの動きが始まっており、日中関係の改善は当面見込めないとしても、対中輸出は早晩下げ止まると見られる。また、自動車販売もさらに悪化する状況にはない。それゆえ、10～12 月期まではマイナス成長が続くが、13 年年明け以降は弱いながらもプラス成長に戻るものと思われる。(当総研の経済見通しについては、後掲レポートをご参照ください)。

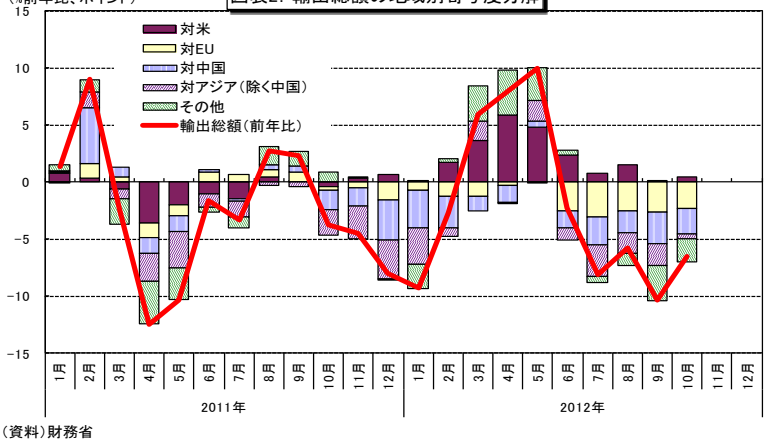
一方、物価動向に関しては、電気料金・ガソリンなどといったエネルギー関連での値上がり傾向が残っているが、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。その結果、全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は 5 月以降、小幅ながらも前年比下落での推移となっている。

先行きも電気料金・石油製品などエネルギー価格が上昇すると見られるほか、世界的な穀物価格高騰の影響が食料品価格の押し上げにつながる可能性もあるが、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は続く可能性が高いだろう。日本銀行が目指すとしている「1%の物価上昇率」の実現は依然見通せる状況にない。

金融政策:現状と見通し

これまで述べたように、13 年度に向けて国内景気・物価情勢は楽観視できる状況にはないが、政府は消費税増税を実施する 14 年 4 月までになんとしても景気の底上げやデフレ脱却を実現させたいこと

図表2. 輸出総額の地域別寄与度分解



(資料)財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

もあり、日銀に対して追加緩和への期待感を露わにしている。そうした動きもあり、日銀は 9 月に続き、10 月 30 日の金融政策決定会合において、資産買入等基金を 11 兆円程度増額すること（総額は 91 兆円へ）を決定した（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。同時に、政府と日銀の連名（前原経財相、城島財務相、白川日銀総裁）で、「デフレ脱却に向けた取組について」という文書を発表している。

ただし、緩和策の細部を見ると、約 5 兆円増額する増額の長期国債の買入れがスタートするのは 13 年 1 月であるなど、雇用環境の改善が明確化するまで毎月 400 億ドル（約 3.1 兆円）の MBS（住宅ローン担保証券）を無制限で購入し続けるといった量的緩和策第 3 弾（QE3）をすでに開始している米連邦準備制度（FRB）と比較すると、日銀が相対的に消極的な姿勢を続けている印象は否めない。

今後の金融政策としては、最新の「展望レポート」においても、14 年度の消費者物価上昇率（コア）見通しが、当面の物価目標として設定した「消費者物価上昇率 1%」に到達しないとの予想となっていることもあり、一段の緩和措置を検討・実施していかざるを得ないだろう。その際の追加緩和の中身としては、資産買入等基金の増額が柱になると思われるが、米国 QE3 のようなオープンエンド型（あらかじめ額や期間を定めず、政策目標が達成されるまで無制限で実施）の緩和策も検討の余地があるだろう。また、政策金利をゼロにさらに近付ける努力（超過準備に対する付利の撤廃もしくは切下げ、固定金利オペでの適用利率の引下げ）もまた、引き続き検討課題であろう。

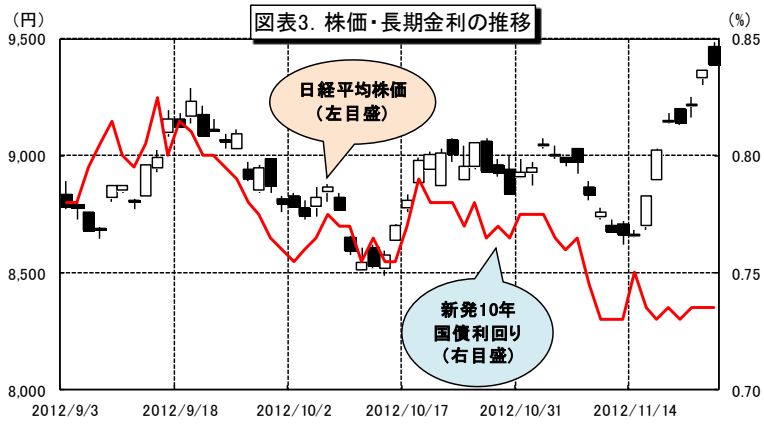
なお、総選挙後に政権復帰する可能性が囁かれている自民党では 2%の物価上昇を目指す意向を政権公約に掲げているほか、13 年 3～4 月にかけて日銀総裁・副総裁の任期切れが待ち構えている。総選挙の結果次第では、金融政策の運営方針が大きく変わる可能性もあるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州中央銀行（ECB）が条件付きながらも財政悪化国の国債購入策の表明した後、過度なリスク回避的な行動が弱まり、落ち着いた動きを続けている。そうした中、総選挙後の経済政策に対する思惑から、円高修正の動きが強まっており、それに連れて株価の持ち直しも見られている。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

① 債券市場

内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」的な行動、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくさ



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

れるとの思惑なども手伝って、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は半年以上も1%割れの状態が続いている。特に、9 月下旬以降は0.8%割れが常態化している。

先行きについても、中国向け輸出の不振もあり、景気停滞が長期化するとの予想が高まっていること、日銀による大量の国債買入れや一段の緩和観測などが長期金利の低下圧力として働くと思われるが、一方で総選挙後に発足する新政権がデフレ脱却に向けた財政出動や消費税増税の延期などに着手すれば、金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

株式市場では、9 月の先進国・地域の中央銀行による追加緩和決定などを受けて、株価（日経平均株価）が一時上昇するなど、リスク・オンの動きが復活したかに見えた。しかし、その後は国際通貨基金が公表した世界経済見通しに代表されるように、世界経済の先行き悪化懸念が重石となり、10 月中旬にかけて調整するなど、景気指標に一喜一憂しながら、9,000 円前後でもみ合うという展開が続けた。一方、11 月中旬以降は政権交代への思惑から為替レートが円安方向に振れたことを好感し、株価は約 6 ヶ月半ぶりに一時 9,400 円台まで回復している。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題などの影響を受けると思われるが、円安の流れが本格的なものとなり、かつ大規模な経済対策の実現可能性が高まれば、株価も上昇傾向を続ける可能性がある。ただし、日中関係の悪化が長期化することへの懸念があるほか、想定される内外経済の回復テンポはそれほど高くないこと、財政規律に対する懸念が「悪い金利上昇」につながる警戒感もあることから、一方的な株価上昇というわけにはいかないだろう。

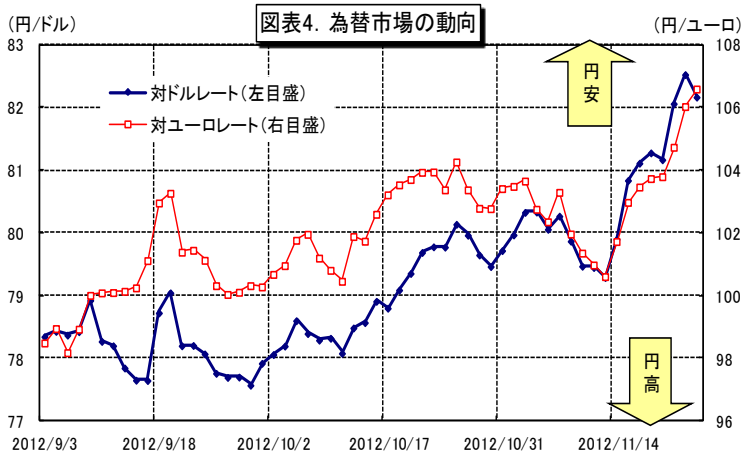
③ 外国為替市場

ECB による国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑、さらには日本の貿易赤字の定着予想などから、為替レートは円高修正の動きが強まっていた。こうしたなか、解散が決まった 11 月中旬以降、総選挙後に発足する新政権の経済政策への期待感が一段と円安を加速させた。その結果、対ドルでは 82 円台、対ユーロでは 106 円台と、いずれも 7 ヶ月ぶりの円安水準となっている。

先行きについては、総選挙の結果次第といえるが、仮に政権交代が実現し、公約に掲げられた大胆な金融政策への転換が実現するとの思惑が強まれば、リーマン・ショック以降 4 年以上も続いた円高局面からの転換も十分ありうるだろう。ただし、世界経済・金融面で不透明感が高い状況はしばらく続くとみられることから、一時的に円高圧力が強まる場面も想定すべきであろう。

（2012.11.26 現在）

図表4. 為替市場の動向



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

不透明感が続くものの、底堅く推移する米国経済

木村　俊文

要旨

米国経済は、10月最終週に東海岸に襲来したハリケーン「サンディ」の影響で消費や生産など一時的に悪化する経済指標が散見されるものの、総じてみれば底堅く推移している。

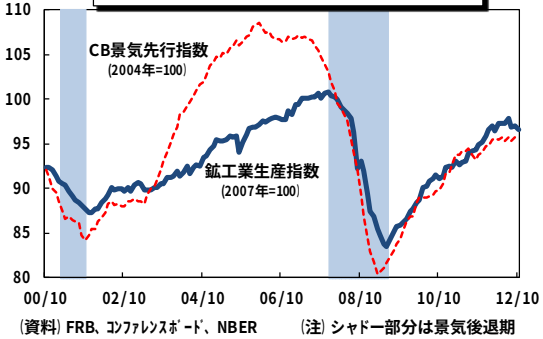
ただし、足元では失業率が 7%台後半に低下したとはいえ、依然として雇用･所得環境の改善の動きが弱いほか、オバマ大統領が再選され、ねじれ議会の継続となったことを受けて「財政の崖」など米国の財政問題に対する懸念が強まっている。

経済指標は一部弱含み

最近発表された米経済指標に基づき、足元の動きを見ると、雇用関連では、10月の雇用統計で、非農業部門雇用者数が前月差 17.1 万人増となったほか、8 月分（14.2 万人→19.2 万人）、9 月分（11.4 万人→14.8 万人）についても増加幅が上方修正され、改善の動きを示している。

一方、失業率は 7.9%と求職者の増加により 0.1 ポイント悪化した。また、時間当たり賃金は前年比 1.1%と、過去最低の伸び（1.3%）を更新した。さらに、新規失業保険週間申請件数は、11 月第 2 週に 45.1 万件（前週は 36.1 万件）と急増し、翌週も 41.0 万件と高水準が続いている。これはハリケーン「サンディ」の影響で遅れていた申請が一気に行われたと考えられ、今後発表される失業率等の統計にも影響が出る可能性がある。

図表1　米国の鉱工業生産と景気先行指数



（資料）FRB、ｺﾝﾌｧﾚﾝｽﾎﾞｰﾄﾞ、NBER　（注）シャドー部分は景気後退期

個人消費は、10 月の小売売上高が前月比▲0.3%と 4 ヶ月ぶりに減少した。内訳では、食料品やガソリン販売が好調さを維持したものの、自動車販売（同▲1.5%）が大きく落ち込むなどハリケーンの影響が出たほか、家電製品や無店舗販売なども減少に転じており、米アップル社 の多機能携帯端末（iPhone5）の発売で前月に売上高が押し上げられた反動も見られた。

ただし、11 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、確定値）は 82.7 と 3 ヶ月連続で上昇し、約 5 年ぶりの水準まで回復しており、年末商戦に向けて消費復調の可能性もある。

企業部門では、10 月の鉱工業生産が前月比▲0.4%と 2 ヶ月ぶりに低下した（図表１）。FRB によれば、ハリケーンの影響で生産活動が 1.0%ポイント近く下押しされ、製造業（同▲0.9%）はハリケーンの影響を除いても概ね横ばいとの見方を示している。内訳を見ると、電気・ガスをはじめ、一般機械や電気機械、コンピューター関連など幅広い分野で生産の減少につながった。

住宅関連では、10 月の住宅着工件数（季調済･年率換算）が 89.4 万件と前月（86.3 万件）を上回り、08 年 7 月以来 4 年 3 ヶ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

月ぶりの水準まで回復した。一方、先行指標となる着工許可件数は、86.6万件と前月（89.0万件）を下回ったものの、持ち直し傾向が続いている。

米議会は「ねじれ」継続

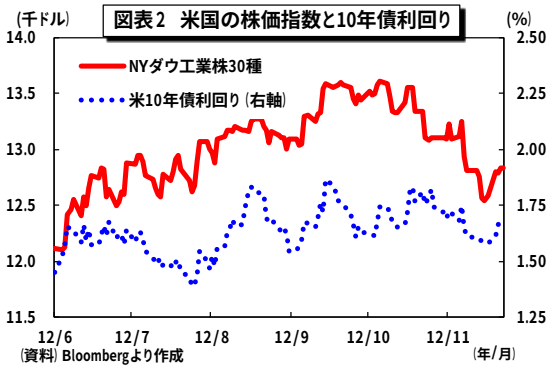
11月6日に行われた米大統領選では、オバマ大統領の再選が決まった。また、同時に行われた米議会選では、上院では民主党が、下院では共和党が過半を占める「ねじれ議会」の維持も決まった。こうした状況下で「財政の崖」回避策が審議されることになるが、引き続きねじれ議会の構図が変わらないことから、与野党対立は避けられず交渉は難航する可能性が高い。ただし、11月16日に行われた大統領と与野党の議会指導者による協議では、会合後に両党幹部がともに「建設的な内容だった」と評価し、今後の話し合いが進展する兆候が示された。

一方、10月末の米国政府の債務残高が16.26兆ドル（約1,300兆円）に達し、法定上限の16.39兆ドルに迫っていることから、米議会は債務上限の引き上げについても早期に合意する必要がある。

こうした財政面での問題について、米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長は、11月20日の講演で、「財政均衡が長期的な課題とするも、短期的には議会の対応能力に対する『不透明感』が存在し、それがすでに民間の支出や投資決定に影響しているほか、金融市場における警戒感の高まりの一因となっており、経済全体に悪影響を与えている」と指摘するとともに、財政の崖を回避できなければ「米経済は再び景気後退に陥る恐れがある」と改めて警告した。

なお、11月は連邦公開市場委員会（FOMC）の開催予定はないが、次回会合（12月11～12日）では、ツイストオペが12月末に期限を迎えることから、米国債購入など追加緩和策が検討される可能性が高い。

図表2　米国の株価指数と10年債利回り



(資料) Bloombergより作成

米金融市場は「財政の崖」に一喜一憂

米国の長期金利（10年債利回り）は、欧州債務問題に対する懸念が根強いなか、オバマ大統領の再選を受けFRBによる緩和策が続くとの見方が強まったほか、「ねじれ議会」が継続することとなったため財政問題対応への不透明感が強まり、11月中旬に1.58%と9月初旬以来約2ヶ月ぶりの水準に低下した（図表2）。しかし、財政問題をめぐるオバマ大統領と米議会指導者との協議後は楽観的な見方が広まり、1.6%台に上昇した。先行きも米長期金利は、欧州債務問題に対する懸念や米緩和政策の長期化見通しなどから引き続き低水準で推移するだろう。

また、株式相場も大統領・議会選後は急落し、ダウ工業株30種平均は11月中旬に一時1万2,542ドルと6月下旬以来約5ヶ月ぶりの安値となった。しかし、その後は、財政問題に対する楽観的な見方から反発し、このところは1万2,700～1万2,800ドル台で推移している。米株式市場は、財政問題をめぐる米議会審議に一喜一憂しながらも、下値の堅い展開が続くと予想される。（12.11.22現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

過小評価されてきた？緊縮財政の負の影響

～IMF の問題提起は支援策の見直しに結びつくのか～

山口　勝義

要旨

IMF は緊縮財政による経済成長への負の影響が増大している可能性を指摘したが、ユーロ圏では引続き財政改革を優先する立場を変えていない。しかし、厳しい環境下で、今後はより経済成長に配慮した柔軟な政策運営が迫られることになるのではないかと考えられる。

