(株)農林中金総合研究所

2012 年 2 月 16 日

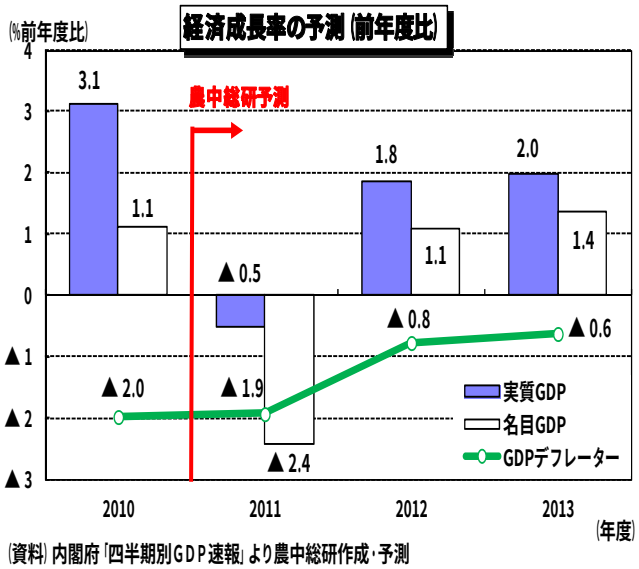
2011～13 年度改訂経済見通し

2012 年半ば以降、復興需要と輸出が国内景気の牽引を開始

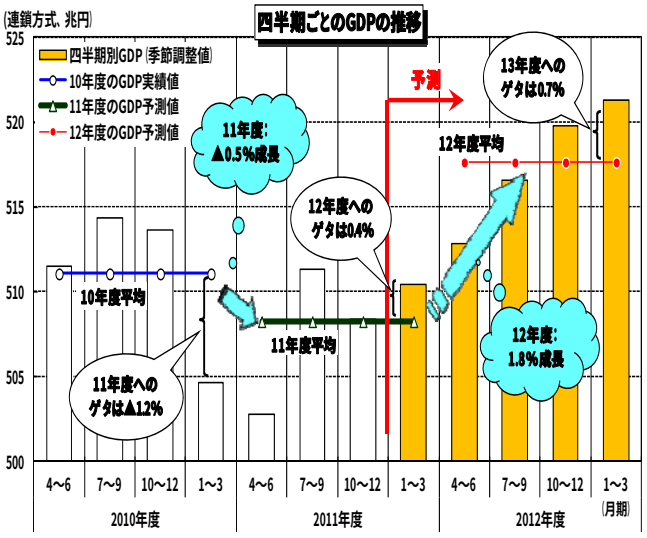
～11 年度：▲0.5%、12 年度：1.8%、13 年度：2.0%と予測～

東日本大震災からの復旧進展やマインド回復などにより、11 年夏場にかけて国内景気は持ち直したが、ほぼ同時に世界経済の減速傾向が強まり、さらに歴史的な円高進行なども加わったことから、11 年度下期に入り、輸出･生産は足踏みを始めた。足元 1～3 月期については、民間部門での復興需要は徐々に底堅さを高めているが、復興事業の遅れや輸出環境の悪化状態が続くことから、回復感の乏しい展開となるだろう。一方、12 年度に入れば、官民の両輪揃った復興需要の本格化、さらには海外経済の再持ち直しによる輸出回復などが景気を牽引し始め、潜在成長率を上回る成長を実現するとみるが、復興期としては物足りなさが残るだろう。

政府が消費税増税を柱とする財政健全化路線を模索する中、円高･デフレ対策の担い手として日本銀行の役割への注目が高まっている。日銀は、1%の物価安定目標を導入したが、その達成に向けて今後とも一段の緩和策が求められることになるだろう。



(資料) 内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」より農中総研作成･予測



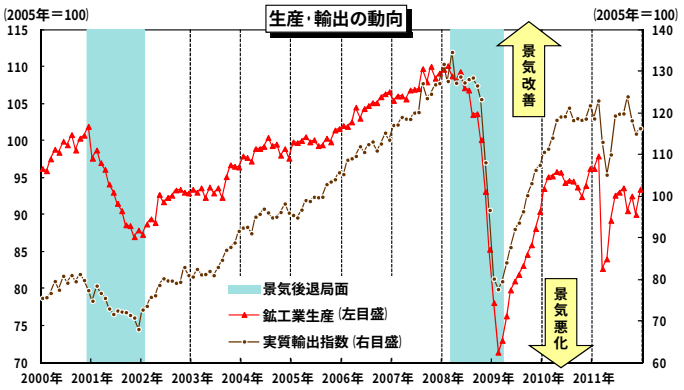
(資料) 内閣府「GDP速報」より作成　(注) 2011年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1) 日本経済の現状 ～ 一進一退からの脱出を模索

東日本大震災の発生によって大幅に悪化した国内景気であったが、被災地・被災企業で復旧に向けた懸命の努力によって、4月には鉱工業生産が、5月には輸出がそれぞれ持ち直しに転じた。また、大きく冷え込んだマインドも回復に向かい、昨夏にかけて当初の想定を上回るペースでの改善が見られた。



(資料) 内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

しかし、菅内閣の政権運営などを巡る混乱などから、本格的な復興対策を盛り込んだ補正予算編成などの財政措置は後手に回った。また、津波被害を受けた多くの自治体では高台移転の検討などを行っているが、移転先の土地取得が難航するなど、復興事業には大幅な遅れが生じている。

さらに、11 年半ば以降はなかなか改善の動きが強まらない米国経済に対する失望感が広まったほか、09 年後半から 2 年近くにわたって燻り続けてきた欧州債務危機が、様々な支援策にも関わらず、一向に収束に向けた動きが見られず、むしろ緊縮財政が景気悪化を引き起こすなど、一段と深刻さを増し、世界経済全体の下振れリスクが強く意識されるようになってきた。その結果、投資家の「質への逃避」的な行動が強まり、内外経済・金融市場は不透明感が高まった。特に、為替レートにおいては対米ドルベースで戦後最高値を更新するなど歴史的水準が定着、輸出環境を悪化させた。さらに、先進国向けの輸出が期待できない中で、内需主導により高成長を続けてきた中国など新興国では、インフレやバブル発生への警戒から引締め政策が発動されてきたが、その効果が顕在化し、景気減速が明確になってきた。以上のように、世界経済が全般的に減速に向かう中、わが国の輸出も頭打ちとなっており、国内景気もまた足踏み状態となっている。

また、物価面については、昨春までの国際商品市況の高騰の影響が徐々に剥落、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は 11 年 10 月以降、再び前年比下落に転じるなど、デフレ長期化が経済成長や財政健全化を阻害することへの懸念が強まる状況にある。

