

## 潮流

# 2014年に先送りされたもの

常務取締役 柳田 茂

光陰矢の如く過ぎ、2013年も最後の一月を残すのみとなった。少し早いですが、2013年の金融市場を振り返ると、執筆日現在（11月25日）、昨年末対比で日経平均株価は約50%値上がりし、ドル円レートも約16%円安になるなど、大きな相場変動があった一年であった。また、長期金利が史上最低水準を更新（新発10年国債利回り0.315%）した年としても歴史に残る可能性のある、エポックメイキングな一年であったといえよう。

これは、主に昨年12月26日に発足した安倍内閣が打ち出した経済政策「アベノミクス」と、その中核を成す日本銀行の「異次元緩和」の効果によるものであるが、年間の市場の動きは決して単純なものではなく、株価は実体経済の回復が確認される前の前半一本調子に上昇し、5月22日に最高値をつけた後は最近に至るまで長い調整局面を続け、為替と長期金利も前半に激しい動きを見せた後、一転して年後半はボックス相場の動きに終始した。

このような、実体経済の動向と乖離した市場の動きは、「期待に働きかける」政府・日銀の経済政策の反映として一応の説明はできるが、それ以上に、現在の金融市場が世界的な過剰流動性（マネー）に支えられた金融相場に他ならないことを如実に浮き彫りにしたものと認識される。

その証左に、今年の金融市場の最大の注目材料は、主要国のマクロの経済指標ではなく、常に中央銀行の動向であり続けた。とりわけFRBの影響力は絶大で、5月22日のバーナンキ議長による量的緩和縮小示唆発言は世界の金融市場を揺り動かし、先進諸国の株価のみならず高成長を謳歌してきた新興国の通貨の大幅下落といった事態まで巻き起した。最近になって各国の株価が再び騰勢にあるのは、11月14日に行われたイエレン次期議長候補の緩和策維持示唆発言が直接の契機であり、現在の国際金融市場はまさにFRBの掌中にあると言っても過言ではなからう。

目下、世界の金融市場に大きな混乱は見られず、当面の世界経済の牽引車として期待されている米国の株価は史上最高値を更新する活況にある。現在の金融市場が過剰流動性に支えられた金融相場にすぎないとしても、FRBのしっかりとしたコントロールの下にあるのであれば、一見問題はないように見える。

しかし、実体経済と乖離した市場価格はバブルに他ならず、そしてバブルは必ず破裂するものであることは、私たちが何度も身に染みて経験してきた真実である。来るべきその時に、世界中に溢れる過剰流動性（マネー）が暴れ出すのを中央銀行がコントロールできるかどうか、現状では大いなる危惧を持たざるを得ない。

私見としては、9月のFOMCでFRBが量的緩和縮小開始を断行せず、過剰流動性は是正を先送りしたことは、リーマンショック後の金融市場立て直しに実績を挙げたバーナンキ議長の九仞の功を一簣に欠くミステイクであった可能性が高いと思っている。金融市場に実体経済に裏打ちされたリアリティを取り戻すことこそが、2014年に先送りされた中央銀行と市場参加者の大きな課題であると考えている。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 年度末にかけて駆け込み需要によって高めの成長継続

### ～一方、増税後の国内景気は停滞気味に～

南 武志

#### 要旨

2013 年上期は年率 4%近い成長となるなど、持ち直し傾向を強めていた国内景気であったが、7～9 月期の経済成長率は減速、消費・投資といった民間最終需要の改善にブレーキがかかった。ただし、この減速は一時的とみられ、13 年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も強まり、高めの経済成長を実現すると見られるほか、物価上昇率も 1%前後まで高まるだろう。しかし、14 年度の増税直後には景気は足踏み状態に陥り、物価上昇圧力も一旦は解消すると見られる。14 年夏には日本銀行は追加緩和策の実施を決断することになるだろう。こうした状況を踏まえれば、長期金利の低位安定状態は当面続くと予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2013年		2014年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.072	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.2200	0.20～0.25	0.20～0.25	0.18～0.23	0.18～0.23
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 (%)	0.625	0.50～0.80	0.50～0.85	0.50～0.85	0.55～0.90
	5年債 (%)	0.200	0.15～0.40	0.15～0.40	0.15～0.40	0.20～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	101.0	95～105	98～110	98～110	98～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.2	125～145	130～150	130～150	130～150
日経平均株価	(円)	15,381	15,750±1,000	15,250±1,000	14,000±1,000	14,250±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11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

2013年に入り前後から持ち直し傾向を続けてきた国内景気であるが、堅調に推移してきた民間消費が夏場にかけて足踏みが見られたほか、海外経済の不透明感の強まりもあり、輸出が軟調な推移をするなど、景気回復テンポが鈍ったとの見方が浮上していた。

実際、7～9月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比年率1.9%と4四半期連続のプラス成長ながらも、同4%前後の成長を達成できた年前半から大きく減速したことが確認できた。1.9%成長という伸び率も1%程度とされる潜在成

長率は上回ったものの、その牽引役は民間在庫と公共投資であり、肝心の民間最終需要は同1.0%(4～6月期:同2.6%)とブレーキがかかるなど、あまり良い内容ではなかった。

しかし、この減速については、アベノミクス効果が一巡したというわけではなく、あくまで一時的と捉えるべきであろう。年度下期にかけては、公共投資の下支えが続くほか、円安定着や米国経済の底堅さを受けた輸出の回復、さらには14年度からの消費税増税を前にした駆け込み需要の本格化が期待される。13年度末にかけて高めの経済成長が続くなど、景

気は堅調に推移すると予想される。

しかし、14年度の国内景気はやや停滞気味になる可能性が高いと見る。14年4月の消費税増税直後には耐久財消費や住宅投資などに大きな反動が出ることは避けられないだろう。それに対して、政府は12月上旬には、景気落ち込みを軽減するための5兆円規模の経済対策を策定し、補正予算編成をする構えを見せているほか、増益企業に対してベアを含めた賃上げを要請している。しかし、8兆円前後とされる増税ショックを完全に吸収することはできず、停滞感も強まるだろう。14年度内に景気が急回復する可能性は薄いと思われる（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、物価に関しては、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、7月以降は前年比で1%弱での上昇率が続いている（9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同0.7%、食品（除く酒類）・エネルギー除くベースでは同横ばい）。全般的に、底堅い消費を背景に需給環境が改善していることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も進行中である。

足元ではエネルギー関連の押し上げ効果

が一巡しつつあるが、13年度末にかけては景気回復色の強まりなどで1%前後まで物価上昇率が高まると予想される。ただし、14年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、物価上昇圧力は一旦解消することになるだろう。

## 金融政策：現状と見通し

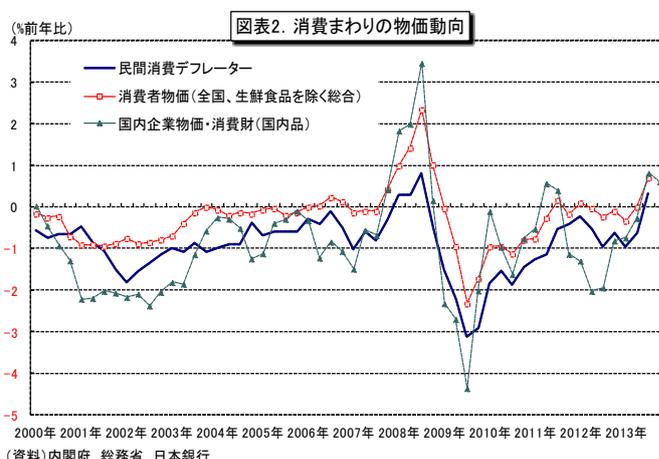
13年4月にマネタリー・ベースを今後2年で約2倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」を導入して以降、日本銀行はその政策効果を見極める動きに徹している。

当初、日銀によって毎月の発行額の約7割に相当する国債を市中から購入することへの警戒感などもあり、長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇する場面があったが、7月以降はそうした混乱が収束し、長期金利は再び低下し始めたほか、基本的に円安の定着、物価の下げ止まり、景況感の改善などをもたらし、約15年続くデフレ状態からの完全な脱却に向けた動きを十分サポートしてきたといえるだろう。

日銀自身もこの異次元緩和について、人々の予想インフレ率が上昇し、実質金利の押し下げを通じた景気刺激効果が強ま

っていると、事前に想定した通りの効果を発揮していると見ているが、一方で中小企業向け貸出等の動きが相変わらず鈍いなど、政策効果にまだ広がりが見えていないのも確かである。

さて、10月30日の金融政策決定会合後には「展望レポート」が公表されたが、これによると13～15年度にかけての経済・物



値見通しには若干の修正が加えられたものの、15年度にかけて物価上昇率が2%程度まで高まるとの見通しを改めて示すなど、2年程度で物価安定目標を達成するとの意欲が維持された。

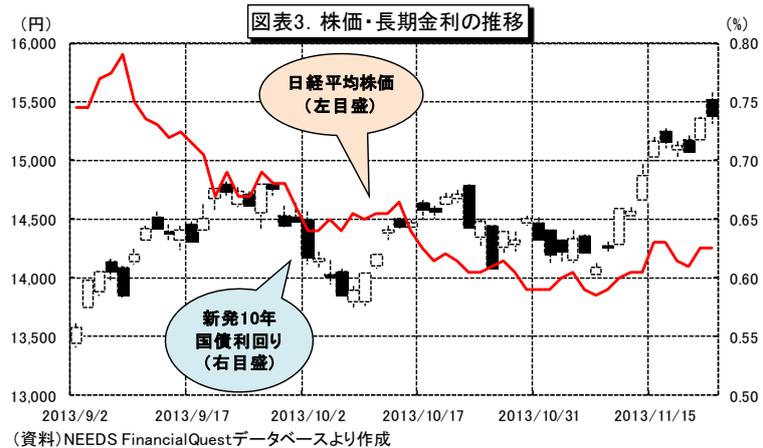
しかし、当総研も含め、14～15年度の国内景気は需給バランスの大幅改善をもたらすほどの勢いはなく、2%の物価安定目標に向けた物価上昇圧力も一旦は弱まるものとの予想がほとんどであるのも確かである。こうした動きが現実のものとなれば、金融政策はもう一段の緩和策を余儀なくされることになると思われる。実際に、最近になって黒田総裁を含めた政策委員らが、必要であれば追加緩和を行う余地がある旨の発言をしている。とはいえ、これまで日銀は消費税増税の影響は限定的としてきたこともあり、増税前に追加緩和を検討する可能性は小さく、追加緩和は増税後の14年夏ごろになるだろう。その際には、リスク性の高い金融資産の購入増額や超過準備に対する付利撤廃などが検討されると思われる。

### 金融市場：現状・見通し・注目点

13年下期以降、内外の金融資本市場は、米国の金融・財政政策の行方を巡る思惑によって揺れ動き続けた。14年年明け後にも再び問題が意識される可能性が高く、注意が必要であろう。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

#### ① 債券市場

異次元緩和の導入決定直後の長期金利



(新発10年物国債利回り)は史上最低の0.315%まで低下したが、その後は逆に水準を切り上げ、かつ乱高下を繰り返し、5月下旬には一時1%ちょうどまで上昇した。日銀は国債買入れオペを弾力化すること等で過度な変動を抑える対応が続けたが、メガバンクなどで保有国債を圧縮する動きもあり、6月中はボラタイルな状態が続いた。しかし、7月以降は投資家の運用難と相まって長期金利の変動は沈静化し、かつ金利水準も緩やかな低下傾向をたどっている。10月中旬以降は0.6%前後での展開が続いている。こうした金利の低位安定の背景としては、日銀による大量の国債購入を続けるなかで、消費税増税を決断したことがわが国財政の健全化の第一歩として評価されたことが挙げられるだろう。もちろん、わが国の財政健全化の道は決して楽ではなく、仮に14年4月の消費税増税後に国内景気が悪化するなど、増税ショックが想定以上に大きく出た際には、財政拡大の圧力が高まる可能性もあり、財政悪化が再び意識される場面もあるだろう。

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、極

めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を大きく緩和する方向に働くと見られる。1%割れの長期金利は今しばらく継続するだろう。

## ② 株式市場

12年11月以降、円高修正を好感して持ち直しが始まった日経平均株価であったが、史上最高値を更新する米国株価に牽引され、13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた。しかし、5月下旬にQE3の年内縮小の可能性を示したバーナンキ米FRB議長の発言を受けて、内外の株式市場は調整色が強まり、日経平均は1万2,000円台半ばまで下落した。その調整も6月末までには一巡したものの、その後も米経済指標やそれを受けたQE3を巡る思惑が揺れ動き、株価は14,000円を中心としたボックス圏での展開が続いた。11月中旬になって、米金融緩和策の継続が意識され、それによってリスク回避的な行動が弱まり円安が進んだことから、株価は約半年ぶりに15,000円台を回復するなど、堅調に推移した。

先行きも、引き続き米QE3の規模縮小への意識が続くものとみられるが、国内景気の先行き上振れ予想等を背景に、年度末にかけて底堅い動きを続けるものと思われる。

## ③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、大胆な金融緩和を約束するアベノミクスに対する期待感から、為替レートの円高修正が本格化した。それまで1ドル=80円割れだ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、対ユーロレートも100円前半の水準から同じく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投資家のリスクオフ姿勢が強まり、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、米雇用統計を中心とした主要経済指標の発表のたびに、QE3の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いた。なお、11月に入り、円安傾向が再び強まってきた。10月の米雇用統計は予想以上に強い内容であったが、イエレン次期FRB議長候補の公聴会での証言内容がハト派的なものであったことも後押しした。また、対ユーロでも、11月初旬のECBによる利下げ直後は一時円高に振れたが、その後は再び円安方向に戻している。

先行きについては、しばらくQE3の規模縮小への思惑が相場を左右する面が大きく、趨勢が決まるまでは一方向的に円



安が進行することはないだろう。なお、14年春までにはQE3の規模縮小が決定されるとの見方が強いが、米国経済や内外金融市場に悪影響を及ぼすような形での実施は避けられるものと見られ、QE3の規模縮小は一段の円安を促すと予想する。

(2013. 11. 22 現在)

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 政府機関閉鎖にもかかわらず、底堅く推移する米国経済

木村 俊文

### 要旨

米国経済は、10月の政府機関閉鎖の影響が懸念されたが、雇用改善の動きが確認され、消費や生産も底堅く推移するなど、緩やかな回復が続いている。こうしたなか、財政協議の行方は依然不透明ながらも、政策当局(FRB)は重点を量的緩和政策からフォワードガイダンス(金利の時間軸政策)に移行する計画を検討していることが明らかになった。

### 経済指標は底堅い動き

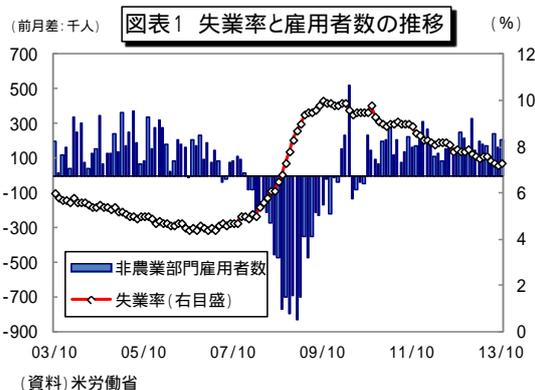
米国では、10月1日から2週間以上にわたって政府機関が一部閉鎖された影響で多くの経済指標の公表が遅れたが、ほぼ正常化しつつある。こうしたなか、当初予定よりも1週間遅れて発表された10月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差20.4万人増となったほか、8月分(19.3万人 23.8万人) 9月分(14.8万人 16.3万人)についても増加幅が上方修正され、政府部門を除き総じて改善の動きが続いていることが確認された(図表1)。一方、失業率は7.3%と前月から0.1ポイント悪化した。今回の雇用統計では、政府機関閉鎖による悪影響が懸念されていたが、ほとんど影響は見られず健全な内容となった。ただし、雇用者数の増加が今後も持続するかどうか、慎重に見極める必要があるだろう。

また、新規失業保険週間申請件数は、10月第1週に政府機関閉鎖の影響で37.3万件(前週は30.8万件)と約半年ぶりの高水準に急増したが、足元では32.3万件と再び減少傾向にある。

個人消費は、10月の小売売上高が前月比0.4%と前月(0.0%)を上回り、3ヶ月ぶりの高い伸びとなった。変動の大きい自動車・ガソリン・建材を除くコア売上高も0.5%と前月(0.3%)から加速した。なかでも、電化製品が1.4%と高い伸びとなり、米アップル社の新型多機能携帯端末(iPhone)の投入が引き続き売上高を押し上げた。

