

2011・2012年度の内外経済見通し

～世界経済が動揺する中で高まる下振れリスク～

<要旨>

震災後の日本経済は順調に回復してきたが、ここ1カ月で海外経済の減速傾向が強まり、国内外で急激な株価下落や金利低下がみられた。しかし、センチメント悪化の主な要因となった米国は、経済指標から見る限り景気後退局面に入るほど状態が悪いわけではないため、この先の海外経済は、向こう半年程度減速した状態が続くものの、景気後退局面入りを避けると見る。輸出が重要な牽引役である日本の景気も同様の経路を辿り、2012年度に入ってから、海外経済が上向き始め、国内景気は輸出主導で再び回復に向かうというのがメインシナリオである。しかし、新興国では景気過熱後の失速、欧米にはソブリン問題、そして日本にも円高や電力不足など、各地域に複数のリスク要因があり、実際の景気がこのシナリオから下振れる可能性は高まっている。

1. 4-6月期マイナス成長も震災後の回復は順調、7-9月期は高成長の見込み

東日本大震災で大きなダメージを受けた日本経済は、現在に至るまで予想を上回るペースで順調に回復している。3月に大幅に減った輸出と生産は、震災前にかかなり近い水準まで回復した。4-6月期GDPでは輸出が前期比年率▲18.1%と大幅に減少し、このためにGDP全体の成長率も前期比年率▲1.3%と3期連続のマイナス成長になったが、これは3月の輸出が大幅に減少したために4-6月期の出発点が下がったことによる「マイナスのゲタ」の作用であり、7-9月期は逆のことが起こるためにプラスになることがほぼ確実である。第3次産業活動指数や個人消費総合指数を見てもほぼ同様の動きをしており、双方とも4月以降改善を続けて震災前の水準に近付いた。7-9月期は内外需ともにプラス寄与となり、GDP成長率も前期比年率+5%程度の高成長になると見込まれる(図1、2)。

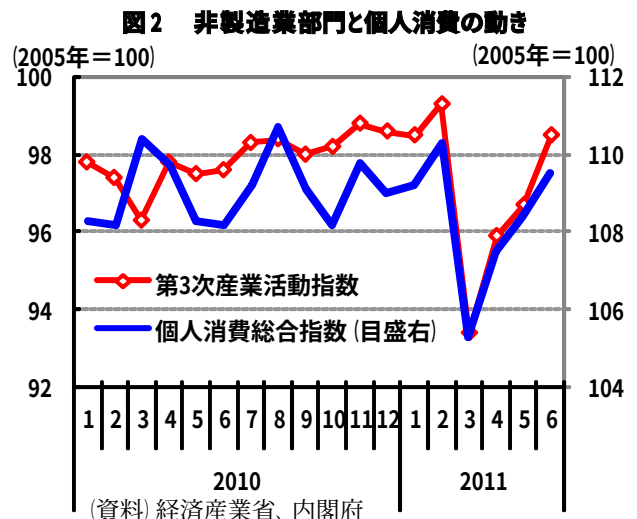
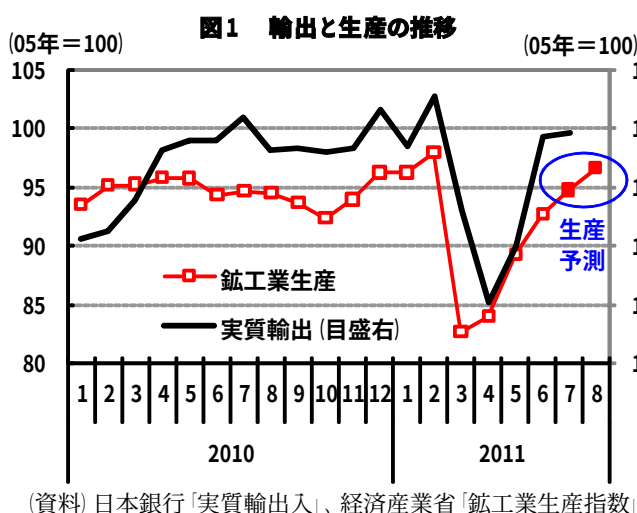


表 1 実質GDP成長率の内訳

(前期比年率、%)

	2010年 7-9月期	10-12月期	2011年 1-3月期	4-6月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	3.9	▲ 2.5	▲ 3.6	▲ 1.3	▲ 1.3
個人消費	3.9	▲ 3.4	▲ 2.5	▲ 0.3	▲ 0.2
民間住宅	8.6	11.5	0.8	▲ 7.3	▲ 0.2
設備投資	4.5	0.5	▲ 5.5	0.9	+ 0.1
民間在庫(年率兆円)	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 0.9	+ 1.1
政府支出	1.8	1.5	3.6	2.0	+ 0.4
公共投資	▲ 8.4	▲ 21.4	▲ 4.0	12.5	+ 0.5
財・サービス輸出	2.9	▲ 3.9	0.0	▲ 18.1	▲ 3.0
財・サービス輸入	10.9	▲ 2.5	6.2	0.2	+ 0.0

内需寄与度
+1.7%ポイント
うち民需+0.8P
公需+0.9P

外需寄与度
▲3.0%ポイント

(資料) 内閣府「国民経済計算速報」

このように我が国景気は、輸出と生産部門を牽引役として回復し、その恩恵が徐々に家計所得にも波及していくという震災前の姿に戻る過程にあると判断できる。しかしここに来て、海外景気が新興国のみならず欧米先進国まで減速しはじめた。以下では 10-12 月期以降の成長率、国内景気に大きく影響する海外景気について見て行きたい。

2. 海外経済の現状と見通し

今後の海外景気については、向こう半年程度減速した状態が続くものの、米国をはじめとして後退局面入りは回避するというのが当部のメインシナリオである。

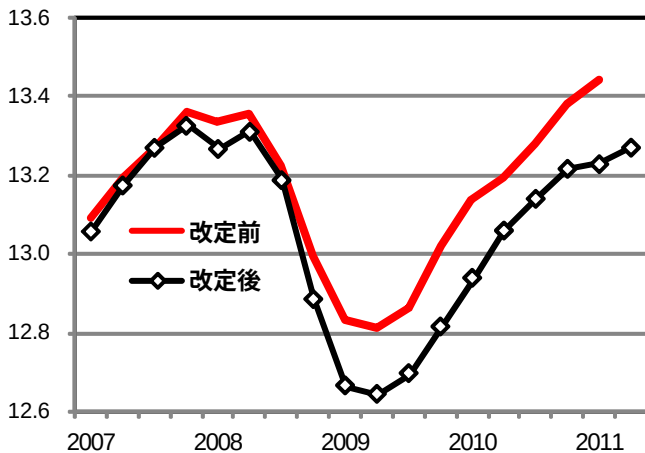
(1) 米国

最近、景気に対する見方が特に最も大きく変わったのは米国であろう。特に 7 月末から、市場の予想を上回る経済指標が公表されたこと、債務上限問題の解決に手間取ったこともあって米国経済に対する見方は急激に厳しくなり、世界経済の下振れリスク要因となった。

大きなきっかけとなったのは、7 月末に公表された米国の 2011 年 4-6 月期 GDP であった。4-6 月期の成長率は個人消費の停滞によって僅か+1.3%に留まり、過去の GDP 水準も下方修正された結果、4-6 月期の GDP はなおリーマン・ショック前の水準を回復していないことが明らかになった。加えて、米国企業部門の業況判断を示す ISM 指数が 7 月に 50.9 とほぼ 2 年ぶりの水準まで低下し、同時期に米国債務上限問題の解決が遅れて政府の資金繰りに対する懸念が高まり、一部格付機関が米国のソブリン格付けを引き下げたことも重なって、米国に対する見方が大きく悪化した(次頁図 3, 4)。株価も 8 月初に 12,000 ドルを超えていた NY ダウは、同上旬には一時 11,000 ドルを下回る水準まで急激に下落し、米国 10 年債利回りは 2%前半という、景気後退局面入りを織り込んだに等しい水準まで低下した。