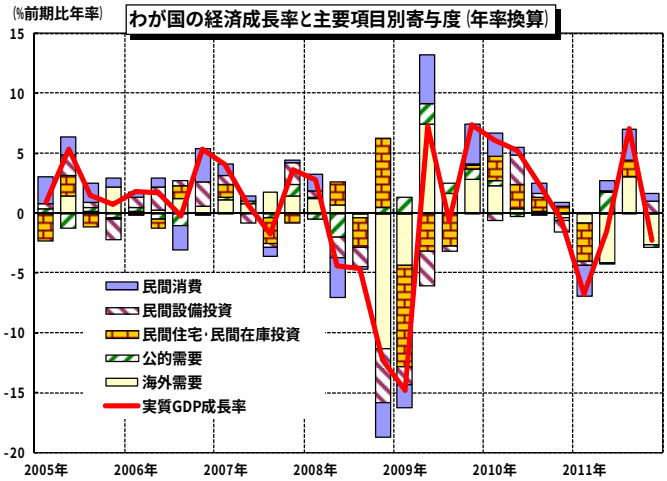
(2) 再びマイナスに陥った 2011 年 10～12 月期の経済成長率

こうしたなかで発表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比▲0.6%、同年率換算▲2.3%と、4 四半期ぶりのプラスとなった 7～9 月期から一転、再びマイナス成長に陥った。今回のマイナス成長の要因としては、冒頭でも触れた通り、欧州債務危機の深刻化や新興国経済の成長鈍化など、世界経済が全般的に減速していることや円高の定着に伴う輸出の落ち込みと、タイ大洪水などに伴う民間在庫の大幅減が挙げられる。さらに、公共投資も 2 四半期連続で減少、公的需要全体としても前期比マイナスとなるなど、政治混迷が大震災への対応を遅らせた様子も改めて確認できる。

一方、夏場に耐久財を中心に盛り上がった民間消費が、その後も大した調整を経ずに底堅く推移したほか、民間企業設備投資も 5 四半期ぶりのプラスに転じるなど、民間最終需要は堅調に推移した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なお、一国のホームメードインフレを表すGDPデフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映して前年比▲1.6%と9四半期連続の下落となった(7～9月期(▲2.1%)からは下落幅縮小)。輸入デフレーターが上昇傾向を続ける半面、民間住宅、公共投資を除き、国内最終需要の各デフレーターは依然としてマイナス状態が続けている。また、前期比は▲0.2%と12四半期連続の下落。注目の単位労働コストは、実質 GDP がマイナスだった一方で、雇用者報酬(名目)がプラスで推移したため、前年比 1.2%と4四半期連続のプラスとなった。



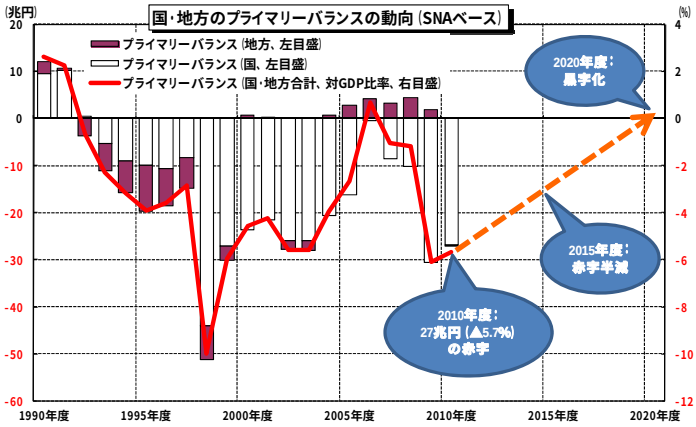
(資料)内閣府経済社会総合研究所

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2．予測の前提条件：

(1) 当面の経済・財政運営

野田内閣は、先進国・地域の抱える財政赤字に対する懸念が強まる中、欧州債務危機の二の舞となるのを防ぐべく、世界有数の財政悪化国である日本でも財政再建への道筋をつけることが急務との認識で、財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。「財政運営戦略」によれば、2015年度には基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字半減、20 年度には黒字化させるという目標が掲げられている。



（資料）内閣府「国民経済計算年報」より作成
（注）プライマリーバランス（基礎的財政収支）＝財政収支＋利子受取額－利子支払額
なお、制度変更に伴う特殊要因により、特殊要因が発生している。10年度については特殊要因や震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で▲6.4%の赤字。

しかし、野田内閣の主導する財政再建手法は消費税を中心とした増税措置を重視するものであり、歳出構造の見直しや「行政の無駄」への切り込みが不十分との印象は拭えず、異論も少なくない。

喫緊の課題は大震災や原発事故への対応であることは変わらない。政府は震災後 10 年間を復興期間と設定し、期間中に23兆円程度の対策費を想定している。このうち、当初 5 年間を集中復興期間と位置づけ、国・地方合わせて 19 兆円の公的支出を行う予定である。こうした前提の下、政府としてはこれまで 4 度にわたって補正予算編成を行ってきた。当面の災害復旧費などを盛り込んだ第 1 次補正予算（5 月 2 日成立）については、基本的に 11 年度当初予算を大幅に組み替えることで約 4 兆円を確保し、国債の追加発行を伴わない形での編成となった。第 2 次補正予算（7 月 25 日成立）では、前年度剰余金を財源に、原発事故の損害賠償費や二重債務問題の対策費、被災者生活再建支援金補助金などを計上した（規模約 2 兆円）。また、第 3 次補正予算（11 月 21 日成立）では、約 9.2 兆円の復興費などを盛り込み、その財源は復興債発行（約 11.6 兆円）で賄うものの、その償還期間を 25 年とし、所得税、法人税、住民税の時限的な増税で回収することとした。さらに、第 4 次補正予算（2 月 8 日成立）では、高齢者医療・子育て・福祉等、中小企業資金繰り支援、エコカー普及促進対策費などを盛り込み、国債費の減額修正や税収見積もりの上方修正で賄う格好となった（予算規模は約 2.5 兆円）。なお、2 月 10 日には大震災の復興政策を統括する復興庁が設置された。

一方、12 年度一般会計予算案については、大震災復興関連の歳出・歳入を別枠（東日本大震災復興特別会計、予算規模 3.8 兆円）とした上で、基礎的財政収支対象経費を約 68.4 兆円、新規国債発行額は 44.2 兆円と、「中期財政フレーム（12～14 年度）」に沿った内容となっている。一方、社会保障費の自然増分（約 1.2 兆円）は 09、10 年度に続いて全額容認した。

なお、野田首相が政治生命を懸ける「社会保障と税の一体改革」の柱である消費税増税については、14 年 4 月に税率を 8%へ、15 年 10 月には 10%へ、それぞれ引き上げる方針を固めているが、野党ばかりではなく、与党内からも根強い反対論があり、3 月には国会提出される予定の増税法案は成立の見通しが全く立っていない。

以上より、今回の予測においては、復興対策などで 12 年度の名目公的資本形成は 11 年度と比べて 5 兆円程度の増額と想定したが、年度末にはその水準はピークアウトしていく

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ものと想定した。また、消費税増税については今回予測では考慮しないこととした。

(2) 世界経済の見通し

2008 年秋のﾘｰﾏﾝ･ｼｮｯｸを契機に引き起こされた世界的な経済･金融危機は、先進国や主要な新興国による協力の下、大胆な金融緩和策、信用秩序維持政策、大規模な財政出動を行った結果、09 年半ばまでには収束し、世界経済は再び持ち直しに転じた。しかしながら、先進国･地域の景気回復テンポは緩慢な半面、新興国･資源国経済は底堅く、一部に景気過熱感やそれに伴うｲﾝﾌﾚ･ﾊﾞﾌﾞﾙ懸念が発生するなど、「二極化現象」が強まった。この間、先進国の中央銀行は非伝統的な領域にまで踏み込んだ金融緩和策を継続したが、新興国では逆に引締め政策を続けた。