一方、11月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は株高やガソリン価格下落にもかかわらず72.0と4ヶ月連続で悪化し、11年12月以来約2年ぶりの低水準となった。マインド悪化となったことで、年末商戦に向けて消費が弱含む可能性もある(詳細は本号「注目される米国の年末商戦」を参照されたい)。

企業部門では、10月の鉱工業生産が前月比0.1%と3ヶ月ぶりに低下した。しかし、公益事業(電気・ガス)や鉱業がマイナスに転じたほか、自動車生産が低下したにもかかわらず、製造業が3ヶ月連続で上昇し、持ち直し傾向を維持して



いる。一方、設備稼働率は78.1%と前月(78.3%)から低下した。

住宅関連では、ローン金利や住宅価格の上昇などを受け、10月の中古住宅販売戸数が前月比3.2%と2ヶ月連続で減少した。また、建設業者の景況感を示す11月のNAHB住宅市場指数は54と前月から横ばいとなったが、8月(58)をピークに改善の動きが一服している。

### イエレンFRB副議長が緩和継続を示唆

連邦準備制度理事会(FRB)は、10月29日~30日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、「引き続き緩やかなペースで景気拡大しつつある」とした一方、「住宅セクターの回復が幾分減速している」との認識を示し、現行の金融政策を据え置いた。

引き続き、月額850億ドルで実施している量的緩和第3弾(QE3)の縮小開始時期について注目が集まっているが、FRBの次期議長に指名されたイエレン副議長は、11月14日の上院銀行委員会での指名承認公聴会で、米国経済や労働市場の回復が不十分として、当面は現行の緩和策を維持する必要があるとの考えを表明した。

しかし、11月20日に公表されたFOMC議事要旨(10月29日~30日開催分)では、FRBの見通しに沿った労働市場の改

善が確認されれば、今後数ヶ月で資産購入規模の縮小に着手できるとの認識で一致したことが判明した。ただし、QE3終了後も長期にわたって短期金利を低く抑える方針であることから、フォワードガイダンス(金利の時間軸政策)を強化することについて議論されており、QE3の規模縮小が即座に利上げにつながらないことを市場に説得していく計画であることが示唆された。これを受けて、市場では緩和縮小観測が再び強まった。

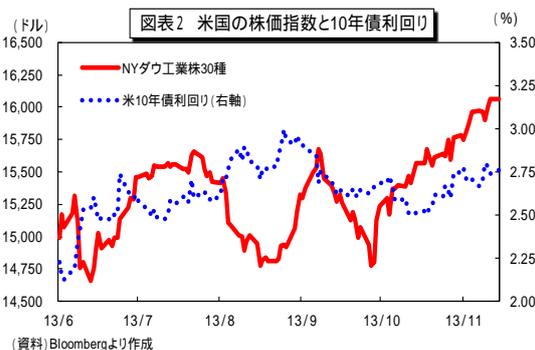
とはいえ、財政協議をめぐる与野党の攻防が14年1~2月に再燃すると想定されることや同年2月にFRB議長が交代することなどを考慮すると、FRBが年内に金融政策を大幅に変更する可能性は低く、QE3規模縮小に踏み切るのは早くても14年3月と予想される。

### 米株価は史上最高値を更新

長期金利(10年債利回り)は、11月13日に公表されたイエレン次期FRB議長候補の指名承認公聴会での証言原稿で緩和策の維持が示唆されたことから低下に転じ、18日には2.66%と約2週間ぶりの水準に低下した(図表2)。

しかし、FOMC議事要旨の公表を受けてQE3の早期縮小観測が強まり、2.8%付近まで上昇して推移している。当面の長期金利は、QE3の縮小時期をめぐり神経質な展開が続くと予想する。

一方、株式相場は緩和継続観測や業績期待を背景に続伸し、ダウ工業株30種平均は11月22日に16,064.77ドルと最高値を更新した。先行きは、QE3縮小前倒しへの警戒感のほか、利益確定の売り圧力も強く、高値圏でもみ合う展開が予想される。(13.11.25現在)



## 情勢判断

### 海外経済金融

## 日本化する？ユーロ圏の経済

### ～進むデスインフレと注目される ECB の政策対応～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏では物価上昇率の低下が急速に進行しており、实体经济に及ぼす悪影響が懸念されている。ECB は 11 月に政策金利を引き下げたもののその効果は限定的と考えられ、今後、実効性のある景気刺激策を打ち出すことができるのかが注目される。

#### はじめに

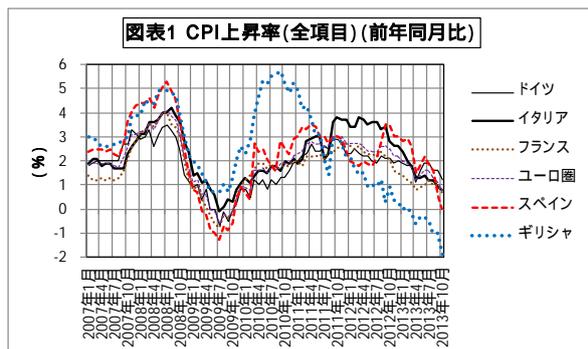
ユーロ圏では一部には景気底打ちの兆しも現れつつあるが、その一方で、物価上昇率の低下（デスインフレ）が急速に進行しており、これが实体经济の新たな懸念点として浮上してきている。

ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）の上昇率（前年同月比）は 2011 年後半に 3.0% に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間はその低下の勢いが強まっている（図表 1）。直近の 13 年 10 月のデータは 0.7% となったが、これは「中期的に」とはしているものの、「CPI の年間上昇率を 2% を下回るがこれに近い水準に維持する」とする欧州中央銀行（ECB）の政策目標を大幅に下回っている。

ここでユーロ圏における経済規模上位 4 ヶ国であるドイツ、フランス、イタリア、スペインを取り上げれば、それぞれで物価上昇率の低下傾向が認められる。また、経済の低迷に苦しむギリシャを加

えた場合、イタリア、スペインとともに財政悪化国での低下の程度がドイツ等に比べ著しいことがわかる。一方、ユーロ圏の主要項目別の内訳では、最近では一層広い範囲でこの低下が進んでおり、またエネルギーや食品等を除くいわゆるコアについても 10 月には 0.8% まで低下している状況が示されている（図表 2）。

本稿では、こうしたユーロ圏における広範かつ急速なデスインフレの進行について、その要因を検討するとともに、今後の経済に及ぼす影響や ECB の政策対応等について考察を行うものである。



図表2 CPI上昇率の内訳(ユーロ圏)(前年同月比)

(単位%)

	ウェイト	2012年 10月	2013年 5月	6月	7月	8月	9月	10月
全項目	100.0	2.5	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	0.7
うちエネルギーのみ	11.0	8.0	0.2	1.6	1.6	0.3	0.9	1.7
うち食品、酒、タバコのみ	19.4	3.1	3.2	3.2	3.5	3.2	2.6	1.9
うち工業製品のみ	27.4	1.1	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
うちサービスのみ	42.3	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2
からを除く	89.0	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	1.0
から、を除く(コア)	69.7	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8

(資料)図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成。(注)13年10月は未確定値。

## ディスインフレの要因と今後の見通し

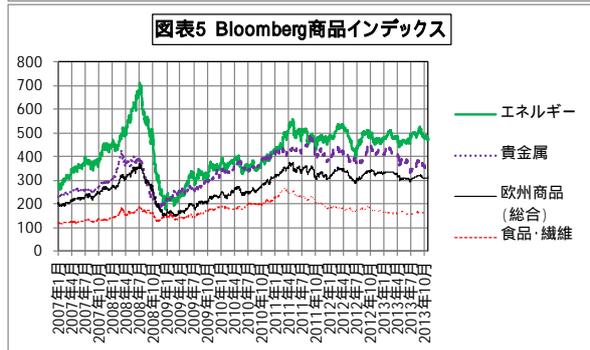
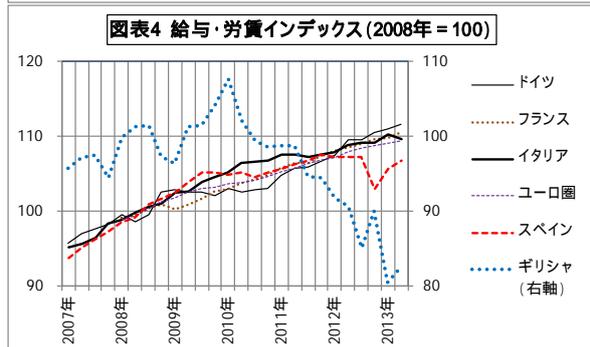
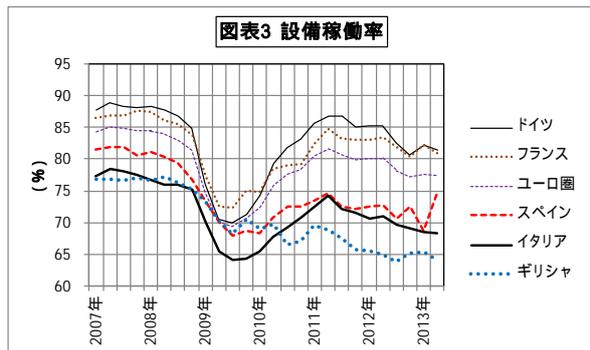
物価の上昇を要因別に見た場合、大きく需要要因(ディマンド・プル)による上昇、供給要因(コスト・プッシュ)による上昇、貨幣的要因(貨幣供給量の増加)による上昇に分類できる。

まずの観点からは、ユーロ圏の主要国では総じて高い失業率の下で個人消費に力強さが乏しいほか、途上国の経済成長も減速傾向にあるなか、工業生産額の伸びは停滞している(注1)。設備稼働率は11年の第1四半期をピークとしてその後低下に転じ、財政悪化国で特に低い水準に留まっている(図表3)。これらに現れているように、需要面の弱さがディスインフレのひとつの要因となっている。

また、<sup>2)</sup> に関しては、労働市場を含む構造改革の進展に伴い、特に財政悪化国において給与等の低下ないし頭打ち傾向が生じているほか(図表4)(注)、商品価格も最近では落ち着いた動きを示している(図表5)。このように、生産にかかる諸コストの低下や安定傾向も、ディスインフレの背景となっている。

一方<sup>1)</sup> については、ECBは11年12月と12年2月の2回にわた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)を実施し潤沢な資金を供給したが、その後その償還が始まるとともにECBのバランスシートは縮小に向かっている。こうしたなか、マネタリーベースは減少に転じるなど(図表6)貨幣的要因からも物価上昇につながる兆候は認め難い。

以上のとおり、足元のディスインフレの進行には複数の要因が働いているとみられるが、特にコアの物価上昇率の低下に反映している需要の弱さについては、景気回復の足取りの鈍さからすれば今後



(資料)図表3、4はEurostatのデータから、図表5はBloombergのデータから、図表6はECBのデータから、それぞれ農中総研作成。

も大きな改善は期待し難い。このため、ユーロ圏では少なくとも当面のところ低インフレの状態が継続する可能性は高いものと考えられ、それが实体经济に及ぼす影響に注意が必要となっている。

## デシインフレの影響とECBの対応

デシインフレの進行が及ぼす影響としては、次の点が考えられる。

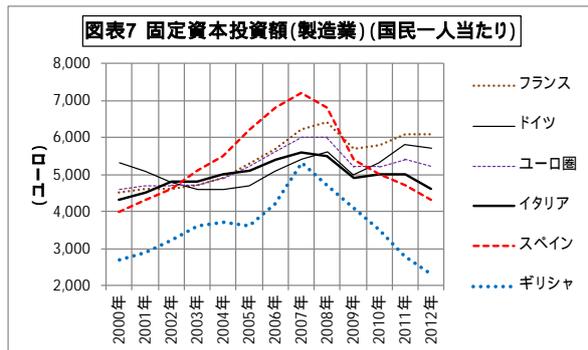
まず、デシインフレは硬直的な名目賃金の下で実質賃金を上昇させることで、失業率の高止まりや給与の削減等をもたらす消費低迷を一時的にはある程度相殺するという、プラスの効果を持つことが考えられる。

しかし一方で、デシインフレには大きなリスクが存在している。まず、実質金利の上昇により投資が抑制される可能性である。固定資本投資額の推移を見れば、ユーロ圏ではその低下傾向が続いているが(図表7)、デシインフレの進行はこうした傾向を助長することが考えられる。

また、インフレによる実質的な負債削減効果が弱まる結果、借入主体の負担が相対的に高まることに伴う負の影響も大きい。特にユーロ圏では、国家財政の改革ばかりではなく、過大な負債を抱える企業や家計のバランスシートの改善も課題となっているため<sup>(注1)</sup>、財務改善の全体的な負担増加に伴う内需の抑制継続は実体経済に対して大きな負荷となる。

こうした結果、ユーロ圏の経済は景気低迷とデシインフレ進行の間の悪循環に陥る可能性が高まるが、その以前に両者の連鎖を断ち切ることが極めて重要となる。こうしたなか、ECBは11月7日の理事会で、政策金利を過去最低の0.25%に引き下げる決定を行った。

ドラギECB総裁は同理事会後の記者会見で、今回の利下げは7月に示した「政策金利は当面、現行水準またはそれを下回る水準にとどまる」とするフォワードガイダンスに沿うものであり、今後中期



(資料)Eurostat のデータから農中総研作成。

的にインフレ圧力が低下した状態が続く可能性を踏まえた対応であることを説明した。また、同総裁はユーロ圏が日本が経験したようなデフレに陥る可能性は否定したものの、ユーロ圏が置かれた不均一でまだ脆弱な経済情勢等を考慮すれば、現時点で適切な低インフレ対策を行うことが重要であることを強調した。加えて、ECBの政策は今回の対応で尽きたのではなく、一段の利下げを含め、必要に応じ活用可能なあらゆる追加手段を検討する用意があるとした<sup>(注3)</sup>。

しかしながら、0.25%にまで低下したECBの政策金利には、現実的には引下げ余地はほとんど残されていない。また、そもそも加盟国間での貸出金利の格差拡大等に示されるようにユーロ圏では金融政策の伝達経路が十全には機能しておらず、一方、企業や家計に財務改善が求められる環境下では需資自体にも限りがある<sup>(注4)</sup>。このため、ECBが金融緩和に動いたという象徴的な意味合いを除けば、利下げが実体経済に及ぼす効果はかなり限定されたものとなると考えられる。さらに、各国間で経済情勢は多様であり、既にドイツでは不動産価格が上昇しつつあるなど<sup>(注5)</sup>、ここからの金融緩和は資産バブルの発生をもたらすだけに終わる可能性も懸念される。

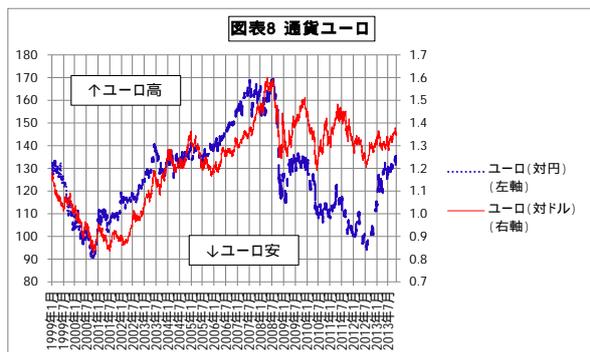
## おわりに

一方、ドラギ総裁は同じ記者会見で、為替相場は ECB の政策目標ではないことを改めて念押ししたが、ユーロ圏の経済には 12 年夏以降進んだユーロ高(図表 8)が重荷となっていることは否定できず、今回の ECB の利下げにはその修正を通じた輸出促進等にむしろ大きな狙いがあったとも考えられる。

しかしながら、利下げにより一時的なユーロ安効果はあるとしても、ユーロ圏の経常収支が改善を示すほか ECB のバランスシートが縮小に向かうなかでは、少なくとも米国の財政協議や量的緩和縮小にかかる不透明感が軽減されない限りは、ユーロ高傾向からの根本的な修正は期待し難いのではないだろうか。

以上のとおり、ECB の利下げによる直接的な、またはユーロ安を通じた間接的な景気刺激効果はともに限定的と考えられる。また一方で、以前から ECB による政策の選択肢のひとつとされる預金ファシリティ金利をマイナスとする政策<sup>(注 6)</sup>についても、需資低迷等を考慮に入れば銀行による自国債買いを助長するだけの結果となり、その景気刺激の実効性は限られたものとなる可能性が高い。

ECB は、欧州連合 (EU) の条約により財政ファイナンスが禁じられていることで、米国型の量的緩和政策は採用し難いなど、その政策には大きな制約がある。このため、ECB が有効な対応策を打ち出せない間に、ユーロ圏では景気低迷とデフレーション進行の間の悪循環に通貨高が加わり、さらに高い失業率を伴うことで日本以上に問題を深刻化させる恐れがある。また、こうした情勢は、企業の収益力の弱さからドイツよりもフランスや



