

潮 流

「アベノミクス」の歴史的功罪は

常務取締役 柳田 茂

3月20日に就任した黒田日本銀行総裁は、4月3日に開かれた就任後初めての金融政策決定会合において、マネタリーベースを2年で倍増させるなどを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を表明し、日本銀行は政府との共同声明により国内外に公約した「デフレ脱却～インフレターゲット実現」に向けた政策運営を本格的に開始した。

その後、4月～5月の日本の金融市場は、急激に円安・株高が進行する中で長期金利が乱高下するボラタイルな動きが続いており、こうした市場の反応から今回の金融政策のインパクトがいかに大きなものであったかが窺える。

今回の市場の動きは投機筋（ヘッジファンド等）主導とよく言われるが、「異次元」と自ら形容するほど大規模な金融緩和を日本銀行が打ち出したことで、市場参加者のみならず一般国民の「期待」（＝経済の先行きの見方）が変わり、これが個人消費の喚起となって実体経済に反映され、また、大半が預貯金に塩漬けされている巨額の個人金融資産の一部が株や投資信託に向かい始めていることも事実としてデータから読み取れる。

すなわち、これまでのところに限って言えば、「期待に働きかける」日本銀行の金融政策の新たな手法は一定の実効を挙げていると評価できるのであるが、先々の見通しまで考えた場合、今回の政策の成否の帰趨はかなり不透明と言わざるを得ない。

その理由の一つは、前述したように現在の景気（実体経済）の好転は多分に「期待先行型」であるため、中国など海外経済動向等の要因によって輸出が思うように伸びなかった場合に簡単に腰折れしてしまう可能性があることだが、より根本的な問題として、今回の日本銀行の金融政策の出口戦略が極めて難しいことが指摘できよう。

もともと、経済学的見地からは、国債の年間発行額の大半を中央銀行が買い取るような政策は財政規律上とても健全とは言えないやりかたであり、その国の通貨の不信認につながりかねない劇薬とも称すべき非常手段と言える。

このような金融政策が行われても現状それほど大きな混乱が生じていない理由として、今回の政策が政府の成長戦略「アベノミクス」の一部分として一応の全体的整合性が組み立てられていることが考えられるが、なによりかつてない世界的な超金融緩和という環境の下だからこそ辛うじて成立していることを見逃してはならない。

しかし、言うまでもなく世界経済は刻々と動いており、現在の微妙なバランスが永続的に保たれることはありえない。前述した海外経済の失速リスクの反対に、仮に米国等海外諸国が日本より先に経済回復基調を強めて金融緩和の出口を探り始めた場合にも、いまのままでは市場はコントロール不能状態に陥って、円および日本国債の下落に歯止めがかからなくなる懸念が大きい。

世界的な超金融緩和の環境が続いている間に、わが国の経済を成長軌道に乗せ、日銀が今回の「異次元緩和」を破綻なしにソフトランディングさせることができるか・・・

「アベノミクス」の歴史的功罪はここ数年のうちに決すると思われる。

情勢判断

国内経済金融

底堅い消費や輸出の復調により高成長を確保

～一方、長期金利にはボラタイルな動きも～

南 武志

要旨

アベノミクスへの期待感から円安・株高基調が続いたが、1～3 月期は民間消費の堅調さや輸出の持ち直しもあり、前期比年率 3.5%と高い成長率を達成した。先行きは、公共事業の増加、円安や海外経済の持ち直しに伴う輸出増、さらには年度下期には消費税増税前の駆け込み需要発生も加わり、13 年度末にかけて国内景気は堅調に推移するだろう。

一方、長期金利は 4 月以降、ボラタイルな動きとなっている。2 年でマネタリーベースを倍増させることを柱とする日銀の「異次元」緩和では、市場で発行する国債の約 7 割に相当する国債買入れが主役であるが、イールドカーブ全体を押し下げるという当初の目的が果されずにいる。とはいえ、期待インフレ率の押上げと金利低下の両立は困難で、ある程度の金利上昇は不可避であろう。当面、日銀は過度の金利変動を抑えるオペで対応すると見られる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2013年				2014年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.073	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.2282	0.20～0.25	0.20～0.25	0.20～0.25	0.20～0.25
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	(%)	0.845	0.55～1.05	0.55～1.05	0.55～1.05
	5年債	(%)	0.355	0.25～0.50	0.25～0.50	0.30～0.55
為替レート	対ドル	(円/ドル)	101.6	95～105	97～110	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	131.4	120～140	125～145	125～145
日経平均株価	(円)	14,612	15,000±1,000	15,500±1,000	16,000±1,000	15,750±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)実績は2013年5月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状と展望

デフレ脱却の実現や成長促進を図るアベノミクスへの期待によって、円安・株高が進行し始めてから約半年が経過した。それらを受けて企業・家計のマインドの改善が進行し、民間消費が堅調に推移している様子が、1～3 月期の GDP 第 1 次速報などからも確認できる。その 1～3 月期の実質経済成長率は、主要な先進国・地域の中で最も高い前期比 0.9%（同年率 3.5%）となるなど、全般的に景気の底堅さを印象付ける内容であった。

とはいえ、詳細を見ると、民間企業設備投資が 5 四半期連続で減少するなど、企業行動にはまだ軟調さも残っている。ただし、4 月の貿易統計からは米国やアジア（除く中国）向けの輸出は増加傾向にあり、実質輸出指数が前月比 2.1%と 2 ヶ月連続で増加するなど、海外経済の持ち直し傾向を受けて輸出が回復を始めていることが見て取れる。円安による輸出数量の増加には 1 年前後かかることを考慮すれば、年度半ば以降には輸出の増勢が強まり、それが民間設備投資にも波及

することが期待される。加えて、「15 ヶ月予算」の執行、消費税増税を前にした駆け込み需要などを見込めば、年度末にかけて高めの成長を続ける可能性は高いだろう。（経済見通しの詳細については、後掲レポート「2013～14 年度改訂経済見通し」をご参照ください）。

一方、物価動向については、依然としてデフレ状態が残ったままである。3 月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は前年比▲0.5%と 5 ヶ月連続での下落となり、かつ下落幅が拡大した。昨年の穀物高騰や円安進行に伴う輸入品値上げの動きもあるとはいえ、基本的に国内のデフレギャップが大幅に乖離しているため、物価下落圧力は根強い。また、家計の所得環境も依然厳しいことから、供給サイドでは一気に価格転嫁が進む状況にはない。

先行きに関しては、前述のとおり、輸入品などで価格上昇が続く面もあるほか、エネルギー価格の値上げ傾向も残っているものの、3～5 月にかけては前年のエネルギー価格が高めに推移したことの反動も出るとされる。そのため、当面、物価は軟調に推移するだろう。その後、夏場以降は前年比上昇に転じ、年度末にかけては前年比 1%前後まで上昇率を高める可能性がある。しかし、日本銀行が目

標とする「2 年で 2%の物価上昇」の実現性は依然として高くないと思われる。

金融政策：現状と見通し

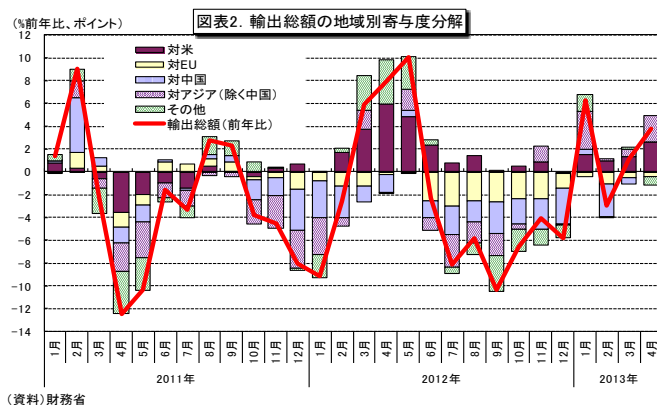
日銀は、4 月 3～4 日の金融政策決定会合において、毎月発行される金額の約 7 割に相当する国債を市場から購入すること等を通じて、マネタリーベースを 2 年でほぼ倍増させることを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定、2%の物価上昇を早期に実現することを明記した「物価安定の目標」の達成に向けた政策運営を本格的に開始した。

この決定内容は事前の市場予想を大きく上回るものであり、その後に公表した「展望レポート」における楽観的な物価見通し（15 年度には約 2%の物価上昇が達成）の提示と合わせて、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢を内外に強く印象づけた。このような日銀の真剣さを示すことによって、「期待の変化」への働き掛けを実践しているといえる。

今後の政策運営については、今回かなり思い切った政策を導入したこと、「戦力（政策）の逐次投入」はやらないと黒田総裁が述べていることもあり、よほど特別な事情でもない限り、基本的な政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。14 年 4 月に予定されている消費税増税に

よる景気・物価などへの影響を確認し、15 年度上期あたりに 2%の物価上昇が達成できるかどうか見極めた上で、必要であれば追加策を検討するものと思われる。

なお、4 月以降、長期金利にボラティルな動きが見られており、「イールドカーブ全体の低下を促す」という大量の国債買入れによる当



初の目的が実現できていない状況にある。基本的に期待インフレ率の押上げと金利低下を両立させるのは困難であり、ある程度の金利上昇はやむを得ないと思われる。とはいえ、黒田総裁は長期金利の過度の変動を容認しない姿勢を示しており、今後ともオペの頻度やペース、銘柄などの調整を弾力的に行うことで金利の跳ね上がりを抑制していくだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

海外経済には不透明感が強いものの、アベノミクスへの期待や日銀の大胆な緩和策などもあり、基本的に「円安・株高」といった流れが続いている。しかし、長期金利については、日銀による「量的・質的金融緩和」の導入後、様々な思惑が働き、乱高下する場面も見られている。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。

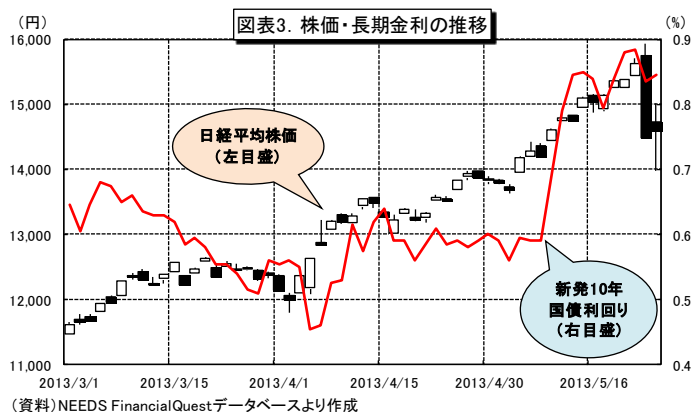
① 債券市場

「量的・質的金融緩和」によって日銀が大量の国債購入を実施することが決定したが、その直後、長期金利（新発10年物国債利回り）は急低下し、一時0.315%といった史上最低水準を更新した。しかし、その後、すぐに0.6%台まで急上昇するなど、債券市場は非常にボラタイルな状況となった。4月の緩和措置によって日銀は毎月グロスで7兆円超の買入れを行うことになったが、それは国債発行額の約7割に相当する。一見すれば、これは長期金利の低下要因であるが、国債市場における日銀のプレゼンス拡大によって生じる可能性がある流動性リスクが懸念されたほか、緩和策による長期金利へ

の中期的な影響について投資家が量りかねる面もあり、一時、長期金利の水準感が喪失されたと言えるだろう。その後、「市場参加者との対話」を通じて、日銀は国債買入オペの頻度を高めるように修正したほか、水準感から購入意欲も回復したこともあり、一旦、債券市場は落ち着きを取り戻したかに見えた。

しかし、5月中旬には、米経済の先行き楽観論が強まったことで円安・株高が進行、さらに輸入品価格の値上げなどがデフレ脱却期待を強めたこともあり、長期金利が上昇傾向を強め、一時1.0%まで上昇するなど、再びボラタイルな状況になった。GW明けで入札スケジュールがやや過密であったことも加わり、投資家の様子見姿勢が強まる中での金利上昇といえるだろう。ただし、ほぼ10年前の、売りが売りを呼んだ「VaR ショック」とは状況が違うのも確かであろう。これまで日銀は「シグナルオペ」と呼ばれる大量の短期資金供給を断続的に行うことで、過度な金利変動の抑制に努めているが、基本的に投資家の潜在的な債券購入ニーズは根強いと思われ、いずれ金利変動は落ち着くだろう。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇



要因として意識されると思われるが、日銀による強力な緩和策の効果の浸透は金利上昇圧力を緩和すると思われる。それゆえ、当面の長期金利は概ね 1%以下の低位での推移を続けると予想する。

② 株式市場

12 年 11 月中旬まで概ね 8,000 円台後半でもみ合っていた日経平均株価であったが、その後はほぼ一貫して上昇しており、3 月上旬にはリーマン・ショック（08 年 9 月 15 日）直前の水準を回復した。基本的には、アベノミクスや追加緩和への期待感に伴う円安進行や堅調に推移する米国株価などに牽引される格好となっており、5 月中旬には 5 年 4 ヶ月ぶりに 1 万 5,000 円台を回復するなど、上昇傾向が続いている。円安などを背景に、企業業績の上方修正が相次いでいる上、世界的に発生しつつある過剰流動性がアベノミクスに対する期待・評価が高い日本市場に流入している可能性もあるだろう。ただし、23 日には海外経済への不安感を契機に、相場が急落する場面もあった。

当面は神経質な展開も予想されるが、アベノミクスやこれまでの円安などが、国内経済や企業業績の改善につながることで、基本的に株価も上昇傾向を維持するものと思われる。ただし、その前提となる海外経済の堅調さに不安が浮上すれば、調整する場面もあるだろう。

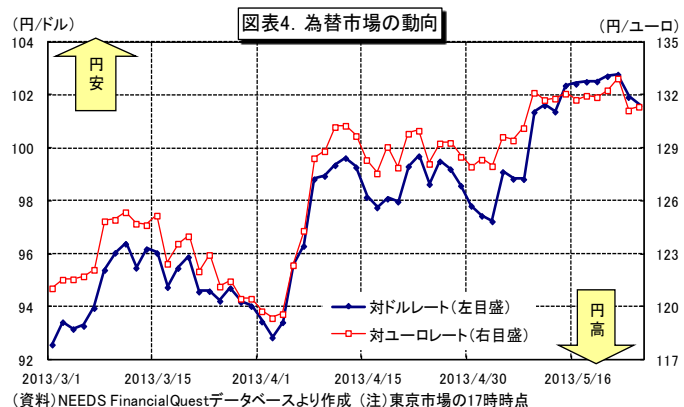
③ 外国為替市場

12 年 11 月中旬以降、経済政策の転換、特に大胆な金融緩和策に対する期待に加え、日本の貿易収支の赤字が当面続くとの見通しもあり、円安傾向が強まった。11 月中旬まで 1 ドル＝80 円割れで推移していた対ドルレ

ートは、その後も断続的に世界経済の不安定さを示すイベントが断続的に出現したにも関わらず、ほぼ一貫して円安が進み、5 月中旬には 4 年 1 ヶ月ぶりに 100 円台となった。また、対ユーロでも 11 月中旬の 100 円前半の水準から、4 月下旬以降には 130 円台での展開となっている。

こうした円の独歩安については海外から懸念を表明する向きもないわけではないが、直接的な為替操作をしているわけではないこと、この 4 年間の円高傾向そのものが海外要因で引き起こされていたこと、アベノミクスによる日本のデフレ脱却は交易相手にとって十分メリットが大きく、近隣窮乏化策ではないことなどを、G7、G20 の財務大臣・中央銀行総裁会合など国際会議の場で麻生財務相・黒田日銀総裁が十分な説明を行ったこともあり、概ね容認された格好となっている。

先行きについても、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と見る。米国の景気加速を背景に、QE3 の規模縮小に関する観測が強まれば、一段と円安が進行する可能性が高いが、実質実効レートでみて、すでにリーマン・ショック直前の水準近くまで円が減価していることもあり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。（2013. 5. 24 現在）



情勢判断

海外経済金融

回復の動きが続く米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、生産がやや弱含んだものの、雇用が緩やかな改善傾向を示すなかで個人消費や住宅部門が堅調に推移するなど、回復の動きが続いている。こうしたなか、市場では金融当局（FRB）が量的緩和策を早期に縮小するとの観測が台頭している。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米経済指標は、総じて改善の動きを示している。まず、雇用関連では、4月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差16.5万人増と前月（13.8万人）を上回ったほか、直近2ヶ月分についても計11.4万人上方修正された。内訳をみると、4月は建設業が11ヶ月ぶりに減少したほか、製造業も横ばいとなった一方、ビジネスサービスを中心に非製造業が大きく伸びた。ただし、強制歳出削減の影響を受け、連邦政府の雇用者数が今後さらに減少する可能性があることには注意が必要である。一方、失業率は7.5%と前月（7.6%）から0.1ポイント改善した。

また、5月18日までの週の新規失業保険週間申請件数は、基調を示す4週移動平均が33.95万件（前週は34.00万件）と2週ぶりに減少し、雇用改善の動きが続いていることが示された。