はじめに

ユーロ圏では、各国での緊縮財政による内需の抑制や、依然として脆弱な金融機能、債務危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費行動の保守化等により、経済成長の停滞が継続している。直近では、2012 年第 3 四半期（7～9 月期）の実質 GDP 成長率が前期比▲0.1%と 2 期連続のマイナスとなったほか（図表 1）、9 月の失業率は 1995 年の統計開始以来の最高値である 11.6%（25 歳未満の若年層では 23.3%）となっている。

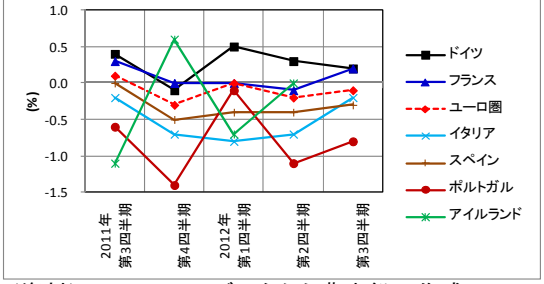
特に財政改革が強く求められている国々の情勢は厳しく、例えばギリシャでは、国際通貨基金（IMF）による実質 GDP 成長率予測値はこれまで相次いで、かつ大幅に引き下げられてきている（図表 2）。

こうしたなか、減速化する世界経済等への危機感を強めた IMF は、2011 年 9 月には、財政に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考え方を示した。その後 2012 年 6 月には、欧州連合（EU）首脳会議は、前月のフランスにおける左派政権の成立を契機として経済成長にかかる戦略を具体化した。

さらに 2012 年 10 月に、IMF が緊縮財政が経済成長に及ぼす負の影響の程度が最近の環境下では増大している可能性があると指摘し、大きな注目を集めた。

本稿では、財政改革と経済成長にかかる考え方を確認しつつ、ユーロ圏が当面する課題を考察することとしたい。

図表1 実質GDP成長率（前期比）



（資料） Eurostat のデータから農中総研作成。
（注） アイルランドは 2012 年第 3 四半期のデータは未公表。ギリシャは前期比データは公表していない。

図表2 IMFによるギリシャの実質GDP成長率予測（前年比）

（単位：%）

	2011年	2012年	2013年
当初金融支援開始時（2010年5月）	▲2.6	1.1	2.1
第1回検証時（2010年9月）	▲2.6	1.1	2.1
第2回検証時（2010年12月）	▲3.0	1.1	2.1
第3回検証時（2011年3月）	▲3.0	1.1	2.1
第4回検証時（2011年7月）	▲3.9	0.6	2.1
第5回検証時（2011年12月）	▲6.0	▲3.0	0.3
追加金融支援開始時（2012年3月）	▲6.9（実績）	▲4.8	0.0

（資料） 参考文献①～⑦から、農中総研作成。
（注）「検証」は、金融支援の分割実行に先立つ財政改革等の進捗状況の検証作業を意味する。なお、網掛け部分は、前回比下方修正された箇所を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

IMF による緊縮財政にかかる問題提起

48 年ぶりに日本開催となった IMF・世界銀行の年次総会に合わせ、本年 10 月には東京で様々なセミナーやイベントが実施された。それらの中でもマクロ経済の視点から特に注目されたのは、IMF が緊縮財政による経済成長への負の影響が最近の環境下では増大している可能性があることを指摘した「世界経済見通し(WEO)」（参考文献⑧）の発表であった。

財政支出を変化させた場合に国民所得がその何倍変化するかを示す概念として、財政乗数がある。上記の発表において、IMF のブランシャール経済顧問兼調査局長は次の説明を行った。

・世界 28 ヶ国について 2010 年から 2011 年にかけての実質 GDP 成長率の予測誤差と財政緊縮規模のデータを使用して分析したところ、通常時では 0.5 程度である財政乗数が、最近の環境下では 0.9～1.7 程度に上昇している可能性があることが判明した。

これは、例えば現時点で GDP 比 5%の緊縮財政を実施した場合に、通常では GDP は 2.5%抑制されると見込まれるのに対して、実際には 5～9%程度の抑制効果を持つ可能性があることを指摘したものである。つまり、ユーロ圏の財政改革では、単年または累計で GDP 比 5%程度の緊縮財政策を採用することは異例ではないが、緊縮財政が経済成長に対しこれまでに想定した以上の大きなダメージを与える可能性が生じていることを意味している。

さらに、次の説明が行われた。

・この上昇の要因としては、主要先進国では既に政策金利が相当低い水準まで引き下げられていることで金融緩和の効果が限られ、緊縮財政の影響が経済活動に直接反映されやすくなっている点、また、多くの国が同時に財政改革に取り組んでいる点が考えられる。
・ただし、データの取り方等で分析結果は変動するため、財政乗数がその時の経済状況等にどう影響されるかについては、さらなる研究が必要である。

また、こうした環境下での政策運営については、同経済顧問兼調査局長は次のように回答した。

・財政改革はマラソンのようなものであり、信頼できる中期的な計画に沿って時間をかけ着実に実施することが重要である。
・名目的な改革目標にとらわれるのではなく、財政の構造的な改革目標に向けた対応が重要である。その際、想定以上の経済の停滞が生じた場合には、財政改革の進捗を緩めるべきである。
・特に、多くの国々で経済の停滞が生じている場合には、目標自体を柔軟に見直すことが重要である。

IMF が欧州を含めた世界経済の先行き等への危機感を大幅に強め、従来からのスタンスを修正し、財政に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考えを明確にしたのは、この約 1 年前の 2011 年 9 月、やはり WEO の発表に当たってのことであった(注 1)。

今回の IMF の問題提起は、その説明振りは非常に慎重ながらも、既往のユーロ圏の財政悪化国に対する支援策に付随する悪影響が想定以上に大きい可能性を明確に指摘するものであり、これまでの姿勢をさらに進め、現在実施されている政策の有効性に対して強い問題提起を行ったものと捉えることができる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ユーロ圏の財政悪化国支援のスタンス

2010年5月にギリシャに対して国際的な金融支援策が取りまとめられた当時を振り返れば、欧州中央銀行（ECB）がユーロ圏が置かれた財政改革に向けた環境について次のように記述している点が注目される（参考文献⑩による）。

・緊縮財政は、短期的には総需要を減少させ、その結果経済活動に負の影響を及ぼす。一方、信頼に足る意欲的な緊縮財政は、将来の経済成長に対する期待感を高め、経済的な反応を惹起せしめ、短期的な需要に対する負の影響を相殺する可能性がある。現在の経済環境を見ると、こうした期待効果が特に大きいと考えられる条件にかなりの程度合致している可能性が高い。

これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの将来に向けた期待により緊縮財政の負の効果は軽減されるとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」に沿った判断であると考えられる。ユーロ圏では、実証分析結果も踏まえながらこうした考え方に基づき、規制緩和等の経済構造改革で経済の活性化を図るとともに、短期間での厳しい財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待により経済成長の底打ちを図るというアプローチを採用してきたものと考えることができる。

また、当時、ECBはこのような効果が発現しやすい条件として次の点をあげている（参考文献⑨による）。

a. このままでは将来にわたって持続困難と考えられるほどに現在の財政状況が悪化していること
b. 総合的な改善計画の中で位置付けられた信頼に足る一貫した財政改善への取組みがなされること
c. より長期的に健全な財政を持続し得る効果の高い改善策がとられること
d. 形式的な障害に妨げられない経済的な改革を伴うこと
e. 緊縮財政の将来的効果を読み取る消費者の割合が高いこと
f. 経済の開放度合いが高いこと
g. 為替安が伴うことや経済刺激的な金融政策を実施すること

しかしながら、ユーロ圏の財政悪化国の実情に照らし合わせれば、このうち特にe.、f.、g.の条件は十分満たされているとは考え難かった。また、競争力のある輸出産業に乏しい産業構造、依然サブプライム問題以降の景気回復過程にあった世界経済、2010年6月のトロントG20首脳会議後の各国一律的な財政健全化への取組み等、諸環境は厳しく、3年程度の短い期間で財政悪化国が大幅な財政健全化を図るには困難が予想された(注2)。

一方ユーロ圏では、2009年10月のギリシャにおける財政問題の表面化以降、個別の財政悪化国への支援のほか、財政規律の強化、支援態勢・危機封じ込め策の構築、統一的なストレステスト等の銀行対策、各国間の財政面での協調策の検討など、多面的な対策を講じてきた。

しかし、その中で財政悪化国支援については、負担増を回避したいとの支援国の思惑もあり、財政改革や経済構造改革を最優先し、経済成長はこれらを通じて結果的に実現できるものとの立場をこれまで基本的に維持してきている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

おわりに

その後、EU の欧州委員会は、11 月 7 日発表の「欧州経済予測」(参考文献⑪)で、財政悪化国の経済の停滞はむしろ国債市場の波乱によるものであり、これが信用の収縮につながり投資等の縮小をもたらしたとの判断を示している。また、発表に際し、経済・通貨問題担当のレーン委員は次のように述べた。

・緊縮財政は、短期的には経済の負担となる可能性はあるが、中期的には市場の信認の回復を通じて投資フローを回復させるために有効である。

ここでは、短期間での改革を通じた市場の信認回復を優先する従来の考え方に全く変更はなく、伝統的なケインズ経済学的な発想に回帰しつつあるとも捉えられる IMF と、依然として期待の効果を評価し非ケインズ的な発想に依拠する欧州委員会、つまりユーロ圏の間では、経済成長に至る経路についての考え方に明確な相違が継続している。

国債利回りを上回る経済成長率が債務残高を削減する効果などを通じ、言うまでもなく経済成長は財政改革に対し大変重要な意味を持っている(注 3)。しかしながら、ユーロ圏での経緯からは、非ケインズ効果発現のための前提条件が十分に満たされていないながらも、改革を急ぐあまり景気後退を招く結果となり、景気後退がまた財政改革を困難にするという悪循環に陥ってしまった側面を否定することはできない。しかも、最近では改革の遅延等でこの前提条件の充足度合はさらに低下していることが考えられ、このままでは緊縮財政が及ぼす負の影響を過小評価する可能性は一層高まっている。

また、財政改革はドイツ等一部を除けばこれまでの計画以上に長い年月を要する見通しにもなっており(注 4)、経済への下押し圧力がより長期化する可能性が高い。

ユーロ圏では、スペインやポルトガルに対する財政赤字削減目標緩和等の個別対応を例外的に実施してきた経緯はある。しかし、こうした厳しい環境のもとで、今後はそれ以上に踏み込んだ、より経済成長に配慮した柔軟な政策運営が迫られることになるのではないかと考えられる。

(2012 年 11 月 22 日現在)

＜参考文献＞
(IMF によるもの)
① IMF (2010/5) “Greece: Request for Stand-By Arrangement”
② IMF (2010/9) “Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement”
③ IMF (2010/12) “Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement”
④ IMF (2011/3) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”
⑤ IMF (2011/7) “Greece: Forth Review Under the Stand-By Arrangement”
⑥ IMF (2011/12) “Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement”
⑦ IMF (2012/3) “Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility”
⑧ IMF (2012/10) “World Economic Outlook”
(ECB によるもの)
⑨ ECB (2010/06) “Fiscal Consolidations: Past Experience, Costs and Benefits”(“ECB Monthly Bulletin, 2010/06”: pp. 83-85)
⑩ ECB (2010/09) “Fiscal Anchoring amid Uncertainty”(“ECB Monthly Bulletin, September 2010”: pp. 82-84)
(欧州委員会によるもの)
⑪ European Commission (2012/11)“European Economic Forecast, Autumn 2012”

(注 1)山口「欧州の経済成長重視に転換した IMF～処方箋は民営化とフィスカル・デバリュエーション～」『金融市場』(2011 年 11 月号)を参照されたい。

(注 2) 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～」『金融市場』(2010 年 11 月号)を参照されたい。

(注 3) 例えば European Commission (2011 年 2 月) “The Economic Adjustment Programme for Ireland” では、債務残高の増減を次の式で示している。

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

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

(注 4) 参考文献⑪による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

底打ちした中国経済

王　雷軒

要旨

9月に続き、10月も消費、総資本形成が堅調に推移したほか、輸出も持ち直しの動きが見られ、景気回復はすでに始まっている。こうしたなか、追加金融緩和の必要性は低くなっており、当面、金融政策は現状維持になるだろう。

10年GDP・収入倍増目標

2012年11月8日に開幕した第18回共産党大会で胡錦濤総書記が行った政治報告では、20年のGDP（国内総生産）と都市住民・農民の一人当たり収入を10年の2倍にする目標が打ち出された。今回のGDP倍増目標を達成するためには、残りの9年で平均7%弱の成長(11年実績9.3%)が必要となる。

しかし、農村部の余剰労働力が大幅に減少したほか、投資効率の悪化、研究開発などへの投入不足でイノベーションの欠如、既得権益層による改革深化への抵抗などから、これまでの二桁成長を遂げたような高成長は期待できない。成長率が逓減すると見られるなかで、このGDP倍増計画達成は決して容易ではないと思われる。

なお、11月15日に開催された第18期共産党中央第1回全体会議では、習近平国家副主席が共産党の総書記と中央軍事委員会主席に就任し、それ以外、6人の中央政治局常務委員の顔ぶれも明らかになり、習体制が発足した。来年3月には国家主席にも就任する見込みである。

一方、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7～9月期の実質GDP成長率は前年比7.4%と、7四半期連続の減速となったものの、10、11月に発表された経済統計からは、足元の景気はすでに回復が始まっている。

以下では、11月に発表された経済統計（10月分）から、足元の景気動向や金融情勢などを確認してみよう。

内需の持ち直しで景気の底打ちが進行

まず、10月の消費（社会消費財売上総額）は、前年比13.5%（実質ベース、8月：同12.1%、9月：同13.2%）と緩やかな拡大傾向となっている。品目別の動向を見ると、石油製品や家電音響機器の伸びが鈍化したものの、飲食料品や自動車販売台数の伸びが高まり、全体を押し上げた。その背景として、落ち着いた消費者物価や、大型連休期間（9月30日～10月7日）での高速道路の無料化の実施などが挙げられる。

また、中国のGDP成長率を大きく左右する資本形成（固定資産投資、農家投資を含まず)も、10月分が前年比22.4%と、国家発展改革委員会（マクロ経済の調整などを実施する行政組織）が9月初めに地下鉄など都市公共交通の整備やインフラ施設の整備に関する約1兆元規模（約13兆円）のプロジェクトを承認したことを受けて、底堅く推移している。ただし、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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

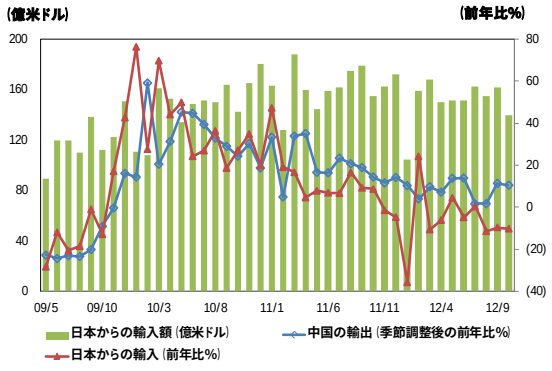
の転換や、不動産抑制政策の継続などから、かつてのような 30%超の伸びにはならないと見られる。

このほか、生産面でも、10 月の鉱工業生産も前年比 9.6%（8 月同 8.9%、9 月同 9.2%）と緩やかに拡大している。また、国家統計局などが発表した製造業購買担当者指数（PMI）も 50.2 と先月（49.8）から小幅上昇しており、製造業の生産動向にも底打ちの兆しが窺われる。

輸出も持ち直しの動きが強まる

輸出（季節調整後）も、10 月に前年比 10.5%（8 月：同 1.7%、9 月：同 11.4%）と、政府による輸出支援策（輸出還付税の引上げなど）の実施などによって、米国やアセアン向けの増加で伸び率が大きく持ち直してきた（図表 1）。ただし、輸出の先行きについては、世界経済の不透明感が高い状況はしばらく続くと見られることから、中国の輸出環境は大きな好転を見込めない。

図表1 中国の輸出と日本からの輸入動向



（資料）海関総署、CEICデータより作成、直近は12年10月

なお、中国の貿易統計によれば、日本からの輸入（日本の対中輸出）は 139.4 億米ドル（9 月 161.8 億）、前年比▲10.2%（8 月同▲11.4%、9 月同▲9.6%）と大幅な減少が続いているが、日中関係の悪化によって急減したわけではない（図表 1）。品目別の動向を見ると、日本から輸入した自動車などの輸送機械は 9.1 億米ドル（9 月 13.7 億）、前年比▲52.2%と大きく落ち込んだものの、一般機械や音響機器関連の輸入は 63.5 億米ドル（9 月 75.0 億）、同▲14.0%に留まった。

現段階では、日中関係の悪化による両国経済への影響を判断するのは難しい。ただし、経済関係は政治関係とは切り離して考える必要がある。小泉元首相の靖国神社参拝で、政治関係は長期にわたって冷え込んだが、日系企業の対中投資は増加し続けた。中国生産の日系自動車の販売台数が下げ止まりを示すような動きも出始めていることもあり、今回も徐々にではあるが、改善の動きも見られるだろう。