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

イタリア等の経済に一層大きな負担となることが考えられ、これにより経済情勢の二極分化が拡大し、ECB の政策をより困難化させる可能性もある。

ECB にとり、デフレーション進行への対応は過去に経験のない新たな課題である。財政政策が縛られ、かつ金融政策にも制約があるユーロ圏で、デフレと景気低迷の長期化という経済の日本化を防止するために、ECB が次の一手として実効性のある政策を打ち出すことができるのか、再度のドラギマジックは可能なのか、その手腕が注目されることである。

(2013年11月21日現在)

(注 1) 山口勝義「ユーロ圏の経済は回復に転じるのか? ~脆弱な金融機能と多額の債務が制約に~」(『金融市場』13年11月号)を参照されたい。

(注 2) 財政危機への対応の過程で、通貨安を通じた調整が期待できないユーロ圏の経常収支赤字国は、労働コスト等の引下げ(いわゆる internal devaluation)を通じた競争力の強化に努めてきている。

(注 3) ECB (7 November 2013) "Introductory statement to the press conference (with Q&A)"による。

(注 4) 山口勝義「ユーロ圏の焦点はソプリ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~」(『金融市場』13年9月号)を参照されたい。

(注 5) 例えば、次による。

・Financial Times (22 October 2013) "Fears rise of German property price boom; Bundesbank warns of 20% overvaluation"

(注 6) 預金ファシリティ金利は民間銀行による中央銀行への預金に付利される金利で、ECB は 12 年 7 月にゼロ%に引き下げている。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 緩やかな回復を続ける中国経済

～ただ回復力は強いものではない～

王 雷軒

### 要旨

足元の中国経済は緩やかな景気回復が続いているものの、回復力はあまり強くないと判断される。また政府が更なる景気刺激策を打ち出す可能性も低く、10～12月期の実質 GDP 成長率は再び減速すると見られる。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。

### 緩やかな景気回復

中国経済は2013年に入ってから減速基調が続いた。このような景気減速に歯止めを掛け、13年の成長目標である7.5%を達成するために、中国政府は7月に入ってから、鉄道建設の加速、都市部インフラの強化などの景気対策を相次いで打ち出してきた。加えて海外経済の緩やかな回復に伴って輸出も持ち直したことにより、7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比7.8%と、4～6月期（同7.5%）から3四半期ぶりに小幅回復した。

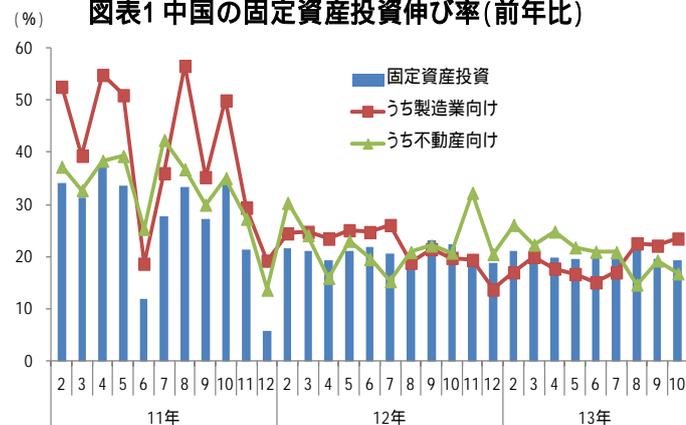
足元では、緩やかな景気回復が続いているものの、回復力は強いものではないと見られる。以下では、足元の景気動向を確認していきたい。

まず、消費については、10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）は前年比11.2%で、9月（同11.2%）と同じく底堅く推移した。景気減速を受けて、賃金水準の上昇幅が相対的に低下したなか、ぜいたく禁止令などの影響で飲食料品が低迷したものの、自動車や家電製品の伸びが高まった。先行きについては、所得環境に大きな改善が見られな

いものの、この程度の堅調な伸びが続くと見られる。

一方、投資については、製造業向け（シェア34.5%）が好調さを維持したものの、不動産向け（同25.5%）、交通運輸や水利・環境などのインフラ向け（同16.4%）が鈍化したことを受けて、10月の固定資産投資（農村家計を除く）は前年比19.2%と、9月（同19.6%）から伸びがやや低下した（図表1）。先行きについては、中央政府が鉄鋼業やセメントなどの業種における過剰投資の進行に歯止めをかけるため、10月15日に「過剰生産能力の解消に関する指導意見」を公表したことなどから、今後も固定資産投資がある程度抑制されるだろう。

図表1 中国の固定資産投資伸び率(前年比)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 毎年1月の数値は未発表

外需については、10月の輸出が前年比5.6%と9月(同0.3%)から勢いを取り戻した。地域別に見ると、欧米向けが増加したほか、香港向けも下げ止まりつつある。先行きについては、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持ち直し傾向が続くと思われる。

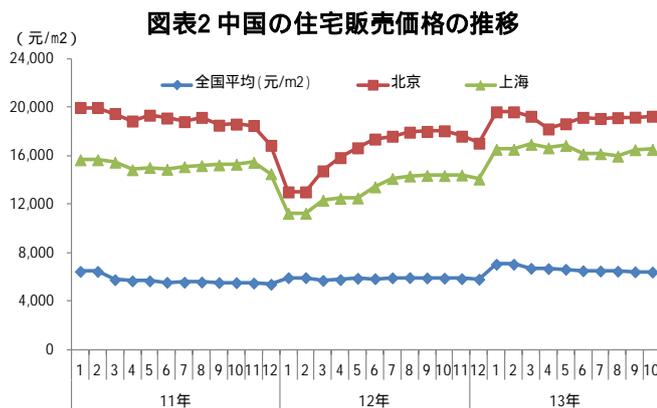
このほか、生産面においても、緩やかな回復の動きが続いている。10月の鉱工業生産は前年比10.3%と9月(同10.2%)から小幅ながら伸びが高まった。また、中国国家統計局らが発表した10月の製造業PMIも51.4と9月(51.1)から小幅改善した。

以上から、足元の輸出や消費の下支えで緩やかな景気回復は進行しているものの、投資が小幅鈍化するなど回復力は強くないと判断される。

### 金融政策は現状維持

天候不順などによる食料品価格の高騰を受けて10月の消費者物価指数(CPI)は前年比3.2%と9月(同3.1%)から上昇幅が小幅ながら拡大した。一方、10月の住宅販売価格(元/m<sup>2</sup>)は不動産価格抑制策の強化などによって低下している。しかしながら、上海などの大都市では依然上昇傾向にあり、全国平均価格の3倍にも達している(図表2)。

このように消費者物価の上昇幅が拡大しつつあることや大都市の住宅価格の高騰などから、実体経済への総与信量を示す10月の社会融資総額(新規融資額)も0.86兆人民元と9月(1.40兆元)から大きく減少した。一方で、10月のマネーサプライ(M2)も前年比14.3%の伸びと9



(資料) 中国城郷建設経済研究所、CEICデータより作成

月(同14.2%)とほぼ同水準であった。

なお、6月に短期金融市場の取引金利は急騰したが、10月にも再び急上昇した。ただし、6月と違って、中央銀行が素早く資金供給を行ったことを受けて市場の落ち着きを取り戻した。今後の金融政策については、当面は微調整(小幅引き締め)を行うこともあっても、穏健な(中立的)金融政策を続けると思われる。

### 今後の景気見通し

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。足元で緩やかな景気回復が継続しているものの、回復力は依然強くない。また政府が更なる景気刺激策を打ち出す可能性も低く、10~12月期の実質GDP成長率は再び減速すると見られる。13年通年の成長率は前年比7%台後半になると予想する。

一方、14年については、消費はぜいたく禁止令による影響が一巡するものの、構造調整を行っていることから固定資産投資の伸びが緩やかに減速するほか、外需も大きな期待はできないため、7%台前半の成長にやや減速すると予想する。なお、12月に14年の経済運営方針を決める会議である「中央経済工作会議」が開催される予定で、その動向に注目したい。

(13年11月20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

10月29~30日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、月額850億ドルの資産を買い入れる量的緩和策第3弾(QE3)が維持された。また、政策金利(0~0.25%)については、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が据え置かれた。

経済指標をみると、7~9月期の国内総生産(GDP、速報値)は、前期比年率2.8%と事前予想(同2.0%、ブルームバーグ社集計)を上回った。また10月の雇用統計では、失業率が7.3%と前月から0.1ポイント上昇したものの、非農業部門雇用者数が21.2万人と事前予測(12.5万人、同)を上回った。これらのことから、景気先行き不安は残るものの、回復期待も高まっている。

#### 国内金融・経済

11月20~21日の日銀金融政策決定会合では、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を決定した。

経済指標をみると、7~9月期の国内総生産(GDP、一次速報値)は、前期比0.5%(同年率1.9%)と4~6月期(同0.9%)からは鈍化したものの、4四半期連続のプラスを維持した。また、機械受注(船舶・電力を除く民需)の9月分は、前月比で2.1%と2ヶ月ぶりに減少したものの、7~9月期では前期比4.3%の増加となった。さらに、9月の鉱工業生産指数(確報値)は、前月比1.3%と2ヶ月ぶりに上昇したほか、製造工業生産予測調査の10月も同4.7%と上昇が予想される。このように、日本経済の緩やかな回復は継続しているとみられる。

#### 金利・株価・為替・原油相場

長期金利(新発10年国債利回り)は、米QE3や日銀の長期国債買い入れオペの継続期待から、低下圧力の強い展開が続いており、11月上旬には欧州中央銀行(ECB)が政策金利を0.25%に引き下げたこともあり、断続的に0.6%を割り込んだ。その後、円安・株高の進行を受けて上昇する場面もあったが、概ね0.6%前後でのボックス圏推移となっている。

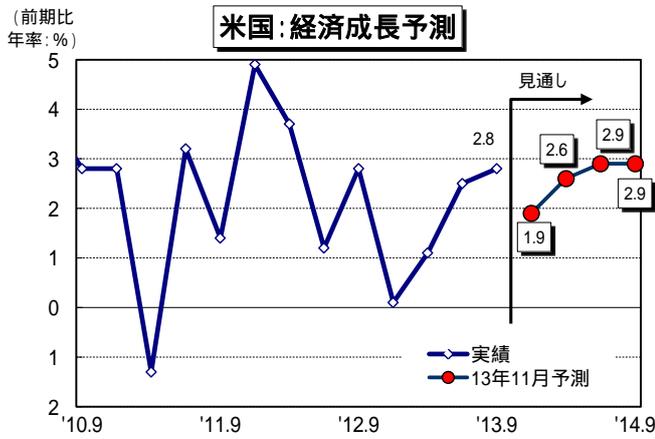
日経平均株価は、11月上旬には米国経済指標の結果などからQE3を巡る思惑が揺れ動き、一時14,000円割れ目前まで下落した。しかし、その後は米国経済の回復期待の高まりや円安の進行を受けて上昇が続き、11月下旬には一時15,500円台を回復した。

ドル円相場は、11月上旬には材料に一喜一憂して1ドル=97~99円での荒っぽい値動きとなった。しかし、11月中旬にはイエレン次期FRB議長候補の発言を受けてQE3の継続期待が高まる中、株価上昇もあって100円前後の様子見に。さらに、11月下旬には10月のFOMC議事録でQE3の数ヶ月内の縮小が示唆されたことが明らかになったことから、101円台前半まで円安・ドル高が進行している。

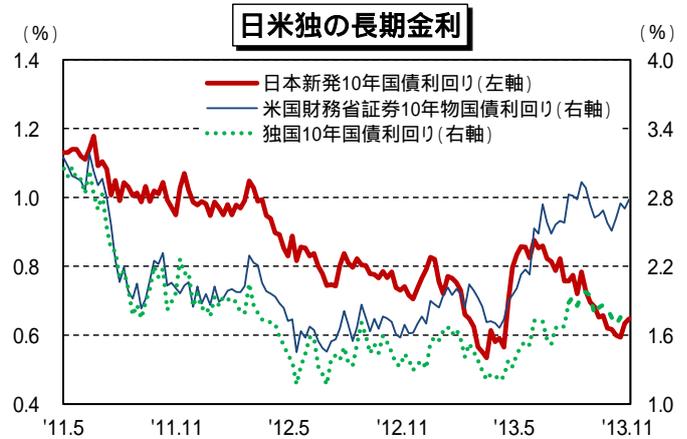
原油相場(ニューヨーク原油先物・WTI期近)は、シリア危機による供給不安が後退したことや、供給超過状態が続いていることなどをを受けて下落圧力がかかり、11月半ば以降は1バレル=93ドル前後で推移している。

(2013.11.22現在)

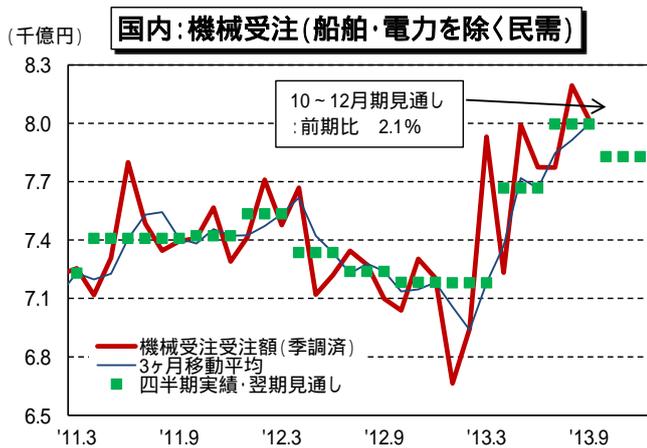
## 内外の経済・金融グラフ



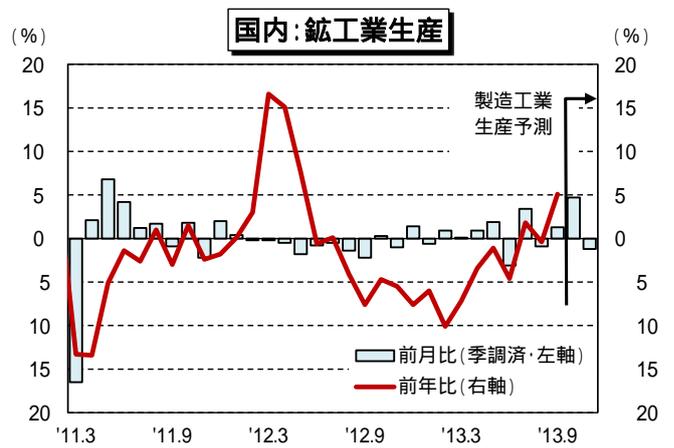
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



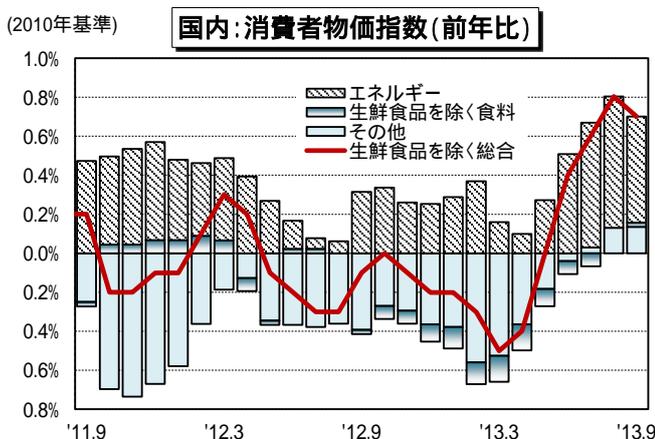
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

