潮　流

第三の矢の行方

代表取締役専務　岡山　信夫

第2次安倍内閣の経済政策は、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略、のいわゆる三本の矢の政策が柱となっている。金融政策では、インフレ率2%を目標に政府・日銀が連携して金融緩和を強化し、財政では、13兆円の12年度大型補正予算で公共事業を中心に財政出動を進める。金融市場では、金融緩和がさらに強化されるとの見通しの下で、政権交代前から円高修正の動きが強まり、足下ではドル円で 93 円台までドルが買い戻されており、これを好感して株式市場も堅調に推移してきた。

しかし、留意しなければならないことは、金融緩和策や積極的な財政政策そのものに新たな付加価値を生み出す力があるわけではない、ということだ。それらは、需要の前倒しにつながり、成長率を高め、景況感を改善するが、前倒しされた需要が一巡すればその後は再度需要不足に逆戻りしてしまうことになる。例えば、プラザ合意後の円高不況対策のための金融緩和長期化は、極端な資産バブルを生み、その後の長く深い不況につながった。また、自ら「世界一の借金王」と自嘲気味に評した小渕内閣の合計42兆円の経済対策も IT バブルの呼び水になったが、デフレ脱却を実現することはできなかった。金融財政政策のみでは潜在成長率を高め、デフレからの脱却を実現することは困難なのである。その意味で、金融緩和策や積極財政政策にあわせて成長戦略が重要になるということに異論はない。

前政権（野田内閣）においても日本再生戦略と名付けられた成長戦略が策定されている。その内容は、グリーン（エネルギー・環境）、ライフ（健康）、農林漁業（6次産業化）の重点3分野と、担い手としての中小企業を加えた4つのプロジェクトにおける重点施策実行等により、「2020 年度までの平均で、名目成長率3%程度、実質成長率2%程度を目指す」というものであった。

安倍内閣では、経済財政諮問会議を復活しマクロ政策の基本設計を担わせ、成長戦略の具体策立案のために日本経済再生本部およびその下部組織として産業競争力会議を設置し、議論をスタートさせた。第1回産業競争力会議の議論を踏まえ、安倍総理は日本経済再生本部本部長として、規制改革の推進、イノベーション／ IT 戦略の立て直し、経済連携の推進、攻めの農業政策の推進など 10 項目を喫緊の重要政策課題に関する当面の対応として関係大臣に指示している。

しかし、規制改革の重点分野として雇用や健康・医療などの分野が挙げられていることなどには注意が必要である。そもそも厚生労働に関連する分野の規制は、「国富の拡大」や企業利益の視点から捉えられるべきものではない。同様に、農林水産業の制度についても社会的共通資本の維持の観点からその必要性を判断すべきである。

混合診療の適用拡大や解雇条件の見直しなどが、国民が求める経済成長につながるのか。それよりも、将来の発展に結びつかない投資を生む単年度予算主義や、金融緩和効果を実質的に減殺する金融規制等、根本的に見直すべきものはほかにあるのではないか。構造改革路線時代と変わらない規制改革論議の復活で、新しい成長が描けるとは思えない。第三の矢の行方がアベノミクスの成否の鍵を握っている。

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

情勢判断

国内経済金融

国内景気は緩やかな持ち直しを開始

～アベノミクスによる円安・株高で景況感が回復へ～

南　武志

要旨

安倍内閣が推進する日本経済再生に向けた積極的な経済政策（アベノミクス）への期待から、円安・株高傾向が続いている。企業・家計の景況感が改善に向かっているほか、昨秋の景気悪化の原因となった自動車関連の減産はすでに一巡していること、海外経済の回復による輸出増、さらに震災復興事業の本格化などが加わってくることから、12 年末までに底入れした国内景気は先行き徐々に回復傾向を強めていくだろう。

一方、白川日本銀行総裁の早期退任表明により、3 月 20 日には日銀は新体制に移行する予定となった。できるだけ早期に 2%の物価上昇を実現するというコミットメント達成に向けて、4 月にも日銀は一段の緩和措置を講じる可能性が高いだろう。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2013年 2月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	0.096	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.2700	0.25～0.28	0.20～0.28	0.20～0.28	0.20～0.28
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	0.65～0.95	0.70～1.00	0.70～1.10	0.70～1.20
	5年債	(%)	0.130	0.10～0.20	0.10～0.20	0.10～0.20	0.10～0.20
為替レート	対ドル	(円/ドル)	93.5	88～98	88～100	90～103	92～105
	対ユーロ	(円/ユーロ)	124.0	115～128	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	11,309	11,250±500	11,500±750	11,750±1,000	12,000±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2013年2月21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

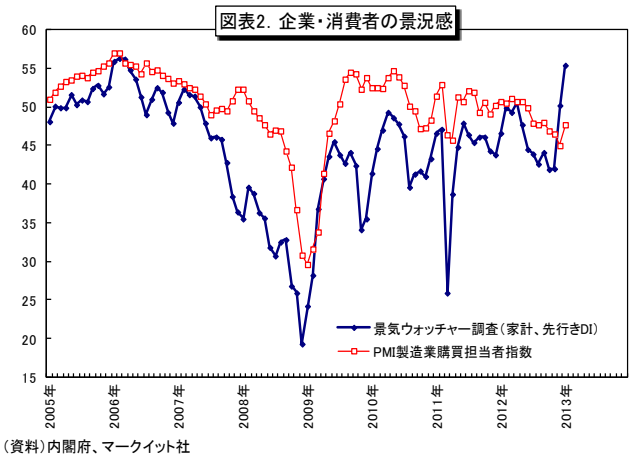
第 2 次安倍内閣は「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚起する成長戦略」といった「3 本の矢」と位置づける政策運営を本格化している。金融資本市場では、衆院解散前後からいわゆる「アベノミクス」への期待感から、円高修正・株価持ち直し、といった反応をしてきたが、現時点でもその流れは続いている。2 月中旬の G7・G20 の財務大臣・中央銀行総裁会議では、一部から円独歩安への警戒も出たものの、デフレ脱却や成長促進を目指すアベノミクスは事実上容認された格好となった。

一方、2012 年度入り後は悪化が続いてきた国内景気であるが、足元では持ち直しに向けた動きも散見されつつある。鉱工業生産は 12 年 9 月を底に上昇基調となっているほか、輸出（実質輸出指数）も 13 年 1 月には前月比 2.2%と上昇に転じている。企業の景況感も改善方向に向かっている。

景気の先行きについては、米国・中国など主要な海外経済が改善傾向となって

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いることもあり、輸出持ち直しが早晩実現すると見られるほか、大型補正予算執行による景気刺激効果なども期待されることから、近々、持ち直しの動きが始まると思われる。12 年 10～12 月期の経済成長率は前期比年率▲0.4%と 3 四半期連続のマイナスとなったが、13 年入り後はプラス成長に転じ、徐々に成長率を高めていくだろう（詳細は後掲レポート「2012～14 年度改訂経済見通し」をご参照ください）。



（資料）内閣府、マークイット社

一方、物価動向に関しては、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。12 月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）では、電気料金・ガソリンなどといったエネルギー価格の押上げ効果が弱まったこともあり、再び前年比下落状態に戻ってしまった。

先行き、電気料金・石油製品などエネルギー価格が徐々に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。

金融政策：現状と見通し

12 月の総選挙の結果、デフレ脱却を最優先課題とする新政権発足が確実となったこともあり、日銀に対する緩和要請が強まるとの観測が一段と強まった。もちろん、日銀がこれまで、幾度かにわたって追加緩和策を決定してきたことも確かである。12 年度入り後は、4 月 27 日、9 月 18～19 日、10 月 30 日の金融政策決定会合において、資産買入等基金を累計 26 兆円程度増額することを決定したほか、「貸出増加を支援するための資金供給」の枠組みを導入するなどの措置を講じてきた。しかしながら、12 年 2 月に導入した、前年比 1%の消費者物価上昇率を目指すという「中長期的な物価安定の目途」を達成するために積極的な政策展開をしているようには受け止められず、むしろデフレ脱却に消極的と評価されるなど、政策運営への批判の声が強まっていた。

こうした状況の下、12 月 19～20 日の金融政策決定会合では、資産買入等基金をさらに 10 兆円程度増額するとともに、「中長期的な物価安定の目途」について次回会合で検討することを決定した。続く 1 月 21～22 日の決定会合では、消費者物価上昇率で前年比 2%とする「物価安定の目標」を公表、これをできるだけ早期に実現することを目指すと表明した。この点については、政府（内閣府・財務省）と連名で「「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」とする文書を公表している。さらに、資産買入等基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を 14 年初から導入することも決定した。

このように、数ヶ月前までの日銀のス

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

タンスと比べれば、脱デフレの前倒し達成についてコミットするなど、幾分か積極的になりつつあるように見える。しかし、1 月の緩和内容について検証してみると、日銀が本気で 2%の物価上昇の早期実現を目指すつもりがあるのかについては依然として疑念があることを認めざるを得ない。1 月の決定会合後に発表された展望レポートの中間評価によれば、一連の緩和策強化にも関わらず、14 年度の消費者物価上昇率（除く生鮮食品、消費税要因）は前年度比 0.9%との予想であり、2%上昇が全く見通せない状況といえる。そうした予想と、今後 1 年間の金融緩和措置については現状維持で十分と判断したこととの関連性は不明瞭である。

なお、白川日銀総裁が 3 月 19 日に山口・西村の両副総裁が任期満了となるのと同時に退任することを公表したこともあり、後継総裁への注目が集まっている。安倍首相は、次期総裁の条件として積極的な緩和策に理解を示す人物であることを挙げているが、既に 2%の物価目標を早期に達成する、といったコミットメントをしている以上、誰がなろうともやることに大きな差はないはずである。問題は、ねじれ国会という状況下、スムーズに新体制を発足させることができる人材は誰か、ということであろう。

基本的に、3 月 20 日の日銀新体制の発足を契機に、これまで以上の緩和措置を講じる可能性は高い。早ければ、4 月にも追加緩和策が打たれるものと思われる。ちなみに、超過準備に対する付利撤廃（含む固定金利オペの適用利率の引下げ）や量的緩和の一段の強化策（購入資産の範囲・量の拡大）などが当面の検討課題となるだろう。

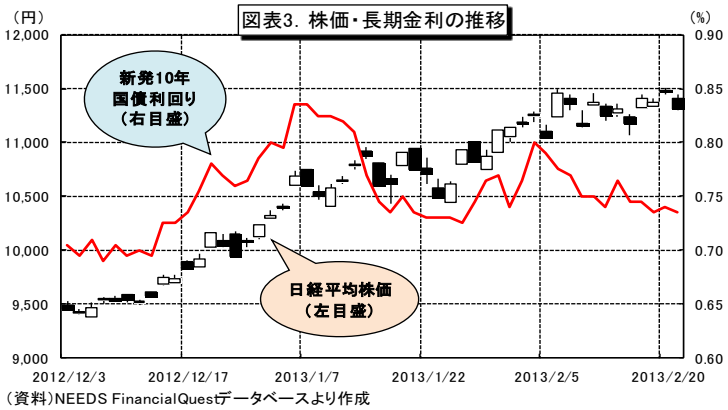
金融市場：現状・見通し・注目点

12 年 11 月の衆院解散前後から、総選挙による政権交代の可能性を睨んだ動きから、これまでの円高が修正され、それに追随する格好で株価も持ち直し傾向を強めてきた。この 2 ヶ月間の動きはアベノミクスに対する期待感による面が強いのは言うまでもなく、今後はアベノミクスのもたらす効果やその継続性などが問われていくことになるだろう。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

12 年度入り直後から、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は、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」、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れるとの思惑なども加わり、1%割れの状態が続いている。特に、景気後退が意識され始めた 9 月下旬以降は 0.8%を割り、さらに 12 月上旬には政権交代による金融緩和強化への思惑などから 9 年 5 ヶ月ぶりに 0.7%を割り込んだ。総選挙後は株高への警戒感や大型補正編成に伴う国債増発懸念などから 0.8%台

図表3. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

半ばまで上昇する場面もあったが、投資家の運用難から上昇基調が続くことはなく、2 月中旬にかけても 0.7%台での展開となるなど、基本的に低位安定状態が保たれている。

先行きについては、内外景気の改善ペースは当面緩やかとの予想や日銀による一段の緩和策などが長期金利の低下圧力として働くと思われる半面、円安進行や景気回復、さらにはデフレ脱却に向けた動きが徐々に見られるようになれば、金利上昇圧力が高まってくることもあるだろう。

② 株式市場

12 年度に入ってからの株価（日経平均株価）は、内外経済の軟調さを横目に、概ね 8,000 円台後半を中心としたレンジ相場を続けてきた。その後、11 月中旬に野田首相（当時）が衆院解散を表明し、総選挙後の政権交代へ思惑が強まったことから、為替レートが円安方向に動き始め、株価はそれを好感して約 8 ヶ月半ぶりに 1 万円の大台を回復した。その後も、日銀の追加緩和期待から円安が進んだことや、一時 5 年 4 ヶ月ぶりの高値圏（ダウ工業株 30 種平均で 1 万 4,000 ドル台）まで上昇した米国株式市場などの影響などで、1 月末には株価も 1 万 1,000 円を回復するなど、堅調な地合いが続いた。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題や米国「財政の崖」への懸念などといった海外の影響を受けやすいと思われるが、今春以降の日銀新体制発足などによって円安の流れが本格的なものとなり、かつ大型補正の執行が進み、それらが国内経済や企業業績の回復につながるとの確信が強まることで、株価も回復基調をたどるものと思われる。

③ 外国為替市場

欧州中央銀行による財政悪化国の国債購入策発表や日銀の追加緩和観測、日本の貿易赤字の定着予想などもあり、12 年秋以降、円高修正の動きが強まりつつあった。こうしたなか、衆院が解散された 11 月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策に対する期待感から円安傾向が一段と強まった。その結果、12 月下旬には対ドルでは 85 円台を回復、1 月中旬には 90 円台と一時 2 年 7 ヶ月ぶりの円安水準となった。対ユーロでも一時 1 年 8 ヶ月ぶりの 120 円台まで円安が進んだ。ただし、金融政策決定会合後は円高修正の動きは一服している。

先行きについては、今後ともデフレ脱却や成長促進策を継続的に実施する限り、円安の流れは変わらないだろう。なお、2 月中旬に開催された G7・G20 財務相・中央銀行総裁会合では、この数ヶ月間の円安傾向に対する警戒が燻っていたものの、声明文にはそれに関する批判は盛り込まれなかった。しかし、一段の円安進行には一定の心理的な歯止めがかけられた可能性があり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。

（2013. 2. 21 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

財政問題の不透明感はあるものの、回復が続く米国経済

木村　俊文

要旨

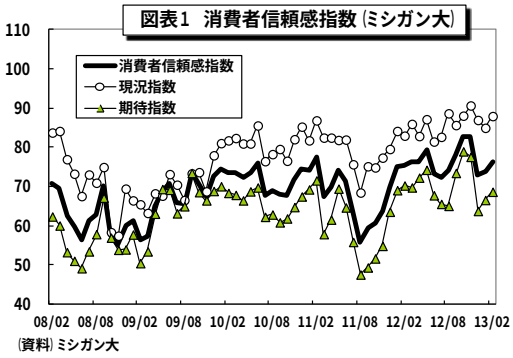
米国経済は、消費や生産が底堅く推移し、住宅部門の持ち直しが続くなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、強制歳出削減の発動が目前に迫っており、財政政策の先行きに対する不透明感は払拭されていない。

経済指標は底堅い動き

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、1月の雇用統計で、非農業部門雇用者数が前月差15.7万人増となったほか、過去2ヶ月分についても合計12.7万人上方修正され、改善の動きを示した。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。

ただし、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2月第3週に35.3万件と、前週（35.1万件）からほぼ横ばいながらも改善傾向が続いており、失業率が低下する可能性もある。なお、米労働省は2月8～9日にかけて北東部を襲った暴風雪が失業保険申請に影響を及ぼした可能性は低いとしている。

個人消費は、1月の小売売上高が前月比0.1%と3ヶ月連続で増加したものの、「財政の崖」回避に伴う増税（給与減税失効等）やガソリン高などを受けて伸びが鈍化した。



（資料）ミシガン大

また、2月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は、76.3と前月（73.8）から上昇した（図表1）。所得減少の影響が懸念されるものの、先行き雇用が増えるとの見通しから将来期待が改善しており、消費復調の可能性もある。

企業部門では、1月の鉱工業生産が前月比▲0.1%と3ヶ月ぶりに低下した。ただし、自動車関連の減産（▲3.2%）が全体を押し下げたものであり、堅調だった過去2ヶ月の反動による一時的な落ち込みと判断される。なお、米国の自動車販売については、13年も旺盛な買い替え需要が続くことから楽観視されている。

住宅関連では、1月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が89.0万件と前月（97.3万件）を下回った。一方、先行指標となる着工許可件数は、前月比1.8%の92.5万件と08年6月以来約4年半ぶりの水準まで回復し、持ち直しの動きが強まっている。

貿易面では、12月の輸出額が前月比2.1%と2ヶ月連続で増加し、前年比でも持ち直しの兆候を示した。米国からの輸出は、海外経済の鈍化を背景に弱い動きが続いてきたが、隣国や中国向けが回復傾向にある。ただし、欧州向け輸出は依然として軟調に推移している。