当面、金融政策は現状維持

12 年に入り、法定預金準備率が引下げられたほか、6・7 月に 2 回連続の利下げが実施された。また、8 月以降、中国人民銀行（中央銀行）は、公開市場操作による流動性供給に注力したことを受けて、足元での市場流動性が高まっている。前述したように、景気の回復基調が続いているなか、年末にかけて中国人民銀行が利下げなどの追加金融緩和を実施する必要性も低く、当面現状維持になるだろう。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。前述したように、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されている公共投資の効果も顕在化しつつあることから、年末にかけて景気が緩やかに持ち直してくるだろう。12 年を通しての成長率は 8%を割り込むものの、13 年には 8%台前半の成長に戻ると予測している。（12 年 11 月 26 日現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

今月の情勢 ～経済･金融の動向～

米国金融･経済

10 月 23～24 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%）の継続見通しを、少なくとも 15 年半ばまで継続するとした。また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額 400 億ドルのペースで購入するという量的金融緩和策第 3 弾（QE3）も維持された。

また、11 月 6 日の米大統領選挙では、現職の民主党オバマ氏が再選したが、同時に行われた米議会選では、上院に民主党、下院に共和党が多数の議席を占める「ねじれ議会」の維持も決まった。来年初めには、大型減税終了と歳出削減の時期が同時に到来する「財政の崖」問題が迫っており、対応が注目される。

国内金融･経済

日本では、10 月 30 日の日銀金融政策決定会合で、政策金利の誘導目標（0～0.1%）を据え置く一方で､固定金利方式共通担保オペと資産買入等の基金の合計額を 80 兆円程度から 91 兆円程度に増額する追加金融緩和の実施が決定した。また、11 月 19 日～20 日の日銀金融政策決定会合では、前回政策の維持が決まった。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需） の 9 月分は、前月比▲4.3%と 2 ヶ月連続で下落し、7～9 月期を通じても前期比▲1.1%とマイナスとなったが､10～12 月期の見通しでは前期比 5.0%と増加が見込まれている。9 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲4.1%と 3 ヶ月連続で低下したほか、製造工業生産予測調査によれば、10 月は同▲1.5%と低下が見込まれる。ただし、11 月は同 1.6%と上昇が見込まれている。

金利･株価･為替

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、欧州債務懸念の根強さや米国「財政の崖」問題、日銀の追加緩和期待などを背景に低下圧力が高まり、11 月上旬以降は 0.7%前半で推移。衆議院解散直後は､財政再建への取組みが足踏みするとの見方から一時上昇に転じたが､安倍自民党総裁が､仮に政権を奪回した場合には大胆な金融緩和を実施すると明言した後には、水準を戻している。

日経平均株価は、中国・欧州経済の先行き懸念が根強さや国内経済指標の弱含み、米国「財政の崖」問題などを背景として概ね続落し、11 月中旬には 8,600 円台と約 1 ヶ月ぶりの安値水準となった。しかし､「財政の崖」問題の解決に対して楽観的な見方が広がったことで上昇に転じ、11 月下旬には約 6 ヵ月半ぶりに 9,300 円台を回復している。

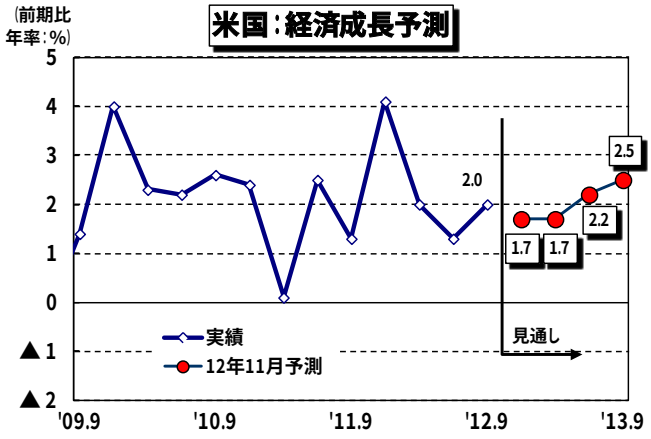
外国為替市場のドル円相場は、11 月上旬の大統領選でオバマ大統領が再選したことを受けて、量的金融緩和策の継続観測が強まったほか､「財政の崖」問題による景気悪化懸念の高まりもあってドルが売られ、11 月上旬には 1 ドル＝80 円を割り込んだ。しかし安倍自民党総裁の発言を受け、11 月下旬には 1 ドル＝82 円台前半と約 7 ヶ月ぶりの円安・ドル高水準となっている。

原油相場

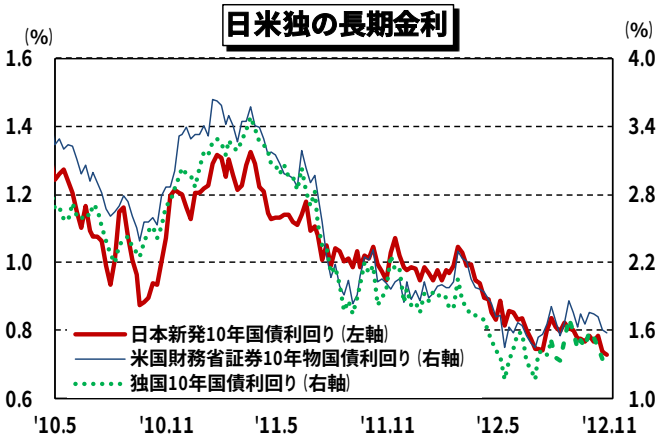
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、米国「財政の崖」問題や欧州債務問題などを背景とした景気悪化懸念から、11 月上旬には 1 バレル＝85 ドルを割り込むなど、上値の重い展開が続いた。ただし、11 月下旬には「財政の崖」問題が後退したことで、小幅ながら上昇に転じている。 （2012.11.22 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

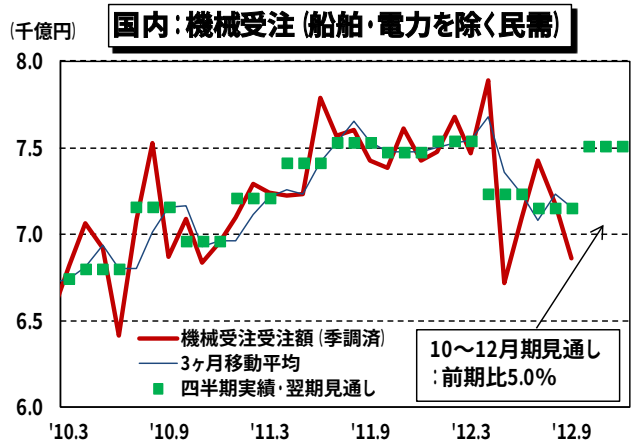
内外の経済・金融グラフ



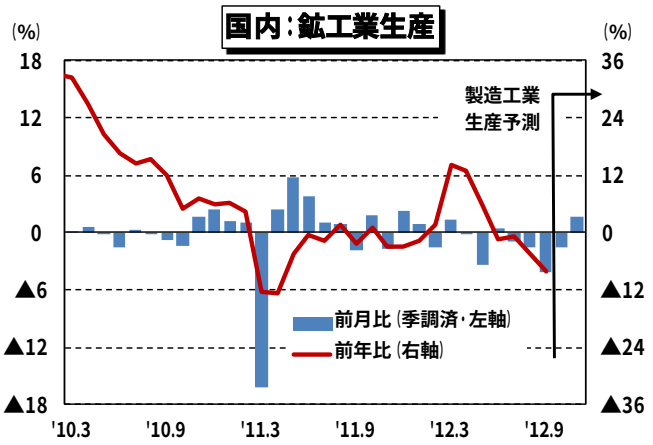
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



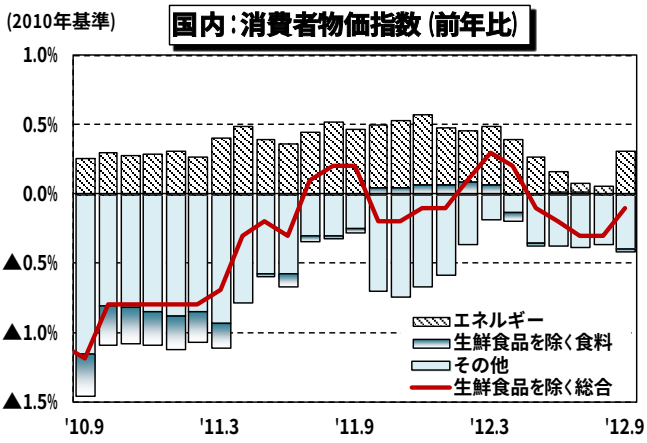
(資料) Bloombergより作成



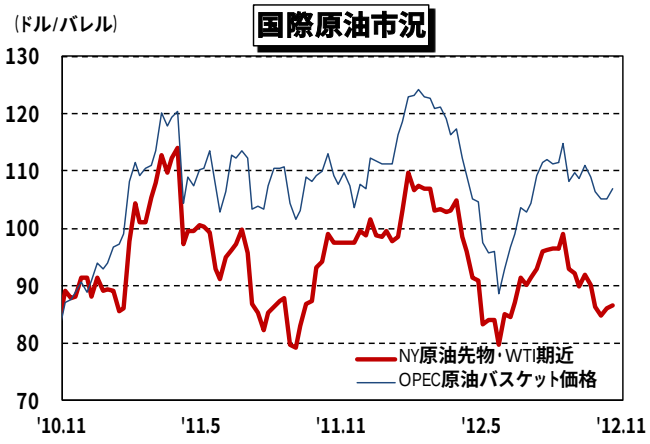
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（株）農林中金総合研究所

2012 年 11 月 15 日

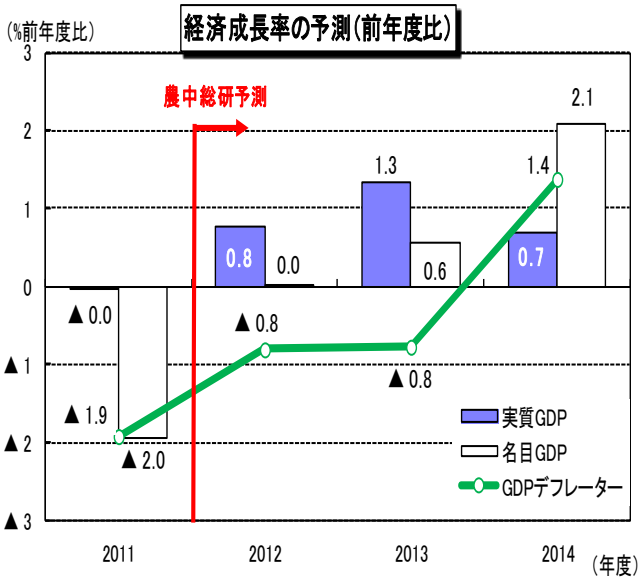
2012～14 年度経済見通し

13 年年明け以降、国内景気は持ち直しへ

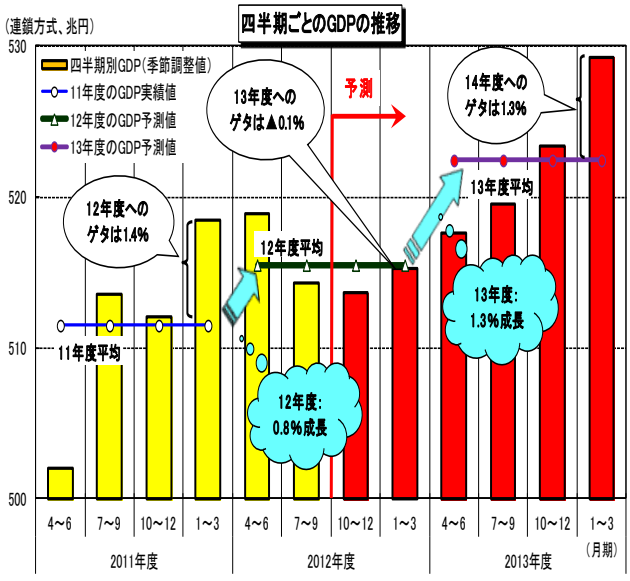
～2012 年度：0.8%、13 年度：1.3%、14 年度：0.7%～

国内景気は 2012 年春ごろに「山」を通過、既に後退局面にある。復興に向けた公共事業は高水準で推移しているが、欧州債務危機や中国経済の減速、さらには日中関係の悪化などによる輸出の落ち込みやエコカー購入補助金制度終了後の乗用車販売の反動減などを相殺するには力不足であった。12 年 10～12 月期もマイナス成長が続くと見られる。しかし、13 年に入れば、徐々に世界経済の底入れの影響が出てくるものと思われ、国内景気も緩やかに持ち直し始めるだろう。さらに、13 年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も発生し、景気は一時的に押し上げられるが、14 年度にはその反動減が出て景気は再び低調になると予想する。

一方、14 年度から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、政府・日本銀行はデフレ脱却に向けた政策展開を強めていくと思われる。特に、日銀に対する期待は強く、一段の追加緩和策の検討・実施を行うものと思われる。



(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7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

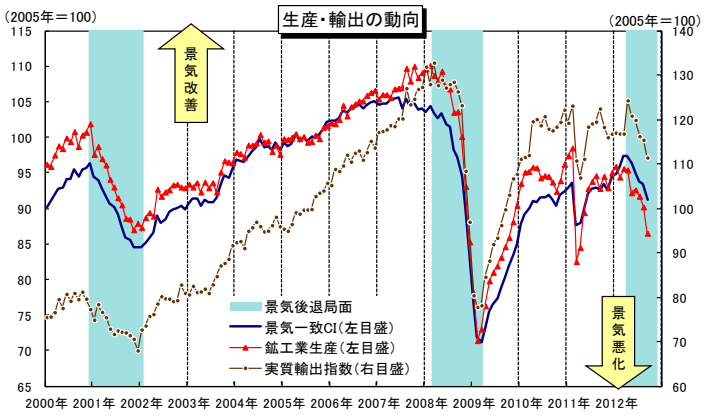
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状 ～ 景気後退の可能性高まる

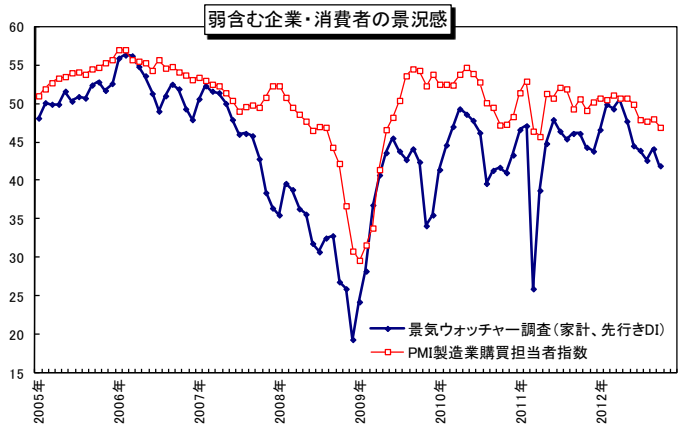
わが国経済は、2011 年秋以降、足踏みに近い状態で推移してきたが、最近発表された経済指標は、実のところ 12 年春を「景気の山」とした後退局面を辿っている可能性を示すものが多い。例えば、景気動向に最も近いとされる生産(鉱工業生産指数)は 12 年 1 月を、輸出(実質輸出指数)も 12 年 4 月を、それぞれ直近ピークに「下向き」の動きが続いており、ともに 9 月までに水準が 1 割程度低下している。歴史的な水準で定着する円高や海外経済の減速傾向に加え、9 月以降に急速に冷え込んだ日中関係などの影響が出ているものと思われる。

こうした主要経済指標の軟調さを背景に、政府・日本銀行による景気の現状判断は断続的に下方修正されており、最近では「弱めの動き」、「弱含み」などといった表現となっている。加えて、9 月の景気動向指数によれば、一致 CI は前月から▲2.3 ポイントの低下と、6 ヶ月連続のマイナスとなったが、この一致 CI による基調判断は、6～8 月の「足踏み」から、景気後退を示唆する「下方への局面変化」へ下方修正されている。生データを用いて、簡便的にヒストリカル DI を試算してみると、12 年 3 月に 45.5 と 50 を割り込み、9 月には 0 まで低下していることが確認できる。こうしたことから、国内景気は 12 年 2～3 月ごろには「山」を通過し、現在は後退局面を辿っている可能性が指摘できる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