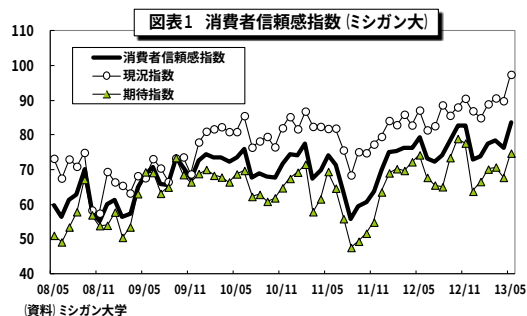
個人消費は、4月の小売売上高が前月比0.1%と2ヶ月ぶりに増加した。4月は、ガソリン反落の影響でガソリン販売が減少したものの、自動車や建設資材など幅広い業種で前月を上回った。13年初からの給与増税や富裕層への課税強化に加え、3月に発動された強制歳出削減が消費の下押し要因となっているものの、ガ

ソリン価格の低下や株高が緊縮財政の影響を緩和させている可能性もある。

また、5月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は、雇用環境の改善や株高などを背景に83.7と前月（76.4）から上昇し、07年7月以来約6年ぶりの高水準となった（図表1）。

一方、企業部門では、4月の鉱工業生産指数が前月比▲0.5%と3ヶ月ぶりに減少した。内訳では、自動車が減産となったことなどから製造業が2ヶ月連続で低下したほか、前月に大きく伸びた電気・ガスが反動減となり、全体を押し下げた。

住宅関連では、4月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が85.3万件と前月（103.6万件）を大きく下回った。ただし、4月は寒気流入により中西部で異常低温になるなど、天候不順の影響で着工件数が一時的に減少した可能性が高い。一方、先行指標となる着工許可件数は、101.7万件と前月（90.2万件）を大きく



上回り、持ち直し傾向を強めている。

物価面では、3月のPCE(個人消費支出)デフレーターが前年比1.0%と、原油値下がり等を受け下落傾向で推移している。

QE3の早期縮小観測が台頭

連邦準備制度理事会(FRB)は、4月30日～5月1日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で、引き続き政策金利を0.0～0.25%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ことが適切である」としたほか、月額400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)と450億ドルの長期国債を無期限で計850億ドル購入する量的緩和第3弾(QE3)を継続する方針を決定した。

しかし、この会合以降に好調な経済指標が相次いで発表されたことから、市場ではFRBがQE3を早期に縮小するとの観測が広がった。こうしたなか、5月22日にバーナンキFRB議長による上下両院合同経済委員会での議会証言が行われ注目が集まった。議会証言でFRB議長は、「引き続き高水準の失業と政府による財政緊縮策が経済成長を妨げている」と指摘した上で、FRBの金融緩和策は「米経済の回復を下支えし、インフレ率が長期目標をさらに下回ることを防いでいる」との認識を示した。

ただし、議会証言後の質疑応答で、FRB議長が「引き続き景気改善が見られ、改

善が持続可能と確信できれば、今後数回の会合で資産購入ペースを縮小することは可能」と発言したことから、市場では早期縮小観測が強まった。

なお、同日公表されたFOMC議事録では、一部メンバーが6月にも資産購入規模を縮小することに前向きな姿勢を示したことも判明した。

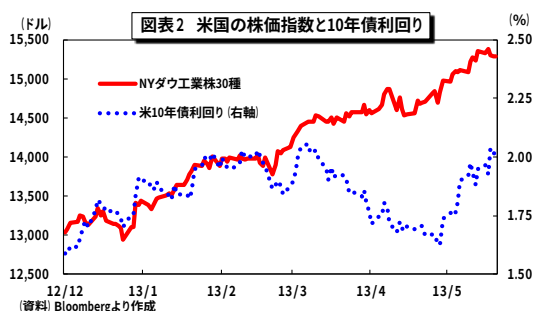
このようにQE3の縮小や停止時期が模索されていることは明らかであり、今後の状況次第では早期縮小観測がさらに強まる可能性が高い。とはいえ、FOMCは毎回の声明文で「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続する」との方針を示しており、インフレ率が上昇する兆しがないことを考慮すると、QE3の縮小・停止を早期に行うことは困難と思われる。

米株価は最高値更新後、反落

米国の長期金利(10年債利回り)は、4月の米雇用統計の発表以降、先行きに対する楽観的な見方が広まり上昇傾向で推移し、さらにFRB議長の議会証言後は2.03%と3月中旬以来約2ヶ月ぶりの水準に上昇した(図表2)。先行きも長期金利は景気回復期待から緩やかに上昇すると想定されるが、緩和政策の長期化観測も根強く、金利上昇は緩やかなものにとどまると思われる。

また、株式相場も続伸し、ダウ工業株30種平均は過去最高値更新を続け、5月下旬には一時1万5,500ドル台に乗せたが、その後はFRB議長の議会証言を受けて反落した。先行きはやや調整気味に推移するものの、景気回復期待から上昇傾向を維持すると予想される。

(13.5.24現在)



情勢判断

海外経済金融

日米の景気回復期待から取り残されるユーロ圏

～可能性が低い成長重視に向けた政策転換～

山口 勝義

要旨

景気低迷が長引くユーロ圏では緊縮策による国民の負担は高まっており、また一方では財政と経済成長の関係についての重要な指摘も提起されている。しかし、「財政協定」の下では成長重視に向けた大胆な政策の転換は見込めず、当面景気低迷が継続する可能性が高い。

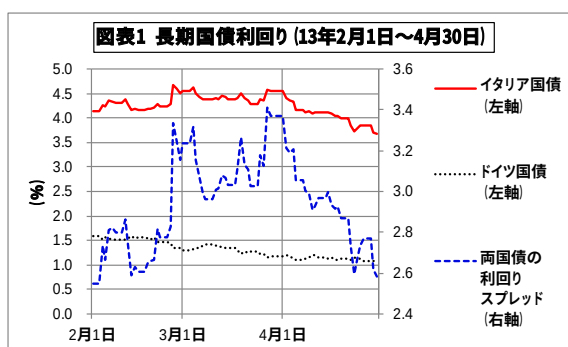
はじめに

2月24・25日の総選挙以来2ヶ月以上にわたり政治空白が続いてきたイタリアで、4月30日、ようやくレッタ首相による新政権が正式に発足した。

今回の総選挙では、既成政党の政策に反対するグリッロ氏の「五つ星運動」が国民の雇用不安や増税への反発を背景に躍進し、またベルルスコーニ元首相が率いる反緊縮派の中道右派連合も急速に追い上げ、一方、財政改革を着実に進めてきたモンティ前首相に対する支持は低迷した。こうしたなか、第1党となった財政改革の継続を掲げるベルサニ民主党書記長の中道左派連合は下院ではボーナス議席配分により過半数を確保したものの、上院では逆に反緊縮派が多数を占めたことで、連立策が模索されてきた。

その後、ベルサニ書記長は連立政権の樹立に失敗し、さらに5月に任期の終了を迎えるナポリターノ大統領の後任選出においても民主党内での造反等で所定の投票手続による選出ができず、結局、同書記長はこの責任を取り書記長を辞任するに至った。

こうした紆余曲折を経ての今回のレッタ首相による大連立政権樹立であるが、自らの中道左派連合に、二大勢力のもう



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

一方の勢力である反緊縮派の中道右派連合、さらにモンティ前首相の政党連合を加えた大連立政権となっている。

以上の展開を受け、イタリア国債市場は落ち着きを取り戻してはいるが(図表1)、大連立政権の安定性には疑問が大きく、また、財政再建への継続的な取組みには不透明感が強まっている。現に4月29日の議会での所信表明演説では、レッタ新首相は、中道右派連合に配慮して景気回復に向けた取組みを強化するとし、不動産税を凍結する等の方針を示している。

これまで財政再建を優先してきたユーロ圏では景気の低迷が長引いているが、これが財政再建を遅らせる結果となり、広く国民の緊縮疲れも現れてきている。このため、今回のイタリアの政局がユーロ圏の緊縮財政に転機をもたらす契機となるのかどうか注目されている。

景気低迷が長引くユーロ圏

ユーロ圏で景気低迷が長引いている実態は、例えば次の推移に現れている。

13年4月に発表された直近の国際通貨基金(IMF)による「世界経済見通し(WEO)」^(注1)では、13年の実質GDP成長率をユーロ圏全体として▲0.3%とし、前回12年10月発表の+0.2%から引き下げている。

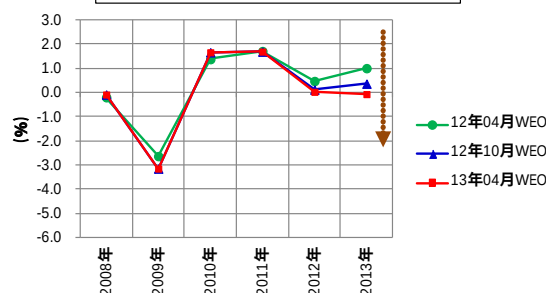
個別国では、IMFが予測値を示していないキプロスを除くユーロ圏16ヶ国のうち7ヶ国について13年にはマイナス成長を見込んでいる。なかでも経済規模上位5ヶ国(12年のユーロ圏GDPシェア合計83%)については、ドイツを除くフランス、イタリア、スペイン、オランダの4ヶ国(同シェア55%)についてマイナス成長を見込んでおり、しかもこれらの国々については最近相次いで予測値の引下げを行ってきている(図表2～5)。

また、13年5月に発表された欧州委員会による「欧州経済予測」^(注2)においても、ユーロ圏全体の13年の実質GDP成長率の予測値を前回13年2月時点での▲0.3%から▲0.4%に引き下げるなど、同様に景気低迷の継続を予測している。

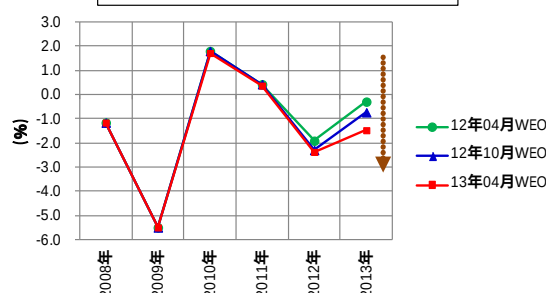
一方、ユーロ圏では、13年3月の失業率は12.1%と、99年のユーロ導入以来の最高水準を更新している。なかでもスペインでは26.7%(うち25歳未満の若年層は55.9%)に達しており、その他の財政悪化国も含め上昇傾向が続いている。

以上に見られるように、ユーロ圏では財政改革の負の効果で景気低迷が長引き、これが税収減等を通じ財政改革を遅延させ、さらに経済への下押し圧力が長期化するという悪循環に陥ってしまっている。また、依然として銀行の財務は万全ではなく、金融仲介機能は十分機能している

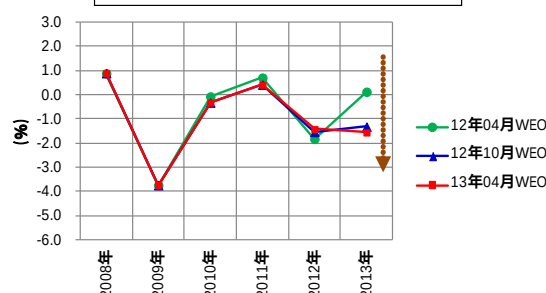
図表2 フランスの実質GDP成長率(前年比)



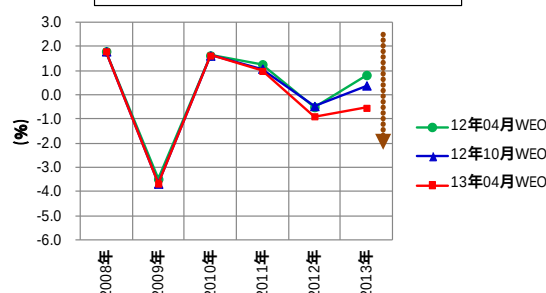
図表3 イタリアの実質GDP成長率(前年比)



図表4 スペインの実質GDP成長率(前年比)



図表5 オランダの実質GDP成長率(前年比)



(資料) IMF (12年4月、12年10月、13年4月) “World Economic Outlook (WEO)”から農中総研作成。

とは言い難い。こうしたなかでは経済の先行きに対する不透明感は強く、企業や家計の投資行動や消費行動は保守的とならざるを得ない。加えてこれまでのユーロ安の修正も、外需依存での経済回復の支障となる可能性が強まっている。

財政と経済成長にかかる新たな論点

さて、このような厳しい環境のもと、財政と経済成長の関係についての重要な指摘が続けて提起されている。

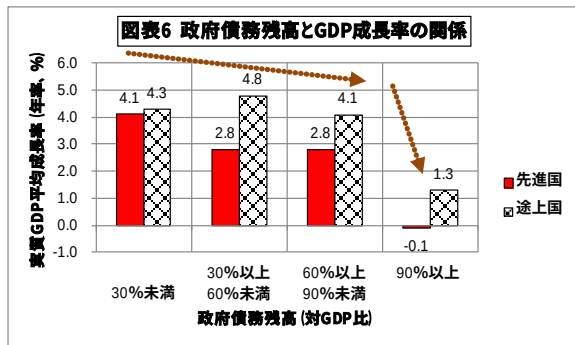
まず、財政支出を変化させた場合に国民所得がその何倍変化するかを示す概念として財政乗数があるが、前回 12 年 10 月の「世界経済見通し (WE0)」において、IMF はこれが従来の想定値以上に上昇している可能性があることを指摘し、大きな注目を集めた^(注3)。

これは、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意味するものであり、IMF はその考えられる要因として、第 1 に主要先進国では既に政策金利が相当低い水準にあ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を、また第 2 として多くの国々が同時に財政改革に取り組んでいる点を挙げている。

次に、今回 13 年 4 月の「世界経済見通し (WE0)」の発表と時を同じくして、再び財政と経済成長との関連性が議論の俎上に上った。

現在ハーバード大学教授であるカーメン・ラインハートとケネス・ロゴフ両氏は、2010 年の論文で、高い政府債務残高はその国の低い経済成長率と関連性が強いとし、政府債務残高が対 GDP 比 90% の閾値以上となるとその関係は一層強まると指摘した (図表 6)^(注4)。

これに対し、今般、マサチューセッツ大学アマースト校の大学院生らが、ラインハートとロゴフ両氏による分析においてデータの集計や統計処理に誤りがあった可能性を指摘し、政府債務残高が対 GDP 比 90% 以上となった場合も先進国の実質



(資料) <参考文献>③の Appendix Table1 (P25) から農中総研作成。

(注) 分析の対象データは 1946 年～2009 年のもの。
© 2010 by Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

GDPの平均成長率は▲0.1%まで下落することはなく+2.2%にとどまるとしたほか、低成長は高債務の結果なのか原因なのかは明らかではないとの指摘を行った^(注5)。これに対し、ラインハートとロゴフ両氏も、彼らの分析の過程で一部ミスがあったことを認めている。

以上の展開もあり、ユーロ圏では財政改革のスピードを緩めるべきとする見解が強まっており、例えば 4 月 22 日にはバローゾ欧州委員長が講演で「緊縮策は限界に達しており、政治や社会を支える対策が必要である」と踏み込んだ発言を行い、関係者を驚かせる局面もあった。

確かに、これまでの経緯を振り返れば、債務の持続可能性が失われ債務再編に追い込まれたギリシャのほか、他の財政悪化国においても、強い市場圧力のもとでは財政改革を迅速に進める以外に選択肢はなかった。しかし、昨秋の欧州中央銀行 (ECB) による新たな国債購入策 (OMT) の導入決定以降、市場は安定を取り戻している。このため、少なくとも現時点では、財政改革と経済成長のバランスを再調整するなどの政策修正を行う余地が生じており、これは重要な環境変化として認識する必要がある。

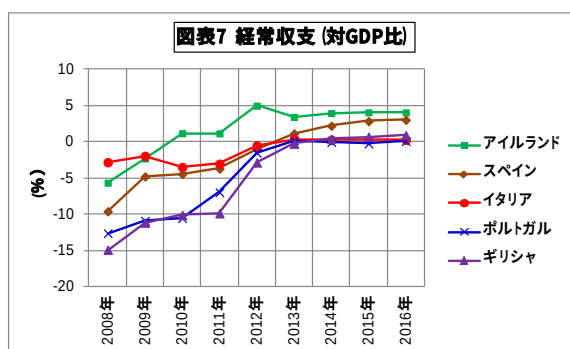
結論：それでも変わらないユーロ圏

この安定化した市場の背景には、他にも財政悪化国の経常収支の改善がある（図表 7）。この改善は、輸出の持ち直しとともに経済の停滞に伴う輸入の伸び悩みの結果であるが、これまで経常収支赤字が膨らみ資金繰りには海外資金に大きく依存せざるを得なかった財政悪化国の姿は変わりつつある。

今回のイタリアの政治混乱も、ユーロ圏でのかつてのような市場波乱には至らなかった（図表 1）。その要因としては、OMT の導入のみならず、このような財政悪化国の経常収支の傾向的な変化があり、さらには、世界的に金融緩和が進むなかで高利回りの金融商品を求める投資家の行動も影響を与えているものとみられる。

こうしたなか、既に欧州委員会は、フランス、スペイン、オランダ等に関し、財政赤字の対GDP比率を3%以内に改善する期限について、当初の13年に対し1～2年間の猶予を与える姿勢を示唆している^{〔注6〕}。折から6月のEU首脳会議に向け、「ヨーロピアン・セメスター」に基づく各国のマクロ経済不均衡や財政政策等にかかる検討作業が進行中であることから、今後、緊縮策のあり方についての議論が急速に深まる可能性がある。

しかしその一方では、11年12月に合意され、英国とチェコを除くEU加盟25ヶ国が署名した「財政協定」(Fiscal Pact)が13年1月に発効している。これは各国に対し基本的に均衡財政の達成を求める条約であり、対応が不十分な場合にはEU司法裁判所が関与し是正を求め、制裁金を課すこともあり得るものである。また、その内容を14年1月までに国内法、できれば憲法に明文化することを求めている。



（資料）IMF（13年4月）“World Economic Outlook (WEO)”から農中総研作成。

財政改革において従来頻繁に見られてきた政治的な調整余地を極力排除することを意図したこのような仕組みの下では、財政改革の期限に若干の猶予を与えること以上に大胆な成長重視に向けた政策転換を図ることは極めて困難になっている。また、9月に総選挙を控えたドイツの財政規律重視の姿勢も不変とみられる。一方で、通貨価値の安定を本来の使命とするECBの政策にはもともと制約がある。

このため、日米で高まる景気回復期待の陰で、結局のところ実効性のある景気刺激策を採れないまま、ユーロ圏のみが今後もしばらくは成長から取り残されたままとなる可能性が高いのではないかと考えられる。（2013年5月23日現在）

<参考文献>

- ① IMF（13年4月）“World Economic Outlook; Hopes, Realities, Risks”
- ② European Commission（13年5月）“European Economic Forecast, Spring 2013”
- ③ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff（10年1月）“Growth in a Time of Debt”
<http://www.nber.org/papers/w15639>

〔注1〕 <参考文献>①による。

〔注2〕 <参考文献>②による。

〔注3〕 山口「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～」『金融市場』（12年12月号）を参照されたい。

〔注4〕 <参考文献>③による。

〔注5〕 彼らの指摘内容は、Financial Times（13年4月18日）に掲載された次の記事に要約されている。

・ Robert Pollin and Michael Ash “Why Reinhart and Rogoff are wrong about austerity”

〔注6〕 例えば次による。

・ Financial Times（13年5月4日）“Brussels to relax pace of austerity”

情勢判断

海外経済金融

足元では回復力が弱い中国経済

～資金供給の拡大で先行きの景気回復を下支え～

王 雷軒

要旨

中国の4月の経済指標では、消費の小幅増加、輸出の大幅な持ち直しなどから緩やかな景気回復に向かっていると見られるものの、回復力が弱いと判断される。先行きの景気については、資金供給量の拡大などを受けて拡大テンポが強まると考えられる。

全般的に回復力はまだ弱い

2012 年後半に底入れした中国経済は、その後も緩やかな景気回復基調にあると見られていた。しかし、13 年 3 月に本格始動した習近平新政権が事前予想に反して景気対策を打ち出さなかったこともあり、景気回復の勢いは弱まった。実際、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と、12 年 10～12 月期（同 7.9%）から 0.2 ポイント鈍化した。以下、4 月分の経済統計から足元の景気動向を見てみよう。

まず、消費については、持ち直しの動きが見られるが、回復力は依然弱い。4 月の社会商品小売総額（物価上昇の影響を除いた実質）は、前年比 11.8%と、3 月（同 11.7%）から小幅に伸び率を高めた（図表 1）。品目別には、飲食料品や衣

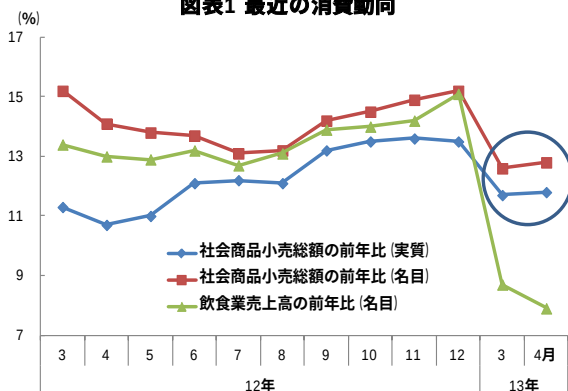
料品は依然低い伸びとなったものの、自動車販売台数は過去最高の 184.2 万台、前年比 13.0%と 3 月（同 5.5%）から大きく伸びた。

消費の先行きについては、12 年の平均賃金水準が前年比 14%（実質ベース、都市部非国営企業）と伸びたほか、鳥インフルエンザが終息に向かっていると見られることなどを背景に、引き続き緩やかに拡大するだろう。

また、4 月の輸出は前年比 14.6%と 3 月（同 10.0%）から大幅に伸び率を高めた。輸出国・地域別では、最大の輸出先である米国向けは前年比▲0.1%、欧州向けは同▲6.4%、日本向けは同▲1.2%と、いずれも 3 月からマイナス幅が縮小した他、アセアン向けが同 37.2%と大きく伸びた。今後も、海外経済の回復に伴い、輸出は持ち直す基調が続くだろう。

なお、輸出全体の 2 割弱を占める香港向けは 4 月も同 57.2%と高い伸びを維持した。しかし、輸出業者が人民元の上昇期待や不動産などに投資する思惑で、架空の輸出申告をして、香港から中国大陆に資金を移すというような輸出水増し疑惑が懸念されている。これが事実であれば、実際の輸出は政府の統計数値を大きく下回っていると推測されるため、留意

図表1 最近の消費動向



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 1・2月のデータは非公表

が必要であろう。

一方、投資については、堅調な動きとなっているものの、1～4月期の固定資産投資(農家投資を含まず)は前年比20.6%と、1～3月期(同20.9%)から伸びが鈍化した。単月でも、4月は前年比19.8%と3月(21.5%)から1.7ポイント減速した。鉄道運輸や不動産向け投資は高い伸びとなったものの、製造業は依然伸び悩んでいる。賃金上昇や人民元高などによって、製造業を取り巻く環境は一層厳しくなり、設備投資の増勢鈍化につながっていると考えられる。

先行きについては、資金供給が増加しているなか、中西部地域でのインフラ整備や都市化の推進などによって引続き底堅く推移すると見られる。

前述した消費などの動きから総合的に判断すると、足元では景気は再び緩やかな回復に向かっているが、回復力は強くないと見られる。

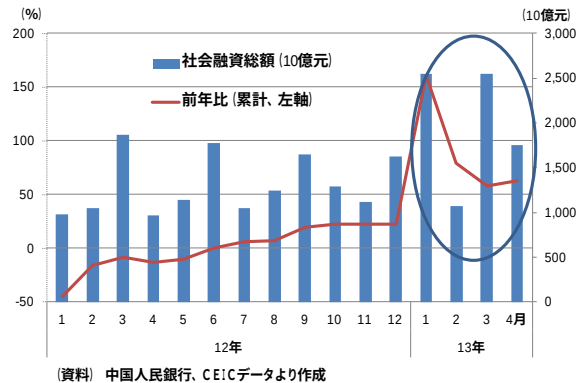
物価動向については、2月の消費者物価指数(CPI)は前年比3.2%と春節(旧正月)要因で上昇率が一時的に高まったが、3月は同2.1%、4月は2.4%と比較的低水準で推移している。一方、5月18日に発表された4月の70都市住宅販売価格では、上昇した都市が68、下落した都市が2と、住宅価格は依然上昇基調にあることが見受けられる。

金融情勢と今後の景気見通し

4月のマネーサプライ(M2)は前年比16.1%と3月(同15.7%)から拡大した。また、1～4月の社会融資総額(新規)は7.9兆人民元(約126兆円)で前年比63.0%と大きく増加した(図表2)。5月に入っても、中国工商銀行など4大銀行の新規融資額は大きく増加している。こ

うした資金供給の増加は今後の景気回復を下支えすると見ている。

図表2 社会融資総額の推移



今後の金融政策については、消費者物価が安定的に推移しているが、住宅価格の高騰が続いていることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は当面利下げなどの金融緩和に踏み切る可能性が低いと見られる。

一方、先進国だけではなく、新興国も相次ぎ金融緩和を実施したことで、世界的に過剰流動性が発生するなか、中国にも大量の資金が流入していることなどを背景に、人民元の対米ドルのレートは上昇し続けている。6月の習近平訪米や7月の米中戦略・経済対話の会合が予定されているため、人民元の上昇ペースはさらに高まる可能性がある。しかし、人民元高がさらに進むと、輸出環境の悪化につながりかねないので、今後の動向は注目されよう。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。以上の通り、4月分の主要な経済統計の内容や、資金供給量の拡大などから、先行きの景気は徐々に加速すると見込まれる。13年後半にかけては、実質GDP成長率が前年比8%に回復する可能性があり、通年では7%台後半の成長になると予測する。

(13年5月23日現在)

情勢判断

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国金融・経済

4月30日～5月1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。また、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、現行の政策金利を維持することが適切であるとしたほか、月額850億ドルの資産買い入れの継続も決定した。

経済指標をみると、4月の雇用統計の失業率は7.5%と前月から0.1ポイント低下（改善）したほか、非農業部門雇用者数は前月比16.5万人と事前予測（同14.0万人）を上回った。また、1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は、個人消費を中心に増加し、前期比年率2.5%となった。こうしたことから、米国では経済が緩やかな回復基調にあるとみられている。

国内金融・経済

日本では、5月21～22日の日銀金融政策決定会合で、4月の会合で導入された①マネタリーベース・コントロールの採用、②長期国債の買い入れ拡大と年限長期化、③ETF、J-REITの買い入れの拡大、④2%の「物価安定目標」実現までの政策持続、という「量的・質的金融緩和」の維持が決定した。

経済指標をみると、1～3月期の実質GDP成長率は前期比0.9%（同年率3.5%）と2四半期連続のプラス成長となった。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）の3月分は、前月比14.2%と2ヶ月連続の増加となったほか、3月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比0.9%と4ヶ月連続で上昇した。このため、日本経済は緩やかに持ち直しつつあるとみられている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、「量的・質的金融緩和」導入後の4月5日には史上最低水準の0.315%まで低下したが、その後は日銀の国債買い入れオペが弾力的に実施された一方で、株高等から逃避先としての債券需要が緩んだことなどから、ボラタイルな展開ながらも上昇傾向で推移。5月23日には一時1.000%と約1年1ヶ月ぶりの高水準となったものの、日経平均株価が下げに転じたことや、国債買い入れオペを通告したことなどで0.8%台まで低下した。

日経平均株価は、米国株価の上昇や「量的・質的金融緩和」の導入以降の円安進行に加え、アベノミクスへの期待や海外経済の回復期待の高まりなどもあって上昇傾向が続いている。5月23日には、15,900円台と約5年5ヶ月ぶりの高値をつけたのち、過熱感などから利益確定売りが膨らみ14,400円台まで値を下げ、24日も日中値幅が再び1,000円を超えなど、乱高下が続いた。

外国為替市場のドル円相場は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、米国経済の回復期待の高まりもあって円安・ドル高が進行している。5月10～11日のG7財務相・中央銀行総裁会議で日銀の金融政策が容認されたことも円安・ドル高要因となり、5月中旬には一時1ドル＝103円台と、約4年7ヶ月ぶりの円安水準となった。

原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、原油在庫が平年に比べ高水準であるものの、中東情勢が引き続きリスク要因であるほか、経済指標の堅調さを受けて米国経済の回復期待が高まったことから、5月半ばに1バレル＝96ドル台まで上昇した。（2013.5.24現在）



2013～14 年度改訂経済見通し

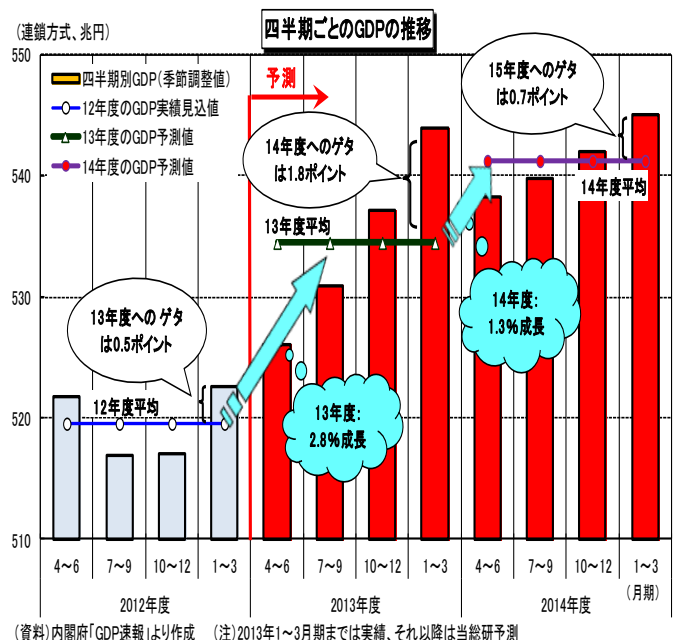
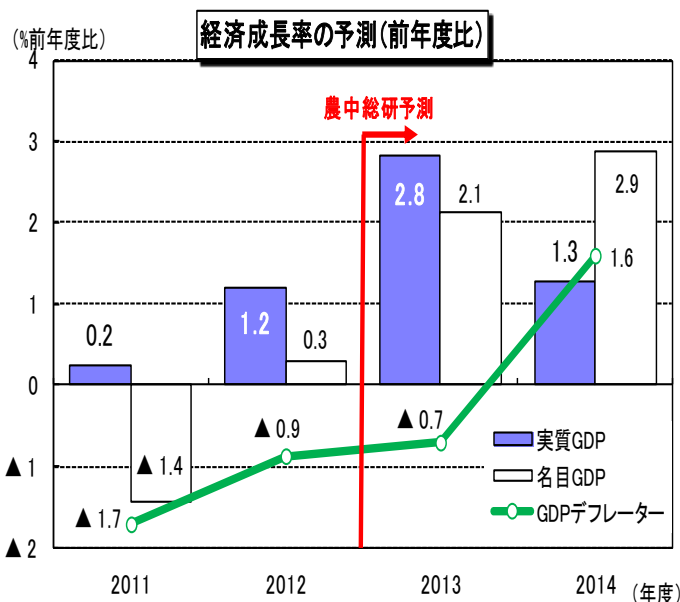
アベノミクス効果により 13 年度末にかけて堅調さを維持

～2013 年度:2.8%、14 年度:1.3%～

2012 年 11 月の衆議院解散直後から、金融資本市場では円安・株高が始まったが、ほぼ同時期に国内景気も持ち直しを開始した。総選挙後には、デフレ脱却と成長促進に向けたアベノミクスが本格化、大型補正予算の編成や大胆な金融緩和策への転換期待から、一段と円安・株高傾向が強まり、企業・家計の景況感は大きく改善した。

13 年 1～3 月期は前期比年率 3.5%の高い経済成長を達成したが、先行きも復興事業や大型補正予算編成の効果、海外経済の持ち直しや円安効果による輸出増勢の強まり、さらには消費税増税前の駆け込み需要もあり、13 年度末にかけて国内景気は堅調に推移するだろう。ただし、14 年度にはその反動減により一時的にマイナス成長に陥るなど、調整色が強まると予想する。

黒田総裁らが就任した日本銀行はデフレ脱却を目指して「量的・質的金融緩和」を決定、期待の変化に働きかける異次元の緩和策を導入した。先行き、物価上昇率は徐々に高まっていくと思われるが、「約 2 年で 2%程度の物価上昇」の実現は非常に困難と思われる。

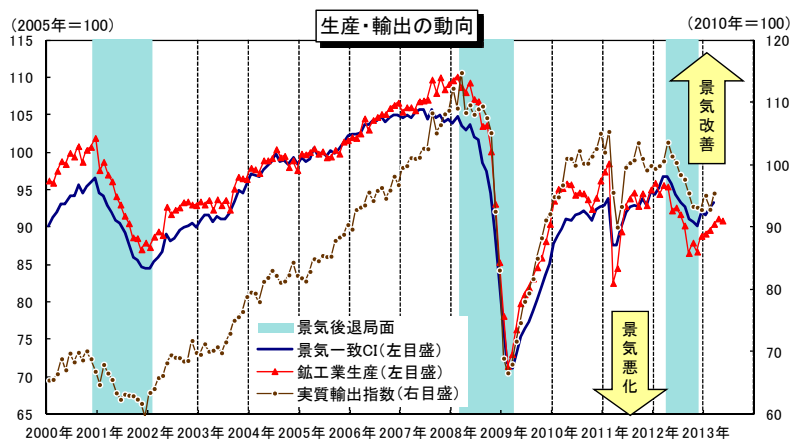
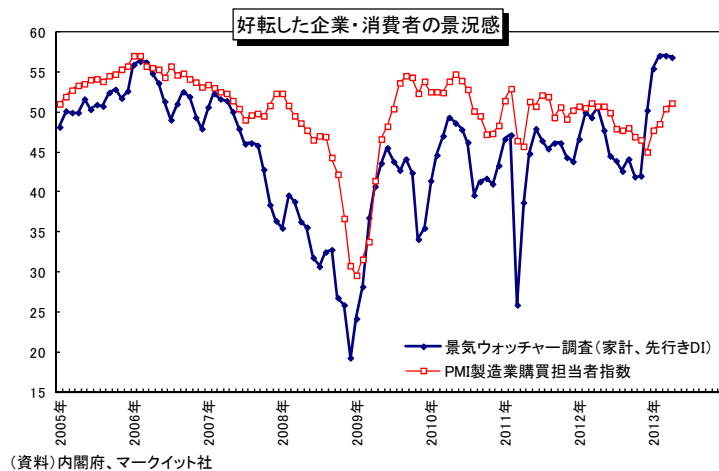


1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直し傾向強まる

国内景気は、2012年度入り直後から悪化に転じ、特に秋口には日中関係の悪化により自動車等を中心に中国向け輸出が大幅減となったことに加え、エコカー購入補助金終了によって国内乗用車販売が激減したこと等から、一段と落ち込んだ。こうした状況を受けて、政府は緊急経済対策の策定に動き、日本銀行も追加緩和策を決定、景気下支え策を講じた。

しかし、12年11月に、日本経済にとって大きな転機が訪れた。野田首相(当時)による衆院解散意向の表明直後から、歴史的な円高状態が修正される動きが始まった。それを好感して株価も持ち直し傾向を強めるなど、金融資本市場では政権交代を織り込み、次期政権による積極的な経済政策運営に対する期待感が一気に高まった。その後、12月に実施された総選挙の結果、政権交代が実現し、第2次安倍内閣が発足したが、矢継ぎ早に大型補正編成や2%の物価上昇をできるだけ早期に実現することを明記した日銀との共同声明を発表するなど、日本経済再生に向けた政策運営を本格化させた。また、春に任期切れを迎える白川日銀総裁らの後任に、リフレ派と目される黒田東彦・アジア開発銀行総裁(総裁候補)や岩田規久男・学習院大学教授(副総裁候補)を充てる人事案を提示、デフレ脱却に向けた大胆な金融緩和への期待が一段と強まった。この人事案は国会の同意を経て、3月20日には日銀の新体制が発足した。黒田総裁は就任後初の金融政策決定会合において、今後2年でマネタリーベースを倍増させることを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。日銀は、こうした措置によって約2年後の15年度前半にも、物価安定目標として設定した2%前後まで消費者物価上昇率が高まるとの見通しを示すなど、民間の期待インフレ率の押し上げに積極的に取り組んでいる。



こうした政策運営により、企業・家計の景況感は大きく改善している。実体経済を見ると、海外経済の動きがやや鈍いこともあり、円安による輸出増効果はそれほど明確化しているわけではなく、企業活動にはまだ慎重な面も残っているが、株高などが消費者マインドを好転させたこともあって民間消費は活性化している。このように国内景気は全般的に持ち直し傾向を強めつつある。



(株)農林中金総合研究所

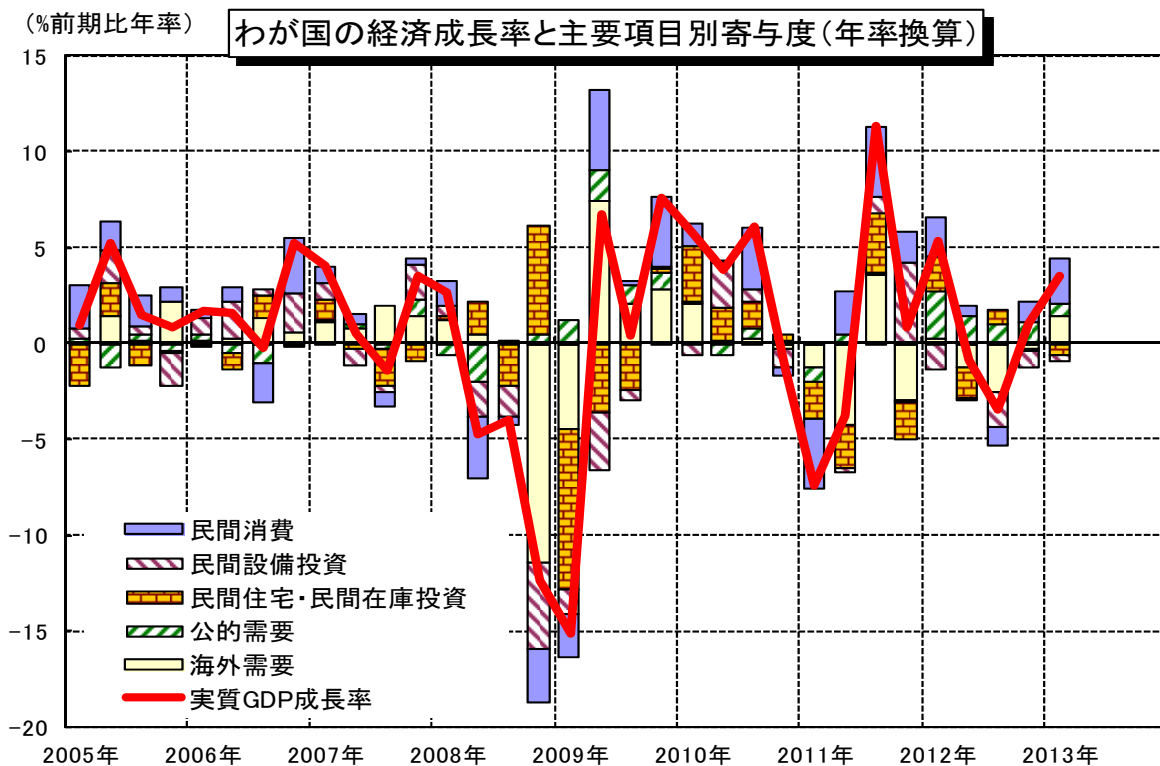
(2) 成長加速がみられた 13 年 1～3 月期の GDP

5 月 16 日に公表された 13 年 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質経済成長率は前期比 0.9% (同年率 3.5%) と、10～12 月期 (前期比 0.3% (同年率 1.0%) へ上方改定) から大きく加速、2 四半期連続のプラスとなり、景気が回復傾向にあることが改めて確認できた。高成長を達成した要因としては、消費マインドの改善や所得増 (実質雇用者報酬は前期比 0.5%) など民間消費が堅調な伸び (同 0.9%) を確保したほか、円安の恩恵も多少は影響してか、輸出にも持ち直しが見られたこと (同 3.8% と 4 四半期ぶりの増加) が挙げられる。アベノミクス効果が多少なりとも反映されていると見られる。また、震災復興などの進捗に伴って公的需要も増加傾向であることも景気下支えに一役買っている。

一方、民間企業設備投資は前期比 ▲0.7% と 5 四半期連続の減少となったほか、在庫調整の進展によって民間在庫投資もマイナス寄与 (前期比成長率に対して ▲0.2 ポイント) となるなど、企業マインドが改善している割に、動きが鈍いのが気掛かりである。実際、生産指数を見ても、3 月まで 4 ヶ月連続で前月比上昇となっているが、1～3 月にかけては前月比 1% 未満の穏やかな伸びで、加速感が乏しい。第 3 次産業活動指数も、1～3 月期は 7 四半期ぶりに前期比マイナス (▲0.5%) に陥っている。

なお、名目 GDP も前期比 0.4% (同年率 1.5%) と、実質 GDP と同様、2 四半期連続のプラスとなった。一国のホームメイドインフレを表す 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り、円安などによる輸入価格上昇分の最終需要財・サービスへの価格転嫁が引き続き不十分だったことから、前期比 ▲0.5%、前年比 ▲1.2% と、いずれもマイナス幅を拡大させた。ちなみに、単位労働コスト (= 名目雇用者報酬 ÷ 実質 GDP) は前年比 ▲0.3% と、5 四半期連続の低下であった。

この結果、2012 年度の成長率としては、実質で 1.2% (3 年連続のプラス)、名目で 0.3% (2 年ぶりのプラス) となった。ただし、11 年度からのゲタが 1.7 ポイントであったことを考慮すると、その水準を割り込んでおり、内容的にはマイナス成長だったと言えなくもないだろう。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

12 年 12 月に誕生した第 2 次安倍内閣では、政策の基本哲学を「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）を推進している。まず手始めに 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。

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、白川日銀総裁らの後任として、デフレ脱却に向けた金融緩和強化に前向きな黒田氏らを提示し、これまでとは比較にならない規模の緩和策導入のための道筋を立てた。さらに、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、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。

13 年度の一般会計予算に関しては、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、大規模なものとなっているわけではない（総額 92.6 兆円で、うち基礎的財政収支（プライマリーバランス）対象経費は 70.4 兆円）。4 年ぶりに税收（43.1 兆円）が公債金（42.9 兆円）を上回るほか、プライマリー・バランスも▲23.2 兆円へ改善する（12 年度実績見込みは▲24.9 兆円）見込みであり、財政健全化目標への配慮も見られている。

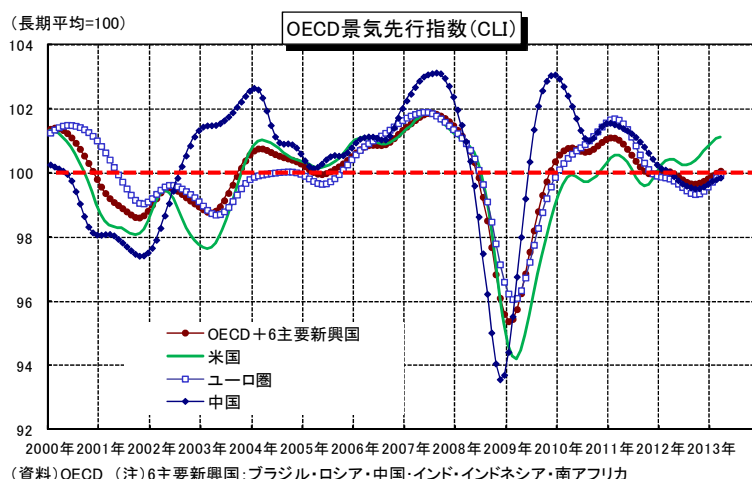
「3 本の矢」の最後の 1 本である成長戦略に関して、安倍首相は「挑戦：チャレンジ」、「海外展開：オープン」、「創造：イノベーション」という 3 つのキーワードを取り上げている。4 月に明らかにした第 1 弾では、「女性の活躍は成長戦略の中核を成す」との考えを表明したほか、国際的な医療協力も成長の種であるとの見方を表明した。また、5 月には第 2 弾として、「農業・農村の所得倍増」を掲げて「農林水産業・地域の活力創造本部」を設置することを表明したほか、個別の企業に規制緩和の特例を認める「企業実証特例制度（仮称）」を創設する方針も示している。今後、6 月初旬にも特区・PFI の推進などを柱とする第 3 弾を公表し、6 月中旬に英国・北アイルランドで開催される主要 8 ヶ国（G8）首脳会議までには成長戦略の全体像が取りまとめられる予定である。

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。このうち、14 年 4 月の消費税増税の最終決定は 13 年秋には行われることになるが、今回の経済見通しでは予定通り実施されることを前提としている。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

世界経済の成長テンポは、12 年後半にかけて総じて鈍化したが、米国・中国といった大国はすでに持ち直し局面入りしていると見られるが、潜在成長率を上回った成長が実現で

きているように見受けられない。また、債務問題解決の糸口が見つからないユーロ圏では、マイナス成長が続くなど、深刻な景気低迷に陥っている。こうした中、世界の主要中央銀行では金融緩和を継続もしくは強化する動きを強めている。今後の過剰流動性の発生が、世界経済、金融資本市場に何らかの影響を及ぼすのか否か、十分見極めていく必要があるだろう。



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

13年1～3月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率2.5%と、10～12月期(同0.4%)から加速した。この主因は個人消費であり、13年初からの給与税減税の失効に伴う増税や富裕層に対する課税強化のほか、ガソリン高など消費支出の抑制が懸念されていたにもかかわらず、雇用環境の改善や株高などを背景に自動車等の耐久財消費が好調さを維持し、さらにサービス消費も堅調だったことから同3.2%と高い伸びを示した。また、ハリケーン「サンディ」の襲来により前期に大きく落ち込んだ在庫投資がプラス寄与に転じたことも成長率を押し上げた。一方、堅調な個人消費や在庫投資に伴う大幅な輸入増により純輸出がマイナス寄与となったほか、前期の反動で設備投資が大きく減速し、住宅投資も伸びが鈍化した。なお、緊縮財政の必要から政府支出が引き続き足を引っ張る

2013～14年 米国経済見通し (13年5月改定)

		単位	2012年	2013年		2014年			
			通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP		%	2.2	2.0	1.7	2.4	2.8	2.9	2.9
	個人消費	%	1.9	2.2	2.5	2.2	2.5	2.6	2.7
	設備投資	%	8.0	5.6	5.2	9.0	7.1	5.9	7.7
	住宅投資	%	12.1	13.4	13.6	13.3	11.6	12.7	8.0
	在庫投資	寄与度	0.1	0.1	0.4	0.0	0.1	0.3	0.0
	純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
	輸出等	%	3.4	3.5	2.0	8.5	9.5	10.2	9.1
	輸入等	%	2.4	3.1	2.6	7.9	8.6	9.0	8.2
	政府支出	%	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 4.9	▲ 2.1	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.5
参考	PCEデフレーター	%	1.8	1.2	1.5	2.1	2.3	2.2	2.4
	GDPデフレーター	%	1.8	1.8	1.7	2.0	2.1	2.1	2.2
	FFレート誘導水準	%	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25
	10年国債利回り	%	1.8	2.1	2.0	2.2	2.7	2.5	2.8
	完全失業率	%	8.1	7.5	7.6	7.4	7.1	7.2	7.0

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5月20日(13年1～3月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値

(株)農林中金総合研究所

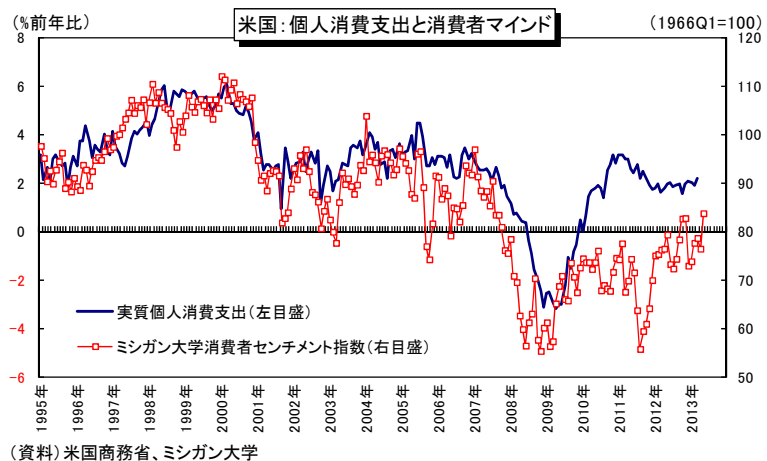
姿に変わりはない。足元の米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や設備投資が底堅く推移するほか、住宅部門の持ち直しが続くなど、緩やかな回復基調をたどっている。

こうしたなか、12年11月の議会選を経てもなお上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、財政赤字削減案などの重要な議論が進まず、増税を前提とする与党・民主党と、増税に反対して歳出削減を求める野党・共和党との間で、依然として政治的な膠着状態が続いている。米議会は13年初に連邦債務上限を5月19日まで暫定的に引き上げる法案を可決したが、それ以降の引き上げについては合意しておらず、すでに米政府は借り入れ権限を失った状態に陥っている。ただし、米財務省が臨時措置で資金繰り対応しており、ルー米財務長官は「少なくとも9月上旬までは借り入れ継続可能」と表明している。

しかし、現在のところ赤字削減案で早期妥結の兆しはなく、今後は資金繰りが行き詰まる事態を回避するために米議会が債務上限の引き上げを再び先送りする可能性もある。ただし、仮にそうなった場合には、どこかの時点で市場が債務問題に対する懸念を強めるとともに、米国経済や世界経済にも少なからず悪影響を及ぼすことになるだろう。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)は月額400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)と同450億ドルの長期国債を無期限で買い入れる量的緩和第3弾(QE3)を継続する方針を決定している。また、MBSや米国債の償還資金を再投資する政策も引き続き実施する。同時に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についても、「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」と現状維持を決定した。ただし、公表されているFOMC議事録や最近のFOMCメンバーの発言によれば、QE3の縮小や停止時期が模索されていることが明らかとなっており、今後の状況次第では緩和策の早期解除観測が強まる可能性が高い。とはいえ、FOMCは「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」との方針を示しており、景気判断や経済見通しが大きく引き上げられない限り、緩和的なスタンスは維持されるだろう。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、賃金の伸び悩みが続く、給与税増税や強制歳出削減などの影響が懸念されるものの、雇用や景気の先行き期待により消費者マインドが改善していることから、徐々に増加傾向が強まると予想する。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、企業収益の拡大や海外経済の持ち直



しなどを背景に先行指標となる非国防資本財受注が底堅い動きを示していることから、弱いながらも増勢を維持すると予想する。住宅投資は、長期金利の上昇に伴い住宅ローン金利に上昇圧力がかかるものの、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90万~100万件台(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、足元では欧州向けを除き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

(株)農林中金総合研究所

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。最後に、政府支出に対しては、3月に強制歳出削減が開始された影響で13年前半に減少幅が拡大すると見られ、さらにその後も緊縮財政の強化から厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、13年前半にかけては政府支出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。ただし、企業や消費者の景況感が弱含んでいるほか、財政問題の先行き不透明感が払拭されておらず、給与税増税や強制歳出削減の影響が今後顕在化する可能性もあり、これらの影響で米景気が下振れするリスクもある。一方で、2期目のオバマ政権は、税財政に詳しいルー財務長官を起用したことで明らかなように、財政再建を重視している。税制改革等による赤字削減で妥結し、中期的な財政健全化への道筋をつけることができれば、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ことで期待され、景気回復の勢いが加速する可能性もある。年間の成長率は、13年は前年比2.0%(前回見通しから0.3ポイントの上方修正、1~3月期が当総研予想をやや上回ったため)、14年は同2.8%(前回と変わらず)と予想する。なお、FRBによるQE3については、成長加速が見込まれる13年半ば以降に規模縮小となる可能性があるものの、14年後半まで続く予想。また、ゼロ金利政策は、雇用改善ペースが加速すれば解除時期が早まると想定されるが、15年前半まで維持されると予想する。

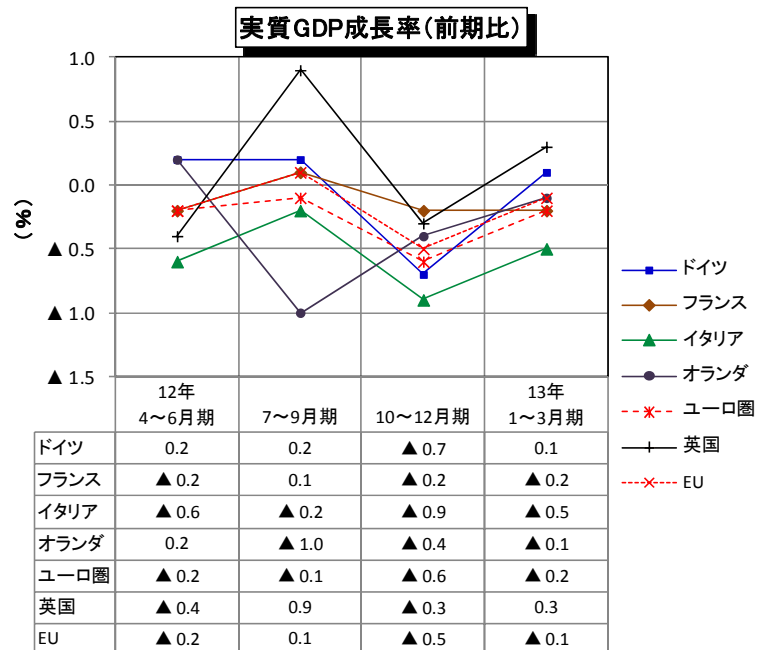
② 欧州経済

欧州では、ユーロ圏財政危機がやや後退したことを受け、年初には景況感の改善が認められる局面もあったが、その後のキプロス支援等を経て再度不透明感が高まり、足元では景況感は若干悪化している。今後も各国で緊縮財政を通じた内需の抑制や脆弱な金融機能の影響が継続するものと見込まれるため、実体経済の早急な改善は困難であり、欧州経済は引続き底打ちを探る弱い展開が続くものと考えられる。

ユーロ圏の13年1~3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%と、6四半期連続でマイナス成長となり、99年のユーロ導入以来の最長の景気後退となった。

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4月の景況感指数は88.6と前月の90.1を下回り、昨年12月以来の低い値となった。一方、実体経済を見ると、3月の鉱工業生産指数は前月比で1.0%の上昇となったが、ここ数ヶ月間の国ごとのデータには

大きなばらつきがあり、今後の動向を見極める必要があるものと考えられる。また、雇用情勢については、3月の失業率は12.1%と、ユーロ導入以来の最高水準を更新した。なかでもスペインでは26.7%(うち25歳未満の若年層は55.9%)に達するなど財政悪化国での上昇傾向が続いており、財政改革を進める政府への国民の反発を招く主因となっている。消費面でも、3月の小売売上高は前月比で0.1%の低下、前年同月比で2.4%の低下となり、弱い動きが続いている。



(資料)Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(株)農林中金総合研究所

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、3月の製造業受注指数は前月比で2.2%の上昇、同月の鉱工業生産指数についても同1.2%の上昇と、それぞれ2ヶ月連続でのプラスとなったほか、輸出額は3月には前月比で0.5%増加するなど、足元では経済回復の兆しとも受け止められる動きが見られているが、依然として月により跛行性が大きいことから当面の間は注視が必要である。また、3月の失業率は5.4%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0.5%の低下、前年同月比でも0.4%の低下であり、必ずしも安定的な個人消費の拡大には結び付いていない。

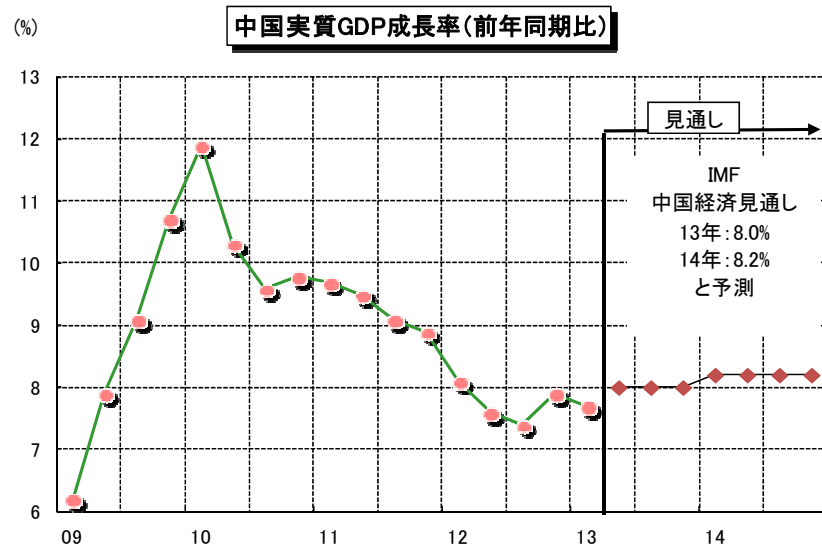
一方、ユーロ圏では4月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.2%上昇と、欧州中央銀行(ECB)が基準とする2%以下まで低下している。こうしたなか、ECBは5月には12年7月以来となる政策金利の引下げを行い、過去最低の0.50%とした。ECBは政策の効果を見極めつつ、今後も緩和的な政策スタンスを維持するものと考えられる。

③ 中国経済

中国経済は12年半ばに底入れし、その後は緩やかな回復基調にあると見られていた。しかし、13年3月に本格始動した習近平新政権が事前予想に反して景気対策を打ち出さなかったこともあり、景気回復の勢いは弱まった。実際、13年1～3月期の実質GDP成長率は前年比7.7%と、12年10～12月期(同7.9%)と比べて0.2ポイント鈍化している。投資が堅調に拡大し、輸出も持ち直したものの、消費が減速したことが成長鈍化の主因である。

足元では、4月の鉱工業生産が前年比9.3%と3月(同8.9%)から伸びが高まった。減速基調にあった小売売上高(物価上昇の影響を除いた実質)も、4月に前年比11.8%と、3月(同11.7%)から小幅加速した。4月の輸出も前年比14.8%と3月(同10.0%)から大幅に持ち直した。一方、固定資産投資(農村家計を除く)は4月に前年比19.8%と、3月(同21.5%)からやや鈍化した。これらの動きから総合的に判断すると、景気が再び緩やかな回復に向かいつつあると考えられる。

今後の金融政策については、消費者物価が比較的低水準で推移しているが、住宅価格の高騰が続いていることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は当面利下げなどの金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。一方、1～3月の社会融資総額(新規)は6.16兆人民元(約101兆円)で前年比58.4%と大きく増加した。また、4月のマネーサプライ(M2)も前年比16.1%と3月(同15.7%)からやや拡大した。こうした資金供給の増加が資金需給を緩和し、今後の景気回復を下支えすると見ている。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

このように、4月分の主要な経済統計の内容や、1～3月期に資金供給量の大幅増加などから、現在足踏み状態にある中国経済は、先行き緩やかに加速すると見込まれる。13年

(株)農林中金総合研究所

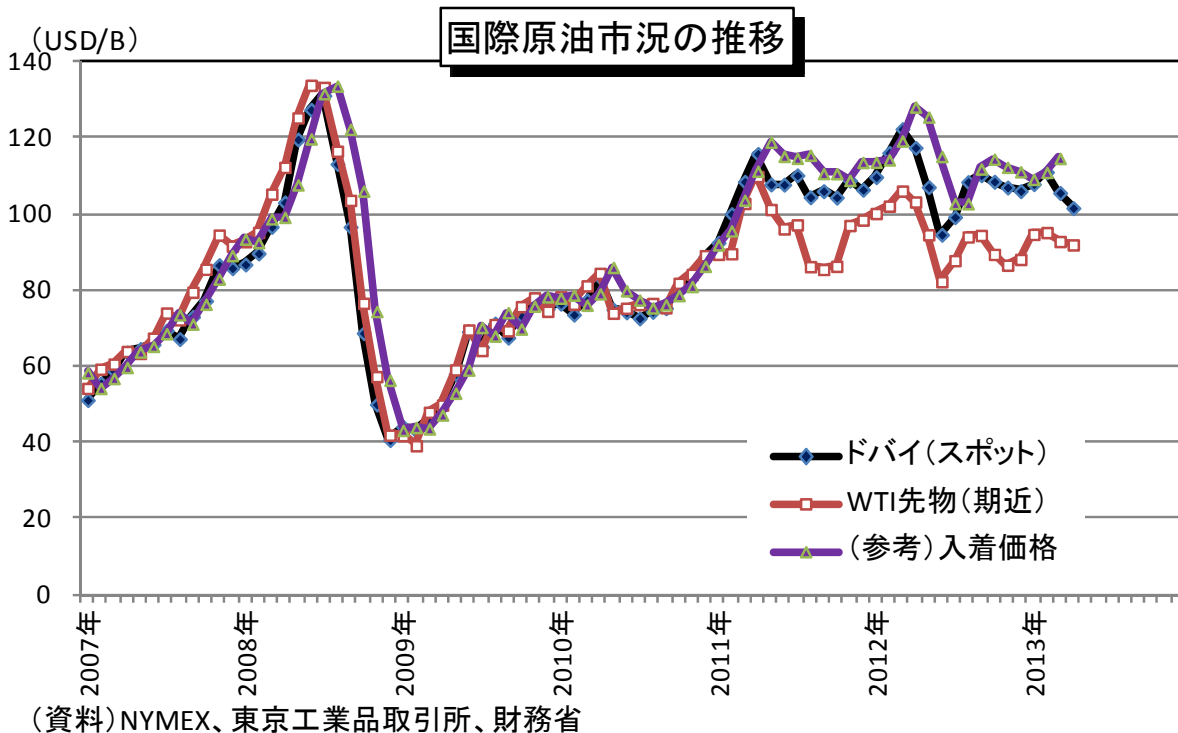
後半にかけては、実質 GDP 成長率が前年比 8%台に回復する可能性があり、通年では7%台後半の成長になると予想する。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

中近東情勢の緊迫化など、上昇要因を抱えつつも、国際原油市況は直近 1 年間ほど安定的に推移してきた。世界経済は概ね持ち直す方向にあるとはいえ、回復ペースの加速が当面は見込みづらいことが背景にあると思われる。

先行きについては、依然として、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・オイルなどの生産体制が増強される傾向にあることから、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、昨年夏場には、世界的に天候不順が発生したことによって、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が一時高騰し、円安効果との相乗効果によって最近のわが国の食料品価格値上げの一因となっているが、穀物価格等は現在落ち着いた動きとなっている。また、貴金属や銅なども世界経済の成長力が鈍いこともあり、安定推移となっているが、先行きの世界景気の回復期待の強まり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、再び不安定に推移する可能性もあるだろう。





(株)農林中金総合研究所

2013～14年度 日本経済見通し

	単位	2011年度 (実績)	12年度 (実績)	13年度 (予測)	2014年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 1.4	0.3	2.1	2.9
実質GDP	%	0.2	1.2	2.8	1.3
民間需要	%	1.4	1.1	2.5	0.8
民間最終消費支出	%	1.5	1.6	2.5	0.1
民間住宅	%	3.7	5.3	6.4	▲ 2.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.5	0.4	3.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	0.0	0.2
公的需要	%	0.9	4.8	3.1	0.9
政府最終消費支出	%	1.4	2.6	1.8	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	15.2	9.3	0.4
輸出	%	▲ 1.6	▲ 1.3	4.6	7.1
輸入	%	5.3	3.8	2.9	5.2
国内需要寄与度	%pt	1.3	2.1	2.6	0.9
民間需要寄与度	%pt	1.0	0.8	1.8	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.2	0.8	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	0.3	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.7	1.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.1	0.9	4.2
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.0	▲ 0.2	0.4	2.9 (0.9)
完全失業率	%	4.5	4.3	4.0	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.2	▲ 3.1	2.7	0.8
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.3	6.0	10.8
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.2	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	104.0	109.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.76	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.4	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	%	1.2	▲ 0.6	▲ 1.0	0.1	0.4	0.6	0.8	1.2	1.2	0.6	0.3	0.4	0.5
実質GDP	%	1.3	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.9	0.7	0.9	1.2	1.3	▲ 1.0	0.3	0.4	0.5
(年率換算)	%	5.3	▲ 0.9	▲ 3.5	1.0	3.5	2.7	3.8	4.8	5.1	▲ 4.1	1.1	1.7	2.2
民間需要	%	0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	0.1	0.5	0.7	0.7	1.2	1.7	▲ 1.8	0.3	0.5	0.7
民間最終消費支出	%	0.8	0.2	▲ 0.4	0.4	0.9	0.4	0.5	1.0	2.2	▲ 3.1	1.0	0.4	0.4
民間住宅	%	▲ 1.5	2.3	1.5	3.5	1.9	0.7	1.5	2.0	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 2.4	▲ 0.3	▲ 3.3	▲ 1.5	▲ 0.7	0.3	1.0	1.6	2.0	▲ 0.5	0.8	1.0	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	0.0	0.1
公的需要	%	2.4	1.5	1.0	1.1	0.6	0.8	1.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.4	0.5	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	6.7	6.3	3.4	2.8	0.8	2.3	4.5	2.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	2.7	▲ 0.0	▲ 4.4	▲ 2.9	3.8	1.5	1.8	2.0	2.2	2.0	1.3	1.2	1.2
輸入	%	2.0	1.8	▲ 0.3	▲ 2.2	1.0	1.0	1.2	1.5	2.5	0.5	1.1	1.1	1.1
国内需要寄与度	%pt	1.2	0.1	▲ 0.3	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	▲ 1.3	0.2	0.4	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	0.3	0.5	0.5	0.9	1.2	▲ 1.3	0.2	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.3	1.5	1.6	1.6	1.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.3	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 0.3	0.3	0.8	1.0	1.4	4.0	4.0	4.3	4.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	0.6	1.0	2.9 (0.9)	2.8 (0.8)	2.9 (0.9)	3.1 (1.1)
完全失業率	%	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	1.3	▲ 2.0	▲ 4.2	▲ 1.9	2.2	1.5	1.5	0.5	1.0	▲ 1.2	0.4	0.4	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	1.6	1.5	1.0	1.1	0.7	1.1	1.4	1.7	1.8	2.4	2.6	2.8	3.0
名目GDP比率	%	1.4	1.3	0.8	0.9	0.6	0.9	1.2	1.4	1.5	1.9	2.1	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	79.3	80.2	78.6	81.2	92.4	101.0	104.0	105.0	106.0	108.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	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
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.75	0.70	0.69	0.75	0.75	0.85	0.80	0.80	0.85	0.90
通関輸入原油価格	\$/バレル	116.0	123.2	105.9	112.7	111.8	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。



3. 2013～14年度の日本経済・物価見通し:

(1)異次元緩和策と「2年で2%の物価上昇」の実現性

日本銀行は、デフレ脱却を出来るだけ早期に実現するという政府との共同声明を果たすべく、異次元の金融緩和策を導入した。4 月に公表された「展望レポート」では、消費者物価見通しについて、2013 年度：前年度比 0.7%、14 年度：同 1.4%、15 年度：同 1.9%（いずれも大勢見通し、消費税増税効果を除く）と、約 2 年後には 2%前後まで上昇する姿を提示した。同時に示した経済成長率見通しに関しても、13 年度：同 2.9%、14 年度：同 1.4%、15 年度：同 1.6%（同じく大勢見通し）と、「量的・質的金融緩和」の効果による景気押上げを織り込んだものとなっている。今後 3 年間の経済成長によって GDP ギャップは 4 ポイントほど改善（潜在成長率は 0%台半ばとの想定）するが、それは約 3 年後の 2%程度の物価上昇率を引き起こすのに整合的な状況である、と説明されている。			
展望レポート：2012～15年度の政策委員の大勢見通し（2013年4月）			
	実質GDP	消費者物価 （除く生鮮食品）	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2012年度	+1.0～+1.0 <+1.0>	▲0.2	
1月時点の見通し	+1.0～+1.1 <+1.0>	▲0.2～▲0.1 <▲0.2>	
2013年度	+2.4～+3.0 <+2.9>	+0.4～+0.8 <+0.7>	
1月時点の見通し	+1.9～+2.5 <+2.3>	+0.3～+0.6 <+0.4>	
2014年度	+1.0～+1.5 <+1.4>	+2.7～+3.6 <+3.4>	+0.7～+1.6 <+1.4>
1月時点の見通し	+0.6～+1.0 <+0.8>	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+1.0 <+0.9>
2015年度	+1.4～+1.9 <+1.6>	+1.6～+2.9 <+2.6>	+0.9～+2.2 <+1.9>

展望レポート:2012～15年度の政策委員の大勢見通し(2013年4月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース	
2012年度	+1.0～+1.0 ＜+1.0＞	▲0.2		
1月時点の見通し	+1.0～+1.1 ＜+1.0＞	▲0.2～▲0.1 ＜▲0.2＞		
2013年度	+2.4～+3.0 ＜+2.9＞	+0.4～+0.8 ＜+0.7＞		
1月時点の見通し	+1.9～+2.5 ＜+2.3＞	+0.3～+0.6 ＜+0.4＞		
2014年度	+1.0～+1.5 ＜+1.4＞	+2.7～+3.6 ＜+3.4＞		+0.7～+1.6 ＜+1.4＞
1月時点の見通し	+0.6～+1.0 ＜+0.8＞	+2.5～+3.0 ＜+2.9＞		+0.5～+1.0 ＜+0.9＞
2015年度	+1.4～+1.9 ＜+1.6＞	+1.6～+2.9 ＜+2.6＞	+0.9～+2.2 ＜+1.9＞	

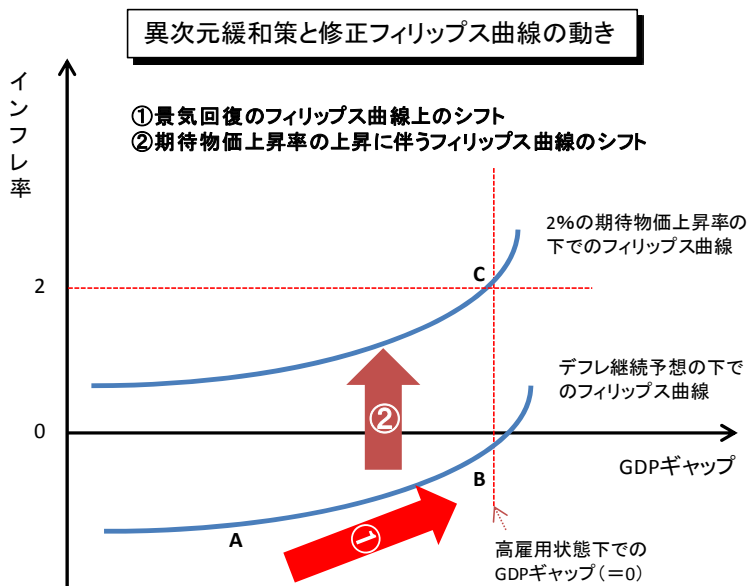
(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

消費税増税の物価への影響度は、14年度が+2.0%ポイント、15年度が+0.7%ポイントと想定。

3月の黒田総裁らの就任を契機に、日本銀行は政策スタンスなどが明確に変更されている。なかでも、デフレ脱却のためにできることはなんでもやるという姿勢を打ち出し、それまでの「デフレ容認姿勢」から「デフレ・ファイター」へと変貌したこと、さらにその手段として「期待の変化」への働き掛けを重視している点である。

この「期待の変化」に働きかけようという経済政策は、これまでの日銀は「危うさを感じる（白川前総裁の退任会見）」として軽視してきた。しかし、金融政策などを取り扱う現代マクロ経済学からしてみれば、経済において「期待」が果たす役割は極めて重要といえる。黒田



(資料)農林中金総合研究所作成

総裁は、今回の異次元緩和の
マクロ経済への波及経路につ
いて、リスクプレミアムの縮小効果
やポートフォリオ・リバランス効果、
に加えて、期待の変化も指摘し
ている。

GDPギャップとインフレ率のトレードオフを示した修正フィリップス曲線を考えると、デフレ予想が根強く残る中では、たとえ景気が改善しても物価上昇率は限定的である(左図:A→B)。それゆえ、日本銀行が2%の物価上昇率の達成を強くコミットすることで、人々のデフレ継続予想を2%の物価上昇予想に変化させ、実際に物価上昇率を2%前

(株)農林中金総合研究所

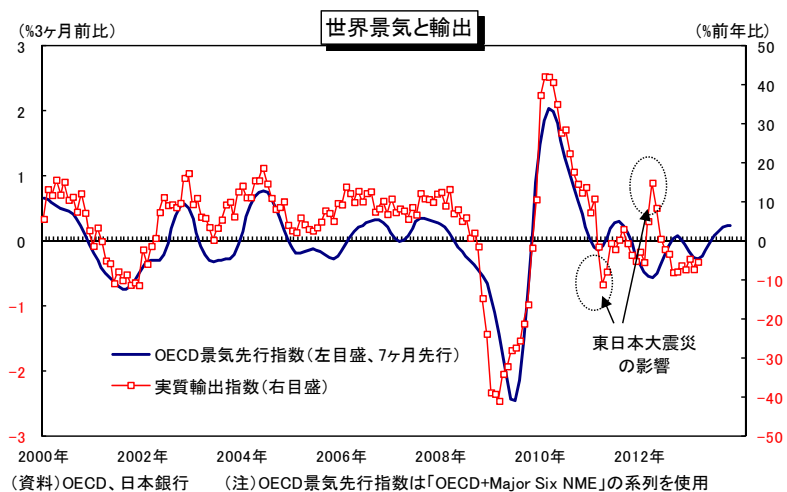
後で安定化させよう(同:B→C)というのが、1月以降、日銀も取り入れた物価目標政策のエッセンスである。物価目標政策やそれに類似した政策運営スタイルは、米FRB、欧ECB、英BOEをはじめ、海外のほとんどの中央銀行で採用されている政策であり、いわば「世界標準」の政策運営スタイルといえるだろう。

なお、「約2年後に2%の物価上昇率達成」の実現性については、疑わしい点が残る。物価目標を採用している中央銀行による2～3年先の物価見通しは、その目標値が達成されるようなものになるのは当然である(そういう見通しでなければ、何らかの政策を発動していなければならないはず)し、楽観的過ぎるように見えるが、そうした数字を示すことで、人々の予想物価の形成に働きかけるといった目的もあるだろう。とはいえ、世界経済の不安定さ、消費税増税問題など、様々な障害が立ちはだかるなど、今後2年で2%の物価上昇率を誘導するのは厳しいだろう。

(2) 経済見通し ～ 13年度末にかけて国内景気は堅調推移

12年11月の衆院解散直後から金融資本市場では円安・株高が進行し始めたが、それとほぼ同時期に国内景気も底入れしており、足元でも持ち直し傾向が続いている。アベノミクスの「3本の矢」の本格始動によって、いずれデフレ脱却が実現し、長期にわたって低迷し続けた国内需要を活性化させることが期待されるが、それは早くとも2～3年先の話であろう。目先の景気動向を読み解く上での焦点は、海外経済動向や円安進行を受けた輸出の展開や12年度大型補正による公共事業といった点になるだろう。わが国経済は、デフレ環境下での国内需要の長期停滞という「失われた20年」の過程で、経済成長の7割近くが輸出増で達成するという程度まで輸出依存度を高めてきた。アベノミクスが成功すれば、国内需要が再発見・再評価される可能性が高いが、当面の日本経済を考える上では、輸出の動きが景気の趨勢を決めると考えるのは妥当であろう。

その輸出については、12年後半には世界経済の減速が止まり、徐々に持ち直す動きも散見されているものの、これまでのところ景気回復には加速感が乏しく、緩やかなペースにとどまっている。また、この半年でかなり円安が進行したとはいえ、過去の経験から、それが輸出数量の増加につながるまでには半年～1年程度の時間経過が必要と思われる。つまりは、前述のとおり、13年後半以降は、米国・中国という経済大国の景気回復力が備わってくること、さらに円安効果も加わることで、輸出の増勢が強まる可能性が高いだろう。そうなれば、慎重姿勢が残る企業設備投資なども活性化され、景気拡大が本格化するものと期待される。なお、12年秋以降、冷え込んでいる日中関係については、関係修復には時間がかかると見るが、中国経済の持ち直し傾向が強まるにつれて、日本からの資本財・生産財輸出も回復に転じるものと思われる。



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ものの、ようやく進み始める可能性も出てきた。「15ヶ月予算」の本格稼働に伴い、遅れ気味であった

(株)農林中金総合研究所

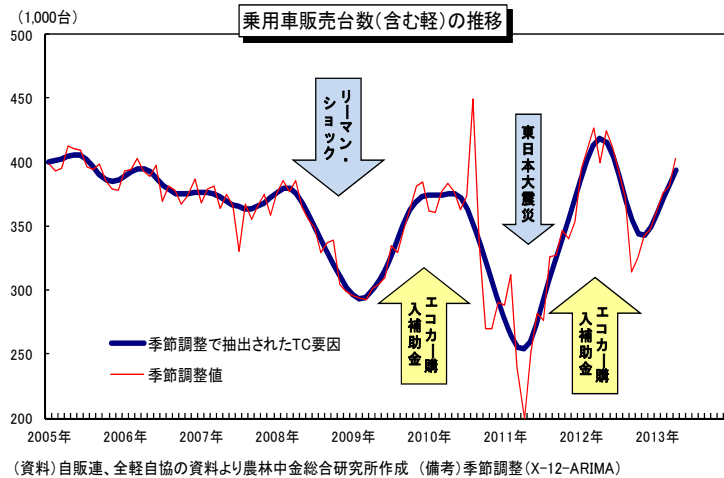
復興事業が大きく進展すれば、それらが呼び水となって被災地での住宅や企業設備投資などの民間需要が喚起される効果が強まることが期待される。同時に、社会インフラに老朽化対策や事前防災・減災のための公共事業もスタートすることで、公的需要は景気の下支え役を果たしていくだろう。

これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。1～3月期は堅調だった民間消費が勢いは鈍ると思われるが、引き続き底堅く推移していく可能性が高いだろう。4月の乗用車販売台数は約40万台(季節調整後、軽を含む)と、エコカー購入補助金第2弾の終了直後(12年9月:約31万台)から大きく持ち直し、補助金効果が出ていた時期(12年上期:約42万台)に匹敵するほどの売れ行きを示している。

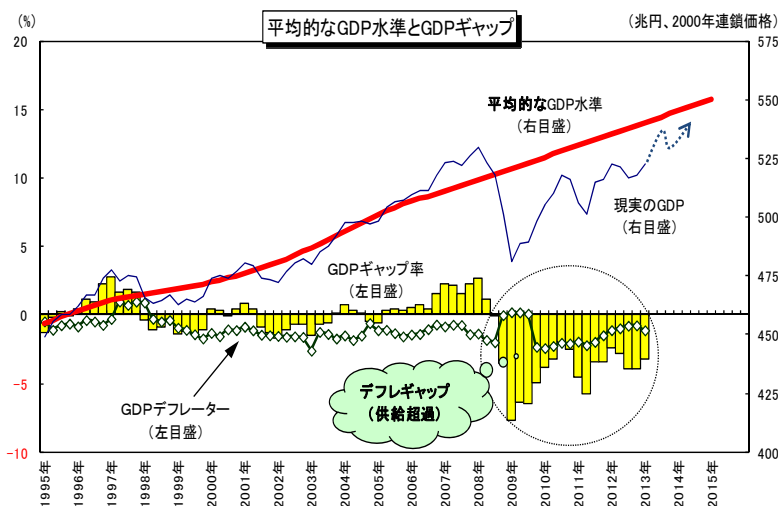
株高などにより、消費者マインドが大きく改善しているほか、消費税増税を控えて買い替えニーズが強まっていることが影響していると思われる。また、円安や休日分散した関係もあり、GW中の国内旅行者数は過去最高水準になったと報じられている。所得環境は依然として厳しいものの、円安や政府の賃上げ要請などが夏季賞与の増加をもたらす面もあること、アベノミクスへの期待感が続いていることなどから、民間消費の増加傾向は続くものと思われる。

また、住宅投資についても、復興需要に加え、消費税増税前の駆け込み需要の発生、高齢化進行によるリフォーム需要などが下支え役となるだろう。輸出についても、当面は緩やかな増加が続くが、13年度下期には増勢が強まると思われる。

一方、出遅れ感のある企業部門ではあるが、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待感が高まっていることもあり、ビジネスサーベイ等からは13年度の設備投資計画は堅調との結果も散見されている。例えば、日銀短観3月調査によれば、全産業ベース(含む金融機関、ソフトウェアを含み、土地投資額を除くベース)の設備投資額は前年度比▲0.2%と、新年度入り前の調査としては底堅い数字である。先行き、輸出回復が本格化してくれば、これまで先送りしてきた分も含めて、設備投資が本格的に増加していく可能性があるだろう。さらに、景気回復を受けて、これまで圧縮されてきた在庫の積み増しに動くと思われる。



(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)



(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

以上をまとめると、13年度については実質ベースで2.8%(前回予測(3月)の2.4%から上方修正)の成長を見込んだ。年度下期にかけて成長率が高まっていくだろう。なお、上方修正した要因は、1～3月期の高成長の結果、ゲタの水準が0.5ポイントとなったこと(3月時点では0.2ポイントと想定)の影響が大きい。また、名目成長率も2.1%(前回予測は2.0%)

(株)農林中金総合研究所

を確保するだろう。ただし、GDP デフレーターは、政府見通しは名実逆転(0.2%)を想定しているが、国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力は備わず、前年度比 ▲0.7% (前回予測は同 ▲0.5%) と、マイナス圏からは抜け出せないと予想する。

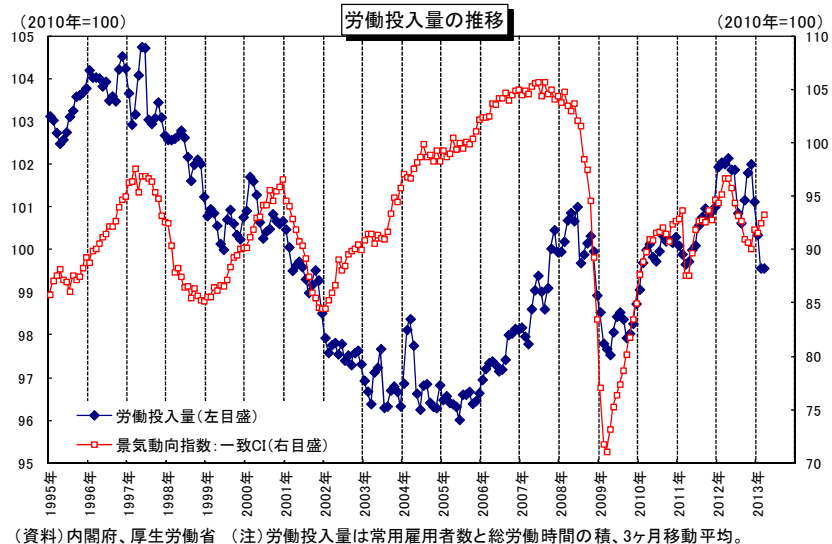
続く 14 年度については、消費税増税によって、年度前半は駆け込み需要の反動減が強く出ると思われ、一時的にマイナス成長に陥るものと予想する。問題は、その影響がどの程度続くのか、という点である。消費税を増税した分(7~8兆円)は、社会保障制度の安定財源として使われることになっており、それらは年金不安の解消に役立ち、90年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させる可能性があると考えられている。また、消費税増税は国内の購買力が消失してしまうわけではない。政府部門によって、それらは社会保障受給者に支払われ、それらの多くはいずれ民間消費として支出される性質のものであろう。とはいえ、少子高齢化が進行するわが国において、脆弱性の高い賦課方式を一段と強化する政策に類似した消費税増税分の社会保障財源への組み入れが、年金制度の頑健性を本当に高めるかどうかについては議論がある。

また、増税ショックの大きさは、増税時の景気情勢に大いに左右されるだろう。税率 3% の引上げは 7~8 兆円の増税措置に相当するが、14 年度前半の時点ではデフレ脱却は実現しておらず、それによる国内需要の本格回復も始まっていないと思われるが、そうした環境において増税ショックを吸収できるかどうかは疑わしいだろう。14 年 4~6 月期には大きめのマイナス成長に陥るのは不可避であろう。その後、7~9 月期には多少のリバウンド発生が見込まれるが、14 年度を通じての成長率は低調なものになるだろう。**14 年度は、実質成長率は 1.3%、名目成長率は 2.9% (前回予測はそれぞれ 1.3%、3.0%)** と、実に 17 年ぶりに名実逆転が解消するが、それは消費税率引上げによるものである。また、13 年度からのゲタとして 1.8 ポイントを見込んでいるが、成長率がそれを割り込むことから、内容的にはマイナス成長と評価せざるをえないだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比 1.6% の上昇を見込んでいる。

一方、雇用については、過去 1 年間、失業率は 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、12 年を直近ピークにして、足元では減少する動きも散見されている。

前々回の戦後最長となった景気拡大局面においては、労働投入量が明確に増加し始めたのは回復開始から 4 年後であり、それまで企業サイドは既存雇用の活用(残業増や保蔵していた分の再稼働)を行った。デフレ脱却を目指すアベノミクス登場によって、賃上げには注目されているが、国民経済の健全な発展のためには雇用機会の拡大も重要であることは忘れるべきではない。つまり、既存雇用の賃上げが新規の雇用創出を抑制する動きが強まらないようにしなければならない。

先行き景気回復の継続が予想されるが、上述のように労働保蔵された分の活用や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れば、失業率は現在の水準(4%前後)からはなかなか低下しないと見られる。先行きの失業率については、13 年度最終四半期(14 年 1~3 月期)は 3.8% と、緩やかながらも改善が進むと思われる。しかし、消費税増税後の景気足踏みを受けて、14 年度にかけて再度悪



化すると予想する。

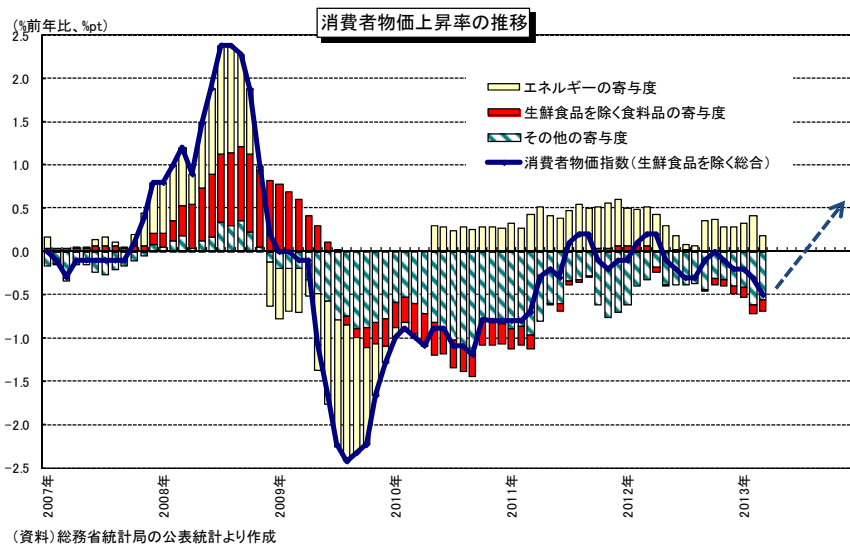
(3)物価見通し ～ 13 年夏には前年比上昇へ

物価動向については、依然として下落状態が続いている。13 年 3 月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は前年比 ▲0.5%と 5 ヶ月連続でのマイナスとなったが、最近では下落幅が拡大する傾向にある。昨年の穀物高騰、さらには最近の円安進行に伴って、輸入品に一部値上げの動きも散見されるが、家計の所得環境は依然厳しく、全面的に価格転嫁が進む状況には程遠い。基本的に国内の需給バランスが大きく崩れており、物価に対する下落圧力は根強いものがある。

先行きに関しては、円安により輸入品などで価格上昇が続く面もあるほか、エネルギー価格の値上げ傾向も残っているものの、夏場までは前年のエネルギー価格水準が高いことの反動が出ると思われる。そのため、当面は物価下落状態が残るだろう。その後、夏場には前年比上昇に転じ、年度末にかけての景気回復力の高まりとともに、徐々に上昇率を高めるだろう。

とはいえ、数年先に 2%の物価上昇が定着することを想定するのは依然として困難な状況である。14 年度には増税後の景気悪化の影響を受けて、物価上昇率の高まりは一旦落ち着くものと予想する。

以上から、13 年度のコア CPI は、年度末には前年比 1%程度まで上昇するものと思われるが、年度を通じては同 0.4%の上昇にとどまると予測する。一方、14 年度は、消費税増税もあり、同 2.9%へ上昇率が高まるが、あくまで消費税増税の影響によるもので、その影響を除けば同 0.9%にとどまるだろう。日銀が目指す「2 年で 2%の物価上昇」の実現はかなり困難との見方は変わらない。



2013～14年度 日本経済見通し

(前期比)										
	単位	2012年度			2013年度			2014年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.2	▲ 0.0	▲ 0.2	2.8	1.6	2.8	1.3	▲ 0.3	1.0
民間需要	%	1.1	▲ 0.3	▲ 0.4	2.5	1.3	2.8	0.8	▲ 0.8	1.1
民間最終消費支出	%	1.6	0.4	0.5	2.5	1.0	2.5	0.1	▲ 1.6	1.6
民間住宅	%	5.3	2.3	6.1	6.4	2.4	3.3	▲ 2.5	▲ 3.7	▲ 0.4
民間企業設備	%	▲ 1.5	▲ 3.1	▲ 5.1	0.4	0.5	3.6	3.5	0.9	2.4
公的需要	%	4.8	3.2	2.3	3.1	1.7	1.9	0.9	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	2.6	1.4	1.4	1.8	0.9	0.9	1.1	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	15.2	11.6	6.7	9.3	5.0	6.3	0.4	▲ 1.0	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.9	7.5	9.9	9.5	10.4	12.1	11.9	12.4
輸出	%	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 5.5	4.6	4.3	5.0	7.1	3.8	3.1
輸入	%	3.8	2.6	▲ 2.0	2.9	2.1	4.0	5.2	2.3	2.8
内需寄与度 (前期比)	%	2.1	0.5	0.4	2.6	1.4	2.1	0.9	▲ 0.6	0.8
民間需要 (")	%	0.8	▲ 0.2	▲ 0.0	1.8	1.0	1.8	0.6	▲ 0.7	0.7
公的需要 (")	%	1.2	0.7	0.4	0.8	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 (")	%	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	1.6	1.5	1.6
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 3.1	▲ 3.4	▲ 3.0	2.7	3.4	1.8	0.8	▲ 0.5	0.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	87.6	91.1	93.8	92.5	95.0	83.1	80.0	86.3
経常収支	兆円	4.3	2.5	1.8	6.0	2.5	3.5	10.8	5.0	5.8
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 2.7	▲ 4.1	▲ 5.6	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 0.3	▲ 0.8	0.5
外国為替レート	円/円	83.1	79.4	86.8	104.0	102.5	105.5	109.5	109.0	110.0
通関輸入原油価格	円/バレル	113.4	114.5	112.3	122.5	120.0	125.0	130.0	130.0	130.0

(前年同期比)										
	単位	2012年度			2013年度			2014年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.3	1.3	▲ 0.7	2.1	0.9	3.4	2.9	3.6	2.2
実質GDP	%	1.2	2.2	0.2	2.8	1.8	3.9	1.3	2.0	0.6
民間需要	%	1.1	2.6	▲ 0.4	2.5	1.3	3.7	0.8	1.6	0.1
民間最終消費支出	%	1.6	2.2	1.1	2.5	1.7	3.3	0.1	0.7	▲ 0.5
民間住宅	%	5.3	3.0	7.7	6.4	7.9	5.0	▲ 2.5	▲ 1.3	▲ 3.6
民間企業設備	%	▲ 1.5	4.3	▲ 6.5	0.4	▲ 3.0	3.6	3.5	4.0	2.9
公的需要	%	4.8	4.3	5.1	3.1	3.5	3.0	0.9	1.5	0.4
政府最終消費支出	%	2.6	2.6	2.6	1.8	2.1	1.5	1.1	1.2	1.0
公的固定資本形成	%	15.2	12.5	17.1	9.3	10.2	9.2	0.4	2.9	▲ 2.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.9	7.5	9.9	9.5	10.4	12.1	11.9	12.4
輸出	%	▲ 1.3	1.7	▲ 4.2	4.6	0.9	8.5	7.1	8.0	6.3
輸入	%	3.8	7.1	0.7	2.9	0.2	5.6	5.2	5.8	4.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 0.6	0.9	0.5	1.2	4.2	4.0	4.4
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.4	0.1	0.8	2.9	2.8	3.0
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.1	0.2	▲ 6.3	2.7	0.3	5.2	0.8	1.2	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。

分析レポート

国内経済金融

東日本大震災被災県における建築関連の労働需給実態

多田 忠義

要旨

本レポートは、被災県で深刻と指摘されている建築関連の労働需給にかかるデータを時系列で取りまとめたものである。全国の求人倍率と比較した結果、宮城県の有効求人倍率は震災直後から高止まりしている一方、福島県では12年下期以降倍率が上昇に転じ、岩手県では足元は全国とほぼ同水準となっている。

一方、建築・土木等の業者が回答する建設労働需給調査によれば、東北地方における手持現場の労働者数は一応確保されていると建設業者は認識している。

現在、工事需要は旺盛であるため建設業者の労働者ニーズは高水準で推移するものの、新たな労働供給はほとんどなく、手持現場の労働力確保に追われていると考えられる。公共工事の入札不調増加や住宅建設の工期長期化は、こうした労働需給実態の下で新規工事の受注拡大は厳しいとの状況を反映しているとみられる。以上を踏まえると、東日本大震災からの復旧・復興にかかる建設関係の進捗ペース改善を望むことは難しいといえる。

はじめに

本レポートは、被災3県（本レポートでは、岩手県、宮城県、福島県の3県とする）で深刻と指摘されている建設関連の求人・求職者数を時系列で取りまとめ、労働需給がどの程度不足もしくは過剰であるかを検討したものである。これまで、多田（2012）で住宅再建にかかる労働者不足を指摘してきたほか、政府や地方自治体、マスコミ等でも同様の指摘が多い。そこで、本レポートでは、具体的な統計資料を参照ながらその実態に迫ることを目的とする。

分析にあたって、本レポートでは3つのデータを用いた。1つ目は、国勢調査の建設業従事者の推移で、当該業種に従事する人数の経年変化を把握した。2つ目は、各県の労働局が公表している求人・求職バランスシートで、この中から特に住宅建設にかかわりの深い職種を選択肢し、有効求人倍率を取りまとめた。3つ目は、

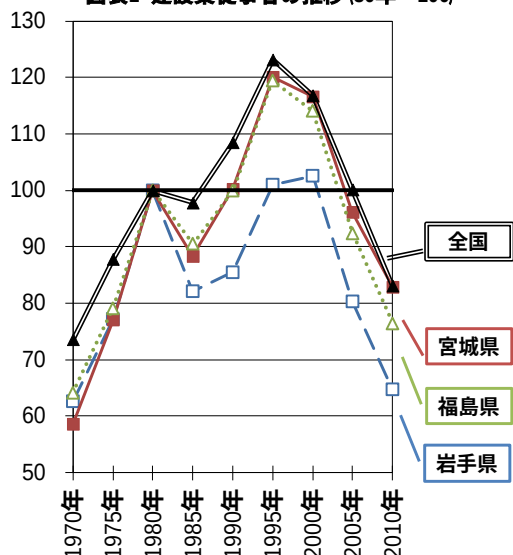
国土交通省「建設労働需給調査結果」から、住宅建設に関連の深い型枠工（建築）、左官、とび工、鉄筋工（建築）の労働者過不足状況を指数化したものを用いて、建設業者による労働需給感度の変化を分析した。

以上3つのデータを突き合わせることで、被災3県における建設関係の労働需給実態について把握する。なお、使用しているデータには、住宅等の建築関係に加え、一部土木関係も含まれているが、公表資料ではこれらを区別できないため、一体的に取り扱うものとする。

被災3県の建設業従事者数と有効求人倍率

まず、被災3県の建設業従事者の推移を国勢調査のデータから明らかにした（図表1）。被災3県の建設業従事者は、1995年をピークに減少に転じ、2010年には75年の水準まで落ち込んでいることが

図表1 建設業従事者の推移 (80年=100)



(資料) 総務省「国勢調査」各年版

明らかである。また、この傾向は全国的にも同様で、公共事業の削減の影響を受けやすい東北地方などで減少が目立つ。

このことから、被災3県では、震災以前から、建設業に従事する労働者は減少しており、震災からの復旧工事にかかる作業員の需要が高まって、それにこたえられるだけの人材は年々減少し続けて

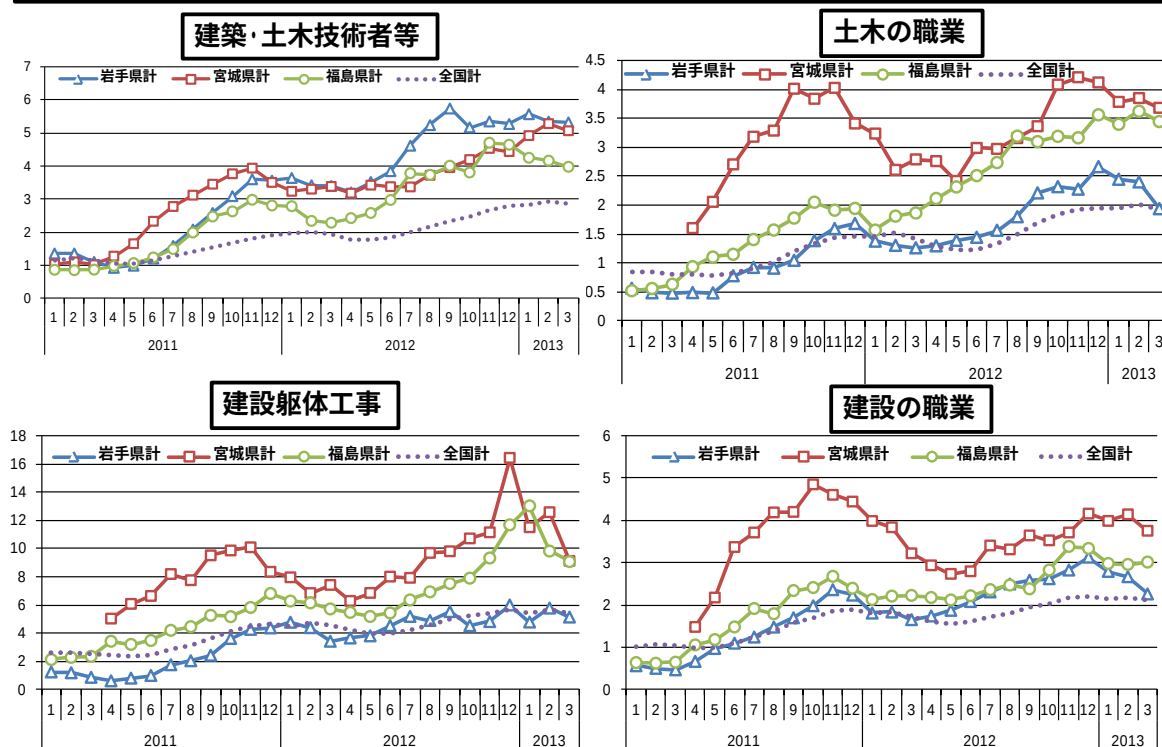
いるという構造的問題を抱えている。

こうした建設業従事者数の減少という背景を押さえつつ、次に、全国と被災3県における建築関連（対象とした職種の説明は文末の表を参照のこと）の有効求人倍率を比較した（図表2）。

まず、「建築・土木技術者等」である。震災後、はじめに宮城県で有効求人倍率が上昇し始め、岩手県、福島県も遅れて上昇している。現在被災3県では4～5倍の水準で推移しており、3倍の全国よりも高い状況である。

「土木の職業」は住宅建設に直接関係ないものの、宅地整備や宅地に至る道路整備等で関係が深いことから確認した。宮城県では、震災直後から上昇し、土木関係の復旧着手が早かったと考えられるほか、宮城県に拠点を持つ企業がいち早く岩手県や福島県の復旧にも動いたといえる。足元では、岩手県は低下傾向で、

図表2 被災3県・全国における建設関連業種の有効求人倍率変化 (2011年～)



(資料) 岩手・宮城労働局「安定所別求人・求職バランス」各月版、福島労働局「公共職業安定所業務取扱月報」各月版より作成
注 宮城労働局の公表計数は、2011年3月まで建設・土木作業、4月以降は建設の職業、建設躯体工事、土木の職業と再編成されたため、2011年1～3月分を除いた。また、各労働局掲載の値は住宅関連に加え、土木工事関係の求人・求職も含まれている。

全国を下回る水準となった一方、宮城県と福島県では依然 3 倍前後の水準で推移し、2 倍の全国よりも高水準である。

「建設躯体工事」は、とび職や鉄筋工といった職業が該当し、震災直後は解体工事による需要、復旧過程では基礎や躯体工事が必要とされる。震災以降、宮城県ではいち早く需要が伸びた後、12 年春にかけて低下し、12 年末にかけて上昇した後、足元では低下して 8～10 倍の水準となっている。福島県では宮城県に近い動きを示す一方、岩手県は全国の倍率を下回ることが多いのが特徴である。

「建設の職業」は住宅再建に一番関係深い職業で、この求人倍率は住宅再建を見通す上で注目される指標である。これまで多田（2013）などでも指摘したとおり、11 年秋以降の住宅再建需要に合わせて、宮城県の有効求人倍率は急激に上昇している。一方、他県ではその勢いはあ

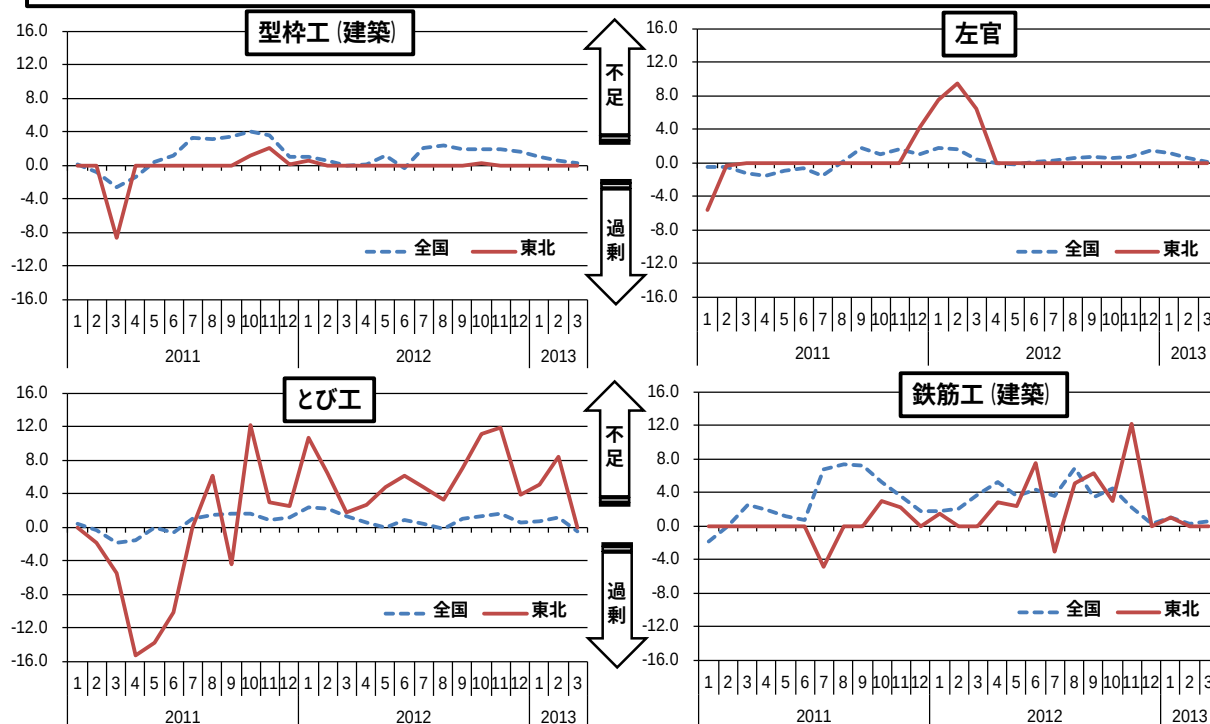
まりなく、徐々に上昇していることが特徴である。足元では、宮城県と福島県で 3～4 倍の水準を保っている一方、岩手県は 2 倍まで落ち込み、全国水準と同等である。

建設業者による労働需給環境の感度

最後に、建設業者が回答する労働者の過不足状況から算出される労働需給実態をみる（図表 3）。建築に関する 4 職種データを比較すると、震災直後、東北地方で不足感が強まったものの、足元では不足でも過剰でもない均衡状態となっていることに注目したい。

図表 2 では、宮城県と福島県で建設関連の有効求人倍率は高水準で推移しているとまとめた一方、手持の現場に限っては労働者がおおむね確保されていることを示している。なお、13 年 3 月のデータだけに注目すれば、全国の方が東北地方よりも不足である傾向が読み取れる。

図表3 労働者の過不足状況（全国と東北地方との比較、建設業者回答）



（資料）国土交通省「建設労働需給調査結果、各月版を基に作成

（注）モニター業者の手持現場における労働者過不足状況を算出。過不足率＝（確保しなかったが出来なかった労働者数－確保したが過剰となった労働者数）÷（確保している労働者数＋確保しなかったが出来なかった労働者数）×100 で算出。各地域の値は当該地域に立地するモニター企業の平均値である。

有効求人倍率と建設業者の現場からの声が指し示すこと

これまで2つのデータから被災3県や東北地方の労働需給実態を分析してきたが、得られた結果をまとめると次の点を指摘できると考えた。

まず、求職者側は、復旧・復興特需後の雇用継続は困難との見方から求人に応じていないと考えられる。

一方、求人側は、求人は出しているものの、求職者は限られているとの認識が強まっていると考えられる。冒頭で指摘したように、すでに建設業従事者の供給余剰は限られているなか、震災直後から継続して求人しているにもかかわらず一向に状況が改善せず、不足している労働者を充足できる可能性は低いと求人側が判断した可能性がある。また、不足している人材をすぐに養成できない点（現場経験が最低数年必要）を重視しているほか、復興特需後の雇用継続リスクも意識され始めていると思われる。

昨今の被災3県では入札不調が増加しており、住宅建設では融資申し込みから実行まで長期化していることから、求人側での労働者不足は深刻であると考えられる。この一方で、震災特需後の雇用継続リスクや、全国各地から数年住み込みで働きにきている作業従事者の存在も考慮すると、新規工事の受注拡大をせず、手持現場の労働力を確保しようと建設業者は動いているとみられる。この結果、東北における労働者の過不

足感は均衡に向かっているとの認識が図表3に表れていると考えられる。

おわりに

被災地では、建造物の復旧や新設によって震災からの復旧・復興を果たそうと日々努力されているが、2つのデータから導き出された労働需給の実態は、決して楽観できるものではなかった。その背景には、震災以前から建設業従事者の減少という構造的問題があり、震災後の復旧・新設工事による特需でより一層際立たせたと考えられる。また、復旧・新設工事の需要は一時的であるとの見方や、求人側が特需後の継続雇用が見込めないことを前提に経営しているとみられる。

以上の理由から、東日本大震災からの復旧・復興にかかる建設関係の進捗ペース改善を望むことは難しいであろう。こうした現実を直視しつつ、住宅再建の早期実現に向けて取るべき対策を実行すべきであろう。

参考文献

多田忠義 (2012) 「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～」

金融市場 2012年12月号 p34-37

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 2013年2月号 p18-25

参考 厚生労働省による職業分類 (2011年改訂)		
大分類	中分類 小分類	中分類の説明
技術的・専門的職業	建築・土木・測量技術者 建築技術者、土木技術者、測量技術者	建築、土木、または測量に関する専門的・科学的な知識と手段を応用して、建築物・土木施設の計画・設計・工事監理・技術指導・施工管理・検査などを行う技術的な仕事に従事するもの、および測量計画の作成、測量作業の指揮などを行う技術的な仕事に従事するものをいう。
	建設躯体工事の職業 型枠大工、とび工、鉄筋工	建設躯体工事における型枠の組立作業、とび(葺)の作業、鉄筋の組立作業をいう。
建設・採掘の職業	建設の職業 (建設躯体工事の職業を除く) 大工、ブロック積工、タイル張工、屋根ふき工、左官、畳工、配管工、内装工、防水工、その他の建設の職業	大工・ブロック積み・タイル張り・屋根ふき(葺)・壁塗り・畳の仕立て・配管・内装・防水の作業などの建設躯体工事の職業に含まれない建設の作業をいう。
	土木の職業 土木作業員、鉄道線路工事作業員、ダム・トンネル掘削作業員	建設現場・土木工事現場における土砂の掘削などの作業、道路舗装の作業、鉄道線路工事の作業、ダム・トンネルの建設工事における掘削の作業をいう。 ただし、建設機械の運転の作業(定置・建設機械運転の職業)を除く。

(資料) (独) 労働政策研究・研修機構「第4回改訂厚生労働省編職業分類 職業分類表 改訂の経緯とその内容」
http://www.jil.go.jp/institute/seika/shokugyo/bunrui/documents/shokugyo04.pdf (2013年5月13日最終確認)

分析レポート

国内経済金融

地銀・信金で導入が進む相続定期預金

寺林 暁良

はじめに

地方銀行・第二地方銀行（以下、地銀）や信用金庫（以下、信金）の間で、相続定期預金の導入が急速に進んでいる。相続定期預金（以下、相続定期）とは、遺産相続によって発生した資金を原資とした預け入れに対して金利上乗せを行う定期預金商品である。

本稿では、地銀・信金による相続定期の導入状況を示すとともに、その商品の特徴と期待される機能について分析する。なお、本稿にかかる調査は12年9月及び13年5月に行った各地銀・信金のインターネットホームページ検索をベースにしておき、導入機関数等について完全性を保証するものではないことに含み置きいただきたい。

相続定期預金の導入状況

相続定期は、10年6月にメガバンクA銀行が導入した「相続財産リレー定期」が先駆けであると思われる。地銀では、12年1月に相続定期を取扱う銀行がみられ始め、13年5月初めの現時点では、少なくとも地銀14行、信金21金庫、合計35機関が取扱う商品となっている

（図表1）。また、労働金庫やJAにも、取り扱う機関がみられる。

地域的な特徴をみると、相続定期を導入する地銀・信金のうち、22機関が三大都市圏に本店を置いている。金融機関の高齢者・相続関連商品・サービスは、都市部で実施率が高くなる傾向がみられる場合が多いが、相続定期も、都市部でより導入が進

んでいるといえそうである。

相続定期預金の商品性

次に、地銀・信金の相続定期について、預入期間や適用金利などの商品性を分析する（図表2）。

相続定期の対象は、相続による取得資金を原資とする個人で、ほとんどの場合は他金融機関で取得した相続資金も対象にしている。また、相続によって取得した不動産や有価証券等の換金代金も対象になる場合も多い。

相続定期の預入期間には、3ヶ月物、6ヶ月物、1年物、3年物の5年物の5種類がみられ、各機関では、このうちの何種類かが取り扱われる場合が多い。取扱いが比較的多いのは6ヶ月物（17機関）と1年物（21機関）で、3年物（7機関）や5年物（6機関）の長期は比較的小さい。また、満期後はスーパー定期預金や大口定期預金に自動継続される場合が多い。

一方、相続定期の金利上乗せ幅は、1年物の中央値で+0.2%ポイントとなっている。全国の銀行のスーパー定期1年物の金利が0.025%程度であることと比較

図表1 相続定期預金を取扱う
地銀・信金数の推移



（資料）地銀・信金のホームページより作成。2013年5月2日調べ。

**図表2 地銀・信金の相統定期預金の
預入期間及び金利上乗せ幅**

預入期間	件数 (機関)	金利上乗せ幅 (%ポイント)
3ヶ月物	11	+0.5 (+0.25～+1.0)
6ヶ月物	18	+0.5 (+0.1～+1.0)
1年物	21	+0.2 (+0.1～+0.6)
3年物	7	+0.23 (+0.15～+0.3)
5年物	6	+0.275 (+0.22～+0.35)

(資料) 地銀・信金のホームページより作成。

(注) 35機関中。金利上乗せ幅は、中央値 (最小値～最大値) を示す。

すると、上乗せ幅は決して小さくない。

相統定期預金への期待

では、地銀・信金が相統定期を導入する狙いはどこにあるのだろうか。一般的に地域金融機関が相統関連商品・サービスを投入する狙いは、富裕層・準富裕層顧客との取引を深化・継続し、これらの顧客の資産が相統に伴って流出することを防止することにある。

相統定期も、富裕層・準富裕層顧客を主な対象とした商品であり、相統資金の流出防止が主な目的である。日本では、地方から都市部への人口移動が顕著であり、相統がもたらす個人資産の移動も、地方から流出し、都市部へ流入するという傾向がみられる。そのため、特に人口(資産)流出が進む地方の地域金融機関にとっては、少しでも相統資金の歩留まり率の上昇に寄与することが、相統定期に期待される役割である。

一方、人口(資産)流入が進む都市部では、相統資金の流出防止だけではなく、地域内の競合金融機関から相統資金の獲得や、地方から流入する相統資金の獲得にも寄与する可能性がある。先述のように、相統定期は都市部の地銀・信金で比

較的導入が進んでいるが、こうした金融機関にとって、相統定期は預金増強のツールとして大きな期待がかけられる。

また、資産運用ニーズを即時に捉えることも、相統定期に期待される役割である。相統資金は、相続人にとって突然手に入る大きな資金であり、運用方法をすぐには決めかねることも多い。相統資金は、こうした資産の一時的な受け皿として、資産運用ニーズの高い顧客の獲得・囲い込みに寄与しうるとともに、資産運用専担者等にトスアップすることによって、金融商品のクロスセルを進めることにもつながりうる。

実際、地銀の相統定期の中には、預入期間中に資産運用専担者が顧客宅に訪問し、資産運用相談を行うサービスを付帯するものも見受けられる。

おわりに

遺産相続による資金の流動化が顕著になるなか、相統資産の流出防止や流入資産の獲得、資産運用コンサルティングへのトスアップなどの様々な効果が期待できる相統定期には、今後も注目が集まるだろう。

ただし、相統定期の導入が本格化したのは各地銀・信金ともに最近のことであり、実際に上記のような効果をあげているのかについては、今後の検証が必要である。

また、当然のことながら、相統定期の導入のみによって、相統による資金流出防止に十分な効果を上げるわけではないだろう。今後は、他の相統関連サービスとも比較しながら、相統定期の役割や推進方針を明確にしていくことも重要だと思われる。

連載

物価 古今東西 第3回

フィリップス・カーブ

～名目賃金上昇率と失業率のトレード・オフ～

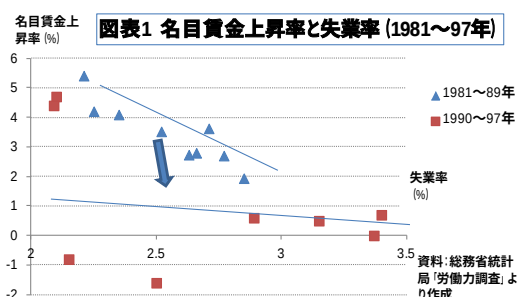
竹光 大士

失業率、名目賃金の下方硬直性

フィリップス・カーブは本来、名目賃金上昇率と失業率に逆相関（トレード・オフ）の関係があることを経験的に示したものである。山本・黒田(2003)によれば、労働市場の価格調整メカニズムが機能していれば需給悪化によって生じている失業は実質賃金の低下によって解消されるはずである。しかし、名目賃金の下方硬直性がある場合、これらのメカニズムが働かなくなると考えられている。これがもたらす悪影響は、デフレが進行する状況では企業は賃金調整ができず、実質賃金が上昇してしまうことである。その場合、雇用調整（一時帰休、解雇等）で対応せざるを得なくなる。その結果、フィリップス・カーブがフラット化するとの見方も可能である。

直近のトレンド

1981～96年の名目賃金上昇率と失業率を表した図表1はバブル崩壊後の名目賃金上昇率と失業率が1980年代からフラット化した様子を示している。2003～12年のデータでは、逆相関を描くのが難しくなり、名目賃金上昇率とあまり関係なく失業率が上昇したという状態を示している。なお、09年に大きな名目賃金の下

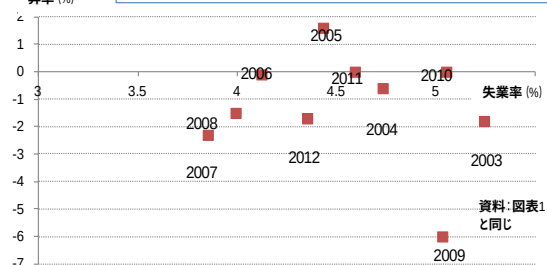


落はリーマンショックの影響と考えられる。

政策とその影響

日本の物価連動債は流動性が低く期待インフレを計測するのに適さないと言われているが、参考までに紹介するとブレイク・イーブン・インフレ率（利付国債利回り－物価連動債利回り、残存年限は同じ）は足元1%台後半まで上昇してきた。日銀は4月から期待インフレに働きかける政策を実施しているが、これが成功すれば、2%前後での安定的な物価上昇が実現することになる。それを達成するには①景気改善によるフィリップス曲線上のシフト（失業率の低下とインフレ率上昇）に加え、②期待インフレの押し上げによるフィリップス曲線そのものの上方シフトが必要である。これらが15年近く続いてきたデフレ脱却に不可欠とされている。

図表2 名目賃金上昇率と失業率（2003～12年）



<参考文献>

山本勲・黒田祥子（2003）「名目賃金の下方硬直性が失業率に与える影響－マクロ・モデルのシミュレーションによる検証－」、日本銀行金融研究所

連 載

新興国ウォッチ！ <第 13 回>

中所得国の罅(1)

多田 忠義

中所得国の罅とは

中所得国の罅（Middle-Income Trap）は近年注目されつつある考え方で、この概念が活発に議論され始めたのは、2000年代以降である。近年では多くの学術研究に加え、世界銀行やアジア開発銀行などの調査レポート等でも詳細に議論されている。荻込（2011）を参考にコンセンサスを得られている「中所得国の罅」をまとめると、資本蓄積により低所得国から中所得国へ発展を遂げたものの、これまでの発展パターンとは異なる生産性（体制）や技術進歩、政策などを実現しなければ、成長はいずれ停滞すること、といえる。

そこで今回は、「中所得国」と「罅」のそれぞれについて概念を整理し、着目すべきポイントを整理していく。

「中所得国」の定義

まず「中所得国」の定義についてである。これは国民一人当たりの所得を基準に、ある所得の範囲に収まる国を中所得国と認定するものである。一人当たり GNI（米ドル）で所得階層を分類する方法が一般的で、世界銀行が公表する分類を採用することが多い（図表 1）。

図表 1 中所得国の定義（世界銀行）

	1人あたり GNI (2011)
下位中所得国	1,005～4,035 ドル
上位中所得国	4,036～12,275 ドル

（注）世界銀行アトラス法による値

ただし、国によって物価水準が異なるほか、時系列で比較しようとする物価上

昇率を調整する必要があることから、購買力平価（PPP）に基づく一人当たり実質 GDP（米ドル換算）で比較した方がよく、Felipe(2012)が取りまとめたアジア開発銀行のワーキングペーパーでは独自に再計算し掲載している（図表 2）。

図表 2 中所得国の定義（ADB）

	1人あたり GDP (1990 年基準)
下位中所得国	2,000 ドル以上 7,250 ドル未満
上位中所得国	7,250 ドル以上 11,750 ドル未満

（資料）Felipe (2012)

（注）掲載の値は購買力平価（PPP）である。

「罅」の定義

次に「罅」の定義についてである。経済成長の過程で、ある国・地域は低所得層から中所得層へ移行するも、様々な社会経済的制約から高所得国へ移行しにくい。こうした状況が何年間続けば中所得国の罅に当てはまるかといえるかを議論することで、「罅」の意味を捉える。

図表 2 に示した値は一人当たり実質 GDP（PPP）であるため、時系列で比較可能である。Felipe (2012) では、図表 2 の基準を用いてどの所得階層に何年所属したかを計算し、下位中所得国に 28 年以上、上位中所得国に 14 年以上所属すれば「罅」に陥ったと認定している。

参考文献

荻込俊二（2011）『「中所得の罅」に関する論点整理』『社学研論集』（17）p264-270.

Felipe, J. (2012) “Tracking the Middle-Income Trap: *What is It, Who is in It, and Why?* Part 1” *ADB Economics Working Paper Series*. 306, Asian Development Bank.