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

財政問題は依然不透明

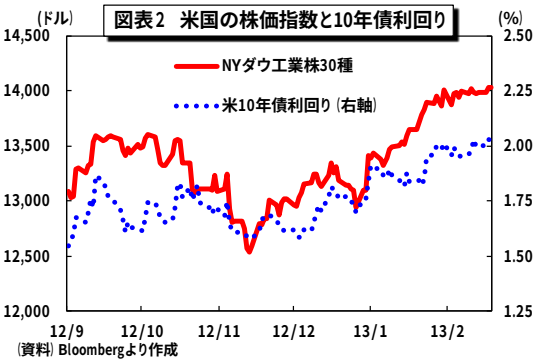
米議会は、13 年 1 月に「財政の崖」を回避する法案を可決し、大型減税失効と強制歳出削減が重なる最悪の事態を避けた。また、債務上限引き上げについても別途、5 月 19 日まで上限額を一時的に無効にする法案を可決した。

しかし、抜本的な財政赤字削減の議論は審議途上にあり、現在でも与野党による政治対立が続いている。オバマ大統領は、2 月 12 日の一般教書演説でも、「歳出削減と増税による歳入増のバランスをとって赤字を圧縮する」と従来の主張を繰り返し、何ら具体策を示さなかった。

このまま赤字削減案で妥結できなければ、2 ヶ月先送りした強制歳出削減（13 年度分として 854 億ドル）が 3 月 1 日に発動されることになるが、事態回避のために議会が期限の再延長を承認するのか依然として不透明である。

金融政策は現状維持

米連邦準備理事会（FRB）は、1 月 29～30 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、金融政策の現状維持を決定した。具体的には、政策金利を引き続き 0～0.25％に据え置き、インフレ率が 2.5%を上回らず、失業率が 6.5%を下回るまで続ける可能性が高いとした。



また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額 400 億ドル購入する量的金融緩和策第 3 弾（QE3）の継続とともに、長期国債を月額 450 億ドルのペースで買い入れる策を維持する方針も決めた。

バーナンキ FRB 議長は 2 月 15 日、20 カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会合で、「失業率が約 8%では、健全かつ力強い状態からは程遠い」と米経済の回復が依然として弱いとの認識を示し、超緩和的な姿勢を継続する方針をあらためて表明した。

米株上昇、5 年 4 ヶ月ぶり高値

米国の長期金利（10 年債利回り）は、13 年初に「財政の崖」回避法案が成立したことを受け、一時的ではあるものの懸念後退となったほか、1 月の雇用統計など好調な経済指標の発表が続いたことから、景気回復が勢いを増しつつあるとの見方が広がり、2 月初旬に一時 2.06%と 12 年 4 月以来約 10 ヶ月ぶりの水準に上昇した。その後も 2%をはさむ水準で推移している。先行きも長期金利は緩やかに上昇すると想定されるが、財政協議への不安や低金利政策の長期化観測もあり、金利上昇は限定的なものにとどまると思われる。

また、株式相場も続伸し、2 月 19 日のダウ工業株 30 種平均は、昨年末比 932 ドル（7.1%）高の 1 万 4,035 ドルと、07 年 10 月以来約 5 年 4 ヶ月ぶりの高値水準になった（図表２）。米株式市場は、先行きも底堅さを見込むものの、高値警戒感も台頭しており、上値の重い展開が予想される。

（13.2.21 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

ユーロ圏の財政危機と英国

～停滞が続く英国経済と EU 離脱を探る動き～

山口　勝義

要旨

EU 内でユーロ導入を見送った英国ではあるが、経済面で財政危機の影響は回避できず、危機対策の進捗に伴い EU 内での立場にも変化が生じている。こうしたなかでの英国による EU 離脱を探る動きは欧州に大きな転機をもたらす可能性もあり、今後の推移が注目される。

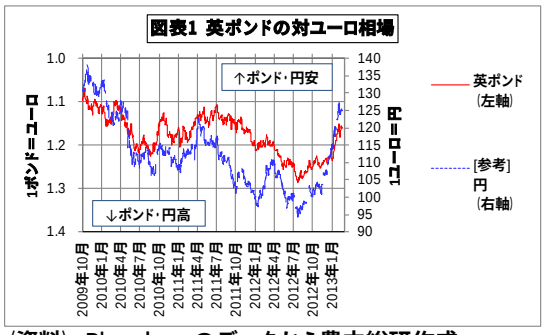
はじめに

昨秋以降、ユーロ圏財政危機の落着き、中国経済の底打ち、米国の景況感改善、日本の新政権への期待等が相次ぎ、世界的にリスクオンの動きが加速している。欧州市場では、財政悪化国の国債利回り低下、株価上昇、英ポンドの下落とユーロ上昇（図表 1）などの形で、こうした逃避資金の巻き戻しの動きが現れている。

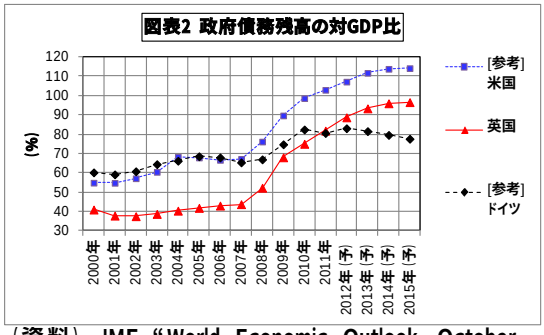
しかしポンドの下落については、この巻き戻しのみならず、英国経済の停滞と政府債務残高の高止まり（図表 2）や、それによる格下げの可能性が、その背後にある点に注意が必要となっている。

現に、いずれも現在の格付はトリプル A ではあるが、2012 年 2 月に英国の格付見通しを「ネガティブ」に変更したムーディーズは、12 年 11 月には 13 年初めに格付けを再検討する方針を明らかにしたほか、S&P も 12 年 12 月に見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げている。またフィッチも、見通しを「ネガティブ」としている同国の格付について、13 年 1 月には引下げリスクが明らかに増大しているとの認識を示し、3 月の予算案での債務残高の水準を注視するとした。

また一方で、キャメロン英首相は、13 年 1 月 23 日の演説で、英国の欧州連合（EU）



（資料） Bloomberg のデータから農中総研作成。



（資料） IMF “World Economic Outlook, October 2012”のデータから農中総研作成。なお、（予）は IMF による予測値。

離脱を問う国民投票を実施する方針を明らかにし、英国経済の将来に向けた不透明感を増加させることにもなっている。

・・・・・

EU に加盟しながらも通貨ユーロ導入を見送った英国。本稿ではその特殊な立ち位置を踏まえつつ、財政改革の進捗を制約する要因でもある英国経済の停滞や、直接投資等の手控え感を助長しかねない英国の EU 離脱を巡る動向について考察することとしたい。

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

停滞が続く英国経済

英国では、12 年第 3 四半期(7～9 月期)の実質 GDP 成長率は前期比 0.9%の強い値となったが、オリンピック効果は限定的なものにとどまり、12 年通年では、欧州委員会によれば前年比▲0.3%のマイナス成長になると見込まれている（図表 3)。

08 年の金融危機後に大きく落ち込んだ英国経済の回復の弱さは、特に建設業や製造業で明らかであり、また、サービス業の成長も以前に比べ鈍い（図表 4)。こうした情勢は、民間投資や輸出、個人消費等にかかる経済指標の推移に現れている（図表 3)。

これらの背景としては、ユーロ圏向け輸出比率が英国の輸出額全体の 50%近くを占める[注1]など、強い経済的な結びつきによるユーロ圏財政危機の影響が軽視できない点がある。また、EU加盟国として英国も財政健全化に取り組んでおり、緊縮財政が経済成長の重石になっている。一方、失業率が 8%近辺の高い水準にあり、また、住宅価格は 07 年のピークから下落した後、回復の足取りは鈍く（図表 5)、依然として大きい家計負債が個人消費を圧迫していると言われている。

以上に対し、消費者物価上昇率は大学授業料や公共料金の引上げもあり高止まりを続けているが、英国中銀（BOE）は 09 年 3 月に政策金利を 0.5%に引き下げた後も同率を維持している。また、12 年 7 月には、資産買取りプログラムの規模を 3,750 億ポンドにまで拡大したほか、財務省と共同で銀行等に対する貸出原資の調達支援スキーム（Funding for Lending Scheme、FLS）を導入した。一方、オズボーン財務相は 12 年 12 月の秋の定例演説で、景気刺激策として法人税の引下げ幅を拡大し、14 年には法人税率を 21%とする対策も打ち出している[注2]。

しかしながら、ユーロ圏財政危機の終息が依然として見込めない環境下では、ポンド安とはいえ英国の輸出の大幅な増加は望めず、また金融サービスの成長や個人消費の早急な回復も期待し難い。このため、当面は景気の低迷が継続し、財政改革の遂行も多難であると考えられる。

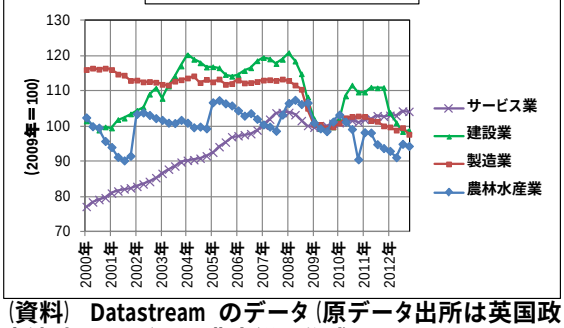
図表3　英国の主要指標

（単位：%）

		2009年	2010年	2011年	2012年（予）	2013年（予）
実質GDP成長率（前年比）	英国	-4.0	1.8	0.9	-0.3	0.9
	[参考]ドイツ	-5.1	4.2	3.0	0.8	0.8
民間投資額（機械）（前年比）	英国	-21.0	7.3	-0.3	-8.2	3.1
	[参考]ドイツ	-22.5	10.3	7.0	-3.0	1.6
民間投資額（建設）（前年比）	英国	-12.8	2.4	-3.1	7.4	2.6
	[参考]ドイツ	-3.2	3.2	5.8	-0.2	2.0
輸出額（前年比）	英国	-8.2	6.4	4.5	0.2	3.9
	[参考]ドイツ	-12.8	13.7	7.8	3.9	4.2
経常収支（対GDP比）	英国	-1.3	-2.5	-1.9	-3.8	-2.2
	[参考]ドイツ	6.0	6.1	5.6	5.7	5.0
個人消費額（前年比）	英国	-3.1	1.3	-0.9	0.5	0.9
	[参考]ドイツ	0.1	0.9	1.7	1.0	1.0
失業率	英国	7.6	7.8	8.0	7.9	8.0
	[参考]ドイツ	7.8	7.1	5.9	5.5	5.6
消費者物価上昇率（前年比）	英国	2.2	3.3	4.5	2.7	2.1
	[参考]ドイツ	0.2	1.2	2.5	2.1	1.9

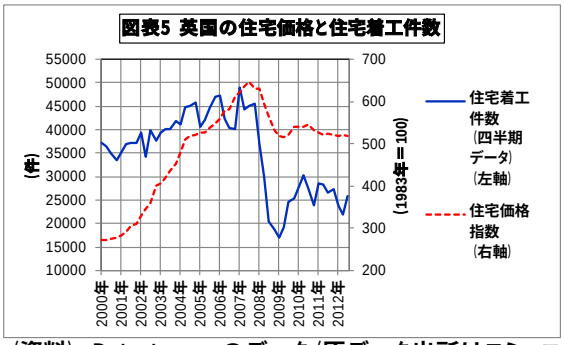
(資料) 欧州委員会 (2012年11月) "European Economic Forecast, Autumn 2012"から農中総研作成。なお、(予) は欧州委員会による予測値。

図表4 英国の産業別生産額指数



(資料) Datastream のデータ (原データ出所は英国政府統計局 ONS) から農中総研作成。

図表5 英国の住宅価格と住宅着工件数



(資料) Datastream のデータ (原データ出所はコミュニティ・地方自治省 DCLG および Halifax and Bank of Scotland) から農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

EU 離脱を巡る英国の動向

こうしたなか、キャメロン首相は 1 月 23 日の演説でEU離脱を問う国民投票を実施する方針を示し(注3)、将来への不透明感を増加させることとなっている。演説の主要なポイントは次のとおりである。

・EU は現在、ユーロ圏の（財政）問題、規制の複雑化等による競争力の危機、EU という組織と国民ニーズとの間のギャップの拡大という問題点を抱えている。
・このため、EU では、サービス分野等への単一市場の拡大や無駄の削減による競争力の強化、加盟国の多様性を踏まえた柔軟性の維持、加盟国による権限回復の容認等が重要になっている。
・今や英国民の EU に対する幻滅感はこれまでになく大きく、英国と EU との関係を明確化することが求められている。
・15 年までに予定される次回総選挙で保守党が勝利した場合に、今後数年後に実施されると見込まれるユーロの将来に向けた EU 条約の改正に合わせ、英国は EU との新たな関係構築のための交渉を行う。
・そのうえで、17 年末までに英国の EU 残留または脱退を問う国民投票を実施する。

演説の中でキャメロン首相自身は英国のEU残留を望むとしているほか、保守党と連立を組む自由民主党のクレッグ副首相や野党労働党もEU離脱には反対する考えを示している。しかし、EUの組織拡大に伴う官僚化や英国の拠出金負担増への幅広い国民からの批判は強く(注4)、保守党内の右派勢力からは、EUの共通政策に関する原則の一部を見直し、条約改正を通じEUに移譲した国家主権の一部を英国に取り戻すことで英国とEUの関係をより緩いものにするか、さもなければEUからの離脱を求める声が高まっている。

今回のキャメロン首相による方針表明はこうした声に配慮したものであり、保守党支持者が EU 懐疑派である英国独立党（UKIP）に流れ、支持率が既に労働党を下回る保守党の政治基盤がさらに弱体化するとの懸念によるものと考えられる。

演説に対する初期的な反応としては、欧州等の主要国の首脳は概して英国の EU 離脱には反対の姿勢を示しているが、英国の産業界からは、EU 諸国との経済・貿易への影響を懸念する声と、より柔軟で競争力の高い EU に向けた改革への着手を支持する声の賛否両論が交錯している。

しかし、今回の演説内容には例えば次のように不透明な点があるため、投資の手控え等で一般的に英国経済への負の影響は予想されるものの、現時点では影響の程度は評価しづらい材料となっている。

第 1 点として、キャメロン首相が想定するように 15 年～17 年の期間に EU 条約の改正交渉が行われるかについては不透明である。将来、ユーロ共同債の導入に至れば EU 条約の改正は不可避となろうが、当面の対策については、条約改正作業の煩雑さから、特にドイツを除く各国は極力これを回避したいとの意向が強い。

第 2 点として、EU との交渉は環境規制、労働法制、司法制度等を含む広い範囲に及ぶとみられるものの、演説ではその対象は明確にはされていない。また、EU 条約改正には全加盟国による合意が必要となることから、英国が求める条約改正の実現性は今のところ高いとは言えない。

第 3 点としては、14 年には EU 残留を希望しているスコットランドが英国からの離脱の是非を問う国民投票を実施する可能性が高いが、これから受ける影響についても今のところ不透明である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

英国には、これまでにも国家主権を尊重し欧州統合の深化には慎重な姿勢で臨んできた歴史がある。欧州統合の動きは、大戦で疲弊した欧州の地盤低下への危機感や当時のソ連への対抗、ドイツの覇権回復への懸念などから、第一次世界大戦後に具体的な政治運動に発展してきたものであるが、英国は世界最大の帝国であった過去を踏まえ「栄光ある孤立」を選択し、米国との二国間関係を重視するなど、欧州の中で特殊な立場を取った。

その後も、第二次世界大戦後の 52 年の欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）の設立に際し、フランス主導に対する懸念や超国家機関による国家主権の制約を嫌い、英国は参加を見送った。結局、様々な経緯を経て欧州共同体（EC）への加盟が実現し、英国が欧州統合の本流に合流したのは 73 年になってからのことであった。

しかし、現在も英国は、通貨ユーロ導入のほか、国境を越えた自由な人の移動を定めたシェンゲン協定等についてもオプトアウト（適用除外）を行使している。EU 中期予算の増額に対しては強く抵抗し、また、財政危機対応のなかでは、独自の金融立国の特性により金融取引税や銀行監督の一元化への参加も見送るなどの対応をとっている。

このように英国はユーロ圏外にはあるもののユーロ圏諸国の経済停滞が自国経済に及ぼす負の影響を回避できないばかりか、危機対策の過程でユーロ圏をコアとして EU 内の結束が強化されるにつれ、一段と狭い立場に追い込まれてきている。

これまでにも EU 内では様々な意見対立が生じてきたが（図表 6）、先に述べた与党政治基盤の弱体化懸念とともに、この立場の変化が、今回、英国が EU 内の波乱要因として改めて浮上することになったもう一つの背景となっている。

図表6 EUにおける主要な見解対立のパターン

＜協調重視派＞ ・ フランス、南欧等 ・ その都度の政治的調整を尊重	⇔	＜規律重視派＞ ・ ドイツ、北欧、英国等 ・ 自動的な罰則適用等を尊重
＜各国の主権重視派＞ ・ フランス、英国等 ・ 各国の立場･判断を重視 ・ 個々の支援策策定を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に抵抗	⇔	＜連邦的機能重視派＞ ・ ドイツ等 ・ EUの組織の機能発揮を重視 ・ 管理態勢構築を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に柔軟
＜ユーロ圏外10ヶ国＞ ・ 英国、デンマーク等 ・ 影響力の低下･負担の増加を懸念	⇔	＜ユーロ圏内17ヶ国＞ ・ ドイツ、フランス等 ・ 漸進的な財政統合へ向け調整

（資料）農中総研作成。

しかし、ユーロ圏の財政危機の根本的な原因が金融政策は統合した一方で財政分権のまま 17 ヶ国という様々な経済情勢の国々を抱え込んだことにあったことを考慮に入れれば、今では 27 ヶ国にまで拡大した EU についてもその有り方が問われることには必然性があるとも考えられる。実際に、EU の組織の肥大化や非効率化等に反対し、多様性を求める英国の主張には一定の合理性がある。