上記の経済指標以外のものも悪化が目立つ。特に、9 月 21 日にエコカー購入補助金が終了した結果、9 月分の乗用車販売台数(含む軽)は前年比▲3.7%と12ヶ月ぶりの減少となった(普通・小型車では同▲10.1%と13ヶ月ぶりの減少)。10 月には新型車投入効果もあり、やや持ち直す動きも見られたものの、販売台数(当総研による季節調整後)で 7～9 月平均と比べて 1 割超も減少している。また、設備投資関連の指標も不振である。7～9 月期の鉱工業統計:資本財出荷(除く輸送機械)は前期比▲5.0%、機械受注:船舶・電力を除く民需は同▲1.1%と、いずれも軟調であった。さらに、9 月の経常収支は▲1,420 億円(季節調整後)と、第 2 次石油危機直後以来、約 30 年ぶりの赤字になった。これまでは国内景気が好調な際に、主として輸入増によって経常収支の黒字幅が縮小することが多かったが、今回は「失われた 20 年」を通じて経済成長に対する外需依存度が極度に強まったことの弊害が出たほか、大震災によって起きた「火力シフト」の影響が色濃く出ている。



(資料)内閣府、マークイット社

さらに、企業経営者や消費者の景況感も軒並み悪化している。PMI 製造業購買担当者指数は 12 年 6 月に判断基準となる 50 割れとなったが、10 月には 46.9 と、東日本大震災直後(11 年 4 月:45.7)の水準に迫った。同様に、景気ウォッチャー調査(10 月)の家計動向関連についても、景気の現状・先行き判断 DI とも、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

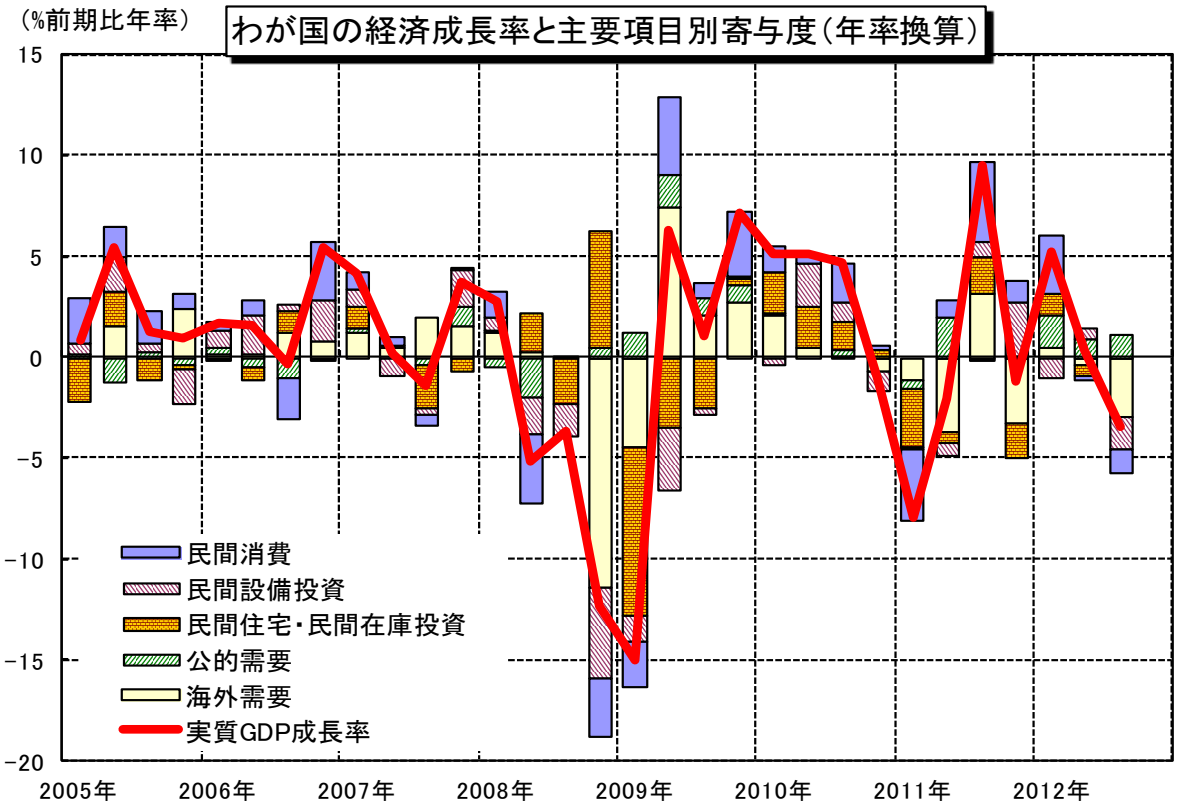
大きく低下した。

(2)大幅なマイナス成長となった 7～9 月期 GDP

こうしたなか、11 月 12 日に公表された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比▲0.9%(同年率▲3.5%)と 3 四半期ぶりのマイナスとなるなど、景気が悪化していることを改めて確認させる内容の数字となった。前期比成長率に対する内外需別の寄与度をみると、国内需要が▲0.2 ポイント、海外需要が同▲0.7 ポイントとなっており、欧州向けや中国向けの輸出等が大きく減少したことの影響が出ている。なお、国内需要のうち、民間最終需要が前期比▲0.9%(寄与度は▲0.6 ポイント)と 5 四半期ぶりに減少に転じており、軟調なのが必ずしも外需(輸出)だけではないことも見て取れる。一方、復興関連の公共投資は引き続き増加傾向をたどったが、景気の下支え役として力不足であった面は否めない。

また、前年比は 0.1%と 3 四半期連続のプラスとなったが、4～6 月期(3.3%)からは大きく減速した。名目 GDP は前期比▲0.9%(同年率▲3.6%)と、2 四半期連続のマイナスであった。

一国のホームメードインフレを表す GDP デフレーターは、国内の需給バランスが大きく崩れたままであることから前年比▲0.7%と 12 四半期連続の下落となった。ただし、4～6 月期(▲0.9%)からは下落幅が縮小した。一方、前期比は▲0.02%と僅かではあるが、2 四半期連続のマイナスとなった。国際商品市況の調整で輸入物価の下落傾向が強まっており、付加価値生産の主要な担い手である企業部門にとって投入コストは削減されたといえるが、最終需要財・サービスの価格はそれ以上に下落したことを物語っている。なお、単位労働コスト(＝名目雇用者報酬÷実質 GDP)は、雇用者数の増加傾向を受けて雇用者報酬が膨らんだこともあり、前年比ではほぼ横ばい(0.03%)であった。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2. 予測の前提条件：

(1)当面の経済・財政運営

野田内閣は、債務危機に直面する南欧諸国の二の舞を演じないためにも、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。具体的には、①現役世代に対する子ども・子育て支援を強化するなど、世代間・世代内における給付と負担の公平化を図る、②消費税率を引き上げ、それによる増収分を社会保障制度維持のための安定財源化する、などの内容である。野田首相は、「近いうちに解散して民意を問う」ことを条件に、自公両党の協力を得て、消費税増税法案を含む「社会保障と税の一体改革」関連法案は 12 年 8 月に成立、14 年 4 月に消費税率は 8%へ、15 年 10 月にはさらに 10%へと引き上げることが決まった。当総研では前回の経済見通しから、14 年度の消費税増税を前提条件としている。

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(10 年度比)、20 年度には黒字化という目標が掲げられており、これらは G20 等の場でわが国の目標として掲げられるなど、国際公約化している。とはいえ、内閣府が 8 月に公表した「経済財政の中長期試算」によれば、2011～20 年度の平均成長率が名目 3%程度、実質 2%程度、消費者物価上昇率が 12 年度にプラスに転じ、中長期的には 2%近傍、といった成長戦略シナリオの下でさえも、20 年度のプライマリーバランス黒字化は困難とされており、一段の収支改善策(≒増税措置)が必要であることを示唆している。なお、「一体改革」のもう一方の主役である社会保障制度改革については、民自公の 3 党合意により、学識経験者などによる国民会議を設置して、13 年 8 月までに結論を出すことになっているが、解散・総選挙の時期を巡る与野党の駆け引きもあり、発足に手間取っている。

また、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となっている。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。

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)」に沿った内容であった。現在、13 年度予算案の編成作業中であるが、「日本再生戦略」を踏まえてメリハリの利いた予算配分を考慮しつつも、歳出の大枠 71 兆円を遵守する方針である。なお、政府では昨今の景気悪化やデフレからの早期脱却などに向けて経済対策の策定に乗り出している。すでに 10 月 26 日には、緊急性の高いものとして、予備費を活用した事業規模 7,500 億円の対策を発表したが、11 月内には経済対策の全体像が固まる予定である。12 年度の補正予算編成については、後述のとおり、政権交代の可能性などにもよるが、現時点では景気や金融市場などに大きく影響するほどの規模にはならないと想定した。

懸案の特例公債法案については、11 月 16 日には参院にて可決・成立する見通しであり、行政サービスの停止や年度内の国債発行停止などといった最悪の状況は回避されることがほぼ確定した。なお、民自公 3 党は、予算案と特例公債法案とを一体処理するルールづくりや 15 年度までの赤字国債発行を認めることで合意している。

最後に、11 月 14 日の党首討論において、野田首相が 16 日にも解散する意向を示したこともあり、年内にも総選挙が実施されることが確定的となった。最近の世論調査の結果な

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

どをみる限りでは、総選挙によって政権交代が実現する可能性が濃厚といえる。14 年度以降の消費税の取り扱いや大型補正編成の可能性も含め、経済財政政策の方向が変わることも十分ありうるだろう。

(2)世界経済の見通し

2008 年秋のリーマン・ショックによって引き起こされた世界同時不況は 09 年半ばまでには収束し、世界経済は持ち直し傾向を辿ってきたが、その後もほとんどの先進国では大幅なデフレギャップが残ったままであり、様々な弊害がもたらされている。特に、巨額の財政赤字に対する懸念が強まった欧州では、緊縮財政が景気悪化を招き、かえって財政状況を悪化させるなど、財政危機が収まる気配が見られない。一方、世界的な金融危機の直接的被害は小さかった新興国も、先進国経済の不振により外需が伸びず、国内需要の活性化だけで成長を達成しようとした結果、10～11 年にかけて景気過熱やインフレ・バブル懸念が高まった。しかし、それらを鎮静化させるために実施した引締め政策や欧州債務危機の深刻化などによって、12 年は逆に景気減速傾向が強まった。依然として世界経済は全般的に不透明感が漂っているといえるだろう。

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 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比年率 2.0%と 3 四半期ぶりに伸びが加速した。内訳をみると、GDP の約 7 割を占める個人消費が同 2.0%と 4～6 月期(同 1.5%)から伸びを高め、また住宅投資も同 14.4%と持ち直し傾向を強めるなど、家計部門が好調となったほか、国防費の増加により政府支出が同 3.7%とプラスに転じたことが成長率を押し上げた。一方、海外経済の減速やいわゆる「財政の崖」をめぐる先行き不透明感の高まりから、外需および設備投資がマイナス寄与となるなど、企業部門の低調さが目立った。このように米国経済は、企業部門が低調ながらも、緩やかな回復が続いていると見られる。ただし、足元では失業率が 7%台後半に低下したとはいえ、労働時間の横ばいが続き、時間当たり賃金(前年比 1.1%)が過去最低の伸びとなるなど、依然として雇用・所得環境の改善の動きが弱い。また、欧州債務問題の悪影響が懸念されるほか、「財政の崖」など米国の財政政策に対する不透明感も強まっている。

こうしたなか、米大統領選が 11 月 6 日に行われ、民主党のオバマ大統領が共和党のロムニー候補を破って再選を果たした。一方、大統領選と同時に行われた米議会選では、上院では民主党が過半を維持したものの、下院では共和党が多数の議席を確保したため、上下両院の多数派が異なる「ねじれ議会」が継続することとなった。オバマ大統領は、こうした状況下で喫緊の課題である「財政の崖」問題に取り組まなければならず、共和党と財政緊縮措置のどの部分で妥協することができるかが当面の焦点となる。しかし、引き続きねじれ議会の構図が変わらないことから、与野党対立は避けられず交渉は難航する可能性が高い。ただし、共和党は 11 年夏、債務上限引き上げ法案の採決の際、増税に強く反対する立場から中長期的な財政赤字削減策を合意条件とするなど強行策を取った。このため議会が紛糾して米国民に政治不信を招き、企業や消費者の景況感が悪化したほか、債務不履行(デフォルト)の危機や米国債の格下げにつながった。こうした反省から共和党は今後、民主党との話し合いにおいて柔軟な対応を取る公算が高いとの見方もある。また、10 月末の米国政府の債務残高が 16.26 兆ドル(約 1,300 兆円)に達し、法定上限の 16.39 兆ドルに迫っていることから、米議会は法定上限引き上げについても早期に合意する必要がある。仮に上限額が引き上げられない場合には、11 年夏と同じように再び債務不履行への懸念を高めることになるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は、12 年 9 月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、「量的緩和策第3弾(QE3)」と「時間軸の強化」を柱とする新たな追加緩和策の導入を決定した。具体的にQE3としては、購入規模や期限をあらかじめ定めない「オープンエンド」方式で、雇用改善が確認されるまで、月額 400 億ドル(約 3.1 兆円)のペースで政府機関発行の住宅ローン担保証券(MBS)の購入を続け、さらに雇用改善が見通せない場合には他の政策手段を適宜活用するというものである。また、時間軸の強化については、08 年 12 月以降、事実上のゼロ金利となる 0.0～0.25%に据え置いている政策金利(FF 金利)をこれまでの「少なくとも 14 年後半まで」から「少なくとも 15 年半ばまで」と約半年間延長した。このほか、従来から実施している保有債券の償還期間を長期化する措置、いわゆる「ツイストオペ」のほか、MBS や米国債の償還資金を再投資する既存の政策も継続することとしており、「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続する」との方針を示している。

こうした金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善が弱いなか、大統領・議会選の結果を受けて財政問題をめぐる政治的な対立が予想され、所得税減税を中心としたブッシュ減税失効が強く意識されるなど、消費者マインドが悪化する可能性が高いことから 3%程度の巡航速度をかなり下回って推移すると予想する。また、設備投資は、海外経済の減速や米国の財政問題など先行き不透明感を背景に、先行指標となる非国防資本財受注や鉱工業生産の設備稼働率が横ばい圏内の動きを示しているほか、企業業績が冴えないこともあり、引き続き弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、代表的な指標である住宅着工件数が9月に月間87万件台(年率換算)に増加し、また、先行指標となる住宅着工許可件数も 89 万件台と 08 年 7 月以来の水準まで回復していることから、引き続き持ち直しの動きを強めると見られる。米住宅ローン金利が長期金利の低位安定下で歴史的な低水準にあり、今後も住宅需要を下支えすると考えられる。外需については、これまで海外経済の減速を背景に弱い動きが続いてきたが、足元では持ち直しの兆しが見られ、徐々に海外経済が回復基調に戻ると想定されることから、13 年以降は米国からの輸出も復調すると予想する。なお、緩やかな個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する純輸出の

2012-14年 米国経済見通し (12年11月改定)

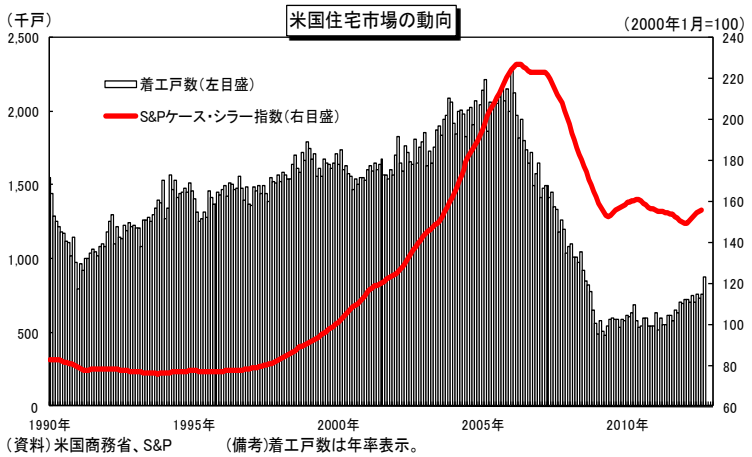
		単位	2011年 通期 実績	2012年 通期 予想	2012年 上半期(1～6月) 実績	2012年 下半期(7～12月) 予想	2013年 通期 予想	2013年 上半期(1～6月) 予想	2013年 下半期(7～12月) 予想	2014年 通期 予想
実質GDP		%	1.8	2.1	2.3	1.7	1.7	1.2	2.7	2.8
	個人消費	%	2.5	1.9	2.1	1.8	2.0	1.9	2.2	2.5
	設備投資	%	8.6	7.3	7.0	0.7	3.1	2.5	6.7	7.7
	住宅投資	%	▲ 1.4	11.4	15.3	10.5	9.0	7.7	10.0	7.2
	在庫投資	寄与度	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.3	0.1	0.0	0.5	0.2
	純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3
	輸出等	%	6.7	3.3	3.9	1.2	4.5	4.1	8.7	10.7
	輸入等	%	4.8	2.9	3.5	1.2	4.4	3.9	8.4	10.6
	政府支出	%	▲ 3.1	▲ 1.2	▲ 2.2	2.1	▲ 1.2	▲ 2.8	▲ 1.3	▲ 0.4
参考	PCEデフレーター	%	2.4	1.8	2.0	1.6	1.8	1.7	1.9	2.4
	GDPデフレーター	%	2.1	1.7	1.8	1.6	1.9	1.8	2.0	2.1
	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	0～0.25
	10年国債利回り	%	2.8	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.0	2.5
	完全失業率	%	9.0	8.1	8.3	8.0	7.7	7.8	7.7	7.4