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



# 2013～15年度経済見通し

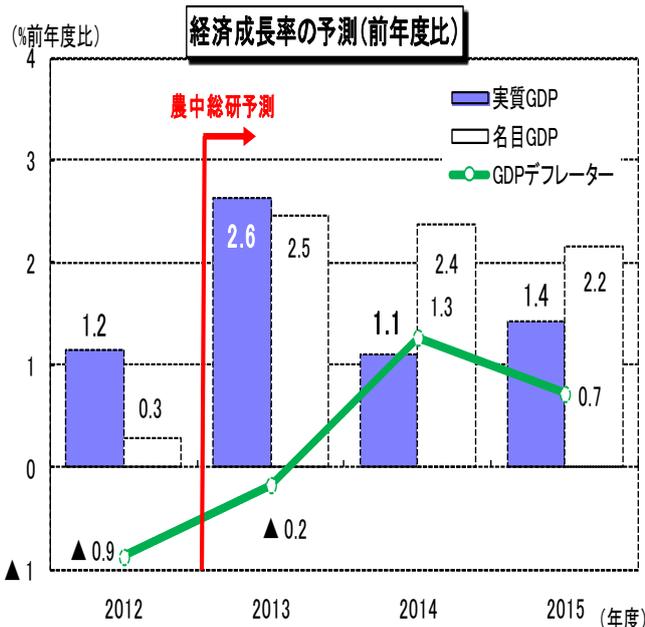
## 2013年度下期は高めの成長だが、14年度は停滞気味に

～2013年度:2.6%、14年度:1.1%(いずれも下方修正)～

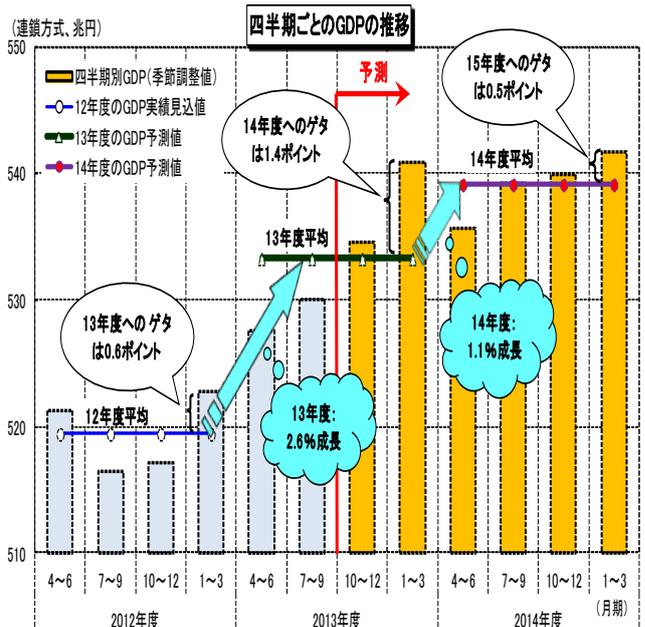
デフレ脱却や成長促進を目指すアベノミクス始動によって、円安・株高傾向が強まったほか、企業・家計の景況感が好転し、国内需要が堅調に推移してきたが、7～9月期にかけては成長率が鈍化した。ただし、その減速は一時的であり、年度末にかけては消費税増税を前にした駆け込み需要の本格化や公共投資の下支え、緩やかながらも持ち直す輸出などによって、日本経済は高めの成長に戻るだろう。消費者物価についても前年比1%前後に向けて緩やかに上昇率を高めると予想する。

しかし、14年4月に予定される消費税増税はそうした好循環を一旦途絶えさせてしまうだろう。政府は5兆円規模の経済対策を講じることで、増税による悪影響を最小限に抑えたい考えであるが、耐久消費財の不振や増税による実質所得の目減りもあり、立ち直りのペースは決して芳しくないを見る。その結果、物価上昇圧力も一旦は解消してしまう。

日本銀行でも、14年夏までには「2年で2%程度の物価安定目標を達成する」こと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。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



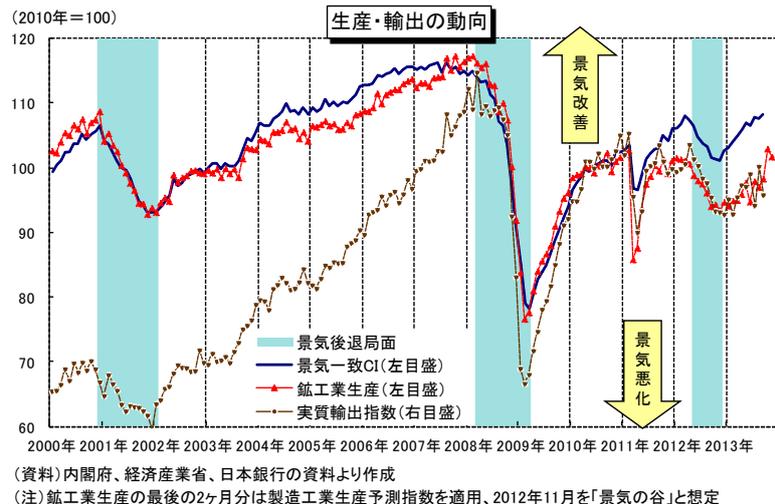
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2013年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ 回復ペースが一時的に減速

国内景気は、2013年に入ってから年率4%近い経済成長を達成するなど、アベノミクスの本格始動に刺激を受けて急回復を始めた。「縮小均衡の分配政策」から「成長と富の創出の好循環」へと方針転換された経済政策への期待感から、金融資本市場では歴史的な円高状態からの修正とそれを受けた株高が続いたほか、家計・企業の景況感が大きく改善した。また、消費税増税を前にした駆け込み需要が始まったことで、民間消費や住宅投資が底堅く推移し、出遅れていた民間企業設備投資も夏場までには持ち直しに転じた。

一方、5月下旬以降、米国の量的金融緩和策の規模縮小時期を巡る思惑が金融資本市場の動きを不安定化させ、それに伴う国際資金フローの変化によって、これまで堅調だった新興国経済に対して不安視する向きも散見される。為替レートは1ドル＝100円前後の水準で定着しつつあるほか、株価も5月下旬以降は上値の重い展開となるなど、企業マインドの更なる改善を後押しするには効果が薄れつつあるように見える。経済指標を眺めても、これまで牽引してきた民間消費などにやや足踏みの動きもみられているほか、円安による輸出数量の押し上げ効果がなかなか強まりを見せないなど、景気回復ペースが一時的に鈍化したとの見方も広がっていた。



### (2) 内容的にはよくなかった7～9月期 GDP

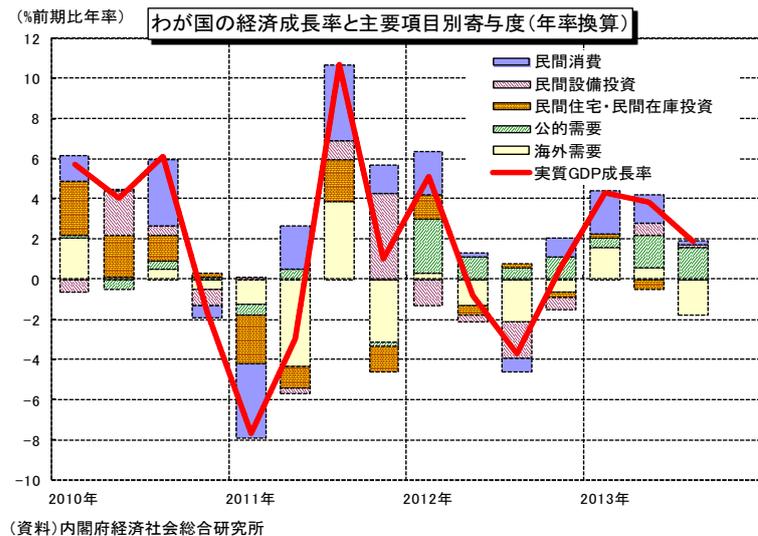
こうしたなか、11月14日に公表された7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比0.5%、同年率換算1.9%と4四半期連続のプラスとなったが、年率4%前後の成長が続いた13年前半(1～3月期:4.3%、4～6月期:3.8%)から大きく減速した。とはいえ、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が本格化することが期待され、成長率は再び高まるものと予想されるため、懸念する必要はないと見られる。ちなみに、年率1.9%成長という数値は、事前の市場予想に近いものであった。前年比は2.7%と7四半期連続のプラスで、4～6月期(1.1%)からプラス幅が拡大した。また、名目GDPは前期比0.4%(同年率1.6%)と、4四半期連続のプラスであったが、実質成長率を下回るなど、再び名実逆転状態となった。

今回7～9月期の内容としては、公的支出が引き続き堅調だったほか、民間在庫の復元も見られたが、これまでの成長を牽引した民間消費の勢いが鈍ったほか、円安が定着したにもかかわらず、海外経済の勢いが弱かったことから輸出が減少する、というものであった。アベノミクス始動からほぼ1年が経過しようとしているが、持続可能な成長経路への自律的な回帰の動きはまだ弱いといえる。

一方で、一国のホームメイドインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表すGDPデフレーターは、需給バランスはまだ崩れているものの、堅調な民間消費を背景に円安などによる輸入

## (株)農林中金総合研究所

品価格の上昇分を価格転嫁する動きが一部に進んでいることもあり、前年比▲0.3%と16四半期連続の下落ながらも、下落幅は縮小した。ただし、前期比は▲0.1%と2四半期ぶりにマイナスとなった。また、注目の単位労働コストは前年比▲2.1%と、再びマイナスとなった。成長戦略や骨太方針などで注目されている名目国民総所得(GNI)は海外からの要素所得の純受取が減少したこともあり、前期比年率0.5%と急ブレーキがかかった(4~6月期は同7.3%)。



### (3)アベノミクスの1年 ～「強めの内需、弱めの外需」

12年11月14日に野田前首相が、国会党首討論の場で衆院解散・総選挙の意向を表明、それを受けて円安・株高が本格的に進み始めてからほぼ1年が経過した。デフレ脱却や成長促進を最優先課題と位置付け、それに向けた強力な政策運営が推進されることへの期待感もあり、日本経済は息を吹き返した。

アベノミクスの始動当初は、円安や世界経済の持ち直しなどによって輸出主導での景気回復が始まり、それが強力な金融財政政策との相乗効果によって内需へ波及していく、という姿が見込まれていた。しかし、実際の動きは逆であった。株価回復などによる資産効果も手伝って、民間消費が先んじて回復するなど、内需が先行して回復傾向を強めたが、輸出は円安が定着したにもかかわらず、頭打ち気味で推移している。

このように輸出が伸び悩んだ原因としては、①短期における輸出数量の価格弾性値はゼロに近い半面、所得弾性値は比較的大きいことを踏まえると、1年という期間では円安効果が出にくく、むしろ海外経済のもたつきの影響が強く出ている、②過去15年にもわたるデフレは円高圧力を生んだが、特にリーマン・ショック後の不適切な金融政策は過度の円高ショックを日本経済・製造業に与え、その結果として生産拠点の海外シフトが必要以上に進み、円安による輸出数量の改善効果が出難くなった、などが挙げられるだろう。

しかし、国内にも生産拠点が存在している以上、円安は輸出数量に影響しない、ということはないだろう。1980年後半の米国経済の例を挙げれば、プラザ合意(85年9月)によってドル高修正が実現したものの、Jカーブ効果もあって当初2年ほどは米国の貿易赤字は膨らみ続け、赤字縮小が始まったのは約2年後の87年末からであった。また、国内製造業は汎用品よりは高付加価値なもの、新興国向けよりは先進国向けの財生産により特化していると見られ、欧米諸国の景気回復が今後強まれば、輸出数量の増加が明確になりやすいと思われる。

このように、内外需がバランスよく成長すれば、デフレ脱却を実現し、安定成長経路へ回帰していくことが見込まれるが、後述のとおり、14年4月に予定される消費税増税がそれに対して障害となるリスクが意識されている。アベノミクスにとっての正念場が訪れようとしている。

## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

2012年12月に発足した安倍内閣は、「大胆な金融緩和」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(=アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。具体的には、デフレ脱却に向けた日本銀行との連携強化、黒田新総裁の下での異次元緩和(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」)の導入、約13.1兆円の12年度補正予算の編成、そして「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」の策定などを行ってきた。「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、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、としている。

なお、7月の参院選での与党勝利により、ねじれ国会が3年ぶりに解消、今秋の臨時国会では「産業競争力強化法案」や「国家戦略特区法案」など成長戦略を具現化するための法案の早期成立を目指し、着実な実行を目論んでいる。こうしたなか、懸案だった消費税増税問題について、10月1日に安倍首相は予定通り14年4月から実施することを決断、財政健全化への配慮も見せた。一方で、12月上旬までに、増税ショックを緩和させるために5兆円規模の経済対策を策定することも発表された。

さて、予算関連であるが、14年度の一般会計予算については、これから編成する13年度補正予算と一体の「15ヶ月予算」として捉えることになるだろう。経済財政諮問会議の民間議員は、補正予算について①即効的で成長押し上げ効果の大きいものを精選すべき、②財源目途がなく、後年度負担が生じる裁量的支出は排除、③14年度予算で優先順位が低いものは取り上げない、とするとともに、14年度一般会計予算については、④4兆円の基礎的財政収支(PB)改善を達成するために、3兆円程度の歳出抑制が必要(税込等見込み:53兆円程度、PB対象の概算要求・要望額など:75兆円を想定)、⑤社会保障など義務的経費、地方交付税交付金等にも聖域なく見直しを行い、大胆な規模(1兆円規模)の「新しい日本のための優先課題推進枠」を確保すべき、としている。今後の議論を経て、12月上旬には「予算編成の基本方針」が取りまとめられることとなる。

なお、内閣府が8月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」によると、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%分のさらなる増税(税率25%)が必要とされている。ちなみに、今回の経済見通しについては、前回までと同様、消費税率を「14年4月に8%へ、15年10月に10%へ」引き上げることを前提としているが、第2弾の増税の判断には14年7~9月期のGDPなどが材料視される見込みである。

### (2) 世界経済の見通し

13年を振り返ると、リーマン・ショック(08年9月)以降の世界経済を牽引してきた新興国経済に陰りが生じたことで、相対的に先進国の存在感が再び増した印象を受ける。実際、米国経済の持ち直しを受けて、米連邦準備制度が実施している大規模な資産買入れの


**(株)農林中金総合研究所**

規模縮小が着手されるのではないかという思惑が世界中の金融資本市場を大きく動揺させたほか、不況が続いてきた欧州では下げ止まり感も出るなど、日本を含めて経済情勢が好転してきたのは間違いない。一方で、新興国経済では、先進国で発生した過剰流動性の収縮が、大掛かりな資本流出につながり、景気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。米財政問題を巡る混乱も含め、内外の金融資本市場に今後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7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率2.8%と3四半期連続で伸びが加速した。内訳をみると、7～9月期は個人消費や設備投資が減速したものの、在庫投資の拡大が成長率を押し上げたほか、住宅投資も好調な伸びを示した。ただし、個人消費や設備投資に加えて輸出が弱い動きとなったことを踏まえれば、在庫投資の拡大は「意図せざる積み上がり」の可能性もあり、全体の伸びが高まったとはいえ、基調としては引き続き緩やかな回復軌道にあると見られる。

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、議会下院で与党民主党が少数の「ねじれ状態」が変わらないことから、財政健全化に向けた議論が進まず、短期的な先送りが繰り返されている。米議会は9月に「14年度(13年10月～14年9月)予算案」と「債務上限引き上げ」について審議したものの、野党共和党が14年11月の中間選挙を控え勢力拡大をねらってオバマケア(医療保険改革法)の大幅修正を求め、瀬戸際まで強硬姿勢を続けたことから協議が難航した。この結果、14年度予算案が成立せず、10月1日から政府機関が一部閉鎖する事態に陥り、さらに債務上限引き上げの期限も迫り、債務不履行(米国債デフォルト)への懸念が強まった。結局、野党共和党が世論の支

### 2013-15年 米国経済見通し (13年11月改定)

	単位	2013年			2014年			2015年
		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	通期 予想
実質GDP	%	1.7	1.2	2.6	2.8	2.6	3.2	3.0
個人消費	%	1.9	2.0	1.7	2.3	2.3	2.7	2.6
設備投資	%	2.5	1.1	3.9	6.2	6.5	7.7	7.9
住宅投資	%	14.4	14.7	14.6	12.5	12.2	11.0	8.6
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.2
輸出等	%	2.7	1.5	6.4	7.5	8.2	7.1	6.8
輸入等	%	1.7	1.2	4.4	6.2	7.0	6.2	6.7
政府支出	%	▲ 2.0	▲ 3.9	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.4
参考								
PCEデフレーター	%	1.2	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6	1.9
GDPデフレーター	%	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
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	%	2.3	1.9	2.7	3.0	2.9	3.0	3.2
完全失業率	%	7.5	7.7	7.3	7.0	7.1	6.9	6.6

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11月18日(13年7～9月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値


**(株)農林中金総合研究所**

持を得られず、折れる形となって、期限とされた10月17日の直前に14年1月15日までの歳出を認める暫定予算とともに同年2月7日まで国債発行を認めるという債務上限引き上げに関する法案が可決したことから、デフォルト危機は回避され、同時に政府機関も再開された。