今回の英国の問題提起は、緊密なユーロ圏とそれを取り巻く緩やかに結合した EU 諸国に向けて欧州に大きな転機をもたらす契機となる可能性もあり、今後の議論の推移が注目されるところである。

（2013 年 2 月 20 日現在）

(注 1) IMF のデータでは、12 年 9 月時点で 47.1%。

(注 2) 12 年 3 月の演説では、オズボーン財務相は、当時 26%の法人税を 4 月に 24%に引き下げ、さらに 13 年と 14 年に 1%ずつ下げて最終的に 22%とするとしていたが、12 月の演説では、14 年の引下げ幅を 2%に拡大し、最終的に税率を 21%とするとした。

(注 3) 次のサイトに掲示されている。
http://www.number10.gov.uk/news/david-cameron-eu-speech/

(注 4) 例えば、Financial Times（13 年 2 月 18 日）“Poll finds half of Britons want to quit EU”は、「EU 離脱」支持が「EU 残留」支持を上回る世論調査結果を報道している。

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

情勢判断

海外経済金融

資金供給拡大で緩やかな回復が続く中国経済

～住宅価格の急上昇には要注意～

王　雷軒

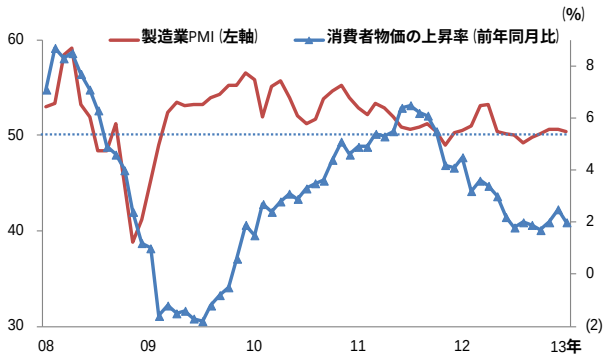
要旨

1月の製造業購買担当者指数（製造業PMI)は4ヶ月連続で50を上回ったほか、自動車販売も持ち直す動きもあり、足元の景気は緩やかに回復していると見られる。また、1月の資金供給量が予想以上に拡大したことを受けて、今後は景気回復が強まると思われる。ただし、資金供給の拡大で住宅価格が急上昇する可能性もあり、注意する必要があろう。

緩やかな景気回復が継続

中国国内での不動産抑制策の実施や欧州向け輸出の低迷などを受けて、2012年の実質GDP成長率は前年比7.8%と、13年ぶりに8%を割り込んだ。ただし、四半期ベースの成長率を確認すると、10～12月期は前年比7.9%と、公共投資の拡大や米国向け輸出の持ち直しなどを受けて、7～9月期（同7.4%）から8四半期ぶりの拡大に転じた。以下、2月に発表された1月分の経済指標から足元の景気動向を見てみよう。

図表1　中国の製造業PMIと消費者物価上昇率の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成 注：直近は13年1月

まず、1月の製造業購買担当者指数（製造業PMI)は50.4と、12月（50.6）から低下したものの、景気分岐点である50を4ヶ月連続で上回っており、足元の製造業景況感が緩やかに改善している（図表1）。主な構成指数の動きを見ると、新規受注指数は51.6と12月（51.2）から小幅ながら上昇している。こうした需要の回復を受けて、生産指数は51.3と引続き50を上回り、在庫指数も低下している。

また、12月のボーナス支給もあり、春節（旧正月）前に帰省用などの乗用車を購入した可能性が高いことなどから、1月分の自動車販売台数は203万台と月間販売台数として過去最多を記録した。10年末に自動車販売促進策の打ち切りを受けて、その後の自動車販売は低迷していたが、最近ではようやく持ち直しの動きが出始めている。こうした自動車など耐久財に対して家計の消費意欲が旺盛であることから、消費は引続き堅調に推移していると見られる。

一方、1月分の輸出（季節調整値）は前年比12.4%と、12月（同19.2%）から鈍化したとはいえ、欧州や日本向けの輸出も小幅ながら伸びがプラスに転じたことを受けて、持ち直しの動きが継続している。先行きについては、世界経済の回復に伴って緩やかに回復すると考えられるものの、人民元高や人件費上昇による輸出企業の国際競争力の低

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

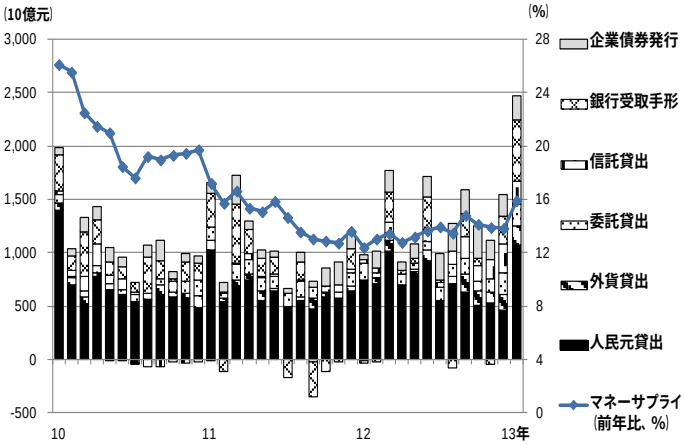
下などを背景に、かつての前年比30%ほどの伸びになるのは困難であろう。

2 月は春節休暇で、発表された経済指標が少ないため、景気実態を詳細に把握しにくいところはあるが、総じて言えば、輸出が鈍化したとはいえ、持ち直しの動きが続いているほか、生産や消費など内需も改善しているため、緩やかな景気回復が続いていると見られる。

資金供給の拡大で景気回復を支え

例年、春節前に、銀行の貸出行動が積極的になる一方で、企業なども春節後の投資などに使われる資金を用意しておこうという動きがある。しかし、13年1月の社会融資総額は例年を遥かに上回り、2.54兆元と大幅に増加した（図表2)。内訳を見ると、銀行の人民元貸出額は1.07兆元と前年比47.9%となったほか、銀行受取手形額も0.6兆元と大幅に増えた。

図表2 中国の社会融資総額（主要項目）とマネーサプライの推移



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 注：直近は13年1月

また、マネーサプライ（M2）は前年比15.9%と 12 月（同 13.8%）から高まった。その背景に、昨年 11 月に発足した習近平政権が地方の党人事（書記など）を刷新するなどで政権基盤を固めようとする動きがあった。新人事のもとで、公共投資などを拡大させる傾向があることから、資金需要の増加をもたらしていると考えられる。このような資金供給の拡大によって今後は景気回復が加速すると思われる。

一方で、資金供給の拡大は住宅価格の急上昇をもたらすリスクもある。実際、不動産抑制策が実施されているにもかかわらず、12 月の不動産価格指数では、70 主要都市のうち、新築住宅価格（前月比）が上昇した都市は 11 月の 53 から 54 へ増加した。一部の地域では住宅積立金の貸出規模が縮小されるとの報道もあり、不動産抑制策が強化されるとの見方が強まっている。

加えて、1 月の消費者物価指数（図表１）は前年比 2.0%と 12 月（2.5%）から上昇幅が鈍化したことから、当面は中立的な金融政策が維持されると見られる。ただし、過剰流動性の懸念もあり、2 月 19 日には、中国人民銀行（中央銀行）は 7 ヶ月連続で実施してきた公開市場操作による資金供給を中止して、少額ながらも資金吸収を行い始めている模様である。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。中国政府は輸出・投資依存から消費拡大へ、成長速度より質重視という経済発展方式に転換し、リーマンショック後のような大規模な景気刺激策を打ち出していないことから、13年も緩やかな景気回復に留まり、実質GDP成長率が8%前半になると予測する。

ただ、前述したように、景気回復とともに、住宅価格が急上昇するリスクも存在するため、中国政府が不動産抑制策を一層厳しくするなどマクロコントロールの強化を実施する可能性もあり、注意する必要があろう。（2013年2月20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

1月29～30日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利0～0.25%を引き続き据え置くことを決定した。今後も、失業率が6.5%を上回り、向こう1～2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から0.5%ポイント以内に収まり、長期インフレ期待が引き続き十分抑制されている限り、政策金利を異例の低水準とすることが適切であるとした。また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額400億ドル購入するという量的金融緩和策第3弾（QE3）の維持とともに、米長期国債を月額450億ドルのペースで買い入れ継続する方針を決めた。

経済指標をみると、1月の雇用統計の失業率は7.9%と前月から上昇した。非農業部門雇用者数は事前予測（同16.5万人：ブルームバーグ集計）を下振れ15.7万人となった。ただし、昨年12月の雇用者数が19.6万人と速報値の15.5万人から大幅上方修正されるなど、景気の緩やかな回復を受けて雇用回復は続いていることが示された。

国内金融･経済

2月13～14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%）を据え置くと共に、資産買入等の基金の合計額を13年末まで101兆円程度に据え置いた。なお、追加緩和を決定した1月分の議事要旨では、資産買入等の基金で買い入れる対象（現在は残存期間1～3年の長期国債）について、複数の委員が「長期国債の残存期間を5年程度まで延長することも考えられる」と述べていたことが分かった。

経済指標をみると、実質GDP成長率（10～12月期）は前期比▲0.1%と3四半期連続のマイナスとなった。海外経済減速による輸出減や民間企業設備投資の落ち込みが成長率押し下げに寄与した。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）の12月分は、前月比2.0%と3ヶ月連続プラスとなった。また、12月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比2.4%と2ヶ月ぶりに上昇した。

金利･株価･為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、米雇用統計（1月）の結果を受けて、2月4日に一時0.800%に上昇したものの、その後は白川日銀総裁の前倒し退任表明を受けて、新体制による金融緩和強化の期待が高まり低下に転じた。2月中旬にかけても、0.7%台半ばでのボックス圏推移となった。

日経平均株価は、2月に入ってから1万1,500円を前に足踏みが続いている。日銀総裁辞任前倒し表明や米財務次官によるアベノミクス支持を示唆する発言などが好感されたが、スペイン・イタリアの政局不安や、欧州のGDPの落ち込み、G20前後の円安一服などが上値を圧迫した。

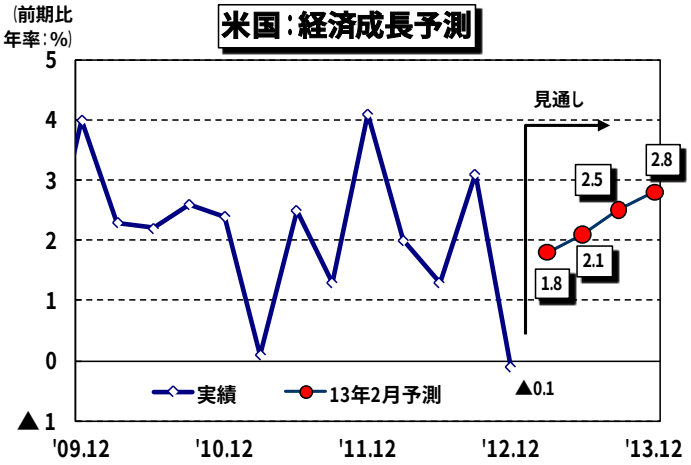
外国為替市場のドル円相場は、92円台～94円台で推移した。日銀総裁辞任前倒し表明や米財務次官発言などを支えに、12日には一時1ドル＝94円台半ばと約2年9ヶ月ぶりの円安水準となったが、通貨安競争回避に向けたG20の動きや、日銀人事を巡る思惑などが円売りを抑えた。

原油相場

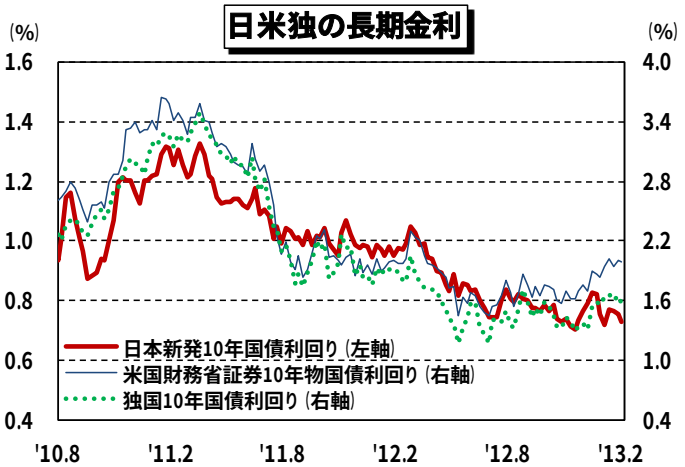
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米雇用統計などが好感され1バレル＝97ドル台まで上昇したが、2月中旬には、欧州のGDPや米鉱工業生産指数などが予想を下ぶれたことで世界経済回復期待が後退し、1バレル＝95ドル前後まで下落した。　　（2013.2.21現在）

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

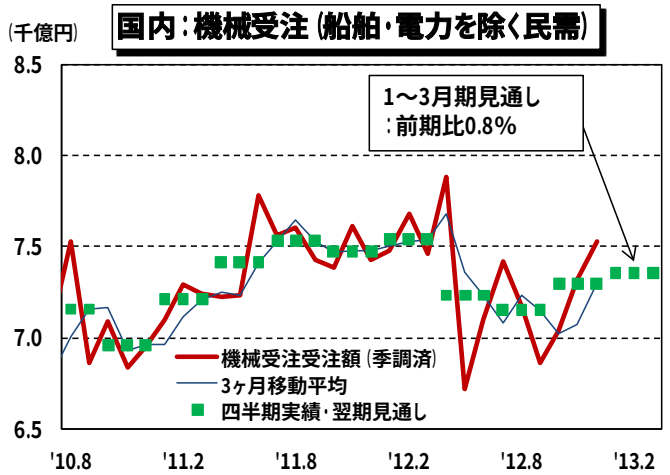
内外の経済・金融グラフ



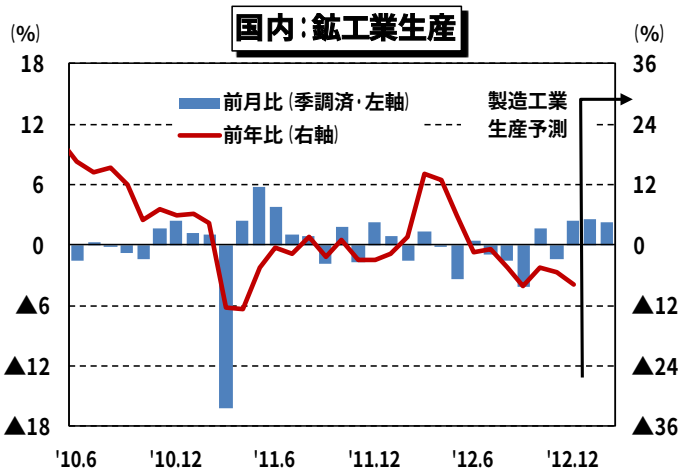
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



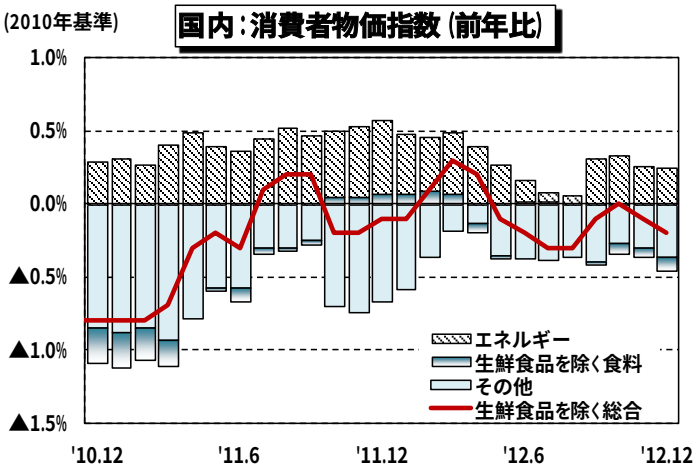
(資料) Bloombergより作成



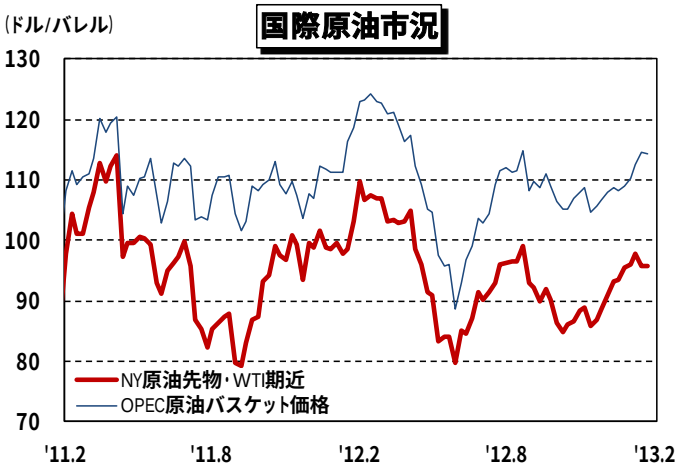
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