図3 米国の新旧実質GDPの推移

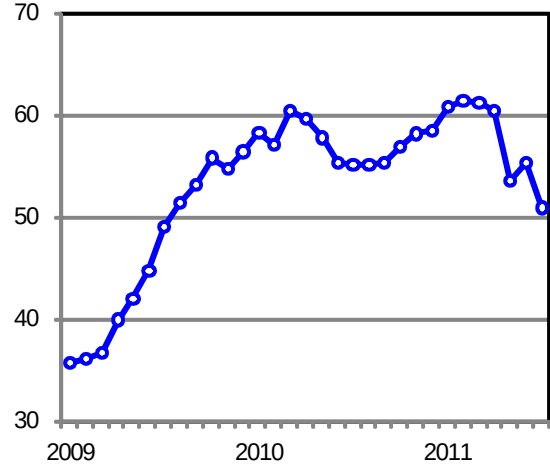
(兆ドル、実質季調済年率)



(資料) BEA

図4 米国製造業ISM指数の推移

(ポイント)

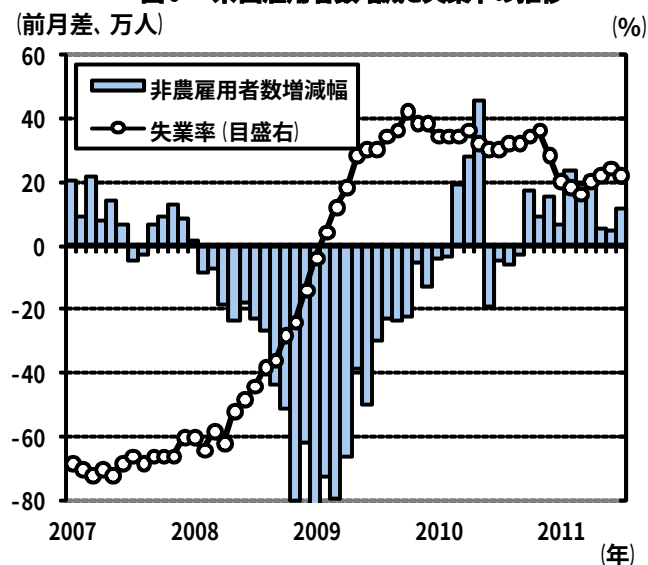


(資料) CEIC

しかし、足許の実体経済の動きを示す指標は、必ずしも景気後退局面入りを示すほど弱いものばかりではない。失業率は7月に9.1%と、確かになかなか下がらないものの上昇してはおらず、そして非農雇用者数は+11.8万人と緩やかながらも増加している。小売売上高は、家計貯蓄率が5%前後の水準を維持しながらも年率7～8%の高い伸び率を維持している上に、この先はガソリン価格の低下による実質所得増加も期待できる(図5、6)。図3で見た米国GDPの下方修正は、今年前半の米国経済が踊り場局面にあったことを示すものであって、この先の米国がはっきりと下を向くことを示すものと判断するのは時期尚早と考えている。こうした見方を前提とすると、8月上旬の株価金利の急低下は実体経済にかなり先行して進んだもので、過剰反応という面があるように見受けられる。

図5 米国雇用者数増減と失業率の推移

(前月差、万人)

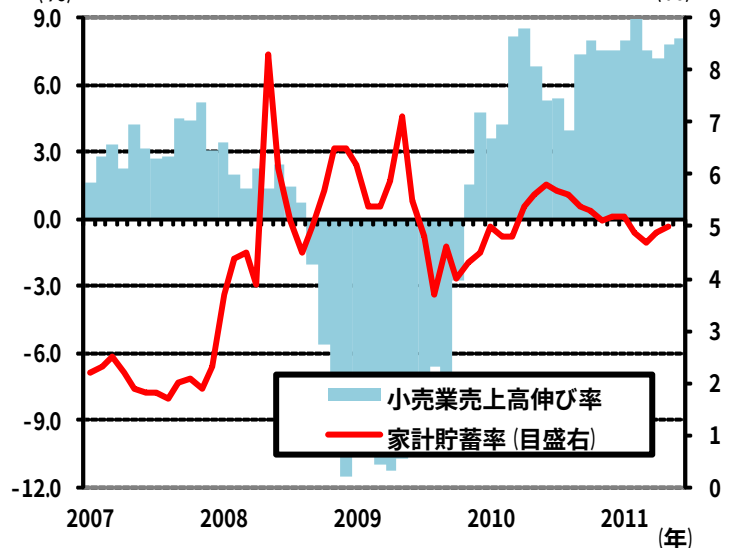


(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

図6 米国小売売上高伸び率の推移

(%)

(%)

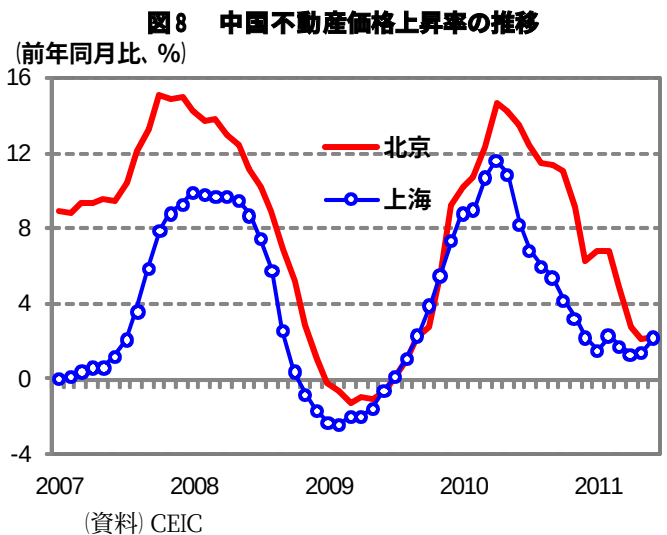
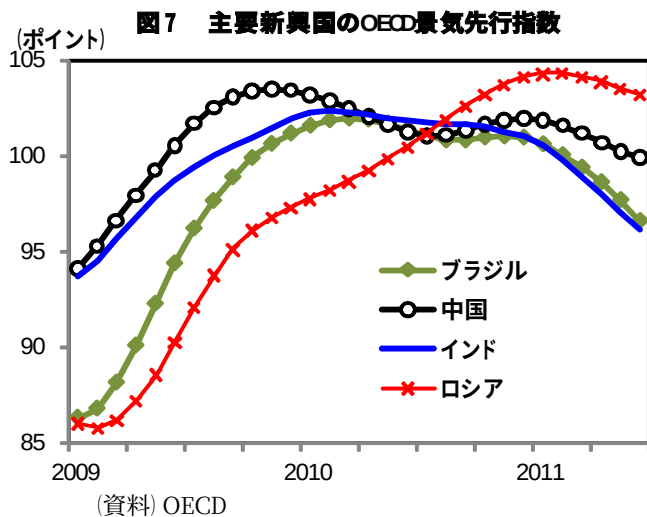