しかし、期限以降の予算および債務上限の取り扱いについては何も決まっておらず、14年1月中旬に修正判断の期限が到来する

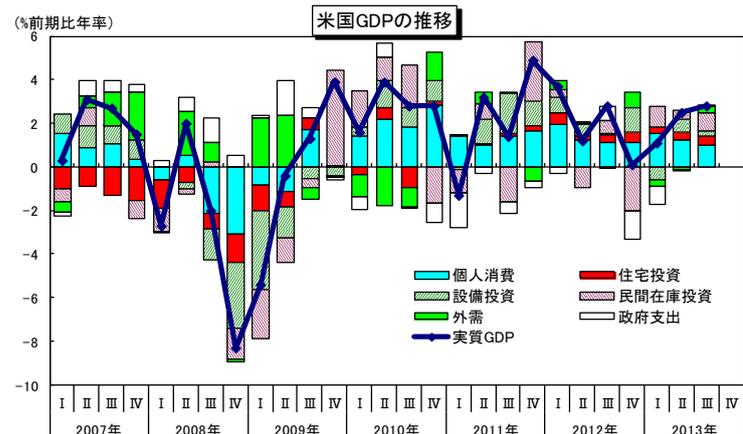
強制歳出削減と合わせて再び議決する必要があり、先行き財政問題が再燃すると予想される。目下のところ、米議会は今後の財政運営に関する提言について12月13日までに取りまとめることを目指して超党派委員会で協議しているが、依然として与野党の溝は埋まらず膠着状態が続いている。過去には超党派委員会での議論が折り合わず強制歳出削減の発動に至った経緯もあり、引き続き財政協議の行方が懸念される。

ただし、11月5日の州知事選では、ニュージャージーで共和党の現職者が再選されたものの、バージニアでは共和党のティーパーティー(茶会派)が支持する候補を破って民主党が勝利したほか、ニューヨーク市長選でも民主党が当選するなど、政府機関閉鎖の影響が選挙結果に出た格好となったことから、デフォルトの瀬戸際まで追い込んだ共和党の態度が軟化するとの見方も出ている。

一方、金融政策に関しては、月額850億ドル規模で国債等の債券購入を行う量的緩和策第3弾(QE3)など、連邦準備制度理事会(FRB)による超緩和的な政策が継続している。QE3については、バーナンキFRB議長が「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(5/22)」「13年以内に資産購入縮小に着手し、14年半ばには終了させる可能性がある(6/19)」との見解を表明して以降、縮小観測が高まり、9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で決断されると見方が強まった。しかし、FRBは、①経済指標の改善が不十分であること、②住宅ローンなど金利上昇を懸念したこと、③財政協議の行方が不安視されることを理由に挙げ、9月の縮小開始を見送った。前述のとおり、その後に財政協議が難航して政府機関が閉鎖される事態になったことを考えると、結果的にQE3縮小の先送りは正当化されたと言える。

また、14年1月末で任期満了となるバーナンキFRB議長の後任に指名されたイエレン副議長は、11月14日の上院銀行委員会での指名承認公聴会で「債券購入措置が恒久的に実施できるものではないものの、力強い回復を促進するために、できることを行うことが重要だ」との考えを表明し、引き続き現行の緩和政策を維持することを示唆した。さらに、同氏は失業率やインフレ率などがFRBの見通しよりも弱い水準であることを指摘した上で、現状0~0.25%の事実上のゼロ金利で据え置かれている政策金利について、QE3縮小開始後も低水準で維持されるとの認識も示した。事前の予想どおり、緩和政策に前向きなハト派的な発言であったことから市場では緩和継続観測が強まったが、14年1月からはタカ派で知られるフィッシャー・ダラス連銀総裁やプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁が3年ぶりにFOMCの投票権を得ることから緩和政策の終了に向けた「出口」の議論も出やすいと考えられる。

引き続き、QE3の縮小開始時期が注目されるが、財政協議の行方やFRB議長の交代などを考慮すると、FRBが年内に金融政策を大幅に変更する可能性は低いと想定される。したがって、FRBがQE3の規模縮小に踏み切るのは、早くとも14年3月と予想する。ただ



(資料)米国商務省 (注)各需要項目は寄与度(前年同期比換算)

## (株)農林中金総合研究所

し、14年春に再び財政問題に対する懸念が強まり、金融市場が不安定化する場合にはQE3縮小開始が遅れることになるだろう。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ものの、インフレ率がFRBの目標である2%を引き続き下回って推移すると想定されるほか、今後フォワードガイダンス(時間軸政策)が強化される可能性もあることから、15年後半まで維持されると予想する。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、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ものの、雇用や景気の先行き不安を背景に足元で消費者マインドが悪化傾向を示していることから、やや弱い動きが続くと予想する。ただし、財政問題の影響を見極める必要があるものの、年末商戦への

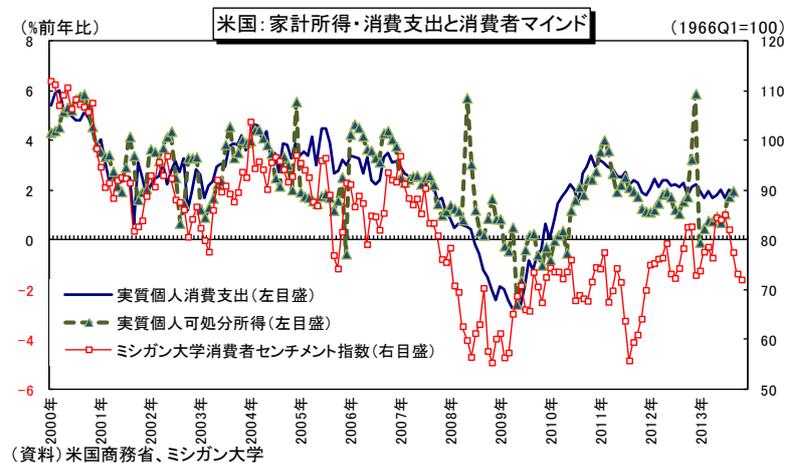
期待は高く、株高の影響もあり、悲観するほど弱くはならないだろう。設備投資は、財政協議に対する先行き不透明感などを背景に、先行指標となる非国防資本財受注が減少傾向を示していることから、増勢ながらもやや弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、緩和政策の継続観測を背景に住宅ローン金利の上昇圧力が一服していることから、引き続き増加傾向で推移すると見られる。外需については、足元で持ち直しの動きが見られるものの、海外経済の回復が進んでいないことから、米国からの輸出も増加ペースが鈍いまま推移すると予想する。なお、個人消費の回復継続や在庫の積み増しなどに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する純輸出の寄与度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月から強制歳出削減が開始されたが、14年も国防費を中心に裁量的経費がさらに削減される可能性が高く、今後も緊縮財政の強化から厳しい歯止めがかかるかと予想される。

以上から、13年10～12月期から14年1～3月期にかけてはやや低調な動きとなり、成長率は2%台前半で推移すると見込まれる。しかし、その後は、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～3%台前半に伸びを高めて推移すると見込まれる。ただし、財政問題が難航し、予算法案や債務上限引き上げ協議で再び混乱することになれば、企業や家計のマインドが一気に悪化し、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1.7%(前回見通しから0.1ポイントの上方修正、13年7～9月期が予想を上回ったため)、また14年は同2.8%(前回と変わらず)、さらに15年は同3.0%と予想する。

### ② 欧州経済

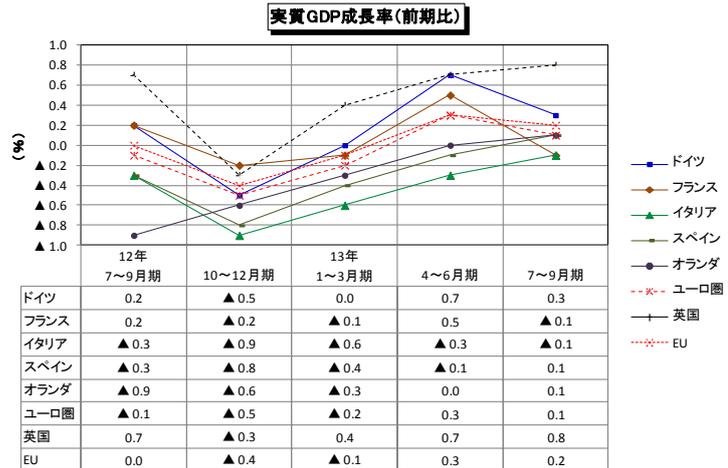
欧州では、ユーロ圏の実質GDPの前期比成長率が13年4～6月期に7四半期ぶりにプラスに転じた後、7～9月期にもプラス成長を維持するなど、景気底打ちの兆しが現れてきている。しかしながら、緊縮財政はまだ継続し内需の抑制要因となること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の削減が課題となっていること等からすれば、今後も当面の間は実体経済の本格的な回復は困難とみられ、欧州経済は底打ちを探る展開が続くものと考えられる。また、ユーロ圏では足元で物価上昇率の低下が急速に進んでおり、それが経済へ及ぼす負の影響についても注意が必要となっている。

ユーロ圏の13年7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比プラス0.1%となり、



**(株)農林中金総合研究所**

4～6 月期からは成長が減速した。また、9 月の鉱工業生産は前月比で 0.5%の低下と、前月の同 1.0%上昇から低下したが、月により上下を繰り返す動きとなっている。一方、雇用情勢については、9 月の失業率は 12.2%となりユーロ導入以来の最悪水準が続いている。なかでもスペインで 26.6% (うち 25 歳未満の若年層は 56.5%) に達するなど財政悪化国での高止まりが続いており、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、ユーロ圏の同月の小売売上高は前年同月比では 0.3%の上昇となったものの前月比で 0.6%の低下となるなど、力強さに乏しい動きが続いている。



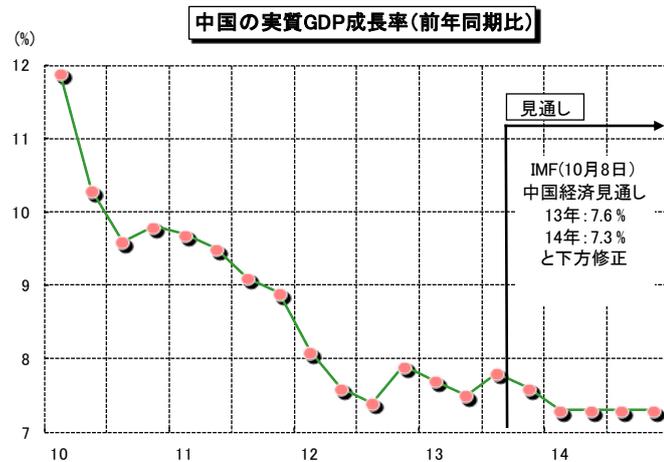
(資料)Eurostat のデータから農林中金総合研究所作成

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、9 月の製造業受注指数は前月比で 3.3%の上昇となった一方で、同月の鉱工業生産指数は同 0.9%の低下となるなど、まちまちの動きとなっている。また、輸出額は 9 月には前月比で 1.7%増加するなど概して堅調であるが、同月には失業率は 5.2%と低い水準にとどまる一方で小売売上高が前月比で 0.4%の低下となるなど、必ずしも安定的な個人消費の拡大とはなっていない。このように、以前に比べれば改善は見られるものの、外需への依存に対し内需は景気の牽引力としては力不足であり、全体としてドイツ経済はいまだ底堅い回復に至っていないと言え難い。

一方、ユーロ圏では物価上昇率が急速に低下しており、新たな懸念点となっている。消費者物価指数 (CPI) の上昇率 (前年同月比) は 11 年後半に 3.0%に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間はその低下の勢いが強まっている。10 月のデータは 0.7%であるが、これは欧州中央銀行 (ECB) の政策目標である 2%を大幅に下回っている。こうした情勢を受け、ECB は 11 月には政策金利の引下げを行い、過去最低の 0.25%とした。ECB はユーロ圏で中期的にインフレ圧力が低下した状態が続く可能性を指摘しているが、政策金利の引き下げ余地が限定されるなか、今後の ECB の政策対応が注目される。

**③ 中国経済**

リーマン・ショック後の中国経済は、政府が大規模な景気刺激策を策定したことを受けて、10 年には実質成長率が前年比 10.4%に達する回復を見せた。しかし、その後は景気刺激策の一巡したことで鈍化、12 年には同 7.6%まで減速した。13 年に入ってから、1～3 月期、4～6 月期の実質成長率は前年比でそれぞれ 7.7%、7.5%と、2 四半期連続で減速している。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

このような景気減速を食い止め、13 年の目標である 7.5%成長を成し遂げるために、中国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の小幅な景気対応策を打ち出した。加えて海外経済の緩やかな回復に伴って、輸出も回復したことから、7～9 月期の実質成長率

## (株)農林中金総合研究所

は前年比 7.8%と小幅持ち直した。

このように、足元で景気は持ち直しつつあるが、回復力は決して強いものではない。中国国家统计局等が発表した10月の製造業PMIと非製造業PMIは小幅上昇した。これらを反映して10月の鉱工業生産は前年比10.3%と、9月(同10.2%)から伸びが小幅加速した。さらに、10月の輸出も前年比5.6%と、9月(同▲0.3%)から大幅に持ち直した。

一方、10月の固定資産投資(農村家計を除く)は前年19.4%と、9月(同19.6%)から伸びが小幅鈍化した。また、10月の社会消費財小売売上総額も横ばいであったことから、足元の景気が回復しつつあるが、回復力が弱いものにとどまっていると見られる。

このように、中国経済は緩やかな回復が続いているものの、前年同期の成長率が高かったこと(同7.9%)の反動もあり、10~12月期の実質成長率が再び減速すると見られる。その結果、13年の成長率は7.7%となると予想する。14年については、消費は贅沢禁止令の影響が一巡するため、伸びがやや高まるものの、投資及び外需には期待できないので、同7%台前半の成長率になると予想する。14年の中国経済の先行きを占う上でも、12月に開催される14年の経済運営方針を決定する「中央経済工作会议」が注目される。

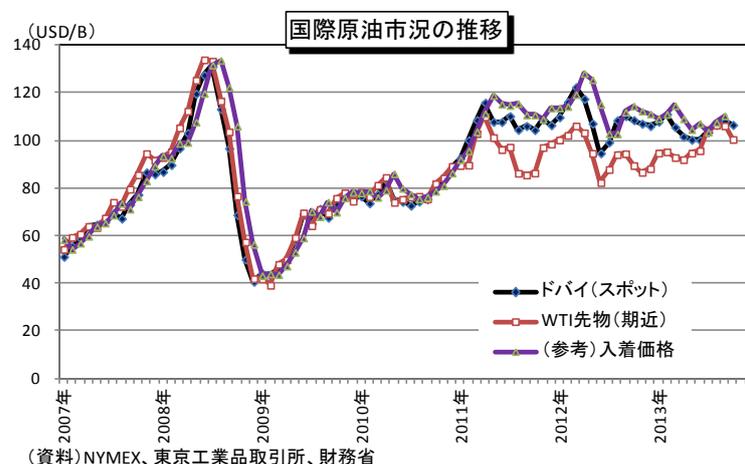
なお、金融情勢については、10月の消費者物価指数(CPI)が前年比3.2%と9月(同3.1%)から上昇率が小幅拡大したほか、住宅価格の高騰が継続していることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は金融政策を微調整することはあっても、当面は利下げなど金融緩和に踏み切る可能性は低いと見られる。

#### ④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

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、12年後半から13年前半までの1年間ほどは安定的に推移してきた。しかし、6月下旬以降、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、シリアの化学兵器使用問題、リビアでの抗議デモなどが立て続けに起きたことで、地政学的リスクが意識されたことが原因である。ただし、いずれも事態も収拾の方向に向かったほか、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、9月に入ってから原油価格は下落に転じた。

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年度が110ドル前後、15年度が115ドル前後での推移になるものと予想している。

一方、12年夏場には、世界的に天候不順が発生したことに伴って穀物価格が高騰する場面もあったが、13年は豊作となっており、特にトウモロコシの供給量が急回復し、価格が下落している。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、引き続き注意が必要である。



**2013～15年度 日本経済見通し**

	単位	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	2.5	2.4	2.2
実質GDP	%	1.2	2.6	1.1	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	0.4	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	▲ 0.5	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	▲ 6.0	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	3.3	4.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1
公的需要	%	4.3	4.1	1.8	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	1.4	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	3.7	▲ 3.8
輸出	%	▲ 1.2	4.2	5.6	4.9
輸入	%	3.9	4.5	3.6	4.1
国内需要寄与度	%pt	2.0	2.7	0.8	1.2
民間需要寄与度	%pt	0.9	1.7	0.3	1.2
公的需要寄与度	%pt	1.1	1.0	0.4	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	0.0	0.4	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.2	1.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	4.1	2.5
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.2	0.6	2.7 (0.7)	1.7 (1.0)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	4.0
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.6	3.2	0.9	1.9
経常収支(季節調整値)	兆円	4.4	4.8	7.1	8.9
名目GDP比率	%	0.9	1.0	1.4	1.7
為替レート	円/ドル	83.1	98.9	103.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	108.6	110.0	115.0