2013 年 2 月 18 日

2012～14 年度改訂経済見通し

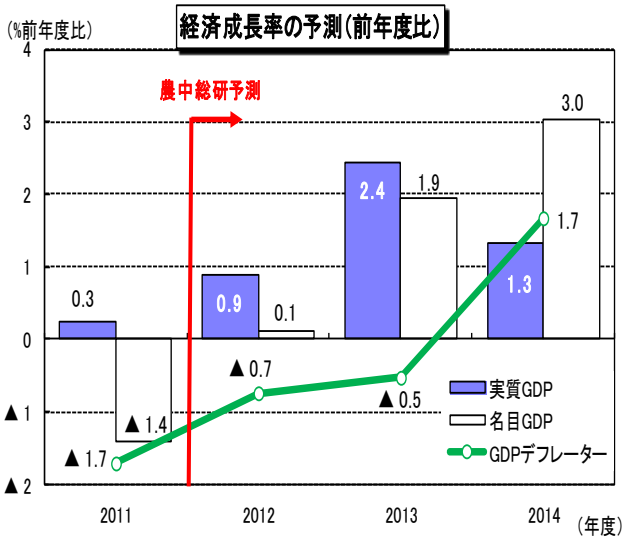
アベノミクスと海外経済持ち直しで景気回復が始動

～2012 年度:0.9%、13 年度:2.4%、14 年度:1.3%～

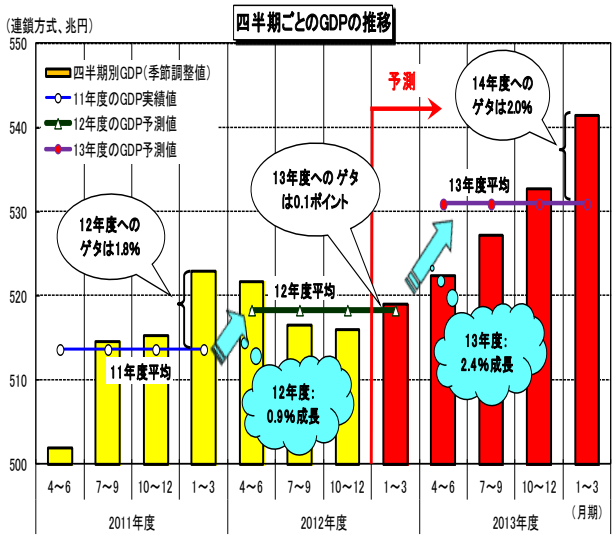
2012 年度入り後、国内景気は海外経済の減速などの影響を受け、後退局面に入ったが、秋にはエコカー購入補助金終了や日中関係の冷え込みなどから一段と悪化した。しかし、年末にかけては底入れした模様であり、目下、アベノミクスに対する期待感がもたらした円高修正やそれを好感した株高によって企業経営者・消費者などの景況感も好転している。

経済成長率は 12 年 10～12 月期まで 3 四半期連続のマイナスとなったが、13 年 1～3 月期にはプラスに転じると見られる。すでに世界経済の持ち直しが始まっているほか、復興事業や大型経済対策の効果が出てくるものと思われる。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一旦調整するだろう。

デフレ脱却を最優先課題と位置付ける第 2 次安倍内閣の発足後、2%の物価上昇を早期に実現すべく、政府・日本銀行は連携を強化した。それに伴い、日銀は一段の追加緩和策の検討・実施していくと見られるが、その達成には多少時間が必要であろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



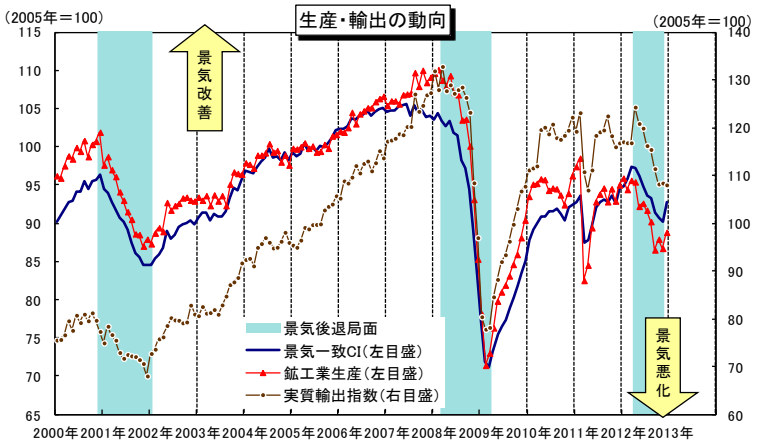
(資料)内閣府「GDP速報」より作成　(注)2012年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

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：

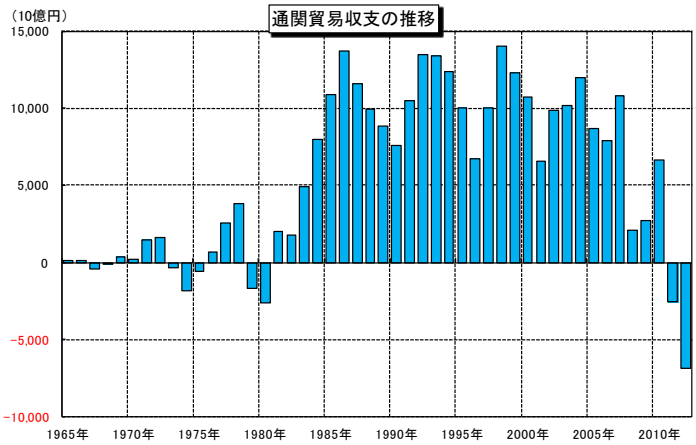
(1)日本経済の現状 ～ 12年末までに「底入れ」した可能性

2012年度に入ってからの国内景気は、東日本大震災の復旧・復興事業がなかなか進展を見せない中、歴史的な水準で定着する円高、財政危機による景気悪化が懸念される欧州経済、さらにこれまでの景気過熱抑制策によって減速傾向が強まった中国経済等の影響を受けた輸出減の影響もあり、軟調に推移し続けた。特に、9月にはエコカー購入補助金の終了に伴う自動車販売の激減や日中関係の急速な冷え込みによる輸出の大幅減が重なり、景気が一段と落ち込むなど、後退局面に入っているとの見方が強まった。経済指標で確認しても、生産(鉱工業生産指数)、輸出(実質輸出指数)とも12年中にいずれも1割前後の調整をしている。景気動向指数の一致CIも、12年11月まで8ヶ月連続の低下が続いた。政府・日本銀行も、秋以降、景気刺激策を相次いで発表した。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

一方、11月中旬には野田首相が衆院を解散したが、総選挙後の新政権の経済政策運営に対する期待感から、それまで4年ほど続いた円高局面が修正される動きが強まり、それを受けて株価も急回復を見せた。その後の総選挙の結果、第2次安倍内閣が発足し、デフレ脱却や日本経済の再生に向けた様々な政策が打ち出され、景況感は回復方向に動き始めている。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割れとなって以降、低下傾向となっていたが、13年1月には47.7へと回復が見られた(12月は45.0)。また、景気ウォッチャー調査の家計動向関連についても、12月以降は景気の現状・先行き判断DIとも急回復が見られている。12年秋の景気悪化要因であった乗用車販売に関しても、新車投入などの販売努力もあり、9月の31.5万台から13年1月には35.8万台まで回復する動きを見せている(いずれも当総研による季節調整後ベース)。また、設備投資の先行指標とされる機械受注:船舶・電力を除く民需は10～12月期には前期比2.0%と、3四半期ぶりの増加となった。



(資料)財務省

もちろん、中国向け輸出は乗用車を中心に依然低調であり、その後も関係改善の目途が立っていない点には留意が必要であろう。景気の悪化傾向がみられる欧州向けなども含め、輸出は弱含む一方で、「火力シフト」に伴い原油・LNG輸入が高水準で推移しているため、通関貿易収支は、11年3月以降は赤字状態が続いており、わが国でも貿易赤字が定着したのではないか、との憶測を呼んでいる。こうした貿易

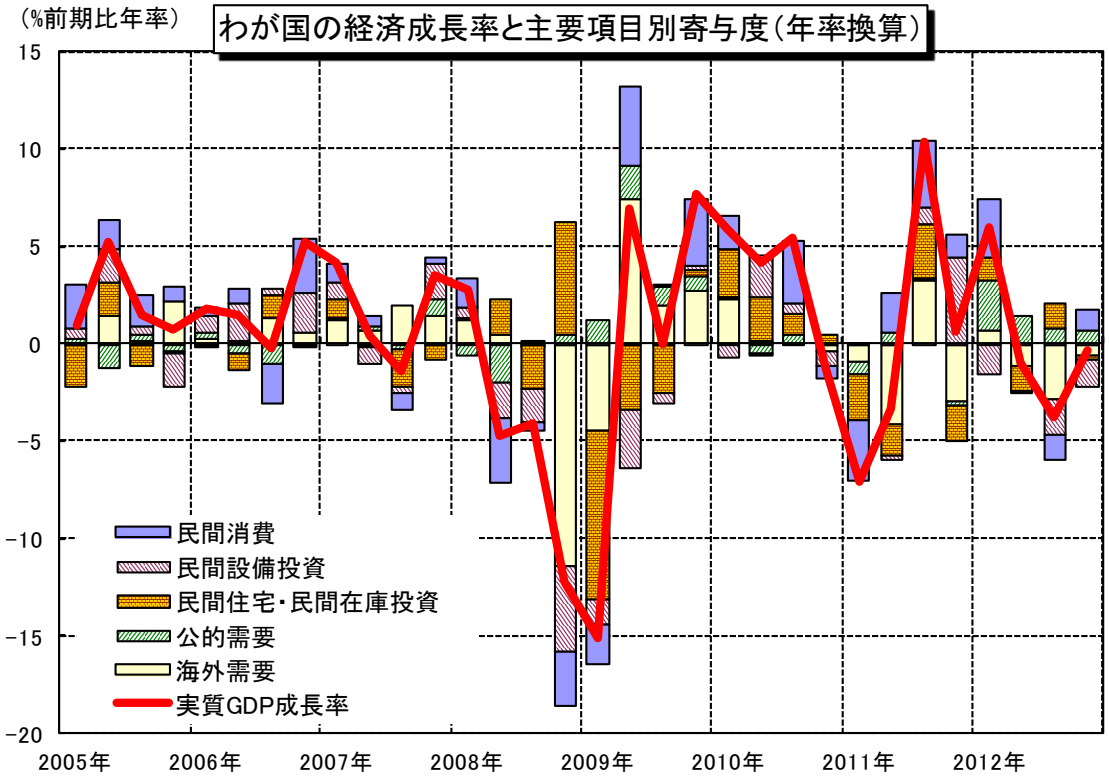
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

赤字が、近い将来、経常収支の赤字を招き、金融資本市場にも影響を与えると警戒する向きもある。

(2)3 四半期連続のマイナス成長となった 10～12 月期 GDP

こうしたなか、2 月 14 日に公表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%(同年率▲0.4%)と、微減ながらも 3 四半期連続のマイナスとなった。耐久財の不振を半耐久財・サービスの底堅さで補った民間消費が同 0.4%と2四半期ぶりに増加したほか、消費税増税までの駆け込みも散見される民間住宅投資が同 3.5%と 3 四半期連続でプラスとなるなど家計部門には底堅さが見られた。また、公的需要も 4 四半期連続のプラスであった。しかし、民間企業設備投資が同▲2.6%と 4 四半期連続での減少となり、輸出等も同▲3.7%と 2 四半期連続のマイナスで、12 年度に入ってからの景気後退を反映した姿となったことに加え、秋口に積み上がった在庫の調整も成長率押下げに寄与した。また、名目 GDP も前期比▲0.4%(同年率▲1.8%)と、同様に 3 四半期連続のマイナスであった。なお、実質・名目成長率とも、7～9 月期(それぞれ前期比で▲1.0%、▲1.1%)からはマイナス幅が縮小、下げ止まりつつあることを示唆する数字だった。

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▲0.6%と 13 四半期連続の下落となった。なお、7～9 月期(▲0.8%)からは下落幅が縮小。しかし、前期比は▲0.3%と、7～9 月期(▲0.1%)からマイナス幅が拡大、16 四半期連続のマイナスが続いている。国際商品市況の回復により、輸入物価が上昇しているが、需給バランスが依然崩れていることから、最終需要財・サービスへの価格転嫁が進んでない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)は前年比▲0.9%と 4 四半期連続の低下であった。



(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・財政政策運営

12年12月に行われた衆議院議員総選挙では、与党が惨敗した半面、自由民主党・公明党などが躍進し、自公連立による第2次安倍内閣が誕生した。安倍内閣では、政策の基本哲学をこれまでのいわば「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へと転換させ、「強い経済」を取り戻すことに全力で取り組むべく、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成する」という政権公約に基づいた積極的な財政金融政策(いわゆるアベノミクス)への転換を図った。手始めに13年度に実施する事業も含めて事業規模20.2兆円の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめ、基礎年金国庫負担2分の1の実現等のための措置も加えて約13.1兆円の補正予算案を策定した。1月下旬に召集された通常国会の冒頭で審議し、速やかな成立と対策の執行を目指している。

さらに、早期のデフレ脱却を目指すべく日本銀行との連携強化を図り、共同声明を発表したほか、成長力底上げのための規制・税制改革などを議論する「産業競争力会議」を設置し、6月までに成長戦略の具体策を策定することとしている。安倍内閣は、こうした「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚起する成長戦略」を日本経済の再生に向けた「3本の矢」と位置づけている。

なお、震災復興については、これまで政府は震災後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きた。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ったが、安倍内閣発足と同時にそれを見直し、13年度を含め今後の事業費が19兆円を上回る部分について、日本郵政株式の売却(4兆円程度)、決算剰余金等(2兆円程度)を充てることとした。

13年度の一般会計予算案に関しては、前掲の12年度補正予算と一体の「15ヶ月予算」として編成されていることもあり、特段、膨張している印象はない。民主党政権下で続いた公債金収入が税収を上回るという状況を逆転させ、正常化させた(税収43.1兆円＞公債金収入42.9兆円)。また、プライマリーバランス(基礎的財政収支)については、12年度当初予算での▲24.9兆円から▲23.2兆円(いずれも年金国庫負担2分の1ベース)へと改善させるなど、財政健全化目標への配慮も見て取れる。基本的に「復興・防災対策」、「成長による富の創出」、「暮らしの安心・地域活性化」に重点的な予算配分を行ったとしている。

なお、野田内閣の下、消費税増税法案を含む「社会保障と税の一体改革」関連法案が12年8月に成立しており、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ている。また、12年11月に発足した社会保障制度改革国民会議は、少子高齢化が進展する中で安定財源を確保しつつ、受益と負担の均衡がとれた持続可能な社会保障制度の確立に向けた改革案を8月21日までに取りまとめる予定であるが、基本的には現行制度をベースにした案が示される可能性が濃厚である。

(2)世界経済の見通し

2012年の世界経済を振り返ると、先進国・新興国とも景気減速への懸念が高まるという形で、それまで強まっていた「二極化」現象が弱まったといえる。先進国では引き続き低空飛行状態を続けた結果、欧州では債務問題が、米国では雇用問題への懸念が続いている。一方、新興国では景気過熱やインフレ・不動産バブルに対して実施してきた引締め政策の効果によって、想定以上のペースで景気減速が進んだ。また、12年末にかけて米国では「財政の崖」の回避に向けた対応への注目が集まったほか、12年秋以降は沈静化しつ

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

つあったユーロ圏でも、政治情勢の不安定化に対する懸念が広がっている。加えて、12 年秋以降の日米による緩和策強化により、一部の新興国では過剰流動性発生への警戒が高まるなど、世界経済・金融情勢は依然不透明感が払拭できない状況にある。

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

2012 年 10～12 月期の米国の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比年率▲0.1%と、09 年 4～6 月期(▲0.3%)以来 3 年半ぶりのマイナス成長となった。個人消費(2.2%)や設備投資(8.4%)は堅調だったものの、在庫投資や外需、政府支出(国防費が▲22.2%)が成長率を押し下げた。ただし、在庫投資は前期に大きく伸びた反動による調整と考えられるほか、政府支出についても、前期からの反動減に加え、いわゆる「財政の崖」と連邦債務上限問題を 12 年末に控えて抑制された可能性が高く、一時的な落ち込みと判断される。

足元の米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門の持ち直しが続くなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、失業率が 8%を下回る水準に低下したとはいえ、依然として高止まりしているほか、「財政の崖」回避に伴う給与減税失効等の影響から雇用や所得に対する先行き不安が強まり、消費者の景況感が悪化している。

こうしたなか、2 期目に入ったオバマ政権にとって、最大の懸案事項となっているのが財政問題である。米議会は 13 年 1 月に「財政の崖」を回避する法案「2012 年米納税者救済法」を可決し、大型減税失効と強制歳出削減が重なる最悪の事態を避けた。同法では、富裕層を除く所得階層の減税措置が恒久化されたほか、企業向け投資減税など 12 年末で終了予定だった多くの景気対策の延長が決まり、強制歳出削減の開始時期も 3 月 1 日へと 2 ヶ月先送りされた。また、債務上限引き上げについても別途、5 月 19 日まで上限額を一

2013-14年 米国経済見通し (13年2月改定)

		単位	2012年 通期 実績	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	2014年 上半期(1～6月) 予想	2014年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	2.2	1.7	1.2	2.4	2.8	3.1	2.4
	個人消費	%	1.9	1.8	1.8	2.2	2.5	2.6	2.7
	設備投資	%	7.7	4.2	4.1	6.7	7.7	8.0	8.0
	住宅投資	%	11.9	12.3	11.8	12.8	11.2	12.2	8.0
	在庫投資	寄与度	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	▲ 0.1
	純輸出	寄与度	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.6
	輸出等	%	3.2	3.3	1.9	8.7	10.7	12.5	9.3
	輸入等	%	2.5	3.2	2.5	8.4	10.6	11.5	11.0
	政府支出	%	▲ 1.7	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.5
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.7	1.9	1.7	2.1	2.3	2.2	2.4
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.1	2.2
	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	%	1.8	2.1	2.0	2.2	2.7	2.5	2.8
	完全失業率	%	8.1	7.6	7.7	7.6	7.3	7.4	7.2

