



(株)農林中金総合研究所

2012 年 8 月 16 日

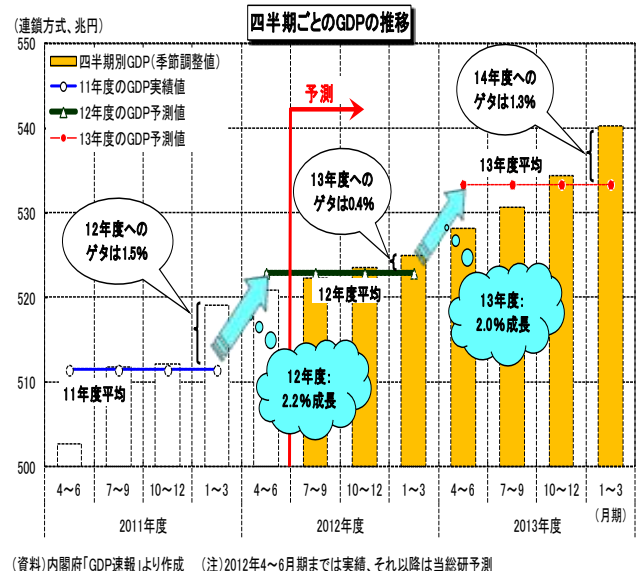
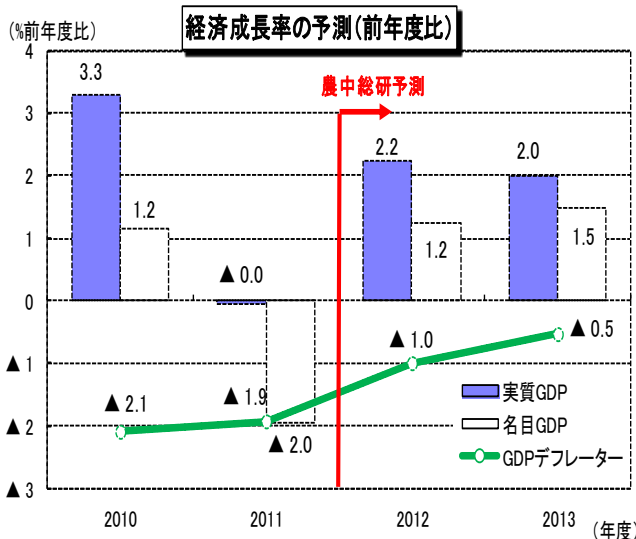
# 2012～13 年度改訂経済見通し

## 当面の景気回復テンポは緩やかなまま

～経済成長率は 12 年度:2.2%、13 年度:2.0%と予測～

2011 年後半以降の国内景気は足踏み状態を続けている。乗用車など耐久財消費の底堅さや復興に向けた公共事業の進捗なども見られるが、欧州債務危機や中国経済の悪化懸念など、世界経済の減速傾向が続いており、全般的に景気回復のテンポはなかなか加速しない。12 年度下期に向けては、復興需要が徐々に強まる半面、政策支援効果が切れる乗用車販売の不振なども想定されるほか、世界経済の回復も鈍いことが見込まれ、緩やかな成長に留まるだろう。また、13 年度に入ると、世界経済にやや明るさが見えてくるほか、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も発生し、景気が一時的に押し上げられる場面も想定される。

一方、14 年 4 月の消費税増税が現実味を帯びる中、その経済への影響を最小限に食い止めるべく、早期のデフレ脱却への期待が高まっている。足元で再び物価下落が進行していることもあり、日本銀行は追加緩和策の検討を迫られるだろう。



### <目次>

総論  
付表

P. 1～17

P. 18～19

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他(配送など)：03-3233-7760

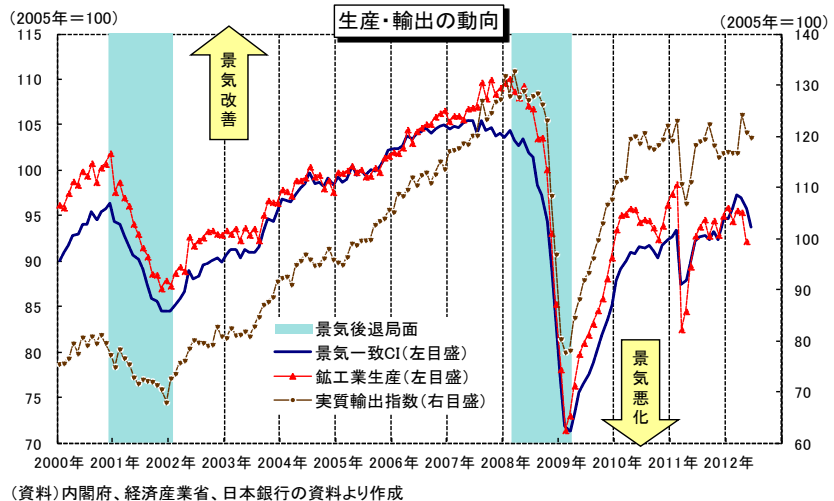
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。



## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ なかなか抜け出せない足踏み状態

わが国経済を鳥瞰してみると、2008 年秋のリーマン・ショックを引き金とする経済の大幅悪化からの回復局面の途上にあると判断できるが、東日本大震災の影響もあり、過去 3 年近くにわたって国内景気は足踏みに近い状態を続けている。直近まで、11 年夏以降に陥った踊り場からの脱却を模索してきたが、なかなか実現できず、むしろ足元の世界経済の減速傾向の強まりに伴って一段と足踏み感を増している。震災復興に向けた公共事業の進捗、政策的に下支えられた乗用車などの耐久財消費の堅調さは見られるものの、輸出が軟調なままでは、景気全体の底上げにはつながりにくい。以下、4～6 月期の主要な経済指標を振り返ってみたい。



まず、需要項目別にみると、民間消費は減速感が目立つ。家計調査の全世帯・実質消費支出(除く住居等)、商業販売統計の小売業販売額指数(当総研で実質化)はともに、前期比▲0.5%と2四半期ぶりの低下となった。なお、乗用車販売台数(当総研による季節調整後)は同 0.9%と5四半期連続の増加ながらも、前3四半期と比べて伸び率は大きく鈍化。また、消費者マインドは、数ヶ月前の水準と比べて軒並み悪化している(消費者態度指数(5月:40.7⇒7月:39.7)、景気ウォッチャー調査(先行き判断)・家計動向(4月:50.6⇒7月:43.9))。設備投資関連では、機械受注(船舶・電力を除く民需)は同▲4.1%と2四半期ぶりのマイナス、7～9月期(内閣府集計)も同▲1.2%と減少する見込みである。生産活動に大きな影響を与える実質輸出指数(日本銀行)は同4.1%と3四半期ぶりの上昇であったが、月次ベースでは4月をピークに低下傾向にある。

また、企業活動を確認すると、鉱工業生産は前期比▲2.0%と、4四半期ぶりの低下となった。エコカー購入補助金の再導入効果で、乗用車等の販売は好調に推移しているが、各メーカーでは同補助金の予算枠枯渇後に予想される反動減を先読みし、すでに減産体制に入っているようである。また、第三次産業活動指数は2四半期連続での同横ばいと、非製造業も停滞気味である。

なお、最近の消費の堅調さを演出したエコカー購入補助金も、予算枠である3千億円がそろそろ枯渇するとされている。前回のエコカー購入補助金の終了後には乗用車販売は深刻な不振に陥ったが、上述の通り、海外経済に不透明感が残る中、こうした耐久消費財の落ち込み分を公共投資などの復興需要がいかに相殺できるかが当面の景気を読む上でのポイントと言えるだろう。

内外の金融資本市場では、世界的な景気減速や収束の兆しを見せない欧州債務危機などにより、「質への逃避」的な行動が一段と強まっている。株価(日経平均)は9,000円割れ、長期金利(新発10年国債利回り)は0.8%割れ、為替レート(対ドル)は80円割れがいずれも常態化して推移した。



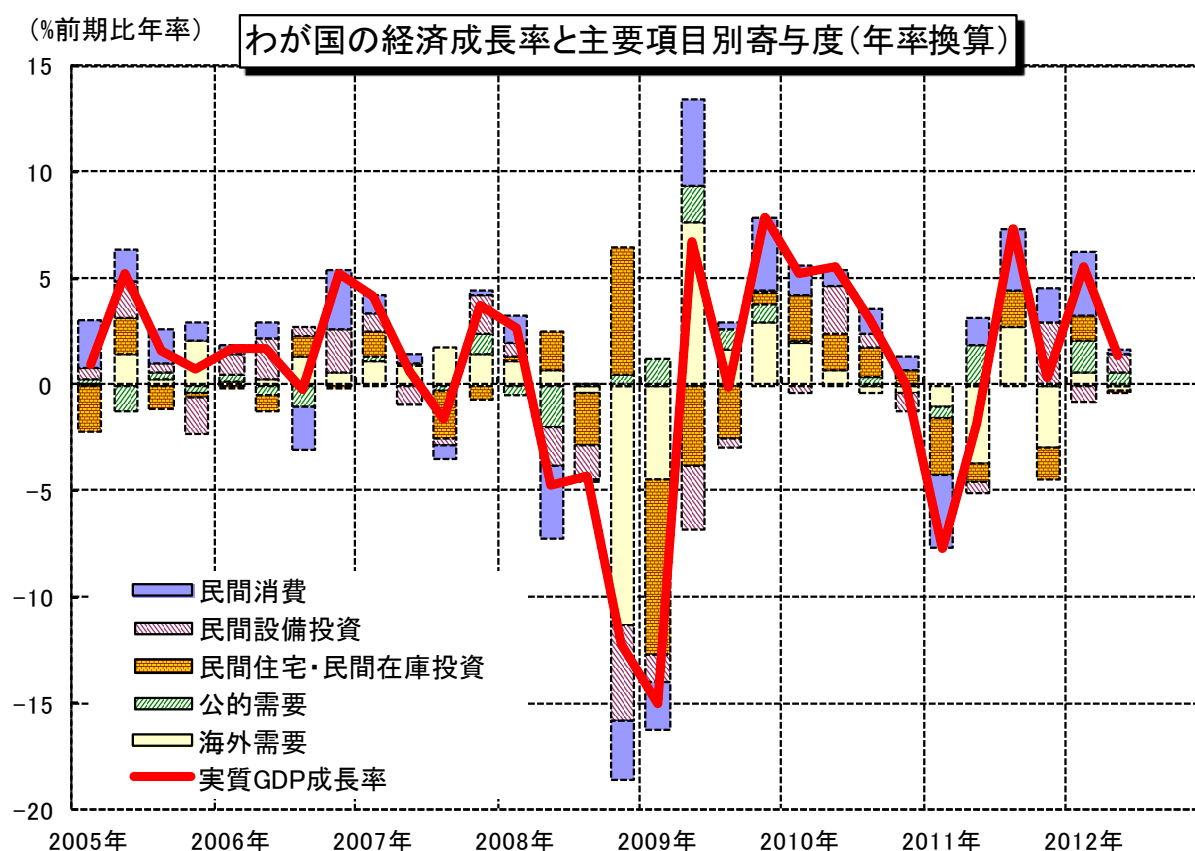
## (株)農林中金総合研究所

### (2) 経済成長率は4～6月期に大きく減速

8月13日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比年率1.4%と4四半期連続でのプラス成長を確保したが、1～3月期(同5.5%へ上方改訂)からは大幅な減速となった。名目GDP成長率に至っては前期比年率▲0.6%と、2四半期ぶりのマイナスとなった。

内容的には、公共投資など復興事業の増加が続いていること、民間最終投資(住宅、企業設備)が増加に転じたこと等はプラス成長の維持に貢献したものの、世界経済の減速傾向を背景に輸出が伸び悩む中、火力シフトに伴って原油・LNG輸入が高水準で推移したことなどもあって外需が2四半期ぶりにマイナス寄与となったほか、1～3月期の高成長を牽引した民間消費に急ブレーキがかかったことなどが、成長率の大幅鈍化の原因と言えるだろう。

なお、一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは、需給ギャップが依然として大幅に乖離したままであることから前年比▲1.1%と11四半期連続の下落となったが、1～3月期(▲1.3%)からは下落幅が縮小した。ただし、前期比でみると▲0.5%と、再びマイナスに転じるなど、下げ止まり感はまだ見られない。国際商品市況の調整などで輸入デフレーターは2年半ぶりに前年比下落に転じたが、付加価値生産の主要な担い手である企業部門の価格設定能力は乏しいままで、需要の弱さなどにより輸入原材料価格の下落分以上に産出価格の引下げに迫られている(民間消費・民間住宅の各デフレーターは前年比下落幅を拡大させている)。さらに、注目の単位労働コスト(=名目雇用者報酬÷実質GDP)は前年比▲3.9%と2四半期連続の下落となり、下落幅も拡大した。



(資料)内閣府経済社会総合研究所



## **2. 予測の前提条件:**

### **(1) 当面の経済・財政運営**

世界的に財政赤字に対する懸念が広まる中、野田内閣では財政健全化に向けた道筋をつけることが急務との認識から、「社会保障と税の一体改革」を推進することを最優先課題として取り組んできた。中期的な財政運営の目標である「財政運営戦略」には、2015年度に基礎的財政収支(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おり、これらは国際公約となっている。

この「社会保障と税の一体改革」関連法案は自公両党の協力の下、8月10日に成立しており、その中の大きな柱である消費税増税は、14年4月に税率を8%へ、15年10月に10%へと引き上げることとしている。14年4月の消費税増税についての最終判断は13年秋に景気情勢などを勘案しながら最終判断するとしているが、増税措置はかなり実現性が高いものと判断される。当総研では今回の経済予測から、この14年度の消費税増税を前提条件に含めることとした。なお、15年10月に予定されている税率10%への再引上げが滞りなく実現できるかどうか、について疑問視する向きも少なくない。

一方、「一体改革」であるはずの社会保障制度改革については、与野党間の意見の相違が大きく、方向性そのものや具体的な内容はまだ決まっておらず、消費税増税法案を成立させることを優先した結果、先送りされた感が否めない。このように、野田内閣が目論む財政健全化の手法は増税措置に偏っており、抜本的な歳出構造の見直しや「行政の無駄」への切り込みなどが不十分との指摘も多い。09年の政権交代以降、聖域化された年1兆円強とされる社会保障費の自然増の取扱いも含めて、十分な議論や適正な対応が求められる。

さて、震災復興については、政府は震災後10年間で復興期間と設定し、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年間で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、政府は11年度内に4度にわたって補正予算編成を行ってきた。特に、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んだほか、12年度も、大震災復興関連の歳出・歳入を3.8兆円確保した「東日本大震災復興特別会計」を計上している。これらにより、12年度の名目公的固定資本形成は、11年度比で2兆円ほどの上積みとなるだろう。

なお、12年度の一般会計予算に関しては、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。13年度予算の編成作業は、政府が「社会保障と税の一体改革」成立を最優先案件としてきたこともあり、例年と比べてだいぶ遅れている。近々、衆院解散・総選挙が想定されていることもあり、選挙後に発足する内閣が編成作業を担当する可能性が高いが、基本的には震災復興への配慮しつつも、財政規律の遵守を重視したものになると思われる。

### **(2) 世界経済の見通し**

2000年代半ばまでの世界経済は「グレート・モデレーション(大いなる安定)」と称される、物価安定の下での持続的な安定経路を辿っていたかに見えたが、その後07年夏のパリバ・ショック、さらに08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・金融危機により、景気は大きく悪化した。09年半ばまでには世界同時不況は収束したが、その後も先進国ではサブプライム問題の後遺症やソブリン債務危機などに苛まれ、需給ギャップが大幅に乖離した状態が続けている。一方、サブプライム問題の被害が比較的軽微であった新興国・資源国経済はその後底堅く推移し、一部で景気過熱感やそれに伴うインフ





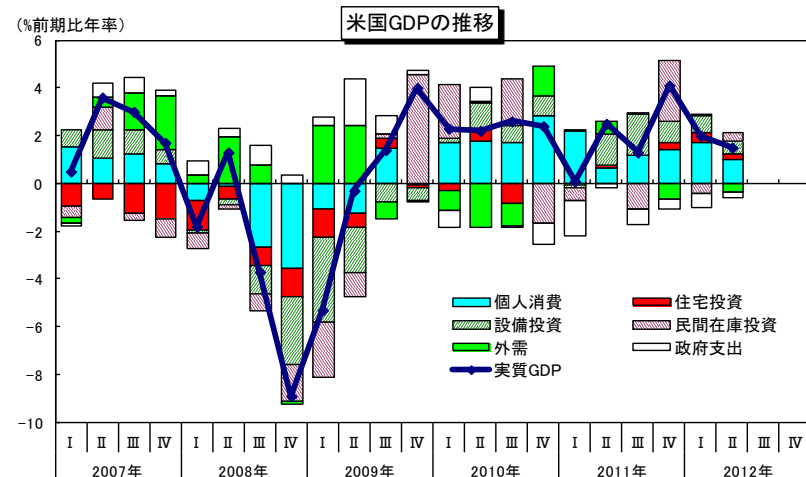
## (株)農林中金総合研究所

レ・バブル懸念が強まった。先進国・地域の中央銀行がいずれも非伝統的な領域に踏み込んだ金融緩和策を強める一方で、新興国の中銀は逆に引締め政策を強化した。しかし、最近では、新興国での景気減速も強まっており、世界経済の先行きに対する懸念も広がっている。内外の金融資本市場では「質への逃避」、つまりはリスク回避的な行動が強まっている。

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

12年4～6月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.5%と、上方改定された1～3月期(1.9%→2.0%)から減速し、11年7～9月期(1.3%)以来の低い伸びとなった。4～6月期の低成長の要因には、GDPの約7割を占める個人消費が雇用・所得環境の改善の遅れを背景に1.5%と、1～3月期(2.4%)から伸びが鈍化したことが挙げられる。また、財政難から政府支出が持続的に減少していることに加え、世界的な景気減速を受け純輸出(＝輸出－輸入)がマイナス寄与となったほか、設備投資や住宅投資の伸び鈍化も成長率を押し下げた。



(資料)米国商務省 (注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

足元の米国経済は、住宅部門で持ち直しの動きが見られるものの、失業率が8%台で高止まるなど雇用改善の動きが弱いほか、個人消費や生産などでも改善ペースが鈍化傾向を示し、回復の勢いが緩慢となっている。

こうしたなか、米国では12年末から13年初にかけて複数の財政緊縮措置が同時に発動される「財政の崖(フィスカル・クリフ)」と呼ばれる事態が迫っており、先行き不透明感が強まっている。米議会がこのまま何の対処も講じなければ、国防費を中心に13年から10年間で総額1.2兆ドル(約96兆円)の歳出を強制的に削減する条項が発動されるほか、景気下支えのために延長して継続実施しているブッシュ減税(所得税率軽減が中心)や給与減税も12年末で失効を迎える。つまり、13年に入ると大幅な歳出削減と実質増税が同時に実施されることとなり、仮にそうなれば米国経済は再び失速する可能性が高い。米議会予算局(CBO)の試算によれば、「財政の崖」に転落した場合、米国の財政赤字は総額5,600億ドル(約45兆円、名目GDPの3.7%相当)減少する半面、経済成長率を大きく押し下げ、13年上半期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.3%とリーマン・ショック以来のマイナス成長に陥る見通しである。一方、12年末までに連邦債務が法定上限の16.4兆ドル(約1,310兆円)に達する見込みであり、米議会は債務上限引き上げでも合意する必要がある。

しかし、上院・下院のねじれ状態が続く米議会では、11月6日に大統領選と上下両院の選挙を控えていることもあり、政治的な膠着状態が続いている。足元では、期限終了に伴うマイナスの影響が大きいブッシュ減税について延長を模索する動きがあるが、富裕層を含めた全世帯を対象としたい野党・共和党と中間層以下に限定したい与党・民主党が対立しており、妥協案成立に向けて議論が進展するかは不透明である。



## (株)農林中金総合研究所

したがって、新体制が固まる大統領選直後から年末までの2ヶ月足らずの間に、米議会が差し迫る事態を回避することができるかが焦点となる。また、こうした米国の政治・財政上の不透明感が払拭されるまでの間は、消費者および企業の景況感が悪化するほか、雇用や投資の先延ばしが生じる可能性があり、米経済の下振れリスクとなるだろう。

一方、金融政策に関しては、追加緩和期待が高いものの、現状維持が続いている。米連邦準備制度理事会(FRB)は、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、直近のFOMC声明文でも「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」と時間軸を変えていない。また、11年10月から実施している保有国債の平均残存期間を延長するプログラム(ツイストオペ)についても、6月に発表したとおり、規模を拡大して12年末まで延長継続するほか、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を再投資する方針についても維持するとしている。一方、注目される追加行動については、それまでの「景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意がある」との表現から「必要に応じて追加緩和を実施する」と姿勢を強め、量的緩和策第3弾(QE3)への期待感を高めている。

FRBは、引き続き超緩和的な姿勢を維持すると見られるものの、7月中旬の議会証言でバーナンキ議長が示したとおり「労働市場に改善が見られない場合、あるいはデフレリスクが生じた場合」など、景気次第ではQE3を実施すると考えられる。ただし、政策当局が迅速に追加措置を講じるほど景気が弱い状況ではないことから当面は様子見になる可能性が高い。とはいえ、ツイストオペが12年末に期限を迎えることに伴い金利上昇圧力が掛かると想定されることもあり、年末までには何らかの追加措置を講じる必要があるだろう。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善ペースが鈍化するなか、米労働市場や欧州情勢に対する先行き不

### 2012~13年 米国経済見通し (12年8月改定)

|       |           | 単位  | 2011年    | 2012年    |                     | 2013年                |          |                     |                      |
|-------|-----------|-----|----------|----------|---------------------|----------------------|----------|---------------------|----------------------|
|       |           |     | 通期<br>実績 | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>実績 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 | 通期<br>予想 | 上半期<br>(1～6月)<br>予想 | 下半期<br>(7～12月)<br>予想 |
| 実質GDP |           | %   | 1.8      | 2.1      | 2.4                 | 1.6                  | 2.5      | 2.9                 | 2.8                  |
|       | 個人消費      | %   | 2.5      | 1.9      | 2.1                 | 1.7                  | 2.3      | 2.4                 | 2.6                  |
|       | 設備投資      | %   | 8.6      | 9.0      | 7.4                 | 6.1                  | 7.8      | 8.6                 | 7.9                  |
|       | 住宅投資      | %   | ▲ 1.4    | 10.6     | 15.6                | 6.9                  | 10.6     | 13.2                | 9.0                  |
|       | 在庫投資      | 寄与度 | ▲ 0.2    | 0.2      | 0.9                 | ▲ 0.3                | ▲ 0.0    | 0.0                 | 0.0                  |
|       | 純輸出       | 寄与度 | 0.1      | ▲ 0.1    | ▲ 0.4               | ▲ 0.2                | ▲ 0.1    | ▲ 0.1               | ▲ 0.1                |
|       | 輸出等       | %   | 6.7      | 4.2      | 3.9                 | 4.7                  | 6.6      | 7.0                 | 7.6                  |
|       | 輸入等       | %   | 4.8      | 4.1      | 4.3                 | 4.3                  | 5.7      | 6.0                 | 6.5                  |
|       | 政府支出      | %   | ▲ 3.1    | ▲ 1.9    | ▲ 2.4               | ▲ 0.7                | ▲ 0.5    | ▲ 0.5               | ▲ 0.4                |
| 参考    | PCEデフレーター | %   | 2.5      | 2.0      | 1.9                 | 1.6                  | 2.0      | 1.7                 | 1.9                  |
|       | GDPデフレーター | %   | 2.1      | 1.7      | 1.8                 | 1.7                  | 1.9      | 1.8                 | 2.0                  |
|       | FFレート誘導水準 | %   | 0～0.25   | 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  | %   | 2.77     | 1.84     | 1.91                | 1.78                 | 2.50     | 2.30                | 2.70                 |
|       | 完全失業率     | %   | 9.0      | 8.2      | 8.3                 | 8.1                  | 7.8      | 7.9                 | 7.8                  |

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8月16日(12年4~6月期の速報値ベース)

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

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



## (株)農林中金総合研究所

安を背景に消費者マインドが低下していることから、当面は2%程度で緩慢に推移すると予想する。また、設備投資は、先行指標となる資本財受注の動きが鈍化傾向を示しており、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから投資態度が慎重化している可能性が高く、低調な動きが続くと思われる。しかし、13年以降は中国など新興国経済の持ち直しに伴い、緩やかな増加ペースに戻すと予想する。一方、住宅投資は、中古住宅市場で在庫調整が進展し、着工件数や住宅価格なども改善していることから、回復傾向が続くと考えられる。

外需については、欧州債務問題の解消に向けた歳出削減等を受けてユーロ圏経済が低迷すると想定されることから、引き続き鈍化傾向が続くと考えられる。しかし、13年以降は新興国経済の持ち直しに伴い輸出が拡大すると予想する。なお、個人消費の緩やかな回復が継続することにより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、財政難から引き続き厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、12年後半も減速傾向で推移するものの、その後は輸出の回復に伴って徐々に成長率が加速すると見込まれる。年間の実質成長率は、12年は前年比2.1%(前回見通しから0.1%ptの下方修正)、13年は同2.5%(前回と変わらず)と予想する。なお、「財政の崖」については、それに向けた警戒感から12年後半の成長率を下押しすると想定したものの、13年からの財政緊縮措置の発動については選挙後の対応となることから見通しの前提としていない。一方、FRBによるQE3(量的緩和第3弾)は、ツイストオペの期限到来が意識されるなか、「財政の崖」に対する懸念が強まると想定されることから、12年末までに実施されると予想する。また、FRBによる現在のゼロ金利政策は14年後半まで維持されると予想する。

### ② 欧州経済

ユーロ圏では、各国での緊縮財政による内需の抑制や銀行の財務改善に伴う与信圧縮の動き、また債務危機が長期化すると見通しによる企業や消費者の行動の保守化により、経済成長の停滞が継続している。6月の欧州連合首脳会議では経済成長のための対策の具体化が図られたが即効性は期待し難く、当面の間、こうした経済情勢に大きな変化はないものと考えられる。

ユーロ圏(17ヶ国)の12年4~6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%(1~3月期は同0.0%、以下同じ)と2四半期ぶりにマイナス成長となった。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.3%(同0.5%)と2四半期連続のプラスとなったが、フランスは同0.0%(同0.0%)にとどまったほか、ポルトガルが同▲1.2%(同▲0.1%)、イタリアが▲0.7%(同▲0.8%)、スペインが同▲0.4%(同▲0.3%)等と低迷している。なお、ギリシャ、アイルランドのデータは未公表(8月14日時点)である。一方、ユーロ圏以外では英国が同▲0.7%(同▲0.3%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同▲0.2%(同0.0%)となった(付表を参照)。

ユーロ圏では、6月の鉱工業生産指数が前月比で0.6%の低下、前年同月比では2.1%の低下となるなど、生産面での減速傾向が続いている。また、雇用情勢については、6月の失業率は11.2%と1995年の統計開始以来の最高値となった。なかでも25歳未満の若年層の失業率は22.4%に達しており、財政の緊縮化を進める現政権への反発や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6月の小売売上高は前月比で0.1%の上昇にとどまり、前年同月比では1.2%の低下となるなど、弱い動きが続いている。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについても、最近では経済の力強さに欠ける指標が増加している。6月の製造業受注は前月比で1.7%の低下、前年同月比では



## (株)農林中金総合研究所

7.8%の低下となったほか、6月の鉱工業生産指数についても前月比で0.9%、前年同月比で0.3%のそれぞれ低下となった。また、6月の輸出額も前月比で1.5%の減少となっている。一方、7月の失業率は6.8%と低水準を維持したが、6月の小売売上高は前月比0.1%の低下と3ヶ月連続で低下し、労働市場の堅調さが必ずしも消費の力強い回復にはつながってはいない。

なお、欧州市場では、スペインの国家財政全体への支援ニーズの拡大の可能性やギリシャのユーロ圏離脱の思惑の再燃等により、神経質な動きが継続している。

一方、ユーロ圏では7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.4%上昇と依然として基準となる2%を越えているが、11年9～11月の間につけた同3.0%をピークに、その後は徐々に低下傾向を示している。こうしたなか、上記の経済情勢を踏まえ、欧州中央銀行(ECB)は、12年7月に政策金利を25bp引き下げ過去最低の0.75%とするとともに、民間銀行が中央銀行に資金を預け入れる際の預金ファシリティ金利も同幅引き下げてゼロ%とした。ECBは8月には政策対応を見送ったものの、ドラギECB総裁は、非伝統的な金融政策について追加的な枠組みを近くまとめるとしており、その内容が注目されている。

### ③ 中国経済

不動産抑制政策の実施や欧州向け輸出の低迷などを受けて、12年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.6%(前期比1.8%)と、09年1～3月期以来3年ぶりの低成長となった(後掲の付表2を参照)。最近発表された7月分の経済統計に基づいて判断すると、足元の景気も輸出の大きな落ち込みによって下振れリスクが強まってきたと見られる。

まず、個人消費(小売売上高)は、景気減速などによる企業収益の悪化を受けて賃金水準の上昇幅が大きく低下した影響で自動車や家電製品などの売行きが冴えないため、前年比11.3%(実質)と6月(同11.5%)からやや鈍化した。個人消費の先行きについては補助金付きの省エネ家電製品の販売増が予想されることもあり、堅調に推移するだろう。

また、GDP成長率に大きく寄与する固定資産投資(農家投資を含まず)も不動産開発投資や鉄道向け投資が大きく増加していないことを受けて前年比が20.6%と6月(同21.8%)から小幅鈍化した(付表2)。今後の固定資産投資については、中国政府が消費拡大を重視する経済発展方式への転換や、不動産抑制政策の継続などから、以前のように大きく伸びないと見られるが、都市化の推進や地域格差を縮小するためのインフラ投資の増加、保障性住宅(中低所得層向けの福祉住宅)の建設促進もあり、底固く推移すると想定される。

外需については、輸出は前年比1.6%と6月(同5.8%)から大幅に減速した。欧州経済や米国経済の減速が主因であるが、輸出を取り巻く企業の経営環境(賃金上昇など)も悪化が見られる。先行きについても米景気の緩やかな回復が予想される一方、欧州債務問題により欧州経済は低迷すると見られるため、輸出環境は厳しい状況が続くと思われる。

このほか、生産面でも、鉱工業生産(付加価値ベース)は前年比9.2%と6月(同9.5%)から低下した。また、国家統計局が発表した製造業購買担当者指数(PMI)も50.1と先月(50.3)から小幅低下した。このように、足元では景気下振れリスクの強まり、インフレ(7月:前年比1.8%)が落ち着いていることを踏まえると、今後も法定預金準備率の引下げなど金融緩和策が実施されていくものと見ている。

一方、最近の個人消費と固定資産投資は鈍化したとはいえ、水準としては堅調さを維持していることから、景気的大幅な減速には一定の歯止めがかかっていると見られる。景気の先行きについては、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、中国政府は安定的成長を繰り返し強調しており、景気を回復させるための財政・金融政策が引続き実施されると見込まれる。以上から、今秋以後、緩やかな景気回復





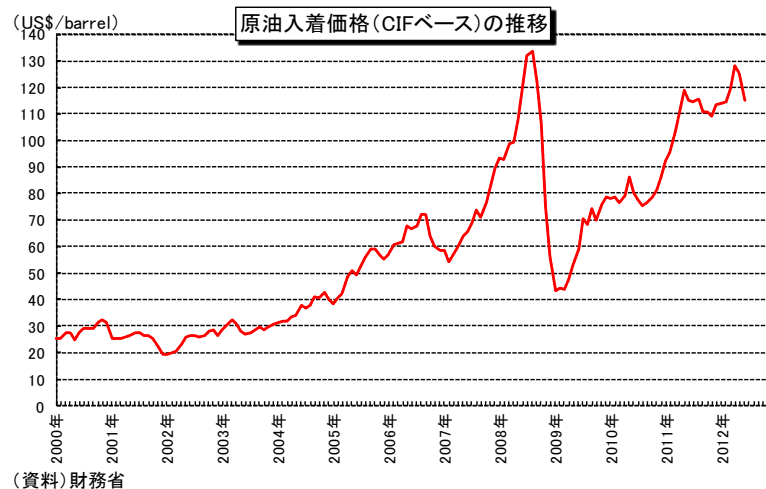
## (株)農林中金総合研究所

に転じ、12年を通しては前年比7%台後半、13年には8%台前半の成長になると予測している。

### ④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

12年春先にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などから、国際原油市況は高騰を続けた。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりや欧州債務問題の再燃などから、リスク回避的な行動が強まり、原油を含めて国際商品市況は調整局の強い展開となった。なかでも、原油(WTI先物、期近物)については、2月下旬にかけて一時1バレル=110ドル近くまで上昇したが、6月下旬には一時70ドル台まで下落した。最近では中近東での地政学的リスクへの懸念から90ドル台まで戻している。

世界経済の先行きにとって、欧州債務危機は最も警戒すべき下振れリスクではあるが、世界的な金融危機等にまで波及するなど、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い。一方、新興国経済が堅調に推移し始め、需給逼迫への警戒が強まることも考えづらい。それゆえ、国内への原油入着価格(CIFベース)については、非常に緩やかな上昇傾向をたどると思われ、12年度は117.7ドル、13年度は122.5ドルと見込んでいる。



一方で、米国穀倉地域で半世紀ぶりの深刻な干ばつが発生するなど、世界的に天候不順に見舞われていることによって、トウモロコシや大豆など穀物価格が過去最高水準にまで上昇している。国連食糧農業機関(FAO)は、昨今の穀物相場の上昇により、07~08年にかけての食料危機と同様の状況が再来する可能性があるとの懸念を表明している。なお、米カンザスシティ連銀では、家畜用飼料の上昇が食肉・乳製品の上昇を招き、今後1年間で食料品価格が4%押し上げられるとの見通しを示している。さらに、日本の気象庁は7月にエルニーニョ現象が発生したとみられると発表するなど、先行きの農産物生産や食料品価格への影響が懸念されつつある。

## 2012～13年度 日本経済見通し総括表

|                | 単位     | 2011年度<br>(実績) | 2012年度<br>(予測) | 2013年度<br>(予測) |
|----------------|--------|----------------|----------------|----------------|
| 名目GDP          | %      | ▲ 2.0          | 1.2            | 1.5            |
| 実質GDP          | %      | ▲ 0.0          | 2.2            | 2.0            |
| 民間需要           | %      | 0.6            | 2.3            | 1.9            |
| 民間最終消費支出       | %      | 1.2            | 1.3            | 0.9            |
| 民間住宅           | %      | 3.8            | 1.4            | 5.5            |
| 民間企業設備         | %      | 1.1            | 3.8            | 4.9            |
| 民間在庫品増加(寄与度)   | %pt    | ▲ 0.5          | 0.3            | 0.1            |
| 公的需要           | %      | 2.2            | 2.9            | 1.0            |
| 政府最終消費支出       | %      | 1.9            | 1.4            | 0.4            |
| 公的固定資本形成       | %      | 2.9            | 9.6            | 3.3            |
| 輸出             | %      | ▲ 1.4          | 5.6            | 6.0            |
| 輸入             | %      | 5.6            | 6.7            | 4.6            |
| 国内需要寄与度        | %pt    | 1.0            | 2.4            | 1.6            |
| 民間需要寄与度        | %pt    | 0.5            | 1.7            | 1.4            |
| 公的需要寄与度        | %pt    | 0.5            | 0.7            | 0.2            |
| 海外需要寄与度        | %pt    | ▲ 1.0          | ▲ 0.0          | 0.3            |
| GDPデフレーター(前年比) | %      | ▲ 1.9          | ▲ 1.0          | ▲ 0.5          |
| 国内企業物価 (前年比)   | %      | 1.3            | ▲ 1.3          | 0.0            |
| 全国消費者物価 ( " )  | %      | 0.0            | ▲ 0.0          | 0.3            |
| 完全失業率          | %      | 4.5            | 4.4            | 4.2            |
| 鉱工業生産 (前年比)    | %      | ▲ 1.2          | 3.0            | 5.1            |
| 経常収支(季節調整値)    | 兆円     | 7.6            | 6.9            | 10.9           |
| 名目GDP比率        | %      | 1.6            | 1.4            | 2.3            |
| 為替レート          | 円/ドル   | 79.1           | 79.0           | 80.5           |
| 無担保コールレート(O/N) | %      | 0.08           | 0～0.1          | 0～0.1          |
| 新発10年物国債利回り    | %      | 1.05           | 0.84           | 0.94           |
| 通関輸入原油価格       | ドル/バレル | 114.0          | 117.7          | 122.5          |

(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          | %      | ▲ 2.4 | ▲ 1.4 | 1.6   | ▲ 0.3   | 1.4   | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.1     | ▲ 0.0 | 0.6   | 0.3   | 0.7     | 1.0   |
| 実質GDP          | %      | ▲ 2.0 | ▲ 0.5 | 1.8   | 0.1     | 1.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3     | 0.2   | 0.6   | 0.5   | 0.7     | 1.1   |
| (年率換算)         | %      | ▲ 7.7 | ▲ 1.9 | 7.4   | 0.3     | 5.5   | 1.4   | 1.1   | 1.0     | 1.0   | 2.6   | 1.9   | 2.8     | 4.5   |
| 民間需要           | %      | ▲ 2.1 | ▲ 0.0 | 1.5   | 1.0     | 1.1   | 0.4   | 0.3   | ▲ 0.0   | 0.0   | 0.5   | 0.6   | 1.0     | 1.5   |
| 民間最終消費支出       | %      | ▲ 1.5 | 0.6   | 1.1   | 0.7     | 1.2   | 0.1   | ▲ 0.2 | ▲ 0.5   | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 0.6     | 1.8   |
| 民間住宅           | %      | 1.7   | ▲ 3.0 | 4.8   | 0.1     | ▲ 1.6 | 0.8   | 2.0   | ▲ 2.0   | 0.5   | 1.5   | 2.0   | 3.0     | 4.0   |
| 民間企業設備         | %      | ▲ 0.1 | ▲ 0.9 | 0.3   | 5.5     | ▲ 1.6 | 1.5   | 0.3   | 0.5     | 0.8   | 1.1   | 1.6   | 1.8     | 2.5   |
| 民間在庫品増加(寄与度)   | %pt    | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | 0.3   | ▲ 0.4   | 0.4   | ▲ 0.0 | 0.2   | 0.3     | ▲ 0.2 | 0.1   | 0.1   | 0.0     | ▲ 0.4 |
| 公的需要           | %      | ▲ 0.6 | 2.0   | 0.0   | 0.1     | 1.5   | 0.6   | 0.8   | 0.7     | 0.6   | 0.6   | ▲ 0.5 | ▲ 0.5   | ▲ 0.1 |
| 政府最終消費支出       | %      | 0.3   | 0.7   | 0.2   | 0.4     | 1.0   | 0.3   | 0.1   | 0.1     | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.1     | 0.1   |
| 公的固定資本形成       | %      | ▲ 4.4 | 7.4   | ▲ 1.1 | ▲ 1.0   | 3.6   | 1.7   | 4.0   | 3.5     | 3.0   | 2.5   | ▲ 3.0 | ▲ 3.0   | ▲ 1.0 |
| 輸出             | %      | ▲ 0.4 | ▲ 5.8 | 7.9   | ▲ 3.6   | 3.4   | 1.2   | 1.1   | 1.2     | 1.3   | 1.5   | 1.7   | 1.5     | 1.8   |
| 輸入             | %      | 1.5   | 0.0   | 3.4   | 1.0     | 2.2   | 1.6   | 1.8   | 0.8     | 1.0   | 1.0   | 1.2   | 1.0     | 2.0   |
| 国内需要寄与度        | %pt    | ▲ 1.7 | 0.4   | 1.1   | 0.8     | 1.2   | 0.4   | 0.3   | 0.2     | 0.2   | 0.5   | 0.3   | 0.6     | 1.1   |
| 民間需要寄与度        | %pt    | ▲ 1.6 | ▲ 0.0 | 1.1   | 0.8     | 0.8   | 0.3   | 0.2   | ▲ 0.0   | 0.0   | 0.4   | 0.5   | 0.7     | 1.1   |
| 公的需要寄与度        | %pt    | ▲ 0.1 | 0.5   | 0.0   | 0.0     | 0.4   | 0.2   | 0.2   | 0.2     | 0.1   | 0.1   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1   | ▲ 0.0 |
| 海外需要寄与度        | %pt    | ▲ 0.3 | ▲ 0.9 | 0.7   | ▲ 0.7   | 0.1   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.1     | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1     | 0.0   |
| GDPデフレーター(前年比) | %      | ▲ 2.0 | ▲ 2.4 | ▲ 2.1 | ▲ 1.8   | ▲ 1.3 | ▲ 1.1 | ▲ 1.0 | ▲ 0.8   | ▲ 1.1 | ▲ 0.7 | ▲ 0.6 | ▲ 0.5   | ▲ 0.3 |
| 国内企業物価 (前年比)   | %      | 0.9   | 1.8   | 2.2   | 1.1     | 0.3   | ▲ 0.9 | ▲ 1.8 | ▲ 1.5   | ▲ 1.0 | ▲ 0.5 | 0.0   | 0.2     | 0.4   |
| 全国消費者物価 ( " )  | %      | ▲ 0.8 | ▲ 0.2 | 0.2   | ▲ 0.1   | 0.1   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.0     | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3     | 0.4   |
| 完全失業率          | %      | 4.7   | 4.6   | 4.4   | 4.5     | 4.5   | 4.4   | 4.4   | 4.4     | 4.3   | 4.3   | 4.2   | 4.1     | 4.0   |
| 鉱工業生産 (前期比)    | %      | ▲ 1.5 | ▲ 4.2 | 5.4   | 0.4     | 1.3   | ▲ 2.0 | 2.5   | 0.9     | 1.0   | 1.5   | 1.2   | 1.1     | 1.0   |
| 経常収支(季節調整値)    | 兆円     | 3.5   | 1.9   | 2.5   | 1.7     | 1.5   | 1.3   | 1.3   | 2.0     | 2.3   | 2.5   | 2.6   | 2.8     | 3.0   |
| 名目GDP比率        | %      | 3.0   | 1.6   | 2.2   | 1.4     | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.7     | 1.9   | 2.1   | 2.2   | 2.3     | 2.5   |
| 為替レート          | 円/ドル   | 82.3  | 81.7  | 77.8  | 77.4    | 79.3  | 80.2  | 78.5  | 78.5    | 79.0  | 79.0  | 80.0  | 81.0    | 82.0  |
| 無担保コールレート(O/N) | %      | 0.09  | 0.07  | 0.08  | 0.08    | 0.08  | 0.08  | 0～0.1 | 0～0.1   | 0～0.1 | 0～0.1 | 0～0.1 | 0～0.1   | 0～0.1 |
| 新発10年物国債利回り    | %      | 1.25  | 1.18  | 1.04  | 1.00    | 0.98  | 0.88  | 0.80  | 0.85    | 0.85  | 0.90  | 0.90  | 0.95    | 1.00  |
| 通関輸入原油価格       | ドル/バレル | 97.2  | 115.2 | 113.8 | 111.2   | 116.0 | 123.2 | 112.5 | 115.0   | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 125.0   | 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。



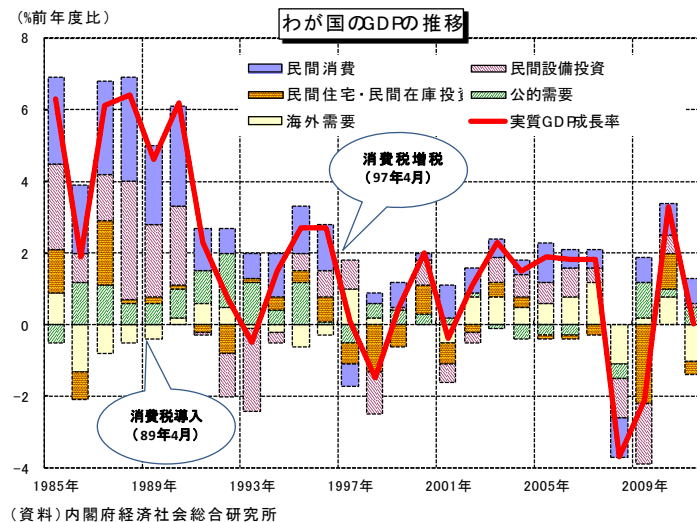
### 3. 2012～13年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 消費税増税の経済・物価への影響

一般に、消費税増税が実施された場合、その直前に耐久消費財等を中心とした駆け込み需要が強まり、導入後は反動減が出る、と考えられている。短期的に見れば、増税前後で景気の振幅が激しくなるのは不可避であろう。問題は、増税後に予想される国内景気の落ち込みがどの程度続くのか、という点であろう。

ここで、過去の消費税導入時・税率引上げ時の事例を見てみたい。まず、1989年の消費税導入時についてであるが、大平内閣以来の悲願であった新型間接税の導入は、紆余曲折を経ながらも、竹下内閣でようやく消費税としての導入が実現した。ただし、各方面からの反対論も根強く、所得税・法人税の減税措置や既存間接税の廃止等などの減税措置と組み合わせられた結果、ネットで1.66兆円（大蔵省試算）の減税となった税制改正としての導入となっている（消費税単体では4.35兆円の税収増見込み）。

景気への影響を見ると、導入直前（89年1～3月期）には民間消費（前期比3.0%）や民間企業設備投資（同9.4%）などで駆け込み需要が発生し、経済成長率は同2.7%へ加速した。その後、4～6月期には反動（民間消費：同▲1.8%、民間企業設備投資：同▲4.1%、経済成長率：同▲1.3%）が出たものの、当時はバブル景気の真只中であつたこともあり、大幅に税率が引き下げられた高級乗用車の売れ行きが好調となるなど、7～9月期にはすでに1～3月期の消費水準を回復することができたことを踏まえれば、全般的に増税の効果は軽微であつたといえるだろう。なお、消費者物価上昇率に対しては1.3ポイントほどの押上げ効果となった。



次に、1997年4月の消費税増税時であるが、細川内閣での国民福祉税構想（消費税を廃止し、新たに税率7%の福祉目的税を創設）の頓挫後、村山内閣では直間比率の見直しなどに向けて税制改革論議が進み、97年4月に消費税率を5%へ引き上げることが決定された（増収見積もり：約4.8兆円）。それに先立って、所得税・住民税の制度減税（約3.5兆円）、95年の所得税の特別減税（約2兆円、その後96年も継続）が実施された。その後、97年4月には消費税増税が予定通り実施されたが、特別減税の廃止、社会保険料の引上げ（97年9月、約2兆円）などと合わさった結果、国内景気には大きな衝撃を与えた。

バブル崩壊後の調整に苦しみ、デフレが進行しつつあった国内経済にとって、実質的に約9兆円に膨らんだ国民負担増は景気後退のきっかけになったと考えられる。政府見解では、97年6月から始まった景気後退はアジア通貨危機の影響が大きいとしているが、消費税増税などの緊縮財政措置が民間消費を急激に冷え込ませ、金融機関の不良債権問題を一層深刻なものにし、97年秋の金融危機発生、さらに98年春の広範囲に及ぶ信用収縮を招いた原因の一つであることは間違いないだろう。具体的に、数字で確認すると、増税直前には民間消費には駆け込み需要（前期比2.1%）が、導入後は反動減（同▲3.5%）



## (株)農林中金総合研究所

がそれぞれ発生している。なお、民間消費が 97 年 1～3 月期の水準まで回復したのは 2001 年 4～6 月期であり、この間に 4 年ほど費やしている。消費者物価上昇率に対しては 1.5 ポイントほどの押し上げ効果となった。

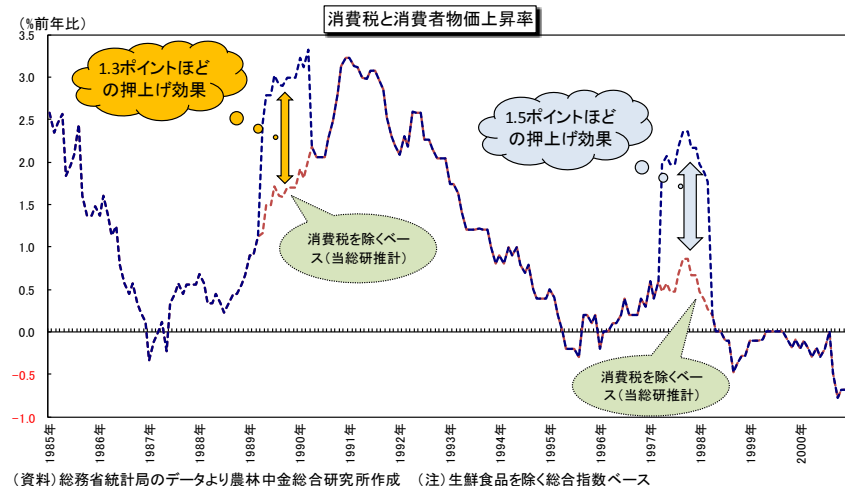
以上のように、14 年 4 月の消費税増税と、過去の 2 回の事例とでは経済状況や税制改革などの内容が異なることもあり、単純な比較は難しい。特に、物価への影響には違いが出る可能性がある。消費者庁では便乗値上げへの警戒を呼び掛けているが、むしろ増税時にもデフレが継続しているならば、中小事業者の価格転嫁の困難さが問題となる。景気への悪影響なども踏まえて考えると、期待した税収増が得られない可能性もあるだろう。また、13 年以降、所得税・住民税の復興増税が順次開始されることなども考慮しなくてはならない。

もちろん、政府が主張するように、消費税増税は社会保障の財源に充てられ、こうした措置は将来的な年金不安の解消に役立ち、「予備的動機に基づく貯蓄」を弱める可能性がある点是否定できない。しかし、少子高齢化が今後も進行するわが国において、賦課方式の強化に近い今回のような消費税収の社会保障財源への組み込みが、年金制度の頑健性を高めるかどうかについて議論があるのも確かであろう。

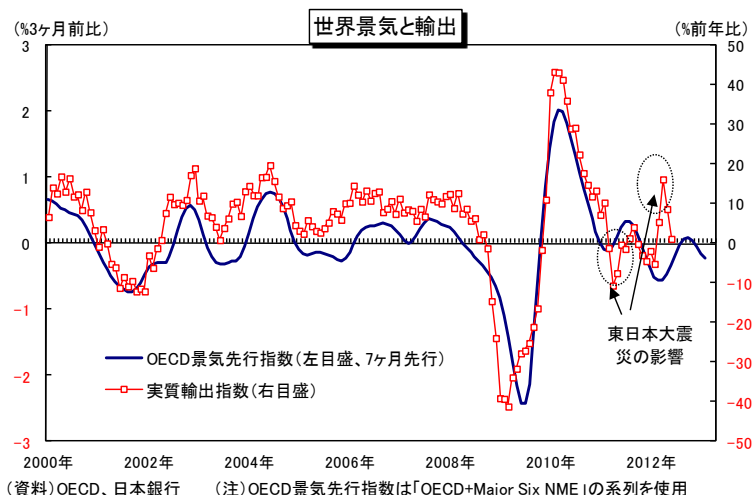
基本的に、財政健全化の手法として、①歳入増(増税)、②歳出削減、③名目成長率の向上、が指摘できるだろう。アルベルト・アレスナらの財政再建の事例研究では、歳入増より歳出削減を、さらに歳出の中でも投資的経費よりも消費的経費をより削減した国が財政再建に成功した、とされている。なお、名目成長率の向上は、税収の自然増と同時に、歳出増圧力も高める、として一部には不評なようであるが、先行き歳出構造を見直していくのであれば、ビルトイン・スタビライザー(所得税の累進構造など)が組み込まれている限り、景気拡大期には財政は引締め気味に運営されることが期待される。財政健全化は長い時間がかかる作業であるが、「経済成長と財政健全化のバランス」、さらに手法の順番が重要である。

## (2) 経済見通し ～ 当面、回復ペースは緩やかなまま

足元の国内景気は踊り場からの脱却を模索しているものの、なかなかそれが実現できずにいる。当面の国内景気を展望する上では、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と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。加えて、政策支援効果が切れる乗用車といった耐久財消費の



(資料)総務省統計局のデータより農林中金総合研究所作成 (注)生鮮食品を除く総合指数ベース



(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





## (株)農林中金総合研究所

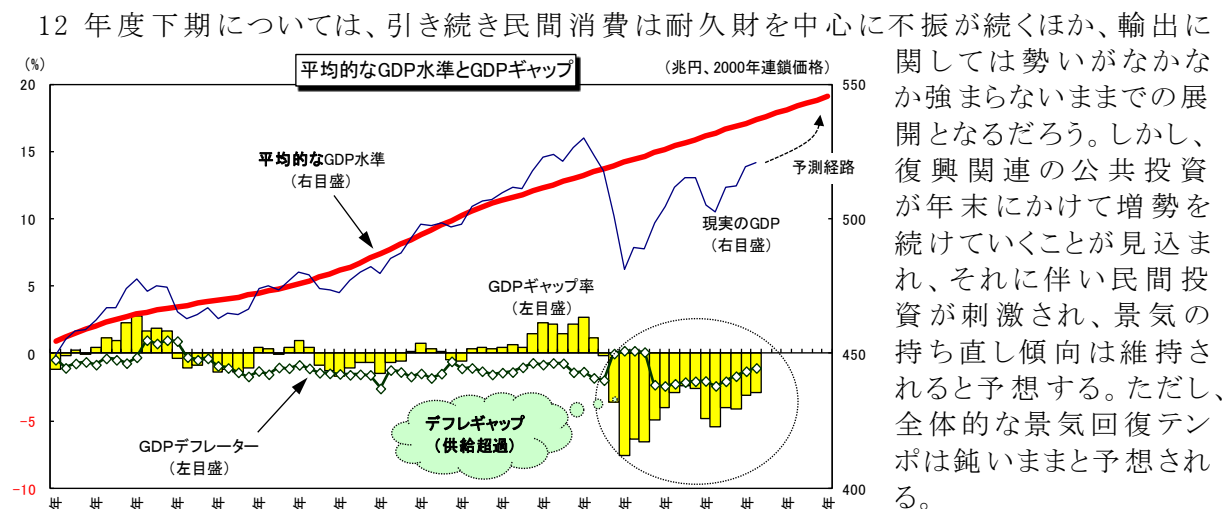
動向にも注意を払う必要があるだろう。

結論から言えば、12年度については震災復興の本格化に伴う景気押し上げ効果が期待される。また、欧州債務危機への警戒は今後も続くとはいえ、世界恐慌に繋がるような最悪の事態には至らず、12年度後半には中国など新興国経済の持ち直しが始まり、それを受けてわが国の輸出もようやく下げ止まり、緩やかな回復が始まると思われる。

これらを踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。まず、足元7～9月期については、エコカー購入補助金の予算枠(3,000億円)枯渇による政策支援効果の剥落によって乗用車販売が大幅減となること、さらに堅調だった省エネ型エアコンなどの反動も加わり、民間消費は前期比マイナスに転じるものと思われる。前回のエコカー購入補助金の期限切れの際には、それまで月間37万台ペースだったものが、

同26万台ペースまで落ち込んだ(約3割減)。自動車産業は裾野が広く、つまりは産業活動全体への生産波及効果も格段に高い(乗用車の生産波及力(逆行列係数列和)は2.94、全産業平均は1.93、いずれも10年の簡易延長産業連関表より)。リーマン・ショック後の世界規模での自動車販売の不振、地デジ完全移行後の薄型TVの販売不振などで、機械工業は大きな打撃を受けてきたが、同様の事態が再度繰り返される可能性がある。

また、頼みの綱である輸出に関しては、先進国経済の低調さに加え、中国など新興国経済の成長鈍化プロセスが継続していることから、伸び率は低調なままであろう。ただし、原発の全面停止(一部再稼働)や夏場を前に強まった原油・LNG需要はピーク・アウトしつつあると思われ、総需要の低調さから見ても、輸入は先行き頭打ち気味になるとみられる。外需寄与度は徐々に小幅プラス基調になるものと思われる。さらに、復興需要は徐々に強まっていくことから、それが呼び水となって民間投資(住宅、企業設備)などにも波及していくことが期待されるが、以上、7～9月期としてはプラス成長を維持するものの、前期比年率1.1%と、さらに減速するのは不可避と思われる。



### 12年度を通じての実



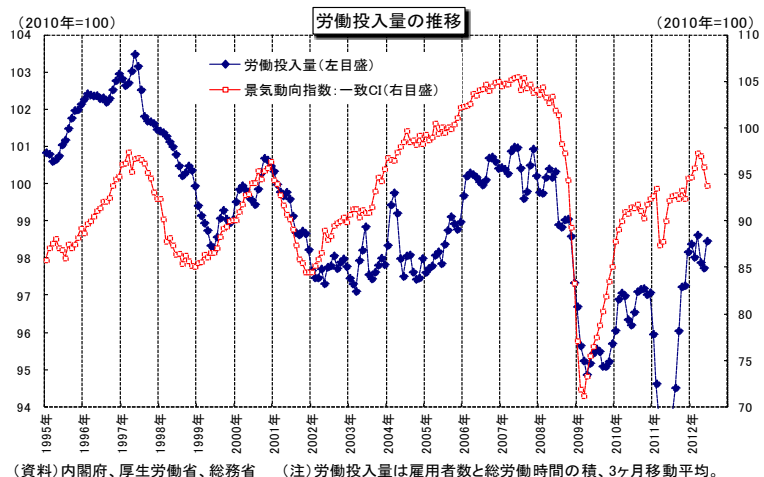
## (株)農林中金総合研究所

質 GDP 成長率は同 2.2%へ加速(2年ぶりのプラス成長)、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、数字の上では、前回 6 月時点の予測値(2.3%)から下方修正であり、前年度からのゲタが上方修正された(1.3 ポイント⇒1.5 ポイント)ものの、海外経済の回復テンポの鈍さなどを考慮した結果である。もちろん、震災復興期であることを踏まえれば 2%成長という数字には物足りなさが残る。また、すでに 4~6 月期の時点で 1.8%成長が確保されている(=11 年度の GDP 水準を 1.8%ほど上回っている)ことを踏まえれば、残り 3 四半期はそれほど強い成長を見込んでいるわけではない。そのほか、**名目 GDP 成長率も 1.3%(前回予測は 1.6%)**と 2 年ぶりにプラスに転換する。一方、**GDP デフレーターは前年度比 ▲1.0%(前回予測は同 ▲0.7%)**と、11 年度(同 ▲1.9%)からは下落幅は縮小するものの、マイナス圏からは抜け出せない。

続く 13 年度については、復興需要の担い手が「公的部門」から「民間部門」へ徐々にシフトし、世界経済全体の持ち直し傾向が強まっていくことを想定しており、外需も景気牽引役として一定の役割を果たすだろう。加えて、14 年度からの消費税増税を前に、年度末にかけて民間消費を筆頭とする民間最終需要に駆け込み需要が発生し、景気を大きく押し上げるだろう。なお、世界経済の回復テンポは前回までの想定よりは幾分弱いものとした。年度を通じては、**実質ベースで 2.0%(前回予測 1.9%)**、ただし消費税増税は前提条件ではないの成長を見込んだ。名目成長率もプラス(1.5%)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(GDP デフレーターは前年度比 ▲0.5%と依然マイナス)。

なお、今回予測の対象外ではあるが、14 年度(次回 11 月の経済見通しから予測開始)については消費税増税後の家計支出の落ち込みは不可避であり、低成長に留まる可能性が濃厚と言えそうだ。次回 15 年 10 月の消費税増税前までに景気の再持ち直しが達成されなければ、内外投資家から財政健全化への信認が損なわれる可能性もある。

一方、雇用情勢については、有効求人倍率は求人数の増加に伴って緩やかな上昇傾向にあるが、失業率に関しては明確な改善が見えない。リーマン・ショック後の世界同時不況時には失業率は一時 5.4%まで上昇したが、その後の景気持ち直しを受けて 11 年 9 月には 4.2%(被災 3 県除くベース)まで低下した。しかし、その後の失業率は 4%台で一進一退を繰り返している。企業では景気持ち直しに伴い、労働投入量を増やしているのは確かだが、まだ既存の労働力の活用(=残業時間増)が主で、新規の雇用創出力は弱い。



今後想定される復興需要の本格化によって、雇用環境は徐々に改善していくことが期待されるが、当面は復興に関連した東北地方太平洋沿岸部周辺での建設関連の求人が多いと見られ、雇用ミスマッチが解消しない可能性が高いことに加え、リーマン・ショック後の景気悪化期に大量に非労働力化した人々による労働市場への再参入が今後増加する可能性を踏まえれば、失業率は下げ渋る可能性が高いだろう。

ちなみに、4~6 月期の労働力調査(詳細集計)によれば、約 4,500 万人の非労働力人口の約 1 割(約 417 万人)が就業を希望している。彼らも潜在的な失業者(失業者との違いは求職活動をしているか否か)であり、さらに企業内の労働保蔵なども考慮すれば、真の失



## (株)農林中金総合研究所

業率は10%超の水準と試算される。

先行きの失業率については、12年度最終四半期(13年1～3月期)で4.3%、13年度最終四半期(14年1～3月期)で4.0%と、一進一退を繰り返しつつも、非常に緩やかなペースで改善が続くと予想する。

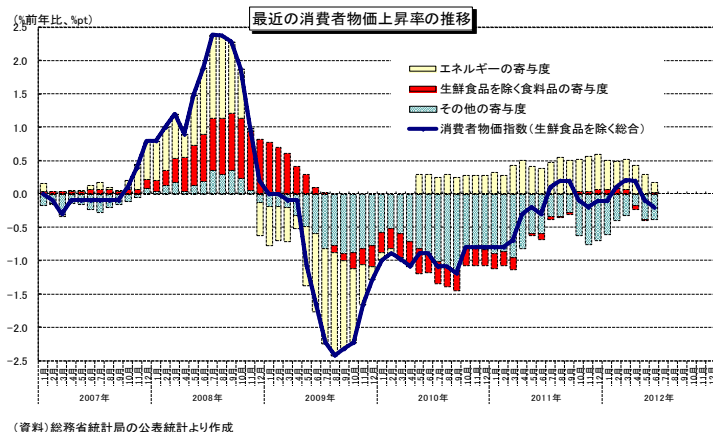
### (3)物価見通し ～ デフレ脱却は未だ見通せず

12年2～4月にかけて、全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は小幅ながらも前年比プラスでの展開となった。春先までの国際原油市況高騰や「火力シフト」に伴うコスト高などによって、石油製品や電気料金などエネルギーが継続的に値上がりしたことに加え、それまで大幅な価格下落が続いてきた薄型テレビが新製品投入効果によって小幅ながらも値上がりに転じたといった特殊要因(前年比を約0.3ポイント押し上げる効果)が、その背景として指摘できる。

しかし、コアCPIは5月には再び前年比下落に転じ、さらに6月には下落幅を小幅ながらも拡大させるなど、再びデフレ懸念が強まる事態となっている。電気料金は断続的に値上げされる傾向にあるが、6月末にかけての国際原油市況の大幅調整などに伴って石油製品が値下げ傾向を強め、エネルギー全体としての物価押し上げ効果が大きく削がれた格好となっている。

先行きも電力料金には引き続き値上げ圧力がかかり続ける可能性があるが、基本的に需給ギャップを解消するほどの高成長が見込まれているわけではなく、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向には歯止めはかかっていない。日銀が目指している1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については依然として見通せる状況にはない。

一方で、世界的な天候不順に伴う穀物価格高騰によって、13年度にかけて食料品価格が上昇する可能性が濃厚である。しかし、仮に、食料品やエネルギーの価格上昇が続いたとしても、賃金などの所得が伸び悩む中では、それらは実質購買力の低下をもたらし、結局は消費財・サービス全体の需要減退につながる。そうなれば、企業などでは投入コストの上昇分を価格に上乗せするのは厳しい状況になる。そのため、企業では人件費など固定費の圧縮で収益を確保せざるを得ず、「賃金低下⇒需要減退⇒売上減⇒コスト圧縮⇒賃金低下⇒・・・」という悪循環を招く。基本的に国内に存在する大きなデフレギャップが解消しない限り、デフレからの完全脱却は難しいと思われる。



なお、目先については、引き続き小幅の物価下落が継続すると、年度末にかけては下げ止まり、再び水面上に浮上すると予想する。12年度を通じてのコアCPIは前年度比▲0.0%と予想する。その後、13年度入り後は徐々に上昇率を高めていくが、それら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年度を通じては前年度比0.3%の上昇にとどまるだろう。なお、国内需給の改善によって、ベース部分の物価が1%程度まで上昇するにはまだ4～5年かかるものと思われる。





## **4. 当面の金融政策・金融市場動向：**

### **(1) 金融政策 ～ 問われる「デフレ脱却への意欲」**

日本銀行は8月8～9日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の枠組み自体は現状維持（政策金利の誘導水準：0～0.1%、資産買入等基金（12年12月末までに65兆円へ、13年6月末までに70兆円へ残高を積み上げる）を決定した。一方、景気の現状判断については、全体的には「緩やかに持ち直しつつある」という前月までの見方を踏襲しつつも、生産・輸出といった個別項目について弱めのトーンにするなど、やや下方修正気味であることは否めない。なお、現行の日銀の政策運営は、2月に示された「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価上昇率1%を目指すものとなっている。しかし、ここに来て、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率を拡大させつつあるなど、14年度以降「1%に遠からず達成する可能性が高い」とする日銀の見方も修正を迫られかねない事態となっている。

政府は消費税率引上げによる悪影響を緩和させるためにも「名目3%、実質2%」程度の成長率を目指す方針であり、それらがG20首脳会議においてわが国の政策コミットメントとして提示されていること等を踏まえると、今後も日銀に対しては一層の緩和努力を求めていくことになるだろう。その際には、長期国債を中心に資産買入等基金を増額・拡充していくものと思われる。また、5日の欧州中央銀行（ECB）による利下げ決定と同時に、ECBは翌日物預金ファシリティの適用金利（0.25%）をゼロ、つまり付利を撤廃した。これにより、日本においても、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行0.1%））の撤廃や固定金利オペの適用利率（現行0.1%）の引下げなどを検討するのではないかと、との期待も浮上している。これまで日銀は、ゼロ金利は利点よりも弊害が大きいとしてきたが、あらゆる可能性をゼロベースで再検討する姿勢が求められている。

なお、緩和策に対して前向きとされる木内登英・佐藤健裕の両名が審議議員に就任し、8月8～9日の会合から審議に加わったが、これまで慎重な態度を続けてきた「デフレ脱却時期の前倒し」に向けたより強力な緩和策についての検討も始まる可能性もあるだろう。

### **(2) 金融市場の見通し ～ しばらくは不安定な動きも**

内外の金融資本市場は、欧州債務危機の動向に振り回される展開が続いている。ユーロ圏周縁国での財政問題は未だ収束する兆しが窺えず、むしろ悪化する動きも散見されている。世界的に投資家のリスク逃避的な行動が続く中、「株安・金利低下・円高」の動きはなかなか止まらない。

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**

1%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その後、ほぼ一貫して金利低下が進行した。内外景気の鈍さや欧州債務問題に伴う「質への逃避」的な行動が強まった結果、5月以降は0.9%割れ、さらに7月中旬には0.8%割れでの展開が常態化している。消費税率が10%まで引き上げられたとしても、日本の財政問題は決して楽観視できる状況にはないが、欧州債務危機に収束の兆しがまるでないこともあり、JGB市場に逃避資金が流れ込みやすい構図が続いている。

先行きについては、年度下期にかけて復興事業や輸出持ち直しなどによる景気浮揚や金融機関貸出の拡大への期待などにより、長期金利の低下には一定の歯止めがかかる可能性もあるだろう。しかし、日銀による国債買入れ圧力、さらには1%の物価上昇を達成す





## (株)農林中金総合研究所

るために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、長期金利を低位なままにする方向に働くだろう。仮に資産買入基金の拡充策で、長期国債の買入対象年限を5年未満まで延ばした場合、長期ゾーンにも低下圧力がかかるはずである。ただし、高値警戒感もあることから、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

### ② 株式市場

世界経済への先行き回復予想や日銀による物価安定目標の導入によるデフレ脱却期待などもあり、11年度末から12年度入り当初にかけて、日経平均株価は10,000円台で推移していたが、その後は欧州債務危機の再燃や米国経済に対する失望感、さらには中国経済の悪化懸念などを受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価も大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、ギリシャのユーロ離脱の可能性が高まったことで一時8,000円台前半まで下落した。その後、9,000円台を回復する動きも散見されるものの、基本的には上値の重い展開が続いている。

先行きに関しても、欧州債務問題への思惑が相場動向を支配するものと思われるほか、持続的な円高圧力や交易条件の悪化（投入コストの高騰とその価格転嫁の困難さ）など、株価を抑制する材料も多い。とはいえ、復興需要の盛り上がりによる景気持ち直しを背景に年度下期以降の増益期待も依然根強い。しばらくは海外要因に対する思惑などに左右される面は大きいが、株価は徐々に回復方向に向かうだろう。

### ③ 外国為替市場

08年秋のリーマン・ショック以降、為替レートに対してはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けている。その要因としては、米国において幾度となく浮上する追加の金融緩和策（QE3）への思惑や、欧州債務危機や単一通貨ユーロに対する不信感等が挙げられるが、日銀が事実上の物価安定目標を掲げつつも、依然として消極的な姿勢を続けていることも円高定着の要因の一つと考えることができるだろう。

先行きについても、しばらくは世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くこと、また仮に日銀が追加緩和策を講じたとしても慎重な態度は続ける可能性が高いとみられることから、1ドル＝80円前後、1ユーロ＝100円前後、といった円高状態は当面は残ると予想する。

金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目        | 2012年        |            |             | 2013年       |              |
|-------------------|--------------|------------|-------------|-------------|--------------|
|                   | 8月<br>(実績)   | 9月<br>(予想) | 12月<br>(予想) | 3月<br>(予想)  | 6月<br>(予想)   |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  | 0.081        | 0～0.1      | 0～0.1       | 0～0.1       | 0～0.1        |
| TIBORユーロ円(3M) (%) | 0.327        | 0.30～0.35  | 0.30～0.35   | 0.30～0.35   | 0.30～0.35    |
| 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 (%)     | 0.820      | 0.70～0.90   | 0.65～1.00   | 0.65～1.10    |
|                   | 5年債 (%)      | 0.215      | 0.10～0.25   | 0.10～0.30   | 0.10～0.30    |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 78.9       | 76～85       | 75～85       | 75～85        |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 97.3       | 90～110      | 90～110      | 90～110       |
| 日経平均株価 (円)        | 8,925        | 9,250±750  | 9,500±1,000 | 9,750±1,000 | 10,000±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)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年8月15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。



# (株)農林中金総合研究所

## 2012～13年度 日本経済見通し

(前期比)

|               | 単位    | 2011年度<br>通期 | 2012年度 |       |       | 2013年度 |       |       |
|---------------|-------|--------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|               |       |              | 通期     | 上半期   | 下半期   | 通期     | 上半期   | 下半期   |
| 実質GDP         | %     | ▲ 0.0        | 2.2    | 1.2   | 0.7   | 2.0    | 1.0   | 1.7   |
| 民間需要          | %     | 0.6          | 2.3    | 1.1   | 0.3   | 1.9    | 0.8   | 2.4   |
| 民間最終消費支出      | %     | 1.2          | 1.3    | 0.6   | ▲ 0.7 | 0.9    | 0.4   | 1.8   |
| 民間住宅          | %     | 3.8          | 1.4    | 1.0   | 0.2   | 5.5    | 2.8   | 7.2   |
| 民間企業設備        | %     | 1.1          | 3.8    | 0.9   | 1.2   | 4.9    | 2.3   | 4.7   |
| 公的需要          | %     | 2.2          | 2.9    | 1.7   | 1.8   | 1.0    | 0.7   | ▲ 1.0 |
| 政府最終消費支出      | %     | 1.9          | 1.4    | 0.8   | 0.2   | 0.4    | 0.3   | 0.3   |
| 公的固定資本形成      | %     | 2.9          | 9.6    | 5.6   | 9.3   | 3.3    | 2.5   | ▲ 6.4 |
| 財貨・サービスの純輸出   | 兆円    | 11.9         | 11.7   | 11.5  | 11.9  | 13.5   | 13.0  | 13.9  |
| 輸出            | %     | ▲ 1.4        | 5.6    | 3.4   | 3.0   | 6.0    | 3.0   | 4.2   |
| 輸入            | %     | 5.6          | 6.7    | 3.6   | 3.1   | 4.6    | 2.1   | 3.2   |
| 内需寄与度 (前期比)   | %     | 1.0          | 2.4    | 1.2   | 0.4   | 1.6    | 0.8   | 1.3   |
| 民間需要 ( " )    | %     | 0.5          | 1.7    | 0.8   | 0.1   | 1.4    | 0.6   | 1.5   |
| 公的需要 ( " )    | %     | 0.5          | 0.7    | 0.4   | 0.3   | 0.2    | 0.2   | ▲ 0.2 |
| 外需寄与度 ( " )   | %     | ▲ 1.0        | ▲ 0.0  | 0.1   | 0.1   | 0.3    | 0.2   | 0.2   |
| デフレーター (前年比)  | %     | ▲ 1.9        | ▲ 1.0  | ▲ 1.0 | ▲ 0.9 | ▲ 0.5  | ▲ 0.7 | ▲ 0.4 |
| 完全失業率         | %     | 4.5          | 4.4    | 4.4   | 4.4   | 4.2    | 4.3   | 4.1   |
| 鉱工業生産 (前期比)   | %     | ▲ 1.2        | 3.0    | ▲ 0.1 | 2.7   | 5.1    | 2.6   | 2.2   |
| 住宅着工戸数        | 千戸    | 837          | 901    | 445   | 456   | 1,025  | 488   | 538   |
| 経常収支          | 兆円    | 7.6          | 6.9    | 2.6   | 4.3   | 10.9   | 5.1   | 5.8   |
| 貿易収支          | 兆円    | ▲ 3.7        | ▲ 3.6  | ▲ 2.3 | ▲ 1.3 | 1.6    | 0.0   | 1.6   |
| 為替レート (前提)    | ¥/円   | 79.1         | 79.0   | 79.3  | 78.8  | 80.5   | 79.5  | 81.5  |
| 通関輸入原油価格 (前提) | ¥/バレル | 114.0        | 117.7  | 117.8 | 117.5 | 122.5  | 120.0 | 125.0 |

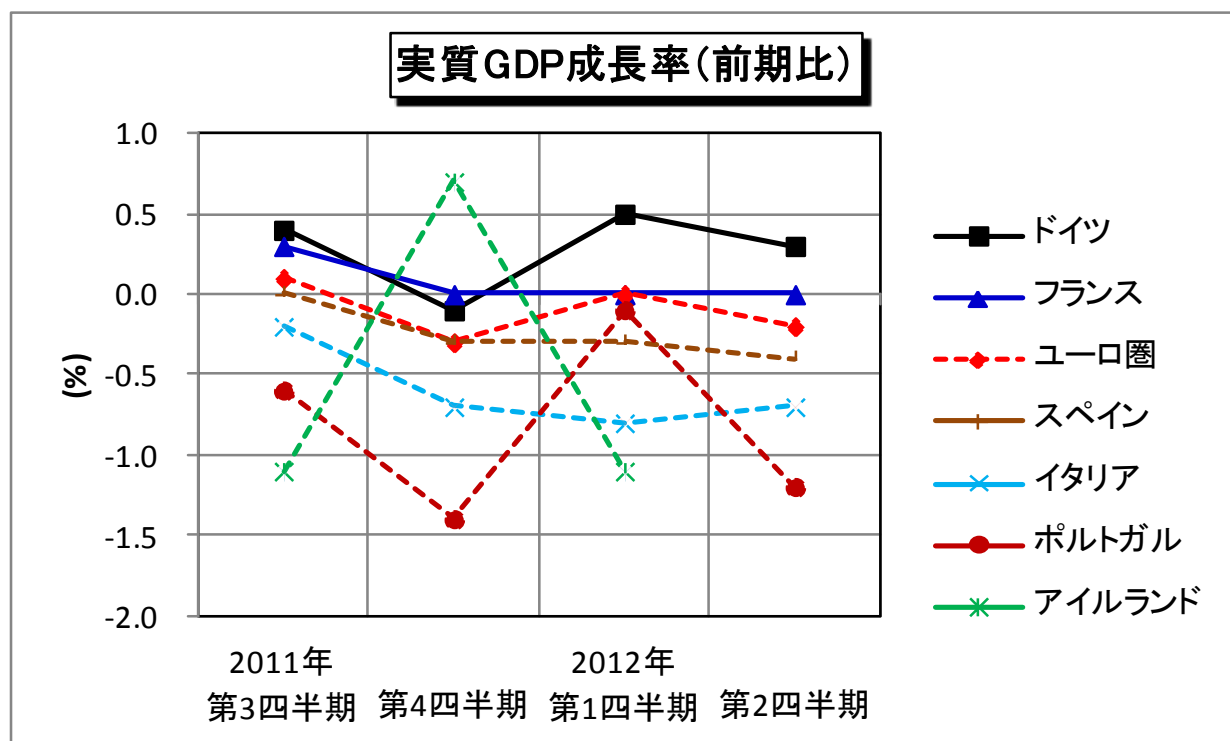
(前年同期比)

|             | 単位 | 2011年度<br>通期 | 2012年度 |      |      | 2013年度 |       |       |
|-------------|----|--------------|--------|------|------|--------|-------|-------|
|             |    |              | 通期     | 上半期  | 下半期  | 通期     | 上半期   | 下半期   |
| 名目GDP       | %  | ▲ 2.0        | 1.2    | 1.8  | 0.7  | 1.5    | 0.9   | 2.1   |
| 実質GDP       | %  | ▲ 0.0        | 2.2    | 2.8  | 1.7  | 2.0    | 1.5   | 2.5   |
| 民間需要        | %  | 0.6          | 2.3    | 3.4  | 1.2  | 1.9    | 1.0   | 2.9   |
| 民間最終消費支出    | %  | 1.2          | 1.3    | 2.6  | 0.1  | 0.9    | ▲ 0.1 | 2.0   |
| 民間住宅        | %  | 3.8          | 1.4    | 2.7  | 0.2  | 5.5    | 2.0   | 9.0   |
| 民間企業設備      | %  | 1.1          | 3.8    | 5.7  | 1.9  | 4.9    | 3.4   | 6.3   |
| 公的需要        | %  | 2.2          | 2.9    | 2.6  | 3.2  | 1.0    | 2.1   | ▲ 0.1 |
| 政府最終消費支出    | %  | 1.9          | 1.4    | 1.9  | 1.0  | 0.4    | 0.4   | 0.5   |
| 公的固定資本形成    | %  | 2.9          | 9.6    | 5.9  | 13.1 | 3.3    | 9.7   | ▲ 2.6 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 11.9         | 11.7   | 11.5 | 11.9 | 13.5   | 13.0  | 13.9  |
| 輸出          | %  | ▲ 1.4        | 5.6    | 5.2  | 5.9  | 6.0    | 5.5   | 6.4   |
| 輸入          | %  | 5.6          | 6.7    | 7.5  | 5.9  | 4.6    | 4.4   | 4.8   |

|               |   |       |       |       |       |     |       |     |
|---------------|---|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-----|
| 国内企業物価 (前年比)  | % | 1.3   | ▲ 1.3 | ▲ 1.3 | ▲ 1.2 | 0.0 | ▲ 0.3 | 0.3 |
| 全国消費者物価 ( " ) | % | 0.0   | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.3 | 0.2   | 0.3 |
| 完全失業率         | % | 4.5   | 4.4   | 4.4   | 4.4   | 4.2 | 4.3   | 4.1 |
| 鉱工業生産 (前年比)   | % | ▲ 1.2 | 3.0   | 3.6   | 2.5   | 5.1 | 5.3   | 4.9 |

(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。

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 2012 年第 2 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。

付 表 2: 中国経済