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11月15日(12年7～9月期の速報値ベース)
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFレート誘導目標は期末値

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

寄与度はマイナス傾向で推移することになる。政府支出については、12年10月末にかけて米東海岸に襲来した大型ハリケーン「サンディ」による災害復旧・復興支出(360 億ドル程度)が足元で見込まれるものの、引き続き厳しい歯止めがかかると予想される。しかしながら、警戒感が強まっている「財政の崖」については、与野党ともに影響の大きさから回避的な行動を取ると想定されるため、実質増税と歳出削減の合計額(約 6,000 億ドル、米 GDP の約4%)が全額執行される可能性は低いと思われる。ただし、この問題をめぐる議会審議が難航する恐れがあり、13年前半にかけて歳出面で失業保険給付等の失効(380 億ドル)や強制歳出削減(650 億ドル)が一部発動される可能性はあるだろう。



(資料)米国商務省、S&P　(備考)着工戸数は年率表示。

以上から、12年末から13年前半にかけては低調な動きとなり、成長率は 2%を下回る水準で推移すると見込まれる。ただし、13 年後半以降は海外経済の回復とともに「財政の崖」懸念による下押し圧力が解消されることから持ち直すと予想される。年間の成長率は、12 年は前年比 2.1%(前回見通しと変わらず)、13年は同 1.7%(同 0.8 ポイントの下方修正)と予想する。さらに 14 年には徐々に米国経済に力強さが戻り始めることから、同 2.8%と予想する。なお、FRB による QE3 は14年後半まで続き、ゼロ金利政策は 15 年前半まで維持されると予想する。また、FRB による追加の資産購入は想定しないものの、12 年末にツイストオペの期限が迫り、状況次第では長期国債の追加購入が実施される可能性もあると考えられる。

② 欧州経済

9 月の欧州中央銀行(ECB)による新たな国債購入策(OMT)の導入決定等を受け、足元ではユーロ圏の市場は落ち着いた動きとなっている。しかしながら、ギリシャの債務返済能力をめぐる情勢など引続き不透明な材料は多く、各国での緊縮財政による内需の抑制や依然として脆弱な金融機能とともに、財政危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費にかかる経済主体の慎重姿勢が、経済成長を停滞させる主な要因となっている。

ユーロ圏の 12 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は本稿作成時点では未発表であるが、以下の主要なマクロ経済の動向から、引き続き弱い値となることが予想される。

ユーロ圏では、9 月の鉱工業生産指数が前月比で 2.5%、前年同月比では 2.3%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、9 月の失業率は 11.6%と 1995 年の統計開始以来の最高となった。なかでもスペインでは 25.8%(うち25歳未満の若年層は 54.2%)に達するなど財政悪化国での上昇が続いており、財政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。消費面でも、9 月の小売売上高は前月比で 0.2%の低下、前年同月比で 0.8%の低下となるなど、弱い動きが続いている。こうしたなか、欧州委員会による 10 月のユーロ圏景況感指数は84.5(長期平均 100)と、8ヶ月連続で低下し 09 年 8 月以来の低水準となった。

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、最近では経済の減速を示す指標が増加している。9 月の製造業受注は前月比で 3.3%、前年同月比では 4.7%のそれぞれ大幅な低下となったほか、9 月の鉱工業生産指数についても前月比で 1.8%、前年同月比で 1.2%の低下となった。また、9 月の輸出額も前月比で 2.5%の減少となっている。一方、10 月の失業率は 6.9%と前月から上昇に転じたほか、9 月の小売売上高は前月比

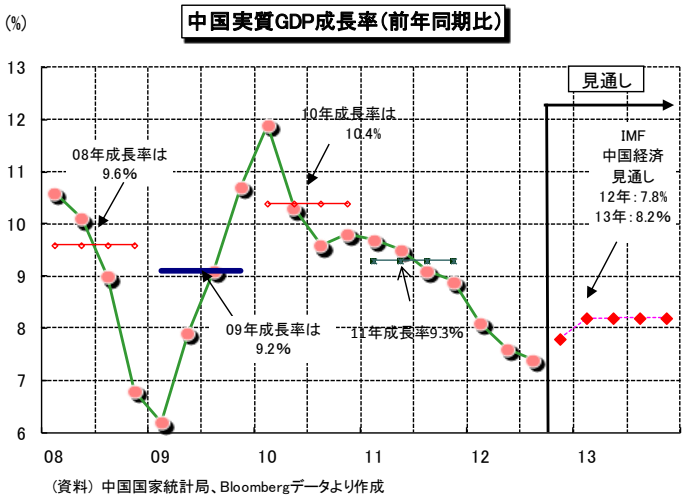
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1.5%の上昇ながら前年同月比では3.1%の低下となった。

一方、ユーロ圏では10月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.5%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、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%としたほか、9月には金融政策の浸透を図ることを目的に新たな国債購入策であるOMTの導入を決定した。今後も、ECBは金融緩和の効果を見極めつつ、緩和政策を継続するものと考えられる。

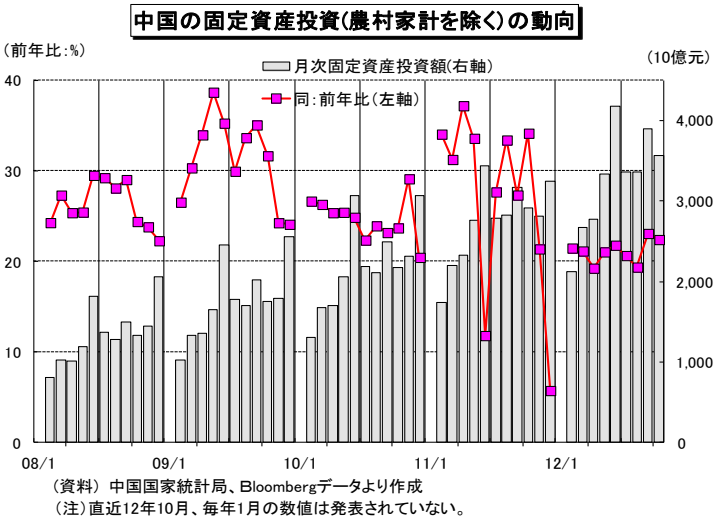
③ 中国経済

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、7～9月期の実質GDP成長率は前年比7.4%(前期比2.2%)と、7四半期連続の減速となった。しかし、10、11月に発表された経済統計に基づき判断すると、足元の景気は持ち直しの動きが現れ始めていると見られる。



(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成

まず、10月の消費(社会消費財売上総額)は前年比13.5%(実質ベース、7月:同12.2%、8月:同12.1%、9月:同13.2%)と、落ち着いた消費者物価動向(9月:同1.9%、10月:同1.7%)や中秋節・国慶節の大型連休期間(9月30日～10月7日)での高速道路の無料化などを通じて、緩やかな拡大傾向となっている。



(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成
(注)直近12年10月、毎年1月の数値は発表されていない。

また、中国のGDP成長率を大きく左右する資本形成(固定資産投資、農家投資を含まず)も、10月分が前年比22.4%と、国家発展改革委員会(マクロ経済の調整などを実施する行政組織)が9月初めに地下鉄など都市公共交通の整備やインフラ施設の整備に関する約1兆元規模(約13兆円)のプロジェクトを承認したことを受けて、底堅く推移している。ただし、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、かつてのような30%超の伸びにはならないと見られる。

輸出も、10月に前年比10.5%(7月:同1.6%、8月:同1.7%、9月:同11.4%)と、政府による輸出支援策(輸出還付税の引上げなど)の実施などによって、米国やアセアン向けの増加で伸び率が大きく持ち直した。ただし、輸出の先行きについては、欧州債務問題だけではなく、アメリカの「財政の崖」問題や日中関係の悪化などの影響も考慮する必要があり、中国の輸出環境はまだ厳しい状況が続くと想定される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

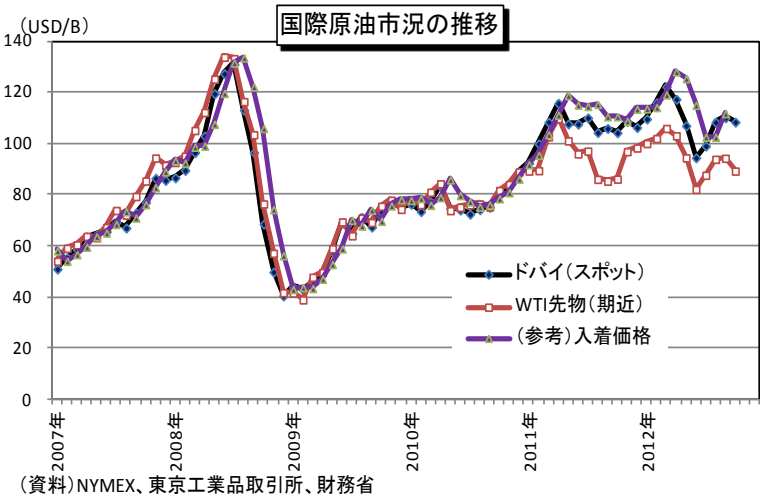
このほか、生産面でも、10月の鉱工業生産も前年比9.6%(7月同9.2%、8月同8.9%、9月同9.2%)と緩やかに拡大している。また、国家統計局などが発表した製造業購買担当者指数(PMI)も50.2と先月(49.8)から小幅上昇しており、製造業の生産動向にも底打ちの兆しが窺われる。

前述したように、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されている公共投資の効果も徐々に顕在化すると見られることなどから、年末にかけて景気は底入れし、緩やかに持ち直してくるだろう。12年を通しての成長率は8%を割り込むものの、13年には8%台前半の成長に戻ると予測している。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際原油市況は12年春にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などを背景に高騰した。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、原油を含む国際商品市況は調整局面に入った。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、その後は90ドル前後での展開が続いている。

先行きについては、欧州債務危機、米国「財政の崖」など、世界景気全体にとっての下振れリスクは少なくないが、世界経済は基本的に緩やかながらも持ち直し傾向が徐々に強まっていくとの想定から、原油価格も次第に上昇傾向を強めていくと思われる。ただし、シェールガス・オイルなどの増産傾向が強まっていることもあり、過度の高騰は回避されるだろう。国内への原油入着価格(CIFベース)については、12年度下期は115.0ドル、13年度は122.5ドル、14年度は130.0ドルと見込んでいる。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

一方で、米中西部での深刻な干ばつなど、世界的に天候不順が発生したことに伴い、夏場以降、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が高騰、高止まり状態が続いている。輸入穀物の高騰は先行き、農畜産物や食料品の価格などへ影響するが、所得が伸び悩む家計にとっては実質購買力の低下につながるばかりか、生産者にとっても適正な価格転嫁が困難なこともあり、収益圧迫要因になりかねない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2012～14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）	2014年度（予測）
名目GDP	%	▲ 2.0	0.0	0.6	2.1
実質GDP	%	▲ 0.0	0.8	1.3	0.7
民間需要	%	0.6	1.2	1.9	0.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.0	1.4	0.4
民間住宅	%	3.8	2.7	5.0	0.5
民間企業設備	%	1.1	0.1	2.0	2.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.1	0.2	0.1
公的需要	%	2.2	3.2	1.2	0.1
政府最終消費支出	%	1.9	1.8	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.2	3.9	▲ 1.5
輸出	%	▲ 1.4	▲ 1.1	0.2	4.6
輸入	%	5.6	4.4	2.6	5.0
国内需要寄与度	%pt	1.0	1.6	1.7	0.7
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.9	1.4	0.7
公的需要寄与度	%pt	0.5	0.8	0.3	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.8	1.4
国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 1.1	0.5	3.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	▲ 0.1	0.3	2.4
（消費税増税要因を除く）					*(0.3)*
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2	4.2
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.2	▲ 4.1	0.4	0.6
経常収支（季節調整値）	兆円	7.6	4.8	7.0	10.9
名目GDP比率	%	1.6	1.0	1.5	2.3
為替レート	円/ドル	79.1	79.6	81.6	84.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.08	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.82	0.88	0.94
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.8	122.5	130.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
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	2012年				2013年				2014年				2015年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.4	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	0.3	0.1	0.6	1.0	0.8	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2
実質GDP	%	1.3	0.1	▲ 0.9	▲ 0.1	0.3	0.5	0.4	0.7	1.1	▲ 1.3	0.7	0.1	0.2
（年率換算）	%	5.2	0.3	▲ 3.5	▲ 0.5	1.3	1.9	1.5	3.0	4.6	▲ 4.9	3.0	0.5	0.8
民間需要	%	1.0	▲ 0.1	▲ 0.6	0.2	0.2	0.5	0.4	1.0	1.8	▲ 1.8	0.9	0.1	0.2
民間最終消費支出	%	1.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	2.3	▲ 3.0	1.5	0.1	0.2
民間住宅	%	▲ 1.1	1.5	0.9	0.5	0.5	0.8	1.5	3.0	2.5	▲ 3.0	▲ 0.5	0.5	0.0
民間企業設備	%	▲ 1.9	0.9	▲ 3.2	0.5	0.3	0.2	0.9	1.8	2.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5	1.0
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.3	▲ 0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	1.6	0.9	1.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.1	0.5	0.3	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	4.2	2.6	4.0	1.5	1.2	1.0	0.5	0.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	3.3	1.3	▲ 5.0	▲ 2.0	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%	2.2	1.8	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	0.6	1.0	1.5	2.8	0.5	0.8	1.0	1.0
国内需要寄与度	%pt	1.1	0.2	▲ 0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.8	1.4	▲ 1.4	0.7	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.8	1.4	▲ 1.4	0.7	0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	1.6	1.4	1.4	1.1
国内企業物価　（前年比）	%	0.3	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.8	0.5	1.0	1.2	3.8	3.5	3.5	3.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	2.5	2.3	2.3	2.4
（消費税増税要因を除く）											*(0.4)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.3)*
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1
鉱工業生産　（前期比）	%	1.3	▲ 2.0	▲ 4.2	▲ 3.5	1.5	0.5	1.0	1.5	0.9	▲ 0.9	▲ 0.5	0.3	0.2
経常収支（季節調整値）	兆円	1.5	1.5	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1
名目GDP比率	%	1.2	1.3	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.6
為替レート	円/ドル	79.3	80.2	78.6	79.5	80.0	80.5	81.5	82.0	82.5	83.0	84.0	85.0	86.0
無担保コールレート（O/N）	%	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	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.80	0.80	0.85	0.85	0.90	0.90	0.90	0.90	0.95	1.00
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	116.0	123.2	105.9	115.0	115.0	120.0	120.0	125.0	125.0	130.0	130.0	130.0	130.0

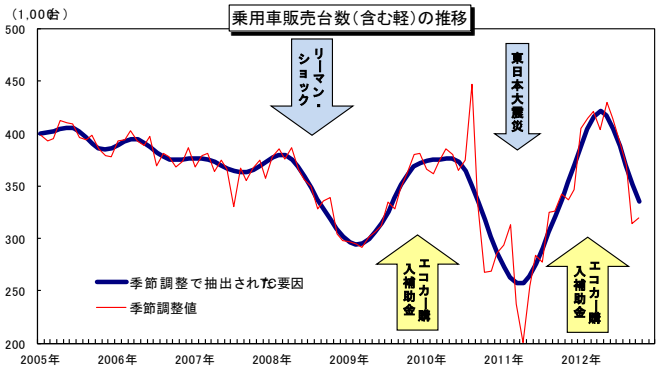
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

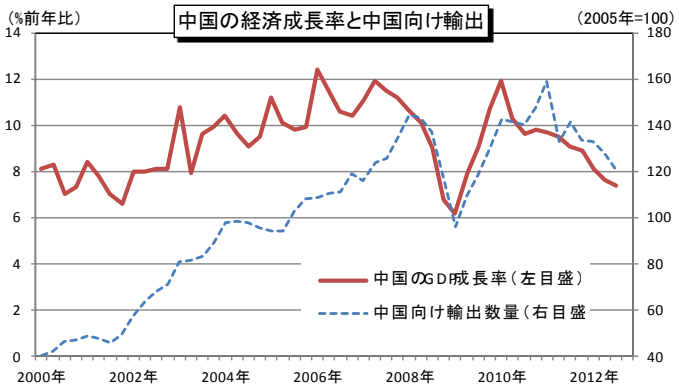
3. 2012～14年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し ～ 13年明け後はプラス成長へ