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

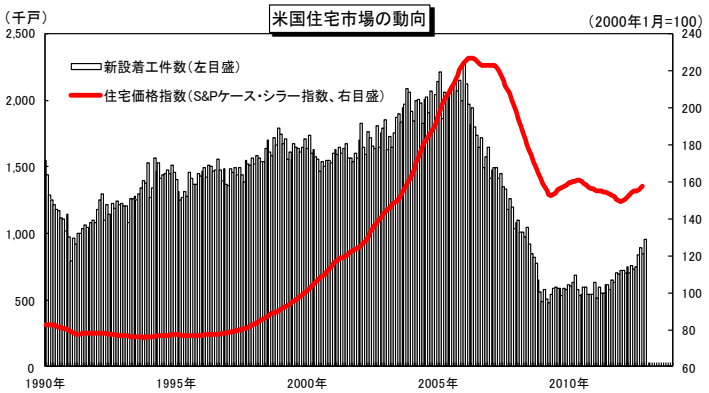
(注) 1. 予想策定時点は2013年2月18日(12年10～12月期の速報値ベース)
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFﾚｰﾄ誘導目標は期末値

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

時的に無効にする法案を可決した。しかし、抜本的な財政赤字削減の議論は審議途上にあり、現在でも与野党による政治対立が続いている。このまま赤字削減案で妥結できなければ、3 月に強制歳出削減(13 年度分として 854 億ドル)が発動されることになるが、事態回避のために議会が期限の再延長を承認するのか現時点では不透明である。このほか、オバマ大統領は 2 月の一般教書演説で緊急インフラ整備(500 億ドル)や最低賃金引き上げ(現行の時給 7.25 ドルを 9 ドルに賃上げ)などの経済政策を打ち出したものの、共和党が財源確保のための増税に反対し、かつ上院と下院の多数派が異なる「ねじれ」状況下においては、議会通過は極めて困難と思われる。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)が 12 年 12 月、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量的緩和策第 3 弾(QE3)の継続に加え、ツイストオペ(保有債券の償還期間を長期化する措置)の代替策として 13 年 1 月から毎月 450 億ドルの米長期国債を購入することを決定し、緩和策を強化した。また、08 年 12 月に事実上のゼロ金利となる 0～0.25%に引き下げて以降、据え置いている政策金利の継続見通しについて、従来の「少なくとも 15 年半ばまで」としていた期限を改め、新たに「インフレ率が 2.5%を上回らず、失業率が 6.5%を下回るまで続ける可能性が高い」と経済指標を参照する方針に変更した。FRB は、直近の経済見通しで 13～15 年の成長率予想を下方修正し、「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。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善の動きが弱いなか、給与減税失効等に伴う増税やガソリン高の影響を受けて消費者マインドが悪化していることから、3%程度の巡航速度を下回って推移すると予想する。設備投資は、米財政協議に対する先行き不透明感が根強いものの、中国経済の底打ちなど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持ち直しの動きを示していることから、増勢を維持すると予想する。住宅投資は、代表的な指標である住宅着工件数や先行指標となる住宅着工許可件数が月間 90 万件台(年率換算)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。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、今後は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、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。政府支出に対しては、引き続き財政赤字削減の必要から、厳しい歯止めがかかると予想される。



(資料)米国商務省、S&P　(備考)着工戸数は年率表示。

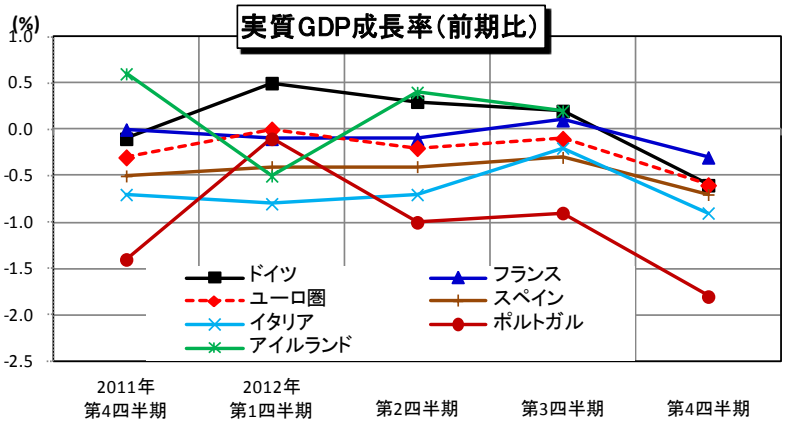
以上から、13 年前半にかけては個人消費を中心に低調な動きとなり、成長率は 2%を下回る水準で推移すると予想される。しかし、13 年後半以降は海外経済の回復に加え、金融緩和策により内需の自律回復が進むと考えられることから持ち直すと見込まれる。年間の成長率は、13 年は前年比 1.7%(前回見通しと変わらず)、14 年は同 2.8%(前回見通しと変わらず)と予想する。ただし、2 期目のオバマ政権は、目前に迫った強制歳出削減を適切に回避して経済への悪影響を最小限に抑えるとともに、各種控除の見直しなど税制改革に取り組むことにより中期的な財政健全化の道筋をつけようとしている。そうなれば、企業部門の不透明感が払拭され、投資や雇用拡大につながるなど企業活動が活発化し、景気

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

回復の勢いが加速する可能性もある。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。

② 欧州経済

欧州では、ユーロ圏財政危機の懸念後退を受け、経済の先行きへの期待から一部に景況感の改善も認められるが、現在のところファンダメンタルズには大きな変化は生じていない。また、今後も各国での緊縮財政による内需の抑制や脆弱な金融機能の影響は継続するとみられることから、当面の間は経済情勢の大きな改善は見込み難い。急速に進んだユーロ高も、輸出主導での回復には重荷になるものと考えられる。このため、大幅な減速リスクは低下したものの、欧州経済は、しばらくは底打ちを探る弱い展開が続くものとみられる。一方、財政危機に向けた対策の遅延、政治面の不安定化、ギリシャ情勢の悪化等で、市場が一転して波乱含みの展開となり、経済にも悪影響を及ぼす可能性が残されている。



(資料)Eurostatのデータから農中総研作成。
(注)なお、アイルランドは2012年第4四半期のデータは未公表。

ユーロ圏(17 ヶ国)の 12 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比▲0.6%(7～9 月期は同▲0.1%)と、3 四半期連続でマイナス成長となった。主要国の前期比成長率を見ると、ドイツが▲0.6%(同 0.2%)、フランスが▲0.3%(同 0.1%)と今回マイナス成長に落ち込んだほか、ポルトガルが▲1.8%(同▲0.9%)、イタリアが▲0.9%(同▲0.2%)、スペインが▲0.7%(同▲0.3%)等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランドについてはデータは公表されていない。一方、ユーロ圏以外では英国が▲0.3%(同 0.9%)となり、欧州連合(EU)(27 ヶ国)全体では▲0.5%(同 0.1%)となった。

この他のユーロ圏の経済指標については、欧州委員会による 1 月の景況感指数が 89.2 と 12 年 6 月以来の水準まで回復するなど、足元では景況感の改善が生じている。しかし実体経済を見ると、12 月の鉱工業生産指数は前月比で 0.7%の上昇となったが、これは 12 年 9 月以降 3 ヶ月連続で前月比低下が続いた後での前月比上昇であり、今後の動向を見極める必要があると考えられる。また、雇用情勢については、12 月の失業率は 11.7%と、99 年のユーロ導入以来の最高水準となっている。なかでもスペインでは 26.1%(うち 25 歳未満の若年層は 55.6%)に達するなど財政悪化国での上昇傾向が続いており、財政改革を進める現政権への反発を招く一因ともなっている。消費面でも、12 月の小売売上高は前月比で 0.8%の低下、前年同月比で 3.4%の低下となっており、弱い動きが続いている。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては、輸出額は 12 月には前月比で 0.3%増加し、昨年 1 年間では前年比 3.4%の増加となるなど、最近では経済の底打ちを示唆する指標も増加しているが、経済の反転に向けた力強い動きには至っていない。12 月の製造業受注は前月比で 0.8%の増加、同月の鉱工業生産指数についても前月比で 0.3%の増加となったが、依然として月により跛行性が大きい。また、12 月の失業率は 5.3%と低い水準にとどまっているが、同月の小売売上高は前月比で 1.7%の低下、前年同月比でも 4.7%の低下で、個人消費の拡大には結び付いていない。

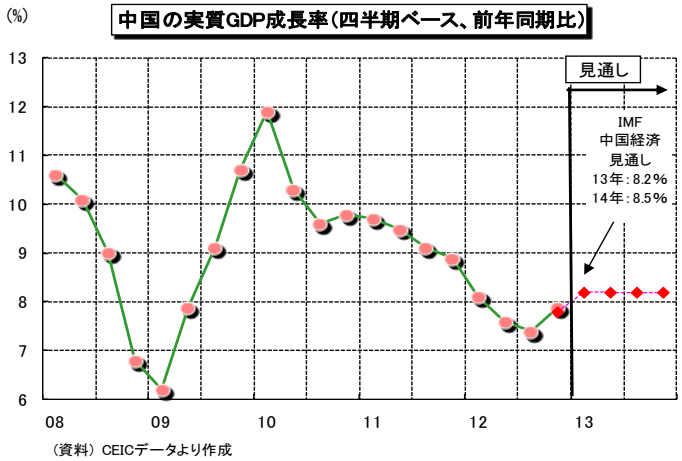
一方、ユーロ圏では 1 月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比 2.0%上昇と、欧州中

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

央銀行(ECB)が基準とする2%まで低下してきている。こうしたなか、12年7月に政策金利を25bp引き下げ、過去最低の0.75%としたECBは、政策の効果を見極めつつ、緩和的な政策スタンスを維持するものと考えられる。

③ 中国経済

不動産抑制策の実施や欧州向け輸出の低迷を受けて、2012年の実質GDP成長率は前年比7.8%と、13年ぶりに8%を割り込んだ。ただし、四半期ベースの成長率を見ると、10～12月期は7.9%と、国内の公共投資の拡大や米国向け輸出の持ち直しなどを受けて、7～9月期(7.4%)から上向いた。足元でも、中国国家統計局が発表した13年1月の製造業購買担当者指数(PMI)は50.4と4ヶ月連続で50を上回るなど、緩やかな景気回復が続いていると見られる。



(資料) CEICデータより作成

13年の金融政策については、1月の野菜や豚肉などの食料品価格の上昇幅が拡大するほか、住宅価格の高騰が再燃するリスクも存在するため、利下げなど金融緩和の必要性が乏しく、中立的な金融政策は維持されると見られる。一方、中低所得層向け住宅の建設や高速鉄道などインフラ建設の拡大などに向けて、昨年より積極的な財政政策が実施される見通しである。

このような中立的な金融政策と積極的な財政政策のもとで、13年は、都市化の推進に伴う消費と投資の拡大が期待されるため、景気回復が継続すると思われる。とはいえ、中国政府が輸出・投資依存から消費拡大へ、成長速度より質重視といった経済発展方式に転換し、リーマン・ショック後のような大規模な景気刺激策を打ち出さないため、従来の二桁成長に戻ることは困難であり、通年で8%前半の成長になると予測する。

一方、外需については、米国経済の回復やアセアンの堅調な伸びが続くと見られるものの、日中関係の悪化や欧州の景気低迷が長期化することなどから、全体として緩やかな増加に留まると見込まれる。また、不動産抑制策も引続き実施される見込みで、景気下押しリスクに留意が必要であろう。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

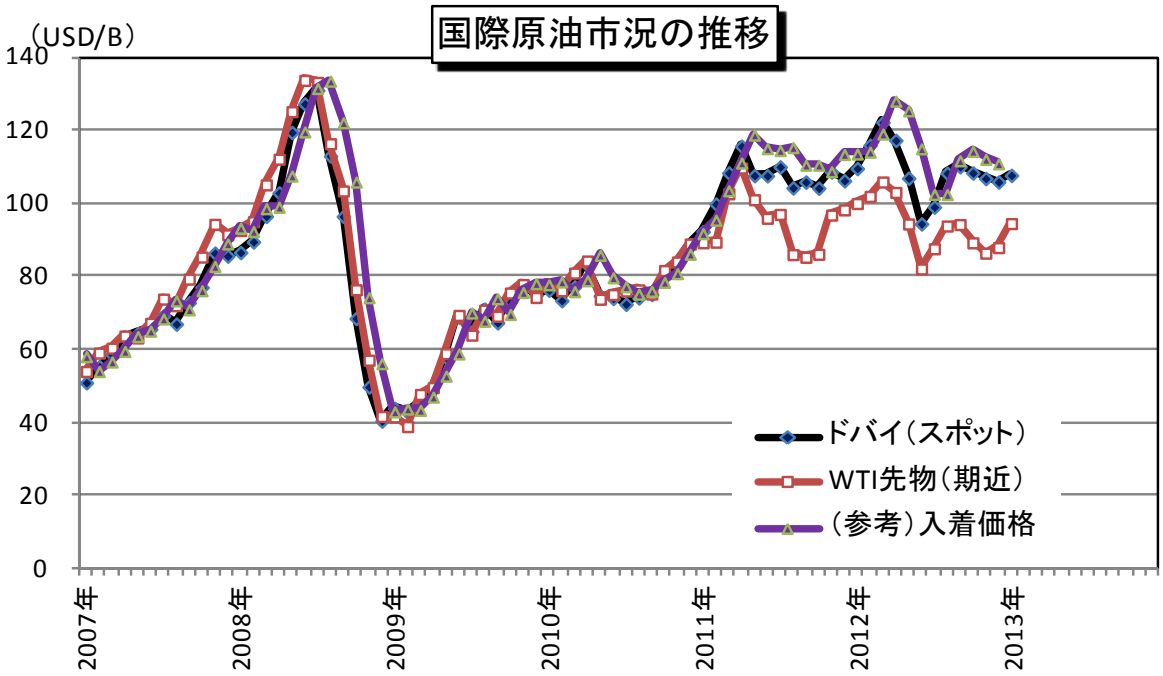
国際原油市況は12年春にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などを背景に高騰したが、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりや欧州債務問題の再燃などから、リスク回避的な行動が強まり、原油を含む国際商品市況は調整、その後も多少の変動は伴いつつも、概ね横ばいでの推移となった。原油(WTI 先物、期近物)については、2月下旬にかけて一時1バレル＝110ドル近くまで上昇したが、6月下旬には一時70ドル台まで下落、その後は90ドル前後での展開が続いた。なお、直近は北半球が需要期にあることや北米の寒波襲来、アルジェリア・イランなど中近東・アフリカ情勢での地政学的リスクの高まり、さらに世界経済の回復期待などで、上昇傾向が強まっている。

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

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

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、13 年度は 122.5 ドル、14 年度は 130.0 ドルと見込んでいる。

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一時高騰したが、現在は落ち着きを取り戻しつつある。ただし、先行きの世界的な景気回復期待や過剰流動性などが商品市況に影響を与える可能性もあり、引き続き不安定な状況は続くだろう。



（資料）NYMEX、東京工業品取引所、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

(株)農林中金総合研究所

2012～14年度　日本経済見通し

	単位	2011年度（実績）	12年度（予測）	13年度（予測）	2014年度（予測）
名目GDP	%	▲ 1.4	0.1	1.9	3.0
実質GDP	%	0.3	0.9	2.4	1.3
民間需要	%	1.4	1.0	2.2	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.4	1.7	0.1
民間住宅	%	3.7	5.2	8.3	0.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.6	1.4	2.7
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	0.2
公的需要	%	0.9	4.5	3.1	1.2
政府最終消費支出	%	1.5	2.4	1.3	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 2.3	14.2	11.0	2.1
輸出	%	▲ 1.6	▲ 2.5	2.2	7.5
輸入	%	5.3	3.5	1.3	4.9
国内需要寄与度	%pt	1.3	1.8	2.3	0.8
民間需要寄与度	%pt	1.0	0.8	1.6	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.0	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.9	0.2	0.5
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 0.5	1.7
国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 0.9	1.0	3.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	▲ 0.2	0.3	2.5
（消費税増税要因を除く）					*(0.4)*
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2	4.2
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.2	▲ 2.9	3.1	0.3
経常収支（季節調整値）	兆円	7.6	4.2	7.0	10.9
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.4	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.0	96.9	100.0
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	0.80	0.88	0.98
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.2	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	▲ 0.5	▲ 1.1	▲ 0.4	0.5	0.5	0.9	0.9	1.5	0.6	0.3	0.5	0.3
実質GDP	%	1.5	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 0.1	0.6	0.6	0.9	1.0	1.7	▲ 1.3	0.4	0.5	0.4
（年率換算）	%	6.0	▲ 1.0	▲ 3.8	▲ 0.4	2.4	2.5	3.8	4.2	6.8	▲ 5.2	1.7	2.1	1.4
民間需要	%	0.9	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	0.7	0.4	0.6	0.9	2.0	▲ 2.1	0.5	0.6	0.4
民間最終消費支出	%	1.2	0.0	▲ 0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.8	2.2	▲ 3.0	1.0	0.4	0.4
民間住宅	%	▲ 1.7	2.2	1.6	3.5	2.0	1.2	1.5	3.0	2.5	▲ 3.0	▲ 0.5	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 2.6	▲ 0.2	▲ 3.6	▲ 2.6	1.4	0.5	1.0	1.6	2.0	▲ 1.0	0.5	1.0	1.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.4	▲ 0.4	0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.5	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	2.6	1.5	0.8	0.7	0.6	0.8	1.2	0.6	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	8.4	6.1	2.5	1.5	1.8	3.0	5.0	2.0	0.5	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	3.4	0.0	▲ 5.1	▲ 3.7	1.0	1.5	2.0	2.2	2.5	2.0	1.3	1.2	1.2
輸入	%	2.1	1.7	▲ 0.5	▲ 2.3	0.8	0.5	0.7	0.9	2.0	1.0	1.1	1.1	1.1
国内需要寄与度	%pt	1.3	0.0	▲ 0.3	0.1	0.6	0.5	0.8	0.9	1.5	▲ 1.5	0.4	0.5	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.6	0.3	0.5	0.7	1.5	▲ 1.6	0.4	0.5	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	1.6	1.6	1.7	1.8
国内企業物価　（前年比）	%	0.3	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.1	0.5	1.0	1.2	1.4	3.8	3.5	3.7	3.9
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.4	0.6	2.5	2.4	2.5	2.7
（消費税増税要因を除く）											*(0.4)*	*(0.3)*	*(0.4)*	*(0.6)*
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2	4.2	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	▲ 1.9	3.2	1.0	1.2	1.5	0.5	▲ 0.9	▲ 0.5	0.3	0.2
経常収支（季節調整値）	兆円	1.5	1.5	1.0	0.7	1.0	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	0.6	0.8	1.2	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1	2.2	2.5
為替レート	円/ドル	79.3	80.2	78.6	81.2	92.0	95.0	96.0	97.5	99.0	100.0	100.0	100.0	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	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	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.75	0.78	0.80	0.85	0.90	0.95	0.90	0.95	1.00	1.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	116.0	123.2	105.9	112.7	115.0	120.0	120.0	125.0	125.0	130.0	130.0	130.0	130.0