こうした中、欧州では 09 年後半に発覚したｷﾞﾘｼｬの財政粉飾問題をきっかけに、債務問題が浮上した。ユーロ加盟国や IMF など国際機関は、財政悪化国に厳格な財政再建を求めるとともに、ﾃﾞﾌｫﾙﾄ回避のための協調融資を実施してきたが、その深刻さは徐々に高まる状況にある。国際通貨基金（IMF）が 12 年 1 月に公表した世界経済見通しでは「世界経済の回復は、ユーロ圏で高まる緊張とその他地域の脆弱性によって脅かされている」と、下振れﾘｽｸへの警戒感を表明している。

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

米国の 11 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率 2.8%と、7～9 月期（1.8%）から加速し、10 四半期連続のプラス成長となった。しかし、成長加速の主因は、世界経済の先行き不透明感から圧縮されていた在庫投資が大きく伸びたことであり、こ

2012-13年 米国経済見通し （12年2月改定）

		単位	2011年 通期 実績	2012年 通期 予想	2012年 上半期（1～6月）予想	2012年 下半期（7～12月）予想	2013年 通期 予想	2013年 上半期（1～6月）予想	2013年 下半期（7～12月）予想
実質GDP		%	1.7	1.9	1.8	2.3	2.5	2.5	2.7
	個人消費	%	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
	設備投資	%	8.6	5.2	2.4	5.7	6.3	6.5	6.6
	住宅投資	%	▲ 1.4	4.7	4.9	4.8	5.1	5.3	5.0
	在庫投資	寄与度	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
	純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
	輸出等	%	6.8	4.6	4.6	5.0	6.3	7.5	5.3
	輸入等	%	5.0	3.9	4.3	4.8	5.6	6.8	4.0
	政府支出	%	▲ 2.1	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.4	1.8	2.0	1.6	2.0	1.9	2.1
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.1	2.5	2.7	2.3	2.7	2.6	2.9
	FFﾚｰﾄ誘導水準	%	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25
	10年国債利回り	%	2.8	1.9	1.9	2.0	2.5	2.3	2.7
	完全失業率	%	9.0	8.3	8.3	8.2	7.9	8.0	7.9

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

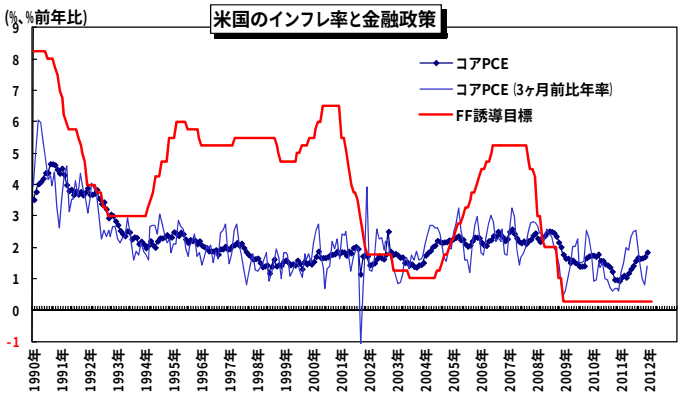
（注）1. 予想策定時点は2012年2月16日（11年10～12月期の速報値ベース）
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFﾚｰﾄ誘導目標は期末値

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

れを除けば弱い動きにとどまっている。そのほか、住宅投資が加速したものの、個人消費は緩やかな伸びにとどまり、これまで堅調だった設備投資も投資減税失効の影響から急減速した。また、政府支出が5四半期連続で減少したほか、外需は世界的な景気減速を受け3四半期ぶりにマイナス寄与に転じた。

足元の米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの兆しが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、失業率が 8.3%に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、貿易面では世界的な景気減速を背景に欧州や中国向け中心に財輸出が鈍化傾向を示している。また、欧州債務危機による影響により先行き不透明感が根強く残っている。

こうしたなか、米議会では 11 月の大統領選を控え、与野党による厳しい政治対立が続いている。11 年予算管理法に基づき設置された超党派委員会は、財政赤字削減案について期限までに合意することができず決裂した。このまま赤字削減案を策定できなければ、国防費を中心に 13 年から 10 年間で総額 1.2 兆ドル(約 92 兆円)の歳出を強制的に削減する条項が発動されることになる。また、景気下支えのために継続実施している給与税減税策は、11 年末での失効を回避するため 2 ヶ月延長したものの、議会が再延長を承認するか現時点では未定である。このほか、オバマ大統領は1月の一般教書演説で賃上げを行う中小企業への税控除や低金利住宅ローンへの借り換え促進策などの経済政策を打ち出したが、共和党が財源確保のための増税に強く反対し、かつ上院と下院がねじれ状態になっている現在の状況下においては、議会通過は極めて困難と思われる。



(資料) 米商務省、FRB　(注) シャドー部は米FRBがゴールとして掲げたインフレ率 (2%±0.5%)

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)が 08 年 12 月に政策金利(FF 金利)の誘導目標を事実上のゼロ金利となる 0～0.25%に引き下げて以降、据え置いているが、直近発表された FOMC 声明文では「少なくとも 14 年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」と、これまでの時間軸(13 年半ば)よりも 1 年半ほど延長する方針を採用した。また、11 年 9 月に発表した保有証券の平均残存期間を延長するプログラム(ツイストオペ)を継続し、同時に、米国債や住宅ローン担保証券(MBS)など保有する有価証券の償還資金の再投資を継続する方針についても確認した。FRB は、直近の経済見通しで 12～13 年の成長率予想を下方修正し、世界の金融市場における緊張など下振れリスクを警戒する姿勢を変えていない。したがって、FRB は引き続き緩和的なスタンスを長期にわたって継続すると見込まれ、さらに今後の景気次第ではツイストオペの増額や MBS の購入再開など追加緩和策を打ち出す可能性が高いと考えられる。

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、賃金水準が伸び悩む一方、雇用環境の緩やかな改善を受け、消費者マインドにも回復の動きがみられることなどから、3%程度の巡航速度を下回るものの底堅く推移すると予想する。設備投資は、ゼロ金利政策の長期化見通しに加え、好業績を発表する企業も目立ち、内部留保を含めた手元流動性に余裕があることなどから、減速ながらも増勢を維持すると予想する。住宅投資は、引き続き厳しい情勢が続くものの、中古住宅市場で在庫調整が進展していることなどから、徐々に回復傾向を見せ始めると考えられる。外需については、ドル安が進行しているとはいえ、欧州債務危機や中国等新興国の景気減速などを受けて世界経済の先行き懸念が強まっており、12 年を通じて緩やかに鈍化すると考えられ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