(資料) 米国労働省「Survey of Current Business」

以上の材料から、この先の米国景気は後退局面に入らず、プラス成長が続くというのが当部の基本的な見方である。しかし、企業と消費者のマインド悪化による投資・消費の慎重化などの要因を考慮して、この先の米国経済の成長パスについての見方を、前回経済見通しよりも慎重なものに下方修正した（2011年成長率予想を前回の+2.7%から今回は+1.8%へ、2012年は+3.2%から+2.4%に引き下げ）。

（2）新興国

新興国の景気は、元来内需が強いところに、海外からの多額の資金流入などもあって景気が過熱気味になっていたため、各国政策当局は金融引き締めを行っており、OECDの景気先行指数などを見ても、既に減速に向かっていることがわかる（図7）。中国の不動産価格上昇が北京・上海において沈静化するなど、その効果も出ている（図8）。



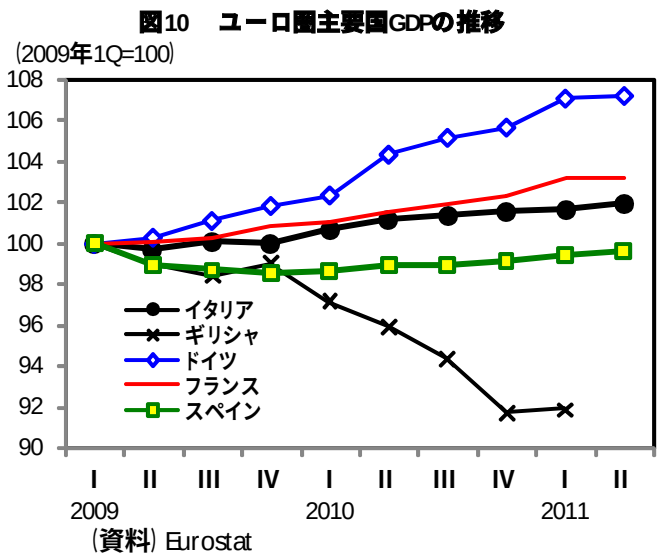
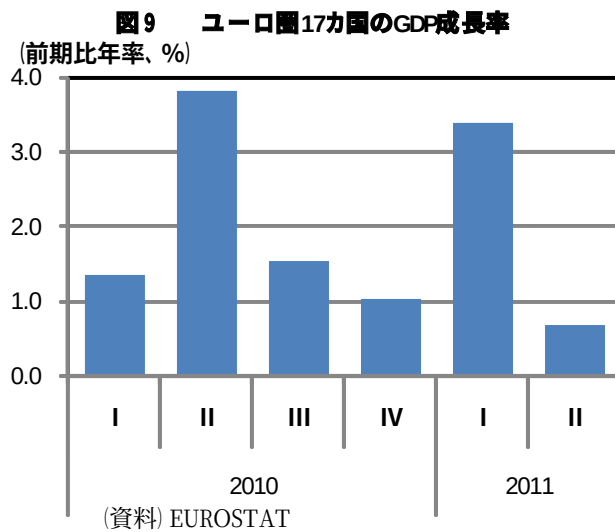
金融引き締めの効果で新興国の景気がある程度減速することは、持続的な安定成長の観点からはむしろ望ましいことである。日本の6月の輸出が明確に改善したことを見ても、今のところ新興国景気に急激な変調は見られておらず、基本的にはソフトランディングに向かう過程にあるというのが現時点での判断である。今年度末から来年度初め辺りまで金融引き締めによる減速局面が続いた後、再び上向き始めるというのをメインシナリオに据えている。

（3）欧州

欧州の景気も減速していることが明らかになってきた。2011年4-6月期のGDP成長率は前期比年率+0.7%と、1-3月期の同+3.4%から減速した。国別に見ると、現時点で利用できるデータでは大幅なマイナス成長になっている国は見当たらない¹が、

¹ 現時点ではギリシャなどデータ未公表の国が複数あるため、これらの国でマイナス成長になっている可能性はある。

輸出を牽引役として高成長を達成していたドイツも成長率が1-3月期の前期比年率+5.5%から4-6月期は同+0.5%まで下がるなど全体的に減速している(図9、10)。



これまでのユーロ圏を牽引してきたのが輸出を牽引役としたドイツであることから、米国とアジアの景気が後退局面に入るほどの落ち込みを見せなければ、ユーロ圏の景気も「減速」の範囲に留まり、両地域の景気が回復に向かえば、ユーロ圏もドイツ筆頭に回復していくと見込まれる。但し、①ギリシャなどソブリン危機で問題になっている国が足を引っ張り続ける可能性が高いこと、②最近のソブリン危機再燃が企業・消費者のマインドに影響を与えること、③各国の財政再建が景気を抑えること、④米国でも財政問題が顕在化したために、ユーロ安による輸出押し上げが難しくなったことなどから、景気後退局面入りを回避しても、その後のユーロ圏全体の成長ペースはかなり緩やかなものに留まると予想する。

3. 海外経済の下振れリスク要因

以上のように、海外景気は減速しても後退局面には入らないというのがメインシナリオだが、最近になって、海外景気がこのシナリオから大きく下振れるリスクが高まってきた。以下に示すように、米・欧・新興国それぞれが下振れ要因を抱えている上に、それらが連鎖的に顕在化する可能性もある。

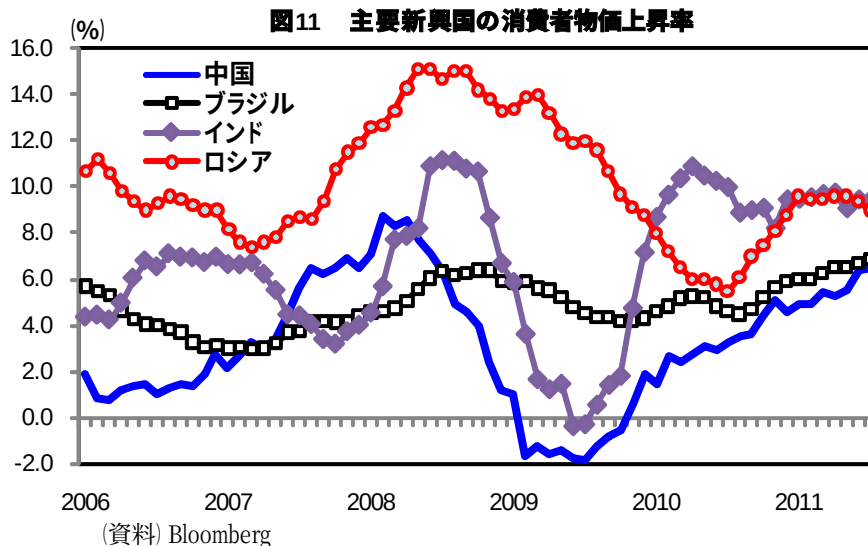
(1) 米国

米国の更なる下振れリスクとしては、先行して起こった金融市場の悪化が、逆資産効果やマインド悪化を通じて実体経済において自己実現する可能性が挙げられる。米国の債務上限問題の解決が遅れたことは、このリスクをかなり高めたと考えざるを得ない。事実上、世界で最も安全な金融資産である米国債を格下げする意味や正当性については様々な解釈が成り立ち得るが、政治の混乱によって先行きへの懸念と不透明感が高まったことで、実体経済にもある程度の悪影響が及ぶことは避けら

れないだろう。最終的な債務上限の引き上げの際に民主党と共和党の間で合意された向こう 10 年間で 2.4 兆ドルの歳出削減も、その内容とペースによっては更なる下振れ要因になる恐れがある。