(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。

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	2013年				2014年				2015年				2016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	%	0.7	1.1	0.4	1.0	1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	1.3	▲ 0.2	0.5
実質GDP	%	1.1	0.9	0.5	0.9	1.2	▲ 0.9	0.7	0.1	0.3	0.4	1.2	▲ 0.9	0.5
(年率換算)	%	4.3	3.8	1.9	3.5	4.7	▲ 3.7	2.6	0.5	1.3	1.8	4.5	▲ 3.6	2.1
民間需要	%	0.7	0.5	0.7	0.8	1.8	▲ 1.9	0.5	0.0	0.4	0.6	1.7	▲ 1.6	0.4
民間最終消費支出	%	0.8	0.6	0.1	0.8	2.2	▲ 3.3	0.8	0.2	0.3	0.5	2.2	▲ 2.9	0.5
民間住宅	%	2.3	0.4	2.7	2.0	▲ 2.2	▲ 5.0	▲ 2.0	0.5	0.8	0.4	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.1	1.1	0.2	1.5	2.0	▲ 0.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5	0.5	0.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1
公的需要	%	0.5	1.6	1.6	0.7	▲ 0.0	0.7	0.4	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	0.0	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	2.5	4.8	6.5	3.0	▲ 1.0	1.5	0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	3.9	2.9	▲ 0.6	1.8	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%pt	1.0	1.7	2.2	0.9	3.0	▲ 0.5	0.3	0.8	1.0	1.3	2.5	▲ 0.5	▲ 0.2
国内需要寄与度	%pt	0.7	0.8	0.9	0.7	1.3	▲ 1.3	0.5	0.0	0.3	0.4	1.3	▲ 1.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.6	0.4	0.5	0.6	1.3	▲ 1.4	0.4	0.0	0.3	0.5	1.3	▲ 1.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.4	0.2	▲ 0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.2	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	1.3	1.2	1.3	1.3	0.2	0.6	1.1	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.4	2.0	4.3	4.0	4.0	4.2	1.8	2.0	3.2	3.1
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.3	0.0	0.7	0.8	0.9	2.7 (0.7)	2.5 (0.5)	2.7 (0.7)	2.8 (0.8)	1.1 (1.1)	1.3 (1.3)	2.2 (0.8)	2.2 (0.8)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産 (前期比)	%	0.6	1.5	1.7	3.1	0.8	▲ 2.7	1.5	▲ 0.2	0.3	0.8	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支(季節調整値)	兆円	0.8	2.2	0.6	1.1	0.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	1.4	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.7	1.9	0.5	0.9	0.7	1.1	1.4	1.5	1.7	1.8	1.1	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	99.0	99.0	102.0	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.62	0.70	0.70	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.80	0.80
通関輸入原油価格	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	115.0	115.0	115.0	115.0

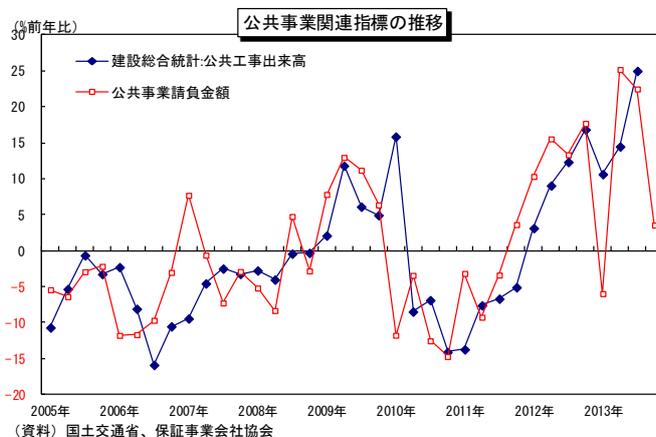
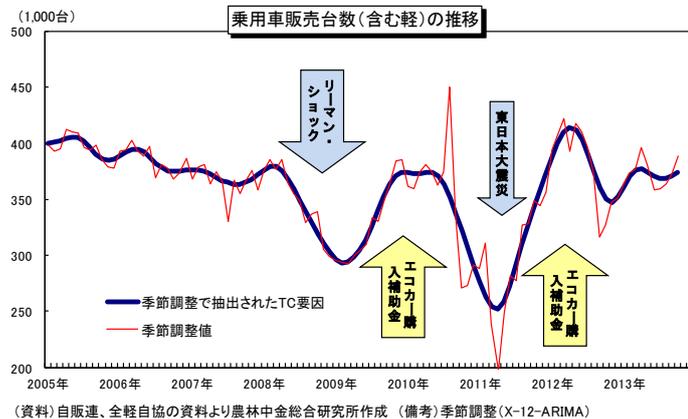
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

### 3. 2013～15年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 経済見通し ～ 消費税増税で14～15年度はやや低調な動き

日本経済の先行きを見通すうえで、「消費税引上げ前」と「引上げ直後」とでは景気状況が大きく異なる点は容易に想像できることだ。問題は、増税ショックは一時的で、1～2 四半期で吸収可能なのか、それとも長引くものであるのか、ということであろう。これは15年10月にも予定される消費税率の追加引上げの是非を左右するほか、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベノミクスの成否を握る問題であるとも言え、今後の日本経済にとって極めて重要なテーマである。

14年4月の消費税増税の是非を巡って、今夏から今秋にかけて様々な議論がなされたことは記憶に新しい。消費税増税は単に消費のタイミングが前後にずれただけであり、影響は小さいなどとする意見の一方で、デフレからの完全脱却が未実現な中での増税ショックによって日本経済は再び停滞してしまう意見もあったが、最終的には安倍首相の政治決断で予定通りの増税が決定された。政府は増税ショックを和らげるために、5兆円規模の経済対策を策定するほか、民間投資を喚起するための成長戦略を具現化するための法案成立に注力するなど、97年度に失敗し、禍根を残した消費税増税を成功させようと躍起になっている。また、政労使会議では業績が改善した企業の経営者に対して一時金だけでなく、ベースアップを含めた賃上げを求めるなど、物価上昇分や消費税増税分を吸収しうるだけの所得増の実現を促している。こうした努力はある意味評価できるが、自動車や家電、高額品を中心に、少なくとも14年度上期に需要減退することは不可避であり、そうした耐久消費財の回復にはそれなりの時間がかかることは重視すべきであろう。特に、自動車産業は裾野が広い業種であり、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。



さて、目先の景気動向を見通すうえで、12年度大型補正による公共事業は引き続き景気を下支えするほか、7～9月期には減速が見られた民間消費は増税前の駆け込みが本格化する(併せて消費財の輸入も増加)可能性は高いと見ても、あながち誤りではないだろう。ただし、14年度予算では、公共事業など裁量的経費を1割削減する方針となっており、公的支出の景気押し上げ効果は徐々に低下していく方向にあることは確かであろう。

それゆえ、輸出がどのような推移をするのか、という点が重要である。特に、消費税増税後には国内需要が大きく落ち込む可能性があり、それをある程度穴埋めできるだけの力強さがあるか、という点が注目される。前述のとおり、先行きの海外経済は緩やかながらも回復

**(株)農林中金総合研究所**

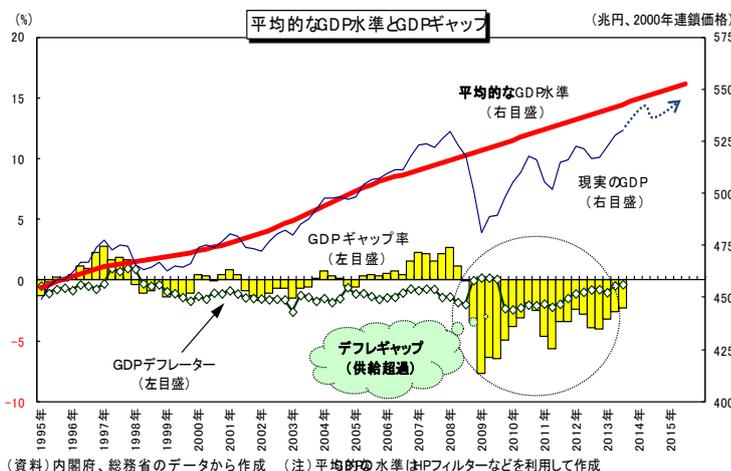
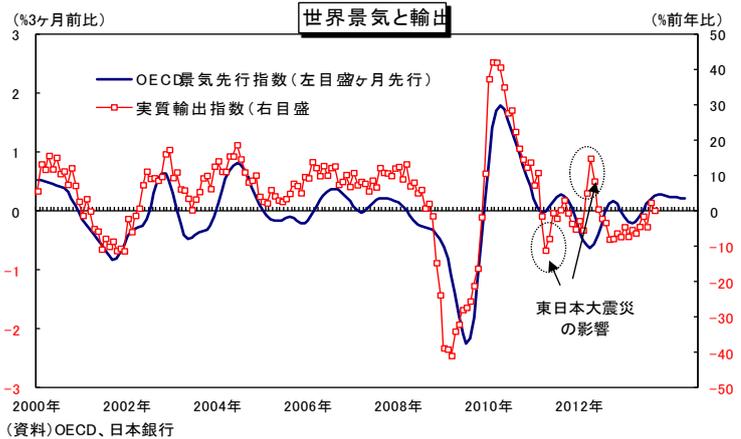
傾向をたどるとの見通しとなっていることや、円安による輸出数量押し上げ効果が徐々に出始めることが期待されることから、輸出は再び増加していくものと予想される。これにより、アベノミクス「成長戦略」の着実な実行とともに、企業設備投資の増勢が強まる可能性があるだろう。

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10～12月期については、大

企業を中心に冬季賞与が増加する見込みであることに加え、残業時間の増加傾向などで、所得環境の持ち直しが予想されること、さらに消費税増税前の駆け込みが本格化することもあり、民間消費は再び増加傾向を強めると思われる。同様に、住宅投資についても堅調に推移するだろう。輸出についても、民間部門が底堅く推移する米国向けを中心に緩やかな増加が続くだろう。企業部門についても、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待が高まるとともに、実質金利が低下していることから、設備投資需要は堅調に推移するだろう。政府・与党は投資減税に加え、法人税減税についての検討を始めたが、これらは支援材料であろう。続く14年1～3月期についても、駆け込み需要が景気を大きく牽引する姿となり、年度末に向けて成長率は加速を見せるだろう。ただし、住宅投資需要はすでに一巡する可能性があるほか、公共投資も一旦は勢いが弱まるだろう。

以上をまとめると、**13年度については実質ベースで2.6%**(前回予測(9月)の2.8%から下方修正)の成長を見込んだ。下方修正の主因は、主として輸出の回復力がなかなか高まらないことである。また、**名目成長率も2.5%**(前回予測と変わらず)を確保するだろう。GDPデフレーターは駆け込み需要発生によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁力が一時的に回復することを受けて、14年1～3月期には前年比プラスに転じると見るが、年度を通じては前年度比▲0.2%(前回予測と変わらず)と下落が残るだろう。

一方、14年度については、消費税増税によって、年度上期を中心に駆け込み需要の反動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▲3.7%)に陥ると予想する。なお、消費税増税は年金不安の解消に寄与し、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の見方もある。しかし、社会保障制度の抜本改革は依然手つかずの状態であり、本当に年金不安が緩和し、民間消費の抑制が止まるかは不透明といえるだろう。



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年度入り時点でデフレからの完全脱却はまだ実現できていないと評価されるほか、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。そういう状態に日本経済には、消費税率3%引上げの悪影響を吸収しうるだけの「体力」が備わっていないと判断される。それゆえ、続く7～9月期にはある程度のリバ

## (株)農林中金総合研究所

ウンド(同 2.6%)が発生することが見込まれるが、10～12 月期には再び成長率が鈍化する(同 0.5%)など、成長経路への早期の復帰は困難と見る。以上を受けて、**14 年度は、実質成長率は 1.1%、名目成長率は 2.4%**(前回予測はそれぞれ 1.2%、2.4%で、実質成長率は下方修正)と予測する。名実逆転の解消は 17 年ぶりであるが、消費税率引上げが主因である。なお、13 年度からのゲタとして 1.4 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。企業・家計の景況感も悪化する可能性が高いだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比 1.3%(前回予測と変わらず)の上昇を見込んだ。

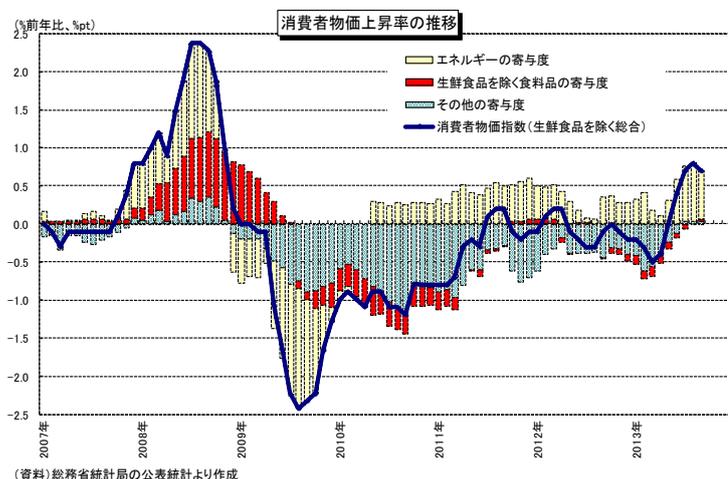
また、今回から 15 年度についても予測を行った。基本的に海外経済は欧米の改善傾向が強まることを受けて、緩やかな拡大基調が継続、日本からの輸出の増勢が続く一方で、消費税率が 15 年 10 月に 10%に引き上げられることから、年度上期には駆け込み需要が発生、年度下期にはその反動が出る、という格好が予想される。その結果、**15 年度の実質成長率は 1.4%、名目成長率は 2.2%、GDP デフレーターは前年度比 0.7%**と予測した。

早期のデフレ脱却のためには、高めの成長を継続的に実現していくことが必要であり、実際に政府は今後 10 年の平均で実質 2%、名目 3%の経済成長を目指しているが、デフレからの完全脱却前の 2 度の消費税増税はその障害として立ちはだかるだろう。

### (2)物価見通し ～ 2%の物価安定目標の達成はまだ見えず

円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、前年比 0%台後半にまで上昇率が高まっている。最近では、堅調な消費を背景に需給バランスが改善方向にあることもあり、「川上(素原材料)」から「川下(最終需要財)」への価格転嫁も一部で進み始めている。9 月の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コア CPI)は前年比 0.7%と 4 ヶ月連続の上昇、ベース部分の需給関係を示す「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」も同横ばいと、09 年から続いてきた下落状態から抜け出している。

足元ではエネルギー関連の押し上げ効果が一巡しつつあるが、13 年度末にかけては景気回復色の強まりなどで 1%前後まで物価上昇率が高まると予想される。ただし、14 年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、物価上昇圧力は一旦解消することになるだろう。一方、15 年 10 月にも第 2 弾の消費税率引上げを控えていることから、15 年入り後は駆け込み需要が強まるとみられるが、その後には再び反動減が待ち構えており、物価上昇圧力はなかなか高まらずに推移することになるだろう。



以上から、**13 年度のコア CPI は同 0.6%の上昇と予測する**。一方、**14 年度は、消費税増税もあり、同 2.7%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 0.7%**にとどまるだろう。また、**15 年度は同 1.7%へ上昇率が鈍化するが、消費税増税の影響を除けば同 1.0%**となり、14 年度(上掲 0.7%)からは高まる。しかし、日銀が目指す「2 年で 2%の物価上昇」の実現は見通せる状況には程遠い。

## 2013～15年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2012年度	2013年度		2014年度			2015年度	
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.2	2.6	1.7	1.9	1.1	▲ 0.0	0.9	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	1.2	2.4	0.4	▲ 0.8	0.7	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	1.0	2.0	▲ 0.5	▲ 1.8	1.2	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	2.9	3.6	▲ 6.0	▲ 7.0	▲ 1.1	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	1.2	2.7	3.3	1.0	2.5	4.3
公的需要	%	4.3	4.1	2.6	2.3	1.8	0.9	0.6	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	0.9	0.6	1.4	0.8	0.9	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	9.6	9.2	3.7	1.2	▲ 0.5	▲ 3.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.4	8.7	8.1	10.4	9.8	10.9	11.5
輸出	%	▲ 1.2	4.2	4.6	2.1	5.6	3.1	3.1	4.9
輸入	%	3.9	4.5	3.3	4.7	3.6	1.1	1.6	4.1
内需寄与度 (前期比)	%	2.0	2.7	1.6	1.9	0.8	▲ 0.4	0.4	1.2
民間需要 ( " )	%	0.9	1.7	0.9	1.5	0.3	▲ 0.7	0.3	1.2
公的需要 ( " )	%	1.1	1.0	0.6	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 ( " )	%	▲ 0.8	0.0	0.2	▲ 0.1	0.4	0.3	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	1.3	1.3	1.3	0.7
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.0
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 2.6	3.2	2.6	4.4	0.9	▲ 1.6	0.7	1.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.4	96.1	98.7	93.5	74.4	71.3	77.5	81.3
経常収支	兆円	4.4	4.8	2.8	2.0	7.1	3.1	4.0	8.9
貿易収支	兆円	▲ 6.9	▲ 8.7	▲ 4.7	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 2.1	▲ 0.9	0.1
外国為替レート	ドル/円	83.1	98.9	98.8	99.0	103.5	102.5	104.5	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	108.6	107.2	110.0	110.0	110.0	110.0	115.0