る。なお、個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する純輸出の寄与度はマイナス傾向で推移することになる。また、政府支出に対しては、財政赤字削減計画の実行に伴い、厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、11 年後半の緩やかな改善傾向は 12 年に入っても続き、13 年にかけて成長率は潜在成長率（2%台半ば）程度で推移すると見込まれる。年間の成長率は、12 年は前年比 1.9%（前回見通しから 0.5%pt の下方修正）、13 年は同 2.5%（同 0.3%pt の下方修正）と予想する。なお、13 年から自動的に歳出削減が開始されることは見通しの前提としていない。また、FRB による QE3（量的緩和第 3 弾）は 12 年前半に実施が決定されると想定し、現在の政策金利目標は 14 年後半まで維持されると予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏の債務危機が拡大し、短期間での終息は非常に困難なものとなっている。各国での緊縮財政による内需の抑制や、自己資本比率改善が求められている銀行の与信圧縮の動きとともに、債務危機が長期化するとの見通しが企業や消費者の行動を保守化させており、ユーロ圏の経済成長の減速傾向は強まっている。

ユーロ圏（17 ヶ国）の 11 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比▲0.3%（7～9 月期：同 0.1%、以下同じ）となった。主要国の内訳では、ドイツが前期比▲0.2%（同 0.6%）、フランスが同 0.2%（同 0.3%）となったほか、ポルトガルが同▲1.3%（同▲0.6%）、イタリアが▲0.7%（同▲0.2%）、スペインが同▲0.3%（同 0.0%）等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランド等については、現時点ではデータは未公表である。一方、ユーロ圏以外では英国が同▲0.2%（同 0.6%）となり、欧州連合（EU）（27 ヶ国）全体では同▲0.3%（同 0.3%）となった（付表 1 を参照）。

ユーロ圏では、12 月の鉱工業生産指数が前月比で 1.1%の低下、前年同月比では 2.0%の低下となるなど、生産面での減速傾向が強まっている。雇用情勢については、12 月の失業率は 10.4%と、約 14 年ぶりの高水準となった。なかでも 25 歳未満の若年層の失業率は 21.3%に達し、社会情勢の不安定化を招く一因ともなっている。こうしたなか、消費面でも 12 月の小売売上高は前月比 0.4%の低下となった。

また、ドイツについても、足元で企業景況感指数が上昇するなど一部には改善の兆候もあるが、全体としては景気の弱さを示す指標が増加している。12 月の製造業受注は前月比 1.7%の増加となり、11 月の同 4.9%低下から回復したが、月々で振れの大きい展開が続いている。鉱工業生産指数は 12 月には前月比 2.9%の減少と、09 年 1 月以降で最大の落ち込みを示した。また、輸出額は、11 年の年間輸出額は前年比 11.4%増となったものの、12 月は前月比で 4.3%の減少となった。一方、1 月の失業率は 6.7%と低水準を維持しているが、12 月の小売売上高は前月比 1.4%の低下となるなど、労働市場の堅調さが必ずしも消費の下支えとはなっていない。

以上の情勢に対し、欧州中央銀行（ECB）は、11 月に引続き 12 月に政策金利を 0.25%引き下げ 1.00%とするとともに、これまでの最長となる期間約 3 年の資金供給の実施など追加的な措置を決定した。1 月のユーロ圏の消費者物価指数（CPI）は前年同月比 2.7%上昇と依然高水準が続いているが、ECB は 12 年中には 2%未満に低下すると判断しており、経済の減速化を受け、今後さらに政策金利を引き下げる可能性が高い。

③ 中国経済

中国経済はこれまでの金融引締めや外需の急減を受けて、緩やかな減速基調を辿っている。国家統計局が発表した 11 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 8.9%と、4 四半期連続での減速となった。その結果、11 年の経済成長率も 9.2%と、10 年（10.4%）から鈍化した（付表 2 中国経済）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

足元の個人消費は、所得環境の改善などを背景に底堅く推移する一方、固定資産投資は住宅購入制限など不動産抑制策の継続などから低調さが続いていると思われる。外需も欧州の景気減速などにより、1 月の輸出は前年比▲0.5%となった。不動産抑制策の緩和や外需の好転があまり見られないため、1～3 月期の景気は緩やかな減速が続くと見られる。ただし、元旦・春節（旧正月）連休による影響が大きいため、輸出（1 月）の実態はこれほどの落ち込みではないと見ている。

一方、1 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 4.5%と、春節要因（特に食品価格の上昇率が高い）で一時的に上昇幅が拡大した。しかし、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率（1 月、前年比 0.7%）が大きく縮小していることもあり、2 月の CPI は前年比 4%を割る可能性が高い。今後のインフレ上昇率は鈍化傾向となり、12 年を通じては前年比 4%程度と予想される。

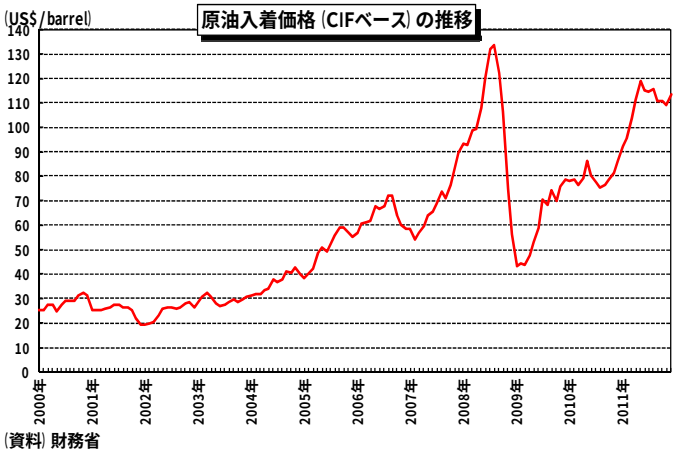
前述した景気減速、インフレの鈍化傾向を踏まえ、12 年の経済政策の軸足はインフレ抑制から安定成長へシフトする可能性が高まっている。12 年の経済政策の方向性を決定する中央経済工作会議によれば、11 年と同様、「積極的財政政策、穏健な金融政策（中立的金融政策）」が打ち出された。なお、中立的金融政策とされてはいるが、12 年前半には預金準備率の引下げなどを含め金融緩和策が実施されるとの見方が有力である。

今後の経済については、緩やかな減速は 12 年前半までは続く可能性が高いと見る。ただし、12 年秋（10～11 月）に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12 年前半には金融緩和が打ち出されることもあり、実体経済は 12 年後半から再度拡大基調に転じることが見込まれる。総じてみると、12 年の経済成長率は 8%後半になると予想される。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

11 年初頭にかけて、新興国経済の底堅さや先進国での大胆な金融緩和策、さらには中東・北アフリカ諸国での民主化運動激化などに伴う資源などの安定供給に対する不安などが重なり、国際商品市況の上昇傾向が強まった。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりから昨春までには上昇は止まり、夏場以降は調整局面に入っている。しかし、年末から年初にかけてはやや持ち直す動きも散見されてきた。世界経済情勢に関しては厳しい見方が根強いものの、ECB による 3 年物資金供給実施が過度の悲観論払拭に奏功したほか、イラン情勢の緊迫化やラニーニャ現象などに伴う供給懸念もあり、それらの成り行きへの注目度が高い。

このうち、原油（WTI 先物、期近物）については、11 年 10 月初旬にかけて一時 70 ドル台半ばまで下落した。ただし、その後は米国経済に対する過度の悲観論の後退やドル安に対するヘッジ買いニーズなどから反転し、直近は 100 ドルを挟む動きが続いている。なお、最近の世界経済の成長鈍化を受けて、国際エネルギー機関（IEA）では、12 年の世界の原油需要予想を 6 ヶ月連続で下方修正、世界全体の需要の伸びは 1%以下になるとした。また、イラン制裁による原油供給の影響については、市場は「十分に供給サイドの柔軟性がある」との評価を下している。一方、米エネルギー省エネルギー情報局（（EIA）は 4 ヶ月ぶりに需要見通しを上方修正、非 OPEC 諸国の生産拡大が遅れているため、需給環境



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は引き締まる可能性があるとした。

世界経済の先行きにとって、欧州危機は警戒すべき下振れリスクではあるが、一段と深刻化し、世界全体に悪影響が広がるとの見方をメインシナリオとしているわけではなく、むしろ 12 年半ば以降、新興国では再び底堅さを伴ってくるとの前提や日本での火力発電シフトに伴う原油需要が根強いことが見込まれることから、先行き原油価格が大きく調整することはないだろう。国内への原油入着価格については、11 年度下期は 110 ドル前後、12～13 年度にかけては緩やかに上昇、115～125 ドルで推移することを見込んでいる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2011～13年度　日本経済見通し

	単位	2010年度（実績）	2011年度（予測）	2012年度（予測）	2013年度（予測）
名目GDP	%	1.1	▲ 2.4	1.1	1.4
実質GDP	%	3.1	▲ 0.5	1.8	2.0
民間需要	%	3.0	0.2	2.2	2.1
民間最終消費支出	%	1.5	0.6	1.0	1.2
民間住宅	%	2.3	4.1	9.5	5.7
民間企業設備	%	3.5	▲ 0.0	3.9	4.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.8	▲ 0.4	0.2	0.2
公的需要	%	0.5	1.9	2.9	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.8	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 6.8	1.5	13.7	▲ 0.4
輸出	%	17.2	▲ 1.9	1.9	5.8
輸入	%	12.0	5.0	5.4	4.5
国内需要寄与度	%pt	2.4	0.5	2.3	1.7
民間需要寄与度	%pt	2.2	0.1	1.6	1.6
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.5	0.7	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.8	▲ 1.0	▲ 0.4	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.6
国内企業物価　（前年比）	%	0.7	1.7	0.8	1.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0
完全失業率	%	5.0	4.5	4.4	4.0
鉱工業生産　（前年比）	%	9.0	▲ 2.5	5.4	5.5
経常収支（季節調整値）	兆円	15.9	8.4	10.6	13.4
名目GDP比率	%	3.3	1.8	2.2	2.8
為替レート	円/ドル	85.7	78.7	78.4	80.8
無担保コールレート（O/N）	%	0.09	0.07	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.07	1.23	1.39
通関輸入原油価格	ドル/バレル	84.4	112.5	115.0	121.3

（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	2011年				2012年				2013年				2014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	%	▲ 1.9	▲ 1.5	1.5	▲ 0.8	0.3	0.3	0.5	0.4	▲ 0.0	0.3	0.4	0.4	0.5
実質GDP	%	▲ 1.8	▲ 0.4	1.7	▲ 0.6	0.4	0.5	0.7	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
（年率換算）	%	▲ 6.8	▲ 1.5	7.0	▲ 2.3	1.7	1.8	3.0	2.5	1.2	1.7	2.1	2.3	2.6
民間需要	%	▲ 2.1	0.3	1.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.1	0.3	1.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.6	▲ 2.5	4.5	▲ 0.8	1.9	2.0	4.0	3.0	2.0	1.0	0.5	0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.0	1.9	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.9	0.1	0.2	▲ 0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.1	1.8	▲ 0.0	▲ 0.1	0.6	1.1	1.6	0.7	▲ 0.6	▲ 0.3	0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 2.5	6.6	▲ 1.6	▲ 2.5	2.0	6.0	8.5	3.5	▲ 3.0	▲ 2.0	0.0	0.2	0.5
輸出	%	▲ 0.3	▲ 6.2	8.6	▲ 3.1	▲ 0.3	0.1	0.9	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
輸入	%	1.0	0.3	3.4	1.0	0.8	1.5	1.4	1.0	1.2	1.0	1.2	1.1	0.9
国内需要寄与度	%pt	▲ 1.6	0.6	0.9	0.1	0.6	0.7	0.8	0.6	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.5	0.2	0.9	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.3	0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 1.0	0.8	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 2.3	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.4
国内企業物価　（前年比）	%	1.8	2.5	2.6	1.5	0.4	0.4	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 2.0	▲ 4.0	4.3	▲ 0.4	2.0	1.0	1.5	1.2	1.1	1.2	1.5	1.7	1.5
経常収支（季節調整値）	兆円	3.3	1.9	2.7	1.8	2.0	2.2	2.6	2.8	3.0	3.2	3.3	3.4	3.5
名目GDP比率	%	2.8	1.6	2.3	1.5	1.7	1.9	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.9
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.4	78.0	78.0	78.0	78.5	79.0	80.0	80.5	81.0	81.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.25	1.18	1.05	1.00	1.05	1.15	1.20	1.25	1.30	1.35	1.35	1.40	1.45
通関輸入原油価格	ドル/バレル	97.2	115.2	113.8	111.2	110.0	110.0	115.0	115.0	120.0	120.0	120.0	120.0	125.0

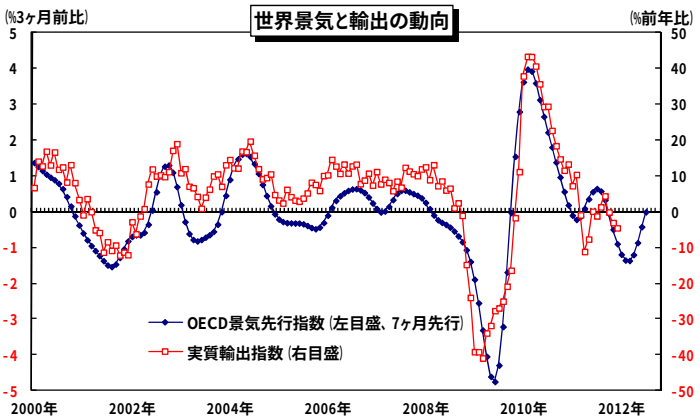
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 2011～13 年度の日本経済･物価見通し

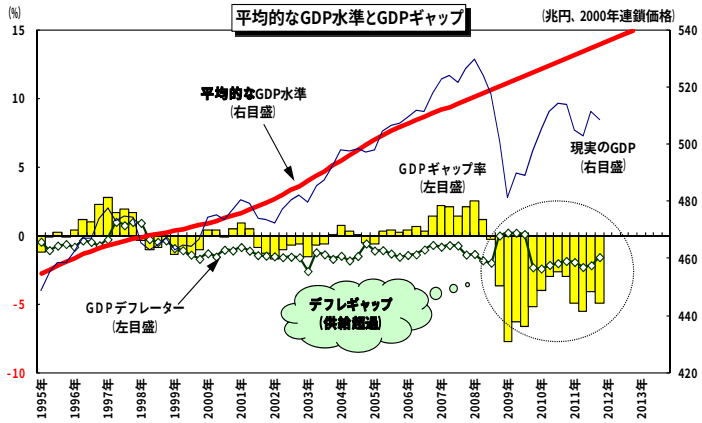
(1) 経済見通し

冒頭で述べたとおり、足元の国内景気は頭打ち気味の推移を続けている。近い将来の国内景気を展望する上で、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要の本格化とそれらを呼び水として創出される民間需要などの動きなどが重要である点は前回までの予測と変更はない。結論からから言えば、12 年度に入れば震災復興の本格化に伴う景気押上げ効果が期待されるほか、欧州債務危機への警戒は根強いとはいえ、12 年半ばには米国や中国を筆頭とする新興国経済の持ち直しが始まり、わが国の輸出も増勢が再び強まるものと思われる。とはいえ、当面の国内経済に対するリスク要因として、①欧州債務危機の行方、②新興国経済、③円高･デフレ、④電力供給懸念、等を考慮していく必要がある。これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。



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

まず、足元 1～3 月期については、9 兆円超の復興費を盛り込んだ第 3 次補正予算はすでに成立したものの、実際に公共事業が開始されるまでには一定程度の時間が必要である。かつ被災地が東北地方の太平洋岸が中心であることを考えると、冬場に事業が本格化する可能性は薄い。それゆえ、公的な復興需要はまだ本格化は見込めない。また、欧州や新興国中心に景気減速が進行中であることから引き続き輸出の減少が続くものと予想される。なお、民間部門では、公共事業の本格化を待たずに、徐々に復興需要が散見されつつあるほか、タイ洪水等の影響が解消し、在庫復元の動きが強まることなどを踏まえると、国内経済の牽引役は不在とはいえ、1～3 月期にはプラス成長への転換が図られるものと予想する(前期比 0.4%、同年率 1.7%)。この結果、**11 年度の実質 GDP 成長率は前年度比▲0.5%**(前回 12 月時点の予測(同▲0.6%)から上方修正)と、2 年ぶりのマイナス成長に陥るものと予測する。このマイナス成長は、大震災に加え、11 年夏場以降の世界経済の成長鈍化の影響による面が大きい。また、**名目 GDP 成長率も同▲2.4%**(前回予測は同▲2.5%)と 2 年ぶりのマイナスと予測。マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できないこと、さらには資源高止まりに伴う交易条件の悪化も響き、**GDP デフレーターは前年度比▲1.9%**(前回予測も同▲1.9%)と、14 年連続でのマイナスとなるだろう。



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

続く12年度については、上期については輸出環境の好転はなかなか望めないが、それを補う形で復興に向けた公共事業が開始され、それに伴って民間需要も一段と刺激されるなど、復興需要がいよいよ本格化してくることから、回復基調をたどるものと想定する。ただし、年度下期中には公共投資はピーク

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

アウトし、年度末にかけて成長率は一旦減速すると思われる。12 年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 1.8%**へ加速（前回予測（1.7%）から上方修正）、潜在成長率を上回る成長を予想した。とはいえ、震災復興期であることを踏まえれば、力強さはそれほど感じられない数字であることに留意する必要がある。また、**名目 GDP 成長率も 1.1%**（前回予測は 0.8%）と 2 年ぶりにプラスに転じる。**GDP デフレーターは前年度比▲0.8%**（前回予測は同▲0.9%）と、マイナス状態が続く。

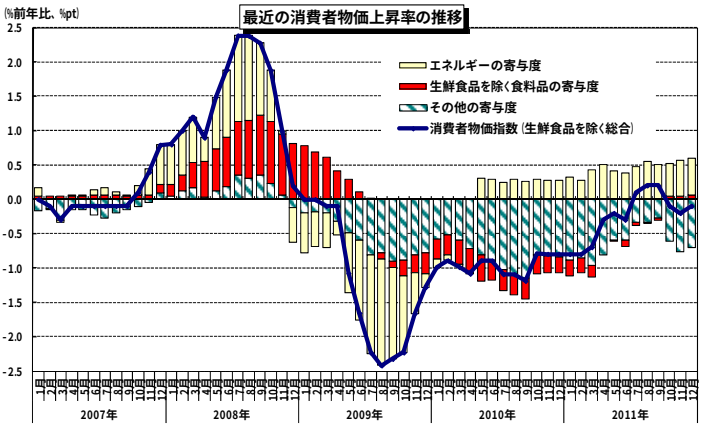
13 年度については、復興需要の主役が「公的部門」から「民間部門」へとシフトするなかで、世界経済の持ち直し傾向が徐々に強まることを想定しており、外需も景気牽引役として浮上してくるだろう。その結果、実質ベースで 2.0%成長となる可能性が高いだろう。名目成長率もプラス（1.4%）を予想する。ただし、依然として**名実逆転状態は解消されず**、再逆転は 14 年度以降に持ち越されることになるだろう（GDP デフレーターは前年度比▲0.6%と依然マイナス）。

雇用情勢については、有効求人倍率は緩やかな上昇傾向にあるが、11 年 9 月には 4.1%まで低下した失業率が 12 月には 4.6%まで再上昇するなど、明確な改善が見られない。11 年 2 月から 9 月にかけて、失業者数は 38 万人、雇用者も 64 万人、それぞれ減少し、一方で非労働力人口は80万人増加した。この失職者の労働市場からの退出が9月にかけての失業率低下となって現れたわけだが、逆に9月から12月にかけては一旦退出した人々の再参入が起きている（雇用者は20万人増、失業者は22万人増、非労働力人口は30万人減）。今後想定される官民両輪そろった復興需要の本格化は、雇用環境の改善に貢献すると思われるが、リーマン・ショック後の景気悪化期も含めて非労働力化した人々の労働市場への再参入が続く可能性を踏まえれば、失業率は下げ渋るものと思われる。さらに、歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響も将来的な雇用に影響を与えることも十分ありうる。**11 年度最終四半期（12 年 1～3 月期）は 4.6%、12 年度最終四半期（13 年 1～3 月期）は 4.2%、13 年度最終四半期（14 年 1～3 月期）は 3.9%**と、当面は緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

（2）物価見通し

11 年春にかけて高騰した国際商品市況の影響が、時間差を伴って電気料金や石油製品などエネルギー関連の価格を上昇させたことや、たばこ税増税や損害保険料引上げなどにより、代表的なインフレ指標である全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は 7～9 月にかけて小幅ながらも前年比プラス状態となった。とはいえ、消費財・サービスに関する需給環境は永年崩れたままであり、物価のベース部分に対しての下落圧力は根強い。10 月には消費者物価は再び下落に転じた。

先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを一気に解消させるほど景気の勢いが強まることには考えにくく、企業が投入コスト高を最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況は続くだろう。当面は、歴史的な円高水準の定着や世界景気の減速傾向などを受けて、物価下落が継続するものと予想する。