冒頭で触れた通り、国内景気は12年春ごろを「山」とした景気後退局面を辿っていると認識している。問題は、この景気後退はどの程度のものか、またいつまで続くのか、といった点であるが、結論的にはさほど深刻なものにならずに済むと考えている。その理由としては、海外経済の減速傾向が早晩終了すると見られること、自動車メーカーによる新型車投入が奏功し10月の乗用車販売が踏みとどまるなど、エコカー購入補助金制度終了の悪影響が強まる様子が現時点では見られないこと、などが指摘できる。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、また米国の「財政の崖」への対応も景気への影響は最低限に食い止められる努力がされると想定している。



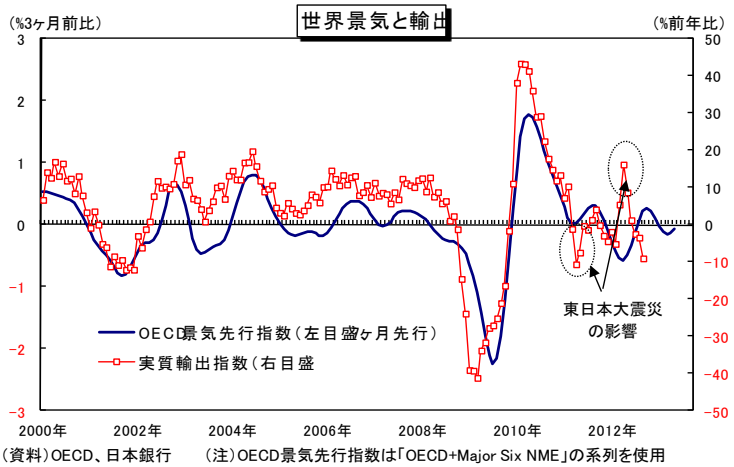
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所(備考)季節調整はX-12-ARIMA



(資料)財務省、Bloombergなどより作成

なお、最大の懸念材料は、尖閣諸島の国有化を契機に急速に冷え込んだ日中関係の悪化の影響がどうなるか、という点であるが、関係悪化状態そのものは長期化することは避けられそうもないが、中国での日本製品不買運動や日本企業の中国での現地生産停止は既に広範囲で出ており、今後さらに強まっていく方向にはないと想定している。それゆえ、日中関係悪化による直接的な景気抑制効果が最も強いのは12年10～12月期であると思われる。もちろん、13年1～3月期以降、中国経済の持ち直しが始めるが、冷え込んだ日中関係の影響で、これまでほどの対中輸出の回復は期待できないだろうが、減少し続けることもないと思われる。

さて、当面の国内景気を展望する上では、引き続き、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要などの動き、さらに14年度の消費税増税を前にした経済政策の展開などが重要と思われる。このうち、震災復興に関しては、被災自治体の行政処理能力や建設業などのボトルネック問題など、様々な難題を抱えており、国内景気を牽引するほどの勢いは想定できない。し

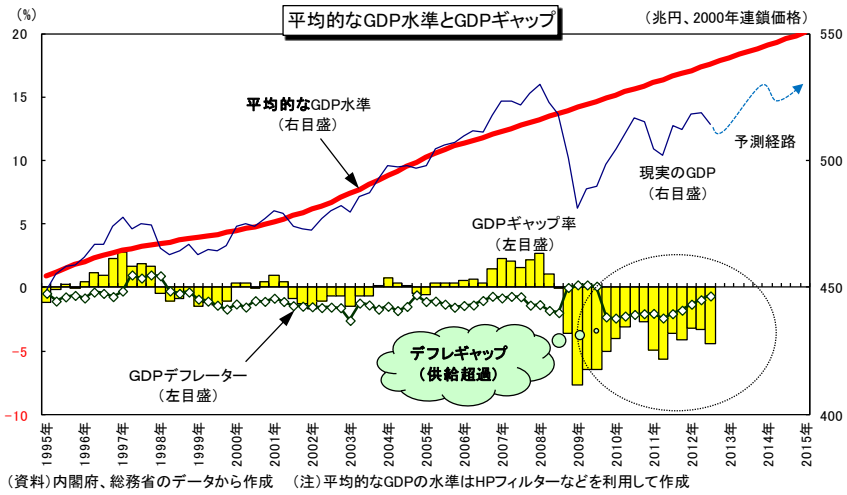


(資料)OECD、日本銀行　(注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

かし、復興事業が進展するにつれて、それらが呼び水となって住宅や企業設備投資など新規の民間需要を喚起する効果が強まることが期待される。海外経済についても、12 年末までには減速プロセスが終了し、13 年年明け後は持ち直しが開始、それを受けてわが国の輸出も緩やかな回復が始まるだろう。

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 10～12 月期については、前述のとおり、エコカー購入補助金終了後の自動車販売の反動減や欧州・中国向けの輸出低迷がすでに起きており、その状態が続くと見られる。そのほか、このところ回復傾向が強まっていた民間企業設備投資についても、再生可能エネルギー買取制度関連での需要はある程度見込まれるが、国内景気や輸出の悪化によって年度末にかけては設備投資計画の先送り姿勢が強まってくるだろう。それゆえ、2 四半期連続のマイナス成長（前期比年率▲0.5％）は避けられそうもないが、7～9 月期（前掲、同▲3.5％）からはマイナス幅は縮小するだろう。



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

一方、消費・輸出の悪化といった悪材料は 13 年 1～3 月期までには一掃され、代わって中国経済の底入れなどによって輸出の減少傾向が止まるものと思われる。また、民間最終需要などにも改善の動きが見え始め、プラス成長（同 1.3％）に転換してくるが、リバウンド力は限定的であろう。その結果、12 年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 0.8％**（2 年ぶりのプラス成長）となるが、前年度からのゲタ（1.4 ポイント）を割り込むなど、実質的にはマイナス成長である。なお、前回 9 月時点の予測値（1.9％）からは大幅な下方修正である。そのほか、**名目 GDP 成長率は 0.0％**（前回予測は 0.9％）と 2 年連続のマイナスはかろうじて回避される。一方、**GDP デフレーターは前年度比▲0.8％**（前回予測は同▲1.0％）と、11 年度（同▲1.9％）からは下落幅はだいぶ縮小するが、マイナス圏からは抜け出せないだろう。

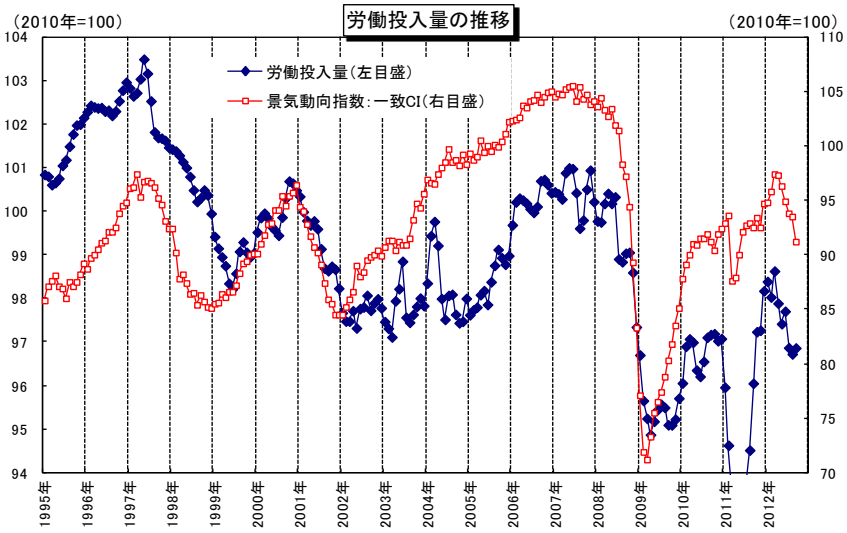
続く**13 年度**については、復興需要が引き続き景気の下支え役となり、担い手も「公的部門」から「民間部門」へ徐々にシフトしてくほか、米国や中国など世界経済全体の持ち直し傾向が強まっていくことを想定しており、外需も景気牽引役として一定の役割を果たすだろう。ただし、年度上期の成長は非常に緩やかなものに留まるだろう。なお、14 年度からの消費税増税を前に、一段の金融緩和措置が講じられるほか、年度下期にかけて民間消費や住宅投資などといった民間最終需要に駆け込み需要が発生すると思われる。年度を通じては、**実質ベースで 1.3％**（前回予測の 1.8％から下方修正）の成長を見込んだ。**名目成長率もプラス（0.6％）**を確保するだろう。ただし、GDP デフレーターは前年度比▲0.8％と、下落状態は続くだろう。

また、今回から新たに 14 年度を予測期間に加えたが、一般に、消費税増税が実施された場合、その直前（13 年度下期）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（14 年度入り後）はその反動減が出る、と考えるのは至極妥当であろう。問題は、その反動減による国内景気の落ち込みがどの程度続くのか、という点である。消費税の増税分は社会保障制度の安定財源として使われることから、政府が主張するように、それらは将来的な年金不安の解消に役立ち、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させる可能性がある点は否定しない。しかし、少子高齢化が今後も進行するわが国

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

において、賦課方式の強化策に類似した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。また、景気への影響度は、増税時の景気情勢にも左右されるはずであろう。税率3%の引上げは約6兆円の増税に相当するが、国内景気が増税ショックを吸収できるかどうかはかなり怪しい。それゆえ、14年4～6月期にはやや大きめのマイナス成長に陥ると思われる。その後、7～9月期にはリバウンドが発生するだろうが、増税による景気下押し効果は吸収できず、14年度を通じての景気実勢は低調なものになるだろう。**14年度を通じては、実質成長率は0.7%、名目成長率は2.1%**となり、実に17年ぶりに名実逆転が解消する(もちろん、その主因は消費税率引上げによるものである)。

雇用情勢についても、足元で求人数が減少に転じ、有効求人倍率の改善傾向が途絶えた。また、リーマン・ショック後の世界同時不況時に失業率は一時5.4%まで上昇し、その後の景気持ち直しに伴って4%前半まで低下したが、その水準からはなかなか低下しない。企業部門では景気持ち直しとともに労働投入量を増やしてきたが、主として残業時間増などで対応しており、雇用増にはあまりつながってないようだ。



(資料)内閣府、厚生労働省、総務省　(注)労働投入量は雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

7～9月期の労働力調査(詳細集計)によれば、最近は減少傾向にあるとはいえ、非労働力人口(4,519万人)のうち依然として409万人が就業希望である(失業者との違いは、求職活動をしているか否かだけ)。統計上の失業者が270万人であることを踏まえれば、見掛け上の失業率が4.2%(12年9月)である一方、真の失業率は10%前後ということになる(企業内の労働保蔵分なども考慮すれば、10%超になる)。13年入り後は、景気の再持ち直しが始まると予想しているが、一旦非労働力化した人々が労働市場へ再参入してく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。

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、消費税増税前までは非常に緩やかではあるが改善が進むと思われるが、**14年度最終四半期(15年1～3月期)は4.1%**、14年度は改善が一服すると予想する。

(2)消費者物価の見通し ～ デフレは継続

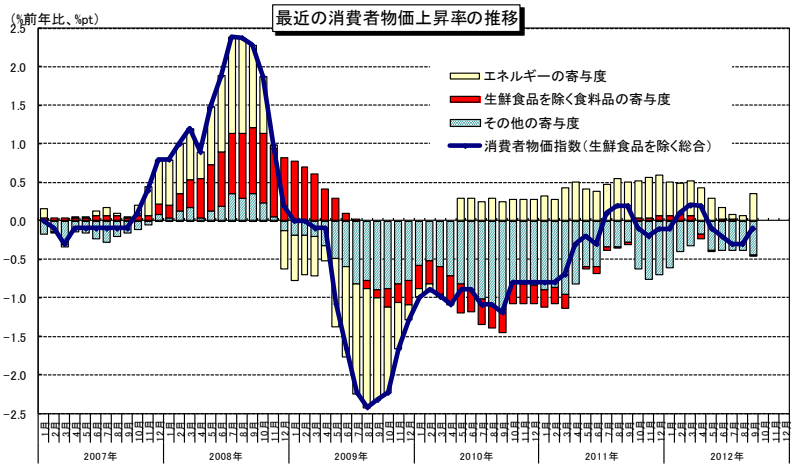
一方、物価動向に関しては、足元で電気料金やガソリンなどエネルギー関連で物価押上げ効果が強まっているが、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態が継続していることもあり、物価下落圧力は根強い。全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は12年2～4月に前年比プラスとなった後、5月には再び同マイナスへ転じ、その後も小幅ながらも前年比下落状態が続いている。

先行きも電気料金が上昇していく可能性があるほか、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は不可避と見るが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

では、そうした生活必需品的な部分での値上がりは実質購買力の低下につながり、消費財・サービス全体の需要減につながる。そうなれば、企業・生産者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。14 年度以降もデフレ環境が残れば、消費税増税分の価格転嫁が不十分な状況となる可能性も高い。

なお、当面は小幅の下落率が続くが、電気料金や石油製品などエネルギーの価格上昇傾向が続くと見られることや穀物高などの影響もあり、年明け後は再度前年比プラスに転じてくるだろう。ただし、**12 年度を通じてのコア 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、それらは世界経済の持ち直し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、消費税増税前の駆け込み需要が期間限定の一時的な現象であることもあり、ベース部分では依然として下落状態が続くだろう。**13 年度を通じては同 0.3%の上昇にとどまると予測する**。**14 年度は、消費税増税もあり、同 2.4%へ上昇率が高まる**が、増税要因を除けば、消費の反動減などによって国内景気の停滞色が強まることもあり、物価上昇率はあまり高まらないまま推移、日銀が当面の目標とする 1%には届かないだろう(**増税要因を除けば同 0.3%**と、13 年度と変わらず)。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

被災県における住宅着工の現状と課題

～住宅着工件数、求人倍率に注目して～

多田　忠義

要旨

12 年 9 月末に岩手県、宮城県で災害公営住宅整備計画が公表されたが、全体計画未定の福島県を考慮すると、整備の進捗率は 1 割に満たない。今後工事着手が増加するとみられ、集団移転の開始や災害公営住宅の入居が本格化するのは 13～14 年以降の計画である。一方、11 年の夏以降、被災県では住宅着工件数が増加基調であり、これらの地域で住宅着工は今後とも強含みで推移するだろう。ただし、住宅建設を担う人材が慢性的に不足する等、被災県における住宅供給を見通す上での課題が明らかになった。

はじめに

東日本大震災からの復旧・復興を見るうえで、住宅の再建は欠かすことのできない視点の一つであろう。防災集団移転事業や土地区画整理事業は現在も調整が続いており、集団移転の開始や災害公営住宅への入居が本格化するのは、早くても2013～14年以降とされている。一方で、被災者の生活再建は間断なく行われるべきであり、特に住宅再建を推し進めることは生活再建を実現する上で欠かせない。

そこで、本レポートでは主な被災県の住宅着工に焦点をあて、震災後の着工動向や今後の見通しについて考察することを目的とする。なお、本レポートの分析は、これまで一般に利用されてきた季節調整済着工件数や前年同月比の値を用いず、後方移動平均法を用いてトレンド分析を行なった。これにより、震災要因や景気変動、政策変化を織り込みつつ、中期的（数ヶ月～2 年程度）なトレンドを明らかにできると考えた。また、本レポートは住宅建設に携わる人材の求人状況に着目し、住宅着工の見通す上での課題を考察した。

図表1　東日本大震災における住家の全半壊数
（12年9月28日現在）

県名	住家被害					
	全壊		半壊		全半壊計	
	棟	%	棟	%	棟	%
岩手県	19,199	14.8	5,013	1.9	24,212	6.1
宮城県	85,311	65.9	151,719	57.2	237,030	60.1
福島県	20,841	16.1	70,901	26.7	91,742	23.3
茨城県	2,632	2.0	24,176	9.1	26,808	6.8
千葉県	799	0.6	10,021	3.8	10,820	2.7
全国計	129,391	100.0	265,096	100.0	394,487	100.0

（資料）総務省消防庁「平成23 年(2011 年)東北地方太平洋沖地震（東日本大震災）について（第146 報）」

被災県における住家の全半壊数

まずは、被災県における住家被害について確認したい。図表 1 は、12 年 9 月 28 日現在で判明している全壊、半壊棟数をまとめ、それらの上位 5 県（以下、被災 5 県）を示した。全国で全壊した住家の 6 割強が宮城県に集中し、岩手県、福島県で 2 割弱ずつである。また、同様に半壊では宮城県に 6 割弱、福島県に 3 割強、茨城県に 1 割弱である。こうした全半壊の多い地域では、リフォーム等による改修工事よりも、新築による再建か災害公営住宅等への入居、もしくは親族等との同居などが考えられる。そこで本レポー