(2) 新興国

先に述べたように、現状程度の新興国の景気減速に特段の問題はないと判断しているが、中国ではインフレ率が急ピッチで上昇しており、インド・ロシアの上昇率は依然として 10% 近くで高止まりしている（図 11）。こうしたインフレ自体が新興国景気に急ブレーキをかける可能性がある他、更なる引き締めを余儀なくされることで景気に対してオーバーキルになるリスクが依然として残っている。新興国の景気動向は今後も引き続き注意しておくべき重要なリスクの一つであり続けるだろう。



(3) 欧州

欧州が抱える最大のリスク要因は、言うまでもなくギリシャに端を発するソブリン危機である。2009 年秋の発生以来、再燃と小康状態を繰り返してきた欧州ソブリン危機は、ここ数カ月で再び深刻化の局面を迎えた。ソブリン危機の発端であったギリシャの国債利回りは上昇の一途を辿り、同様に問題視されていたポルトガルの利回りも追随したのみならず、国債利回りの上昇が突然イタリアに飛び火して市場を驚かせた。そして 8 月以降は、フランスの状況を懸念する声さえも出てきている（次頁図 12）。イタリアは、政府が抱える債務残高の GDP 比率がギリシャに次いで高く 100% を超えていることが、国債利回りの上昇が飛び火した要因の一つになった可能性がある（次頁図 13）。また、フランスからイタリアに対しては、銀行部門を通じて同国 GDP の 15% 強にも及ぶ規模の与信が行われていることから、そのエクスポージャーの大きさがフランスに対する懸念を呼んだものと見られる（表 2）。

図12 各国10年国債利回りとの差

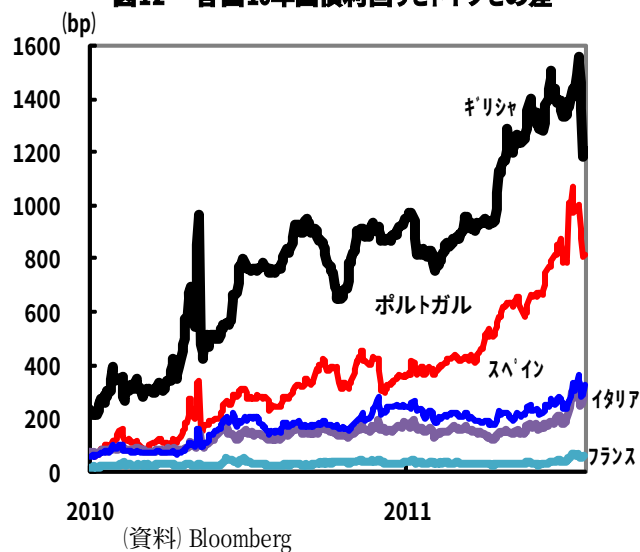
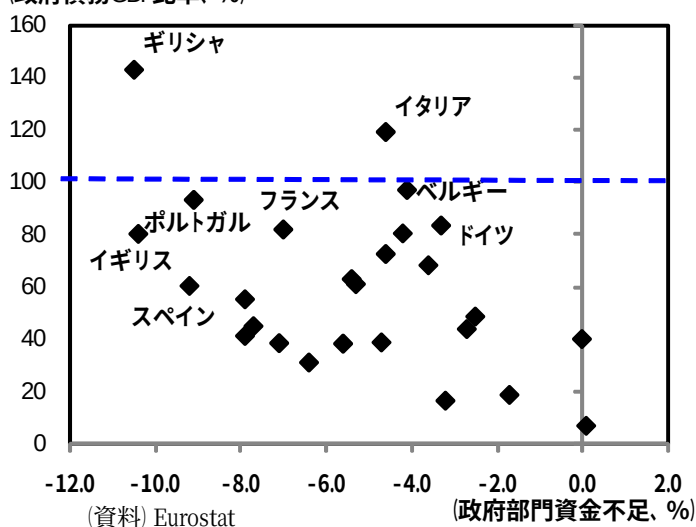
図13 ユーロ圏各国の財政赤字と政府債務GDP比率 (2010年)
(政府債務GDP比率、%)

表2 GIIPS諸国向けの対外与信残高とGDP比率

与信残高 (百万US\$)	与信元国 GDP比率 (%)	与信先									
		ギリシャ向け		アイルランド向け		イタリア向け		ポルトガル向け		スペイン向け	
与信元	ギリシャ			544	0.2	537	0.2	92	0.0	361	0.1
	アイルランド	773	0.4			13,182	6.5	2,475	1.2	13,737	6.7
	イタリア	4,694	0.2	14,324	0.7			4,331	0.2	31,764	1.5
	ポルトガル	10,158	4.4	22,250	9.7	2,998	1.3			25,616	11.2
	スペイン	1,265	0.1	11,052	0.8	35,190	2.5	89,932	6.4		
	オランダ	4,701	0.6	21,965	2.8	49,125	6.3	5,220	0.7	75,564	9.6
	ドイツ	35,704	1.1	116,527	3.5	164,932	5.0	38,862	1.2	177,859	5.4
	フランス	52,904	2.0	38,452	1.5	404,910	15.7	28,548	1.1	146,587	5.7
	ベルギー	2,772	0.6	48,164	10.3	22,608	4.9	1,642	0.4	20,868	4.5
	英国	13,679	0.6	154,127	6.9	68,697	3.1	26,654	1.2	107,709	4.8
	日本	953	0.0	27,152	0.5	40,193	0.7	2,135	0.0	24,219	0.4
	米国	8,787	0.1	72,250	0.5	42,473	0.3	5,799	0.0	54,311	0.4

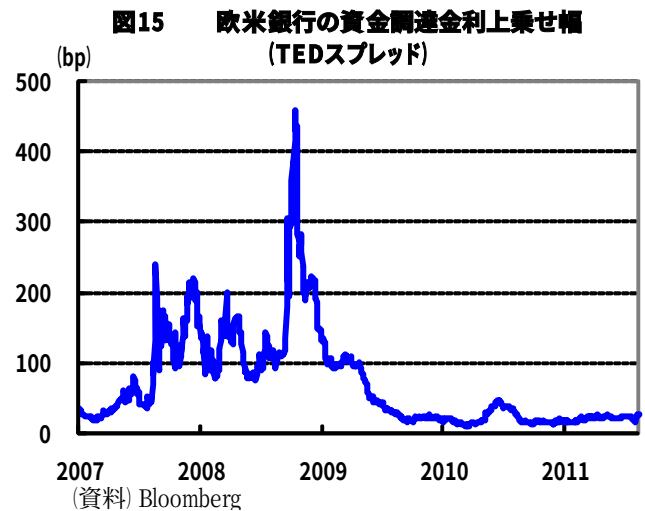
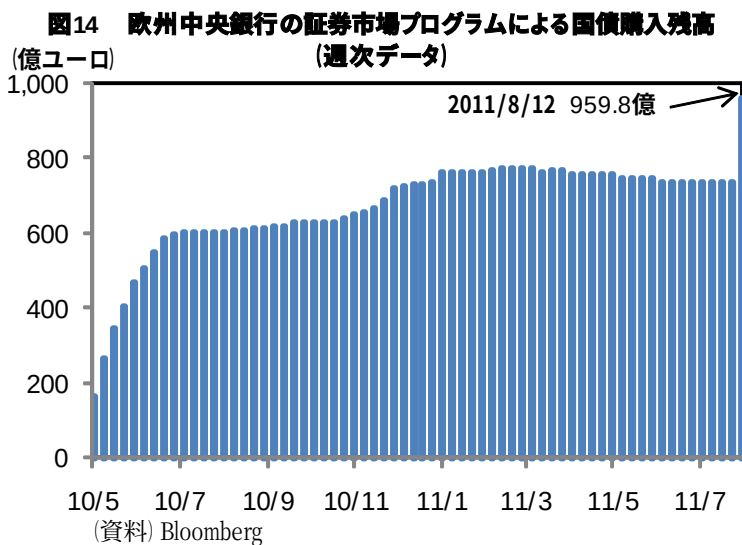
(資料) BIS「国際与信統計 (2011年3月末、所在地ベース)」

(注) 各セルの左側は与信残高、右側は与信元国のGDP比率

一連の動きに対して、欧州各国政府・欧州中央銀行 (ECB) は様々な対応を続けており、7月には欧州金融安定化ファシリティ (EFSF) の枠組みを活用し、総額1,090億ユーロに及ぶギリシャへの支援策をまとめた。この支援策では、ギリシャへの融資期間を従来の7.5年から15～30年まで延長した他、370億ユーロの民間部門の支援などが含まれている。

目先の最大の問題はギリシャなど財政問題国の国債がECBの受け入れ担保から外れることで、それらの国債を担保に資金調達を行っていた民間金融機関の資金繰りが詰まる、あるいはその疑念が高まることで金融機関同士の資金取引が止まり、金融市場から流動性が枯渇してしまうことであった。しかし、この点についてECBはギリシャ国債を引き続き担保として受入れ続ける方針を決定した他、ECBは債券市

場安定のために2010年5月に設けた証券市場プログラムの枠組みを活用して8月から国債買入れを再開するなどの具体的な動きを示している(図14)。更にリーマン・ショック時の経験から、緊急時に米ドル資金供給を行えるようにするための協定が主要国中央銀行間で結ばれていることもあって、今のところ深刻な金融システム懸念には発展していない。リーマン・ショック直後には大幅に上昇したTED スプレッド(3ヶ月Libor-3ヶ月米債利回り)が最近でもなお低水準で推移していることや、足許でギリシャなどの国債利回りが低下しているのは、その表れのひとつである(図15)。



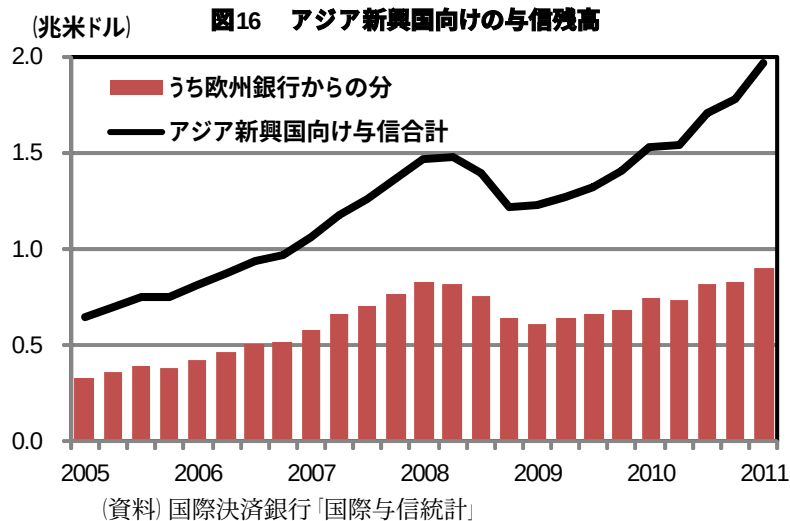
しかし、当然ながら懸念はまだ残っている。欧州ソブリン危機の根本的な解決はギリシャなど周縁国の財務体質改善と国際金融市場からの信認回復であるが、自力で達成するのは不可能であるので、最終的な解決にはドイツなど主力国の負担を含めた抜本的な方策が必要である。しかしこれは政治的に非常に難しいのが現実で、解決策を見出すにはかなり時間がかかることは避けられない。その過程において、今後も度々緊張感が高まる局面を迎え、国際金融市場を実体経済を脅かす要因になる可能性が高いと思われる。特に、EU 主力国であるフランスへの波及懸念は重要な局面であろう。フランスはソブリン危機全体のセーフティネットであるEFSFを構成する主要国でもあるため、フランスのソブリン格付が引き下げられれば、EFSFのものに対する信認が毀損し、国際金融市場を再び不安定な状態にする恐れが出てくるためである。

④各地域の状況悪化が連鎖する可能性

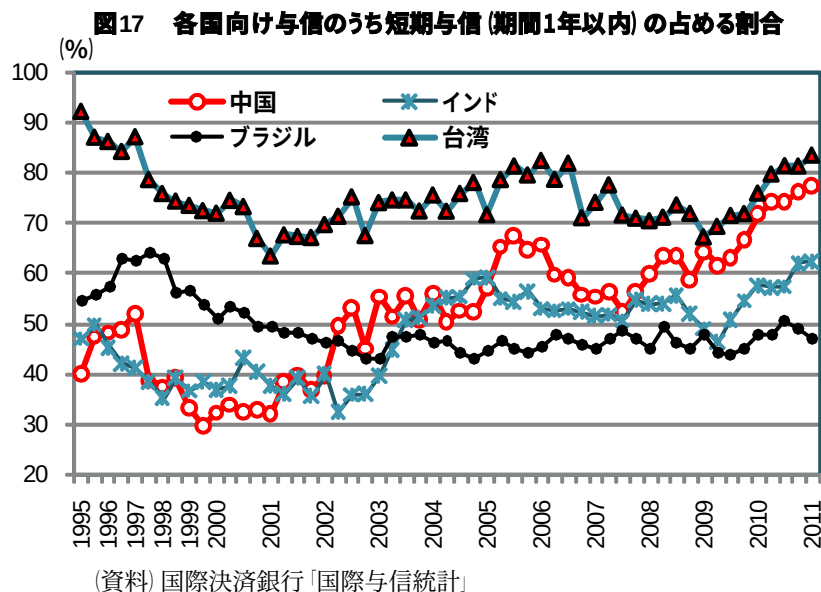
これまで見てきた各地域のリスクが、連鎖的に顕在化する可能性にも注意が必要であると思われる。

例えば、欧州からアジア新興国への連鎖である。アジアに対する海外からの多額の資金流入が、同地域の景気過熱要因の一つになっていることは先に示した通りで

あり、アジア向け与信は依然としてかなりの勢いで増加している。そしてこのうち半分以上は欧州銀行からの分が占めているため、欧州ソブリン危機が悪化して民間銀行がバランスシートを縮小せざるを得ないような事態に至れば、アジア新興国からの急激な資金引き揚げが起こる可能性がある（図16）。



アジア向け与信をもう少し詳細に見ると、中国やインドにおいて、短期与信の割合が顕著に上昇している（図17）。これはいわゆる逃げ足の速い資金の割合が高まっていることを示す材料であり、資本逃避に近い急激な資金引き揚げのリスクを高める材料である。こういったシナリオは、97年に起こったアジア通貨危機にも似た構造である。



これらリスクの顕在化を避け、安定した成長局面に戻れるかどうかのポイントとして、各国の政府・中央銀行による政策運営の巧拙が極めて重要になるだろう。

新興国の政策当局には、インフレの抑制と高成長の維持を両立させるための巧みな金融政策の舵取りが求められる。中でもその代表格である中国は、政策金利操作や窓口規制のみならず、為替レートの柔軟な変動も進める必要がある。これに取り組まない限り、更なる人民元レートの上昇を見込む海外からの資金流入に歯止めはかからず、国内における金融引き締めの効果も十分には得られないためである。

欧州は、言うまでもなくソブリン問題への取り組みが最重要課題である。根本的な解決は GIIPS 諸国の財政赤字体質の改善であり、これにはある程度の時間がかかるのは避けられない。リーマン・ショック時の経験からも、危機の連鎖に波及しかねないこの類の問題が発生した場合は、最初の段階で一気に支援して問題解決するのが理想的だが、ドイツをはじめとする支援国側の政治的事情もあってそれが難しいのが現実である以上、EFSF をはじめとするセーフティネットの整備・活用や、ECB の協力、IMF の支援などを仰ぐことで解決までの時間を確保し、問題となっている国の財政立て直しを促す他に選択肢はないだろう。しかしあまりに長引けば、今回のようにソブリン危機が思わぬところに波及する可能性が高まる。そうなれば EFSF を支える基盤が崩れるなど、ソブリン危機解決のための努力が無に帰するのみならず、既にギリシャ・イタリアなどの国債買入れに踏み切っている ECB のバランスシート毀損を通じて、ユーロという通貨への信認が損なわれるリスクが高まってくる。

米国に関しては、財政支出拡大による景気浮揚は難しいことから、景気回復への役割期待が中央銀行に皺寄せされるという、日本でも度々見られた状況になるだろう。しかし米国の政策金利は既に 0～0.25% とほぼゼロになっているため、追加的な政策余地は少ないのが問題である。8 月 9 日の連邦公開市場委員会 (FOMC) 声明文に「景気を刺激する方策について議論を行った」「これら方策を適切に採用する準備がある」と記述されたことを受けて、当日の株価は上昇した。これは、米国において金融政策に対する期待が残っており、これを梃子にした資産価格上昇を景気浮揚のきっかけに出来る可能性がまだあることを示すものと解釈できる。逆にいえば、金融政策への失望が広がった場合は、景気浮揚の材料が一つ失われることになる。また財政面でも、米国政府の債務上限は引き上げられて一旦息をついた形となっているが、向こう 10 年間で 2.4 兆ドルの支出削減の内容や時期、そしてその決定プロセスが順調に進まないことによって今回のように市場のセンチメントを悪化させる恐れは残っている。政治には賢明な対応が求められる。

欧・米・新興国のうち、いずれか一角でも崩れれば他の地域に連鎖するリスクがある。各国政策当局がそれぞれの課題に確実に取り組むとともに、必要に応じて緊密に連携することができるかどうか、この先の世界経済にとって重要になるだろう。

4. 国内経済の見通し～10-12 月期以降の成長ペースは鈍化

新興国のみならず欧米景気も減速してきたことは、これまで日本の景気の牽引役であった輸出にも影響を及ぼすこととなろう。震災によるダメージからの復旧で 7-9 月期の輸出が 4-6 月期比で明確なプラスになることはほぼ確実だが、その後の輸出の伸びは、海外景気減速を反映して鈍化すると見ている。前回の日銀短観では、製造業大企業の 2011 年度収益計画は、上期は震災の影響で前年比▲18.1%とマイナスに落ち込むものの、下期に同+21.4%と取り戻すことで、年度通期では+0.4%と前年並みを確保するというものであったが、下期の景気減速でこれが難しくなる可能性が出てきた。上期の回復ペースが予想以上であったことも考え合わせると、この先の海外経済の鈍化が「減速」の範囲内で済めば、収益の大幅な下方修正は避けられると見るが、年度通期の計画は若干下方修正されて小幅のマイナスになる可能性はある。

また海外経済の不透明感が高まったことは、企業の設備投資、家計の消費支出を控えさせる要因になることは避けられない。先行き不透明感の高まりが企業の人件費増加に対する態度を硬化させるため、家計所得環境は弱い状態が続き、従って消費の盛り上がりは期待できない。この先、日本経済の成長ペースは、7-9 月期は震災による落ち込みからのリバウンドで前期比年率+5%前後まで高まるものの、10-12 月期以降は公共投資中心に復興需要が成長率を押し上げる一方で民需と輸出の伸びが鈍化するため、GDP 全体の四半期成長率は年率+2～2.5%と 7-9 月期から鈍化するだろう。2011 年度平均の成長率は+0.3%と予想する

2012 年度以降は、海外経済がアジア新興国のインフレ、欧米のソブリン問題など、様々な面で落ち着きを取り戻すことを前提に、輸出と国内生産が増加基調に戻るとともに国内の景況感が回復、徐々に内需も上向いていくと見込む。ただこの時期には復興関連の公共投資と政府支出が、減少には転じないものの伸びを鈍化させるため、四半期毎の成長ペースが加速するには至らず年率+2%前後で推移、2012 年度平均の成長率は+2.3%と予想する。

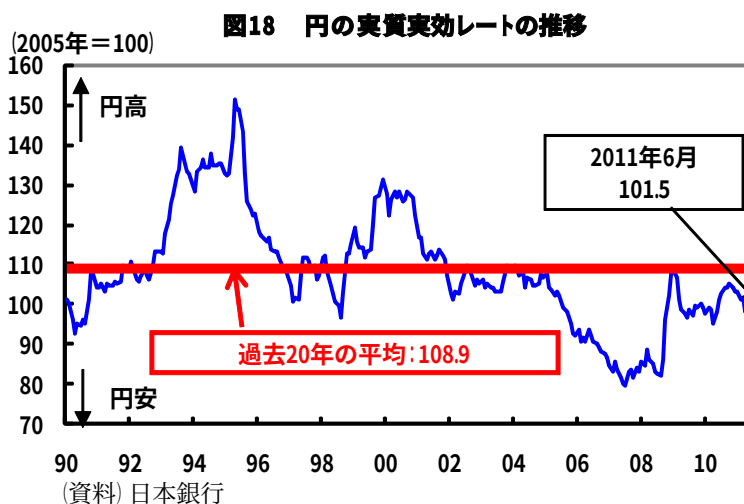
こうしたメインシナリオからの下振れ要因は、海外経済動向のみならず日本国内にも存在する。(1)対ドルでは戦後最高水準まで上昇した円ドルレート、そして(2)電力不足である。

(1) 円高

対ドルで戦後最高水準まで進んだ最近の円高に関しては、円高の直接的な影響だけで製造業全体の企業収益が大きな打撃を受けるとは考えていない。そのように判断する根拠の一つは、実質的にはさほど円高が進んでいないことである。

実質実効レートではさほど円高が進んでおらず過去 20 年間の平均水準よりもまだ低い。そして円ドルレートの上昇が加速して 80 円台前半に入ったのは、バーナンキ議長が QE2 を示唆した 2010 年 8 月からで、2011 年 6 月までに対ドル円レートは 6%

上昇した。しかし同期間の実質実効レートは▲2.7%下落しており、名目実効レートでも▲0.1%低下している（図18）。6月以降足許までの円高でこれら実効レートもある程度上昇していることは確実だが、円高が実際の輸出に与える影響は、円ドルレートのみを見て受ける印象よりも小さいと判断している。



そしてもう一つは、過去の日銀短観の想定レートと実際のレート、そして製造業収益の動きを見ても、想定レートを超えて円高が進んでも製造業の収益が下振れるとは限らないことである。2009・2010年度ともに年度初6月時点での想定以上に円高が進んだが、最終的な収益伸び率は6月時点計画より上方修正されている（表3）。

表3 大企業製造業の想定為替レート・利益計画と実績値の比較

		6月時点での 想定・計画値	最終実績	乖離幅
2009年度	想定為替レート(円/ドル)	94.85	92.84	▲ 2.0
	経常利益前年比(%)	▲ 39.5	▲ 3.7	+ 35.8
	売上高経常利益率(%)	1.89	2.98	+ 1.1
2010年度	想定為替レート(円/ドル)	90.18	86.03	▲ 4.2
	経常利益前年比(%)	43.8	67.9	+ 24.1
	売上高経常利益率(%)	4.03	4.68	+ 0.6
2011年度	想定為替レート(円/ドル)	82.59		
	経常利益前年比(%)	0.4		
	売上高経常利益率(%)	4.56		

(資料) 日銀短観

これは過去の局面において、円高によって外貨建て価格が上昇するために輸出数量を減少させるという価格効果のマイナスよりも、アジア新興国をはじめとする海外経済の高成長による購買力向上という所得効果のプラスの方が大きかったことを意味していると考えられる。当部は現在においてもこの見方を変えておらず、海外景気の減速度合いがさほど大きくならず、輸出が現在程度の水準を維持すれば、現状程度の円高でも今年度の製造業収益が大幅な減益になることは避けられると見る。

しかし、世界経済の減速で、この先所得効果が弱まることが想定される。そうなれば、今までは所得効果に相殺されて目立たなかった円高による負の価格効果が際立ちやすくなる。中小企業など収益力の弱い企業では、この円高が経営に対して大きなダメージとなるケースも多いと見られる他、名目円ドルレートが過去最高水準を超えて上昇していること、政府による大規模な介入も効果を見せていないことも重なって、円高が企業全般のマインドを大きく悪化させて設備投資を萎縮させる恐れが高まっている。発電エネルギーを原子力から火力にシフトしているために化石燃料の輸入を増やさざるを得ない日本にとって、対ドルでの円高は必ずしも悪い面ばかりではないはずだが、70円台後半で歯止めが効かない場合などは、企業・家計の更なるマインド悪化によって実体経済に及ぶ悪影響が強まる。この点はリスク要因として注視しておく必要があろう。

（2）電力不足

震災以降、東京電力は火力発電所の再稼働などによって供給力を積み増し、現状程度の節電を行えば電力不足の懸念は小さいに状態になっているが、地方の原子力発電所の再稼働が難しくなっていることで、他地域の電力供給に対する不安が高まっている。経済産業省は、これまでの原子力発電への依存分を全て火力に切り替えた場合、燃料費用が3兆円増加するという試算を示している²。このコスト増加分のうちある程度は節電努力や効率化投資などで吸収可能であり、電力会社が火力代替による燃料費増加分を電気料金に転嫁するのは政治上難しい（経済産業省の認可が必要になる）ため、国内企業の収益がすぐに大きなダメージを受ける可能性は低いと思われるが、国内の誰かが負担せねばならないコストであり、その分は国富が海外に流出することには変わりはない。そして「電気を思うように使えないかも知れない」という懸念は、企業経営者にとってコスト増加以上の障害になるケースも多いだろう。これも企業のマインドを悪化させる大きなリスクである。

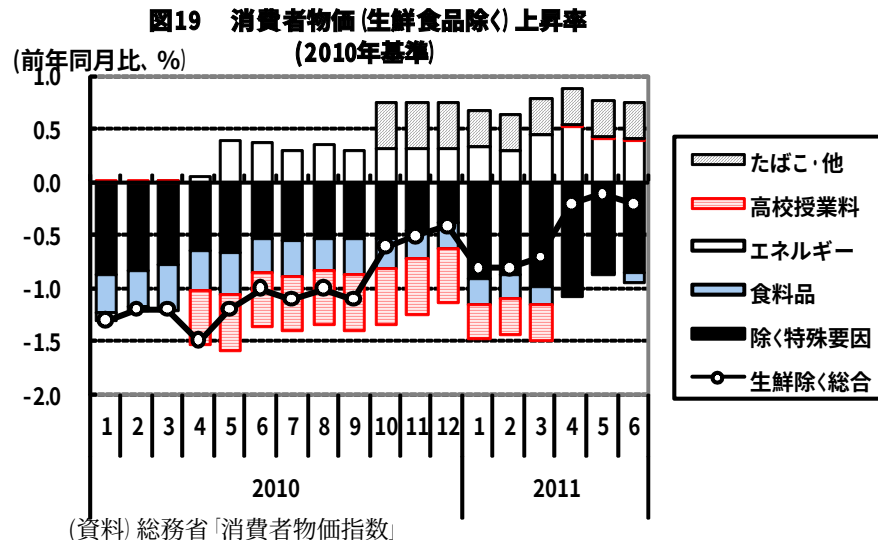
実際には、政府側が再稼働の道を模索することで徐々に震災前の状態に近づいていくと思われるが、電力不足あるいはその懸念が長引けば長引くほど、国内での生産・設備投資の減退、および海外への生産拠点シフトが進んでいく恐れが強くなってくる。

²経済産業省「エネルギー政策見直しの基本的視点（2011年6月）」による

5. 物価と金融市場の現状と見通し

(1) 消費者物価

消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合、以下「CPI コア」とする）は、2011 年 6 月で前年同月比▲0.2%とマイナスになった。2005 年基準では同月の上昇率は+0.4%だったが、基準年改定によって下方改定された。この結果、足許の CPI コアはエネルギー価格上昇とたばこ増税という特殊要因があるにもかかわらず、それでもマイナス圏に留まっていることが明らかになった（図 19）。



2011 年以降、特殊要因を除いたベースの CPI 上昇率（図 18 中の黒い棒グラフ部分）はほぼ横ばいで、この半年間デフレ脱却が進んだわけではないことがわかる。こうした足元の動きと、この先企業が人件費増加に慎重になる可能性が高いことを踏まえると、この先の消費はさほど盛り上がりせず、従ってこの先のデフレ脱却スピードはかなり遅いものに留まる。今回の予測期間である 2012 年度内は、CPI コア上昇率がマイナス基調から脱するには至らないと予想する。

(2) 長短金利

日銀は、2010 年 10 月の包括的金融緩和政策採用の際に、「CPI コア上昇率が+1%程度になることが展望できるまで実質ゼロ金利を継続する」とした。CPI コア上昇率がゼロを脱し、更に+1%が視野に入るまでにはかなりの時間を要する。今回の予測期間である 2012 年度までに利上げが行われる可能性はゼロに等しい。

国内の実質ゼロ金利が長期化する中、長期金利（10 年国債利回り）も低位での推移を予想する。FRB が「2013 年半ばまで超低金利を継続する見込み」として、弱いながらも時間軸効果による長期金利低下を図ったことも、米国長期金利との連動性が高い国内長期金利の上昇を抑える要因となろう。内外景気の大崩れがなければ 1%未満が定着することはなく、今後は上昇に向かうだろうが、そのペースは極め

て緩やかで 2011 年度末でも 1.2～1.3%程度、2012 年度末でようやく 1%台半ばに至る程度に留まると見る。

この予想を超えて長期金利が急上昇するリスクとしては、二つ考えられる。一つは米国の長期金利急上昇である。8 月の FRB による「2013 年半ばまで超低金利を継続する見込み」という決定に対しては、理事のうち 3 人が反対を表明しており、必ずしもボードメンバーの意見は一致していない。今回の声明による時間軸の縛り自体がさほど強くないことに鑑みても、強い経済指標の公表などをきっかけとして日米長期金利への上昇圧力が強まる可能性は否定できない。

そしてもう一つは、日本の財政に対する懸念の高まりである。我が国政府部門の債務は既に GDP 比 200%超と他国を圧倒する水準にあり、金利上昇には脆弱な体質になっていることから、欧州ソブリン危機の余波などで一時的に不安定な動きになる可能性も十分考えられる。最近では国債の保有が銀行に集中しているため、一旦金利が上昇すると、国債の売りが重なり易くなっていることも、長期金利の振れ幅を大きくする要因である。

(3) 為替レート

①円ドルレート

2010 年 8 月以来、概ね 1 ドル＝80 円台前半で推移していた円ドルレートは、米国経済指標の結果が市場予想を下回ったことや、債務上限問題の解決の遅れから 7 月半ば以降同 70 円台に入り、現在に至るまで 70 円台が続いている。FRB が超低金利を 2013 年半ばまで続ける可能性を明確に示したことは円高要因と考えるのが自然である。また、日本の経常黒字体質が変わらないために財政破綻の懸念が小さいという見方は、欧米の財政問題が残る中で消去法的に円が買われやすくなる要因である。米国景気が後退局面に入らない以上、70 円台前半に入る可能性は低いと見るが、当面は現状程度の高水準で推移することとなるだろう。2011 年度末まで 1 ドル＝75～80 円前後で推移し、2012 年以降、米国景気回復持続によって利上げが徐々に現実味を取り戻すことで、緩やかな円安局面に入ると見ている。

②円ユーロレート

ここ数カ月の円ユーロレートは、欧州中央銀行（ECB）による利上げで日欧金利格差拡大観測から円安ユーロ高が進む局面と、ソブリン問題への懸念が高まることで円高ユーロ安になる局面を経てきた。今後も同様に振れの大きい展開が予想されるが、新興国・米国双方の景気減速が明らかになり、原油をはじめとする商品市況も徐々に沈静化している現状を踏まえると、当面はユーロ政策金利の引き上げ観測は高まりにくいと見る。従ってこの先の円ユーロレートは上昇しにくく、1 ユーロ＝105～115 円前後が予測の中心レンジだが、ソブリン危機が再燃する局面で、円高にシフトする可能性も高い。

6. 経済見通しのまとめ

東日本大震災発生後の日本経済は、今までのところ予想を上回るペースで順調に回復に向かっている。しかし海外景気が新興国のみならず欧米でも減速色を強め始めたため、2011 年度後半の輸出の伸びは鈍化し、国内では復興需要がある程度の支えになるものの、生産回復ペースが鈍化し、景況感が弱まることは避けられないだろう。

海外景気減速に伴って、資源価格は下落すると見込まれる。これによって国内製造業の交易条件は多少改善するが、出荷数量が伸び悩む上に国内ではデフレが続いて販売価格に対する押し下げ圧力が残るため、企業全体の収益は大幅な減益にこそならないが伸び悩む。1 ドル＝75～80 円前後が続く円高は主に中小企業の収益を圧迫し、円高への対応力によって企業間の収益力格差を拡げる他、電力不足に対する懸念などとも相俟って大企業含めた企業マインドへの悪影響が強まる懸念される。海外経済中心とする不透明感の高まりや円高は、企業による設備投資の伸びを抑えるとともに、人件費の増加にも厳しい態度をとらせる要因となる。このために消費は盛り上がり、デフレからの脱却には相当な長期間を要することとなる。

2012 年度に入ってから、海外の実体経済・金融市場双方が落ち着きを取り戻し、円高に歯止めがかかるとともに、国内景気は輸出主導で再び回復に向かうというのがメインシナリオであるが、これは新興国の景気過熱、欧米ソブリン問題が深刻な形で顕在化しないという条件付きのシナリオである。このシナリオが実現するかどうかは、各国政府・中央銀行の政策運営の巧拙や市場の反応によるところが大きく、一つの地域のリスク顕在化が他地域に連鎖する可能性もあり、不確実性が高い。こうした状況を認識して、金融市場の変動幅が大きくなる局面も度々あると見られ、その動きが実体経済の振れを更に大きくするリスクも認識しておく必要がある。

(花田 普：hanadah@sumitomotrust.co.jp)

総括表 2011・2012年度の経済見通し (作成日：2011年8月19日)

	2011年度		2012年度		2011上	2011下	2012上	2012下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	540.2	0.3	552.5	2.3	-0.2 -0.8	1.5 1.4	1.0 2.5	1.1 2.1
民間最終消費	304.9	-0.5	306.9	0.6	-0.3 -0.9	0.3 -0.1	0.3 0.6	0.4 0.7
民間住宅投資	12.4	-0.7	12.4	-0.4	-2.0 1.7	-1.1 -2.9	-0.1 -1.3	0.4 0.5
民間設備投資	73.9	0.4	76.1	3.0	-0.1 -0.1	0.9 0.8	1.3 2.3	2.3 3.6
民間在庫品増加(実額)	-0.6	0.2	0.2	0.2	-0.9	-0.3	0.1	0.3
政府最終消費	105.5	2.5	107.9	2.3	1.2 2.3	1.5 2.8	1.1 2.6	0.9 2.0
公的固定資本形成	19.9	5.1	22.3	12.3	3.5 -3.2	8.7 11.7	6.6 16.7	3.0 9.2
財貨・サービス輸出	85.1	0.0	89.4	5.0	-1.8 -2.4	4.1 2.4	1.6 5.6	2.8 4.5
財貨・サービス輸入	60.4	3.5	62.7	3.8	1.8 3.4	1.9 3.7	1.6 3.6	2.5 4.0
内需寄与度	—	0.8	—	2.1				
外需寄与度	—	-0.5	—	0.2				
<名目>								
国内総支出	469.8	-1.3	479.0	2.0	-1.6 -2.9	2.0 0.4	0.6 2.5	0.9 1.4
GDPデフレーター	87.0	-1.6	86.7	-0.3	-2.1	-1.0	0.1	-0.7
企業物価*(05年=100)	105.1	1.8	105.1	0.0	2.6	1.1	-0.8	0.8
輸出物価*(05年=100)	84.7	-1.4	85.6	1.0	-1.7	-1.1	-0.3	2.4
輸入物価*(05年=100)	114.1	5.3	114.9	0.7	9.9	0.9	-3.3	5.0
消費者物価*(10年=100)	99.6	-0.2	99.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2
鉱工業生産*(05年=100)	94.2	0.3	102.5	8.9	-2.9	3.6	8.8	9.0
失業率(%)	4.7	-0.4	4.6	-0.1	4.7	4.7	4.7	4.5
雇用者数*(万人)	5,490	0.4	5,503	0.2	0.6	0.1	0.1	0.3
1人当雇用者報酬伸び率(%)	-0.3	—	0.0	—	-0.4	-0.1	-0.1	0.1
新設住宅着工戸数(万戸)	83.3	1.7	86.5	3.9	81.7	84.3	85.6	87.2
貿易収支(10億円)	493	—	2,432	—	-1,152	1,645	1,082	1,350
輸出*(10億円)	63,205	-1.9	68,161	7.8	-5.1	1.2	6.4	9.2
輸入*(10億円)	62,712	8.2	65,729	4.8	12.5	4.1	-0.9	10.7
所得収支(10億円)	13,546	—	13,091	—	6,987	6,559	6,297	6,794
経常収支(10億円)	11,648	—	13,171	—	4,613	7,035	6,221	6,950
マネーサプライ*(M2、兆円)	800.6	2.6	817.8	2.1	2.7	2.5	2.3	2.0
円/ドルレート(円、期中平均)	80.2	—	81.3	—	80.7	79.8	80.3	82.4
輸入原油価格(ドル/バレル)	104.4	—	98.1	—	111.4	97.5	96.9	99.4
米国実質GDP(10億ドル)	13324.6	1.8	13647.6	2.4	1.1	2.3	2.3	2.9

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2011/4-6	7-9	10-12	2012/1-3	4-6	7-9	10-12	2013/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	1.18	1.08	1.05	1.11	1.19	1.28	1.34	1.41
円ドルレート	81.7	79.8	79.5	80.0	80.0	80.5	81.6	83.1

→予測