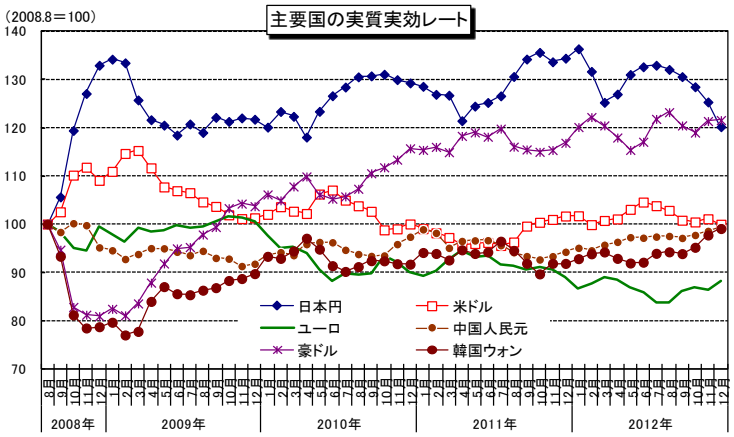
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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)アベノミクスに関する論点整理

政権発足から約 2 ヶ月が経過しようとしているが、これまでのところ、アベノミクスへの期待は高いまま持続しており、その結果、円安・株高といった傾向が続いている。世界経済フォーラム 2013(ダボス会議)などでも、財政出動を除いて、概ね好意的な評価がなされた。こうしたアベノミクスは、デフレを容認してきた金融政策のレジーム・シフトを引き起こし、企業・家計部門の期待の変化を促すことも意図していると捉えることが可能であろう。とはいえ、根雪のように凍りついたデフレを溶かすためには、多くの国民の想像を超えるような思い切った政策をとり続ける必要があり、そうした試みが思わぬ副作用を生んでしまうのでは、との懸念を抱く向きも少なくない。以下では、アベノミクスに関するいくつかの論点に関して、整理しておきたい。



(資料)国際決済銀行(BIS)　(注)値が高いほど通貨価値が相対的に高いことを意味する

最近の円高修正に関して、一部から日本が「通貨安競争」を仕掛けているとの懸念が浮上しており、この認識が広まれば、内外金融市場が混乱する可能性がある。2 月 12 日の G7 財務相・中央銀行総裁会合では、通貨安競争の回避に向けた緊急の共同声明を発表したが、その内容を巡って様々な憶測を呼んだ。この 4～5 年を振り返ると、日本円はリーマン・ショック(2008 年 9 月)前と比較して、2～3 割も高い水準(実質実効レート)で推移してきたが、それが日本経済や産業活動を圧迫してきたのは間違いない。この円高の主因は、日本銀行と他の中央銀行の緩和姿勢の温度差と見るのが妥当である。リーマン・ショックのわが国の金融面での影響度は相対的に小さかったが、実体経済面では輸出激減などを通じてかなりのダメージを受けた。それはデフレ圧力を一段と高めたが、日銀は緩和に対して慎重であり、それが結果的にデフレを容認したと解釈され、為替レートは戦後最高値を断続的に更新するなど、歴史的な円高状態が定着する状況となっていた。一方、2012 年 11 月以降は、総選挙後にはデフレ脱却に向けて積極果敢な金融緩和策が打ち出されるとの期待感が為替レートの円高修正をもたらした、というのが直近の動きであった。

一方、ユーロ圏やブラジル、メキシコなど新興国からは、わが国の政策転換に対する懸念を表明する意見も浮上している。確かに、「円安」が景気押上げやデフレ脱却の手段として有効である面は否めないが、あくまでデフレ脱却や成長促進のための政策発動をした結果、円高が修正された、というのが正当な理解であろう。とはいえ、自民党の選挙公約などに盛り込まれていた「外債購入ファンド構想」については、今回の G7・G20 での共同声明などによって進めにくくなった点は否めない。

次に、政治家が日銀に対して大胆な金融緩和を採用させるとしたことが「中央銀行の独立性」に抵触するのではないか、との批判もある。また、政府との連携強化が将来的な財政赤字のファイナンスにつながりかねないことへの危惧もある。これは過去のハイパーインフレが中央銀行による財政赤字の貨幣化(マネタイゼーション)が主因で発生したことに伴う懸念である。このマネタイゼーションについては、今後とも厳格な態度が必要であるが、政府が

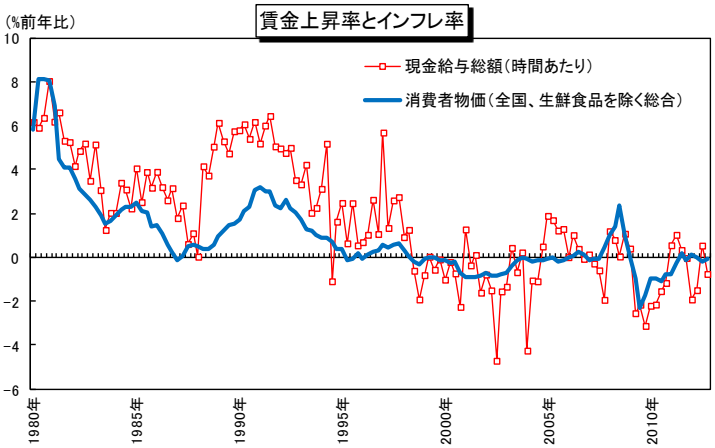
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

日銀に対して政策の要請を行うこと自体は中央銀行の独立性を脅かしたわけではないだろう。ちなみに中央銀行の独立性は、「目標設定」にあるのではなく、その目標達成のための「政策手段」にあるとするのが、一般的な解釈である。

そもそも日本銀行は、現行日本銀行法によって、世界でも有数の独立性が与えられてきた。しかしながら、日銀は過去 15 年以上にわたって課せられた使命の一つである「物価の安定」を実現してこなかったばかりか、その責任をとることもなかった。一国の経済を物価安定化における持続的成長経路をたどらせるため、政府と中央銀行の経済政策が整合的にとられることは至極当然であろう。そういう点で、これまでの政策連携はかなり不十分であり、望ましい姿に向かったと評価すべきである。

さらに、世界的に財政悪化への警戒が高まる中、世界有数の財政赤字を抱える日本がさらに赤字国債を発行したことをどう解釈するか、という点がある。わが国の財政健全化については、積極的な財政運営が、民自公による 3 党合意によって進めてきた「社会保障と税の一体改革」や 2020 年度までのプライマリー・バランス(基礎的財政収支)の黒字化目標などから、後退したのではないか、との懸念である。しかし、安倍内閣としては財政再建を一旦放棄したわけではなく、財政再建に向けた環境作りといった側面を持たせているのではないか、と思われる。過去 40 年に渡る日米欧の財政赤字問題を巡る経験を踏まえると、財政再建は経済成長とのバランスをとりながら実施しなければ成功しない、ということが言えるだろう。わが国の財政健全化についても、景気悪化を招きかねない増税策を強行するより、デフレ脱却や景気底上げ、歳出構造の見直しなどを組み合わせていかないと望ましい結果が得られない、との考えから来たものと言えるだろう。

さて、アベノミクスが成果を上げ、物価が適度なペースで上昇するためには、賃金上昇も同時に起きる必要があるとの意見は根強い。実際、安倍首相も賃上げの必要性を認めており、マクロ経済政策の司令塔である経済財政諮問会議や経済界代表との会合などの場で、業績が改善している企業に報酬の引上げ等を通じて所得の増加につながるよう促している。また、13 年度の税制改革大綱(1 月 29 日閣議決定)においても、雇用・労働分配(給与等支給)を拡大するための税制措置の創設や、雇用促進税制の拡充を盛り込んでいる。目下、13 年春闘における賃金交渉は厳しいとされているが、一部企業ではそれに呼応する動きも見られている。とはいえ、2%の物価上昇のためには、労働生産性の上昇率を上回る賃上げが不可欠であるとの見方もあり、その実現にはまだまだ遠い道のりがあると考えざるを得ない。2%の物価目標を掲げた日銀内からも、4%の賃金上昇を生みだせるほどの経済の基礎体力をつけることが肝要との意見も聞こえてくる。



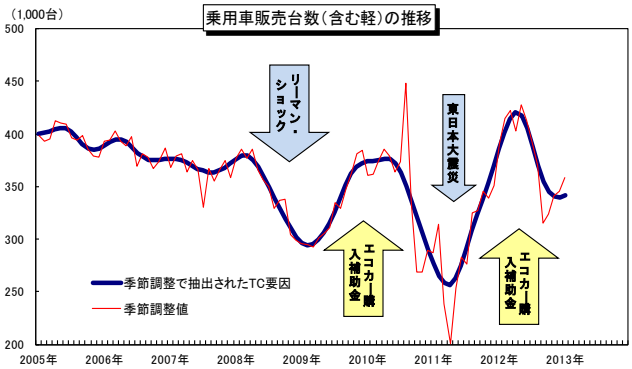
(資料)厚生労働省、総務省統計局のデータより農林中金総合研究所が作成　(注)消費税要因を除く

いずれにせよ、デフレ脱却に当たっては、企業経営者の意識改革が必要であろう。デフレ環境の下、企業は収益確保のため、固定費、特に人件費の抑制に注力してきたが、それは国内需要の低迷をもたらし、デフレ環境を一段と悪化させる、という悪循環を招いてきた。その一方で、企業は潤沢な内部留保を確保してきたが、それが前向きな企業活動に使われた形跡はあまりない。大胆な金融緩和措置が講じられようとしている今こそ、適正な賃金上昇を通じた利益還元が求められている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

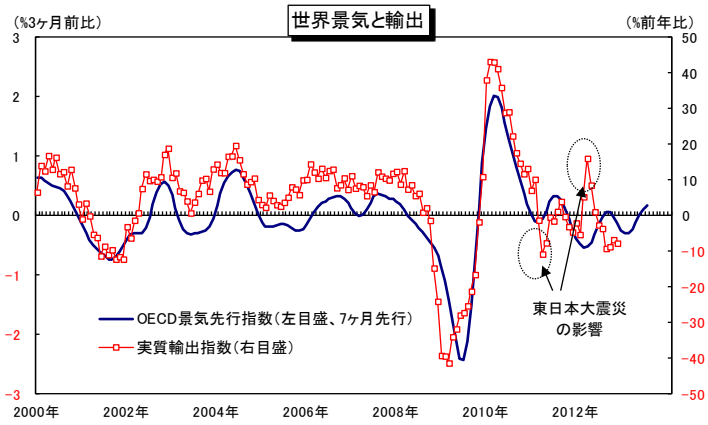
(2)経済見通し ～ 国内景気は緩やかな回復を開始

国内景気は12年4月以降、後退局面にあり、9月頃に一段と落ち込む動きを見せたものの、11月前後に後退局面を終了し、足元は回復局面の初期段階にあると認識している。欧州経済の軟調さ、日中関係の冷え込み、米国の「財政の崖」など、海外部門にはいくつもの不安要素は存在するが、総じて海外経済は持ち直し局面に入っていると考えられる。また、冒頭でふれたように、自動車販売も足元では回復が始まっており、エコカー購入補助金終了の悪影響は10～12月期で一巡したと判断している。



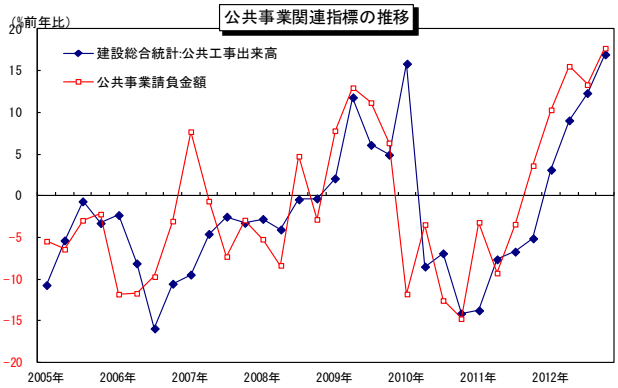
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整(X-12-ARIMA)

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。まず、輸出環境については、昨年秋以降、冷え込んでいる日中関係について、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、中国経済はすでに持ち直しが始まっていることから、日本からの資本財・生産財の輸出が下げ止まる可能性が高いものと思われる。欧州経済については当面は厳しい状況が続くと思われるが、米国や新興国経済に関しては持ち直し傾向が強まり、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。



(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

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、これまでなかなか進まなかったという状況にあったが、2年という時間を経過し、ようやく進み始める可能性も出てきている。こうした復興事業が本格的に進展すれば、それらが呼び水となって被災地での住宅や企業設備投資などの民間需要が喚起される効果が強まることが期待される。

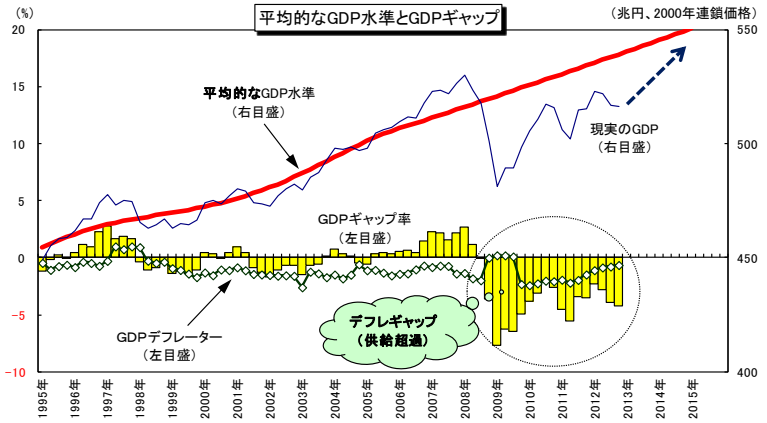


(資料) 国土交通省、保証事業会社協会

これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。まず、足元1～3月期については、前述のとおり、海外経済の持ち直しもあり、輸出が小幅ながらも増加に転じる可能性が高いだろう。一方、家計の所得環境が依然として厳しいこともあり、民間消費がやや減速する可能性はあるが、引き続き住宅投資は底堅く推移するだろう。また、円安・株高などによりマインド改善が見られた企業部門でも、設備投資が回復に向かうものと思われるほか、先行きの景気回復を期待した在庫復元も起きるだろう。それゆえ、4四半

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

期ぶりのプラス成長(前期比年率 2.4%)と想定している。その結果、12 年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 0.9%**(3 年連続のプラス成長)となるが、前年度からのゲタ(1.8 ポイント)を大きく割り込むなど、実質的にはマイナス成長といってもよいだろう。なお、前回 12 月時点の予測値(1.0%)からは僅かながらも下方修正である。そのほか、**名目 GDP 成長率は 0.1%**(前回予測は 0.2%)と 2 年連続のマイナスはかろうじて回避される。**GDP デフレーターは前年度比▲0.7%**(前回予測は同▲0.8%)と、11 年度(同▲1.7%)からは下落幅は縮小するが、マイナス圏からは抜け出せないだろう(15 年連続のマイナス)。



(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

続く **13 年度**については、アベノミクスによる復興事業も含めた公共投資が景気の下支え役として機能するほか、復興需要の広がりも始まるだろう。また、マインド回復により、企業設備投資の回復基調が保たれるほか、夏季賞与の増加などが民間消費の増加に貢献すると思われる。さらに、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。なお、14 年度からの消費税増税を前に、13 年度下期には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 2.4%**(前回予測の 1.8%から上方修正)の成長を見込んだ。**名目成長率もプラス(1.9%)**を確保するだろう。ただし、GDP デフレーターは、名実再逆転を想定する政府見通し(0.2%)とは裏腹に、前年度比▲0.5%と、下落状態が続くだろう。

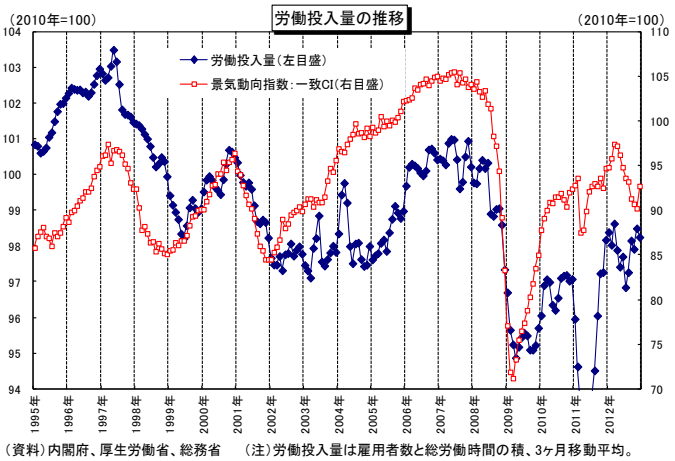
続く 14 年度については、4 月の消費税増税実施により、年度前半はそれに伴う影響が残るものと思われる。問題は、その反動減による国内景気の落ち込みがどの程度続くのか、という点である。消費税の増税分は社会保障制度の安定財源として使われることから、それらは将来的な年金不安の解消に役立ち、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させる可能性がある点は否定しない。また、増税は、輸入資源の高騰などのように購買力の強制的な海外移転ではなく、国内の所得再分配によって社会保障受給者に支払われるものであり、それらの多くは消費支出となる性質のものであろう。しかし、少子高齢化が今後も進行するわが国において、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。税率 3%の引上げは 7 兆円程度の増税措置に相当するが、14 年 4 月時点でもデフレ環境にあると思われる国内景気が増税ショックを完全に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総じて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 1.3%、名目成長率は 3.0%**(前回予測はそれぞれ 0.7%、2.4%で、いずれも上方修正)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)。

雇用面については、足元までは景気後退の影響もあり、失業率が 4%台前半で推移してきた。企業部門では、世界同時不況からの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こなかった。13 年

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

入り後は、景気の再持ち直しが始まると予想しているが、一旦非労働力化していた人々が労働市場へ再参入してくるケースが増加する可能性を踏まえれば、引き続き失業率は 4%台前半の水準からはなかなか低下しないだろう。



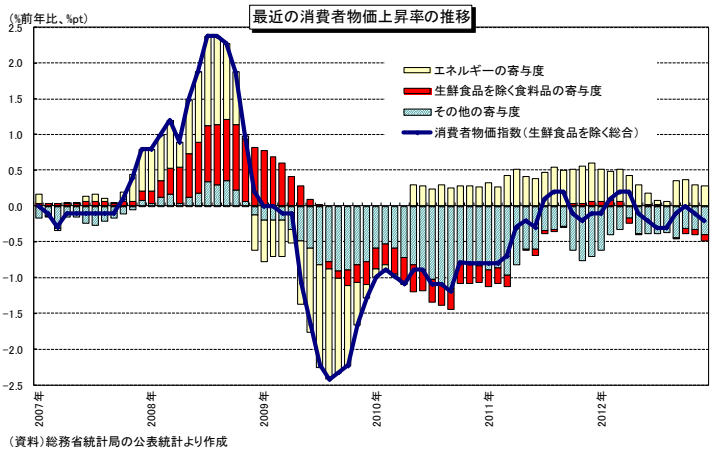
先行きの失業率については、12年度最終四半期(13年1～3月期)で 4.3%、13 年度最終四半期(14年 1～3 月期)で 4.0%と、消費税増税前までは非常に緩やかではあるが改善が進むと思われる。しかし、14 年度最終四半期(15 年 1～3 月期)は 4.1%と改善が一服すると予想する。

(3)消費者物価の見通し ～ 小幅な上昇に留まる

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の価格上昇は観察できるが、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、それらを最終財・サービス価格に転嫁していこうとする動きは弱く、むしろ物価下落圧力は根強いといえる。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、その後も基調としては小幅ながらも前年比下落が続いている(10 月は同横ばい)。

先行きも電気料金などエネルギー関連での上昇が続く可能性があるほか、円安進行の影響で一部の輸入品価格の上昇が発生するものと思われるが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中では、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。

当面は下落が続くものの、景気回復とともに下落傾向は徐々に解消し、13 年半ばに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、さらには景気回復継続や所得面の改善、も期待され、小幅ながらも前年比プラスに転じてくるだろう。12 年度を通じてのコア CPI は前年度比▲0.2%と予想するが、その後、13 年度入り後は徐々に上昇率を高めていく。消費税増税前の駆け込み需要の強まりも、一時的ながらも物価押上げに寄与するだろう。ただし、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 2.5%へ上昇率が高まるが、あくまで消費税の税率 3%引上げの影響によるもので、むしろ消費の反動減などによって国内景気の調整色が一時強まることもあり、物価上昇率は徐々に高まっていくわけではない(増税要因を除けば同 0.4%)。



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

2012～14年度　日本経済見通し

（前期比）

	単位	2011年度	2012年度			2013年度			2014年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
実質GDP	%	0.3	0.9	▲ 0.0	▲ 0.8	2.4	1.4	2.8	1.3
民間需要	%	1.4	1.0	▲ 0.3	▲ 0.4	2.2	1.1	2.5	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.4	0.4	0.0	1.7	0.5	2.3	0.1
民間住宅	%	3.7	5.2	2.2	6.2	8.3	3.0	5.9	0.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.6	▲ 3.3	▲ 5.4	1.4	1.7	3.6	2.7
公的需要	%	0.9	4.5	3.2	1.9	3.1	1.7	1.9	1.2
政府最終消費支出	%	1.5	2.4	1.3	1.2	1.3	0.5	0.6	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 2.3	14.2	11.8	4.9	11.0	6.5	7.4	2.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	12.0	7.5	9.0	5.9	8.3	7.3	9.3	10.9
輸出	%	▲ 1.6	▲ 2.5	▲ 0.9	▲ 8.2	2.2	3.0	5.5	7.5
輸入	%	5.3	3.5	2.5	▲ 2.4	1.3	1.3	2.6	4.9
内需寄与度（前期比）	%	1.3	1.8	0.5	0.3	2.3	1.2	2.0	0.8
民間需要（　〃　）	%	1.0	0.8	▲ 0.3	▲ 0.1	1.6	0.8	1.7	0.6
公的需要（　〃　）	%	0.2	1.0	0.7	0.3	0.7	0.4	0.3	0.3
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.6	0.2	0.3	0.4	0.5
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	1.7
完全失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.2
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.2	▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 2.5	3.1	3.2	2.4	0.3
住宅着工戸数	千戸	837	893	438	455	970	470	500	875
経常収支	兆円	7.6	4.2	2.5	1.7	7.0	3.0	4.0	10.9
貿易収支	兆円	▲ 3.7	▲ 6.3	▲ 2.8	▲ 3.5	▲ 2.6	▲ 1.8	▲ 0.8	1.9
為替レート(前提)	ドル/円	79.1	83.0	79.4	86.6	96.9	95.5	98.3	100.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル／バレル	114.0	114.2	114.6	113.9	122.5	120.0	125.0	130.0

（前年同期比）

	単位	2011年度	2012年度			2013年度			2014年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	▲ 1.4	0.1	1.3	▲ 1.1	1.9	0.5	3.4	3.0
実質GDP	%	0.3	0.9	2.1	▲ 0.3	2.4	1.1	3.8	1.3
民間需要	%	1.4	1.0	2.5	▲ 0.4	2.2	1.0	3.3	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.4	2.2	0.6	1.7	0.8	2.6	0.1
民間住宅	%	3.7	5.2	2.9	7.6	8.3	8.5	8.2	0.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.6	4.4	▲ 6.9	1.4	▲ 2.0	4.9	2.7
公的需要	%	0.9	4.5	4.3	4.7	3.1	3.1	3.0	1.2
政府最終消費支出	%	1.5	2.4	2.6	2.3	1.3	1.5	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 2.3	14.2	12.4	15.8	11.0	10.4	11.6	2.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	12.0	7.5	9.0	5.9	8.3	7.3	9.3	10.9
輸出	%	▲ 1.6	▲ 2.5	1.7	▲ 6.6	2.2	▲ 2.9	7.7	7.5
輸入	%	5.3	3.5	7.0	0.2	1.3	▲ 1.0	3.5	4.9
国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 0.9	▲ 1.4	▲ 0.4	1.0	0.7	1.3	3.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	0.0	0.5	2.5
完全失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.2	▲ 2.9	0.2	▲ 5.8	3.1	0.7	5.6	0.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

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

東日本大震災被災地における地銀の貸出動向と金融支援

～震災から 2 年を経過して～

多田　忠義・寺林　暁良

はじめに

東日本大震災からの復興に向け、被災地の地域金融機関は、既存債務への対応や被災者の資金需要に応える融資、復興支援チームの開設など、様々な側面から被災企業や被災者を支援している。

筆者らは、こうした取組みを継続的に紹介してきたが、これまでの報告では、復興政策・事業の遅れなどから、地域金融機関に対する資金需要自体が本格化していないことを指摘してきた（寺林, 2012 など）。

そこで本稿では、震災発生から 2 年が経過した現在の地域金融機関に対する資金需要の現状を分析し、金融の面から被災地の復旧・復興過程を考察したい。以下では、岩手県、宮城県、福島県に本店を置く地方銀行、第二地方銀行（以下「地銀」とする。合計 8 行）の住宅ローンと事業性融資の貸出動向を用いて分析する。

住宅ローン残高の動向

まず、被災地地銀の住宅ローン残高に注目すると（図表 1）、震災直前までは緩やかに増加し続けたが、その後は以下の通り異なる動きを示している。

⑴ 宮城県

宮城県の地銀では、住宅ローン残高は 11 年 9 月末以降、前年同期比で減少した。主な要因は、震災直後、（独）住宅金融支援機構による「災害復興住宅融資」の契約取次が住宅融資の多くを占めたことにより自行ローン取扱いが減少したためとみられる（多田, 2013）。

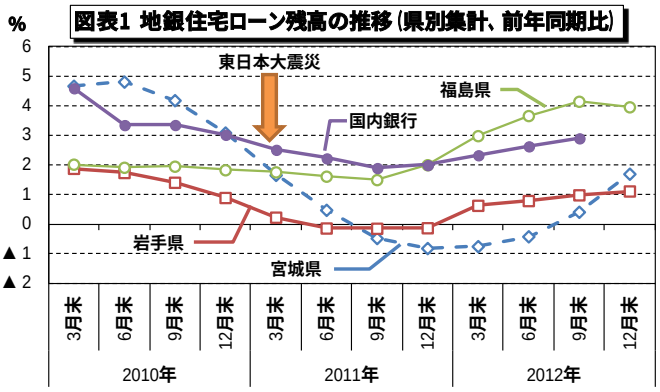
一方、12 年 9～12 月末は伸びが拡大した。これは、防災集団移転促進事業や土地区画整理事業による再建先用地整備（以下、面整備）が少しずつ工事着手へ動き始めたことに加え、集団移転に伴う土地等の買取り価格が明らかになりつつあること、消費税増税前の駆け込み需要等が要因と考えられる。

なお、12 年 10～12 月期の「災害復興住宅融資」申込件数は、前期（同 7～9 月期）に比べ減少しているほか、宮城県に本店を置く地銀が発表する「経営強化計画の履行状況」を確認する限り、被災者に対する住宅ローン実行額は減少していることから、被災者による住宅ローン申し込みは 12 年秋以降、一時的に足踏みしている可能性がある。

⑵ 岩手県

岩手県の地銀では、震災後、住宅ローン残高は低迷し、12 年 3 月末以降緩やか

図表1 地銀住宅ローン残高の推移（県別集計、前年同期比）



（資料）日経NEEDS-FinancialQUEST、決算短信、日本銀行「資金循環統計」を基に作成
（注）各行の本店所在地別に残高を集計しているため、融資先（住宅建設先）の県と本店所在県が必ずしも一致しない。

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

に伸びている。岩手県では、被災者の多くは漁業やそれに関連する産業で生計を立てており、内陸部（盛岡市、北上市や一関市など）に移転して再建することをためらう被災者が多いとみられ、就業先等を内陸部で確保できた、あるいは被災地域近傍で再建先を確保できた被災者が住宅ローンを組んで住宅再建を進めているとみられる。

また、現地再建する上で土地の確保が問題となっていることから、戸建住宅による再建よりも、災害公営住宅等の集合住宅による再建が多く見込まれ、これも住宅ローン残高が増加しない要因の一つと考えられる。

⑶ 福島県

福島県の地銀では、3 県の中で住宅ローン残高の伸びが最も高く、全国平均（資金循環統計）と比較しても高い伸びであることが確認できる。同県のある地銀によれば、この伸びを二つの側面から説明できるという。

一つ目は、福島第一原子力発電所の事故に伴い発生した放射性物質による汚染で現地再建をあきらめざるを得ないと判断した被災者が、福島県中通り（福島市や郡山市など）や会津地域（会津若松市など）に早くから移転し、住宅を新築する、または中古物件を購入するケースが相次いだためである。

二つ目は、仙台に立地する同地銀の支店が不動産業者と連携して、仙台地域の中古物件をあっせんし、融資を行ったことにより住宅ローンを取り込めたためである。

こうした原発事故特有の被災状況から、やむを得ず早期移転し、住宅再建を図る被災者が他県に比べ多く、さらに、仙台地域の融資ニーズを取り込めたことが、震災直後から融資の増加につながったものとみられる。

住宅ローンの見通しと課題

12 年夏以降、宮城県を中心に面整備工事が着工し始め、一部の地銀では、これに対応する特徴的な住宅ローン商品が発表されている（図表 2）。実際、図表 2 内の商品①②③は防災集団移転促進事業による住宅再建を実現する上で直面する課題を克服するものや、被災者の負担をさらに軽減する取組みとして注目される。また、こうした地銀の動きが 13 年 2 月に発表されたことは、被災地における住宅再建を促進するものとして期待される。

図表2 住宅再建を支援する地銀の動き

本店所在	名称	特徴的な住宅ローン商品	メリット	取扱開始日
宮城県	A銀行	①集団移転先で、自治体から土地を賃借して住宅を建設する場合の専用ローン ②借入金の元金返済を最長1年間据え置きできるオプションを既存の住宅ローンに追加	①住宅のみに融資担保を設定できる ②建築資材不足などにより長期化する建築期間へ対応可能	①13年2月1日 ②13年2月15日
福島県	B銀行	③防災集団移転促進事業により移転する場合で、新たな住宅ローンを契約する場合、取り扱い手数料を無料化	③被災者の負担軽減	③13年1月31日（公表日）
岩手県 宮城県 福島県	各行	④住宅ローン金利の引き下げ、融資条件の緩和等	④被災者の負担軽減	④震災後

（資料）各行プレスリリースを基に作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なお④は、震災後多くの金融機関で取り扱いが開始され、現在も継続中である。

以上のことから、3 県に本店を置く地銀では、今後の面整備の進捗に合わせて、現在一時的に足踏みしている住宅ローンが緩やかに持ち直していくと予想される。ただし、資材・人手不足により面整備が遅れる、もしくは移転計画の決定に時間を要した結果、住宅再建ではなく災害公営住宅への入居を希望する被災者が増えると、住宅ローンが縮小する可能性も考えられることに留意したい。

中小企業向け貸出金残高の動向

次に、被災地地銀の事業性貸出の中でも、地域の復興にとって重要な意味を持つと思われる中小企業向け貸出金を確認する（図表 3）。

中小企業向け貸出金は、08 年秋のリーマン・ショックの影響もあり、震災前は弱含みを続けてきた。しかし、震災発生後の貸出金をみると、各県ともに増加傾向で推移するなど、堅調に推移してきた。ただし、こうした動きは長くは続かず、12 年 3 月末以降、各県ともに増加幅が縮小に転じている。

では、12 年春以降、中小企業向け貸出金が弱含んだ理由を図表 4 から考えたい。

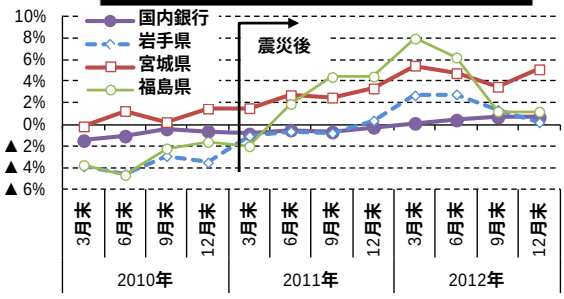
この図表は、宮城県に本店を置く地銀の震災関連事業融資の実行額および設備資金の割合を示したものである。11 年度の融資実行額は図表 3 の動向と同じように、上期・下期ともにそれなりの規模となったが、12 年度上期は前期の 2 分の 1 程度に縮小している。また、設備資金の割合をみると、11 年上期は 10%台半ばと低水準であり、11 年度下期、12 年度上期も 30%前後にまでしか上昇していない。

このことから考えると、震災後 1 年間は、震災復興に絡んだ資金需要が一定程度見受けられたものの、それは運転資金が中心であったといえる。そして、震災後 1 年が経過し、つなぎの運転資金需要が一服した後も、設備資金の需要は本格化をみていない。これが中小企業向け貸出金の縮小の要因になっているのである。

同様の状況は、制度融資の利用状況からも確認できる。図表 5 は、宮城県信用保証協会による東日本大震災関連保証の承諾金額の推移である。

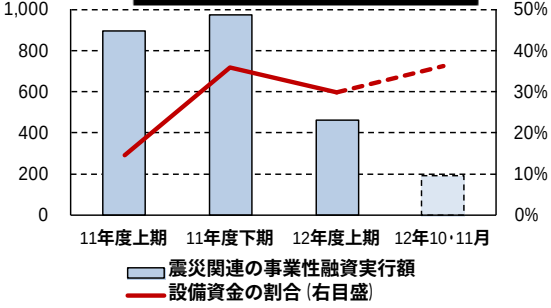
制度融資の承諾金額は、震災発生年の夏にピークを迎え、初年度末（12 年 3 月末）にも駆け込み需要から金額が急増した。しかし、2 年度目も前年度と同様の内容の制度融資が導入されたにもかかわらず、12 年 4 月以降の実行額は低迷して