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表2 災害公営住宅整備計画と進捗状況

県名	災害公営住宅計画戸数			県による需要見込み	入居開始予定（戸数、執筆時点）				
	執筆時点	うち、設計着手済	うち、工事着手済		12年～	13年～	14年～	15年～	未定
岩手県	5,600	251	459	5,600	44	2,052	3,001	336	－
宮城県	9,443	2,777	455	15,000	0	1,112	4,295	1,986	1,850

（資料）Web掲載情報（岩手県県土整備部建築住宅課、宮城県土木部復興住宅整備室）
注： 岩手県の整備計画は12年9月30日現在、整備状況は12年11月5日現在。宮城県の整備計画は12年9月30日現在、整備状況は12年10月31日現在。執筆は12年11月20日時点。

トは、まず災害公営住宅の整備状況を確認し、次に住宅着工件数の推移を分析することとする。

災害公営住宅の整備状況

復興庁が 12 年 11 月 9 日に公表した「復興の現状と取組」によれば、災害公営住宅の整備に着手した割合は、12 年 8 月末時点で 15%である。ただし、福島県分は全体計画未定のため計数算定の母数に含まれておらず、進捗率は 15%よりも低い値であると考えられる。ここでは、全体計画が公表されている岩手県と宮城県に注目して、最新の進捗を概観したい。

図表 2 は執筆時点（12 年 11 月 20 日）で確認できた災害公営住宅整備計画と進捗状況を取りまとめたものである。県が見込む災害公営住宅戸数に対し、宮城県では約 6 割が、岩手県では約 5 割が計画済みで用地取得等に向けて動き始めている。ただし、設計着手済であるものは、整備計画が確認できたもののうち、岩手県で約 1 割、宮城県で約 3 割であり、工事着手済のものは岩手県で 1 割強、宮城県で 1 割に満たない。また、宮城県による需要見込みを考慮すると、同県における進捗率はさらに低下する。両県の公表情報によれば、災害公営住宅に入居開始が本格化するのは 13～14 年以降の見込みである（図表 2)。宮城県の場合、気仙沼市で災害公営住宅の計画が未定となっている地域があるほか、名取市閖上地区、登米市、女川町小屋取地区、南三陸町の一部地区で入居開始の見通しが立っていない。また、福島県全体の整備計画は未定のままであり、県、市町村、地区など地域間で災害公営住宅の整備を巡って差が生じ始めている。被災者が安定した住居を手にし、本格的な生活再建に入るまでもうしばらく時間がかかりそうだ。

被災県における住宅着工件数の伸び

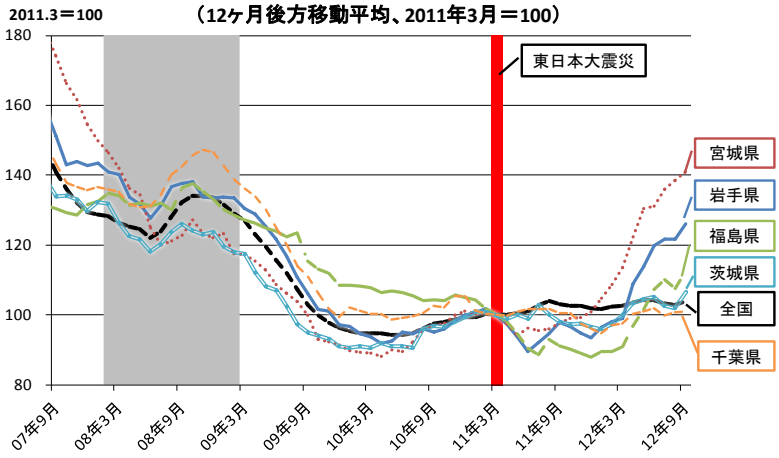
これまでみてきた住家被害、災害公営住宅の整備状況を踏まえ、被災県における住宅着工件数の推移を分析する。図表 3 は、被災 5 県における住宅着工件数について、11 年 3 月の件数を 100 として指数化し、その推移を 12 ヶ月後方移動平均で示したものである。東日本大震災前、減少傾向が続いてきた着工件数は、震災以降、岩手県と宮城県で上昇に転じ、両県とも住宅着工が活発である。他方、福島県は緩やかに上昇へ転ずるものの、岩手・宮城両県程の伸びを示さないことが特徴である。一方、茨城県、千葉県はほぼ横ばいである。図表 2 で確認した通り、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

災害公営住宅の着工はこれから増加する見込みであるため、図表３でみられる着工件数の伸びは、主に持家や賃貸・分譲等の着工であると考えられる。また、この着工件数に自力で住宅再建を始めた人も含まれるとみられる。なお、福島県では原発事故による放射能汚染の問題から、被災者の生活再建先のめどが立たず、自力による住宅再建は岩手県や宮城県に比べ進まない状況であると考えられる。

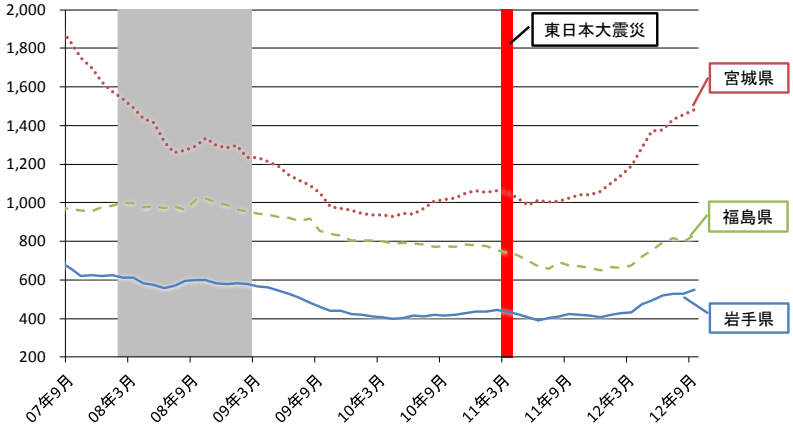
次に、住宅着工ペースを把握するため、全壊の特に多い上位３県の住宅着工件数（実数）で 12 ヶ月後方移動平均のグラフを作成した（図表 4）。震災後、3 県はいずれも一段の減少傾向を示したのち、緩やかな増加に転じているが、宮城県は、他の 2 県よりも早い時期から着工件数が増加している。そこで、図表 4 から得られる情報を用いて、宮城県における全壊した 8.5 万棟が 11 年 9 月以降の着工ですべて新築されると仮定した場合の着工見通しを簡便に試算する。着工件数は 11 年 9 月に 1,000 件、12 年 9 月には 1,500 件と増加していることから、年率 500 件のペースで増加すると仮定した場合、13 年 9 月には 2,000 件、14 年 9 月には 2,500 件まで着工件数は増加し、15 年 5 月には 11 年 9 月から累積で 8.5 万件が着工するとの結果を得る。ただし、着工ペースが後方移動平均の値で 2,000 件／月を上回ったのは、宮城県の場合 07 年が最後で、また、2,500 件／月のペースは 96～97 年の消費税増税前駆け込み需要期が最後であり、実際には月 2,500 件／月のペースを下回る可能性が考えられる。この点について、次節で労働力供給の観点から検討を加えたい。

図表3 被災5県における住宅着工件数の推移
（12ヶ月後方移動平均、2011年3月＝100）



（資料） 国土交通省「住宅着工統計」（注）グレー帯は、内閣府発表の景気後退期。

図表4 岩手県、宮城県、福島県における住宅着工件数の推移
（12ヶ月後方移動平均）



（資料） 国土交通省「住宅着工統計」（注）グレー帯は、内閣府発表の景気後退期。

有効求人倍率と就業人口の推移

住宅建設は、建設資材、機械、人材（労働力）などがそろって実現するものであるが、被災地からは、現場技術者が不足し、受注残が高水準であると聞く。そこで、住宅建設に欠かすことのできない労働力の面から、住宅着工の見通しについ

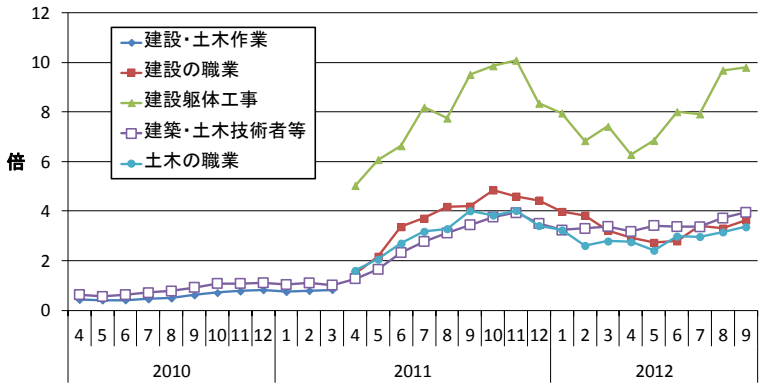
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

て考察を深めたい。なお、この節では職業別求人倍率のデータが入手可能な宮城県を対象とし分析する。

図表 5 は、宮城労働局が毎月公表している建設関連業種の求人倍率である。東日本大震災の発生する 11 年 3 月までは求人倍率が 1 前後であったのに対し、震災直後から大きな伸びを示し、建設躯体工事は 6～10 倍で高止まりし、建築・土木技術者等も 3～4 倍で推移している。こういった業種は、一般に一定の現場経験や資格取得が必要とされることが多く、短期間の研修で人材を育成できないとされている。それゆえ、有効求人倍率が長期間にわたって高止まりしている実態を考慮したうえで、被災県の住宅再建を見通す必要があろう。

もうひとつの指標に、国勢調査で得られる建設従事者数があげられる（図表 6）。これをみると、95 年を境にどの県でも建設従事者は減少に転じ、10 年には 80 年の水準にまで減少したことが分かる。なお、1980 年代の住宅着工件数を後方移動平均

図表5 宮城県における建設関連業種の求人倍率の変化



（資料）宮城労働局「安定所別求人・求職バランス」各月版より作成
注 2010年3月までは建設・土木作業、4月以降は建設の職業、建設躯体工事、土木の職業に再編成されたため、計数は接続しない。また、掲載の値は住宅関連に加え、土木工事関係の求人も含まれている。

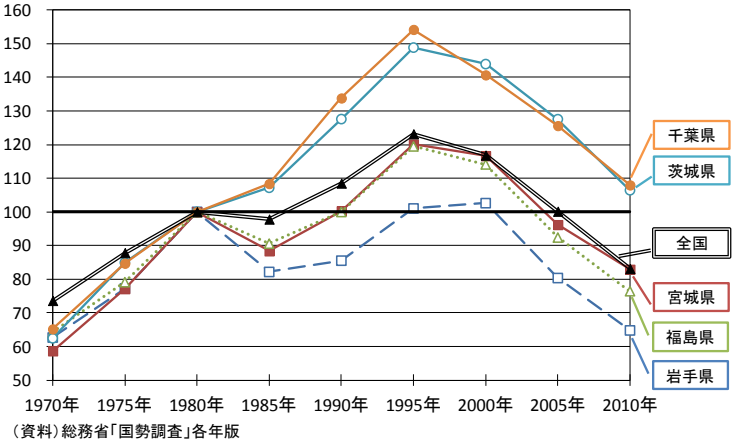
でみるとおよそ 2,000 件／月であった。当時に比べ、近年の住宅建設はプレカット材の使用やユニット工法などにより、工期の大幅短縮を実現しているものの、機械化や資材の変化だけでは対応できない、技術者が必要とされる機会も依然多く、今回の震災における住宅着工のペースは後方移動平均でみた場合、2,000 件／月を上回ることは難しいと考える。

おわりに

本レポートは、12 ヶ月後方移動平均を用いて、住宅着工件数の中期的なトレンドを把握することにより、被災地における住宅着工件数の増加基調を確認することができた。また、宮城県における建設業関係の求人倍率の推移を検討し、慢性的な人材不足と、それが住宅供給の頭打ちを引き起こしうると指摘した。

被災県における住宅着工の課題は、これまで述べた技術者不足のほかに、いわゆる二重ローン対策など住宅建設資金の諸問題も内包する。こうした現状にも十分配慮しながら、引き続き被災地の住宅復興・生活再建の実態に、今後も迫っていきたい。

図表6 建設業従事者の推移（1980年＝100）



（資料）総務省「国勢調査」各年版

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

地域金融機関に影響を与える人口構造変化

安藤　範親

はじめに

日本は、少子化による人口減少社会を迎えるとともに、2012 年からは団塊の世代が 65 歳に達し、急激な高齢化が進んでいる。25 年までには、65 歳以上人口の割合が約 3 割と、高齢化が一層進行する見通しとなっている（図表 1）。

将来の人口構造の変化は、世帯の規模や構成、高齢者の家族関係などに大きな影響を与えると考えられている。このような環境変化に対し、金融機関のリテールビジネスは、どのような対応が求められるのだろうか。

世帯変動の推移

国勢調査から、最近の未婚率を見ると、2010 年の 30－34 歳の未婚率は、特に東京都で高く、男子 60%弱、女子 40%を超えており、その他の地域でも男子 45%前後、女子 30%前後になる。

少子高齢化と共に、晩婚化・未婚化の進行は、世帯構成へ影響を及ぼす。最近では、単独世帯や夫婦のみの世帯、ひとり親と子からなる世帯など、より小規模の世帯が増加している。将来的には、単独世帯がますます増加する中で、核家族世帯の比率が低下する傾向が予想されている（図表 2）。

地域金融機関への影響

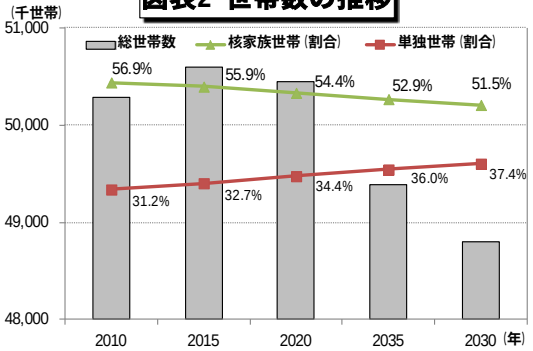
地域金融機関は、法人向け資金需要が弱含むなかで、個人リテールの推進に注力しており、その中でも住宅ローンビジネスが中心的な役割を担っている。

図表1 総人口と年齢3区分別人口割合の推移

年次	総人口（千人）	割合（%）		
		0-14歳	15-64歳	65歳以上
2015	126,597	12.5	60.7	26.8
2016	126,193	12.3	60.2	27.5
2017	125,739	12.2	59.8	28.0
2018	125,236	12.0	59.6	28.4
2019	124,689	11.9	59.4	28.8
2020	124,100	11.7	59.2	29.1
2021	123,474	11.6	59.0	29.4
2022	122,813	11.4	59.0	29.6
2023	122,122	11.3	58.9	29.8
2024	121,403	11.1	58.8	30.1
2025	120,659	11.0	58.7	30.3
2026	119,891	10.8	58.7	30.5
2027	119,102	10.7	58.6	30.7
2028	118,293	10.5	58.5	31.0
2029	117,465	10.4	58.3	31.2
2030	116,618	10.3	58.1	31.6

（資料）国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」

図表2 世帯数の推移



（資料）国立社会保障・人口問題研究所
「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」（2008年3月推計）

しかしながら、上記に示したように、今後は少子化の進展や単独世帯の増加により、住宅購入層の減少が見込まれ、住宅ローンを収益の柱としてきた戦略を見直す必要に迫られている。

今のところ、地域金融機関の多くは借り換えを含む新規住宅ローン実行額が約定返済金額を上回っており、住宅ローン残高はまだ増加基調を保っている。

しかし、公的機関・民間金融機関を合わせた住宅ローン残高合計は、2000 年以降 180 兆円台前半のほぼ横ばい水準で推

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

移した後、06 年以降は減少に転じ、足元では 180 兆円を割っている（図表 3）。また、新設住宅着工戸数を見ても、98 年以降は 120 万戸/年前後だったが、07・08 年に 100 万戸/年強に低下、09 年以降は 100 万個を割り 80 万戸/年前後と低下傾向にある。

今後も人口減少に合わせて市場は縮小すると見込まれ、地域金融機関間の住宅ローン獲得競争は、さらに激しさを増すだろう。それに備えるためにも、人口構造の変化に合わせたリテールビジネス全体の収益向上を図っていく必要がある。

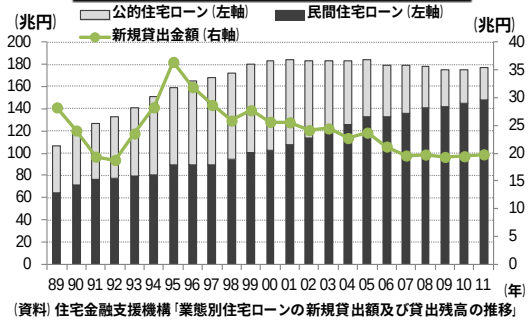
求められる対応

住宅ローンの新規貸出対象となる 30 代や 40 代については、市場縮小によるさらなる競争激化が見込まれるため、より一層の顧客や住宅業者への対応強化、満足度向上を図り既存の関係を深化させる必要があろう。さらに、住宅ローンを軸に顧客のライフサイクルに合わせたクロスセルの推進で顧客との接点を維持し続けるための取り組みが重要となる。