(前年同期比)

	単位	2012年度	2013年度		2014年度			2015年度	
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	0.3	2.5	1.5	3.4	2.4	2.9	1.9	2.2
実質GDP	%	1.2	2.6	1.9	3.4	1.1	1.6	0.6	1.4
民間需要	%	1.2	2.2	1.2	3.3	0.4	1.2	▲ 0.4	1.6
民間最終消費支出	%	1.6	2.4	1.7	3.0	▲ 0.5	0.1	▲ 1.1	1.3
民間住宅	%	5.3	6.5	7.9	5.1	▲ 6.0	▲ 5.0	▲ 7.1	▲ 1.4
民間企業設備	%	▲ 1.3	1.2	▲ 1.6	3.8	3.3	3.6	3.0	4.3
公的需要	%	4.3	4.1	4.3	4.1	1.8	2.4	1.3	0.1
政府最終消費支出	%	2.1	1.5	1.8	1.4	1.4	1.3	1.5	1.1
公的固定資本形成	%	14.9	15.2	15.3	15.8	3.7	7.0	0.5	▲ 3.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.2	8.4	8.7	8.1	10.4	9.8	10.9	11.5
輸出	%	▲ 1.2	4.2	1.5	7.1	5.6	5.6	5.6	4.9
輸入	%	3.9	4.5	2.0	7.0	3.6	4.7	2.6	4.1
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	1.4	2.2	4.1	4.1	4.1	2.5
全国消費者物価 ( " )	%	▲ 0.2	0.6	0.4	0.8	2.7	2.6	2.7	1.7
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 2.6	3.2	▲ 0.6	7.1	0.9	2.7	▲ 0.9	1.9

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

## 今月の焦点

### 海外経済金融

## 注目される米国の年末商戦

### ～株高の影響で盛り上がるのか～

木村 俊文

#### セール期間が前後に延長

10月の政府機関の一部閉鎖やデフォルト懸念の高まりなど財政協議に対する不信感が払拭できないなか、足元では景気や雇用の先行き不安から消費者マインドが大きく悪化し、年末商戦への影響が懸念されている。

米国では、一般に「ブラックフライデー」と呼ばれる感謝祭(11月第4木曜日)翌日からクリスマス・イブ(12月24日)までの期間を「クリスマス商戦」と呼ぶことが多い。ちなみに、ブラックフライデーとは年間で最も売り上げが伸びるクリスマス・セール開始日に、小売店の損益が黒字転換することからこのように呼ばれ、さらに翌週の月曜日はネットショッピングにおけるセールが開始されることから「サイバーマンデー」と呼ばれる。

しかし、13年のクリスマス商戦は対象期間が26日と前年(32日)よりも6日少なく、かつ週末の回数も4回と1回少ない。こうしたカレンダーの並びの関係で11月1日からセールを開始する小売店もあり、セール開始日が年々前倒しされ

る傾向にある。また、クリスマス後には「アフター・クリスマス・セール」が開催されることが多いため、実質的には年末までセールが延長実施されている。こうしたことから、クリスマス商戦の前後を含め、11～12月を「年末商戦」と呼ぶことも多い。

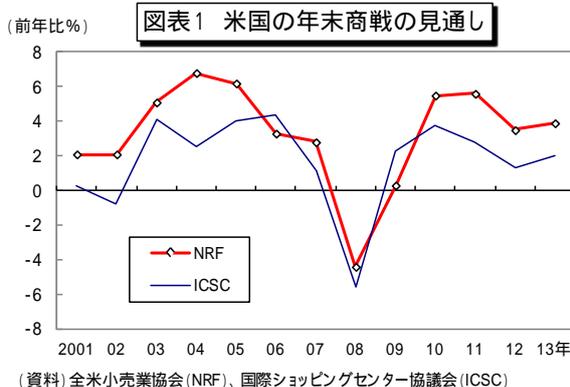
#### 13年は前年を上回る見通し

米国における11～12月の小売売上高(商務省)は、年間売上高の2～3割を占めるが、その年の個人消費の強さ、すなわち景気動向を色濃く反映するとして年末商戦に注目が集まる。

全米小売業協会(NRF)の見通し(10月3日時点)によれば、13年11～12月の年末商戦の売上高は、前年比3.9%の6,021億ドルと、前年(3.5%)を上回る伸びになると予想されている(図表1)。

また、政府機関閉鎖前の調査ではあるものの、NRF以外の米主要団体による年末商戦の見通しは、国際ショッピングセンター協議会(ICSC)が2.0%と前年(1.3%)を上回る予想を示しているが、民間調査会社のショッパートラック社は2.4%と前年(3.0%)よりも伸びが低くなると見ている。

一方、政府機関閉鎖後に公表された地区連銀経済報告(ページブック、10月16日公表)によれば、「多くの調査先は政府機関の閉鎖と債務上限引き上げでの議論をめぐる不透明感の強まりを指摘したものの、小売業者は全般的に年末商戦



について引き続き楽観的であった」と明るい見通しが示されている。

また、11月13日に売上高・利益ともに市場予想を上回る四半期決算を発表した百貨店大手メーシーズは、例年よりも早く11月1日から実施しているセールを踏まえ、クリスマス商戦に向けて業績が改善しつつあるとの見方を示した。

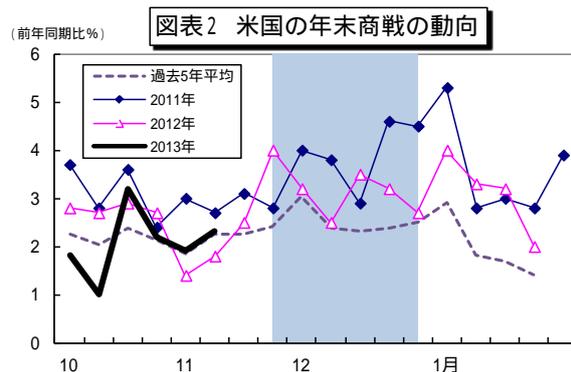
以上の見通しのほか、史上最高値更新を続けた株高の影響で資産効果が期待されることもあり、消費者マインドが悪化傾向とはいえ、13年の年末商戦は前年を2~4%程度上回ると予想される。

ただし、前年はハリケーン・サンディの襲来や「財政の崖」の影響を受けて下押しされたことを考慮すれば、13年の年末商戦が堅調とは言えないだろう。

### 山場はブラックフライデーと年末

ICSC米国チェーンストア週次小売売上高に基づき、過去5年平均(08~12年)の年末商戦の動きをみると、最も盛り上がるのはブラックフライデー直後であり、その反動で翌週から一旦鈍化するものの、その後はクリスマス・イブに向けて緩やかな増加傾向をたどり、アフター・クリスマス・セールで再び盛り上がるが、年明け2週目以降は落ち込むという傾向を示している(図表2)。つまり、年末商戦期間を通じてみると、山場が2度あることになる。

米国では、感謝祭休日からの週末を4連休とする人が多く、クリスマス・セール開始と相まって、ブラックフライデー直後に最も盛り上がるのは自明である。一方、もう一つの山場である年末に再び盛り上がる理由としては、小売店が在庫処分のため値引き率をさらに高く設定



(資料) ICSC米国チェーンストア週次小売売上高より作成

(注) シャドー部分は年末商戦が本格化するクリスマス商戦期間を示す。

してアフター・クリスマス・セールを実施すること、クリスマスプレゼントの返品・交換のために消費者が小売店を訪問する機会が増えること、贈り物として受け取ったギフトカードが利用されることなどが挙げられる。

とりわけ、ギフトカードについては、NRFの調査によれば、13年もこの時期に欲しい贈り物の第一位となっており、直近10年でその割合が高まっていることから、年末の売上増加傾向がさらに強まると考えられる。ちなみに、同調査によれば、13年の欲しい贈り物の第二位は衣料・衣料小物、第三位は本・CD・DVD・ビデオゲーム類となっている。

足元の動きをみると、13年は10月初旬に前年同期比1.0%と、政府機関閉鎖の影響を受けて、過去5年平均を下回る水準まで低下した。しかし、財政協議が合意したことから翌週に反動増となり、その後は過去5年平均程度で推移している。この動きが強まり、過去5年平均を上回って推移することになれば、政府機関閉鎖の影響は限定的だったと評価する判断材料の一つになるだろう。今後はブラックフライデーと年末という2つの山場を迎えるが、それらがどの程度高くなるのか注目したい。(13.11.20現在)

## 分析レポート

## 海外経済金融

## 遅れて「新興国ショック」に反応したインドネシア経済

多田 忠義

## 要旨

バーナンキ FRB 議長が 13 年 5 月に量的緩和策第 3 弾を年内にも規模縮小開始する可能性を示唆したことに端を発して新興国通貨が大幅に売られ、株価も大きく値を下げた「新興国ショック」が発生した。しかし、インドネシア・ルピアは他の新興国通貨とは異なり、5～6 月よりも 7～8 月にかけて下落幅が拡大している。

この原因は、インドネシア中央銀行による為替介入が継続して行われたものの、8 月に経常赤字が過去最大規模になる中、ルピア売りの圧力が為替介入でコントロールできなくなったことにある。また、6 月に燃料補助金の削減が実施されたことでガソリン価格や公共交通機関の運賃等が引き上げられたことにより消費者物価が急上昇し、インフレ懸念からルピア売りが急速に広まった要因も大きいと考えられる。

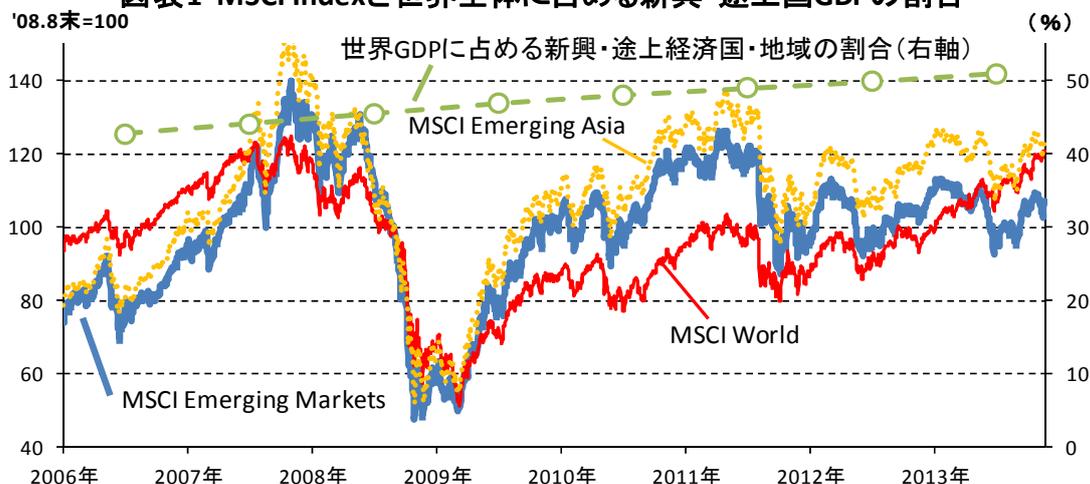
## はじめに

本レポートは、13 年 5～8 月の新興国通貨安時に、タイムラグを伴って下落し始めたインドネシア・ルピアの変動要因を分析し、今後の同国経済を見通すことを目的とする。多田（2013）は、新興国株式市場の指数を用いて新興国通貨安を論じたが、本レポートではその情報をアップデートし、株価指数や外国直接投資からインドネシアのポジションを明らかにしたうえで、ルピアの下落要因に迫った。

## プレゼンスが高いアジア新興国の株価

13 年 5～6 月の金融資本市場は、5 月に発表された米雇用統計や、5 月 22 日のバーナンキ FRB 議長による議会証言をきっかけに、世界各地でボラタイルな動きを見せた。図表 1 は、近年の先進国、新興国経済、新興国経済のうちアジア地域の株価指数（リーマン・ショック直前の 08 年 8 月末を 100 として指数化）と新興・途上国 GDP の世界シェアを示したものである。13 年 5 月以降新興国株式指数と先

図表 1 MSCI Indexと世界全体に占める新興・途上国GDPの割合



(資料) Bloomberg、Datastream (IMF WEO GDP based on PPP share of World total)より作成

(注) MSCI Emerging Markets Indices は、米地域(ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)、欧州・中東・アフリカ地域(チェコ、エジプト、ギリシャ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、南ア、トルコ)、アジア(中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ)の計21の国・地域における浮動株の時価加重平均を1987年12月31日=100として算出。図表のMSCI Indexは2008年8月末を100とした。

進国株式指数が逆転し、現在に至っている。一方、アジア地域の新興国株価（・・・線）に限ってみると、先進国や新興国全体の株価に比べ高水準に推移している地域であり、今もなお成長ポテンシャルの高い地域として注目されているといえる。

### ASEAN5 に対する直接投資額の推移

そこで図表 2 には、特に注目されている ASEAN 諸国のうち、国内総生産（GDP）の割合が高い 5 ヶ国に注目し、外国直接投資額（流入額、フロー）の経年変化を取りまとめた。世界全体の外国直接投資（FDI）は、1995 年以降では IT バブル崩壊、リーマン・ショックと 2 度の世界的不況期に FDI は減少したが、1995 年に比べ 2012 年は約 3 倍まで拡大している。

一方、ASEAN10 ヶ国の GDP のうち、約 9 割を占める ASEAN5（インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、マレーシア）でみると、シンガポールに FDI が集中しており、近年、インドネシアに対する FDI が伸びていることが特徴的である。

BRICs 諸国は 2000 年代に入りいち早く注目を集めた新興経済国であったが、東南アジア諸国、特にインドネシアは最近になって直接投資が増加している国の一

つであることが図表 2 をとおしてわかる。

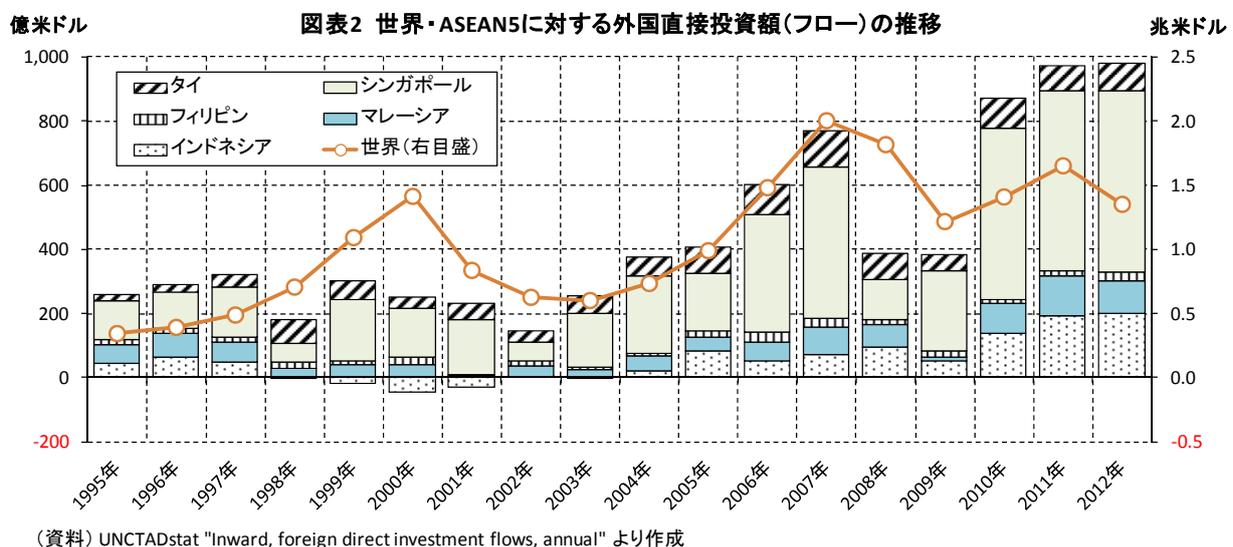
### インドネシア・ルピアの動きの特徴

08～09 年のリーマン・ショックや、13 年 5 月の「新興国ショック」を受けてもなお、他の新興国や先進国経済に比べ高い株価の伸びを示すアジア諸国の一つであるインドネシア共和国は、世界第 4 位である人口約 2.4 億人を有し、2000 年代以降の短い期間で中間所得層が急増した国の一つである。

佐藤（2013）によれば、インドネシア中央銀行はかつて政府から独立しておらず、1997 年のアジア通貨危機を契機として 1999 年の法律改正を経て、政府から独立して金融政策を運営できるようになった。また、政府債務や財政赤字の GDP 比は 2000 年代に大きく低下し、財政の健全化を実現してきた。

インドネシアの通貨政策は「通貨高を志向」との指摘（棚瀬[2012]）もあるが、通貨安定を目指す変動相場制で、同国の良好なファンダメンタルズが実質実効レートを上昇させている面にも注目する必要がある。

これらインドネシア当局の通貨政策を踏まえ、「新興国ショック」時のインドネ



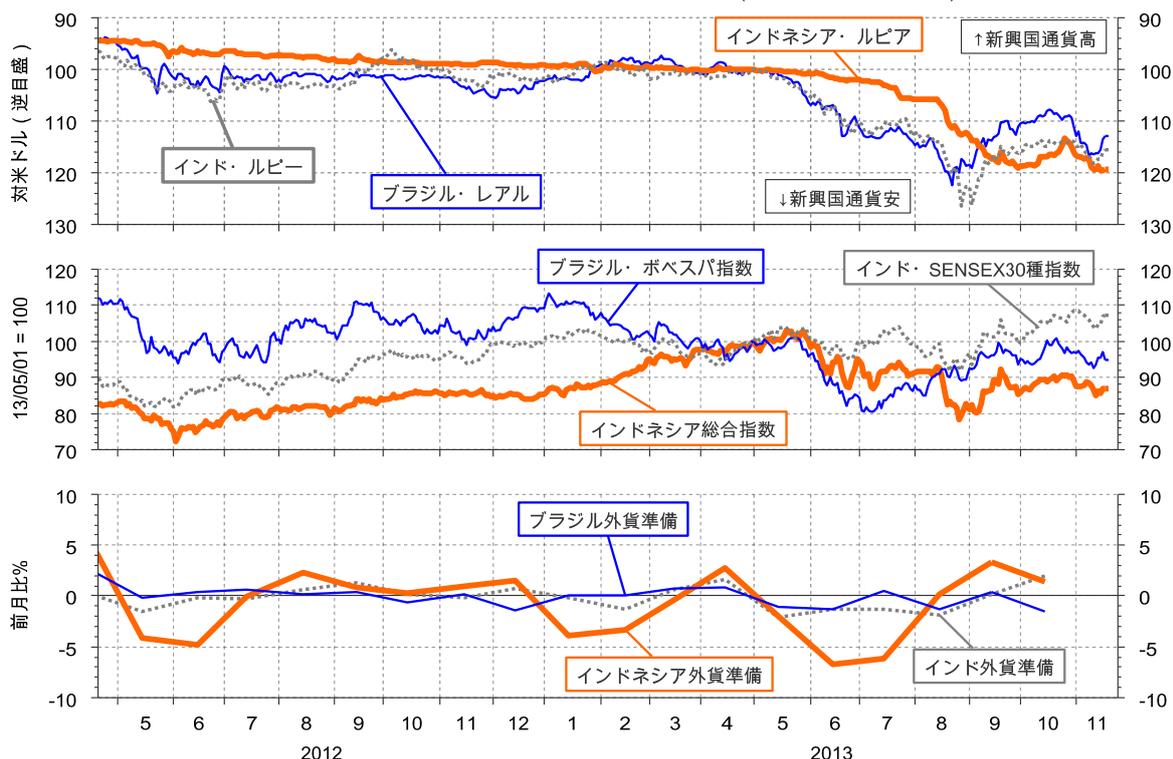
シア・ルピアの動向を、他の主要新興国通貨であるインド・ルピー、及びブラジル・リアルとで比較する(図表3)。なお、比較のために、上段は対米ドルの為替(13年5月1日を100として指数化)、中段を3国の株価指数(インドネシア総合指数、インド SENSEX30 種指数、ブラジル・ボベスパ指数)、下段を3国の外貨準備高の増減率(前月比)とした。

まず、為替動向をみると、ルピアは近年緩やかなペースで減価してきており、「新興国ショック」が起きた直後、ルピーやリアルのようにただちに通貨安とならなかったことが特徴である。ルピアが急落し始めたのは7~8月にかけてであり、そのころ、ルピー、リアルともに回復し始めた頃であった。この時の外貨準備高の増減率をみると、インド、ブラジルはともに変動がほとんどない一方で、インドネシアでは5~7月に外貨準備を取り崩していることが分かる。このことから、「新興国ショック」の始まる5~7月にか

けて為替介入が行われたものとみられる。そして8~9月は外貨準備が増加に転じていることから、為替介入の規模は縮小、ないし介入停止であったとみられる。つまり、7月以降のルピア急落は為替介入で防衛できないほどのルピア売り圧力が発生し、他国に遅れて「新興国ショック」が襲ったと考えられる。

また、もう一つの原因として、燃料補助金の削減と物価高騰が考えられる。現在インドネシアは産油国でありながら、内需拡大に伴う原油・石油製品の需要増、国内の原油生産量減少により、04年以降、原油の純輸入国となっている。政府はこれまで貧困対策の一環として燃料に対する補助金を出してきたが、原油高が財政負担を増大させていることから、13年6月に燃料補助金を削減したが、その結果、ガソリン価格や公共交通機関の運賃が急上昇し、09年2月以来、約4年半ぶりに前年比8%を超える消費者物価指数の上昇率を記録した(図表4)。交通の寄与度

図表3 新興国通貨の対米ドル為替相場の動き(2013/05/01=100)



Source: Thomson Reuters Datastream

は約2%に達し、生鮮食料品の寄与度(約1%)を上回った。インフレ率の上昇は自国通貨安を招きやすいことから、7月以降、ルピアが売られたといえよう。こうして内需型経済が弱含み始めた中、8月に発表された経常収支が04年以來の赤字を記録したことを受け、一段のルピア売りへ転じたとみられる。なお、インドネシア中銀は、年間のインフレ目標を3.5~5.5%としていることから、「新興国ショック」以降、150bpsの利上げを実施してインフレ率の低下に努めている。

### ルピアの現状と今後の見通し

ルピアの水準は9月末~10月初めに低位に推移しており、11月に入り、一段と水準を切り下げている(図表3)。一方、インドネシアの株価指数は、8月末で底を打っており、内需の底堅さを改めて確認する結果となった。ただし、インドの株価は「新興国ショック」を経ても水準を下げず、上昇トレンドを維持している他、ブラジル株価も6月末に底を打ち、足元では「新興国ショック」以前の水準付近まで回復している。このことから、イン

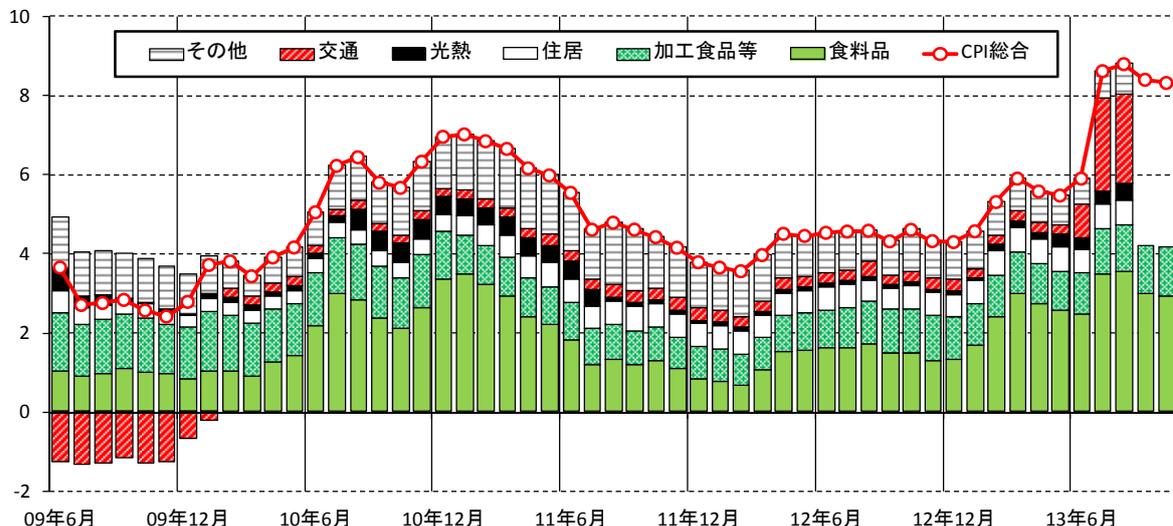
ドネシア経済が今夏を経て受けた影響の大きさを物語っている。

インドネシアの場合、内需型経済のため「新興国ショック」の当初では通貨安とはならず、為替介入による通貨安定化政策、燃料補助金削減による高インフレ、これによる為替介入の限界と介入停止等の結果、近年注目されてきた投資対象国からの資金流出という経路をたどり、「新興国ショック」が遅れてルピアにもたらされたと考えられる。燃料補助金を削減したことによる財政支出の改善が見込まれたものの、足元のルピア安と物価高による財政悪化が懸念されており、IMFやOECDなどの各機関は経済成長率の鈍化を見込んでいる。しかし、先行きについては、中国などの資源輸出相手国の景気回復によって資源輸出が増加すれば、同国の通貨安に歯止めがかかるとみられる。

### 参考文献

- 佐藤百合(2013)「財政と金融」. 間瀬朋子・佐伯奈津子・村井吉敬編著『現代インドネシアを知るための60章』明石書店.  
 多田忠義(2013)「最近の新興国通貨下落とインド経済」『金融市場』2013年10月号, 20-25.  
 棚瀬順哉(2012)『エマージング通貨と日本経済』日本経済新聞出版社.

(前年比%) 図表4 インドネシアにおける消費者物価指数の項目別寄与度分解



(資料) 消費者物価指数はThomson Reuters Datastream、消費者物価指数の項目別ウェイトはCEICより作成  
 (注) 13年9~10月の「住居」、「光熱」、「交通」、「その他」は指数が未公表のため、寄与度を算定できず

## 連 載

## 物価 古今東西 &lt;第9回&gt;

## 企業物価指数

## ～ 企業物価波及の過程 ～

竹光 大士

## 企業物価指数とは

企業物価指数とは企業間で取引される財(サービスは対象外)に関する価格の変動を示す指数である。国内企業物価指数、輸出物価指数、輸入物価指数で構成されている。企業物価指数は需要段階別・用途別でも発表されている。需要段階別では素原材料、中間財、最終消費財に分けられている。発表元は日本銀行であり、月次で公表されている。

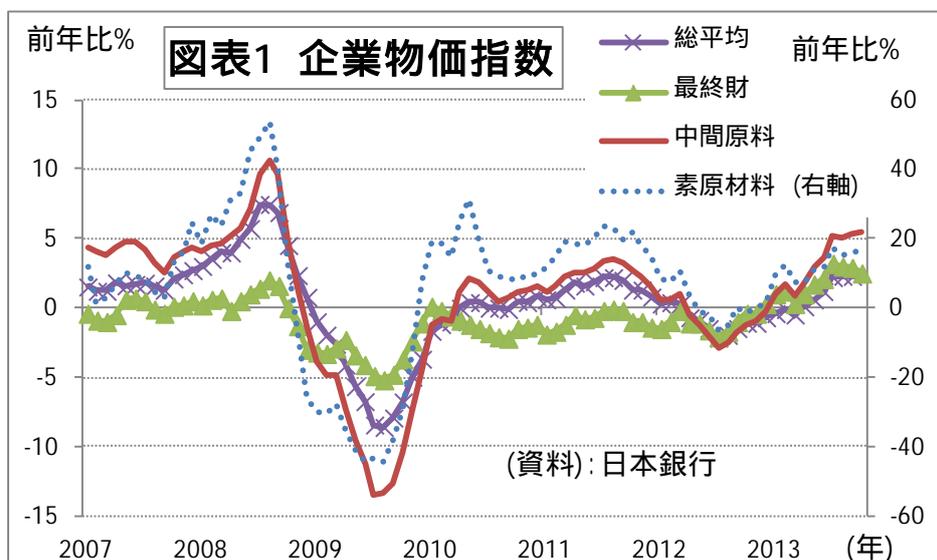
## 最近の企業物価指数の動向

13年10月の国内企業物価指数は前年比2.5%と7ヶ月連続で上昇した。また、5月以降の輸入物価指数は2桁の上昇が続いている。輸入品は国内需要財の約2割を占めており、最近の円安が原材料価格の高騰を通じて企業物価上昇につながったと考えられる。最近の傾向としては原油、鉄鉱石等に代表される素原材料の上昇幅が拡大している。それに加え、電力料金の値上げも大きい。また、化学製品等に代表される中間財も価格が上昇しており、最終財にも価格上昇が波及しつつある。

## 価格転嫁の条件

最近の家計調査等では消費が改善傾向を見せており、企業が消費者に価格転嫁をする素地は整ってきたとみられる。そこで、企業の価格転嫁への姿勢をみってみる。13年9月調査の日銀短観では製造業、非製造業(共に全規模)の仕入価格の判断DIはそれぞれ37と29、12月までの先行き判断DIはそれぞれ36と30であり、DIはほぼ横ばいながら、引き続き値上がりを見込む企業が多い。しかし、製造業と非製造業の販売価格判断DIはそれぞれ6と4、先行き判断DIはそれぞれ4と2であり、価格転嫁はDIのマイナス幅が縮小してきたとはいえ、依然厳しい状況にあると企業は予測している。

企業物価上昇の消費者物価への波及がスムーズに進むためには政府が主導する賃上げ等の所得環境改善による、さらなる需要の創出が必要である。



## 連 載

## 新興国ウォッチ！ &lt; 第 18 回 &gt;

## 国際収支 (2)

多田 忠義

## クローサー「発展段階説」の 6 段階

クローサーらによって提唱された国際収支の発展段階説は、ある一国の国際収支の各勘定が経済発展とともに 6 つの段階を経ると考えている（図表 1）。本連載で注目している新興国は、段階 ~（ないし ）に該当するため、これらの段階を中心にくわしく見ていきたい。

まず、段階 は自国で生産可能な財が少なく、外国から輸入せざるを得ない財などが多いことから貿易・サービス収支は赤字となる。また低所得で貯蓄不足なため、工業化に必要な資金を海外から調達する必要があり、その資金に対する利払い・配当支払いのため所得収支も赤字となる。

その後、工業化がある程度進んで輸出が増加し、貿易・サービス収支が黒字に転じると段階 へ移行する。輸出産業の成長に必要な資金を海外からさらに調達することから、投資の利払いが増加し所得収支は赤字幅が拡大するほか、対外純資産のマイナス幅も拡大する。工業化の過程で、衛生環境や栄養状況がよくなり、出生率低下、扶養人口の相対的減少によって経済成長も促進される（人口ボーナス）。

さらに工業化の進展や技術進歩などによって貿易・サービス収支の黒字幅が所得収支の赤字をカバーでき、経常収支が黒字化すると、段階 へ移行する。このころになると、国民の所得水準が上昇し、国民貯蓄も増加することから中所得国へ移行する。なお、経常収支黒字が継続すると対外純債務が減少し始め、所得収支の赤字幅も縮小し、段階 へと移行する。

## 多様な発展段階を経る新興国経済

環境決定論的立場で考えれば、新興国は、人口、採掘可能な資源量、気候、土地生産性、文化・宗教などの環境諸要件が異なるため、同一の発展段階を経られないと容易に想像できる。また隣国や交易相手国との相互作用によって、国の発展は方向づけられる側面もあろう。こうした考えに基づけば、クローサーらの発展段階説は、現実的な新興国の姿を説明しえないといえる。しかし、国が発展していく上で他国と資源や資本の取引をする必要があり、こうした関係性に着目したこの発展段階説は、多様である新興国の発展段階を分析する基準とすることができ、多様な発展段階の中身を相対化して評価することが可能となる。

図表1 国際収支の発展段階説

	未成熟債務国	成熟債務国	債務返済国	未成熟債権国	成熟債権国	債権取崩国
(a) 貿易・サービス収支	赤字	黒字	黒字	黒字	赤字	赤字
(b) 所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	黒字	黒字
(c) 経常収支	赤字	赤字	黒字	黒字	黒字	赤字
(d) 対外純資産	マイナス	マイナス	マイナス	プラス	プラス	プラス
(e) 所得水準	低所得国		中所得国		高所得国	
(f) 人口構成	人口ボーナス			人口オーナス		

（資料）熊倉 正修「国際収支の発展段階説と日本経済構造変化」  
[http://www.komazawa-u.ac.jp/~kumakura/teaching/IE/IE\\_04.pdf](http://www.komazawa-u.ac.jp/~kumakura/teaching/IE/IE_04.pdf)（2013年11月18日確認）