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

なお、目先については、国内景気の低調さから引き続き物価下落圧力は根強いことに加え、ガソリンなど石油製品価格は高止まっているものの、前年比上昇率が年度末

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

にかけて縮小し、消費者物価の下落幅が若干拡大することが想定される。以上から、11 年度の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比▲0.1%と、3 年連続の下落になると予想する。続く 12 年度には、復興需要の本格化などによって、物価はゆっくりと下落幅を縮小していくと思われるが、年度を通じては同▲0.3%と下落幅は拡大する。その後、13 年度半ばには下げ止まり、後半には物価は小幅上昇に転じるが、それは新興国の堅調な経済成長に伴う国際商品市況の上昇を背景としたエネルギー・食料品の値上がりによる面が大きく、ベース部分では依然弱含む動きが残るだろう。13 年度を通じては同 0.0%と予測する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2011～13年度　日本経済見通し

(前期比)

	単位	2010年度	2011年度			2012年度			2013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	%	3.1	▲ 0.5	▲ 0.4	1.3	1.8	1.0	1.5	2.0
民間需要	%	3.0	0.2	▲ 0.1	1.9	2.2	1.1	1.3	2.1
民間最終消費支出	%	1.5	0.6	0.3	1.4	1.0	0.4	0.6	1.2
民間住宅	%	2.3	4.1	0.5	4.6	9.5	5.0	8.2	5.7
民間企業設備	%	3.5	▲ 0.0	▲ 0.4	2.3	3.9	1.7	2.5	4.5
公的需要	%	0.5	1.9	1.8	0.1	2.9	2.2	2.0	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.8	1.1	0.8	0.6	0.2	0.1	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 6.8	1.5	4.4	▲ 3.1	13.7	11.6	10.6	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.8	11.8	12.6	11.1	9.6	9.5	9.8	11.2
輸出	%	17.2	▲ 1.9	▲ 2.4	5.0	1.9	0.3	2.8	5.8
輸入	%	12.0	5.0	2.5	4.8	5.4	2.6	3.0	4.5
内需寄与度（前期比）	%	2.4	0.5	0.3	1.0	2.3	1.3	1.1	1.7
民間需要（　〃　）	%	2.2	0.1	▲ 0.1	0.9	1.6	0.8	0.8	1.6
公的需要（　〃　）	%	0.1	0.5	0.4	0.0	0.7	0.5	0.3	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.3
デフレーター（前年比）	%	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.6

(前年同期比)

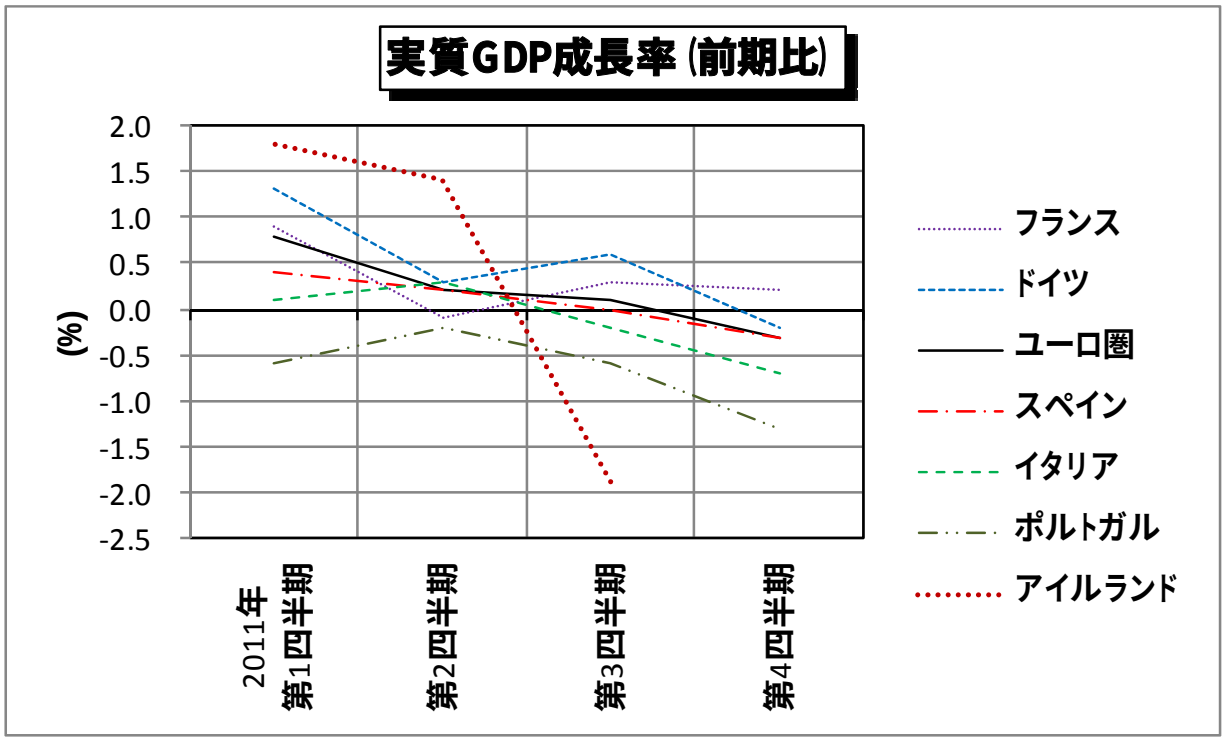
	単位	2010年度	2011年度			2012年度			2013年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	1.1	▲ 2.4	▲ 3.3	▲ 1.6	1.1	0.8	1.4	1.4
実質GDP	%	3.1	▲ 0.5	▲ 1.1	0.0	1.8	1.5	2.2	2.0
民間需要	%	3.0	0.2	▲ 0.8	1.1	2.2	2.3	2.1	2.1
民間最終消費支出	%	1.5	0.6	▲ 0.0	1.2	1.0	1.3	0.8	1.2
民間住宅	%	2.3	4.1	5.4	2.9	9.5	7.5	11.4	5.7
民間企業設備	%	3.5	▲ 0.0	▲ 1.9	1.8	3.9	4.1	3.8	4.5
公的需要	%	0.5	1.9	1.6	1.9	2.9	2.3	3.4	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.8	1.9	1.7	0.6	0.9	0.3	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 6.8	1.5	▲ 0.1	2.0	13.7	9.1	18.4	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.8	11.8	12.6	11.1	9.6	9.5	9.8	11.2
輸出	%	17.2	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.7	1.9	1.0	2.7	5.8
輸入	%	12.0	5.0	4.3	5.7	5.4	5.8	5.0	4.5

国内企業物価　（前年比）	%	0.7	1.7	2.6	0.9	0.8	0.5	1.1	1.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.9	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0
完全失業率	%	5.0	4.5	4.5	4.6	4.4	4.5	4.3	4.0
鉱工業生産（前年比）	%	9.0	▲ 2.5	▲ 4.5	▲ 0.4	5.4	5.5	5.3	5.5
住宅着工戸数	千戸	819	826	422	404	935	448	488	1,025
経常収支	兆円	15.9	8.4	4.6	3.8	10.6	4.8	5.8	13.4
貿易収支	兆円	6.5	▲ 3.4	▲ 1.4	▲ 2.0	2.1	0.0	2.1	7.5
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	85.7	78.7	79.8	77.7	78.4	78.0	78.8	80.8
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	84.4	112.5	114.5	110.6	115.0	112.5	117.5	121.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

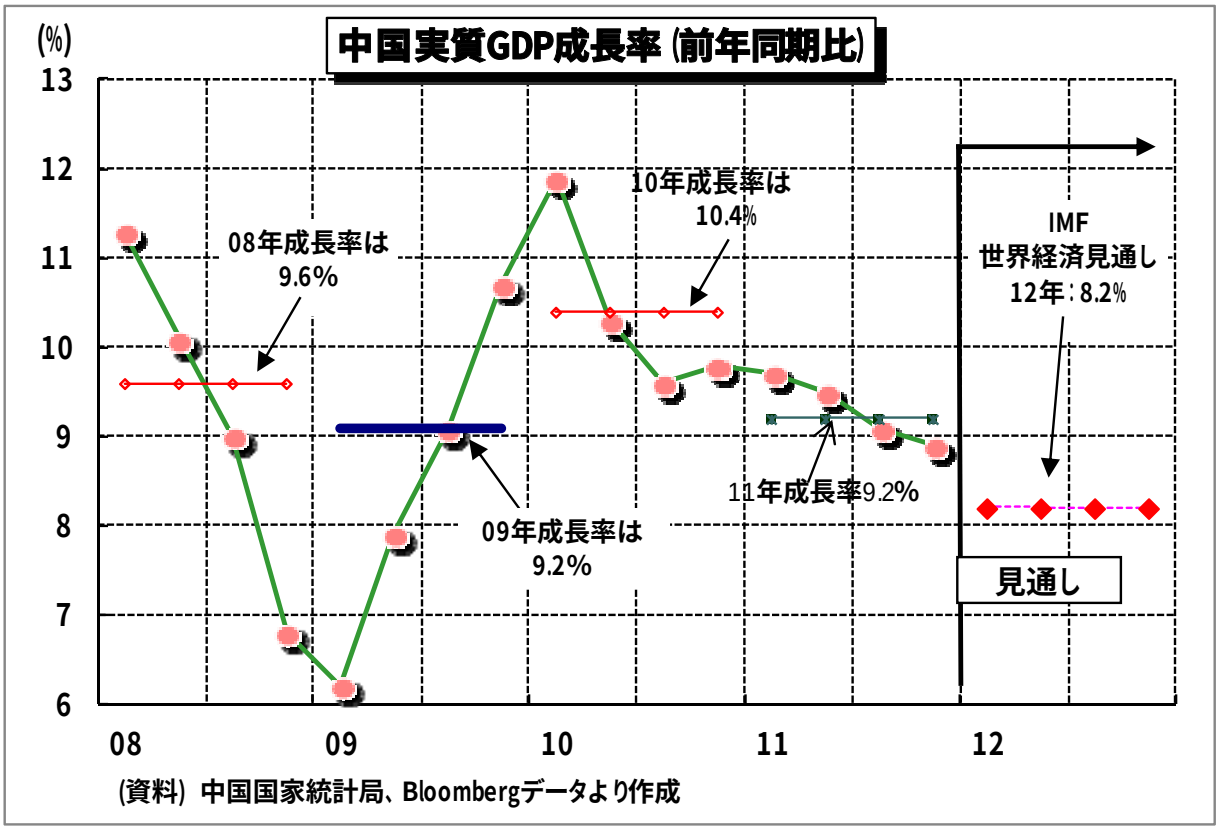
付　表　1：欧州経済



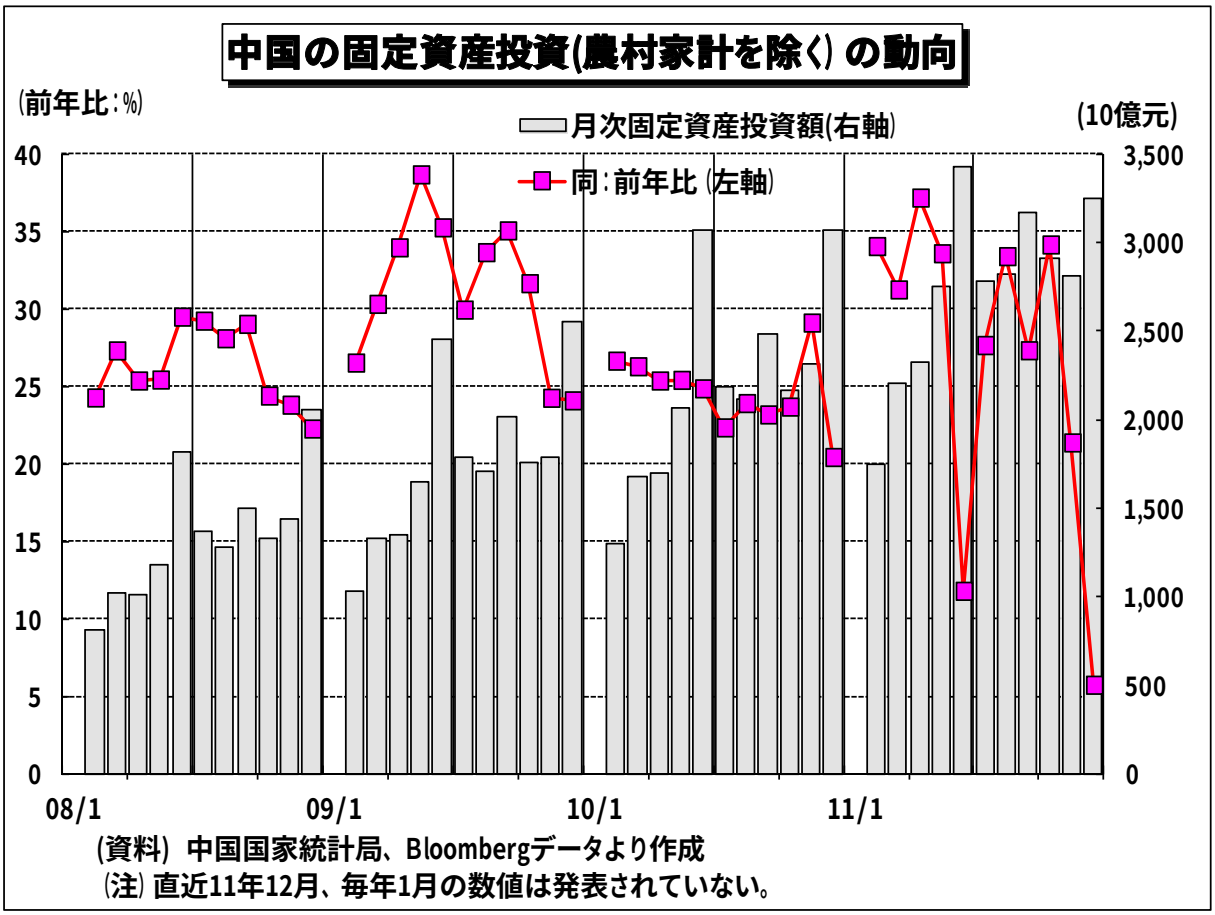
（資料）　Eurostat のデータから農中総研作成。
なお、アイルランドは 2011 年第 4 四半期のデータは未公表。
ギリシャは上記の全期間にわたってデータは未公表。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

付 表 2： 中国経済



（資料） 中国国家統計局、Bloombergデータより作成



（資料） 中国国家統計局、Bloombergデータより作成
（注） 直近11年12月、毎年1月の数値は発表されていない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます