（株）農林中金総合研究所

2012 年 11 月 15 日

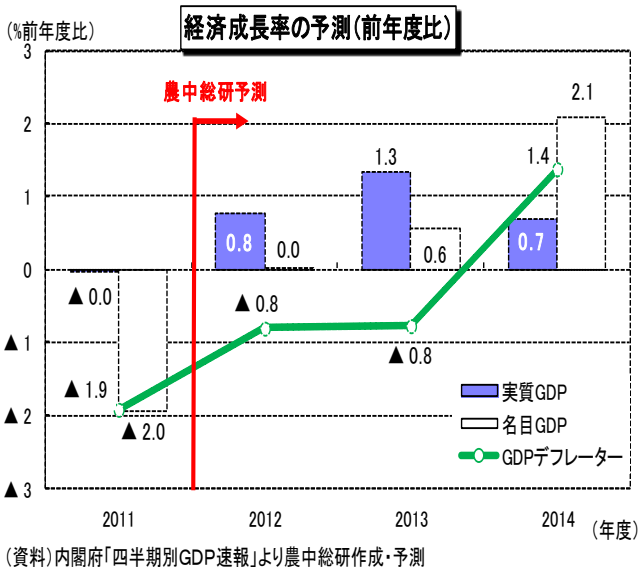
2012～14 年度経済見通し

13 年年明け以降、国内景気は持ち直しへ

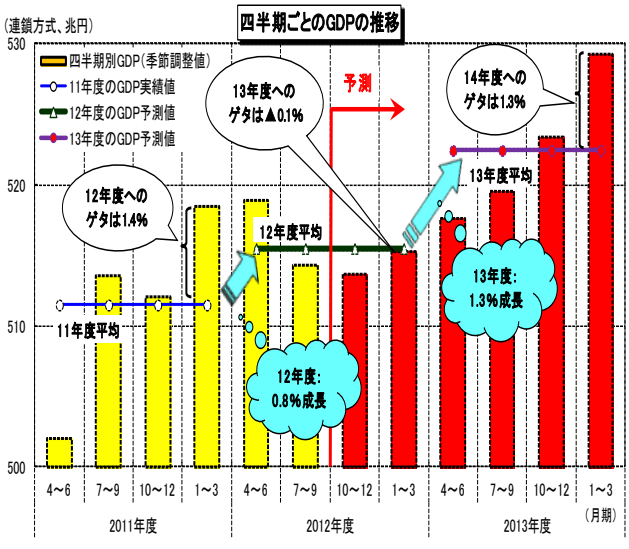
～2012 年度：0.8%、13 年度：1.3%、14 年度：0.7%～

国内景気は 2012 年春ごろに「山」を通過、既に後退局面にある。復興に向けた公共事業は高水準で推移しているが、欧州債務危機や中国経済の減速、さらには日中関係の悪化などによる輸出の落ち込みやエコカー購入補助金制度終了後の乗用車販売の反動減などを相殺するには力不足であった。12 年 10～12 月期もマイナス成長が続くと見られる。しかし、13 年に入れば、徐々に世界経済の底入れの影響が出てくるものと思われ、国内景気も緩やかに持ち直し始めるだろう。さらに、13 年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も発生し、景気は一時的に押し上げられるが、14 年度にはその反動減が出て景気は再び低調になると予想する。

一方、14 年度から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、政府・日本銀行はデフレ脱却に向けた政策展開を強めていくと思われる。特に、日銀に対する期待は強く、一段の追加緩和策の検討・実施を行うものと思われる。



（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）2012年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

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、信頼できると思わ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。

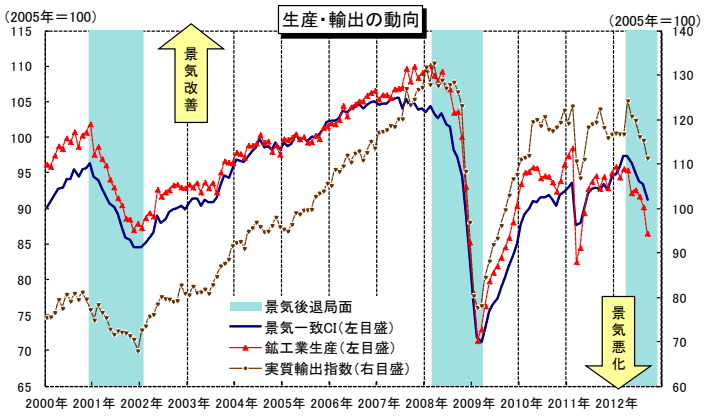
(株)農林中金総合研究所

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状 ～ 景気後退の可能性高まる

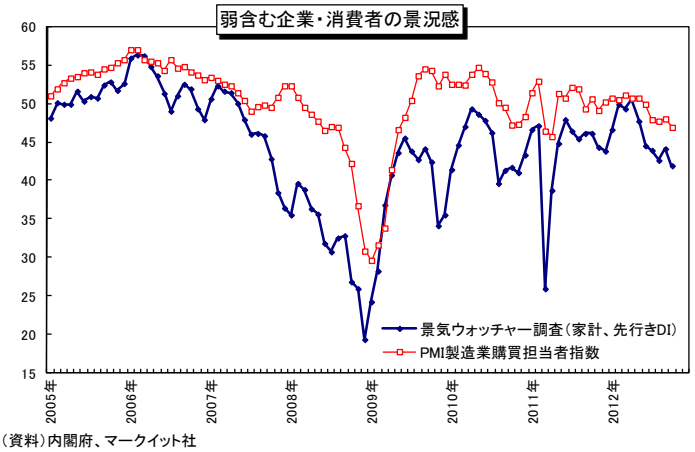
わが国経済は、2011 年秋以降、足踏みに近い状態で推移してきたが、最近発表された経済指標は、実のところ 12 年春を「景気の山」とした後退局面を辿っている可能性を示すものが多い。例えば、景気動向に最も近いとされる生産(鉱工業生産指数)は 12 年 1 月を、輸出(実質輸出指数)も 12 年 4 月を、それぞれ直近ピークに「下向き」の動きが続いており、ともに 9 月までに水準が 1 割程度低下している。歴史的な水準で定着する円高や海外経済の減速傾向に加え、9 月以降に急速に冷え込んだ日中関係などの影響が出ているものと思われる。

こうした主要経済指標の軟調さを背景に、政府・日本銀行による景気の現状判断は断続的に下方修正されており、最近では「弱めの動き」、「弱含み」などといった表現となっている。加えて、9 月の景気動向指数によれば、一致 CI は前月から▲2.3 ポイントの低下と、6 ヶ月連続のマイナスとなったが、この一致 CI による基調判断は、6～8 月の「足踏み」から、景気後退を示唆する「下方への局面変化」へ下方修正されている。生データを用いて、簡便的にヒストリカル DI を試算してみると、12 年 3 月に 45.5 と 50 を割り込み、9 月には 0 まで低下していることが確認できる。こうしたことから、国内景気は 12 年 2～3 月ごろには「山」を通過し、現在は後退局面を辿っている可能性が指摘できる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

上記の経済指標以外のものも悪化が目立つ。特に、9 月 21 日にエコカー購入補助金が終了した結果、9 月分の乗用車販売台数(含む軽)は前年比▲3.7%と12ヶ月ぶりの減少となった(普通・小型車では同▲10.1%と13ヶ月ぶりの減少)。10 月には新型車投入効果もあり、やや持ち直す動きも見られたものの、販売台数(当総研による季節調整後)で 7～9 月平均と比べて 1 割超も減少している。また、設備投資関連の指標も不振である。7～9 月期の鉱工業統計:資本財出荷(除く輸送機械)は前期比▲5.0%、機械受注:船舶・電力を除く民需は同▲1.1%と、いずれも軟調であった。さらに、9 月の経常収支は▲1,420 億円(季節調整後)と、第 2 次石油危機直後以来、約 30 年ぶりの赤字になった。これまでは国内景気が好調な際に、主として輸入増によって経常収支の黒字幅が縮小することが多かったが、今回は「失われた 20 年」を通じて経済成長に対する外需依存度が極度に強まったことの弊害が出たほか、大震災によって起きた「火力シフト」の影響が色濃く出ている。



(資料)内閣府、マークイット社

さらに、企業経営者や消費者の景況感も軒並み悪化している。PMI 製造業購買担当者指数は 12 年 6 月に判断基準となる 50 割れとなったが、10 月には 46.9 と、東日本大震災直後(11 年 4 月:45.7)の水準に迫った。同様に、景気ウォッチャー調査(10 月)の家計動向関連についても、景気の現状・先行き判断 DI とも、

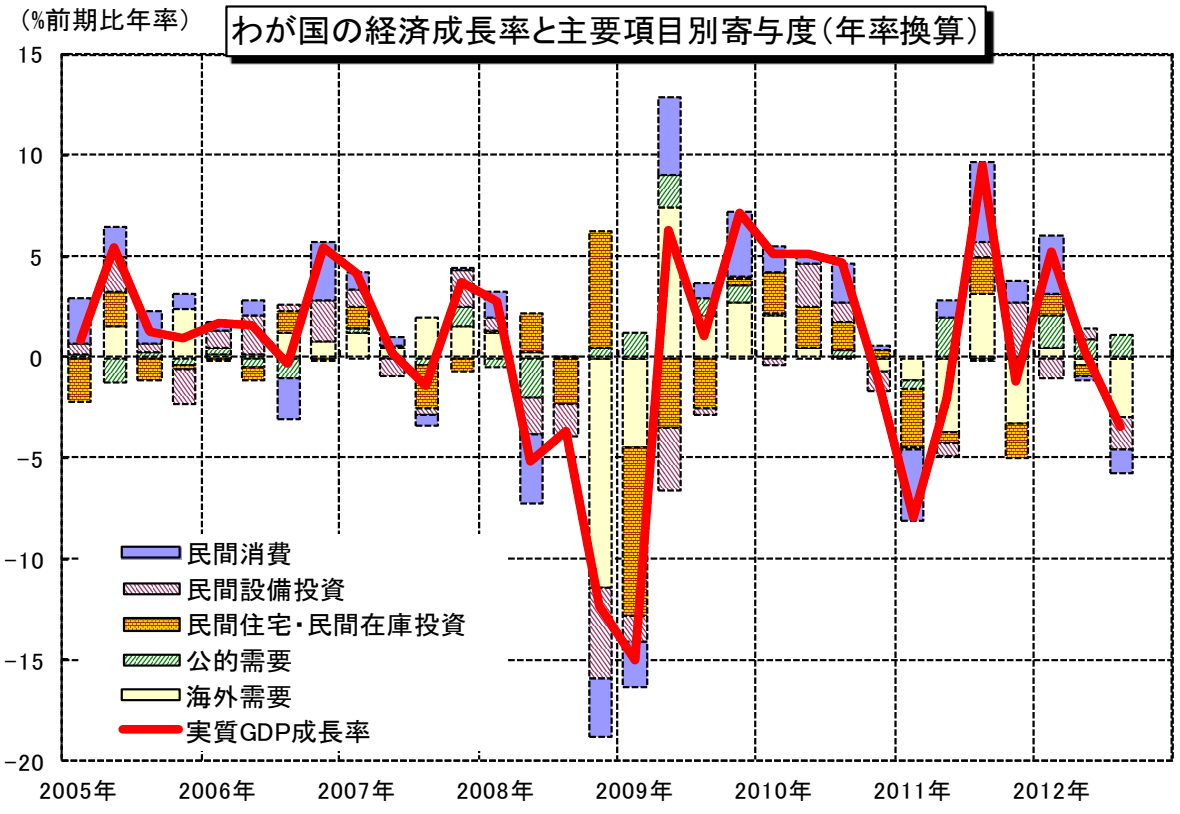
大きく低下した。

(2)大幅なマイナス成長となった 7～9 月期 GDP

こうしたなか、11 月 12 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▲0.9%(同年率▲3.5%)と 3 四半期ぶりのマイナスとなるなど、景気が悪化していることを改めて確認させる内容の数字となった。前期比成長率に対する内外需別の寄与度をみると、国内需要が▲0.2 ポイント、海外需要が同▲0.7 ポイントとなっており、欧州向けや中国向けの輸出等が大きく減少したことの影響が出ている。なお、国内需要のうち、民間最終需要が前期比▲0.9%(寄与度は▲0.6 ポイント)と 5 四半期ぶりに減少に転じており、軟調なのが必ずしも外需(輸出)だけではないことも見て取れる。一方、復興関連の公共投資は引き続き増加傾向をたどったが、景気の下支え役として力不足であった面は否めない。

また、前年比は 0.1%と 3 四半期連続のプラスとなったが、4～6 月期(3.3%)からは大きく減速した。名目 GDP は前期比▲0.9%(同年率▲3.6%)と、2 四半期連続のマイナスであった。

一国のホームメードインフレを表す GDP デフレーターは、国内の需給バランスが大きく崩れたままであることから前年比▲0.7%と 12 四半期連続の下落となった。ただし、4～6 月期(▲0.9%)からは下落幅が縮小した。一方、前期比は▲0.02%と僅かではあるが、2 四半期連続のマイナスとなった。国際商品市況の調整で輸入物価の下落傾向が強まっており、付加価値生産の主要な担い手である企業部門にとって投入コストは削減されたといえるが、最終需要財・サービスの価格はそれ以上に下落したことを物語っている。なお、単位労働コスト(＝名目雇用者報酬÷実質 GDP)は、雇用者数の増加傾向を受けて雇用者報酬が膨らんだこともあり、前年比ではほぼ横ばい(0.03%)であった。



(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

野田内閣は、債務危機に直面する南欧諸国の二の舞を演じないためにも、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。具体的には、①現役世代に対する子ども・子育て支援を強化するなど、世代間・世代内における給付と負担の公平化を図る、②消費税率を引き上げ、それによる増収分を社会保障制度維持のための安定財源化する、などの内容である。野田首相は、「近いうちに解散して民意を問う」ことを条件に、自公両党の協力を得て、消費税増税法案を含む「社会保障と税の一体改革」関連法案は 12 年 8 月に成立、14 年 4 月に消費税率は 8%へ、15 年 10 月にはさらに 10%へと引き上げることが決まった。当総研では前回の経済見通しから、14 年度の消費税増税を前提条件としている。

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(10 年度比)、20 年度には黒字化という目標が掲げられており、これらは G20 等の場でわが国の目標として掲げられるなど、国際公約化している。とはいえ、内閣府が 8 月に公表した「経済財政の中長期試算」によれば、2011～20 年度の平均成長率が名目 3%程度、実質 2%程度、消費者物価上昇率が 12 年度にプラスに転じ、中長期的には 2%近傍、といった成長戦略シナリオの下でさえも、20 年度のプライマリーバランス黒字化は困難とされており、一段の収支改善策(≒増税措置)が必要であることを示唆している。なお、「一体改革」のもう一方の主役である社会保障制度改革については、民自公の 3 党合意により、学識経験者などによる国民会議を設置して、13 年 8 月までに結論を出すことになっているが、解散・総選挙の時期を巡る与野党の駆け引きもあり、発足に手間取っている。

また、震災復興については、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となっている。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。

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)」に沿った内容であった。現在、13 年度予算案の編成作業中であるが、「日本再生戦略」を踏まえてメリハリの利いた予算配分を考慮しつつも、歳出の大枠 71 兆円を遵守する方針である。なお、政府では昨今の景気悪化やデフレからの早期脱却などに向けて経済対策の策定に乗り出している。すでに 10 月 26 日には、緊急性の高いものとして、予備費を活用した事業規模 7,500 億円の対策を発表したが、11 月内には経済対策の全体像が固まる予定である。12 年度の補正予算編成については、後述のとおり、政権交代の可能性などにもよるが、現時点では景気や金融市場などに大きく影響するほどの規模にはならないと想定した。

懸案の特例公債法案については、11 月 16 日には参院にて可決・成立する見通しであり、行政サービスの停止や年度内の国債発行停止などといった最悪の状況は回避されることがほぼ確定した。なお、民自公 3 党は、予算案と特例公債法案とを一体処理するルールづくりや 15 年度までの赤字国債発行を認めることで合意している。

最後に、11 月 14 日の党首討論において、野田首相が 16 日にも解散する意向を示したこともあり、年内にも総選挙が実施されることが確定的となった。最近の世論調査の結果な

どをみる限りでは、総選挙によって政権交代が実現する可能性が濃厚といえる。14 年度以降の消費税の取り扱いや大型補正編成の可能性も含め、経済財政政策の方向が変わることも十分ありうるだろう。

(2)世界経済の見通し

2008 年秋のリーマン・ショックによって引き起こされた世界同時不況は 09 年半ばまでには収束し、世界経済は持ち直し傾向を辿ってきたが、その後もほとんどの先進国では大幅なデフレギャップが残ったままであり、様々な弊害がもたらされている。特に、巨額の財政赤字に対する懸念が強まった欧州では、緊縮財政が景気悪化を招き、かえって財政状況を悪化させるなど、財政危機が収まる気配が見られない。一方、世界的な金融危機の直接的被害は小さかった新興国も、先進国経済の不振により外需が伸びず、国内需要の活性化だけで成長を達成しようとした結果、10～11 年にかけて景気過熱やインフレ・バブル懸念が高まった。しかし、それらを鎮静化させるために実施した引締め政策や欧州債務危機の深刻化などによって、12 年は逆に景気減速傾向が強まった。依然として世界経済は全般的に不透明感が漂っているといえるだろう。

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 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比年率 2.0%と 3 四半期ぶりに伸びが加速した。内訳をみると、GDP の約 7 割を占める個人消費が同 2.0%と 4～6 月期(同 1.5%)から伸びを高め、また住宅投資も同 14.4%と持ち直し傾向を強めるなど、家計部門が好調となったほか、国防費の増加により政府支出が同 3.7%とプラスに転じたことが成長率を押し上げた。一方、海外経済の減速やいわゆる「財政の崖」をめぐる先行き不透明感の高まりから、外需および設備投資がマイナス寄与となるなど、企業部門の低調さが目立った。このように米国経済は、企業部門が低調ながらも、緩やかな回復が続いていると見られる。ただし、足元では失業率が 7%台後半に低下したとはいえ、労働時間の横ばいが続き、時間当たり賃金(前年比 1.1%)が過去最低の伸びとなるなど、依然として雇用・所得環境の改善の動きが弱い。また、欧州債務問題の悪影響が懸念されるほか、「財政の崖」など米国の財政政策に対する不透明感も強まっている。

こうしたなか、米大統領選が 11 月 6 日に行われ、民主党のオバマ大統領が共和党のロムニー候補を破って再選を果たした。一方、大統領選と同時に行われた米議会選では、上院では民主党が過半を維持したものの、下院では共和党が多数の議席を確保したため、上下両院の多数派が異なる「ねじれ議会」が継続することとなった。オバマ大統領は、こうした状況下で喫緊の課題である「財政の崖」問題に取り組まなければならず、共和党と財政緊縮措置のどの部分で妥協することができるかが当面の焦点となる。しかし、引き続きねじれ議会の構図が変わらないことから、与野党対立は避けられず交渉は難航する可能性が高い。ただし、共和党は 11 年夏、債務上限引き上げ法案の採決の際、増税に強く反対する立場から中長期的な財政赤字削減策を合意条件とするなど強行策を取った。このため議会が紛糾して米国民に政治不信を招き、企業や消費者の景況感が悪化したほか、債務不履行(デフォルト)の危機や米国債の格下げにつながった。こうした反省から共和党は今後、民主党との話し合いにおいて柔軟な対応を取る公算が高いとの見方もある。また、10 月末の米国政府の債務残高が 16.26 兆ドル(約 1,300 兆円)に達し、法定上限の 16.39 兆ドルに迫っていることから、米議会は法定上限引き上げについても早期に合意する必要がある。仮に上限額が引き上げられない場合には、11 年夏と同じように再び債務不履行への懸念を高めることになるだろう。

一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は、12 年 9 月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、「量的緩和策第3弾(QE3)」と「時間軸の強化」を柱とする新たな追加緩和策の導入を決定した。具体的にQE3としては、購入規模や期限をあらかじめ定めない「オープンエンド」方式で、雇用改善が確認されるまで、月額 400 億ドル(約 3.1 兆円)のペースで政府機関発行の住宅ローン担保証券(MBS)の購入を続け、さらに雇用改善が見通せない場合には他の政策手段を適宜活用するというものである。また、時間軸の強化については、08 年 12 月以降、事実上のゼロ金利となる 0.0～0.25%に据え置いている政策金利(FF 金利)をこれまでの「少なくとも 14 年後半まで」から「少なくとも 15 年半ばまで」と約半年間延長した。このほか、従来から実施している保有債券の償還期間を長期化する措置、いわゆる「ツイストオペ」のほか、MBS や米国債の償還資金を再投資する既存の政策も継続することとしており、「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続する」との方針を示している。

こうした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、雇用・所得環境の改善が弱いなか、大統領・議会選の結果を受けて財政問題をめぐる政治的な対立が予想され、所得税減税を中心としたブッシュ減税失効が強く意識されるなど、消費者マインドが悪化する可能性が高いことから 3%程度の巡航速度をかなり下回って推移すると予想する。また、設備投資は、海外経済の減速や米国の財政問題など先行き不透明感を背景に、先行指標となる非国防資本財受注や鉱工業生産の設備稼働率が横ばい圏内の動きを示しているほか、企業業績が冴えないこともあり、引き続き弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、代表的な指標である住宅着工件数が9月に月間87万件台(年率換算)に増加し、また、先行指標となる住宅着工許可件数も 89 万件台と 08 年 7 月以来の水準まで回復していることから、引き続き持ち直しの動きを強めると見られる。米住宅ローン金利が長期金利の低位安定下で歴史的な低水準にあり、今後も住宅需要を下支えすると考えられる。外需については、これまで海外経済の減速を背景に弱い動きが続いてきたが、足元では持ち直しの兆しが見られ、徐々に海外経済が回復基調に戻ると想定されることから、13 年以降は米国からの輸出も復調すると予想する。なお、緩やかな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

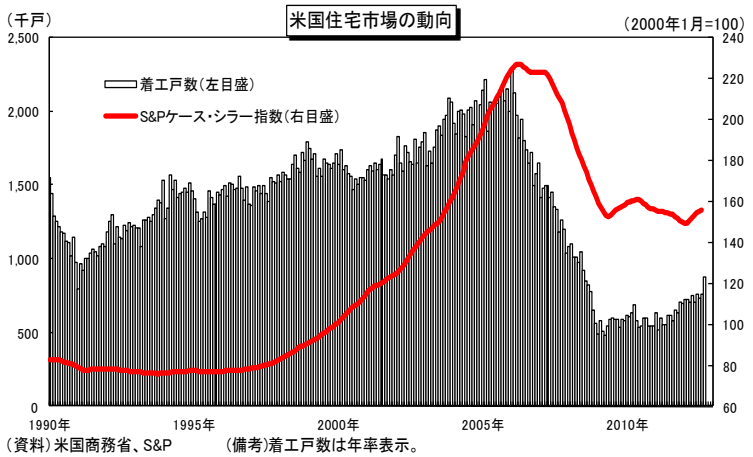
2012-14年 米国経済見通し (12年11月改定)

		単位	2011年 通期 実績	2012年 通期 予想	2012年 上半期(1～6月) 実績	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	2014年 通期 予想
実質GDP		%	1.8	2.1	2.3	1.7	1.7	1.2	2.7	2.8
	個人消費	%	2.5	1.9	2.1	1.8	2.0	1.9	2.2	2.5
	設備投資	%	8.6	7.3	7.0	0.7	3.1	2.5	6.7	7.7
	住宅投資	%	▲ 1.4	11.4	15.3	10.5	9.0	7.7	10.0	7.2
	在庫投資	寄与度	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.3	0.1	0.0	0.5	0.2
	純輸出	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3
	輸出等	%	6.7	3.3	3.9	1.2	4.5	4.1	8.7	10.7
	輸入等	%	4.8	2.9	3.5	1.2	4.4	3.9	8.4	10.6
	政府支出	%	▲ 3.1	▲ 1.2	▲ 2.2	2.1	▲ 1.2	▲ 2.8	▲ 1.3	▲ 0.4
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.4	1.8	2.0	1.6	1.8	1.7	1.9	2.4
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.1	1.7	1.8	1.6	1.9	1.8	2.0	2.1
	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	0～0.25
	10年国債利回り	%	2.8	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.0	2.5
	完全失業率	%	9.0	8.1	8.3	8.0	7.7	7.8	7.7	7.4

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11月15日(12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

寄与度はマイナス傾向で推移することになる。政府支出については、12年10月末にかけて米東海岸に襲来した大型ハリケーン「サンディ」による災害復旧・復興支出(360 億ドル程度)が足元で見込まれるものの、引き続き厳しい歯止めがかかると予想される。しかしながら、警戒感が強まっている「財政の崖」については、与野党ともに影響の大きさから回避的な行動を取ると想定されるため、実質増税と歳出削減の合計額(約 6,000 億ドル、米 GDP の約4%)が全額執行される可能性は低いと思われる。ただし、この問題をめぐる議会審議が難航する恐れがあり、13年前半にかけて歳出面で失業保険給付等の失効(380 億ドル)や強制歳出削減(650 億ドル)が一部発動される可能性はあるだろう。



(資料)米国商務省、S&P　(備考)着工戸数は年率表示。

以上から、12年末から13年前半にかけては低調な動きとなり、成長率は2%を下回る水準で推移すると見込まれる。ただし、13 年後半以降は海外経済の回復とともに「財政の崖」懸念による下押し圧力が解消されることから持ち直すと予想される。年間の成長率は、12 年は前年比 2.1%(前回見通しと変わらず)、13年は同 1.7%(同 0.8 ポイントの下方修正)と予想する。さらに14年には徐々に米国経済に力強さが戻り始めることから、同 2.8%と予想する。なお、FRB による QE3 は14年後半まで続き、ゼロ金利政策は15年前半まで維持されると予想する。また、FRB による追加の資産購入は想定しないものの、12 年末にツイストオペの期限が迫り、状況次第では長期国債の追加購入が実施される可能性もあると考えられる。

② 欧州経済

9 月の欧州中央銀行(ECB)による新たな国債購入策(OMT)の導入決定等を受け、足元ではユーロ圏の市場は落ち着いた動きとなっている。しかしながら、ギリシャの債務返済能力をめぐる情勢など引続き不透明な材料は多く、各国での緊縮財政による内需の抑制や依然として脆弱な金融機能とともに、財政危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費にかかる経済主体の慎重姿勢が、経済成長を停滞させる主な要因となっている。

ユーロ圏の 12 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は本稿作成時点では未発表であるが、以下の主要なマクロ経済の動向から、引き続き弱い値となることが予想される。

ユーロ圏では、9 月の鉱工業生産指数が前月比で 2.5%、前年同月比では 2.3%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、9 月の失業率は 11.6%と 1995 年の統計開始以来の最高となった。なかでもスペインでは 25.8%(うち25歳未満の若年層は54.2%)に達するなど財政悪化国での上昇が続いており、財政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。消費面でも、9 月の小売売上高は前月比で 0.2%の低下、前年同月比で 0.8%の低下となるなど、弱い動きが続いている。こうしたなか、欧州委員会による 10 月のユーロ圏景況感指数は84.5(長期平均 100)と、8ヶ月連続で低下し09年8月以来の低水準となった。

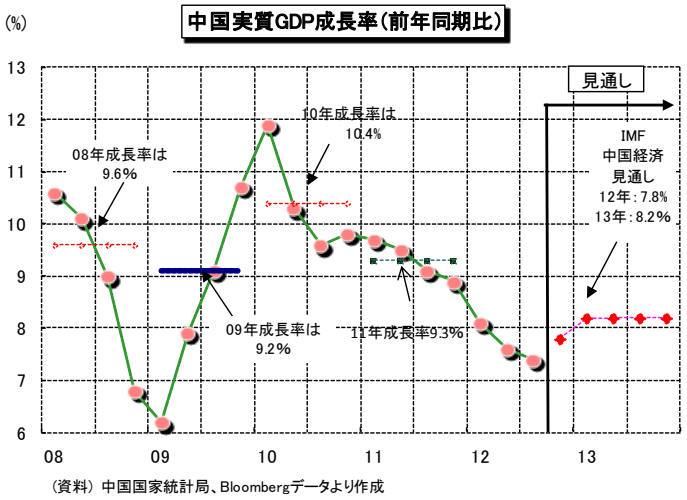
ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについても、最近では経済の減速を示す指標が増加している。9 月の製造業受注は前月比で 3.3%、前年同月比では 4.7%のそれぞれ大幅な低下となったほか、9 月の鉱工業生産指数についても前月比で 1.8%、前年同月比で1.2%の低下となった。また、9 月の輸出額も前月比で 2.5%の減少となっている。一方、10 月の失業率は 6.9%と前月から上昇に転じたほか、9 月の小売売上高は前月比

1.5%の上昇ながら前年同月比では3.1%の低下となった。

一方、ユーロ圏では10月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.5%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、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%としたほか、9月には金融政策の浸透を図ることを目的に新たな国債購入策であるOMTの導入を決定した。今後も、ECBは金融緩和の効果を見極めつつ、緩和政策を継続するものと考えられる。

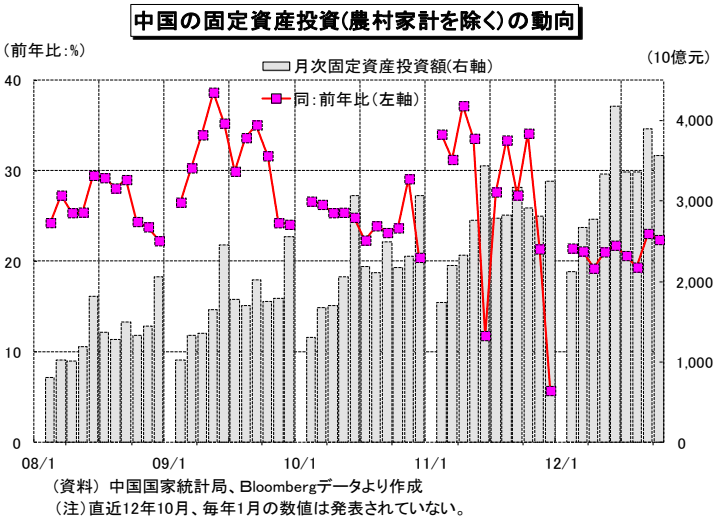
③ 中国経済

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、7～9月期の実質GDP成長率は前年比7.4%(前期比2.2%)と、7四半期連続の減速となった。しかし、10、11月に発表された経済統計に基づき判断すると、足元の景気は持ち直しの動きが現れ始めていると見られる。



(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成

まず、10月の消費(社会消費財売上総額)は前年比13.5%(実質ベース、7月:同12.2%、8月:同12.1%、9月:同13.2%)と、落ち着いた消費者物価動向(9月:同1.9%、10月:同1.7%)や中秋節・国慶節の大型連休期間(9月30日～10月7日)での高速道路の無料化などを通じて、緩やかな拡大傾向となっている。



(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成
(注)直近12年10月、毎年1月の数値は発表されていない。

また、中国のGDP成長率を大きく左右する資本形成(固定資産投資、農家投資を含まず)も、10月分が前年比22.4%と、国家発展改革委員会(マクロ経済の調整などを実施する行政組織)が9月初めに地下鉄など都市公共交通の整備やインフラ施設の整備に関する約1兆元規模(約13兆円)のプロジェクトを承認したことを受けて、底堅く推移している。ただし、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、かつてのような30%超の伸びにはならないと見られる。

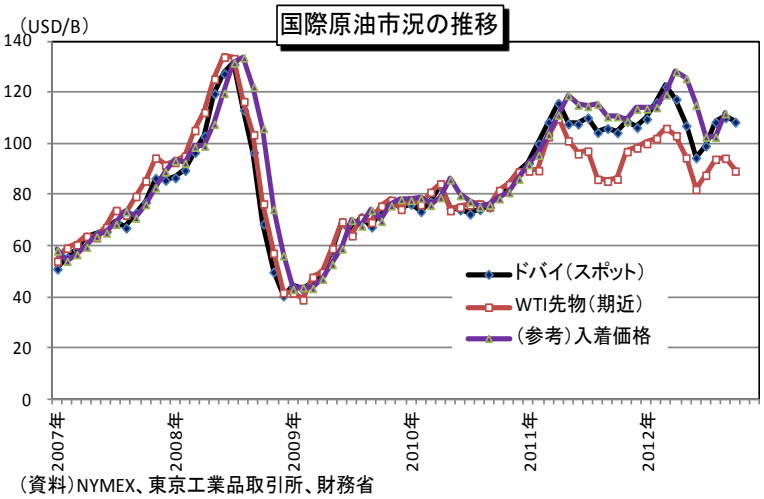
輸出も、10月に前年比10.5%(7月:同1.6%、8月:同1.7%、9月:同11.4%)と、政府による輸出支援策(輸出還付税の引上げなど)の実施などによって、米国やアセアン向けの増加で伸び率が大きく持ち直した。ただし、輸出の先行きについては、欧州債務問題だけではなく、アメリカの「財政の崖」問題や日中関係の悪化などの影響も考慮する必要があり、中国の輸出環境はまだ厳しい状況が続くと想定される。

このほか、生産面でも、10月の鉱工業生産も前年比9.6%(7月同9.2%、8月同8.9%、9月同9.2%)と緩やかに拡大している。また、国家統計局などが発表した製造業購買担当者指数(PMI)も50.2と先月(49.8)から小幅上昇しており、製造業の生産動向にも底打ちの兆しが窺われる。

前述したように、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されている公共投資の効果も徐々に顕在化すると見られることなどから、年末にかけて景気は底入れし、緩やかに持ち直してくるだろう。12年を通しての成長率は8%を割り込むものの、13年には8%台前半の成長に戻ると予測している。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際原油市況は12年春にかけて、世界経済の先行き回復期待やイラン情勢の緊迫化などを背景に高騰した。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、原油を含む国際商品市況は調整局面に入った。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、その後は90ドル前後での展開が続いている。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

先行きについては、欧州債務危機、米国「財政の崖」など、世界景気全体にとっての下振れリスクは少なくないが、世界経済は基本的に緩やかながらも持ち直し傾向が徐々に強まっていくとの想定から、原油価格も次第に上昇傾向を強めていくと思われる。ただし、シェールガス・オイルなどの増産傾向が強まっていることもあり、過度の高騰は回避されるだろう。国内への原油入着価格(CIFベース)については、12年度下期は115.0ドル、13年度は122.5ドル、14年度は130.0ドルと見込んでいる。

一方で、米中西部での深刻な干ばつなど、世界的に天候不順が発生したことに伴い、夏場以降、小麦、トウモロコシ、大豆など穀物価格が高騰、高止まり状態が続いている。輸入穀物の高騰は先行き、農畜産物や食料品の価格などへ影響するが、所得が伸び悩む家計にとっては実質購買力の低下につながるばかりか、生産者にとっても適正な価格転嫁が困難なこともあり、収益圧迫要因になりかねない。

(株)農林中金総合研究所

2012～14年度　日本経済見通し総括表

	単位	2011年度（実績）	2012年度（予測）	2013年度（予測）	2014年度（予測）
名目GDP	%	▲ 2.0	0.0	0.6	2.1
実質GDP	%	▲ 0.0	0.8	1.3	0.7
民間需要	%	0.6	1.2	1.9	0.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.0	1.4	0.4
民間住宅	%	3.8	2.7	5.0	0.5
民間企業設備	%	1.1	0.1	2.0	2.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.1	0.2	0.1
公的需要	%	2.2	3.2	1.2	0.1
政府最終消費支出	%	1.9	1.8	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.2	3.9	▲ 1.5
輸出	%	▲ 1.4	▲ 1.1	0.2	4.6
輸入	%	5.6	4.4	2.6	5.0
国内需要寄与度	%pt	1.0	1.6	1.7	0.7
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.9	1.4	0.7
公的需要寄与度	%pt	0.5	0.8	0.3	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.8	1.4
国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 1.1	0.5	3.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	▲ 0.1	0.3	2.4
（消費税増税要因を除く）					*(0.3)*
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2	4.2
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.2	▲ 4.1	0.4	0.6
経常収支（季節調整値）	兆円	7.6	4.8	7.0	10.9
名目GDP比率	%	1.6	1.0	1.5	2.3
為替レート	円/ドル	79.1	79.6	81.6	84.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.08	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.82	0.88	0.94
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.8	122.5	130.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
　　完全失業率は被災3県を除くベース。
　　無担保コールレートは年度末の水準。
　　季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（四半期）

（→予測）

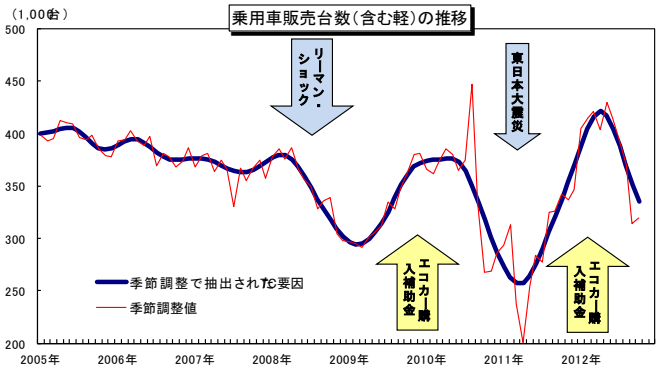
	単位	2012年				2013年				2014年				2015年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.4	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	0.3	0.1	0.6	1.0	0.8	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2
実質GDP	%	1.3	0.1	▲ 0.9	▲ 0.1	0.3	0.5	0.4	0.7	1.1	▲ 1.3	0.7	0.1	0.2
（年率換算）	%	5.2	0.3	▲ 3.5	▲ 0.5	1.3	1.9	1.5	3.0	4.6	▲ 4.9	3.0	0.5	0.8
民間需要	%	1.0	▲ 0.1	▲ 0.6	0.2	0.2	0.5	0.4	1.0	1.8	▲ 1.8	0.9	0.1	0.2
民間最終消費支出	%	1.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	2.3	▲ 3.0	1.5	0.1	0.2
民間住宅	%	▲ 1.1	1.5	0.9	0.5	0.5	0.8	1.5	3.0	2.5	▲ 3.0	▲ 0.5	0.5	0.0
民間企業設備	%	▲ 1.9	0.9	▲ 3.2	0.5	0.3	0.2	0.9	1.8	2.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5	1.0
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.3	▲ 0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	1.6	0.9	1.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.1	0.5	0.3	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	4.2	2.6	4.0	1.5	1.2	1.0	0.5	0.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	3.3	1.3	▲ 5.0	▲ 2.0	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%	2.2	1.8	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	0.6	1.0	1.5	2.8	0.5	0.8	1.0	1.0
国内需要寄与度	%pt	1.1	0.2	▲ 0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.8	1.4	▲ 1.4	0.7	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.8	1.4	▲ 1.4	0.7	0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	1.6	1.4	1.4	1.1
国内企業物価　（前年比）	%	0.3	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.8	0.5	1.0	1.2	3.8	3.5	3.5	3.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	2.5	2.3	2.3	2.4
（消費税増税要因を除く）											*(0.4)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.3)*
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1
鉱工業生産　（前期比）	%	1.3	▲ 2.0	▲ 4.2	▲ 3.5	1.5	0.5	1.0	1.5	0.9	▲ 0.9	▲ 0.5	0.3	0.2
経常収支（季節調整値）	兆円	1.5	1.5	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1
名目GDP比率	%	1.2	1.3	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.6
為替レート	円/ドル	79.3	80.2	78.6	79.5	80.0	80.5	81.5	82.0	82.5	83.0	84.0	85.0	86.0
無担保コールレート（O/N）	%	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	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	0.98	0.88	0.79	0.80	0.80	0.85	0.85	0.90	0.90	0.90	0.90	0.95	1.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	116.0	123.2	105.9	115.0	115.0	120.0	120.0	125.0	125.0	130.0	130.0	130.0	130.0

（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。

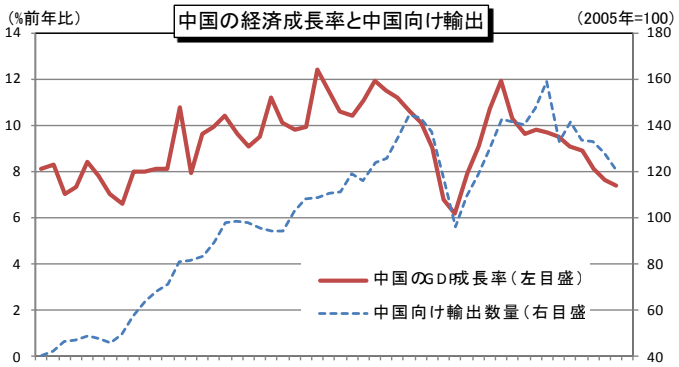
3. 2012～14年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し ～ 13年明け後はプラス成長へ

冒頭で触れた通り、国内景気は12年春ごろを「山」とした景気後退局面を辿っていると認識している。問題は、この景気後退はどの程度のものか、またいつまで続くのか、といった点であるが、結論的にはさほど深刻なものにならずに済むと考えている。その理由としては、海外経済の減速傾向が早晩終了すると見られること、自動車メーカーによる新型車投入が奏功し10月の乗用車販売が踏みとどまるなど、エコカー購入補助金制度終了の悪影響が強まる様子が現時点では見られないこと、などが指摘できる。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、また米国の「財政の崖」への対応も景気への影響は最低限に食い止められる努力がされると想定している。



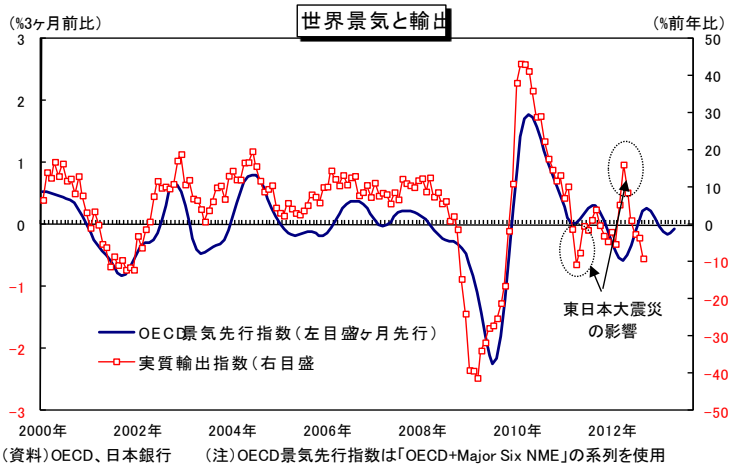
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所(備考)季節調整はX-12-ARIMA



(資料)財務省、Bloombergなどより作成

なお、最大の懸念材料は、尖閣諸島の国有化を契機に急速に冷え込んだ日中関係の悪化の影響がどうなるか、という点であるが、関係悪化状態そのものは長期化することは避けられそうもないが、中国での日本製品不買運動や日本企業の中国での現地生産停止は既に広範囲で出ており、今後さらに強まっていく方向にはないと想定している。それゆえ、日中関係悪化による直接的な景気抑制効果が最も強いのは12年10～12月期であると思われる。もちろん、13年1～3月期以降、中国経済の持ち直しが始めるが、冷え込んだ日中関係の影響で、これまでほどの対中輸出の回復は期待できないだろうが、減少し続けることもないと思われる。

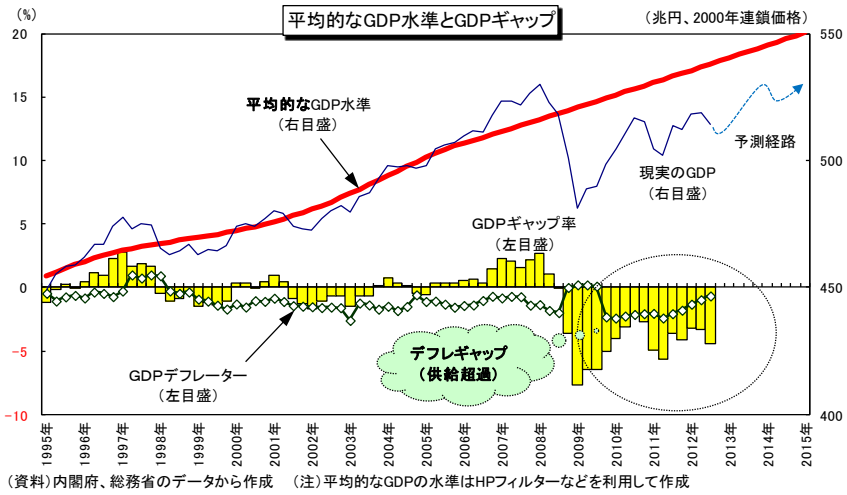
さて、当面の国内景気を展望する上では、引き続き、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要などの動き、さらに14年度の消費税増税を前にした経済政策の展開などが重要と思われる。このうち、震災復興に関しては、被災自治体の行政処理能力や建設業などのボトルネック問題など、様々な難題を抱えており、国内景気を牽引するほどの勢いは想定できない。し



(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

かし、復興事業が進展するにつれて、それらが呼び水となって住宅や企業設備投資など新規の民間需要を喚起する効果が強まることが期待される。海外経済についても、12 年末までには減速プロセスが終了し、13 年年明け後は持ち直しが開始、それを受けてわが国の輸出も緩やかな回復が始まるだろう。

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 10～12 月期については、前述のとおり、エコカー購入補助金終了後の自動車販売の反動減や欧州・中国向けの輸出低迷がすでに起きており、その状態が続くと見られる。そのほか、このところ回復傾向が強まっていた民間企業設備投資についても、再生可能エネルギー買取制度関連での需要はある程度見込まれるが、国内景気や輸出の悪化によって年度末にかけては設備投資計画の先送り姿勢が強まってくるだろう。それゆえ、2 四半期連続のマイナス成長（前期比年率▲0.5％）は避けられそうもないが、7～9 月期（前掲、同▲3.5％）からはマイナス幅は縮小するだろう。



（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

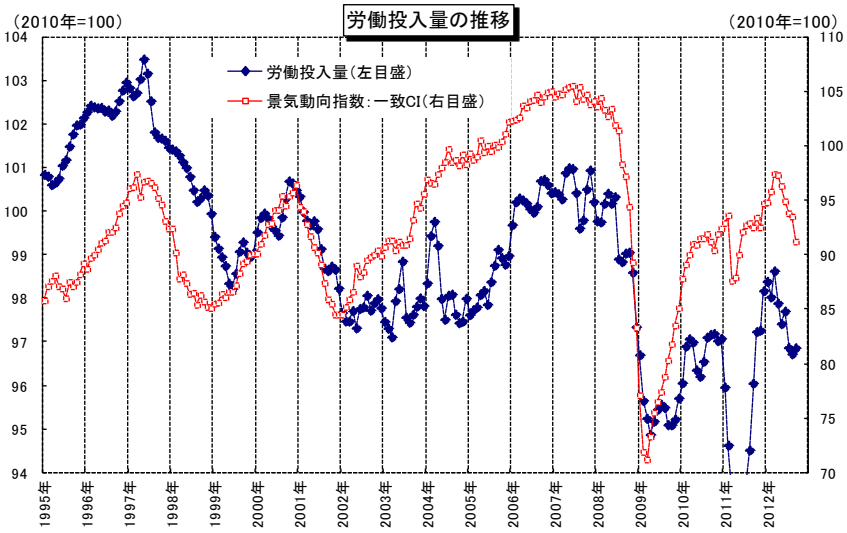
一方、消費・輸出の悪化といった悪材料は 13 年 1～3 月期までには一掃され、代わって中国経済の底入れなどによって輸出の減少傾向が止まるものと思われる。また、民間最終需要などにも改善の動きが見え始め、プラス成長（同 1.3％）に転換してくるが、リバウンド力は限定的であろう。その結果、12 年度を通じての**実質 GDP 成長率は同 0.8％**（2 年ぶりのプラス成長）となるが、前年度からのゲタ（1.4 ポイント）を割り込むなど、実質的にはマイナス成長である。なお、前回 9 月時点の予測値（1.9％）からは大幅な下方修正である。そのほか、**名目 GDP 成長率は 0.0％**（前回予測は 0.9％）と 2 年連続のマイナスはかろうじて回避される。一方、**GDP デフレーターは前年度比▲0.8％**（前回予測は同▲1.0％）と、11 年度（同▲1.9％）からは下落幅はだいぶ縮小するが、マイナス圏からは抜け出せないだろう。

続く**13 年度**については、復興需要が引き続き景気の下支え役となり、担い手も「公的部門」から「民間部門」へ徐々にシフトしてくほか、米国や中国など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。ただし、年度上期の成長は非常に緩やかなものに留まるだろう。なお、14 年度からの消費税増税を前に、一段の金融緩和措置が講じられるほか、年度下期にかけて民間消費や住宅投資などといった民間最終需要に駆け込み需要が発生すると思われる。年度を通じては、**実質ベースで 1.3％**（前回予測の 1.8％から下方修正）の成長を見込んだ。**名目成長率もプラス（0.6％）**を確保するだろう。ただし、GDP デフレーターは前年度比▲0.8％と、下落状態は続くだろう。

また、今回から新たに 14 年度を予測期間に加えたが、一般に、消費税増税が実施された場合、その直前（13 年度下期）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（14 年度入り後）はその反動減が出る、と考えるのは至極妥当であろう。問題は、その反動減による国内景気の落ち込みがどの程度続くのか、という点である。消費税の増税分は社会保障制度の安定財源として使われることから、政府が主張するように、それらは将来的な年金不安の解消に役立ち、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させる可能性がある点は否定しない。しかし、少子高齢化が今後も進行するわが国

において、賦課方式の強化策に類似した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。また、景気への影響度は、増税時の景気情勢にも左右されるはずであろう。税率3%の引上げは約6兆円の増税に相当するが、国内景気が増税ショックを吸収できるかどうかはかなり怪しい。それゆえ、14年4～6月期にはやや大きめのマイナス成長に陥ると思われる。その後、7～9月期にはリバウンドが発生するだろうが、増税による景気下押し効果は吸収できず、14年度を通じての景気実勢は低調なものになるだろう。**14年度を通じては、実質成長率は0.7%、名目成長率は2.1%**となり、実に17年ぶりに名実逆転が解消する(もちろん、その主因は消費税率引上げによるものである)。

雇用情勢についても、足元で求人数が減少に転じ、有効求人倍率の改善傾向が途絶えた。また、リーマン・ショック後の世界同時不況時に失業率は一時5.4%まで上昇し、その後の景気持ち直しに伴って4%前半まで低下したが、その水準からはなかなか低下しない。企業部門では景気持ち直しとともに労働投入量を増やしてきたが、主として残業時間増などで対応しており、雇用増にはあまりつながってないようだ。



(資料)内閣府、厚生労働省、総務省　(注)労働投入量は雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

7～9月期の労働力調査(詳細集計)によれば、最近は減少傾向にあるとはいえ、非労働力人口(4,519万人)のうち依然として409万人が就業希望である(失業者との違いは、求職活動をしているか否かだけ)。統計上の失業者が270万人であることを踏まえれば、見掛け上の失業率が4.2%(12年9月)である一方、真の失業率は10%前後ということになる(企業内の労働保蔵分なども考慮すれば、10%超になる)。13年入り後は、景気の再持ち直しが始まると予想しているが、一旦非労働力化した人々が労働市場へ再参入してく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。

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、消費税増税前までは非常に緩やかではあるが改善が進むと思われるが、**14年度最終四半期(15年1～3月期)は4.1%**、14年度は改善が一服すると予想する。

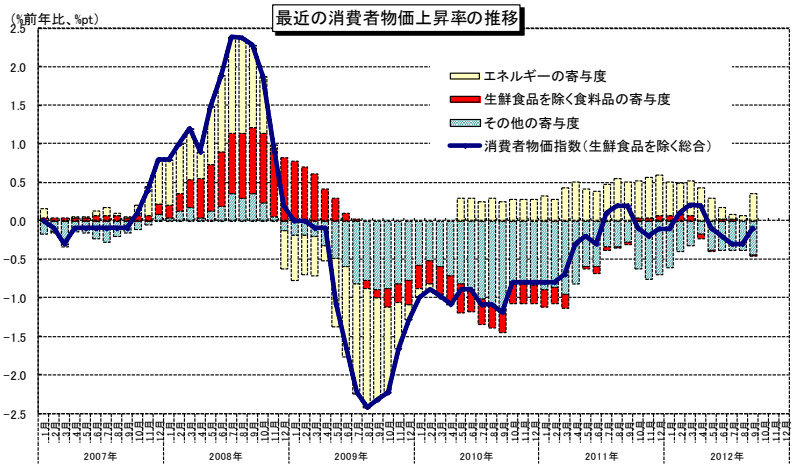
(2)消費者物価の見通し　～　デフレは継続

一方、物価動向に関しては、足元で電気料金やガソリンなどエネルギー関連で物価押上げ効果が強まっているが、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態が継続していることもあり、物価下落圧力は根強い。全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は12年2～4月に前年比プラスとなった後、5月には再び同マイナスへ転じ、その後も小幅ながらも前年比下落状態が続いている。

先行きも電気料金が上昇していく可能性があるほか、世界的な穀物価格高騰が将来的な食料品価格の上昇につながるのは不可避と見るが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中

では、そうした生活必需品的な部分での値上がりは実質購買力の低下につながり、消費財・サービス全体の需要減につながる。そうなれば、企業・生産者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。14 年度以降もデフレ環境が残れば、消費税増税分の価格転嫁が不十分な状況となる可能性も高い。

なお、当面は小幅の下落率が続くが、電気料金や石油製品などエネルギーの価格上昇傾向が続くと見られることや穀物高などの影響もあり、年明け後は再度前年比プラスに転じてくるだろう。ただし、**12 年度を通じてのコア CPI は前年度比▲0.1%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、それらは世界経済の持ち直し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、消費税増税前の駆け込み需要が期間限定の一時的な現象であることもあり、ベース部分では依然として下落状態が続くだろう。**13 年度を通じては同 0.3%の上昇にとどまると予測する**。**14 年度は、消費税増税もあり、同 2.4%へ上昇率が高まる**が、増税要因を除けば、消費の反動減などによって国内景気の停滞色が強まることもあり、物価上昇率はあまり高まらないまま推移、日銀が当面の目標とする 1%には届かないだろう(**増税要因を除けば同 0.3%**と、13 年度と変わらず)。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

4. 当面の金融政策・金融市場動向：

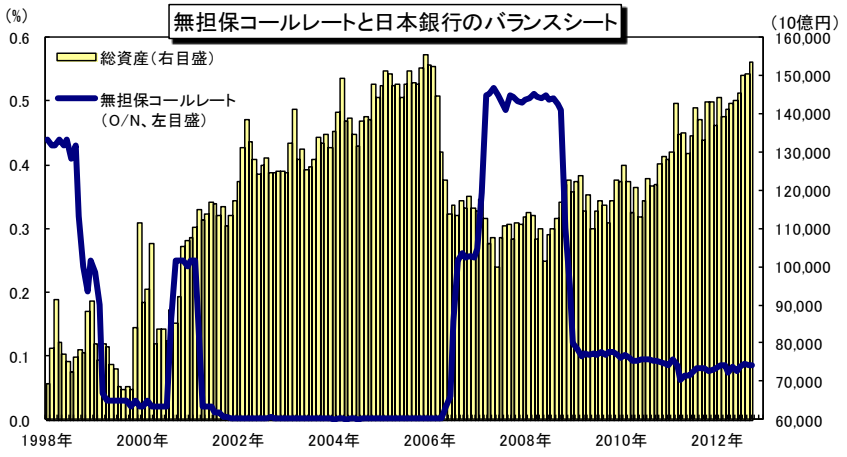
(1)金融政策 ～ 追加緩和は継続

以上のように、13 年度に向けても国内景気は決して楽観視できる状況にはないが、政府は消費税増税を実施する 14 年 4 月までになんとしても景気底上げやデフレ脱却を実現させたいこともあり、日銀に対して追加緩和への期待感を露わにしている。

日銀は 9 月に続き、10 月 30 日の金融政策決定会合においても、資産買入等基金を 11 兆円程度増額すること(総額は 91 兆円へ)を決定した(政策金利の誘導目標(0～0.1%)は据え置かれた)。しかしながら、細部を見ていくと、約 5 兆円増額する増額の長期国債の買入れは 13 年 7 月から開始するといった「悠長な」内容であり、雇用環境の改善が明確化するまで毎月 400 億ドル(約 3.1 兆円)の MBS(住宅ローン担保証券)を無制限で買入れ続けるといった量的緩和策第 3 弾(QE3)導入を決断した米連邦準備制度(FRB)と比較すると、日銀の慎重な姿勢が改めて意識される。

日銀は 2 月の金融政策決定会合で、「中長期的な物価安定の目途」を公表し、当面は 1%の物価上昇を目指した政策運営を行うことを表明した。これを受けて、マーケット参加者は日銀の積極的な政策運営を予想し、為替相場などでは一時 1ドル＝84 円台まで円安が進んだが、その後の日銀の態度から、1%の物価上昇率の実現に向けて積極的に展開していく意思はないことが判明し、日銀への期待感は急速に萎んだ。

しかし、前述のとおり、政府は 14 年 4 月の消費税増税によって発生する悪影響を少しでも緩和させるためにも、13 年度内のデフレ脱却を目指しており、日銀に対しても相応の努力を求めている。実際、前原経済財政相は金融政策決定会合に出席して、一層の緩和要請を行っているほか、政府と日銀の連名(前原経財相、城島財務相、白川日銀総裁)で、「デフレ脱却に向けた取組について」という文書を発表している。



(資料)日本銀行

今後の金融政策としては、当面の物価目標として設定した「消費者物価上昇率 1%」に 2 年先(14 年度)も到達しないと想定していることもあり、一段の緩和措置を検討・実施していかざるを得ないだろう。

なお、追加緩和の中身としては、資産買入等基金の増額が柱になると思われるが、米国 QE3 のようなオープンエンド型(あらかじめ額や期間を定めず、政策目標が達成されるまで無制限で実施)の緩和策も検討の余地があるだろう。また、政策金利をゼロにより近付ける努力(超過準備に対する付利の撤廃もしくは切下げ、固定金利オペでの適用利率の引下げ)もまた、引き続き検討課題であろう。

なお、13 年 3～4 月にかけて日銀総裁・副総裁の任期切れが待ち構えているほか、総選挙があった場合に政権復帰する可能性が囁かれている自民党では、安倍総裁が日銀とインフレ目標に関するアコード(協定)を結び、積極的なデフレ脱却を目指す方針であることを公言している。いずれにせよ、13 年春には日銀の政策スタンスが大きく修正され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

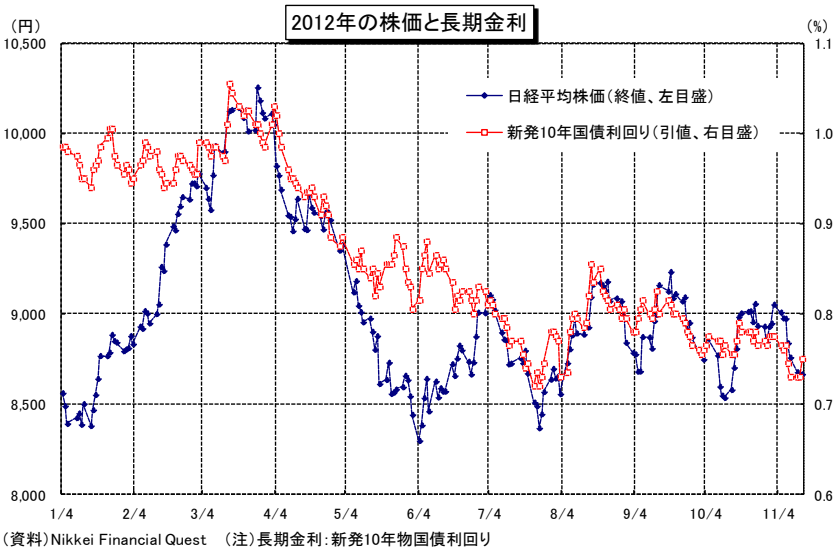
内外の金融資本市場は、9 月に欧州中央銀行(ECB)が条件付きながらも財政悪化国の国債購入策を表明するなど、ユーロ圏での「最後の貸し手」たることを宣言した後、ユーロ安が修正されるなど、リスク・オンの動きがやや強まった。その過程で、日銀の追加緩和観測により、円安が進行した。しかし、直近ではギリシャ問題への警戒感や米議会のねじれ現象継続による「財政の崖」への危惧が強まり、再びリスク・オフの動きが強まっている。

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

内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」的な行動、またデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑など、さらに曲がりなりにも消費税増税が決まり、財政健全化に向けて動いているとの安心感なども手伝って、長期金利(新発 10 年物国債利回り)は半年以上にわたって 1%割れの状態が続いている。特に、9 月下旬以降は 0.8%割れが常態化している。

先行きについても、仮に景気が持ち直しに転じたとしても、回復テンポはあまり高まらないとの予想が強まっていること、日銀による大量の国債買入れ継続やもう一段の緩和観測などが、長期金利を引き続き低位なままにする方向に働くだろう。もちろん、低金利状態が長期化することへの警戒感も根強く、一時的に大きく上下動する場面も十分想定すべきであろう。



(資料)Nikkei Financial Quest (注)長期金利:新発10年物国債利回り

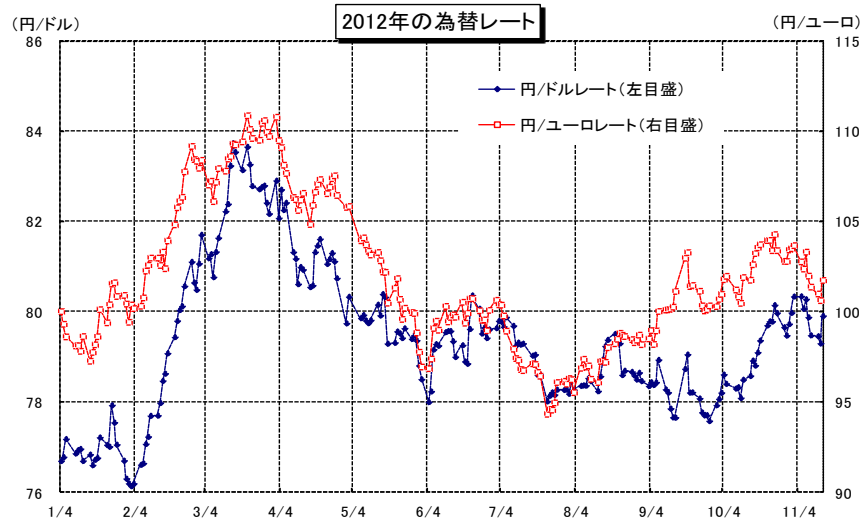
② 株式市場

9 月の先進国・地域の中央銀行による一斉の追加緩和決定などを受けて、世界的に株価が持ち直し傾向が強まる中で、日経平均株価も上昇するなど、リスク・オンの動きが復活したかに見えた。しかし、その後は国際通貨基金が公表した世界経済見通しに代表されるように、世界経済の先行き悪化懸念が重石となったが、円高修正の動きもあり、一旦は 9,000 円台を回復した。しかし、米大統領選挙・議会選挙後は「財政の崖」への警戒感が高まり、株価も大きく調整するなど、この半年余りを振り返れば、8,000 円後半を中心とするレンジでもみ合うといった上値の重い展開となっている。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題への思惑が相場の趨勢に大きな影響を与えると思われるが、日中の関係悪化の長期化への懸念が企業業績を下方修正させ、株価の下押し要因になることへの警戒も必要であろう。加えて、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、内外の金融緩和措置やそれらを受けた世界経済の底入れ期待もあり、12 年度末にかけて株価は現状水準でもみ合うものと思われる。

③ 外国為替市場

歴史的な円高状態からは抜け出せたわけではないが、ECB による国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑もあり、為替レートは円高修正の動きが強まっている。こうしたなか、日本の貿易赤字(9 月)が過去最大となり、赤字状態も長期化する可能性が強まったこともあり、10 月下旬には 3 ヶ月半ぶりに 1 ドル＝80 円台まで円安が進んだ。



(資料)Nikkei Financial Quest　(注)ともに東京市場の17時時点のレート。

また、対ユーロレートは ECB が「最後の貸し手」になる決意を表明したことにより、欧州債務危機への警戒感が鎮静化し、ユーロ安が修正され、10 月下旬には一時 1 ユーロ＝104 円台と、約 5 ヶ月半ぶりの水準まで戻った。しかし、その後はギリシャ問題が再燃し、円高ユーロ安方向に戻っている。

先行きに関しても、世界経済・金融面で不透明感が高い状況は残るとみられることから、円高圧力が高い状態が予想されるが、日銀の政策運営がより積極的なスタンスに変われば、円安方向に向かうこともありうるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2012年		2013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		(%)	0.079	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.318	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	(%)	0.750	0.65～0.90	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.10
	5年債	(%)	0.190	0.10～0.25	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30
為替レート	対ドル	(円/ドル)	79.9	75～85	75～85	75～85	75～85
	対ユーロ	(円/ユーロ)	101.7	90～110	90～110	90～110	90～110
日経平均株価		(円)	8,664	9,000±750	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。
(注)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11月14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

2012～14年度　日本経済見通し

（前期比）

	単位	2011年度	2012年度			2013年度			2014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	%	▲ 0.0	0.8	0.3	▲ 0.9	1.3	0.8	1.7	0.7
民間需要	%	0.6	1.2	0.1	▲ 0.3	1.9	0.8	2.4	0.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.0	0.3	▲ 0.6	1.4	0.4	2.3	0.4
民間住宅	%	3.8	2.7	1.4	1.7	5.0	1.8	5.9	0.5
民間企業設備	%	1.1	0.1	▲ 1.6	▲ 2.5	2.0	0.8	3.7	2.2
公的需要	%	2.2	3.2	2.3	1.5	1.2	0.6	0.3	0.1
政府最終消費支出	%	1.9	1.8	1.2	0.4	0.6	0.3	0.3	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.2	6.8	6.1	3.9	1.9	0.2	▲ 1.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.9	7.9	9.4	6.3	6.1	6.6	5.6	6.0
輸出	%	▲ 1.4	▲ 1.1	0.4	▲ 6.7	0.2	1.5	2.4	4.6
輸入	%	5.6	4.4	2.7	▲ 0.7	2.6	1.2	4.0	5.0
内需寄与度（前期比）	%	1.0	1.6	0.6	0.2	1.7	0.8	1.7	0.7
民間需要（〃）	%	0.5	0.9	0.1	0.0	1.4	0.6	1.6	0.7
公的需要（〃）	%	0.5	0.8	0.5	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0
外需寄与度（〃）	%	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.8	1.4
完全失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.2
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.2	▲ 4.1	▲ 3.4	▲ 4.8	0.4	1.8	2.5	0.6
住宅着工戸数	千戸	837	881	438	443	935	460	475	900
経常収支	兆円	7.6	4.8	2.4	2.4	7.0	3.0	4.0	10.9
貿易収支	兆円	▲ 3.7	▲ 5.6	▲ 2.8	▲ 2.8	▲ 2.6	▲ 1.8	▲ 0.8	1.9
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	79.1	79.6	79.4	79.8	81.6	81.0	82.3	84.5
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	114.0	114.8	114.5	115.0	122.5	120.0	125.0	130.0

（前年同期比）

	単位	2011年度	2012年度			2013年度			2014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	%	▲ 2.0	0.0	1.0	▲ 0.9	0.6	▲ 0.4	1.5	2.1
実質GDP	%	▲ 0.0	0.8	1.7	▲ 0.2	1.3	0.4	2.3	0.7
民間需要	%	0.6	1.2	2.3	0.1	1.9	0.8	3.0	0.9
民間最終消費支出	%	1.2	1.0	2.2	▲ 0.1	1.4	0.0	2.7	0.4
民間住宅	%	3.8	2.7	2.8	2.6	5.0	3.1	7.0	0.5
民間企業設備	%	1.1	0.1	3.0	▲ 2.6	2.0	▲ 0.2	4.1	2.2
公的需要	%	2.2	3.2	3.2	3.2	1.2	1.6	0.8	0.1
政府最終消費支出	%	1.9	1.8	2.2	1.4	0.6	0.5	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.2	7.1	11.2	3.9	6.0	1.9	▲ 1.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.9	7.9	9.4	6.3	6.1	6.6	5.6	6.0
輸出	%	▲ 1.4	▲ 1.1	1.8	▲ 3.9	0.2	▲ 2.9	3.5	4.6
輸入	%	5.6	4.4	6.7	2.1	2.6	0.6	4.7	5.0

国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 1.1	▲ 1.4	▲ 0.8	0.5	▲ 0.2	1.1	3.6
全国消費者物価（〃）	%	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.3	0.2	0.4	2.4
完全失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.2	▲ 4.1	0.2	▲ 8.1	0.4	▲ 3.2	4.3	0.6

(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。