また、2008 年の住宅・土地統計調査によると、空き家率は 13.1%と、ほぼ 7 戸に 1 戸は空き家である。中古住宅市場に対するリフォームローンの推進も必要となろう。

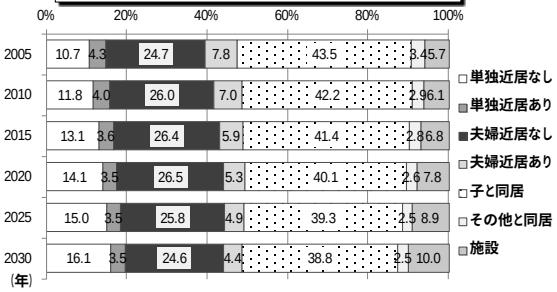
一方で、高齢者人口の増加に対しては、高齢者向けサービス付き住宅の購入に向けた対応や、住み替え時の金銭負担の軽減等を図るリバースモーゲージの供給促進が必要となろう。また、高齢者の居住状態は、とりわけ単独世帯や高齢者の施設利用が増加する（図表 4）。高齢者単独世帯は、夫婦高齢者世帯に比べて持ち家率が低いため、住居費の割合が高くなる

図表3 住宅ローン市場規模の推移



（資料）住宅金融支援機構「業態別住宅ローンの新規貸出額及び貸出残高の推移」

図表4 65歳以上の居住状態構成の推移



（資料）国立社会保障・人口問題研究所「高齢者の居住状態の将来推計-方法と仮定-」（2012年3月）

傾向にあることから、金融機関としては、なるべく早い時期から将来の備えとして、介護保険や個人年金保険の推進などでサポートすることが求められる。さらに、昨年登場した孤独死の増加による家賃収入や清掃・修復費用などのリスクに対応した家主向けの損害保険の取扱いも必要となるだろう。

おわりに

以上のように、人口構造の変化に合わせて金融機関の対応も変わる必要がある。とはいえ、小山（2012）によると、日本の家族構造には地域性があり、東北では、高齢期においても親族との同居が維持されるが、九州や四国では、親は子ども夫婦と別居する傾向がある。それぞれの地域性に即した戦略の策定も重要な視点であろう。

・小山泰代「世帯変動の地域的動向（人口問題研究 2012 年 6 月）」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

ニッチ住宅ローン市場への対応と効果

～店舗等併用住宅ローンと女性専用住宅ローンを中心に～

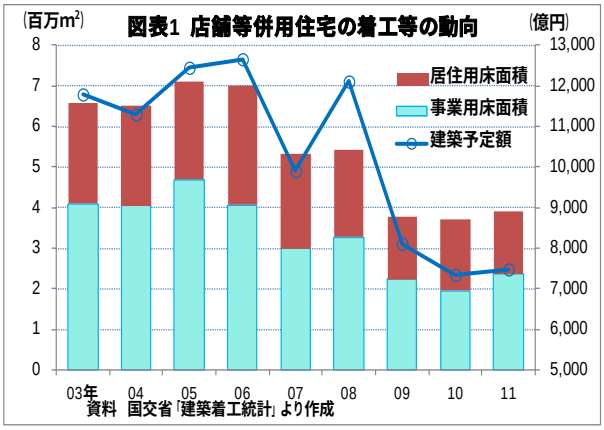
渡部　喜智

店舗等併用住宅ローンの融資対応力

一つの建物に、建築主の自己居住スペースと店舗・事務所・作業場等の事業用スペースが併設されるものがある。そのような建物は建築統計上、「居住産業併用建築物」と称されるが、以下では「店舗等併用住宅」という通称を用いる。

店舗等併用住宅の場合、単純に「住宅」には区分されない。自己居住用スペースが延べ床面積の 20%以上あれば、その居住スペース面積は「住宅」着工統計に計上される。一方、残りの事業用スペースは「産業用建築物」に区分される。例えば、開業医が 250 ㎡の建物を新築し、自己居住用と医院に 6：4 の比率で利用するとすれば150m²は住宅に、残りの100m²は医療業用に区分される。

図表１は店舗等併用住宅の着工推移であるが、景気低迷を映じ同様に低迷していることが見て取れる。03～05 年の店舗等併用住宅の着工面積は 6.5～7 百万m²程度であったのが、リーマン・ショック後の 09 年以降は４百万m²を割り込んでいる。また、その建築予定額も 03～05 年には１兆２千億円前後であったが、近年は７千億円台前半へ減少しており、同ローン市場も縮小していると推定される。



図表1 店舗等併用住宅の着工等の動向
資料 国交省「建築着工統計」より作成

また、店舗等併用住宅の建築予定金額は専用住宅のそれの 6%相当であり、専用住宅ローン市場に対し規模的に極めて小さく、ニッチ的性格を帯びることになる。

それでは店舗等併用ローンが専用住宅ローンと違う融資対応力を求められる要因とは何か。いくつかあげてみよう。

店舗等併用住宅ローンの償還財源は、基本的に借入者の事業利益に依存する。従って、各事業にわたる融資の審査ノウハウの蓄積と適用が必要となる。個別案件について、定量的な情報に基づく信用スコアを定性的に修正・拡充する対応等も求められる。以上のような審査プロセスにおいては、当然手間がかかってくる。

融資対象不動産に抵当権が設定され担保となるのは同様だが、返済が止まり担保物件の処分となった場合に、事業用スペースがある故に、専用住宅と比べ売却がより難しくなる。すなわち、買い手の範囲が制約され、売却価格が物的な評価価値を下回るリスクが大きくなるわけだ。

また、自己資本比率規制の信用リスクウエイトにおいて、専用住宅ローンのリスクウエイトが 35%であるのに対し、店舗等併用住宅ローンはすべて事業・個人向け融資のリスクウエイト 75%が適用される。これにより自己資本に掛かるコストの差が生じ、より多くの自己資本を必要とする。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

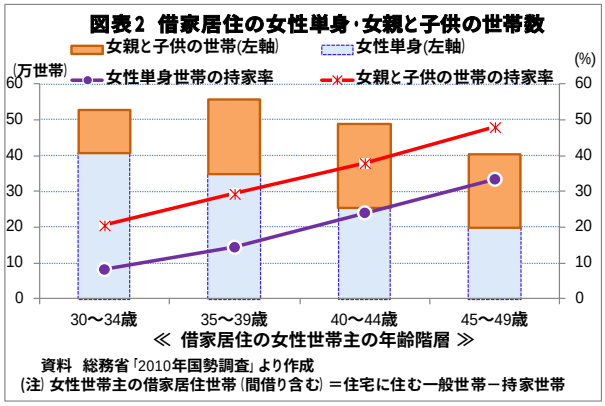
単身女性やシングルマザーの住宅借入

単身女性や「シングルマザー」と言われる子供を持つ独身女性から、住宅借入のアプローチをした場合の難しさ等を指摘する声は依然少なくない。

図表 2 は、主要な住宅取得世代である 30～40 歳代の単身女性とシングルマザーの借家居住世帯数と、同年齢層の持家（自己住宅保有）比率である。30 歳～40 歳代では両者合計で累計 200 万世帯近い借家居住世帯があり、年齢層が上がるとともに持家取得が進むことが読み取れる。

ただし違いもある。単身女性の持家比率は各年齢層にわたり、単身男性より 2～3%程度高い。生活設計上、持家取得意欲が高いことが分かる。一方、シングルマザーの持家比率はシングルファーザーに比べ、各年齢層にわたり 10～20%程度低い。これは所得条件等が相対的に劣後していることもあろうが、融資へのアクセス確保が必ずしも十分ではないことも背景として推定される。潜在的なローンニーズとともに課題も想定されるよう。

それでは男女の属性に関し、融資審査上の信用スコアリングに調整を行うべき違いはあるだろうか。例えば、信用スコアリングで最も重要な要素である償還財源としての所得の差はどうか。



統計上、男女間の給与額に差は存在するが、その差は縮小している。厚生労働省「賃金構造基本調査」によれば、全年齢階層平均の男女の給与差は 00 年に 37.6%だったが、11 年には 32.4%へ縮小、その縮小は全年齢階層を通じ見られる。役職の寄与部分を除くと、男女間の差は無くなっており、一部統計では若年層の男女逆転も見られる。09 年の総務省「全国消費実態調査」では、30 歳未満の単身世帯女性の単月可処分所得（21 万 8,156 円）は同年齢の単身男性（21 万 5,515 円）を上回った。雇用や賃金への調整圧力は男女を問わず厳しさを増しており、所得の水準やその将来（持続）性について、女性が男性に劣位するという見方も当てはまらなくなっていると考えるべきだ。

以上のように信用スコアリング上、男女という属性に意味が乏しいことを踏まえれば、適切なリスク分析を強化することと併せ、単身女性やシングルマザー等の住宅借入アクセスを改善していくことは、貸出機会の創出につながる。そのような借入アクセスの改善対応の一つが「働く女性専用ローン」というような専用商品の販売だ。

ニッチ住宅ローン対象ごとにローン商品を区分・設計し販売することにより、潜在的借入ニーズへの情報発信が高まり借入相談等のアプローチが誘因される。一方、金融機関内部ではニッチ住宅ローン市場への対応を行っていく方針を明確化するメッセージ効果やローン相談対応の質向上、審査の効率化も期待される（注）。住宅ローン市場のすき間を埋めて行くニッチ・ローン戦略の相乗効果を見据えた課題解決型の取組みが重要だ。

（注）先進行としてスルガ銀行があげられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第 20 回＞

バルチック海運指数　（中）

安藤　範親

指数の変動要因

バルチック海運指数（BDI）は、2012 年 2 月に 1986 年以来の水準まで低下するなど、現在に至るまで低調な推移を続けている。このように長期にわたって低迷する背景には何があるのか、BDI の変動要因から探ってみたい。

BDI は、船腹の需給バランスにより変動するが、その船腹需給は、直接的には海上貿易量によって規定される。また、間接的にはその荷動き量の背景となる主要貿易国および世界経済の景気変動に影響を受けている。好景気で鉄鉱石や穀物などの原料需要が増えると指数は上昇し、逆に不景気で需要が減ると減少する傾向にある。そのため、これら商品市況の動向が BDI に影響する。

鉄鉱石と穀物の需給動向

まず、鉄鉱石についてみると、中国の動向が国際市場に大きく影響している。全体の中国の鉄鉱石輸入量は、2000 年初頭は 2 割前後だったものの、09 年以降は 6 割前後とその割合を大きく高めている。この需要の急拡大は、鉄鉱石の値決め方式を 08 年 11 月末以降、1 年間の固定価格契約から、スポット価格連動へと変えた。その結果、中国の買い付け価格が鉄鉱石相場の事実上の指標となった。これにより、鉄鉱石市況を左右する中国の景気と鉄鋼業動向、また主要港の鉄鉱石在庫量などが BDI の変動要因となっている。

次に、穀物についてみると、南米や北米産の穀物収穫時期という季節要因が影響する。例えば、トウモロコシや大豆は、南米産の収穫及び出荷が 2～5 月までにピークを迎え、北米産が 9～11 月となる。この時期を迎えると、船腹需給が引き締まるが、収穫期が終わり、荷動きが減少すると需給は緩む。また、不作予測が出ると輸出減が見込まれることから、船腹の過剰感が強まり BDI の下落要因となる。

船腹の需給動向

以上のように BDI は、製品原料の需給動向を反映することから、景気の先行指標として利用されている。ただし、BDI を見る場合、荷動きだけでなく、船腹供給量と船腹需要のバランスに注意する必要がある。前回もふれたが、08 年のリーマン・ショック前までは、世界景気の拡大を背景に船腹需要が高まり、新造船建造計画が相次いだ。しかしその後は、景気後退に伴う船腹需要の減退や当時発注された新船の相次ぐ竣工により、船腹供給過剰となり長期にわたる価格低迷要因となっている。

このように需要拡大時は、係船（船を港につなぎとめること）解除と新造船建造により比較的弾力的に対応するが、縮小に対しては非弾力的となる。これは、運航コストに占める固定費の大きさから、運航を続けることによる欠損と係船費用が同額になるまで運航が継続されることや、船員雇用の社会的問題などから係船ないしは解体が容易に行われないためである。それゆえ、海運市場は概して好況期間が短く、不況期間が長い。

次回は、BDI と海運業株価の関係やその他の運輸指標について見てみたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

連　載

新興国ウォッチ！　＜第７回＞

為替制度(7)：中国における通貨バスケット制

多田　忠義

中国における為替管理制度

中国は 2005 年 7 月 21 日、それまでの米ドルペッグをやめ、通貨バスケットを参考にした、管理フロート制に移行した。銀行間為替市場における人民元の対米ドルなどの外貨取引価格の変動幅は、当局によって管理され（対米ドルの場合、前営業日取引仲値の上下 1%以内）、通貨バスケットに対して人民元を連動させていないという特徴をもつ。また、為替の管理・運用にあたっては、国家外貨管理局が外貨管理を所管し、中国人民銀行が人民元レートの管理等を所管する。なお、通貨バスケットの構成は非公開である。

世界最大の外貨準備高

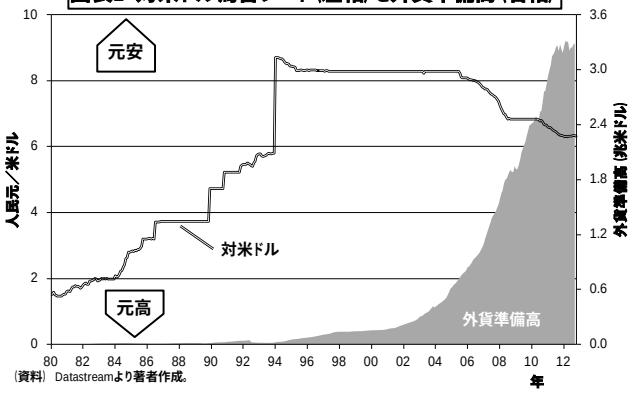
12 年 9 月末現在、中国は 3.29 兆米ドルの外貨準備高を有し、その額は世界第 1 位である。これは、外国為替市場に政府が積極的に介入して人民元レートを安定化させながら、対外貿易（輸出）や外国直接投資の拡大を図ったためと考えられる（図表 1、2）。通貨バスケットを参考とする管理フロート制に移行した 05 年以降、緩やかに人民元高へと舵を切ったが、08～09 年の世界経済低迷時には、対米ドル為替レートを事実上ほぼ固定するなど、依然として中国当局による為替コントロールが行われている。

現在、人民元の外貨為替レートと購買力平価との間には大きな隔たりがある。世界銀行（World dataBank）によれば、11 年の購買力平価は 1 米ドル＝4.16 人民元であるのに対し、為替レートは 1 米ドル＝6.46 人民元であった。近年、この差は中国のインフレや緩やかな人民元高政策により縮まる傾向にあるが、依然、人民元の切り上げ圧力が高いとみられる。

今後の中国における為替管理

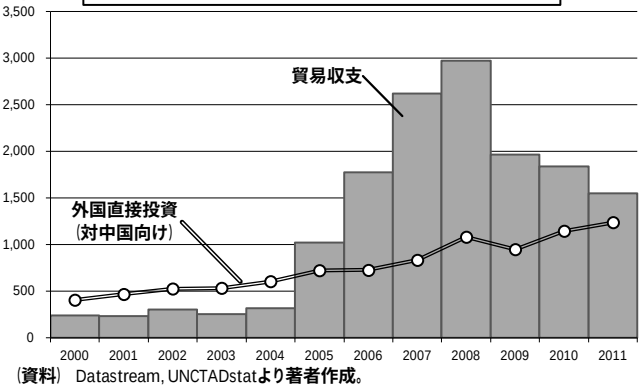
中国経済が 11 年 1～3 月期以来 7 四半期連続で減速したことを受けて、輸出回復を狙ったとみられる対ドルでの人民元安が一時強まった。一方で、日欧米で金融緩和が相次ぎ、国際金融資本が中国に流入しやすい状況にあるため、人民元高の圧力は増している。中国当局は、為替変動の自由度を高める方針を表明したものの、急激な変動による中国経済悪化を防ぐために、今後も為替レートの安定化に向けて引き続き介入すると思われる。

図表1 対米ドル為替レート(左軸)と外貨準備高(右軸)



(資料) Datastreamより著者作成。

図表2 中国における貿易収支・外国直接投資の推移



(資料) Datastream, UNCTADstatより著者作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます