2012年の内外経済金融の展望

──欧州債務危機への警戒下，復興需要の押上げ効果に期待──

主任研究員　南　武志
主席研究員　山口勝義
主任研究員　木村俊文
研究員　王　雷軒

〔要　　旨〕

1　09年10月に表面化したユーロ圏の財政問題は，その後長期化し，より深刻な財政危機として拡大した。当初はユーロ圏の中でも周辺国の問題であったが，銀行危機を伴いながら，経済規模の大きい財政悪化国や財政状況が比較的良好な国々にまで波及する可能性が高まるとともに，世界経済に大きな影響を及ぼす可能性が無視できなくなっている。

2　12年の海外経済を展望すると，欧州債務危機の行方に左右される面は否めないが，全般的には前半は低調さが残るが，後半にかけては回復傾向を強めていくだろう。米国経済は低調ながらも，緩やかな持ち直し傾向にあるが，住宅市場や雇用の改善はなかなか進まないだろう。ユーロ圏経済は，景気悪化と緊縮財政の悪循環から抜け出せず，低迷が今後数年にわたって継続する可能性がある。中国経済では，これまでの引締め政策によってすでに景気減速が始まっているが，政策転換により後半以降は再び成長率を加速させていくだろう。

3　大震災からの復旧が一巡した国内経済については，海外経済情勢を背景とした輸出動向と復興需要の動きに大きく左右されることになるだろう。12年度に入れば，補正予算に盛り込まれた復興事業が本格化し，景気の下支えに貢献してくるだろうが，輸出環境の好転は見込み難く，復興期としては物足りなさの残る成長率となるだろう。また，物価動向については引き続きデフレ色が残ると予想する。

4　デフレの長期化に加えて，欧米経済の不透明感が高まるなか，円高圧力は当分解消しないであろう。長期金利は，景気の牽引役である輸出の伸び悩み懸念や追加金融緩和策への思惑などもあり，総じて低水準での展開が継続するであろう。

5　野田内閣は，日本が債務問題に苦しむユーロ圏の二の舞にならないよう，早期に財政健全化に着手することを主張している。特に，消費税を含む増税措置に対しては強い意欲を見せている。しかし，増税より歳出削減，その歳出削減のなかでも社会保障費・人件費などの抑制が財政再建には有効とする事例研究も存在するなど，増税に傾き過ぎていることへの懸念もある。また，景気低迷下での財政再建は多くの困難を伴うが，デフレ脱却と財政再建をどう両立していくかが大きな課題となろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

目　次

はじめに
—世界的な景気減速懸念の浮上—
1　東日本大震災が日本経済に与えた影響
（1）　大震災発生前後の日本経済
（2）　阪神・淡路大震災当時の経験
（3）　今回の政府の大震災への対応
2　欧州債務問題と今後の展望
（1）　長期化する欧州債務危機
（2）　債務危機の変質と影響拡大の可能性
3　海外経済金融の展望
（1）　米国経済の展望
（2）　欧州経済の展望
（3）　中国経済の展望
4　国内経済・金融の注目点と展望
（1）　当面の政策運営
（2）　国内経済・物価の展望
（3）　長期金利は上昇しても限定的
おわりに
—増税路線の強化とデフレ脱却は両立できるか—

はじめに
—世界的な景気減速懸念の浮上—

2008年秋に発生した世界同時不況によって，内外経済は大打撃を受けた。とりわけ，輸出依存度の高い経済成長を続けてきた日本経済の落ち込みは激しかった。その後，G20などの枠組みの下での国際協調的な政策展開によって，09年半ばまでに世界経済は全般的に底入れしたが，おおむね先進国経済はサブプライム住宅ローン問題などの後遺症もあり，停滞気味に推移したのに対し，中国・インド・ブラジル・ロシア・南アフリカといったBRICS諸国を筆頭とした新興国経済は国内需要主導で比較的底堅い推移を続けた。概して，この２年間は途中幾度か立ち止まる場面もあったが，緩やかな回復基調をたどってきたと言えるだろう。

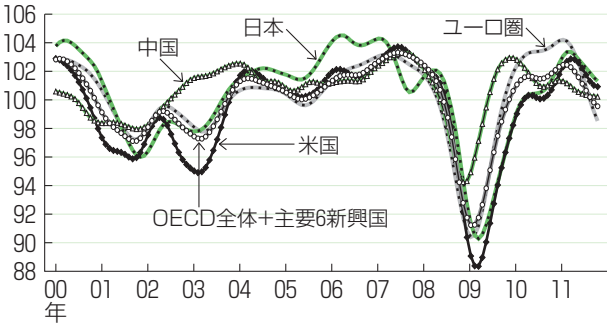
こうしたなかで，国内経済もまた世界同時不況からの持ち直しを続けてきたが，11年３月に発生した東日本大震災は，国内のサプライチェーンを大きく毀損し，部品・製品類の安定供給を不可能にしたほか，家計・企業のマインドは冷え込み，一時的に自粛的なムードが蔓延した。その後，被災地における懸命な努力の結果，実体経済面では約半年でかなりの復旧が進んだが，政治混迷もあって，肝心の復興事業については基本的に手つかずのままである。

さらに，09年後半に露見したギリシャ財政の粉飾問題に端を発した欧州債務危機が，欧州連合（EU）諸国や国際通貨基金（IMF）など国際機関の支援にもかかわらず，収束する兆しをみせないばかりか，ユーロ圏全体への拡散をみせており，世界経済の先行き懸念が強まっている。（第１図）

本稿では，こうした内外経済が抱えている課題を整理するとともに，12年の展望について考えていきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第1図　OECD景気先行指数の推移



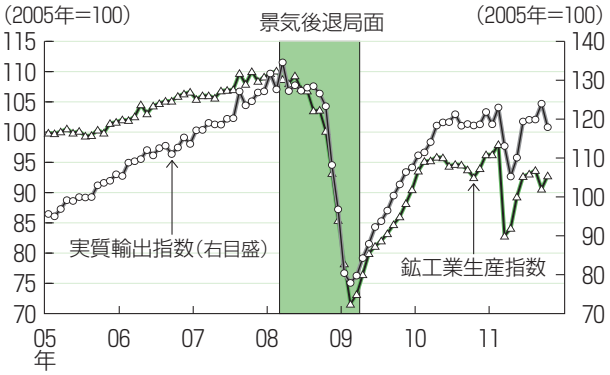
資料　OECD
（注）　主要6新興国とは、ブラジル，中国，インド，インドネシア，ロシア，南アフリカ。

1　東日本大震災が日本経済に与えた影響

(1)　大震災発生前後の日本経済

10年後半にかけての海外経済の回復力が再び強まったことを契機に，頭打ち状態に陥っていた日本経済は，大震災が発生する３月上旬までは踊り場からの脱却を模索する動きを続けていた。世界同時不況によって，約半年の間で３～４割の落ち込みをみせた国内生産（鉱工業生産指数）や輸出数量（実質輸出指数）は，その落ち込み分の９割弱まで戻していた（第２図）。

第2図　輸出・生産の動向



資料　OECD，内閣府，経済産業省，日本銀行の資料から筆者作成
（注）　OECD景気先行指数はOECD+5新興国。

こうした状況下で発生した東日本大震災は日本経済・産業を再び大きく悪化させた。国内生産，輸出とも，ほぼ一瞬のうちに15％前後の激減をみせた。また，企業経営者の景況感や消費者マインドなど，センチメント指標も大幅に悪化した。

実体経済へのショックの性格について，３年前の日本経済を襲った世界同時不況と比較してみると，世界同時不況が日本にとっては輸出の減少というディマンド・ショックであったのに対し，今回の大震災は広範囲な供給能力の毀損というサプライ・ショックであった。それゆえ，被災した資本ストックの復旧が進めば，それに伴って生産活動は元の水準に戻るという性格のものでもあった。

なお，一部の財では深刻な品不足状態に陥ったが，同じくサプライ・ショックである石油危機時のような物価上昇は引き起こされなかった。それには，大震災発生当時の日本経済では大幅なデフレ・ギャップが存在していたということ，さらに大震災や原発事故，さらには強制的な計画停電の実施などによって家計・企業のマインドが委縮し，総需要水準そのものも減退をみせたことなどが背景にあったといえる。

(2)　阪神・淡路大震災当時の経験

阪神・淡路大震災（1995年１月17日）への対応は，今回と同様，発生直後には対応が遅いとの批判もあった。しかし，今回の大震災と比較するとスピーディーとの印象も

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

出始めている。被害総額は約10兆円（GDPの２％）と今回よりも小さかったが，大都市部の都市機能が集中的に毀損したという特徴があった（第１表）。高速自動車道路網や新幹線を含む主要幹線網の寸断，日本有数のコンテナ貨物取扱量を誇った神戸港などや阪神工業地帯が大きく被災し，日本全体への影響が懸念されたが，今回のような電力問題などは発生しなかった。

肝心の復興関連の対策については，発生３日後には震災担当相を任命し，現地対策本部を立ち上げている。法整備の面でも，発生から１か月半後には「阪神・淡路大震災に対処するための特別の財政援助及び助成に関する法律」が成立した。また，震災復旧・復興費については，震災から38日後には第１弾として約１兆円の94年度第２次補正予算が成立，同じく４か月後には約1.5兆円規模の95年度第１次補正が成立し，財政的な措置の大筋が決定している。なお，98年度までの約３年間の復興需要としては，付加価値ベースで7.7兆円が創出されたと報告されている。

(3)　今回の政府の大震災への対応

今回の大震災および原発事故の発生を受けて，政府は「緊急災害対策本部」，「原子力災害統合対策本部」などいくつもの対策本部を立ち上げたが，「司令塔」が不在で，十分機能しなかった面は否定できない。４月には東日本大震災復興構想会議が設置され，６月には「復興への提言」が取りまとめられた。また，法制度としても６月には東日本大震災復興基本法が成立，復興庁の設置などが決まったが，復興庁自体の発足は12年３月までずれ込んでいる。

なお，政府は震災後の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３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

第1表　過去の震災との比較

	東日本大震災 （東北地方太平洋沖地震）	阪神･淡路大震災 （兵庫県南部地震）	関東大震災 （大正関東地震）
発生日	2011年3月11日	1995年1月17日	1923年9月1日
地震規模	M9.0	M7.3	M7.9
死者･ 行方不明者	19,447人 （11月29日現在）	6,437人	105,385人
家屋被害数	161,665戸	256,312棟	372,659棟
直接的被害額 （対GDP比）	16.9兆円 （3.5%）	9.9兆円 （2.0%）	45.7億円 （30%）

資料　内閣府，気象庁等の資料から筆者作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

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次補正予算案（11月21日成立）では，約9.2兆円の復興費などを盛り込んでいる。その財源は，とりあえずは復興債の発行（約11.6兆円）で賄うこととしたが，その償還については期間を25年とし，財源は所得税，法人税，住民税の時限的な増税で回収する予定となっている。さらに，大震災の二重ローン対策などを盛り込む第４次補正予算案の編成も指示されており，2.5兆円前後の事業規模が想定されている。

このようにみていくと，東日本大震災の復興に向けた動きは遅れていると判断せざるをえず，復興需要もまた後ズレしている。３月にはようやく復興庁が設置されるが，これまでの遅れを挽回し，大震災で傷ついた日本全体の再興にとっても呼び水となることが期待されている。

2　欧州債務問題と今後の展望

(1)　長期化する欧州債務危機

09年10月，ギリシャで政権交代を機に表面化した財政問題は，その後，他の財政悪化国を巻き込み，欧州でユーロ圏の政府債務危機として拡大した。

通貨や金融政策が統合されたユーロ圏では，通貨価値の変動を通じた調整機能や各国の経済情勢に応じた政策金利変更の仕組みが存在しないため，域内の経済情勢を極力均一なものに維持することが重要となる。このため，ユーロ圏は，通貨ユーロ導入に先立って加盟国が満たすべき消費者物価上昇率，長期金利，財政収支・債務残高等のマクロ経済情勢にかかる収斂基準を有している。しかしながら最近では，各国でこれらが基準を外れて拡散する傾向が強まっている。その背景には，経済成長の潜在性が高い南欧等のいわゆる周辺国では，強い内需に対し相対的に低い欧州中央銀行（ECB）の政策金利のもと資金が流入し，インフレで実質的な為替レートが上昇し，これにより経常収支の赤字が拡大しがちになるというメカニズムが働く一方，ドイツ等のコア国では逆の現象が現れやすいという事情がある。

今ではユーロ圏は加盟国が17か国にまで増加しており，その産業構造の多様性等で，上記の経常収支を含めた不均衡が拡大する可能性は一層高まっている。また，不均衡是正に向け，財政緊縮政策や経済の構造改革を進めたとしても，財政赤字の削減とともに，労働コストの引下げや輸出産品の拡大等で経済競争力を改善し，財政収支と民間収支の合計でもある経常収支の赤字を縮小することには自ずと限界がある。

このため，債務危機に対処するためには，ユーロ圏内で統一された財政の仕組みを持ち各国の財政の運用を適切にコントロールするとともに，財政支援を含めて必要な調整を行うことが重要となるが，通貨・金融政策は統合の一方で財政は各国分権とするいわゆる「ユーロ圏の構造的問題」がそ

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

の障害となっている。この問題に対し，ユーロ圏では徐々にではあるが財政協調へ向けて動きつつあるものの，徴税権を含む財政主権の放棄や財政悪化国への継続的な支援負担に対して支援側に立つ国民の反発が強いこと，またEUの条約改正がハードルとなること等で，こうした動きは遅々としたものに止まっている。

このように，ユーロ圏の債務危機収束のためには，①実効性ある個別の財政悪化国対策のみならず，②財政協調を通じた実効性ある構造問題対策が求められるわけであるが，この①，②の双方について明らかな改善や，迅速に実行可能な具体的な行程を示すことは容易ではなく，債務危機の短期間での収束は大変困難なものとなっている。

さらに，こうした債務危機が長期化するとの見通しは企業や消費者の行動を保守化させ，各国での財政緊縮策や，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ユーロ圏の経済成長を鈍化させる要因となる。また，経済成長の鈍化が，債務残高の削減のために期待される経済成長率の確保を困難とし，危機収束までの過程を一層長期化させることになる。

(2) 債務危機の変質と影響拡大の可能性

ユーロ圏がこうした悪循環に直面しつつあるなか，これまではユーロ圏の中でもいわゆる周辺国の，しかも経済小国の問題であった債務危機が変質しつつある。

その第１点としては，イタリア等，より経済規模の大きい財政悪化国に危機が拡大する可能性が高まっていることである。第２点としては，危機の拡大が，ユーロ圏で財政状況が比較的良好な国々の経済成長に対しても悪影響を与え，またその財政を悪化させる可能性が生じていることである。さらに第３点としては，上記を通じユーロ圏の債務危機が深刻化するに伴い，世界経済に大きな影響が波及する可能性が無視できなくなっている点である。

第１点については，11年11月に，政治混乱等でイタリア10年国債の利回りが７％台を付けたことで，市場関係者は警戒感を強めることとなった。この利回り水準が継続する場合には，利払い負担の増加が同国の財政を圧迫するのみならず，投資家のポジション調整の動きが加速するとともに，利回り上昇と決済機関の証拠金率引上げとの悪循環にも陥りやすく，過去の経験からすれば，数か月以内には金融支援が必要となることがその警戒感の背景にある。

その際，懸念される点はイタリアの債務残高の大きさである（第２表）。国内総生産（GDP）はユーロ圏でドイツ，フランスに次

第2表　財政悪化国の政府債務残高（IMFによる2011年末予測値）

	政府債務残高（10億ユーロ）	GDPに対する比率（%）
ギリシャ	329	152
アイルランド	148	114
ポルトガル	161	91
スペイン	639	64
イタリア	1,843	120
ユーロ圏合計	9,204	87

資料　IMF（World Economic Outlookデータベース）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

ぐ第３位と，ギリシャ等に比べ格段に大きく，また，その債務残高はギリシャの約６倍，ギリシャ・アイルランド・ポルトガル合計額の約３倍に当たる約１兆８千億ユーロに達している。このため，仮にイタリアに債務危機が及んだ場合には，EUやIMFによる既往の支援の枠組みでは対処が困難になるという，大きな問題をはらんでいる。

次に第２点として，こうした危機拡大の影響が，財政状況が比較的良好な国々に銀行の財務悪化を通じて波及する可能性が生じている。

まず，国債等，財政悪化国に対する債権を保有する銀行の資産の悪化がある。ユーロ圏では，ギリシャ等に対する債権については売却や引当によるリスク削減は進んでいるが，イタリア等に対してはまだこれからであり，今後，銀行の財務に及ぼす影響が大きくなる可能性がある。

この結果，銀行の自己資本比率の低下がリスク資産である融資の圧縮として現れ，回復の足取りが鈍い経済に打撃を与えることが考えられる。特にユーロ圏では，日・米等とは異なり，預貸率（貸出金／預金）は平均107％程度と，100％超で推移しているため，銀行の優良資産を含めた融資の抑制や削減が生じやすい構造となっている。

さらに，財務悪化で増資が必要となった銀行の中には，自力での対応が困難な銀行も発生すると考えられる。金融システムの安定性維持の観点から公的資金の注入が必要ともなるが，これは当該国の財政を悪化させることにつながる。

こうした思惑のもと，市場ではイタリア国債ばかりか，既にAAA格付け国の国債も投資家のポジション調整の対象とされ，利回りが上昇する局面も現れている。

第３点の世界経済への影響については，まず，国際的に業務を行うユーロ圏の銀行によるリスク資産の圧縮により，銀行所在国の実体経済を冷やすことが考えられる。特に金融面で結びつきの強い中東欧の新興国に，その影響がまず大きく現れるものと考えられる。

さらに，銀行財務の大幅な劣化が予想される場合には，リーマン・ショック時の経験からも，資金繰りの困難化を通じたユーロ圏の枠を越えた銀行経営悪化の連鎖が考えられる。こうしたシステマティックな銀行機能の毀損は，広範な国々の経済に大きなダメージを与えることになる。この他，ユーロ圏経済の低迷が貿易等を通じて，経済関係の密接な国々の経済に負の影響を及ぼすことが考えられる。非ユーロ圏の国々を含めたEUのGDPは世界合計の約４分の１のシェアを占めており，その経済成長鈍化に伴う影響は無視できないものになると考えられる。EUからみた貿易相手国の上位２国は米国と中国であり，これら２大経済大国の経済に及んだ影響は，さらに世界各国に波及していくことになる。また，混乱を通じ減価した通貨ユーロの影響で自国通貨高となった国々の輸出を抑制することも考えられる。

しかし，何よりも懸念されるのは，債務危機がイタリア等の大規模国や，さらには

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

フランス等のコア国に波及する可能性が高まった場合に，既往の支援の枠組みでは債務危機が制御不能に陥ることを見越し，世界の金融市場が暴落することである。この場合，一挙に世界経済に多大の影響が及ぶことになるものと考えられる。

こうしたなか，12月のEU首脳会議では，財政規律強化のための新条約を締結することに加え，IMFを活用した新安全網の整備，恒常的支援の仕組みである欧州安定メカニズム（ESM）の設立前倒し等で合意した。

一方で，欧州中央銀行（ECB）は，現行の国債買取りプログラムを強化し，より大規模な買取りを実施することには否定的な立場を続けている。中央銀行が国家財政に資金供給を行うことになるこうした政策運営（マネタリー・ファイナンシング）に対しては，インフレの可能性や財政規律を曖昧化させるモラルハザードの懸念，また，加盟国への与信行為を禁じたEUの条約への抵触の可能性等で，ECBのほかドイツ等の反対も強い。

これに対し，現在の危機的な状況を改善するためには，ECBが「最後の貸し手」として機能発揮することを求める声も高まっており，今後のECBの判断が注目される。

3　海外経済金融の展望

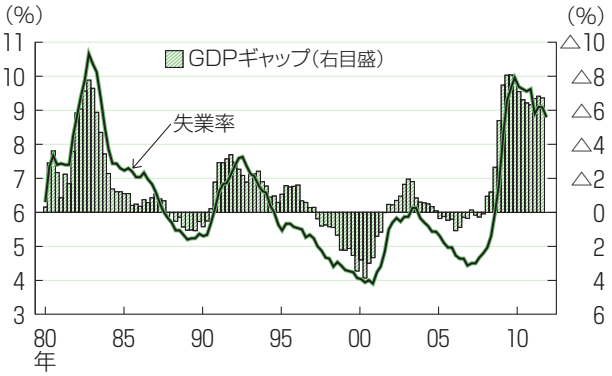
(1)　米国経済の展望

米国経済は，11年前半に減速したものの，７～９月期の経済成長率がやや加速して９四半期連続のプラス成長となるなど，緩やかな回復基調をたどっている。ただし，足元では失業率が8.6％（11年11月）に低下したとはいえ，水準的には高止まり状態を続けているように雇用改善の動きが鈍いほか，住宅市場では低調な動きが継続している。また，コア物価上昇率が緩やかに上昇しているものの，依然として08年の金融危機により発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態が残存している（第３図）。

こうしたなか，オバマ大統領は９月に総額4,470億ドル（約35兆円）の予算規模で景気浮揚と雇用創出を目指す「米雇用創出法案」を発表した。しかし，歳出拡大や増税に反対する野党共和党の抵抗が強いことから議会審議は進展しておらず，法案成立の目途は立っていない。そこで，オバマ政権は，住宅ローン借り換え支援の強化や退役軍人の雇用促進など議会承認が不要な政策を打ち出し，景気回復に取り組む姿勢を示している。

また，米議会では，11年予算管理法に基づき設置された超党派委員会が期日の11月

第3図　米国のGDPギャップと失業率



資料　米労働省，米議会予算局
(注)　GDPギャップ＝(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP。

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

23日までに財政赤字削減案について合意できなかった。このまま赤字削減案を策定できなければ，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り，景気の下押し要因となる。議会での協議難航の原因には，財源確保のために大企業や富裕層に対して増税するか否かで与野党が対立していることが挙げられ，この核心部分は12年の大統領選の重要な争点のひとつになりつつある。

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，11年８月には「少なくとも13年半ばまでゼロ金利政策を維持する」という時間軸効果をねらった新たな方針を採用した。さらに翌９月には，12年６月末までに総額4,000億ドル（約30兆円）で残存期間６～30年の米国債を購入し，同時に３年以下の国債を同額分売却するという「ツイストオペ」の導入を決定した。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11～12年の成長率予想を下方修正し，欧州債務危機が世界景気に与える影響など下振れリスクを警戒する姿勢を強めていることから，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第３弾（QE3）を打ち出す可能性が高いと考えられる。

以上の財政・金融政策を前提に主要項目を個別にみると，まず，個人消費は，消費者マインドに持ち直しの動きがみられるものの，雇用・所得環境が依然として厳しい情勢が続いていることから３％程度の巡航速度を下回って推移すると予想する。一方，設備投資は，低金利に加え，好業績を発表する企業が多く，内部留保を含めた資金調達が良好な環境にあることなどから，引き続き増加ペースが続くと見込まれる。しかし，住宅投資は，中古住宅市場への差し押さえ物件の流入により在庫調整が続いているほか，先行指標となる住宅着工許可件数が低水準にあることなどから先行きも厳しい情勢が続くと考えられる。外需については，ドル安が輸出を下支えすると期待されるものの，欧州債務危機や新興国の景気減速など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る。さらに，政府支出に対しては，中長期的な財政赤字削減の必要から厳しい歯止めがかかると予想する。

総じてみれば，加速感に乏しいものの，11年後半の改善傾向が12年に入ってからも続くと見込まれる。年間の成長率は，11年は前年比1.8％，12年は同2.4％と予想する。ただし，欧州債務危機による影響等により下振れするリスクは否定できない。

(2)　欧州経済の展望

IMFは11年９月改定の世界経済見通し等で「2011年には，世界経済は大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

と指摘するとともに，先進国では財政の持続可能性を維持することが最優先課題となっているが，財政改革は中期的に実現を図り，短期的には景気刺激に配慮すべきであるとの考え方を示した。ここで，IMFは，市場の圧迫を受けている国では財政改革を進めることが最優先の課題である一方で，財政改革に余裕がある国では緊縮財政を急速に進め過ぎ経済成長を阻害してはならないと指摘している。

一方，ユーロ圏では，これまで厳しい財政改善策で財政の持続可能性を高めつつ，企業や家計の将来への期待で経済成長の底打ちを図り，財政悪化国の問題を解決しようとするアプローチを採ってきた。これは，例えば「現時点で財政支出が削減されても，財政状況が改善する将来においては支出の回復が行なわれる」「現時点で増税がなされても，将来は減税に転じる」などの期待により，緊縮財政の負の効果は相殺されるとするいわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら，現実に，国民が改革に疲弊し大規模なデモやストが相次ぐギリシャの社会情勢に象徴的に示されているように，こうした期待は有効には機能しなかった。世界経済がまだサブプライム問題以降の景気回復過程にあったことや，世界的な規模での財政健全化への取組みであったことにより，経済成長を力強く牽引できる国が限られていたことなどで，上記の政策にはもともと無理があったものと考えられる。

こうしたなか，ユーロ圏では11年夏ごろから，急速に経済の減速感が強まってきている。ドイツも含め，主要国で生産や輸出は減速し，消費も力強さに欠ける展開となっている。これに歩調を合わせる形となった上記のIMFの提言であるが，市場では既に比較的財政が健全な国の国債にも売りがかさむ現象も現れ始めており，仮にユーロ圏が財政規律厳格化の方針を一時的に緩和したとしても，現時点では格下げリスクに晒された各国は動きが取れなくなっている。

このため，ユーロ圏では，広く緊縮財政による内需の抑制が継続し，さらに銀行の与信圧縮の動きも加わることを想定する必要がある。また，債務危機の長期化見通しは，今後も中期的に企業や消費者の経済行動を保守化するものと考えられる。

以上から，ユーロ圏の11年７～９月期の実質GDP成長率は前期比0.2％となり前期から横ばいとなったものの，今後は減速傾向が強まることが予想される。また，経済成長の減速化は債務残高の削減を遅延させることになり，両者の悪循環で，ユーロ圏の経済成長の低迷は今後数年にわたって継続する可能性がある。加えて，債務危機が世界経済に大規模な影響を及ぼすに至った場合には，大幅な経済後退が生じるダウンサイドリスクをも伴うものと考えられる。

(3)　中国経済の展望

近年，中国経済は世界経済との関係が深まっている。08年に中国はすでにドイツを抜いて世界最大の輸出国となっている。ま

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

た，高い経済成長に伴って輸入も急速に拡大しており，足元では米国に次ぐ世界第２位の輸入国でもある。

貿易拡大を通じて世界経済における中国経済のプレゼンスは高まっている。IMFによれば,10年に中国の国内総生産（GDP）は5.9兆米ドルと世界経済に占める比率が日本を抜いて9.3％となっている。その以降もシェアが拡大すると予測されている。そうしたなか，日中の貿易関係も深化している。日本の輸出は09年から，輸入は02年から中国がトップとなり，日本にとって中国（除く香港）は最大の貿易相手国になった。

しかし，金融引締めの強化や外需の急減を受けて，世界からの期待が高まる中国経済も緩やかな減速を辿ってきた。国家統計局が発表した11年７～９月期の実質GDP成長率は前年比9.1％と，１～３月期の9.7％，４～６月期の9.5％から伸び率が３四半期連続で鈍化した。以下，GDPの需要項目別の足元の景気動向を確認してみよう。

まず，個人消費の動向については，11月は前年比17.3％と，10月（同17.2％）から伸び率が拡大した。今後，消費者物価の上昇率は低下に向かっていくことや，所得環境の改善が続いていることなどを背景に，今後の消費も底堅く推移するとみられる。

また，11月の固定資産投資は前年比21.4％と，10月（同34.1％）から伸びが大幅に鈍化した。国策である保障性住宅（中低所得層向けの住宅）への投資は，しばらく固定資産投資を下支えするとみるが，住宅購入制限など不動産抑制策が継続されているため，今後の固定資産投資の伸びは鈍化する可能性があると思われる。

外需の動向については，海外経済の減速のほか，中国国内の人件費の上昇や中小企業の資金繰りの困難などを受けて，11月の輸出は前年比13.8％と，10月（同15.9％）から減速した。今後も欧米先進国の景気減速により，中国の輸出を取り巻く環境は悪化が続くだろう。

以上のように，11月の経済指標からは，個人消費と固定資産投資といった内需が景気を下支えしたことが確認される。一方で輸出の伸びは大幅に鈍化しており，中国経済の減速感が強まっているとみられる。

一方，食料品価格が落ち着きつつあることなどを受けて，11月の消費者物価上昇率は前年比4.2％と，７月（同6.5％）をピークに，上昇幅が大きく縮小した。海外経済の減速に伴って国際商品市況が調整していることや，消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率も大きく縮小したことなどから，今後のインフレ上昇率は更に低下し，12年は年間で前年比４％程度を予想している。

また，これまでの住宅購入制限や住宅ローン融資の厳格化により，不動産価格の下落傾向は強まっている。様々なメディアの報道内容をみても，資金繰りの困難などから，一部地域の不動産販売業者は10月に比べて20～40％も住宅価格を値下げしている。

景気の減速感の強まりやインフレの沈静化などを踏まえ，今後の経済政策の軸足はインフレ沈静から経済の安定成長へシフト

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

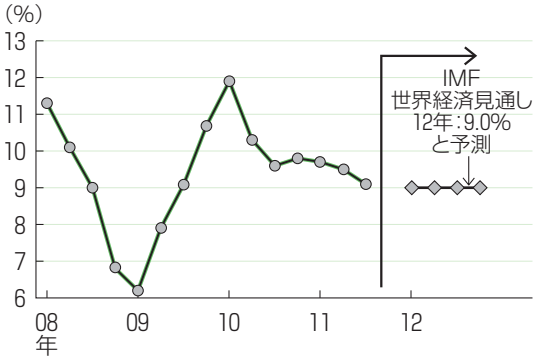
する可能性が高まっている。資金繰りが悪化した中小企業や農業分野などに対して貸出の増加などのような微調整もとられている。さらに，11月末に中国人民銀行は預金準備率0.5％の引下げを発表し，事実上の金融緩和に踏み切った。

来年も更なる預金準備率の引下げなどを含め内外の経済情勢の変化を見極めながら適時，適度な予見性ある金融政策の微調整を実施することが予想される。ただ，産業構造の高度化や内需の拡大を目指し，構造的な調整が行われているなか，以前のような積極的金融緩和策が打ち出しにくいと考えられる。

一方，政府は拡張的財政政策により景気の下振れリスクを防ぐとみられる。ただし，08年リーマン・ショック対策のように大規模な財政出動より，経済構造の調整に向けての構造的な減税が行われる可能性が高い。なお，12年度の経済政策を決定する中央経済工作会議が12月に開催されたが，11年と同様，「積極的財政政策，穏健な金融政策（引締めから緩やかな緩和へ）」が打ち出された。

今後の経済見通しについては，10～12月期の経済成長率は９％割れとなるとみている。しかし，ハードランディングとなるリスクは小さく，11年は同９％超の経済成長を維持すると思われる。こうした緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高い。ただし，12年秋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年前半には緩やかな金融緩和も続き，実体経済は

第4図　中国実質GDP成長率（前年同期比）



資料　CEICデータから筆者作成

12年後半から再度拡大基調に転じる可能性がある。総じてみると，12年を通じての経済成長率は同８％後半になると予想される。IMFも12年の中国経済の成長率が前年比9.0％と見込んでいる（第４図）。

最後に，今後の中国経済を展望するうえで，特に留意しておくべき国内リスク要因として，地方政府の債務問題が挙げられる。これに対しては，政府は地方政府の債券発行を認めるほか，債務の証券化も模索しているため，地方政府の債務問題を過大視するべきではないという声もある。とはいえ，この問題が今後の中国経済にとっては，一定のリスク要因であるのは確かなことだろう。

4　国内経済・金融の注目点と展望

(1)　当面の政策運営

野田首相は，世界的に財政悪化に対する懸念が強まるなか，世界有数の累積財政赤字を抱える日本でも財政再建が急務と主

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

張，財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。３月に発生した東日本大震災の復興費は原則として現役世代が負担することとしたほか，「社会保障と税の一体改革」の一環として，10年代半ばまでに消費税率を10％まで引き上げることを国際公約化している。

また，12年度一般会計予算については，９月末で締め切った各省庁からの概算要求額は約96.5兆円に膨らんだものの，閣議決定された「中期財政フレーム（12～14年度）」などからは，復旧・復興関連の支出や債務（復興債）を別枠として取り扱うこととした上で，予算の大枠を「一般歳出（国債費を除く）は71兆円以下」，「新規国債発行額は44兆円以下」と，いずれも11年度並みに抑える方針となっている。一方で，社会保障費の自然増分（約1.2兆円）はこれまで同様に全額計上を容認する方針である。とはいえ，震災復興のための財政支出は徐々に減額されるのは不可避であり，12年度末にかけては公共投資などの景気下支え効果が縮小していくことになる。

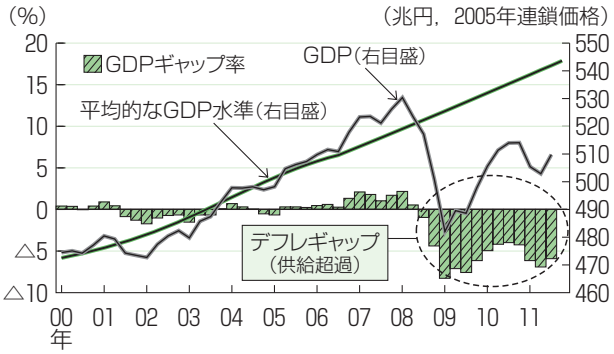
(2)　国内経済・物価の展望

大震災で被災した大企業製造業の復旧はほぼ終了し，復旧に伴う景気持ち直し過程も一巡したとみてもよいだろう。とはいえ，この数年，需給バランスが大きく崩れたままである状況に変化はみられていない（第５図）。

最近のタイ大洪水により，一部業種での供給体制に少なからず支障が出ている模様であり，今後の動向に注意が必要であるが，今後の景気動向の大筋を考える上では，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となってくる。

以下，主要な需要項目について展望をみていきたい。まず，家計消費に関しては，11年夏の堅調な耐久財消費ブームの反動減が残る可能性がある。また，最近の世界経済減速などを受けて，所定外給与も頭打ち気味となってきたほか，大震災などによる業績悪化から冬季賞与は伸び悩む可能性があり，民間消費を取り巻く環境は決して良くない。一方，復興需要が本格化してくれば，民間住宅などの再建が始まり，自動車や家具・家電など，付随する財・サービスの消費も刺激される可能性が高い。ただし，二重ローン問題などが今後の足枷となる可能性が指摘されるなど，復興需要にとっては克服すべき課題は多く，本格的に国内景気全体を押し上げるほどの力強さは期待できないだろう。

第5図　大幅に崩れたままのマクロ需給バランス



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

次に，民間企業設備投資については，大震災発生後も復旧・復興需要やスマートフォン対応の需要などもあり，底堅く推移してきた一方で，大震災・原発事故といった「日本リスク」や歴史的水準での円高定着などもあり，生産拠点としての日本の位置づけについて再検討が進んでいると思われる。また，景気全体が輸出への依存度を高めていることもあり，設備投資動向もまた，輸出に強い影響を受けている。それゆえ，輸出環境の低調さと復興需要や新興国経済への期待感が入り混じった状態となるだろう。一方で，このところ積み上がり気味の民間在庫であるが，当面は耐久消費財や電子部品・デバイスなどの在庫調整が強まる可能性が高いだろう。

最後に輸出動向に関しては，繰り返しになるが，あまり期待できる状況にはない。基本的には，世界経済全体が後退局面入りするという最悪の状況は想定しないが，12年度にかけて低調さは残るだろう。

以上の点などを踏まえつつ，12年度にかけての日本経済見通しについて述べていく。まず，11年度下期については，大規模な復興費を盛り込んだ第３次補正予算が成立したとはいえ，被災した自治体などでの復興計画が完全には固まっておらず，復興事業が始まるのは11年度末あたりまでズレ込むだろう。また，先進国・新興国ともに景気減速が進行していることを踏まえると，輸出は軟調に推移し，その影響を受けて企業設備投資も低調に推移するだろう。つまり，11年度下期には日本経済の牽引役が一時的ながらも不在となっていると思われる。この結果，11年度の実質GDP成長率は前年度比△0.6％と，10年度（同3.1％）からは大きく減速，２年ぶりのマイナス成長に陥ると予測する。名目GDP成長率も同△2.5％と２年ぶりのマイナスと予測する。マクロ的な需給バランスが崩れた状態が続いていることから，GDPデフレーターは前年度比△1.9％とマイナス状態が続くだろう。（第３表）

続く12年度についても，上期中は世界経済全体の低調さから輸出環境の好転はあまり望めないが，それを補う形で復興需要が本格化することになる。それに伴って民間需要が徐々に刺激されることもあり，回復基調を継続すると予想する。ただし，下期に入ると，公的な復興需要の盛り上がりは一服し，成長率もそれに伴って減速し始めると思われる。年度を通じての実質GDP成長率は同1.7％へ加速，潜在成長率を上回る成長を予想するが，震災復興期であることを踏まえれば，力不足感は否めない。名目GDP成長率も0.8％と２年ぶりにプラスに転じる。とはいえ，名実逆転は解消されず，デフレ状態は継続する。

(3)　長期金利は上昇しても限定的

日本銀行はこれまで円高・デフレ対策，さらには東日本大震災への対応ということで，様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。11年７月以降は，世界的に強まった景気減速懸念に伴い，金融資本市場でリスク回避的な行動が強まった結

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第3表　2011～12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）
名目GDP	%	1.1	△2.5	0.8
実質GDP	%	3.1	△0.6	1.7
民間需要	%	3.0	△0.2	2.0
民間最終消費支出	%	1.6	0.2	1.0
民間住宅	%	2.3	4.6	11.3
民間企業設備	%	3.5	△1.6	2.6
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.8	△0.2	0.2
公的需要	%	0.5	2.5	4.4
政府最終消費支出	%	2.3	1.6	0.3
公的固定資本形成	%	△6.8	5.4	23.1
輸出	%	17.2	△1.2	1.1
輸入	%	12.0	5.6	6.4
国内需要寄与度	%pt	2.4	0.4	2.5
民間需要寄与度	%pt	2.3	△0.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.6	1.1
海外需要寄与度	%pt	0.6	△0.9	△0.7
GDPデフレーター（前年比）	%	△2.0	△1.9	△0.9
国内企業物価　（前年比）	%	0.7	1.8	0.7
全国消費者物価（前年比）	%	△0.9	△0.1	△0.3
完全失業率	%	5.0	4.5	4.3
鉱工業生産　　（前年比）	%	9.0	△2.5	4.9
経常収支（季節調整値）	兆円	15.9	8.7	11.0
名目GDP比率	%	3.3	1.9	2.3
為替レート	円/ドル	85.7	78.8	78.4
無担保コールレート（O/N）	%	0.09	0.07	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.09	1.24
通関輸入原油価格	ドル/バレル	84.4	110.4	110.0

資料　実績値は内閣府「国民所得速報」など，予測値は農中総研
（注）1　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。
2　完全失業率は被災3県を除くベース。
3　無担保コールレートは年度末の水準。
4　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。

果，株安や円高が進行したが，日銀は８月，10月と資産等買入基金を増額（それぞれ10兆円，５兆円）することを決定した。いずれも政府による為替介入との歩調を合わせた格好となり，これらの相乗効果による円高抑制が期待されたが，欧州債務危機の深刻さが増し，世界経済の不透明感が一層高まったこともあり，安全資産とみなされた日本円に対する需要は根強く，円高圧力は解消するに至っていない。また，円高の背景にはデフレが長期化する国内事情も影響している可能性を忘れるべきではない。日銀は一段の緩和策を求められるものと思われる。

こうしたなか，長期金利（新発10年物国債利回り）は11年末にかけておおむね低下傾向をたどった。先行きを展望してみると，第３次補正予算に伴って復興債が11兆円超ほど増発されるほか，復興事業の開始などによる景気浮揚や金融機関貸出増への期待などにより，上昇圧力は徐々に強まっていくと思われる。とはいえ，景気の牽引役である輸出の伸び悩み懸念や追加金融緩和策への思惑などが，金利水準の上昇抑制に働くだろう。欧州債務問題の展開次第では一時的に大きな変動がみられる場面もあると思われるが，総じて低水準での展開は継続するだろう。

おわりに
―増税路線の強化とデフレ脱却は両立できるか―

OECDやIMFなどの国際機関では，欧州債務危機の深刻化や域内全体への波及を受けて，11年後半にかけて12年の世界経済見通しの断続的な下方修正を行っている。ま

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

さに，世界経済は景気後退の危険水域に差し掛かっている。

こうしたなか，野田内閣は欧州債務危機が日本に波及することを懸念し，早期の財政健全化に向けた動きをみせている。なお，その手段としては，国際比較の上で低いとされる租税負担率を高めることを最優先しており，歳出削減などについては増税ほどの強い意欲が伝わってこない。

財政再建はその後の経済成長に資するとの主張から，近年のユーロ圏での緊縮財政政策にも少なからず影響を与えたアルベルト・アレシナ・ハーバード大学教授は，自身のグループが行った過去の財政再建の事例調査結果から，次のような結論を出している。即ち成功した財政再建では，歳入増加よりも歳出削減を，しかも歳出のなかでも公共事業など投資的支出よりも移転支出（社会保障費）や公務員人件費などの消費的支出の削減を行っている傾向がある。つまり，財政再建には順序が重要であるということである。景気が低迷する下で財政再建してもなかなか結果が伴わないという今回の欧州債務危機の経験を踏まえれば，経済成長の確保との両立が求められている，といえるだろう。日本でも，財政健全化に向けてのタイムリミットは短いと思われているが，デフレ的な状況が残ったままでは，成功の可能性は薄くなる。財政再建とデフレ脱却をどう両立していくかが，今後とも問われ続けていくだろう。

（みなみ たけし，やまぐち かつよし，
きむら としぶみ，おう らいけん）

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。
農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/