

## 資本と労働の均衡ある分配

代表取締役専務 岡山 信夫

4～6月期の実質 GDP は前期比年率 2.6%と3 四半期連続のプラス成長となった。アベノミクスの第一の矢（大胆な金融緩和）、第二の矢（機動的な財政政策）、に加え 14 年度からの消費税増税を睨んだ消費行動により需要の前倒しが発生しており、想定されたとおりの軌道をたどっていることができる。

しかし、過去の金融緩和や積極財政政策が需要の前倒しによる一時的な景況感の改善にとどまり（局面によってはバブル発生を助長）、持続的な成長につながらなかったことを勘案すると、どのようにして足下の勢いを健全な経済の拡大につなげることができるかが、最大の課題であることに疑いはない。

アベノミクスが目指す「マクロ経済の姿」は、①中長期的に 2%以上の労働生産性の向上と物価上昇を上回る賃金上昇、②名目 GDP 成長率 3%程度、実質成長率 2%程度（2010 年代後半にはより高い成長を見込む）、その下で名目国民総所得（GNI）の年率 3%超の増加により 10 年後には 1人あたり GNI を 150 万円以上増加させる、というものである。第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略～日本再興戦略～）がその的を射るにふさわしいものかどうか問われる。

ポイントは物価上昇を上回る賃金上昇を実現することができるかどうかであるが、成長戦略のベースとなった産業競争力会議での議論は資本優先に傾斜し、賃金上昇を実現するための具体的プロセスが示されているとは言い難い。民間給与実態統計調査（国税庁）によれば、97 年に 467 万円だった民間平均給与は、その後減少をたどり、11 年には 409 万円となったが、その要因として見逃せないのが、就業構造の変化である。

7 月 12 日に公表された平成 24 年度就業構造基本調査結果（総務省）によると、97 年に 24.6%（男 11.1%、女 44.0%）だった「非正規の職員・従業員」の割合は 12 年に 38.2%（男 22.1%、女 57.5%）にまで上昇している。この間に実行された小泉構造改革による派遣労働の緩和（製造業派遣解禁）が、非正規労働の拡大につながったとみられる。また、同調査により、過去 5 年間（07 年～12 年）の転職就業者 10,534 千人（転職前正規 5,026 千人、非正規 5,508 千人）について見ると、転職によって正規は 4,333 千人に減少し、非正規が 6,201 千人に増加している。

日本再興戦略を雇用の視点で見ると、再興プランの 2 番目に「雇用制度改革・人材力の強化」が掲げられており、その具体策として「行き過ぎた雇用維持型から労働移動支援型への政策転換」を挙げ、「転職入職率を 9%とすることを目標とする」（11 年実績は 7.4%）とし、また「多様な働き方の実現」の一環で企画業務型裁量労働制など「労働時間法制の見直し」に着手するとしている。転職入職率の増加は、さきに見たように非正規労働の増加につながり、労働時間法制の見直しも、総賃金の圧縮につながるものと考えられ、賃金上昇をサポートするものにはなるまい。

物価上昇を上回る賃金上昇が実現できなければ、家計の実質所得は減少し、さらなる格差拡大と社会の分裂につながるだろう。二層化した就業構造を是正し、資本と労働の均衡ある分配を実現することに最優先で取り組むべきである。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 回復傾向を強める国内景気

### ～注目を集める消費税増税の最終判断～

南 武志

#### 要旨

2013 年上期は年率 3%超の経済成長率となるなど、国内景気は着実に回復している。企業設備投資はまだ軟調だが、先行き持ち直しに転じる可能性を示す動きも散見される。新興国経済への懸念は燻っているものの、13 年度内は内外需の両輪揃った経済成長が実現するだろう。また、物価についても、円安効果や需給改善などによって下落圧力が解消しつつある。13 年度末にかけて物価上昇率は徐々に高まると見る。

こうした中、14 年 4 月に予定通り消費税増税を実施すべきかどうかの最終判断への注目度が高まっている。足元までの景気回復によって増税の条件はクリアされたとの見方が有力だが、一方で増税した場合には景気の足踏みが想定されるほか、早期のデフレ脱却にとっても障害となることが予想され、今後の日本経済の行方を左右するものと思われる。

なお、足元の金融資本市場では、米国の金融緩和の行方を巡る思惑が強まっており、9 月には正常化に向けた動きが始まるといった可能性を織り込みつつある。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年			2014年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.080	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2280	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 (%)	0.750	0.60~0.95	0.65~1.00	0.70~1.05	0.70~1.05
	5年債 (%)	0.290	0.20~0.40	0.20~0.45	0.25~0.50	0.25~0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	98.2	95~103	98~108	100~110	100~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.1	125~140	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	13,365	14,750±1,000	15,750±1,000	15,000±1,000	14,500±1,000	

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

(注)実績は2013年8月22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

前期比年率 2.6%となった 4~6 月期 GDP (第 1 次速報) に見るように、2013 年に入ってからの国内景気は堅調な推移を続けている。この高めの成長を牽引したのは民間消費 (同 3.1%)、公的需要 (同 4.2%)、輸出等 (12.5%) であったが、一方で民間企業設備投資は同▲0.4%の微減とはいえ 6 四半期連続のマイナスとなるなど、アベノミクス効果が企業部門

にまで十分に波及しているわけではないことも確認できた。しかし、先行指標とされる機械受注 (船舶・電力を除く民需) は 4~6 月期に前期比 6.8%と、5 四半期ぶりの増加に転じており、底入れに向けた動きも始まりつつあるといえるだろう。

さて、今回の GDP 統計は 14 年 4 月に予定される消費税増税の最終判断にとっての材料の一つと目されたことから、大きな注目を集めていた。事前の市場予想を

下回ったとはいえ、年率 2%台という潜在成長率を上回るなかなかの数字であったことは正当に評価すべきであろう。民間在庫投資を除く系列では同 3.5%と高成長を達成しているほか、第 2 次速報で上方修正されれば同 3%台に乗る可能性があることなどを考慮し、予定通り増税することの条件はクリアしたとの意見が多いようだ。

とはいえ、消費税増税による景気への悪影響も無視できない。1997 年の橋本行財政改革、最近の欧州債務危機からの教訓である「低成長下での財政健全化はうまくいかない」ということは重く受け止めるべきだろう。安倍首相は今秋の臨時国会前までに最終判断を下すとされているが、14 年度の経済・物価情勢、さらにはデフレ脱却の時期は消費税の行方に大きく左右されることになるだろう。

さて、景気の先行きに関しては、13 年度末にかけて堅調な推移を続ける可能性が高いと思われる。海外経済については、新興国において米国の量的緩和策第 3 弾 (QE3) の規模縮小が始まった場合の悪影響が懸念されるものの、大きな混乱にはならないと想定、むしろ米国経済の堅調さによってそうした懸念を相殺できると予想した。また、円安との相乗効果も期待され、輸出は徐々に回復傾向を強められると思われる。さらに公的支出による下支えや消費税増税前の駆け込み需要などで、年度下期にかけて成長率が加速していくだろう。ただし、増税後はその反動が出るのは避けられず、14 年度上期にかけて国内景気が足踏みする可能性は否めない。

一方、物価については、円安に伴う輸入品・エネルギーの値上がりに加え、堅調な消費によって需給バランスが改善し

てきたこともあり、下落圧力が弱まってきた。実際、6 月の全国消費者物価 (除く生鮮食品、以下コア CPI) は前年比 0.4%と、14 ヶ月ぶりの上昇に転じている。基本的にエネルギーの価格上昇の影響が大きいですが、食料・エネルギー以外の分野でも下落圧力が緩和する動きも見られる (食料 (除く酒類)・エネルギーを除く総合では同▲0.2%へ下落幅縮小)。

先行きは、景気回復やエネルギー価格の持続的上昇などで、物価上昇率は 13 年度末にかけて 1%前後まで高まるだろう。しかし、14 年 4 月に予定通り消費税増税が実施された後の国内景気は足踏みすることから、物価上昇圧力が一旦解消することになると予想する。

## 金融政策:現状と見通し

13 年 4 月、黒田新総裁が就任した初回の金融政策決定会合において、日本銀行はマネタリー・ベースを 2 年で約 2 倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和 (以下、異次元緩和)」の導入を決定した。その後は、黒田総裁が「デフレ脱却に必要な政策はすべて盛り込んだ」、「政策の逐次投入はやらない」と発言した通り、政策効果の見極めに注力しており、政策変更は見送られている。

異次元緩和の導入以降、ボラタイルな動きが続いてきた長期金利についても、QE3 の規模縮小を巡る内外金融市場の動揺をこなしつつ、全般的に落ち着きつつあり、足元ではじわじわと低下する動きとなっている。日銀はこれまで国債買入れオペの弾力化 (回数を増やし、1 回当たりの規模を縮小など) などを通じて長期金利の過度な変動抑制に努めてきたが、そうした効果が浸透しているといえるだ

ろう。今後再びボラティリティが高まれば、必要に応じて何らかの対策を講じる可能性はあると思われる。

4月の「展望レポート」、7月の同レポート中間評価に見るように、日銀では消費税増税はデフレ脱却や経済成長を阻害せず、15年度には2%程度まで物価上昇率が高まるとの見通しを示すなど、2年程度で物価安定目標を達成する姿勢は全く変わっていない。

先行きの金融政策に関しては、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。ただし、前述のとおり、予定通りに消費税増税を実施した場合、日銀の予想とは異なり、景気が足踏みし、物価上昇率2%達成への道が一旦途切れるものと思われ、追加策を検討・実施することになるとと思われる。その際には、毎月の市場発行額の約7割に相当する長期国債を購入していることもあり、追加的に国債を購入する余地は乏しいと思われ、リスク資産の買い増しや超過準備に対する付利撤廃などが検討されるだろう。

## 金融市場:現状・見通し・注目点

米国経済の回復を受けて、QE3の規模縮小を巡る思惑が浮上、内外の金融資本市場の主要テーマとなっている。最近では9月のFOMCで規模縮小が決定されるとの見方が強まっており、足元ではそれを織り込む動きが続いている。

以下、長期金利、株価、為替レポートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

異次元緩和の導入決定直後まで

は長期金利（新発10年物国債利回り）は一時0.315%といった史上最低水準を更新するなど低下圧力が高まったが、導入後は逆に水準を切り上げ、なおかつ乱高下を繰り返すといった展開が長く続いた。これに対し、日銀は国債買入れオペなどを弾力化することで過度な変動を抑制しようとしたが、なかなか沈静化することができなかった。

しかし、JGB市場参加者の大多数は国内機関投資家であり、彼らが直面している預貯金や保険料収入の増加ペースなどに比べて、貸出の増加ペースが高まっているわけでもなく、かつリスク管理等との関係からリスク資産にシフトするようなポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとも考えづらい。いずれ、彼らの資金の多くはJGB市場に戻って来ざるをえないと思われていたが、実際に7月以降は長期金利の変動幅は縮小、金利水準もやや低下し、足元では0.7%台での推移となっている。

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続けると思われるが、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を一定程度緩和すると見られる。また、目先は一段と低下する場面もあり



うる。当面の長期金利は概ね 1%以下の水準で推移すると予想する。

## ② 株式市場

アベノミクスへの期待感から円高修正・株価持ち直しの動きが強まり、12年秋まで概ね 8,000 円台後半で推移していた日経平均株価は、米FRBによるQE3継続下で堅調な推移を続けた米国株価に牽引されたこともあり、13年5月下旬には一時 1万6,000 円に迫る勢いを見せた。

その後、5月下旬にQE3縮小への思惑が急浮上し、それに伴う新興国の変調の可能性など海外経済に対する不安感が台頭したことなどによって、内外の株式市場は急落、日経平均は一時 1万2,000 円台半ばまで下落した。その調整も6月末までには終了し、一旦持ち直したものの、その後も頭打ち気味で推移している。なお、QE3が規模縮小されたとしても、当面は米国での金融緩和状態が保たれること、また規模縮小が金融引締めを必ずしも意味しないこと、さらに米雇用情勢などが確実に改善しており、それに耐えうるだけの体力が米国経済に備わっているとの判断の下でQE3の規模縮小が実施されること等を踏まえれば、株価の持ち直し基調を変調させることはないだろう。

当面は、QE3の規模縮小やそれを左右する米経済指標の動向、さらにはQE3規

模縮小による新興国経済の先行き観測を巡って神経質な展開も予想されるが、国内に目を転じれば、アベノミクス「3本の矢」の着実な実行や円安定着などは、国内経済や企業業績の改善につながることから、株価も基本的に上昇傾向を維持するものと思われる。

## ③ 外国為替市場

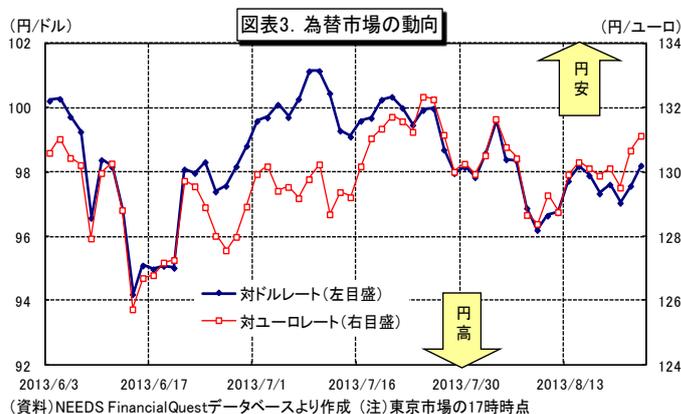
繰り返しになるが、12年11月中旬以降、アベノミクスへの期待感や継続的な貿易赤字発生もあり、円高修正が本格化、1ドル=80円割れが定着しつつあった対ドルレートは、5月中旬には4年1ヶ月ぶりに100円台へ、対ユーロでも11月中旬の100円前半から同じく130円台まで円安が進んだ。しかし、5月下旬には、QE3の早期縮小を巡る思惑が浮上してリスクオフが強まり、為替レートは対ドルで94円前後、対ユーロで125円前後まで円高方向に戻した。

その後、市場参加者がQE3の規模縮小の可能性を織り込んだ上で、米経済指標の改善を素直に評価し始めたこと、さらにはバーナンキ議長が金融緩和を当面継続することの必要性を強調したこともあり、一段の円高は阻止された。6月下旬以降は概ね90円台後半で推移している。

先行きは、緩やかな円安傾向が継続すると思われる。なお、9月にもQE3の規

模縮小が着手される可能性もあり、それによって基本的には円安圧力が強まると見られるものの、万一新興国経済等へ悪影響を与えるとの観測が高まることがあれば、リスクオフの流れが強まり、一時的に円高方向に振れることもあるだろう。

(2013.8.22 現在)



## 情勢判断

### 海外経済金融

## 回復基調が強まる米国経済

木村 俊文

### 要旨

米国では 8 月に入り、雇用や消費、住宅関連などで底堅さを示す経済指標の発表が続き、景気回復期待が高まった。こうしたことから金融市場では、米政策当局(FRB)による量的緩和政策の転換時期が近いとの思惑が強まり、株安・金利上昇の流れが強まった。

### 経済指標は底強い動き

最近発表された米経済指標は、総じて底強い動きを示している。まず、雇用関連では、7月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差 16.2 万人増と引き続き改善傾向が示されたほか、失業率が 7.4% と前月(7.6%)から 0.2 ポイント低下し 08 年 12 月以来の低水準となった。また、新規失業保険週間申請件数は、8 月第 2 週に基調を示す 4 週移動平均が 33.2 万件(前週は 33.6 万件)と 07 年 11 月以来の低水準となり、雇用回復が強まっていることが示唆された。

個人消費は、7月の小売売上高が前月比 0.2% と 4 ヶ月連続で増加し、堅調に推移している。7月は自動車関連が全体を押し下げたものの、変動の大きい自動車・ガソリン・建材を除くコア売上高は 0.5% と 12 年 12 月以来 7 ヶ月ぶりの大幅な伸びとなった。

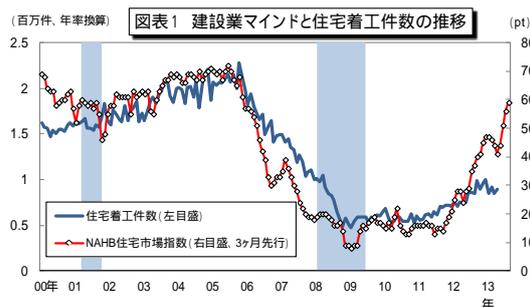
ただし、8月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、先行きの金利

上昇への警戒感や株安を背景に楽観的な見方がやや後退したことから 80.0 と前月(85.1)から低下した。依然として約 6 年ぶりの高水準にあるとはいえ、マインド悪化を受けて消費が抑制される可能性もあり、留意が必要だろう。

住宅関連では、7月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が 89.6 万件と前月(84.6 万件)を上回ったほか、先行指標となる着工許可件数も 94.3 万件と前月(91.8 万件)から増加し、いずれも前月の一時的な落ち込みから回復した。また、建設業者の景況感を示す 8 月の NAHB 住宅市場指数は 59 と改善が続いている(図表 1)、長期金利上昇を受け住宅ローン金利に上昇圧力がかかるものの、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇を背景に今後も住宅市場は回復傾向が続くと見られる。

企業部門では、7月の鉱工業生産が前月比横ばいとなった。7月は公益事業(電気・ガス)が 4 ヶ月連続でマイナスとなったほか、自動車生産が前月の反動もあり 3 ヶ月ぶりに減少したことから製造業が落ち込んだ。

しかし、7月の ISM 製造業指数が 55.4 と前月(50.9)から上昇し、内訳では生産 65.0(前月差 11.6)および新規受注 58.3(同 6.4)が上昇したことに加え、在庫 47(同 3.5)も低下したことから、



生産活動が今後拡大する可能性が高い。

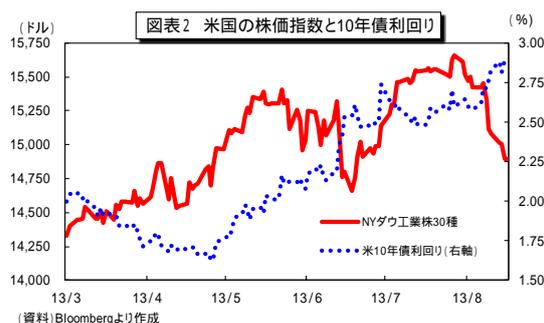
また、6月の耐久財受注では、民間設備投資の先行指標とされる航空機を除く非国防資本財受注が前月比0.7%と事前予想(0.5%)を上回り、4ヶ月連続で増加した。米景気回復や海外経済の持ち直し期待などを背景に先行指標が増加傾向を示していることから、先行き設備投資は増勢を強めると見られる。

なお、6月の貿易赤字額は、輸入が2.5%減少した一方、輸出が前月比2.2%と増加したことから342億ドルと3ヶ月ぶりに縮小した。6月の純輸出(=輸出-輸入)が改善したことを受けて、4~6期のGDP成長率は改定値で上方修正される可能性がある。

### 強まるQE3の縮小観測

連邦準備制度理事会(FRB)は、7月30日~31日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、景気拡大に関する表現をそれまでの「緩やかに(moderate)」から「緩慢に(modest)」とやや下方修正し、事実上のゼロ金利政策など現行の金融政策を据え置いた。ただし、住宅ローン担保証券(MBS)と長期国債を月額合計850億ドル買い入れる量的緩和第3弾(QE3)については、米経済の回復期待を背景に縮小時期が近づいているとの見方が強まっている。

こうしたなか、8月21日に公表された



同会合の議事要旨では、FRBの見通しどおり景気が改善することを前提に、QE3の13年内縮小開始と14年半ばの終了をほぼ全員一致で確認したものの、数人のメンバーはQE3の縮小開始を決める前に経済に関するより多くの情報を評価すべきとして慎重な立場を示したことが判明した。

今回公表された議事要旨からはQE3縮小時期がいつになるかの手掛かりは示されなかったが、市場では議事要旨公表後も次回9月の会合でFRBがQE3縮小に動くとの観測が根強いままである。

### 長期金利が2年ぶりの高水準

長期金利は、4~6月期の実質GDPのほか、7月の小売売上高や週間の新規失業保険申請件数などが改善したことを受けて景気回復期待が高まり、FRBが9月にQE3縮小を決定するとの見方を背景に上昇傾向が続いた。10年債利回りは、FOMC議事要旨が公表された8月21日に2.89%と11年7月下旬以来約2年ぶりの高水準となった(図表2)。先行きも景気回復期待やQE3縮小観測を背景に上昇圧力の強い展開が想定される。

一方、株式相場は上値の重い展開となった。ダウ工業株30種平均は8月初旬に15,600ドル台と史上最高値を更新したが、その後は好調さを示す経済指標が目立ったことでQE3縮小が近いとの見方が強まり、8月21日には約1ヶ月半ぶりに15,000ドル台を割り込んだ。先行きは8月の雇用統計の発表やFOMC会合(9月17~18日)を控え、やや調整色の強い展開が想定されるものの、基調としては景気回復期待から上昇トレンドを維持すると予想される。(13.8.22現在)

## 情勢判断

### 海外経済金融

## ユーロ圏の焦点はソブリンリスクからバンクリスクへ

～ 景気低迷要因であるとともに市場波乱要因にも ～

山口 勝義

#### 要旨

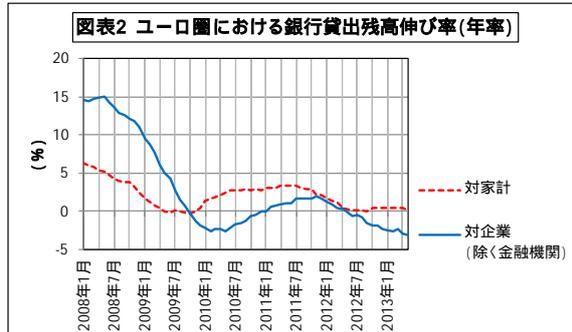
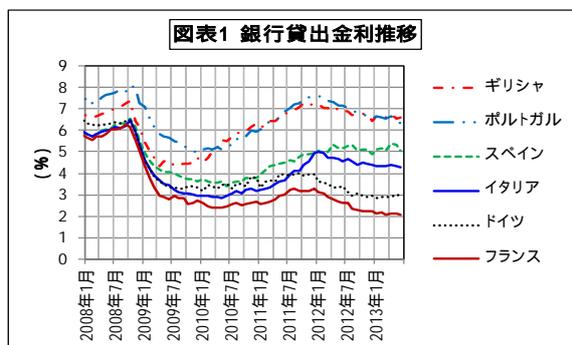
ユーロ圏では景気の低迷が長く継続している。その要因のひとつは金融機能の低下にあるが、今後の情勢によってはこれが市場の波乱要因に拡大する可能性もある。また、銀行を巡る不透明な材料も多い。このためバンクリスクの動向には一層の注意が必要となっている。

#### はじめに

ユーロ圏の国債市場では、概して落ち着いた動きが続いている。この市場の安定には、昨年以降の欧州安定メカニズム（ESM）の構築、欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債購入策（OMT）の導入、財政ガバナンスの改革、銀行同盟に向けた取組みの具体化に加え、財政悪化国の経常収支の改善などの様々な要因が複合して働いているものと考えられる。

しかし一方で経済情勢に目を転じれば、ユーロ圏では景気の低迷が長く継続している。市場の圧力が低下するなか、5月には欧州委員会はフランスやスペインを含む6ヶ国に対し財政赤字目標達成期限の1～2年間の延長を認める措置をとったが、この期間中にも緊縮財政は継続し引続き内需を抑制する要因となる。また、経済の構造改革の効果発現までには時間を要するほか、脆弱な金融機能も障害となるため、実体経済は当面は底打ちを探る弱い展開が続くものと考えられる。

このうち金融機能について見れば、加盟国間での貸出金利の格差拡大（図表1）や銀行の貸出残高の減少傾向（図表2）に示されているように、ユーロ圏ではECBによる緩和政策の伝達経路が十全に機能しているとは言えず、その効果浸透が妨



(資料) 図表1、2は、いずれもECBのデータから農中総研作成。

(注) 図表1は、期間1年以内、金額1百万ユーロ以内の企業向け新規の貸出に適用される金利を示している。

げられている状況にある。

こうした金融機能の低下は経済回復への大きな重石になるばかりか、今後の情勢によっては市場の波乱要因に拡大する可能性もある。このため、ユーロ圏では、これまで様々な対策が進められてきた国家財政に関するリスク（ソブリンリスク）以上に、今では銀行を取り巻くリスク（バンクリスク）を巡る動向に一層の注意が必要となっている。

## 景気低迷要因としての金融機能の低下

以上の金融機能の低下の主要な要因としては、次の点が考えられる。

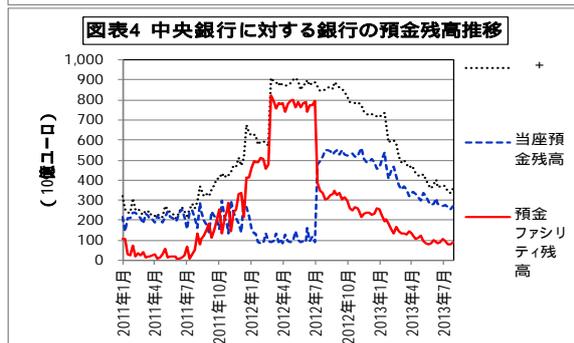
第1点としては、いわゆる周辺国の銀行を中心としたファンディング難の継続である。これは、銀行の貸出金利を高止まりさせる要因として働いているものと考えられる。

ECBは2011年12月および12年2月の2回に渡り上限を定めない期間約3年の長期リファイナンスオペ(LTRO)を実施し、銀行に潤沢な資金を供給した。しかし、LTROの残高はその後減少したものの、依然としてファンディングを中央銀行の資金に依存する銀行が多数存在することを窺わせる水準に留まっている(図表3)。

なお、ECBは12年7月、預金ファシリティ金利をゼロ%に引き下げた。これに伴い、預金ファシリティ残高にもともと付利のない当座預金残高を加えた額は徐々に減少しつつあるが(図表4)、この際、中央銀行預金の減少額がLTRO残高の減少額を上回っているため、両者の差額の一部は銀行間を含む与信に振り向けられている可能性もある。しかしながら、後に見るように国境を越えた周辺国に対する銀行与信残高の減少が現れているため(図表5)、現実には厳格な与信先の選別が行われているものと考えられる。

第2点としては、銀行の資本不足に伴うリスクテイクの抑制の可能性である。特に周辺国においては、景気低迷の継続に伴い銀行の収益環境は悪化するとともに不良債権比率が上昇傾向にあり<sup>(注1)</sup>、また先行きの規制強化への対策から、銀行が資産の売却を含めリスクテイクの抑制姿勢を強めていることが考えられる。

一方、こうした金融機能の低下への対



(資料) 図表3、4は、いずれもECBのデータから農中総研作成。

策としては、ユーロ圏ではこれを重大な課題とは認識しながらも、有効な具体策を打ち出すには至っていない。

ECBは7月に資金供給オペの担保として受け入れる資産担保証券(ABS)の基準の緩和を発表したが、通貨価値の安定を主要なミッションとするECBが、さらに中小企業向け融資を束ねたABSの買取りや、英国銀行(中銀、BOE)と同財務省とによる貸出原資の調達支援スキーム(FLS)に類する仕組みの導入にまで踏み込むことは困難と考えられる。こうしたなか、ユーロ圏では、別途、欧州開発銀行(EIB)やドイツ復興金融公庫(KfW)等を通じた周辺国の企業への資金供給の拡充に取り組むに止まっている。また他方で、銀行同盟への取組みも依然途上にある。

このように、その改善は困難な課題であるため、脆弱な金融機能が今後ともユーロ圏の経済回復の主要な阻害要因となる可能性が高いものと考えられる。

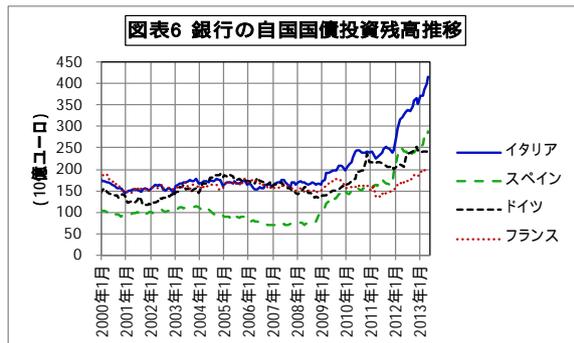
## 国債投資の増加と市場波乱のリスク

以上に見たように、ユーロ圏では銀行による対企業や対家計、あるいは銀行間での与信活動の停滞が生じているが、このほか、銀行による投融资の最近の特徴としては次の点を指摘することができる。

まず、ユーロ圏における GDP 規模上位 4ヶ国について海外与信残高の動向を確認すれば、フランスの銀行による対イタリア与信の増加等の一部の例外を除けば、周辺国に対する与信残高は減少していることがわかる（図表 5）。この残高減少はユーロ圏の財政危機への対処の過程での周辺国リスクの削減の結果とみられるが、これは金融市場の分断化（fragmentation）を生じ、資金の流れを滞らせることで、ユーロ圏における金融機能低下の第 3 の要因ともなっている。

この反面、特徴的な動向として、銀行による自国国債投資残高の着実な増加が一部に現れている（図表 6）。同じ 4ヶ国について見れば、特にイタリアとスペインにおいてその傾向が顕著となっている。

これは前述の金融機能の低下のひとつの結果の現れと考えられるが、こうした実態はかつてのギリシャ国債の利回り上昇を原因とするギリシャやキプロスの銀行の財務の大幅毀損と同様のリスクの高まりを意味している。



（資料）ECB のデータから農中総研作成。

現実には、現在のところ小康を保っているユーロ圏の国債市場が今後も安定を維持するとは限らない。例えば銀行同盟への取組みについては、統一した破綻処理基金の導入等について今後の調整は難航が予想される。個別国のレベルでも、社会不安の発生や政治情勢の不安定化、また、これに伴う諸改革遅延の可能性は小さくはない。これらはいずれもユーロ圏で長期金利を上昇させ、銀行財務を悪化させる要因となり得るものである。

加えて、6月にはESMによる銀行への直接的な資本注入の枠組みが合意されたが、必ずしも万全な態勢とは言えない（注2）。イタリアやスペインなどGDP規模上位国において銀行財務の悪化が進んだ場合には、これらのリスク対処のための仕組みの実効性に対する市場の疑念を強めることにもなりかねず、ユーロ圏横断的な市場波乱につながる可能性も否定はできない。

図表5 銀行の海外に対する与信残高

（単位：10億米ドル）

与信先	ドイツの銀行			フランスの銀行			イタリアの銀行			スペインの銀行		
	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異
ドイツ	-	-	-	213.1	198.7	14.5	249.5	239.0	10.5	56.0	56.6	0.6
フランス	191.3	192.3	1.0	-	-	-	35.2	42.2	7.0	38.9	36.6	2.3
イタリア	128.6	125.9	2.7	321.7	341.5	19.8	-	-	-	32.4	28.8	3.6
スペイン	134.8	124.5	10.3	111.0	101.7	9.3	25.4	20.7	4.7	-	-	-
ギリシャ	6.1	5.2	0.9	38.5	3.3	35.2	1.7	0.7	1.0	0.9	0.7	0.2
アイルランド	90.3	78.1	12.2	23.6	38.2	14.6	14.3	9.6	4.7	7.8	5.5	2.3
ポルトガル	26.2	21.2	5.0	19.7	15.9	3.8	3.0	1.7	1.3	74.5	67.9	6.6
小計	577.3	547.3	30.0	727.7	699.3	28.4	329.0	313.9	15.1	210.4	196.0	14.4
欧州その他	1,015.1	1,020.3	5.2	793.2	845.9	52.7	243.0	236.8	6.1	459.8	446.1	13.7
欧州合計	1,592.4	1,567.6	24.8	1,520.9	1,545.2	24.3	571.9	550.7	21.2	670.2	642.0	28.2

（資料）BIS（July 2012, July 2013）“Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics”から農中総研作成。

（注）13年3月末時点での米ドル・ユーロの換算レート（市場実勢値）を基準に、12年3月末時点での米ドル建て残高を補正した。

## おわりに

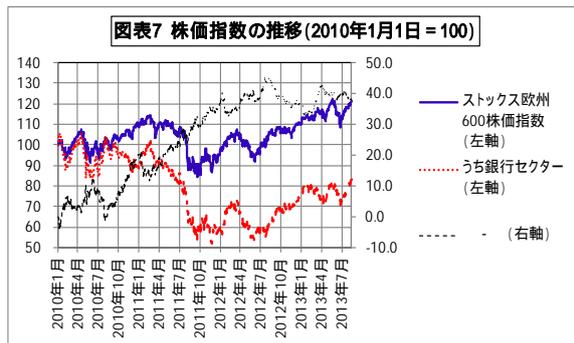
ユーロ圏では、主として 国家財政の問題、銀行の問題、経済の問題が相互に関連し合い、全体として危機からの脱却への道筋を見えにくくしているが、このうち特に に関連するリスクの実態は把握し難く、不透明な要素が多い。このため、この点からも銀行を取り巻くリスクの動向には注意が必要と考えられる。

なかでも、当該銀行の経営者や監督当局などの当事者を除いてはその実態把握が困難であるため、リスク評価モデルの適切性を含め銀行財務の真の健全性については不透明感が強い。

また、金融危機後の規制強化の動きも銀行にかかる不透明感を高める要因となっている。これは資本や流動性にかかる規制の他にもトレーディング業務の分離、報酬規制や金融取引に対する課税など広範囲に及ぶものであるが、ユーロ圏の危機対策とは異なる論理に基づく管理強化である。この結果、銀行業務は制限されコストが増加することで経営の負担となる可能性が高いが、新たな規制の内容自体に不確定な要素が多く残されている。

欧州では銀行の株価は長く低迷が続いている（図表7）。これは、金融危機後、銀行や家計のバランスシートの改善を優先させた米国に対し、強い市場の圧力の下でまず国家財政の改革に注力せざるを得なかったユーロ圏の事情を反映した結果でもある。このため、先に見た貸出金利の格差拡大等（図表1・2）の背後に潜む銀行の様々な問題点が、これからあぶり出されることになる可能性は高い。

国際通貨基金（IMF）も、7月に発表した年次コンサルテーションの報告書において、現時点ではユーロ圏では銀行が健



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

全なバランスシートを取り戻すことが第一の優先事項であるとし、銀行の損失の完全把握を踏まえ、存続可能な銀行の資本増強と存続不可能な銀行の閉鎖・整理を行うべきであると指摘した（注3）。

ユーロ圏では銀行同盟への取組みの一環として、まず14年半ばを目途に銀行監督の一元化を実施し、合わせて新たな統一ストレステストの導入を予定している。これらを通じてバンクリスクへの実効的な対処が行われるのかどうか、市場の主要な注目点になるものと考えられる。

（2013年8月21日現在）

（注1）例えば、スペイン中銀のデータでは、同国の銀行の不良債権比率は、13年6月末時点で11.6%。一方、13年7月29日に公表されたイタリア中銀による以下の文書では、07年末に4.5%であったイタリアの銀行の不良債権比率は12年6月末には12.3%に達しているとしている。また、13年7月30日付けのWall Street Journalの記事、“Italy Inspects Lenders”では、13年3月末の同比率を14.2%と報じている。  
・Bank of Italy (July 2013) “The recent asset quality review on non-performing loans conducted by the Bank of Italy: Main features and results”

（注2）13年6月のユーロ圏財務相会合で、ESM（最大5,000億ユーロの資金規模）による銀行への直接的な資本注入の上限は600億ユーロに設定された。一方、12年12月にスペインが銀行改革のためEUに要請した支援額は395億ユーロであり、支援規模の十分性等については議論の余地があるとみられる。

（注3）以下による。

IMF (July 11, 2013) “Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation” (IMF Country Report No. 13/231)

IMF (July 12, 2013) “Euro Area Policies - Selected Issues, 2013 Article IV Consultation” (IMF Country Report No. 13/232)

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 景気回復に向けた動きが見られる中国経済

～ 安定的成長をより重視へ～

王 雷軒

### 要旨

7月に発表された中国の主要経済指標を見ると、2013年に入り2四半期連続で減速した中国経済は再び回復の兆候が出始めていると判断される。先行きの景気は、中国政府が構造調整を行う一方、安定的成長の確保にも注力しつつあると見られることから、年末にかけて緩やかな回復に戻すと予測する。

### 景気回復の動きが見られる中国経済

2013年3月に本格始動した習近平・李克強新政権は、これまでの投資・輸出牽引型の経済成長を改め、過度なインフラ投資、鉄鋼など過剰生産分野への設備投資を抑え、消費主導を目指すなど、いわゆる構造調整を断行するという姿勢を示していた。

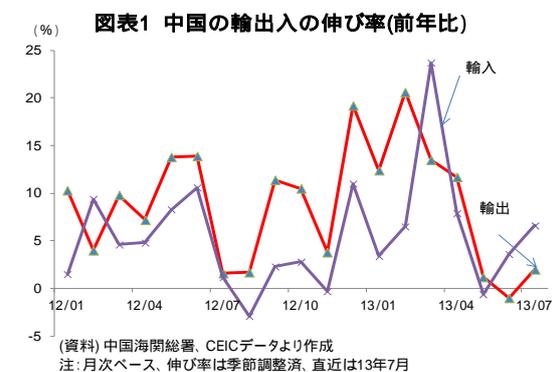
しかし、7月に入り、中国政府は構造調整だけではなく、安定的成長にも重点を置くよう方針転換しつつあると見られる。実際に、地方政府は高速道路などインフラ整備やスラム街の再開発などへの投資を再び増大させる模様だ。

以下では、7月の主要経済指標から足元の景気・物価動向を確認していきたい。

まず、消費については、7月の社会消費財小売上総額（物価上昇の影響を除いた実質）が前年比11.3%と、6月（同11.7%）から伸びが小幅鈍化した。7月の消費鈍化は、景気減速の影響で企業収益が悪化しており、賃金が思うように上がらず、消費者マインドが低下したことによるものと思われる。先行きについては、消費者マインドの改善が当面見られないため、しばらくは低調に推移するとと思われる。

一方、減速傾向にある投資については、製造業向けが小幅改善したことを受けて、7月の固定資産投資（農村家計を除く）は前年比20.2%と、6月（同19.9%）から小幅ながら伸びが高まった。先行きについても、7月下旬の国務院常務会議では、小企業向けの免税措置や鉄道建設の加速などの方針が発表されているため、堅調に推移するだろう。

また、7月の輸出も前年比2.0%と6月（同1.0%）から持ち直しに転じた（図表1）。地域別に見ると、海外経済の緩やかな回復に伴って最も大きな輸出先である米国向けがプラスに転じたほか、香港・アセアン・日本など多くの地域向けも回復しつつある。今後、海外経済が緩やかな回復を続けると見られるなか、中国政府の輸出促進政策も支えになって



徐々に改善されると思われる。

このほか、生産面においても、緩やかに持ち直す兆候が出始めている。7月の鉱工業生産が前年比9.7%と6月(同8.9%)から伸びが加速した。また、国家統計局らが発表した7月の製造業PMIも小幅ながら上昇に転じた。

以上の内容から総合的に見れば、消費が小幅減速したものの、投資・輸出の持ち直しなどによって中国経済は再び回復に向かっていると判断される。

物価動向については、7月の消費者物価指数(CPI)は前年比2.7%と6月と同水準で、中国政府の13年のCPI目標値である「3.5%前後」を下回る低水準で推移している。

一方、8月18日に発表された7月の主要70都市住宅価格統計では、新築住宅価格指数(保障性住宅を除く)が前月を上回った都市数は62、下回った都市が4と、住宅価格は依然上昇基調にあることが見て取れる。

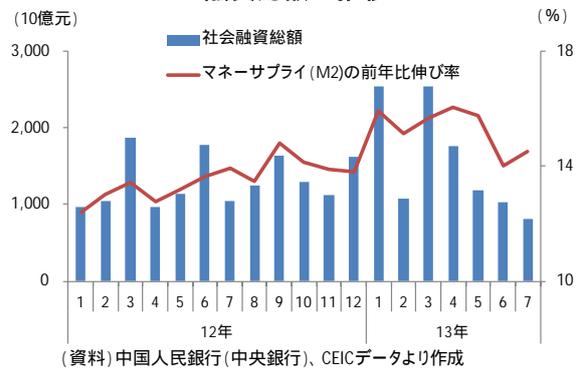
### 中立的金融政策が続く

米国の量的緩和縮小観測のほか、中国経済への減速懸念もあり、海外資金が2ヶ月連続(6・7月)で中国から流出している。こうしたことを受けて市場流動性はややひっ迫し、8月半ばから銀行間取引金利は再び上昇傾向で推移している。

一方、実体経済への総与信量を示す7月の社会融資総額(新規額)は0.81兆人民元で6月(1.04兆元)から減少した(図表2)。内訳を見ると、銀行の新規貸出額が減少した。これらのような動きを受けて、中国人民銀行(中央銀行)は8月に入り公開市場操作で資金供給を実施するなど微調整を行っている。

今後の金融政策については、引続き微

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



調整はあるものの、中国人民銀行の周総裁がCCTV(中国中央テレビ)のインタビュー(8月19日)で「年末にかけて穏健な(中立的)金融政策を続ける」と述べたことから、大きな変更はないと見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。7月分の主要経済指標や政策方針の変化から見ると、13年に入り2四半期連続で減速した中国経済は、年末にかけて緩やかに回復すると予想する。ただし、中国政府が「安定的成長」の優先度をやや高めただけで、構造調整をやめているわけではないため、大胆な金融緩和・景気刺激策を打ち出しにくい。このため、先行きの景気回復は小幅にとどまるだろう。13年通年は7%台後半の成長を維持することが可能であろう。

なお、秋に開催される18回中央委員会総会(三中全会)では、今後10年間の政治・経済などの政策運営がどのように決定されるのか、大いに注目されよう。

一方、8月に入り、中国審計署(会計検査院に相当)は地方政府が抱える債務の状況について調査し始めている。むやみに増加する地方政府の債務に歯止めをかけようとしているが、固定資産投資への影響も含めて引続き注目したい。

(13年8月21日現在)

## 情勢判断

### 今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

#### 米国金融・経済

7月30～31日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（0～0.25%）を据え置き、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%から上下0.5%ポイント以内に収まると予想される限り、これを維持するという方針を据え置いた。ただし、月額850億ドルの資産を買い入れる量的緩和策（QE3）については、米国経済の回復期待の高まりから、縮小時期が近づいているとの見方も強まっている。

経済指標をみると、7月の雇用統計の失業率は7.4%と前月（7.6%）から低下したものの、非農業部門雇用者数は前月比16.2万人と事前予測（同19.5万人：ブルームバーグ集計）を下回った。しかし一方で、4～6月期のGDP速報値は、前期比年率1.7%と、事前予測（1.0%）を上回った。この他の経済指標も全体的に底堅く、米国経済の緩やかな改善は続いているとみられる。

#### 国内金融・経済

8月7～8日の日銀金融政策決定会合で、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整（長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ）を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持が決定した。

経済指標をみると、4～6月期の実質GDP成長率一次速報値は、前期比0.6%、同年率2.6%と3四半期連続でのプラスとなった。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、4～6月期でみると前期比6.8%と高い伸びとなった。鉱工業生産指数（確報値）も、6月分は前月比3.1%と5ヶ月ぶりに低下したものの、製造工業生産予測調査では7月は同6.5%と大幅上昇が予想されている。以上から、日本経済の緩やかな回復は続いているとみられている。

#### 金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、米国の金融緩和政策への思惑などに左右されつつも、日銀の買入れオペへの期待等の中で低下圧力の強い展開が続いており、7月下旬から8月上旬にかけては概ね0.8%前後での揉み合いとなった。8月中旬には、国債入札の好調や円高・株安などを受けてさらに低下し、一時0.730%と約3ヶ月ぶりの低水準を付けた。

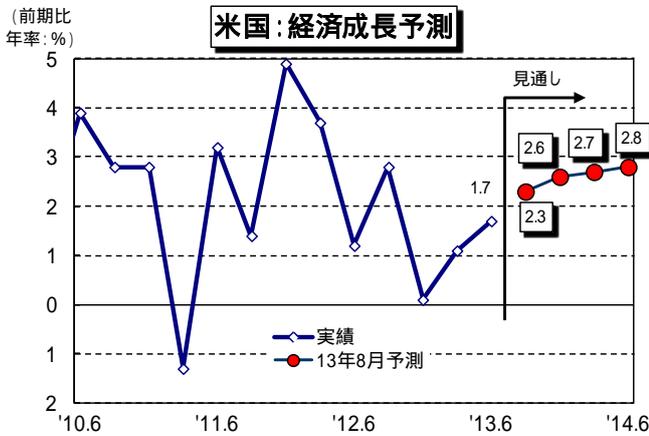
日経平均株価は、7月中旬には国内外の経済指標の改善や米国株式相場の上昇、円安進行などを背景に一時14,900円台を回復したが、その後は為替が円高方向に振れたことや米QE3の縮小観測等を背景に下落に転じた。8月以降は、為替相場の動向や内外経済指標の結果、米QE3への思惑等に一喜一憂する展開が続いており、14,000円前後での揉み合いとなっている。

外国為替市場のドル円相場は、7月下旬には日銀の国債買いオペ期待や米国経済の回復期待の高まり等を受け、1ドル＝100円台まで円安・ドル高が進んだ。しかし、8月以降は米QE3の縮小観測や日本の消費増税や法人税減税への思惑に左右される展開となり、1ドル＝96～98円台で揉み合っている。

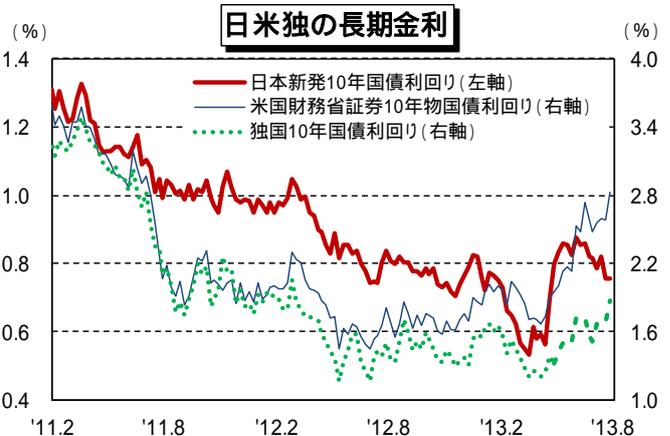
#### 原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国景気の回復期待の高まりや中東・北アフリカの地政学的リスクの高まりなどが相場を押し上げており、7月半ば以降は1バレル＝105ドル前後と年初来の高値水準での推移が続いている。（2013.8.21現在）

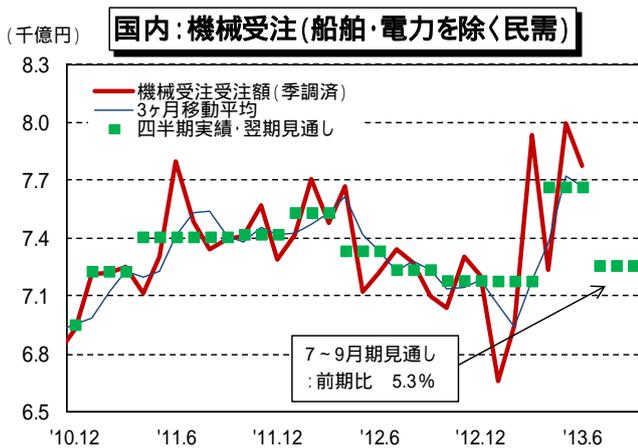
## 内外の経済・金融グラフ



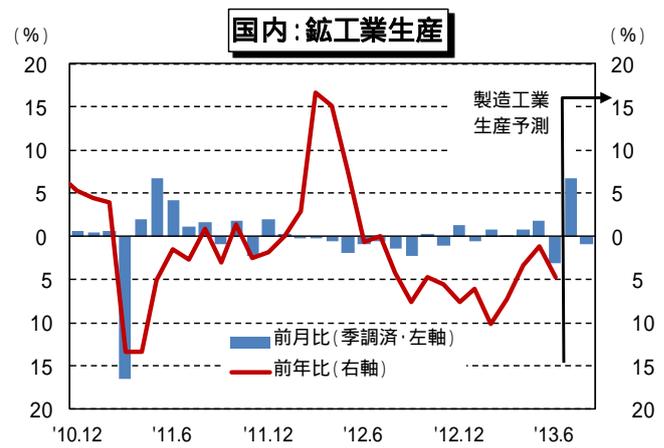
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



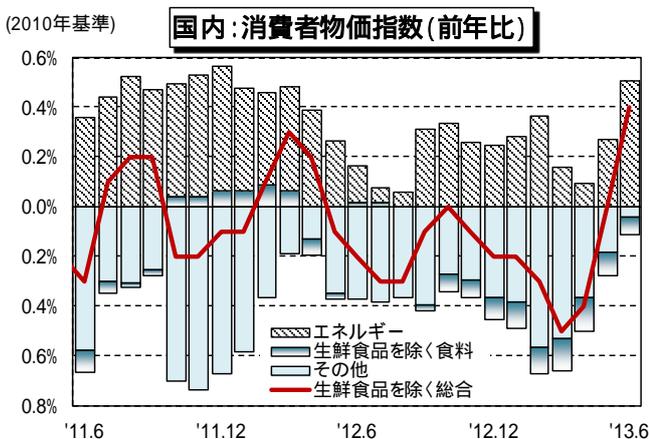
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ(総務省「消費者物価指数」)より作成



(資料) Bloombergより作成

詳しくは当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ



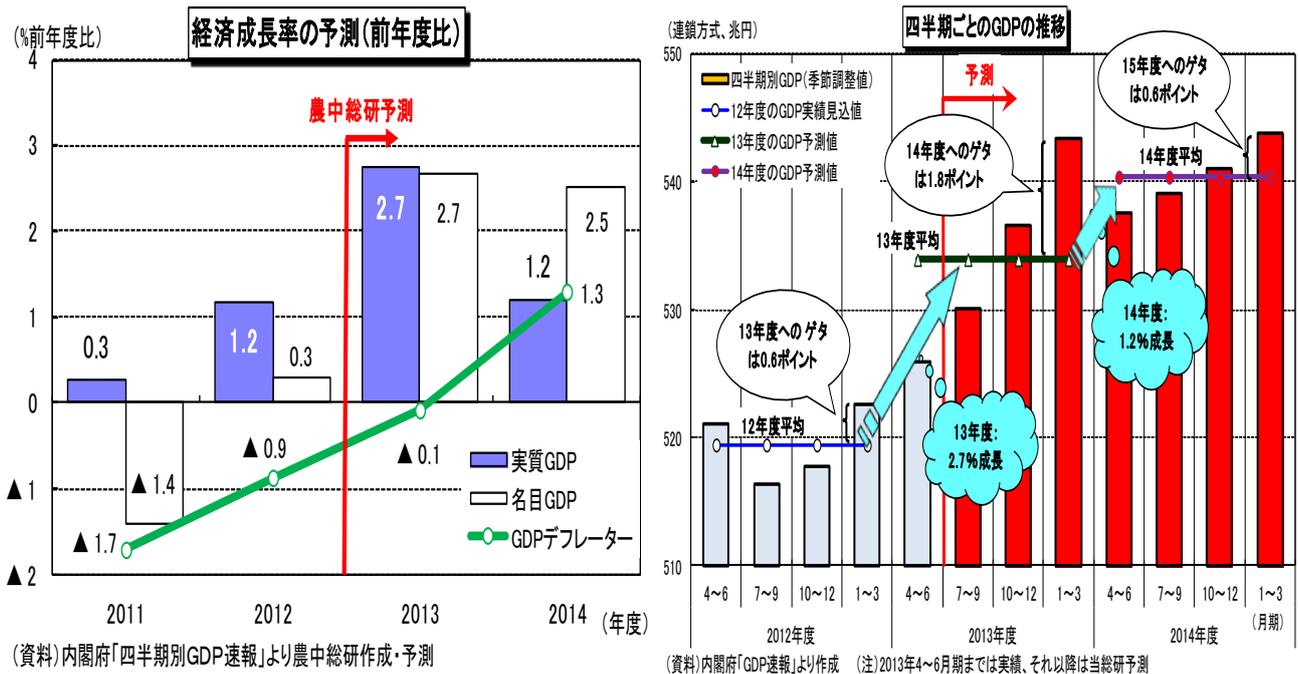
# 2013～14年度改訂経済見通し

## 2013年度は堅調さを維持するが、14年度は足踏みへ

～2013年度:2.7%、14年度:1.2%(いずれも下方修正)～

アベノミクス(アベノミクス)の本格始動により、円安・株高傾向が強まったほか、企業・家計の景況感が好転し、民間需要が増加傾向を強めている。また、大型補正に伴う公的支出も底堅く推移している。輸出も緩やかながらも増加し始めた。企業の設備投資行動に回復の動きがなかなか見えてこないという側面もあるが、国内景気は回復基調をたどっていると判断してよいだろう。

先行きについては、このところ米国金融緩和策の行方を巡って新興国経済の先行き懸念が高まる場面も見受けられるものの、強力な金融緩和策や「15ヶ月予算」の効果、さらには14年4月に予定される消費税増税を前にした駆け込み需要発生などにより、13年度内の国内景気は堅調に推移するものと思われる。下落圧力が解消しつつある物価についても、13年度末にかけて上昇傾向が強まるだろう。しかし、14年度は増税によって景気が足踏みする可能性が高く、「デフレ脱却」や「成長底上げ」に向けた動きが一旦途絶えるものと思われる。日本銀行では、2年で2%程度の物価安定目標の達成が困難との見方が強まり、追加の緩和策が検討される可能性が高い。



# 1. 景気の現状:

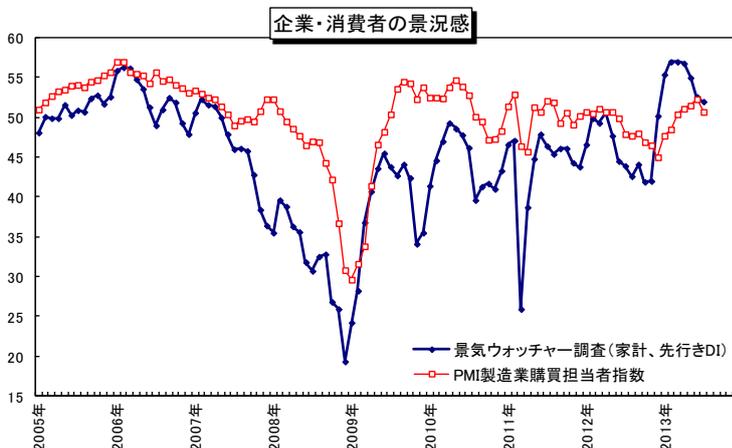
## (1) 日本経済の現状 ～ 回復傾向が継続

2012 年度入り直後から、それまでの歴史的な水準での円高定着や海外経済の減速などによって悪化傾向をたどっていた日本経済であったが、同年 11 月に大きな岐路を迎えた。膠着する政局打開に向けて、野田首相(当時)は特例公債発行法案の早期成立などを条件に衆院解散を決定、民意を問うこととなった。金融市場では積極的な財政・金融政策による日本経済の再興を訴えた自民党などの勝利を予想、リーマン・ショック直後から続いていた円高状態が修正されるとともに、株価も大きく回復、企業・家計の景況感の大幅な改善につながった。それとほぼ同時期に、自動車産業など製造業においても在庫調整が終了した。

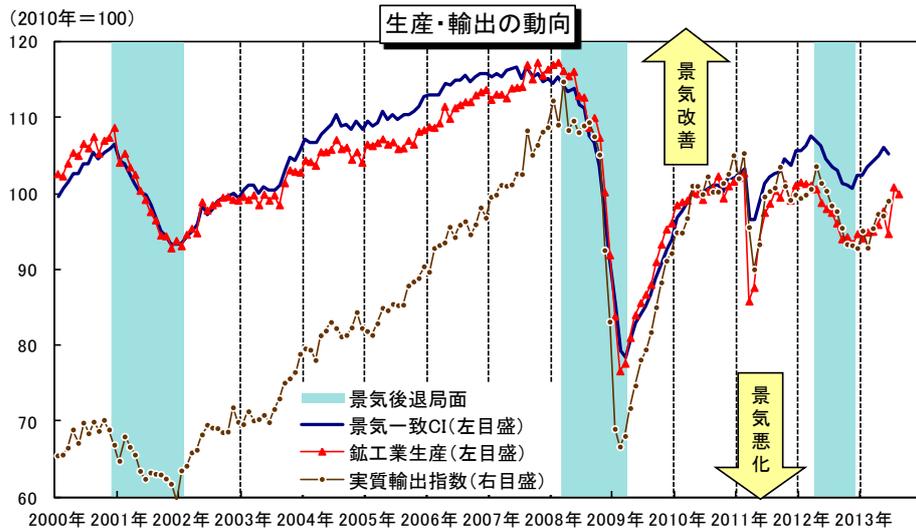
12 月の総選挙後、デフレ脱却や成長促進を最優先課題とする安倍内閣が発足し、その実現に向けた政策運営を本格化させた。アベノミクス「3本の矢」の一環として、大型補正予算を編成、13 年度当初予算と一体運用することで景気

刺激を行ってきた。また、デフレ脱却の早期達成に向けた共同声明を日本銀行と発表するとともに、新総裁としてリフレ派の黒田東彦氏を登用した。その黒田新総裁の下、日銀はこれまでにない大胆な緩和措置の導入を決定、約 2 年で 2% 程度の物価上昇率を安定的に達成することを目指している。さらに、安倍内閣は 6 月に「日本再興戦略」を発表、中長期的な視点から民間設備投資を喚起し、「実質 2%、名目 3%」の成長率を目指すとしている。

こうした政策運営によって、家計の景況感は大きく改善し、民間消費の押し上げに貢献している。



(資料)内閣府、マークイット社



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

(注) 鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用

また、14 年度からの消費税増税を睨み、住宅着工も年率 100 万戸ペースにまで回復している。12 年度大型補正の効果もあって、公的支出も景気下支え役を果たしている。さらに、海外経済の持ち直しや円安効果などで輸出の増加が始まっている。もちろん、設備投資はまだ慎重な面も残っているほか、米国の量的緩和政策の行方が新興国経済にとってリスク要因と見られ

## (株)農林中金総合研究所

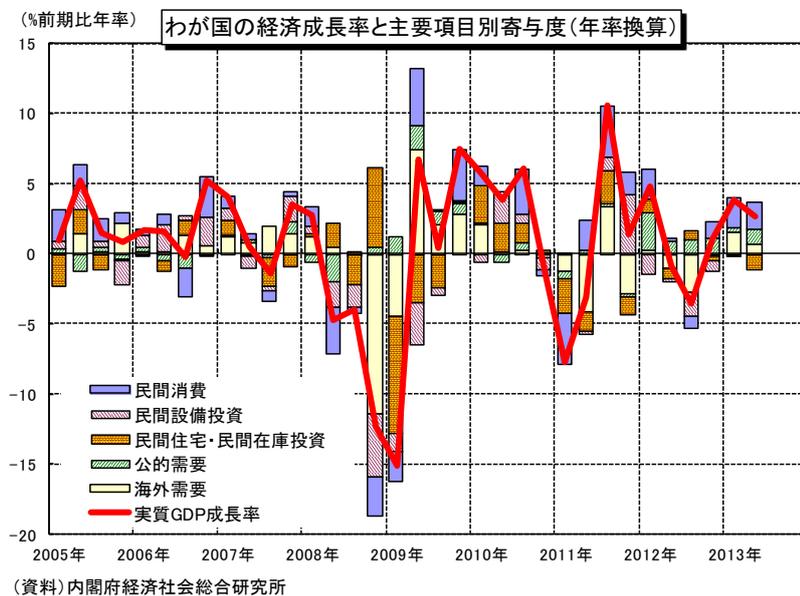
ていること、さらには足元では賃金が伸び悩む中での生活必需品の値上がりなどによって消費マインドが頭打ちになるなど、いくつかの懸念材料もあるとはいえ、国内景気は全体的に回復局面にあると判断できる。

### (2)減速したものの、高めの成長を維持した4～6月期のGDP

8月12日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質GDPは前期比0.6%（同年率2.6%）と3四半期連続のプラス成長となった。しかし、1～3月期（前期比0.9%（同年率3.8%））からはやや減速したほか、年率3%台の成長率を見込んでいた事前の市場予想も下振れた。内容的には、家計マインドの改善や所得の持ち直し等を受けて民間消費が前期比0.8%と堅調に推移したほか、円安効果も加わって米中向けが底堅く推移した輸出等、大型経済対策の効果が出始めた公的支出も好調であった。半面、民間在庫が3四半期連続でのマイナス寄与となったほか、アベノミクス始動から8ヶ月が経過し、企業経営者の景況感にも一定の改善が見られたものの、設備投資行動には波及効果が弱かったことも見て取れる。とはいえ、潜在成長率以上の成長を達成できたことは正当に評価すべきであろう。

また、前年比は0.9%と6四半期連続のプラスとなり、1～3月期（0.3%）からプラス幅が拡大した。さらに、名目GDPは前期比0.7%（同年率2.9%）と3四半期連続のプラスで、1～3月期（0.6%、2.5%）からプラス幅を拡大させ、かつ実質成長率を3四半期ぶりに上回った。GDPデフレーターは前年比こそ▲0.3%と15四半期連続のマイナスとなったものの、下落幅は大きく縮小、前期比は0.1%と3四半期ぶりのプラスであった。依然として需給バランスが崩れていることには変わりはないが、民間消費の高い伸びなどを背景に、円安進行などに伴う輸入品価格の上昇分を最終財価格に転嫁する動きが進んだ様子が見て取れる。

注目の単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質GDP）は前年比0.1%と、微増ながらも6四半期ぶりにプラスとなった。また、成長戦略や骨太方針などで話題の国民総所得（GNI＝GDP＋交易利得＋海外からの所得の純受取）は、海外からの投資収益の受取が円安効果などで膨張したこともあり、実質・名目とも前期比1.4%（年率ではそれぞれ5.6%、5.9%）へ加速するなど、所得の増加傾向が強まっている。



## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

冒頭でも触れたように、12年12月に発足した安倍内閣は、「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進することで、デフレからの早期脱却やそれによる成長促進などを目指そうとしてきた。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（「機動的な財政政策」）。さらに、「大胆な金融緩和」を実現すべく、日本銀行との連携強化を図り、共同声明を発表することでデフレ脱却に向けての互いの責任を明確化した。その後、3月に新総裁に就任した黒田総裁はマネタリー・ベースを2年で倍増することを柱とする「量的・質的金融緩和」を導入し、2年で2%の物価安定目標を達成することを明言している。

さらに、「民間投資を喚起する成長戦略」に向けては、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月には「民間の力を最大限引き出す」、「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」、「新たなフロンティアを作り出す」ことを通じて、「成長の果実の国民の暮らしへの反映」を目指す「日本再興戦略」をとりまとめた。ほぼ同時に発表された「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」によれば、「国家戦略特区」創設を突破口に改革を加速させ、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長の実現を目指し、これにより10年後には1人当たり名目国民総所得（GNI、12年度：約384万円）は150万円以上の拡大が期待される、とのことである。

7月の参院選も連立与党の圧勝に終わり、ねじれ国会が3年ぶりに解消したことから、安倍内閣は当面、経済再生に向けての成長戦略の実現化に動いていくものと思われる。懸案の法人税実効税率の引下げについても、検討されるものと思われる。

さて、予算関連であるが、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年ぶりに税収（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た。13年度の補正予算編成については、後述する消費税増税の最終判断の内容次第であろうが、仮に増税実施との判断となった際には、14年度の景気停滞を緩和するための措置（住宅ローン減税拡充や現金給付など）などが検討されるものと思われる。

一方、14年度の概算要求基準では、裁量的経費を10%削減するほか、聖域を設けることなく、施策・制度の抜本的見直しなどを通じて、財源捻出に努めることによって、防災対策、成長による富の創出、暮らしの安心・地域活性化のほか、「日本再興戦略」及び「骨太の方針」等を踏まえた諸課題などに活用する「新しい日本のための優先課題推進枠」を設定した。最終的に1兆円程度を確保する方針と報じられている。

さて、「社会保障と税の一体改革」に向けて、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検討してきた社会保障制度改革国民会議は6日に最終報告書を安倍首相に提出した。そこでは、これまでの高齢者に偏重していた社会保障政策を少子化対策も含めた「全世代型」に改め、負担についても「年齢」から「負担能力」を重視する方針を打ち出した。さらに、これから増えていく高齢者に応分の負担を求めたほか、将来的な年金支給年齢の引上げも盛り込まれている。なお、与野党で議論が分かれる年金制度については、現行制度の修正にとどめ、抜本改革は先送りされている。なお、野党となった民主党は、最終報告書に自らの政策（最低保障年金導入や後期高齢者医療

制度の廃止など)が反映されなかったとして、社会保障改革に関する自公民の3党実務者協議から離脱することを決定、改革案へ反対する方針とされている。

## (2)消費税や財政健全化を巡る議論

14年4月(税率:5%⇒8%)、15年10月(税率:8%⇒10%)に予定されている消費税増税を巡る議論が活性化している。12年夏、野田内閣下での3党合意によって、「社会保障と税の一体改革」関連法案が成立することとなり、その柱の一つとして消費税増税が決着した。しかし、その3党合意の結果、民主党は分裂したほか、自民党もリフレ政策を掲げた安倍氏が次期総裁として再登板することとなったが、総選挙を経て政権交代となるなど、当時と状況が大きく変わっている。実際、安倍首相はこれまで「予定通り消費税を増税する」とは明言してこなかった。自らが推進してきた「早期のデフレ脱却実現」や「日本経済再生」にとって、消費税増税は大きな障害になりかねない、と考えている可能性はあるだろう。安倍首相の経済ブレーンである浜田宏一・本田悦朗の両内閣官房参与からも消費税増税については再検討するよう求められている。また、最近では、これまで日本の累積債務問題に警鐘を鳴らし続けてきた米格付け会社 S&P でさえも、消費税増税が景気回復やデフレ脱却にとって障害となるリスクを指摘し始めている。

こうしたなか、内閣府は「中長期の経済財政に関する試算」を公表、先行きアベノミクスが奏功し、実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現したとしても、財政健全化目標として設定した2020年度のプライマリー・バランス黒字化は達成できないとしている。20年度のプライマリー・バランスは▲12.4兆円(対GDP比で▲2.0%)であり、消費税換算で5%分の更なる増税が必要である。折しも、国際通貨基金(IMF)が公表した対日審査報告書においては、消費税を予定通り増税し、さらに15%まで引き上げるべきとの見解が示されている。重要指標と位置付けられた4~6月期のGDPにおいても、年率2%台という比較的高めの成長率が実現できており、増税そのものを見送ることは難しいとの見方が有力である。

このように様々な思惑が渦巻く中、8日の閣僚懇談会において、安倍首相は消費税問題に関する有識者会議の設置を指示し、こうした中、政府では消費税増税についてのいくつかのパターン(当初の予定通り、先送り、初回2%へ圧縮、1%ずつ段階的引上げ)についての経済的影響などについて意見を聴取することとなった。9月上旬には報告書が取り纏められ、最終判断のための基礎資料となる模様である。

このように消費税増税の予定通りの実施については流動化した面もあるが、今回の経済見通しについては、前回までと同様、当初の予定通り、「14年4月に8%へ、15年10月に10%へ」それぞれ税率を引き上げることを前提とした。

## (3)世界経済の見通し

リーマン・ショック(08年9月)を契機に引き起こされた世界経済・金融危機以降の世界経済を振り返ると、欧米諸国では金融危機の後遺症や財政悪化などに悩まされ、大規模な金融緩和策で景気下支えをしてきたといえる。一方、金融危機の悪影響が相対的に小さかった新興国は、内需振興策の下、堅調な成長を続けるなど、一時は世界経済の勢力分布が劇的に変わっていくかに見えた。しかし、12年あたりから新興国経済ではそれまでの高成長に伴う歪みが無視できないものとなり、成長率も減速するなど、そうした状況に少しずつ変化が見られ始めたように見える。

最近では、米国経済の持ち直し傾向が強まるなど、量的緩和政策の転換時期が近いとの思惑が強まっているが、これまで新興国市場や商品市況に流入していた過剰流動性の


**(株)農林中金総合研究所**

逆流を引き起こし、新興国経済の減速につながるのではないかと、といった懸念も浮上している。先行き、このような過剰流動性の動向が世界経済、ひいては内外の金融資本市場にどのような影響を及ぼすのか十分見極めていく必要がある。

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

13年4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は、堅調な民需を背景に輸入増加となったことから外需のマイナス寄与が拡大したものの、政府支出の減少幅が縮小したほか、設備投資が増加に転じたことや住宅投資の伸びが加速したことなどから、前期比年率1.7%と前期(1.1%)を上回り、2四半期連続で小幅加速した。4～6月期の成長加速の主因は民需の拡大であり、なかでも個人消費は、給与税増税や強制歳出削減の影響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回復が続いた。足元の米国経済は、雇用環境の改善傾向が続き、個人消費や設備投資が底堅く推移するほか、自動車や住宅市場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、米国経済の足かせとなっている財政問題については、赤字削減案などの議論が一時棚上げとなったまま進展していない。米議会は12年11月の選挙を経てもなお上院・下院のねじれ状態が継続し、かつ与党・民主党が歳出削減だけでは限界があるとの立場から増税を前提とする一方、増税に反対の野党・共和党は歳出削減を強く求めるといった主張の違いから政治的な膠着状態に陥っている。

米議会は夏季休会明けの9月第2週以降、設備投資減税をはじめ減税措置延長の可否判断などを含め10月から始まる14年度予算法案を可決する必要がある。また、13年初に上限額を5月中旬まで暫定的に引き上げたものの、すでに米政府の借入権限が失われた状態にある債務上限問題についても早期に引き上げを可決する必要がある。米財務省は臨時措置で資金繰り対応しており、10月上旬までは借入継続が可能としているが、いつ

### 2013～14年 米国経済見通し (13年8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) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.8	1.6	1.0	2.6	2.8	2.8	2.9
個人消費	%	2.2	2.0	2.0	2.1	2.5	2.6	2.7
設備投資	%	7.3	3.4	1.1	7.6	7.3	7.0	7.7
住宅投資	%	12.9	14.3	14.5	14.8	12.9	12.9	11.0
在庫投資	寄与度	0.2	0.0	0.2	0.5	0.0	0.0	▲ 0.1
純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3
輸出等	%	3.5	2.9	0.9	8.6	9.5	10.2	9.1
輸入等	%	2.2	3.2	1.8	9.3	8.9	9.0	8.2
政府支出	%	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 3.9	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.5
参考								
PCEデフレーター	%	1.8	1.2	1.1	1.5	1.9	1.8	1.9
GDPデフレーター	%	1.7	1.7	1.6	1.8	2.0	1.9	2.0
FFレート誘導水準	%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年国債利回り	%	1.8	2.3	1.9	2.7	2.9	2.8	2.9
完全失業率	%	8.1	7.5	7.7	7.3	7.0	7.1	6.9

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8月15日(13年4～6月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値

までも続かないことは明らかである。

これらの法案可決では短期的・中期的な財政赤字削減案の与野党合意が不可欠となるが、前述の政治的状況下での合意は極めて困難であり、野党・共和党の態度が軟化するかどうかは法案可決のカギになると思われる。仮に 14 年度予算法案で米議会が紛糾する場合には政府機関の閉鎖が懸念され、さらに債務上限引き上げで合意できない場合には連邦政府の資金繰りが行き詰まる事態を招くことになり、そうした場合には米国経済だけでなく世界経済にも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) が直近 (7/31) の連邦公開市場委員会 (FOMC) において、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合計 850 億ドル買い入れる量的緩和第 3 弾 (QE3) を継続する方針を決定した。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 0.0~0.25% 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。

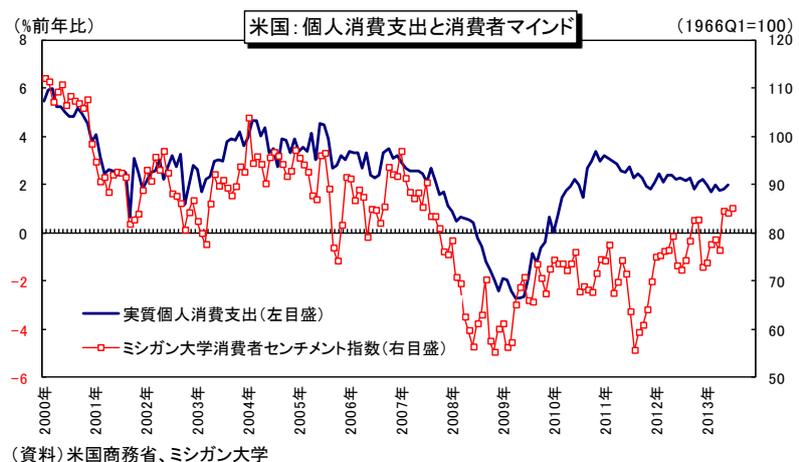
しかし、公表されている FOMC 議事録や最近の FOMC メンバーの発言によれば、QE3 の縮小や停止時期が模索されていることが明らかとなっている。FRB 議長は「今後数回の会合で資産購入ペースを縮小することは可能」と発言 (5/22) し、さらに「13 年内に QE3 縮小に着手し、14 年半ばには終了させる可能性がある」との見解を表明 (6/19) した。ただし、QE3 縮小に関しては「事前に方針が決まっているわけではなく、今後の経済指標次第である」との方針を改めて確認 (7/17) している。つまり、成長率や失業率、インフレ率などが FRB の見通しよりも強ければ迅速に QE3 縮小に動き、逆に弱い内容であれば縮小開始を遅らせるというものである。

とはいえ、FOMC は「資産購入策が終了し、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とから、景気判断や経済見通しが大きく引き上げられない限り引き締め動くことはなく、緩和的なスタンスは維持されるだろう。

なお、オバマ大統領は現在、14 年 1 月で 2 期目の任期満了となるバーナンキ FRB 議長の後任候補を選定中であり、今秋に次期 FRB 議長人事を決断する方針を表明している。現時点では、サマーズ元財務長官とイエレン FRB 副議長が有力候補となっているが、今後候補者の人選が進むにつれて、次期議長下での金融政策について注目が集まるだろう。

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、個人消費は強制歳出削減などの影響が引き続き懸念されるものの、リーマン・ショック後に続いていた家計のバランスシート調整がほぼ終了したことに加え、賃金や所得も緩やかに回復しており、さらに雇用や景気の先行き期待を背景に消費者マインドが改善していることから、徐々に増加傾向を強めると予想する。

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、米景気回復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増加傾向を示していることから、13 年末にかけて増勢を強めると予想する。住宅投資



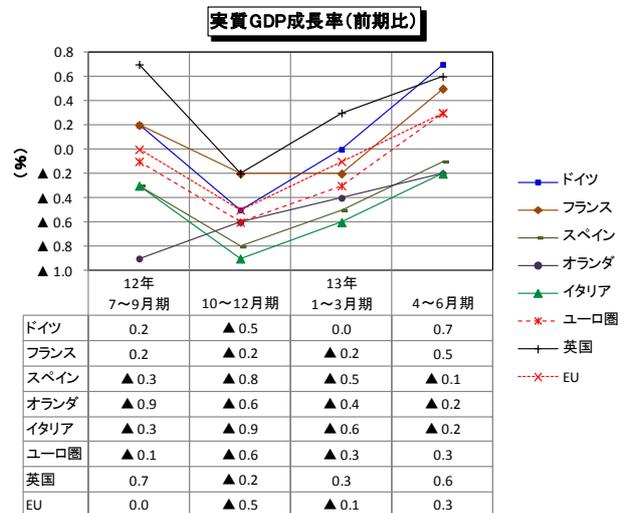
## (株)農林中金総合研究所

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、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇を背景に引き続き増加傾向が続くと見られる。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、足元では中南米のほか、欧州や中国向けにも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、米国からの輸出も徐々に増加すると予想する。なお、個人消費の回復継続や在庫の積み増しなどに伴い、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引き続き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したが、今後も緊縮財政の強化から歯止めがかかると予想される。

以上から、13年後半は政府支出の減少が引き続き下押し圧力となるものの、海外経済が徐々に復調すると予想されることに加え、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が一段と進むと考えられることから、成長率は2%台後半にやや伸びを高めて推移すると見込まれる。ただし、財政問題の先行き不透明感が払拭されておらず、予算法案や債務上限引き上げ協議で混乱すれば、金融市場が不安定化する可能性もあり、この影響で米景気が下振れするリスクもある。年間の成長率は、13年は前年比1.6%(前回見直しから0.4ポイントの下方修正、基準年変更やGDP算出方法が一部変更されたことに伴い12年が上方改定された一方で13年1~3月期が下方改定されたため)、また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は成長加速が見込まれる13年末までに規模縮小が開始され、14年後半には終了すると予想。ただし、13年後半に米財政問題の先行き懸念が強まり、金融市場が不安定化する場合にはQE3縮小開始が遅れるだろう。一方、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ものの、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、ユーロ圏の13年4~6月期の実質GDP成長率(速報値)がプラスに転じるなど、景気底打ちの兆しを示す経済指標も現れてきている。しかしながら、5月には欧州委員会が一部の国々に対する財政赤字目標達成期限の延長を認めるなどの動きはあるものの、依然として緊縮財政は継続し内需の抑制が見込まれること、また、各国の銀行貸出金利の大きな格差に現れているように金融緩和の効果の浸透には課題が残されていること等により、今後も当面の間は実体経済の本格的な回復は困難とみられ、欧州経済は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4~6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比プラス0.3%となり、1~3月期まで6四半期継続したマイナス成長から久々に脱した。ユーロ圏では、この他にも欧州委員会による7月の景況感指数が92.5と3ヶ月連続での改善となり、1年3ヶ月ぶりの高水準にまで回復したほか、6月の鉱工業生産指数が前月比で0.7%の上昇となるなど、一部には景気底打ちを示唆する指標も現れている。しかしながら、これらの指標については今後とも改善傾向が定着するのかどうか、更にフォローが必要と考えられる。一方、雇用情勢については、6月の失業率は12.1%と、ユーロ導入以来の最悪水準が継続している。なかでもスペインでは26.3%(うち25歳未満の若年層は56.1%)に達するなど財政悪化国で上昇傾向にあり、経済情勢全般の厳しさを反映したものとなっている。消費面でも、ユーロ

## (株)農林中金総合研究所

圏の6月の小売売上高は前月比で0.5%の低下、前年同月比で0.9%の低下となり、傾向的に弱い動きが現れている。

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、6月の製造業受注指数は前月比で3.8%の上昇、同月の鉱工業生産指数についても同2.4%の上昇と、それぞれ大幅な伸びとなったほか、輸出額は6月には前月比で0.6%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、当面の間は動向を注視することが必要である。また、6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1.5%の低下、前年同月比でも2.8%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7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.6%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月には政策金利の引下げを行い過去最低の0.50%としたが、さらにドラギ ECB 総裁は7月の政策理事会後の記者会見で、政策金利は今後長期にわたり低水準にとどまると言明した。経済情勢は底打ちを探る状況が続くなか、当面はECBの緩和姿勢が継続するものと考えられる。

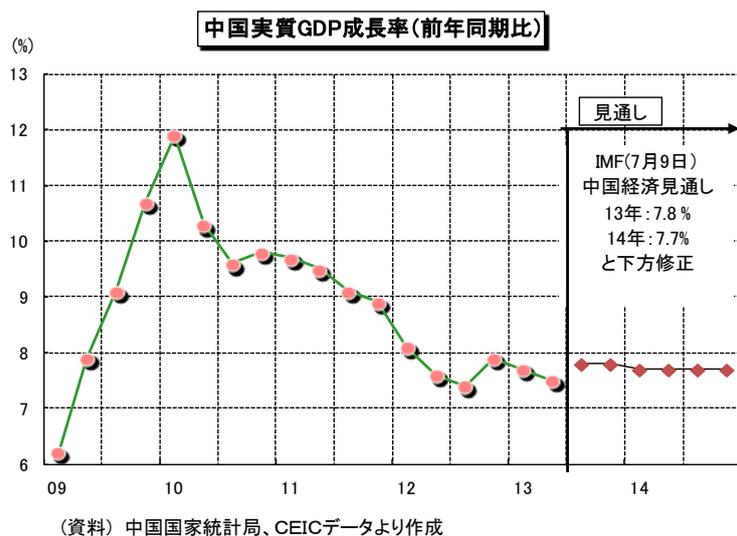
### ③ 中国経済

中国経済は12年秋に底入れし、一旦は緩やかな回復基調にあった。しかし、12年末に発足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、13年1~3月期、4~6月期の実質GDP成長率はそれぞれ前年比7.7%、7.5%と、2四半期連続で小幅減速した。その結果、13年上半期の実質GDP成長率は同7.6%となっている。

しかし、7月に入り、中国政府は産業構造の高度化を図るなど経済構造の調整を進める一方、安定的成長(7%以上)を確保しなければならないことも強調し始めている。こうしたなか、地方政府は鉄道など交通インフラの整備やスラム街の再開発などへの投資を再び拡大しつつある。

こうした動きを受けて、足元では7月の鉱工業生産が前年比9.7%と、6月(同8.9%)から伸びが加速した。また、国家統計局と物流購買連合会が発表した7月の製造業PMIと非製造業PMIも小幅上昇した。さらに、7月の輸出も前年比5.1%と、6月(同▲3.1%)から大幅に持ち直したほか、7月の固定資産投資(農村家計を除く)も前年20.2%と、6月(同19.9%)から伸びが小幅高まった。持ち直し基調にあった社会消費財小売売上総額は7月に入ってやや鈍化した面もあったが、これらの動きから総合的に判断すると、中国の景気が再び回復に向かう兆候を示していると見られる。

このように、7月分の主要な経済指標や政府の経済運営方針の変化を考慮すると、中国経済は、13年に入り2四半期連続で減速したものの、年後半にかけて緩やかに回復し、13年通年の成長率は前年比7%台後半、14年は同7%台前半になると予想する。中国経済の先行きを占う上でも、13年の秋に開催される18回中央委員会総会(三中全会)にお



## (株)農林中金総合研究所

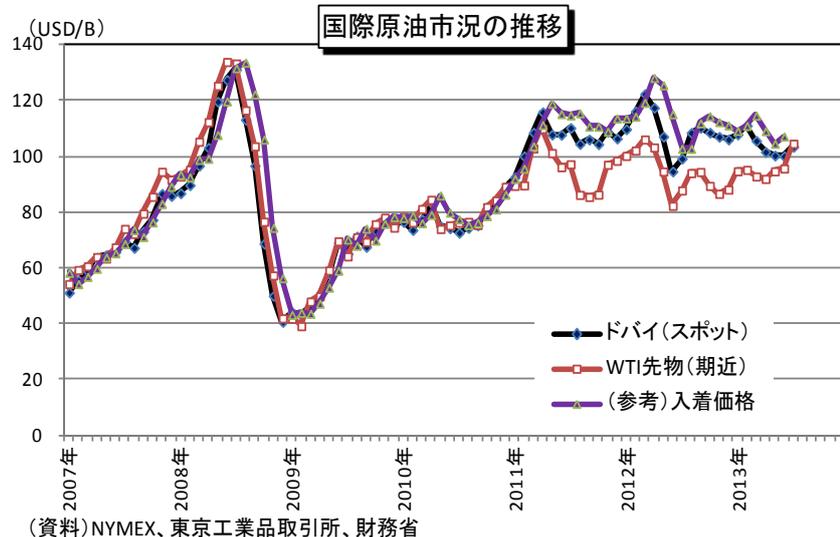
いて、今後 10 年間の政治・経済等の政策運営がどのように改革・決定されるのか、大いに注視したい。

金融情勢については、6 月に銀行間取引金利が一時的要因などにより急騰したが、中国人民銀行(中央銀行)が一部の銀行に資金供給を行ったこともあり、7 月以降は落ち着きを取り戻した。足元では 7 月のマネーサプライ(M2)が前年比 14.5%と、6 月(同 14.1%)からやや拡大した。今後の金融政策については、経済構造の調整を進めているほか、住宅価格の高騰が続いていることなどから、中国人民銀行は金融政策の微調整を行うこともあっても、当面利下げなど金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。

### ④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

12 年春以降の国際原油市況は、中東情勢が緊迫化する場面もあったものの、世界経済の成長ペースの鈍化などもあり、13 年 6 月までの 1 年間ほどは安定的に推移してきた。しかし、7 月になって原油市況は上昇に転じた。米 QE3 の規模縮小に向けた動きが新興国経済の先行きリスク要因になりうるとの見方が広がったものの、エジプト情勢の緊迫化などによってスエズ運河やスモド

パイプラインなどを通じた原油供給への懸念が強まったことが強く意識された。こうした中、11 年以降目立っていた WTI とブレント・中東産との乖離も、WTI(先物、期近物)が急騰したことで大幅な縮小を見せた。この背景には、堅調さを増しつつある米経済指標の発表が相次いだことや夏場のドライブシーズンを前にした米国内の在庫減などがある。



先行きについては、中国、インドなど新興国の経済成長への懸念が残っているものの、米国経済に関しては徐々に力強さを増していくと見られる。一方、IEA(国際エネルギー機構)が予測するように、シェールガス・オイルの増産によって 17 年までに米国はサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国となる、とされるなど、原油供給能力は着実に強まるものと思われる。それゆえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は 13、14 年度とも 110 ドル前後での推移になるものと予想している。

一方、昨年夏場には、世界的に天候不順が発生したことに伴って、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が一時高騰したが、これまでは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。先行きは米 QE3 の規模縮小に伴う過剰流動性の縮小が商品市況に追加的な影響を与える可能性もあり、注意が必要である。


**(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	2.7	2.5
実質GDP	%	0.3	1.2	2.7	1.2
民間需要	%	1.4	1.2	2.3	0.7
民間最終消費支出	%	1.6	1.6	2.9	▲ 0.2
民間住宅	%	3.7	5.3	4.6	▲ 3.0
民間企業設備	%	4.1	▲ 1.4	▲ 0.0	2.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	0.3
公的需要	%	0.9	4.3	3.0	1.4
政府最終消費支出	%	1.4	2.1	1.5	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	15.0	9.2	1.8
輸出	%	▲ 1.6	▲ 1.2	6.8	7.0
輸入	%	5.3	3.8	4.4	5.4
国内需要寄与度	%pt	1.3	2.0	2.4	0.8
民間需要寄与度	%pt	1.1	0.9	1.7	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.1	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	0.4	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.1	1.3
国内企業物価 (前年比)	%	1.3	▲ 1.1	1.6	4.1
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	0.0	▲ 0.2	0.5	2.8 (0.8)
完全失業率	%	4.5	4.3	3.9	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 2.6	2.6	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.4	7.7	10.8
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.6	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	99.9	104.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.06
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.79	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.4	109.3	110.0

(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	▲ 0.8	▲ 0.9	0.1	0.6	0.7	0.9	1.3	1.4	0.2	0.2	0.3	0.6
実質GDP	%	1.2	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.9	0.6	0.8	1.2	1.3	▲ 1.1	0.3	0.4	0.5
(年率換算)	%	4.8	▲ 0.9	▲ 3.6	1.0	3.8	2.6	3.2	5.0	5.2	▲ 4.2	1.1	1.5	2.1
民間需要	%	0.6	▲ 0.2	▲ 0.6	0.1	0.6	0.2	0.7	1.4	1.8	▲ 1.9	0.1	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	0.9	0.1	▲ 0.4	0.5	0.8	0.8	0.3	0.9	2.2	▲ 3.1	0.8	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 1.5	2.1	1.6	3.6	1.9	▲ 0.2	0.7	2.0	▲ 1.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 2.5	▲ 0.3	▲ 3.2	▲ 1.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	1.5	2.0	▲ 1.0	0.8	1.0	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.2	0.6	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1
公的需要	%	2.7	0.9	1.0	1.0	0.3	1.0	0.9	0.7	▲ 0.0	0.5	0.3	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.6	0.0	0.4	0.6	0.1	0.8	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2
公的固定資本形成	%	7.5	5.1	3.5	3.0	1.1	1.8	4.0	3.0	▲ 1.0	0.5	0.0	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	2.7	▲ 0.2	▲ 4.5	▲ 2.7	4.0	3.0	2.5	1.9	1.8	2.0	1.3	1.2	1.2
輸入	%	2.0	1.3	▲ 0.0	▲ 2.0	1.0	1.5	2.0	1.8	2.6	0.5	0.9	1.0	1.1
国内需要寄与度	%pt	1.1	0.0	▲ 0.2	0.3	0.5	0.5	0.7	1.2	1.3	▲ 1.3	0.2	0.3	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	0.0	0.5	0.2	0.6	1.0	1.3	▲ 1.4	0.1	0.3	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.1	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	0.1	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	1.5	1.3	1.2	1.2
国内企業物価 (前年比)	%	0.3	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 0.3	0.6	2.1	2.0	1.9	4.3	4.0	4.1	4.2
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	0.0	0.4	0.7	1.0	2.8 (0.8)	2.7 (0.7)	2.8 (0.8)	2.9 (0.9)
完全失業率	%	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.6	1.4	2.5	1.0	0.5	▲ 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	0.8	2.1	1.7	2.0	1.9	2.4	2.6	2.8	3.0
名目GDP比率	%	1.4	1.3	0.8	0.9	0.7	1.8	1.4	1.6	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	98.7	98.5	100.0	102.5	103.0	104.0	105.0	106.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.75	0.70	0.73	0.78	0.80	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	107.1	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0

(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) アベノミクスを待ち構える試練

アベノミクスの「3本の矢」が本格的に始動してから8ヶ月が経過した。政府・日銀の早期のデフレ脱却に向けた強い意志とそのための行動、それに対する期待から生じた円高修正や株高などの結果、家計・企業のマインドが好転、特に民間消費は高級品販売を含めて堅調な推移を続けてきた。公的支出も12年度大型補正予算の効果が出ている。さらに、回復力はまだ弱いとはいえ、米国経済が持ち直していることに加え、円安効果もあり、輸出回復の動きも見えてきた。企業設備投資などはまだ弱さが残っているが、一部では賞与を通じた所得増の動きも散見されている。また、物価もコア部分(生鮮食料を除く総合)での前年比下落が消えるなど、デフレ状態から抜け出そうとする動きが始まっている。今までのところ、アベノミクス(アベクロミクス)は、目標達成に向けてうまく進んでいると評価できるだろう。

しかし、その目標達成にはいくつかの試練が待ち構えている。ひとつは、海外経済の適度な経済成長の可能性であり、これは政策当局にとっては事前に打つ手がない問題である。アベノミクスでは、最終的に日本経済の再生を目標としているが、まず初期段階として大規模な金融財政政策によって、冷え切っていた経済を温め、その後、「成長戦略」の着実な実行によって、民間投資を誘発しながら、国内需要を活性化させようとするものである。ただし、金融財政政策の効果はあくまで一時的であり、輸出依存型の経済構造となっている日本経済にとって、「国内需要が再発見」されるまでの間、適度な成長ペースを保つためには輸出が増加傾向をたどることが必要となる。仮に、何らかのイベントが発生し、世界経済が混乱することになれば、政府・日銀はもう一段の追加措置を検討せざるを得ないだろう。

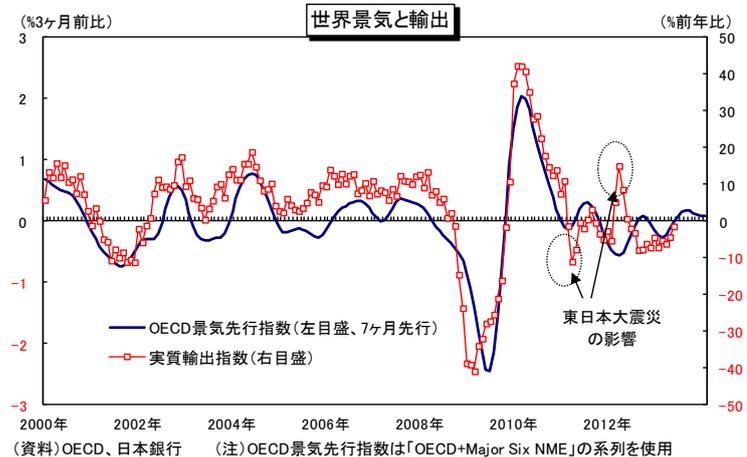
もうひとつは、財政健全化をどのように進めるべきか、ということである。つまりは、国際公約とされる財政健全化に対して、経済成長とのバランスがとれた持続可能な再建計画が採用されるかという問題である。身近な問題としては、14年4月に予定される消費税率3%の引上げということになる。前述のとおり、消費税増税に関しては議論が分かれるところである。現状は増税判断にとって絶好のタイミングとする意見は決して少なくないが、それを考慮した上での14年度の経済見通しはせいぜい1%台であり、「13年度からのゲタ」を考慮すればゼロ成長というのが実際のところである(8月に示された内閣府の試算値では13年度:2.5%成長、14年度:1.0%成長としているが、14年度はゲタ要因を除外すれば実態的にはマイナス成長と思われる)。いずれにせよ、国内景気は悪化する可能性があり、デフレ脱却に向けた好循環が一旦途絶えてしまう懸念が付きまとう。政府は消費税増税の際には、補正予算編成を行う方針であるが、そもそも消費税増税は財政健全化のための措置であって、それを行うために財政支出を増やすということは矛盾しているように思われる。さらに、消費税増税による景気停滞が予想外に長引けば、15年10月の第2次増税は実施困難となるばかりか、想定した税収を達成できない可能性もないわけではない。早期のデフレ脱却や成長底上げという目標に対して、財政健全化をどう組み合わせるのか、非常に重要な課題であり、失敗すれば「二兎を追うものは一兎をも得ず」になりかねない。拙速な財政健全化はかえってリスクが高いことを意識した政策判断が求められる。

なお、アベノミクスの徹底によって、数年後にはデフレからの完全脱却が達成されるなど、経済・金融(金融政策も含めて)の正常化が実現することが期待されるが、それは早くとも2～3年先の話であり、今回の経済予測における予測期間(14年度末まで)内には実現することは困難であろう。

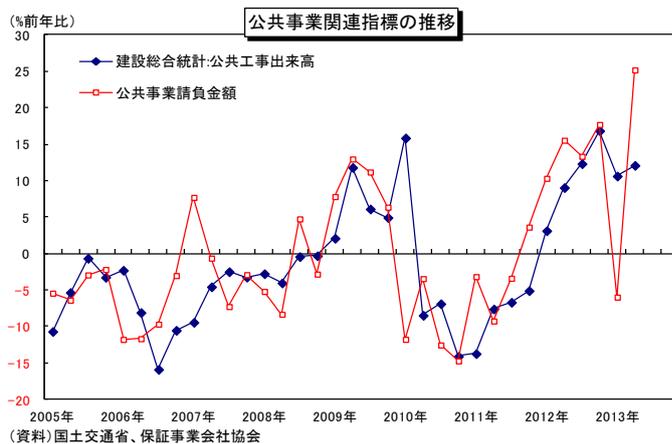
## (2) 経済見通し ～ 13年度末にかけて堅調に推移、14年度は足踏み

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を受けた輸出の展開、12年度大型補正による公共事業、さらには消費の勢いがいつまで持続するのか等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割近くを輸出の増加で達成するという具合に輸出依存度を高めてきた。前述のとおり、アベノミクスが成功すれば、内外需バランスのとれた成長が実現する可能性が高いが、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。

その輸出はすでに回復に向けた動きが散見されている。米国経済は強制歳出削減の影響もあり、過去三四半期は低めの成長に甘んじているが、民間需要は底堅く推移しており、同時に雇用改善も達成されつつある。減速気味に推移していた中国経済も足元では持ち直しの動きも散見され、さらに成長率が落ち込む可能性は低下している。欧州経済もまた、下げ止まりを模索する動きとなってきた。いずれも地域も成長率が明確に加速する姿は見込めないものの、先行きは緩やかな回復傾向に移行していく可能性が高い。さらに、円安が進行し始めてから半年以上が経過し、徐々に輸出数量の増加につながっていくものと思われる。以上から、輸出も今後とも増加基調を続けるものと予想される。



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で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、徐々にではあるが進み始めてきた。遅れ気味であった復興事業が進展するにつれて、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。

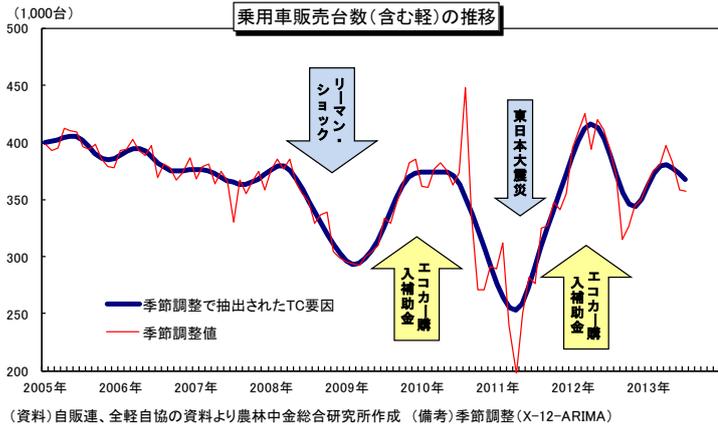


同時に、社会インフラに老朽化対策や事前防災・減災のための公共事業もスタートすることで、公的需要は景気の下支え役を果たしていくだろう。ただし、14年度予算編成では、公共事業など裁量的経費を1割削減する方針であり、公的支出の景気押し上げ効果は低下していく方向にあるものと思われる。

また、13年前半は堅調に推移した民間消費であるが、このところ消費マインドが頭打ちからやや低下を示すものが増えている。5月下旬以降の株価調整や賃金所得が増加する前に起きた必需品の値上がりとその背景にあるだろう。また、12年9月のエコカー購入補助金終了は何とか乗り切れた自動車販売も4月をピークに頭打ち気味の推移となっている。とはいえ、予定通り、14年4月に消費税増税が実施されるのであれば、13年度末にかけて耐久財や高級品等を中心に一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。

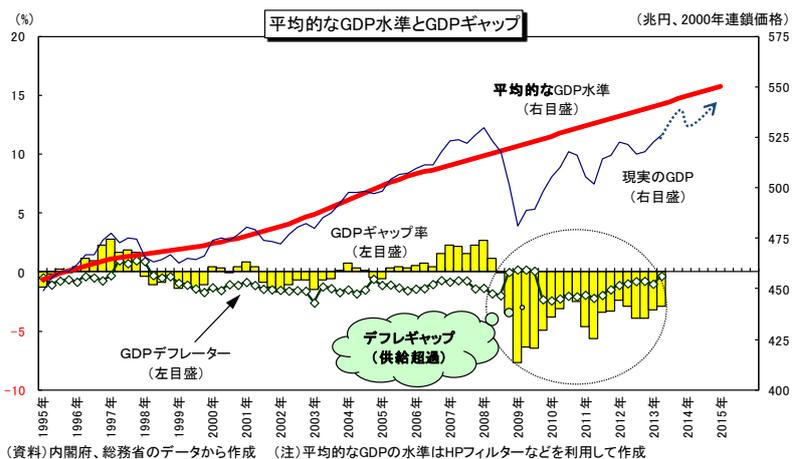
**(株)農林中金総合研究所**

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。足元7～9月期については、企業業績の改善などにより、大企業を中心に夏季賞与が増加するなど、所得環境の持ち直しが見られている。また、早い梅雨明けや連日の猛暑などで、消費行動が刺激された面もあるだろう。年前半に見られたほどの伸びよりは減速する可能性はあるが、底堅く推移しているものと思われる。住宅投資についても、復興需要や消費税増税前の駆け込み需要の発生もあり、すでに着工戸数では100万戸ペースとなっている。加えて、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。輸出も、米中向けを中心に緩やかな増加が続くだろう。また、出遅れ感のある企業部門ではあるが、先行きの景気回復期待やデフレ脱却の動きが始まっていることもあり、早晚、設備投資需要は回復に向かうだろう。参院選に勝利した安倍内閣では、法人税減税についても検討することを表明しているが、これは国内投資を再評価する契機になりうるものである。さらに、景気回復を受けて、3四半期連続で圧縮されてきた在庫も積み増しに向けた動きが始まると思われる。



その後、13年度下期についても、回復傾向が続くものと思われ、年度末に向けて成長率は加速を見せるだろう。特に、年度末にかけては消費を中心に駆け込み需要が強まっていくだろう。輸出、企業設備投資も回復基調を強める。一方で、住宅投資や公共投資は年度末を前にそれまでの増勢が一服する可能性がある。

以上をまとめると、**13年度については実質ベースで2.7%(前回予測(6月)の2.8%から下方修正)**の成長を見込んだ。下方修正した要因は、主として企業設備投資の回復力が事前想定ほど強まらないことによる。また、**名目成長率も2.7%**(前回予測は2.1%から大幅に上方修正)を確保するだろう。GDPデフレーターは国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力の回復を受けて、前年度比▲0.1%(前回予測は同▲0.7%からへ上方修正)へと下落幅が縮小するとした。年度を通してはマイナス圏からは抜け出せないが、最終四半期(14年1～3月期)には一時的ながらも水面上に浮上するものと予想する。



一方、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、特に4～6月期は大幅なマイナス成長(前期比年率▲4.2%)に陥ると予想する。問題は、悪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、社会保障制度を持続可能なものにするための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思われている。また、増税によって国内の購買力が消失するわけではなく、新たな政府サービスとして民間部門に還流され、そ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る。とはいえ、社会保障制度改革国民会議の最終報告書では、持

続可能性を高めるための年金制度改革は先送りされており、消費税増税がどれだけ不安感解消に貢献するかは不明である。

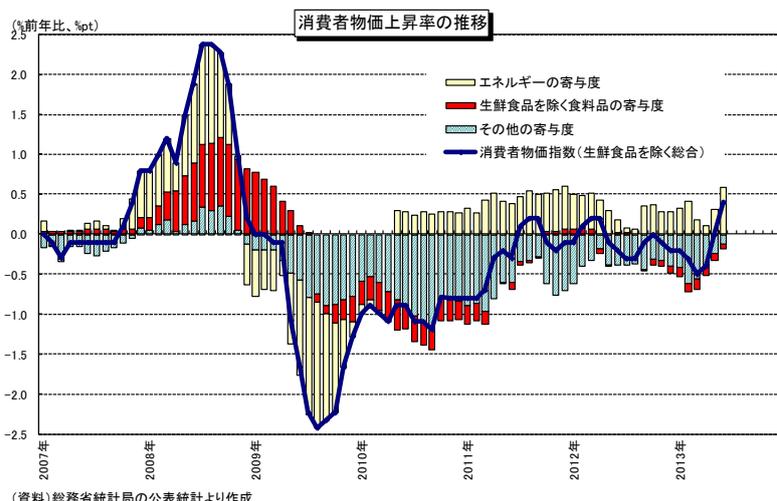
なお、増税ショックの大きさは、増税時の景気情勢に大いに左右される。税率3%の引上げは7~8兆円の増税措置に相当するが、14年度入り当初の段階でデフレからの完全脱却はまだ未実現であるほか、成長戦略による民間投資誘発も発生する前の状況である。その時点で、消費税率3%引上げの悪影響を吸収しうるだけの「体力」は日本経済には備わっていないと思われる。続く7~9月期にはリバウンドが発生することが見込まれるが、基本的には低成長にとどまり、14年度にデフレ脱却に向けた成長経路に復するのは困難であろう。14年度は、実質成長率は1.2%、名目成長率は2.5%（前回予測はそれぞれ1.3%、2.9%で、いずれも下方修正）と予測する。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。なお、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、年度の成長率がそれを割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長と評価せざるをえない。ちなみに、GDPデフレ率は前年度比1.3%（前回予測は1.6%で、下方修正）の上昇を見込んでいる。

なお、今回の見通しの対象期間外であるが、15年度については実質1%台前半、名目1%台後半になると予想する（正式には13年11月公表予定の経済見通しから見通し対象とする方針、基本的に海外経済は緩やかに改善、消費税率は15年10月に予定通り引き上げる、などを前提条件としている）。早期のデフレ脱却に向けては、高めの成長を長期間にわたって維持し続ける必要があるが、2度の消費税増税は大きな障害になるだろう。

### (3) 物価見通し ~ 13年度末にかけて上昇圧力高まるが、14年度は動きが止まる

需給バランスが改善しつつあるという側面に加え、円安進行による輸入品の値上がりや電気代・ガソリンなどエネルギーの価格上昇などによって全般的に下落圧力が解消する動きとなっている。6月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比0.4%と、14ヶ月ぶりの上昇となった。内容的には、前述の通り、エネルギーの押し上げ効果が強まっていることが大きい。食料・エネルギー以外の分野でも下落圧力が弱まっていることも見て取れる。

先行きに関しても、円安効果や昨年夏の穀物高の影響、さらには電気代などエネルギー関連の値上げ傾向が徐々に強まると思われ、物価上昇率は13年度末にかけて1%前後まで高まるだろう。しかし、予定通り、14年4月に消費税増税が実施された後は、国内景気がやや停滞し、物価上昇圧力は一旦解消してしまう可能性があるだろう。



以上から、13年度のコアCPIは同0.5%の上昇と予測する。一方、14年度は、消費税増税もあり、同2.8%へ上昇率が高まるが、あくまで増税に伴う影響（+2%程度の物価押し上げ効果と想定）によるもので、その影響を除けば同0.8%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。15年度も予定通り、10月に消費税増税が実施されるのであれば、2%に向けた物価上昇圧力が強まらないまま推移することになるだろう。

## 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	▲ 0.1	▲ 0.2	2.7	1.5	2.7	1.2	▲ 0.3	0.9
民間需要	%	1.2	▲ 0.3	▲ 0.3	2.3	0.9	3.0	0.7	▲ 1.0	0.8
民間最終消費支出	%	1.6	0.3	0.6	2.9	1.4	2.4	▲ 0.2	▲ 1.7	1.2
民間住宅	%	5.3	2.2	6.3	4.6	1.0	2.1	▲ 3.0	▲ 3.9	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 1.4	▲ 3.2	▲ 4.7	▲ 0.0	0.1	3.0	2.8	0.4	2.4
公的需要	%	4.3	2.8	2.2	3.0	1.7	1.6	1.4	0.6	0.5
政府最終消費支出	%	2.1	1.0	1.1	1.5	1.0	0.5	1.3	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	15.0	10.8	7.3	9.2	4.4	6.6	1.8	▲ 0.0	▲ 0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.3	8.9	7.6	10.6	10.4	10.8	12.5	12.2	12.9
輸出	%	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 5.2	6.8	6.3	5.4	7.0	3.6	3.1
輸入	%	3.8	2.3	▲ 1.5	4.4	3.1	5.2	5.4	2.2	2.5
内需寄与度 (前期比)	%	2.0	0.4	0.4	2.4	1.1	2.2	0.8	▲ 0.6	0.6
民間需要 (＃)	%	0.9	▲ 0.2	0.0	1.7	0.7	2.0	0.5	▲ 0.8	0.5
公的需要 (＃)	%	1.1	0.6	0.4	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
外需寄与度 (＃)	%	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	0.4	0.5	0.1	0.4	0.3	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	1.3	1.4	1.2
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 2.6	▲ 3.4	▲ 3.2	2.6	3.0	2.5	0.9	▲ 0.8	0.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	87.6	91.1	97.8	100.3	95.3	82.6	79.0	86.3
経常収支	兆円	4.4	2.5	1.9	7.7	3.8	3.9	10.8	5.0	5.8
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 2.7	▲ 4.1	▲ 5.8	▲ 3.3	▲ 2.5	▲ 1.0	▲ 1.1	0.1
外国為替レート	円/円	83.1	79.4	86.8	99.9	98.6	101.3	104.5	103.5	105.5
通関輸入原油価格	円/バレル	113.4	114.5	112.3	109.3	108.5	110.0	110.0	110.0	110.0

(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	1.2	▲ 0.7	2.7	1.4	3.9	2.5	3.4	1.7
実質GDP	%	1.2	2.1	0.2	2.7	1.8	3.8	1.2	2.0	0.5
民間需要	%	1.2	2.6	▲ 0.2	2.3	1.0	3.6	0.7	1.6	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	1.6	2.2	1.1	2.9	2.1	3.6	▲ 0.2	0.5	▲ 0.9
民間住宅	%	5.3	3.0	7.7	4.6	6.4	2.8	▲ 3.0	▲ 2.2	▲ 3.7
民間企業設備	%	▲ 1.4	4.3	▲ 6.2	▲ 0.0	▲ 3.1	2.8	2.8	3.2	2.4
公的需要	%	4.3	4.0	4.5	3.0	3.4	2.8	1.4	1.8	1.0
政府最終消費支出	%	2.1	2.2	1.9	1.5	1.9	1.3	1.3	1.1	1.4
公的固定資本形成	%	15.0	12.3	16.8	9.2	10.0	9.1	1.8	4.5	▲ 0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.3	8.9	7.6	10.6	10.4	10.8	12.5	12.2	12.9
輸出	%	▲ 1.2	1.7	▲ 4.1	6.8	3.1	10.6	7.0	7.8	6.1
輸入	%	3.8	7.1	0.8	4.4	1.5	7.3	5.4	6.5	4.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 0.6	1.6	1.3	1.9	4.1	4.1	4.2
全国消費者物価 (＃)	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.2	0.8	2.8	2.7	2.8
完全失業率	%	4.3	4.4	4.2	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 2.6	1.4	▲ 6.4	2.6	▲ 0.3	5.5	0.9	1.7	0.1

(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

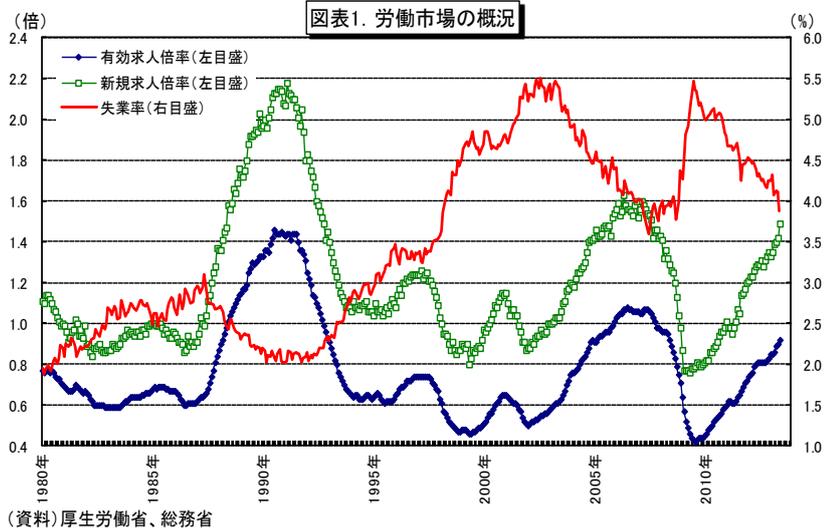
## 国内経済金融

### 最近の雇用情勢と労働政策の方向性

南 武志

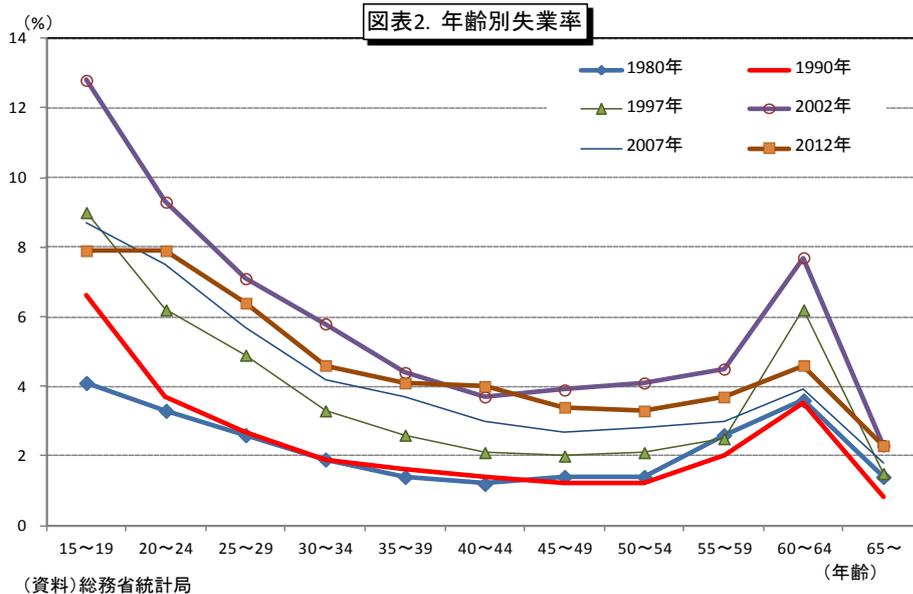
日本経済は 2012 年末までに景気底入れ、回復局面をたどっていると見られる。その影響は労働市場にも及んでおり、13 年 6 月の失業率は 3.9%、有効求人倍率も 0.92 倍と、ともにリーマン・ショック発生前後の水準まで改善

している。一方、この景気改善効果は賃金にまでは本格的に及んでおらず、最近の食品・エネルギーの値上がりは消費者マインドを悪化させつつある。また、年金支給開始年齢の引上げ対策としての「65 歳定年制」導入が企業の人件費、特に賃金プロファイル（年功賃金カーブ）にどのような影響を与えるのか、などといった問題も浮上している。



#### 「失われた 20 年」と労働市場

1980 年代後半のバブル期において、わが国の労働市場は需要超過状態に陥り、失業率は 2.0%、有効求人倍率は 1.4 倍台まで改善した。しかし、バブル崩壊後の労働環境は、時折改善する場面もあったものの、概ね悪化傾向が続いた。2002、03 年に失業率は幾度か 5.5% まで上昇、有効求人倍率も 98 年 9 月から 99 年 11 月にかけて 0.5 倍を割り込んだ (図表 1)。



基本的に、労働需要は最終生産物に対する需要から派生したもの (= 派生需要) である。雇用環境が悪化を続けたということは、その間の日本経済がそのポテンシャルを生かせず、停滞

し続けたからに他ならない。デフレ経済が続く中、企業は人件費抑制姿勢を続けている。

この「被害」を最も受けたのは若年齢層であろう。企業は既存の正規従業員の賃上げを労働生産性の向上分未満に抑えたほか、新期採用を極力控えた。その影響もあり、2000年代初頭にかけて、若年齢層の失業率は10%台まで上昇した(図表2)ほか、正規雇用(フルタイムかつ従業員期間を定めない雇用形態)を希望しても、非正規従業員に甘んじ、結果的に人的資本の形成が阻害される、といった事態が起きている。これは、将来的な経済成長にとってマイナス要因として働く。また、若年齢層も低所得状態から抜け出せない「ワーキング・プア」も深刻な社会問題として受け取られている。

### 非正規雇用の状況

総務省「労働力調査(詳細集計)」によれば、4~6月期の非正規従業員は1,881万人と前年同期から106万人増、全体の36.2%を占めている(図表3)。なお、約2割が「正規の職員・従業員の仕事がないから」非正規従業員になったとの集計結果となっている(上掲1,881万人のうちの342万人(男:168万人、女:175万人))。

また、正規・非正規の賃金格差は大きい(図表4)。正規従業員の月給は31.7万円(年齢41.1歳、勤続12.7年)であるのに対し、非正規従業員は19.6万円(年齢44.9歳、勤続6.8年)となってい

る。ちなみに、大企業勤務の男性については、正規が37.3万円、非正規が20.5万円と倍近い差がある。さらに、正規従業員の賃金プロファイルが50歳代前半まで上昇する一方で、非正規従業員はほぼフラットなままである。ひとたび非正規従業員となると、キャリア形成が困難化することもあり、その後一貫して非正規雇用で過ごす可能性があるが、FRINGE・ベネフィットや将来の年金なども考慮した場合には正規雇用と大きな格差が発生すると見られる。

図表3. 男女別・年齢階層別の非正規従業員の内訳

	男女計	男	女
総数	1,881 (106)	603 (49)	1,278 (57)
15~34歳	526 (20)	204 (9)	322 (11)
35~54歳	745 (46)	120 (12)	624 (33)
55歳~	609 (39)	278 (26)	332 (14)

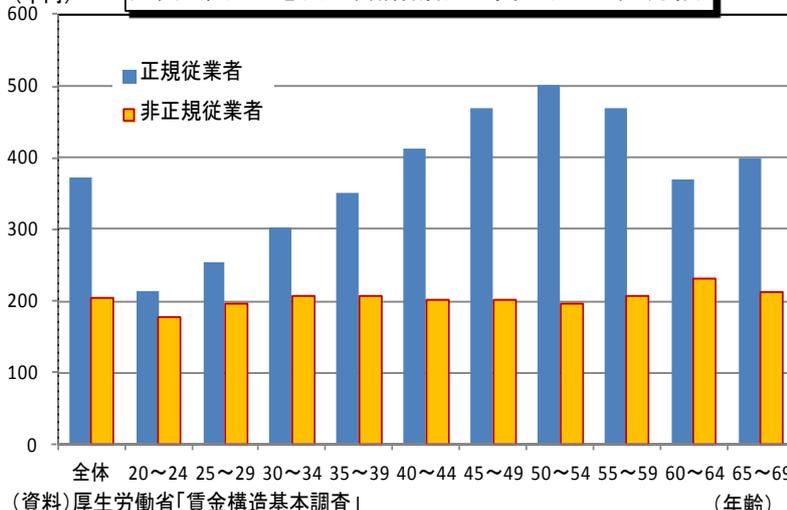
(資料)総務省「労働力調査(詳細集計、13年4~6月期)」

(注)単位は万人。カッコ内は前年同期差。

### 女性・高齢者の活用状況

6月に閣議決定した日本再興戦略では、「人材こそがわが国の最大の資源である」とし、就業者数の確保と労働生産性向上に向けた思い切った政策が必要としている。なかでも、若者・女性・高齢者等の活躍の機会を拡大し、これによって全て

図表4.雇用形態別・年齢階層別の賃金(大企業・月給)

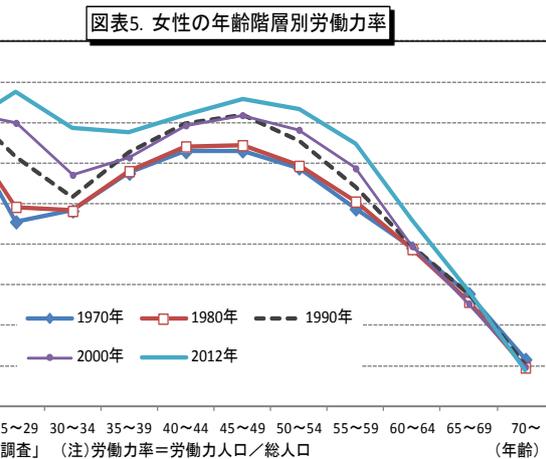


の人材が能力を高め、その能力を存分に発揮できる「全員参加の社会」を構築することを強く訴えている。以下では、女性と高齢者の就労状況について見てみたい。

まず、女性については、出産・育児期に労働力率が一旦落ち込むという、いわゆる M 字カーブ問題が知られている

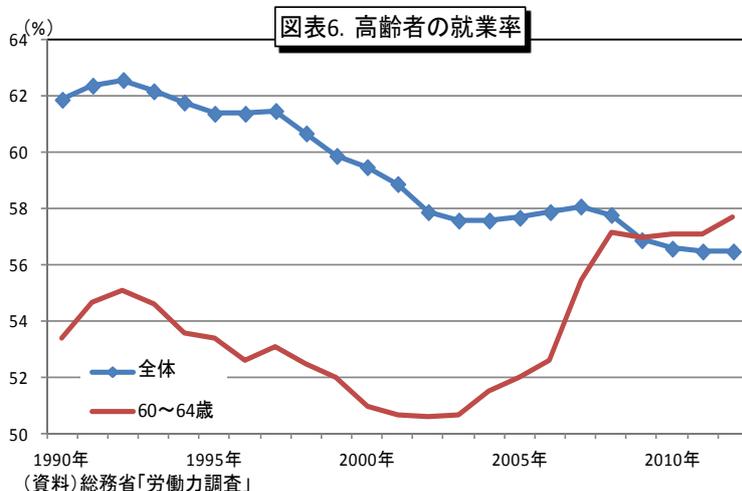
(図表 5)。近年では労働力化率の低下幅が縮小する傾向にあるが、その背景としては非婚化・晩婚化の影響、若い世代の労働力化率上昇などが指摘されている。また、育児休業給付制度の浸透も挙げられるだろう。なお、出産前に一旦退職し、育児終了後に再就職する際、非正規雇用となるケースがほとんどとされているが、前述のようにその場合の待遇は正規雇用と比べてよくない。

また、社会進出という面では、女性管理職の割合も重要であろう。総務省「労働力調査」によれば、12 年は 17 万人と、全体の 11.1% であり、過去 5 年ほどはこの水準で推移している。政府は、約 300 万人の意欲ある女性の新たな就業に向けて、「待機児童ゼロ」に向けた受け皿確保、



復職・再就職支援などの環境整備をするとともに、女性の活躍支援に取り組む企業への助成・表彰や役員・管理職への登用拡大を促していく方針である。これらによって女性就業率の 5 ポイント改善を目指している。

一方、高齢者については、13 年 4 月より「改正高年齢者雇用安定法」が施行されたことで、事業者に対して希望者全員を段階的に 65 歳まで雇用することを義務付けた(25 年度から完全に「65 歳定年」となる)。06 年 4 月に施行された「高年齢者雇用安定法」では、「老齢厚生年金」の定額部分の支給開始年齢引上げに伴って、段階的に 65 歳までの雇用機会確保を企業に義務付けたが、今回の改正は「特別支給の老齢厚生年金」の比例報酬部分



の支給開始年齢引上げの開始に伴って、継続雇用を希望しながら、実際には継続されなかった高齢者が無収入となることを回避することが目的といえる。なお、最近の高齢者(60~64 歳)の就業率を見ると、全体の就業率が緩やかな低下傾向をたどる中で、高年齢雇用安定法が施行された 06 年以

降は上昇するなど、一定の雇用確保に寄与したものと思われる（図表 6）。意欲がある熟練労働力を活用したり、次の世代に技術移転を進めたりすることは、日本経済の底上げに十分貢献することになるだろう。

ただし、「65 歳定年制」の導入に当たって、総人件費を抑制する観点から、賃金プロファイルを一段とフラット化させる動きも散見されている。その影響を最も受けやすい年齢層は、賃金水準が高めの 40～50 歳台にかけて、となるものと思われる。

## 労働政策の方向性

かつては年功賃金、終身雇用、企業内組合等で特徴づけられた日本の雇用システムであるが、「失われた 20 年」の過程で、成果主義的なものが入り入れられるなど、変化もみられている。

こうした中、政府は解雇規制の緩和、裁量労働制の規制緩和、ホワイトカラー・エグゼンプション制度（WE 制度、ホワイトカラー労働者に対する労働時間規制適用免除制度の導入）など、雇用の流動化を推進する政策を画策している。これらの政策課題は、日本再興戦略において「行き過ぎた雇用維持型から労働移動支援型への政策転換（失業なき労働移動の実現）」や「多様な働き方の実現」などとして盛り込まれている。

とはいえ、「見なし管理職」や「サービス残業」などの問題が時折報じられるなど、労働環境が十分整備されているとは言いえない中、主に企業の人件費抑制のために裁量労働制の緩和や WE 制度の策入が決定されるということがあってはならないだろう。労働政策の行方は、わ

れわれ日本人がどのように働くか、ということをも左右する。政府も労働力を単なる生産要素として捉えるのではなく、ワーク・ライフ・バランスの推進なども十分に考慮した「働き手の生きがい確保した上での経済成長」を図ることが重要であろう。

## 分析レポート

### 国内経済金融

## 電力システム改革の概要と再生可能エネルギー事業への影響

寺林 暁良

### はじめに

東日本大震災や福島第一原発事故を契機に電力需給逼迫や電気料金値上げなどの問題が顕在化するなか、今年4月に「電力システムに関する改革方針」が閣議決定された。また、これに則った電力システム改革（以下、本改革）は、安倍政権による経済政策の「第3の矢」として6月に公表された「日本再興戦略」にも盛り込まれた。

その嚆矢となる電気事業法改正案は、今期の通常国会の閉会に伴い一旦は廃案となったものの、今秋開催予定の臨時国会で再審議されることとなっている。

本改革は、多様な電源の導入を進め、発電・売電の競争環境を整えることによって、電力安定供給の確保、電気料金の抑制、需要家の選択肢や事業者の事業機会の拡大を図ることが目的である。また、「日本再興戦略」によると、関連産業活性化等によって新たに16兆円規模の市場創造が期待できるという。

### 改革の内容と工程

本改革は、広域系統運用の拡大、小売及び発電の全面自由化、送配電部門の中立性の一層の確保、という3段階からなる（図表）。

#### 広域系統運用の拡大

第1段階は、広域系統運用の拡大である。これまでは原則的に9電力会社がそれぞれの区域で電力需給を管理していたが、この区域を越えて電源の有効活用が図られることとなる。

具体的には、調整機関として「広域系統運用機関」が設立されるとともに、地域間連携線や周波数変換装置の増強などによって送電網の強化が行われる。

これが具体的に盛り込まれた電気事業法改正案は、今秋開催予定の臨時国会での成立が目指されており、2015年が事業開始の目途となっている。

#### 発電・小売の完全自由化

発電・小売については、1995年以降段階的に自由化が行われてきたが、本改革の第2段階では両者の全面的な自由化が行われる。

これにより、小売電気事業者の参入が自由化され、需要家も自由に購入する電力を選択できるようになる。また、発電事業者の自由参入を促進するため、発電の卸規制が撤廃される。将来的には、市場活性化を図るために電力先物取引についても検討される可能性もある。

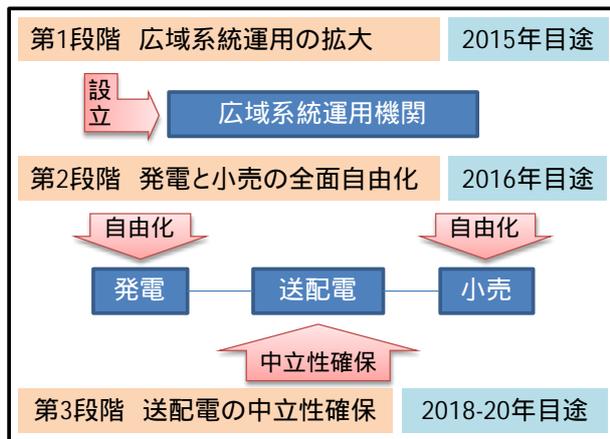
これは、次期通常国会に関連法案が提出され、2016年を目途に実施される予定である。

#### 送配電部門の中立性確保

第3段階では、新規参入の発電事業者や小売電気事業者でも公平・中立に送配電設備を利用できるようにするため、送配電部門の別会社化（法的分離）が行われる（ただし、持株方式の子会社となることは許容される）。

この送配電部門については、公平性・中立性・独立性を高めるために、むしろ多くの規制がかけられることとなる。

図表 電力システム改革の内容と工程



資料：「電力システムに関する改革方針」（2013年4月2日閣議決定）より作成

これは、2015年の通常国会での法案提出が目指されており、2018～20年が実施の目途とされている。

### メリット・デメリットに関する議論

本改革で行われる発電・小売自由化や発送電分離については、多くのメリットが期待できる一方、デメリットについても指摘されており、実施には賛否両論が飛び交っているのが現実である。すでに電力自由化等が先行する欧州などの国や地域でも、議論が繰り返されている。

慎重派の意見としては、むしろ電力供給が不安定化する、電気料金が燃料価格等に左右されやすくなり、変動幅が大きくなる、需要者（消費者）にとって電力購入の仕組みが複雑化し、不便になる、現在の原発事故賠償・補償体制に影響がある、などが挙げられる。なお、メリット・デメリットについては、山田（2012）や野口（2013）に要点を得たまとめがあるため、参照願いたい。

ちなみに、本改革は原子力政策に対してはニュートラルであり、「日本再興戦略」にも「安全性が確認された原子力発電の

活用」が並行して掲げられていることも書き添えておく。

### 再生可能エネルギーには追い風

本稿で本改革への評価を論じるのは難しいが、小規模分散型が基本の再生可能エネルギー（以下、再エネ）にとっては、大きな追い風になることが期待できる。

まず、再エネ普及にとっては、地域間連携線の送電容量が脆弱で、電力会社の出力変動への対応能力が限界に近付いていることが現在大きな問題となっている。これに対し、広域系統運用の拡大によって送電線網が強化されれば、再エネ導入の可能性は大きく広がる。

また、電力の小売自由化が行われれば、消費者が「グリーン電力」として再エネで発電された電力を選択して購入する動きが広がることも期待できる。地域の再エネ事業で起こした電力を、地域で自給的に利用することも可能になる。

さらに、送配電部門の独立会社ができることによって、再エネ発電事業者の発電した電力は、大手発電事業者の電力と全く対等に扱われることになり、再エネ発電事業者だけが接続拒否を受けるといった事態はなくなるだろう。

ただし、現行の再エネ普及策である固定価格買取制度は、本改革の目的の一つである「電気料金の抑制」とは相いれない部分もある。電力システム改革の進展に伴い、固定価格買取制度の見直しに関する議論が高まる可能性があることには注意が必要だ。

### 文献

- 山田光（2012）『発送電分離は切り札か 電力システムの構造改革』日本評論社。
- 野口貴弘（2013）『電力システム改革をめぐる経緯と議論』『レファレンス』748：27-51。

## 連載

## 物価 古今東西 第6回

## 金本位制と物価変動

## ～ 19 世紀後半の英国のデフレ～

竹光 大士

## はじめに

現在、金本位制は「過去の遺物」と捉えられており、先進各国では管理通貨制度が採用されている。この金本位制の採用が先進国の証とされていた 19～20 世紀においては、金本位制そのものが引き起こす物価変動もあった。

## 金本位制の仕組み

金本位制とは貨幣を金と兌換可能にする制度である。これは財・サービス価格が金の数量で示され、金の価値に裏付けられた資本（金兌換国の紙幣）の自由な移動がなされる、ということである。金本位制の下では、総合収支（＝経常収支＋資本収支）の収支尻分だけ金の流出入が発生する。金が流出（＝総合収支が赤字）するとマネーサプライが減り、物価が下落、同時に金利が上昇し、輸入が減ることで収支尻は均衡する。逆に金が流入（＝収支尻黒字）するとマネーサプライが増え、物価が上昇、金利低下、輸入が増加し総合収支の均衡が図られる。これが、金本位制下での国際収支の自動調整メカニズムである。

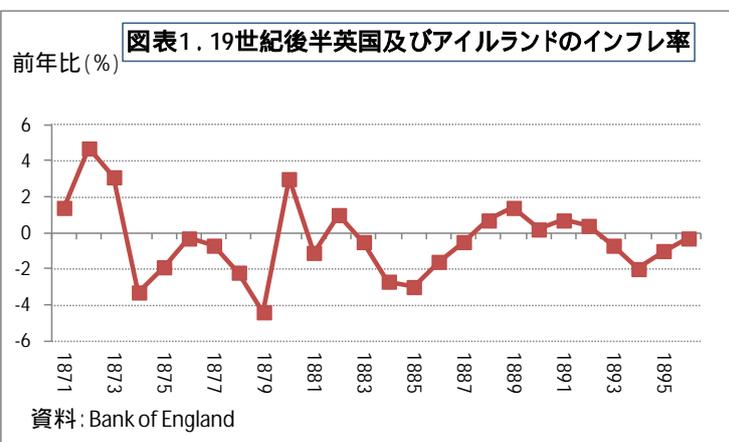
また、金本位制度は国内の金融政策に足かせとして機能する側面があることが知られている。為替の安定、独立した金融政策、資本の自由な移動、の 3 つは同時に

実現できないという国際金融のトリレンマがあるが、金本位制では 為替の安定、資本の自由な移動、が重視され、独立した金融政策が制限される。

## 19 世紀後半の英国のデフレ

最後に 19 世紀後半の英国のデフレを見てみた。金保有量がほぼ一定だったこともあり、1876 年～86 年にマネーサプライである M4(広義流動性)は 0.1%減少し、インフレ率は大半の年でマイナス圏を推移した。

ケインズの『貨幣論』では 1876～86 年のデフレは貨幣数量の減少が主因であるとしている。しかし、19 世紀末に当時英国領であった南アフリカでの金鉱の発見によりマネーサプライの増加が図られたが、1893～96 年には物価が下落した。ケインズはこの原因は有効需要（投資）不足であるとしている。ケインズの議論は物価上昇にはマネーサプライの増加だけでなく需要創出も必要だということを示唆したものといえる。



## 連 載

## 新興国ウォッチ！ &lt; 第 16 回 &gt;

## 中所得国の罣(4)

多田 忠義

中所得国の罣に陥った国の例：マレーシア、フィリピン / 抜け出せた例：韓国

前回の連載後段で、中所得国の罣は、貿易や産業構造だけでなく、資源賦存量や産業構造など総合的な視点で分析する必要があると指摘した。これに対して、Felipe (2012) は、中所得国の罣に陥った国と抜け出せた国の例として、韓国(現在：高所得国)、マレーシア(上位中所得国の罣)、フィリピン(下位中所得国の罣)を比較分析し、中所得国の罣に陥る・抜け出すという構造について分析を深めている。

韓国は中所得国の罣から抜け出せた事例である。1970～80年代にかけて、韓国政府が強力に推し進めた産業振興政策が、機械、化学、金属の分野で連関する製品類の比較優位を実現し、中所得国の罣から高所得国に移行できた。

一方、マレーシアでは1980年代に電機セクターで比較優位な製品が急増したものの、当該セクターがほかの産業部門とあまり連関していなかったことから、マレーシアにおける高度な輸出製品は、電機セクター止まりとなっている。

フィリピンは、1970年代半ば以降、比較優位な労働集約型製品や農林水産物が急増したものの、1990年代以降減少に転じている。この動きは、資本集約型製品でもみられた。一方で、1990年代半ばに電機セクターで比較優位な製品が急増したものの、マレーシアと同様、他産業に波及することはなかった。

こうした分析を踏まえ、Felipe は、中所得国の罣に陥った国が高所得国へ移行

するために比較優位を成長させ、連関する製品類にその成長を波及させる必要がある、と結論づけた。また、国内に有していないこのような製品類を生産する能力が必要であり、政策による努力が求められる、とした。

## 「中所得国の罣」議論を踏まえた新興国の見方

4回にわたって連載した「中所得国の罣」に関する議論では、まず、中所得国の分布、貿易製品の需給構造といった各国における所与の条件を整理するところから始めた。次に、製品製造にかかる「能力(Capabilities)」の習得、こうした能力の普及・定着に対する政策の後押しなどが、中所得国の罣に陥らない要素になりうることを確認した。

Felipe レポートは、結局のところ、資源、労働力・その質、生産能力、イノベーションや技術、政策に加え、産業クラスターのような集積・近接性や連関といった視点を導入すべきであると逆説的に指摘したところに意義があるだろう。一方、中所得国が、製品の輸出やその比較優位によってすべて高所得国に移行できるとも考えにくい。各国は、極めて多様な社会経済構造をもち、国内外で多様かつ複雑な関係を持つだけに、新興国経済を製品製造や輸出だけで明らかにすることに限界があること認識する必要がある。

## 参考文献

Felipe, J. (2012) "Tracking the Middle-Income Trap: What is It, Who is in It, and Why? Part 2" *ADB Economics Working Paper Series*. 307, Asian Development Bank.

## 海外の話題

# 似て非なる…。

北京駐在員事務所長 平山 勝英

昨年11月、中国の指導部の交代があり、習近平氏が共産党総書記に選出され、また俗に「チャイナ7」と呼ばれる、習氏自身や今年3月から国務院総理となった李克強氏も含む7名の党政治局常務委員が選ばれたことは、まだ微かに皆さんの記憶に残っておられることと思います。ただ、その時点から3月の全人代までの間、国の代表（国家元首）である国家主席（\*本年3月に習近平氏が就任）は胡錦濤氏、政府機関のトップである国務院総理は温家宝氏であったことは、ほとんどご記憶にないのではないかと思います。5年に一度、秋に開催される党大会で党の幹部人事が決定される一方、政府機関の人事は3月に開催される全人代を中心に決定されることから、このような「タイムラグ」が発生している訳ですが、よくよく考えてみると「党総書記」（党の代表）、「国家主席」（国家元首）、「党中央軍事委員会主席」（軍のトップ）、がすべて同一人物という状況が（少なくとも日本を始めとする）西側自由主義諸国基準で言えばかなり異質なことのように見受けられます。

わが国の体制に「翻訳」して考えると、政権党の党首であり自衛隊の最高指揮監督権保有者でもある安倍首相が（象徴的な存在ではなく実権も有する）国家元首も兼ねている、という感じですが、選挙で下野する可能性のある複数政党制の中の一党首と、下野することがあり得ない一党独裁型政党の党首はその重みがまったく異なります。憲法第9条の縛りがあり専守防衛に徹するしかない自衛隊と人民解放軍の違いもまた然りです。「下野することがあり得ない」と書きましたが、そもそも党だけでなく国家の運営方針の基本も、あくまで指導的立場にある共産党が指揮発展させてゆくということであり、都市化政策であるとか特定の産業の振興、教育文化に関連する政策、われわれ日本人にとっても急に身近になってしまった感のある外交政策、等々、あらゆる政策が、突き詰めれば「党のため」の政策のようにも見受けられます。福祉の充実を図ったり、失業者が町にあふれないよう経済成長を実現させるための巨額の投資を行ったり、当然ながら国民にとって「良いこと」もしていますが、国民の間で政府への不満がたまり反体制的な空気が醸成されないことを意識している、とも言えます。中学や高校の社会科で習う「三権分立」という考え方がありますが、当地では西側諸国で議会に相当する全人代のトップは党の政治局常務委員の中の序列第3位の張徳江氏ですし、一応独立した形になっている最高裁判所のトップは（将来を嘱望されたエリートではあるものの）200名あまりいる党中央委員（\*7名の常務委員も含めて計25名いる政治局員の一つ下の階層）のひとりです。また、中央銀行は国務院傘下の政府機関に過ぎず、国務院の最高指導者である総理の李克強氏の党内序列も第2位で習近平氏の下となります。また、大手銀行や石油会社等の有力国有企業のトップはその多くで基本的には党の幹部が勤めており、前職や任期満了後の行く先は政府機関や党の要職であったりします。2012年9月の尖閣諸島国有化問題の発生時に1週間くらい当地の新聞、テレビ、ネット媒体等が「尖閣ネタ」で埋め尽くされましたが、まさに共産党を頂点とした一元管理社会体制ゆえの事象かと解釈されます。昨年9月以降、政府機関とのアポイントメントがとり難くなったとか、許認可に時間がかかるようになったとか、或いは身近なところで日本車の売れ行きが落ちたとか、色々言われていますが、具体的にそういった指示が出されたケースは殆どないようであり、要するに上層部、更には言えば共産党を中心とした権力中枢の意向を実務レベルの人々が自主的に汲み取る形で、そういう現象が発現してしまっているようです。

ということで、「見た目が似ている」、「漢字を使う」、「主食は米や麺類で箸を使う」、「会社の行事が好き(?)」、等の共通点が多い一方、社会の体制はまったく異なるのが隣国である中国ということになります。また、第2次世界大戦以降においても、文化大革命や改革開放の推進など、社会生活の根幹を成す価値観が大幅に揺れ動いています。それ以前の、王朝が何度も変わる度に支配階層が総入れ替えとなってきた歴史とも合わせ、人々の価値観がややもすると刹那的で拝金主義に陥り易いといった点から、平均的な価値観やものの考え方もだいぶ違って当たり前ということになります。

ただ、良くも悪くもわが国は中国の隣国であり、前駐中国(日本)大使も仰っていましたが一衣帯水の関係にあつて、お互い引っ越す訳には行かないのであり、何らかの形で双方にメリットがあるような付き合い方をしてゆくのが現実的かと思われまふ。米国を中心とした「グローバル・スタンダード」が現時点において世界各地でビジネスを行う際のひとつの基準となっていますが、米国の相対的な国力の低下と中国の台頭がある程度あり得るものとすれば、両大国間での話のつき方次第では「アジアはチャイナ・スタンダードで」となってしまう日が来るかもしれません。主張すべきことは主張してゆくのが正論だと思いますが、少なくとも感情的になってしまうような局面は控え、やはり当地の方々が好む「ウイン・ウイン」的な関係を模索してゆくことが、引越しのできない隣人として進むべき道のように思われまふ。

(2013年8月20日)