図表3 地銀の中小企業向け貸出残高の推移（県別集計、前年同月比）



（資料）各地銀の決算短信、日銀「貸出先別貸出金」より作成、本店所在地をベースに集計

図表4 震災関連の事業性融資実行額（宮城県に本店を置く地銀合算）



（資料）七十七銀行「経営強化計画」、仙台銀行「経営強化計画の履行状況報告書」より作成、金額ベース

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いる。

制度融資も、初年度に融資件数・金額が出たのは、運転資金がほとんどであったようである。しかし、運転資金の需要が一服した2年度目以降も、設備資金需要が低迷しているため、制度融資の利用も低水準となっている。

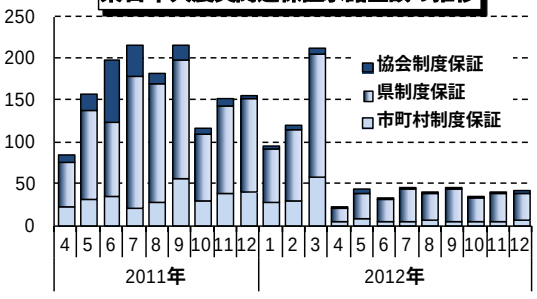
そして、こうした設備投資需要の低迷は、言うまでもなく、被災地において、インフラ整備や面整備などに時間を要していることに起因している。

事業性貸出の見通しと課題

被災地では、ようやくこうした復興事業の進展にメドがつき始めている。そのため、今後は事業性融資が設備投資を中心として増加に転じることが期待される。ただし、その際に考慮すべき条件はいくつかある。

まず、被災者支援に向けた金融関連の支援メニューが充実していることである。公的な支援には、制度融資に加え、政府系金融機関による融資メニューもある。また、国や県のグループ補助金は、必要資金の4分の3を補助し、残り4分の1も無利子貸付を受けられる場合があるという内容で、毎回申請額を上回る応募がある。民間の「復興ファンド」も数多く立ち上がっている。こうしたメニューの充実は、被災事業者にとっては望ましいことだと思われるが、今後も継続してその復興を支えるべき民間金融機関の貸出が抑制される可能性はあるだろう。

図表5 宮城県信用保証協会の東日本大震災関連保証承諾金額の推移



(資料) 宮城県信用保証協会「マンスリーレポート」(2011年5月号～2013年1月号) より作成

また、復興の進展に伴い、これまで面整備の遅れなどから設備投資を行えなかった事業者からも、新たな資金ニーズが発生することが想定されるが、それによって震災発生当初から懸案となってきた二重債務問題が再浮上する可能性がある。被災地金融機関は、リスケジュールなどによって既存債務に対応してきた。また、各県産業復興機構や東日本大震災事業者再生支援機構などを活用しやすい条件も整いつつある。二重債務問題に対しては、今後も官民の連携による対策の体制を緩めるべきではないだろう。

おわりに

被災者・被災事業者向けの融資は、12年春から夏を境に利用が低位に推移し、現在は一時的に足踏みしているように見える。ただし、面整備の進捗によって集団移転、住宅再建が進む中で、被災者の住宅ローン需要が拡大することが見込まれるほか、それに合わせて、設備資金を中心とした中小企業の資金ニーズの拡大も想定される。そのため、被災地の地銀には、今後も復旧・復興にかかる整備の進捗を見据えながら、継続して金融支援を行うことが求められるだろう。

参考文献

・多田忠義 (2013)「宮城県における住宅再建を取り巻く現状について」『金融市場』24 (2)：18-25.
・寺林暁良 (2012)「東日本大震災の被災地における地域金融機関の対応」『季刊個人金融』7 (1)：22-29.

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

COP18 の合意内容と今後の課題

安藤　範親

はじめに

2012 年 11 月 26 日から 12 月 8 日にかけてカタールのドーハで、温暖化などによる気候変動の悪影響を防止することを目的とした国連気候変動枠組条約の第 18 回締約国会議（COP18）が開催された。

COP18 では、12 年末の京都議定書第 1 約束期間終了を間近に控え、前回の COP17 において課題を残した第 2 約束期間についてどうするのか、また、京都議定書に代わる新たな国際枠組み設立に向けた作業をどのように進めていくのか、の 2 点が大きな焦点となった。

協議は難航したものの、図表 1 のとおり「ドーハ気候ゲートウェイ」として、①期限切れが迫る京都議定書の期間延長問題の合意や、②新たな国際枠組み構築に向けた作業計画を決定した。その他、③13 年以降の途上国への資金支援や、④気候変動の被害軽減のための支援制度の設立などが採択された。

図表1　ドーハ気候ゲートウェイの主な内容

①京都議定書第2約束期間改正案の採択
・COP17で未決定だった約束期間終了時期の決定（13年1月～20年12月末）や、不参加国の排出量取引の扱いを決定（国際的な獲得・移転が不可に）。
②新たな国際枠組み構築の作業計画の決定
・2020年以降の新たな国際枠組みについて交渉の作業計画を決定（作業部会の開催計画や追加会合の検討）。
③途上国への資金支援
・2013～2015年の先進国による資金拠出の努力や、2020年までの支援増額計画をCOP19までに提出すること等を奨励。
④気候変動の被害軽減に向けた制度設立
・気候変動に脆弱な国における被害の軽減のための世界的なメカニズム（保険や保証、復旧に関するリスク管理）の制度設立を決定。

（資料）COP18及びCMP8報告セミナー、外務省報告資料を参考に作成

第 2 約束期間で合意

図表 1①の京都議定書第 2 約束期間は、97 年の COP3 で採択した京都議定書の第 1 約束期間が 12 年末で期限切れとなることから、新たな国際枠組みが始まる予定の 20 年までの間、温室効果ガスの排出削減努力を続けるために設定された。

COP17 では、この延長期間について、5 年とするか 8 年とするか先送りされていた。新たな国際枠組みの開始を前に、より高い削減目標について議論すべきとして 5 年を主張する意見もあったが、新らたな国際枠組みの開始時期に合わせて 8 年（2013～2020 年）とすることが今回の COP18 で決まった。

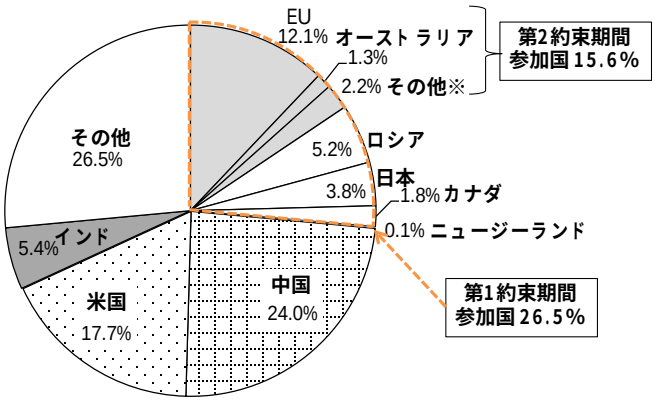
ただし、再度削減目標を担う第 2 約束期間の参加国は、COP17 において不参加を表明した日本やカナダ、ロシア、ニュージーランドを除く先進国等の付属書Ⅰ国にとどまり、世界の CO2 排出量全体に占めるこれら参加国のシェアは、第 1 約束期間の 26%程度から 15%程度まで低下することとなった（図表 2）。

一方、第 2 約束期間に参加しない先進国や途上国は、20 年まで国際的な削減義務はなくなったものの、自主的な目標を掲げ、温室効果ガスの排出削減に取り組むことになる。

そのため、第 2 約束期間に参加しない国々が、13 年以降の排出削減の取り組みとして、京都メカニズム（国際排出量取引、CDM、JI）を利用することが認められるかが焦点となった。

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2：2010年CO2排出量のシェア



※アイスランド、ウクライナ、クロアチア、スイス、ノルウェー、ベラルーシ、モナコ、リヒテンシュタイン
（資料）IEA CO2 Emissions from Fuel Combustion 2012より作成

その結果、CDM（先進国と途上国間の排出削減事業の排出枠の獲得・移転）については、他国への排出枠の転売はできないものの、自国の排出削減目標達成のためには利用可能とされた。

ただし、JI（先進国間の排出削減事業による排出枠の獲得・移転）と国際排出量取引（排出枠の国際的な獲得・移転）については、第 2 約束期間の非参加国は利用できないとされた（13 年～15 年は、調整期間とされ非参加国も利用可能）。

新たな国際枠組みに向け計画を決定

昨年の COP17 では、全締約国の参加を前提とした新たな国際枠組みを発足させるための「ダーバン・プラットフォーム特別作業部会」(ADP) が立ち上げられた。

今回の COP18 においては、新たな国際枠組みについて 15 年までに交渉を妥結し、20 年に発足させるための交渉スケジュールが話し合われた。

その結果、図表 1②の新たな国際枠組み構築の作業計画として、15 年までに、ADP を毎年 2 回以上開催するするとともに、15 年 5 月までに交渉テキストを準備することなどが決まった。

おわりに

日本は第 2 約束期間に参加せず、13 年～20 年の間、自主的な削減努力を進めることとなった。

09 年 9 月に民主党政権が、「20 年までに 1990 年比 25%の温室効果ガス削減」を掲げたものの、震災の影響で原子力発電所が停止し、目標実現は困難なものとなっていた。その後の自民党政権は、13 年 1 月に 11 月の COP19 までに 25%削減目標をゼロベースで見直すことを打ち出した。

固定価格買取制度などにより、再生可能エネルギーの普及が急速に進んではいるものの、停止した原発分のエネルギー供給を満たすにはほど遠い。当面は火力発電の依存度が高まるため、温室効果ガスの排出増は避けられず、これまで以上の削減努力が必要となるだろう。

なお、京都議定書では、米国が議定書を離脱したことや、途上国の中でも中国やインドなど排出量が多い国々に削減義務が課されていないことなど、排出削減の実効性に問題を抱えていた。

この問題を解決するため、20 年発足予定の新たな国際枠組みは、気候変動枠組条約に参加する「すべての締約国に適用」されることが合意されている。

この合意により、先進国だけでなく途上国も削減責務を負うことになったが、すべてに適用される枠組みであっても、すべての国々が同様の義務を負うことを意味するわけではない。今後は、共通だが差異ある責任のもとに、排出量の異なる国々がそれぞれどのような義務を負うのか、最大の論点となるだろう。

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

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第 23 回＞

「貯蓄から投資へ」を狙う日本版 ISA

安藤　範親

成長マネーの供給源として

2013 年 1 月の税制改正大綱では、株式や投資信託等が非課税となる日本版 ISA の概要が固められた。正式名称は、「少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置」であるが、英国の個人貯蓄口座（ISA：Individual Savings Accounts）を参考とした制度であることから日本版 ISA と呼ばれている。

その目的は、国民の資産形成支援と同時に、預貯金（約 850 兆円）に偏った個人金融資産を、経済成長を促す成長マネーの供給源として導くことにある。

日本版 ISA の概要

日本版 ISA は、14 年 1 月から導入が予定されており、利用するにはあらかじめ金融機関で非課税口座を開設しなければならない。また、非課税口座は、年間 1 口座のみ開設可能で、新規投資額で累積 100 万円までの上場株式や株式投信の配当・譲渡益が非課税となる。非課税期間は 5 年間、非課税投資総額は最大 500 万円、制度継続期間は 23 年末までの 10 年間となっている（図表 1）。

途中売却した場合は、その空き枠を使って別の金融商品に投資することはできないが、非課税期間が終了する 12 月末に口座に保有している商品は、翌年 1 月に新たに設定される非課税口座に移管可能である。一方で、非課税枠 100 万円の未使用分については、翌年以降に繰り越すことができない。また、非課税口座以外の口座の金融商品と損益通算することができない。

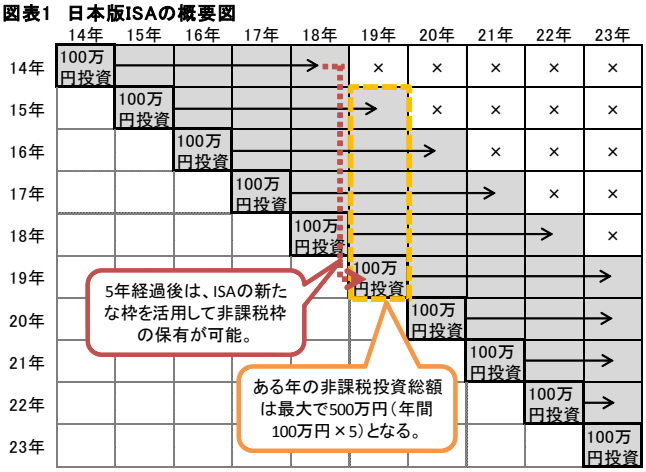
こうした観点から、日本版 ISA は、10 年間金融商品を持ち続けることが、最も節税効果が高く、長期資産形成に向いている。

さらなる制度拡充が必要

これまでにも政府は「貯蓄から投資へ」と、株式等の配当・譲渡益に対する課税軽減策を打ってきた。しかしながら、家計の安全資産ニーズが強いこと、所得の伸び悩みや将来の不確実性が高まっていること、さらに、確定給付型企業年金や年功序列型賃金制度により資産運用の必然性がなかったことなどもあり、国民の関心は低かった。日本版 ISA においても、同様の結果となる恐れが高い。

参考とされた英国の ISA が普及した要因を見ると、投資対象商品が幅広いことや、金融商品売却後に別の金融商品へ投資可能など制約が少ないこと、認知向上に向けた官民協同の広告活動を展開したことなどが挙げられている。日本においても、さらなる制度の拡充とマーケティングが必要であろう。

図表1　日本版ISAの概要図



（資料）金融庁：平成25年度税制改正についてより作成

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

連　載

新興国ウォッチ！　＜第 10 回＞

オランダ病

多田　忠義

今回から、新興国が直面しがちな経済成長の過程でみられる様々な経済現象（用語・理論）を取り上げていく。

オランダ病とは

オランダ病とは、ある国において何らかの資源が発見される、もしくは豊富に産出されるようになると、その資源の輸入を減らすだけでなく輸出を増加させることが可能となり、貿易黒字を通じて自国通貨価値が上昇する。その結果、自国製造業の輸出困難、そして不振と製品の輸入増をもたらし、国内製造業の衰退や高い失業率を招く現象である。

オランダでは、1960 年代に北海海底で天然ガスが発見され、自国内消費だけでなく輸出が増え、外貨収入が急増した。これにより実質為替レートは上昇し、その他の輸出部門を圧迫するようになった。その結果、製造業などの輸出品を生産する部門の資本や労働が天然ガス開発に過剰投入され、天然ガスの過剰生産を招いたとされる。これにより、他の部門の生産活動は低迷を余儀なくされた。

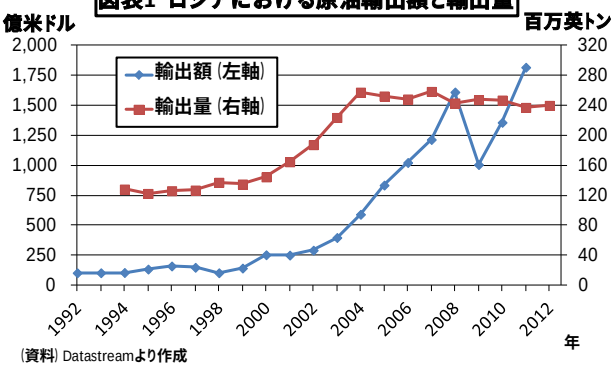
さらに、この天然ガスブームは一時的な歳入増加をもたらし、オランダでは社会福祉制度を拡充して、政府支出の拡大も招いた。このため、一次産品価格が下落し、歳入が減っても、社会保障制度の水準を保ち、財政規律を正すことはなかったため増税が必要となり、オランダ経済が低迷する結果となった。

ロシアにおける原油輸出と為替レート

ここでは最近の例として、ロシアにおける原油輸出と為替レートとの関係を見ていく（図表 1,2）。90 年代後半以降、原油の輸出量・輸出額ともに拡大しはじめ、輸出量は 2004 年に頭打ちとなるが、輸出額はルーブル高が続いていることから上昇基調である。この間、ロシアの GDP 成長率は年 5%台を保っていたが、近年成長の伸びは鈍化しつつある。

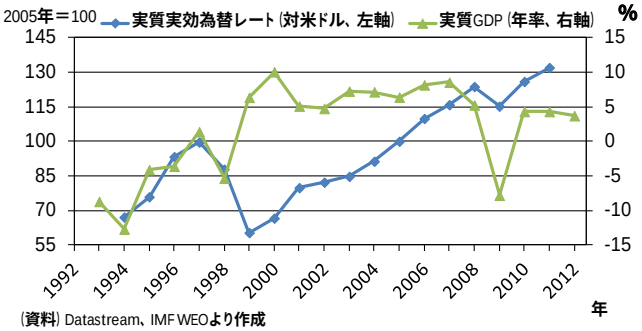
かつてのオランダ同様、ロシアにおける一次産品の輸出が同国の経済成長に寄与しているとみられることから、オランダ病に似た景気低迷を招きかねない。また近年では、シェールガスの台頭によりエネルギー需給構造が大きく変化する可能性もロシア経済に影響を与えかねない。そのため、2000 年代後半以降、ロシアでは原油輸出に依存する経済構造から脱却し、産業多角化へと構造転換を図ることで、経済成長を維持しようとしている。

図表1　ロシアにおける原油輸出額と輸出量



（資料）Datastreamより作成

図表2　ロシアにおける実質実効為替レートとGDP



（資料）Datastream、IMF WEO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