

2012・2013 年度の内外経済見通し

～なお時間を要する国内景気の安定回復～

<要旨>

2012 年に入ってから一旦小康状態に入った欧州債務問題は、再び緊張化の局面を迎えている。この問題の根本的な解決が周縁国の財政赤字体質の改善である以上、完全な収束までにはかなりの時間を要することは避けられない。この先も、小康状態と緊張化の局面を繰り返していく可能性が高く、欧州経済は全体として振るわない状態が続くだろう。

国内においては、公共投資と耐久財消費を中心に政策効果が景気を押し上げ始め、2012 年 1-3 月期の経済成長率は前期比年率+4.1%と非常に高くなった。しかし政策効果の持続性は弱く、国内景気が安定した回復期に入るためには新興国経済が減速期を脱し、我が国の輸出と生産の増加基調定着が必要である。今年度後半にはその局面に入るとというのが基本的な見方だが、このシナリオは欧州債務問題による経済への悪影響が欧州域内に留められることを前提としており、債務問題の帰趨次第では大幅に下振れする懸念が残る。

日銀による利上げは今回の予測期間である 2013 年度以降と見込む。それ故に長期金利も低水準が続くと見られるが、欧州中心に財政赤字に対する市場の目が益々厳しくなる中、我が国の財政に対する懸念が金融市場に悪影響を与えるリスクは無視できない。

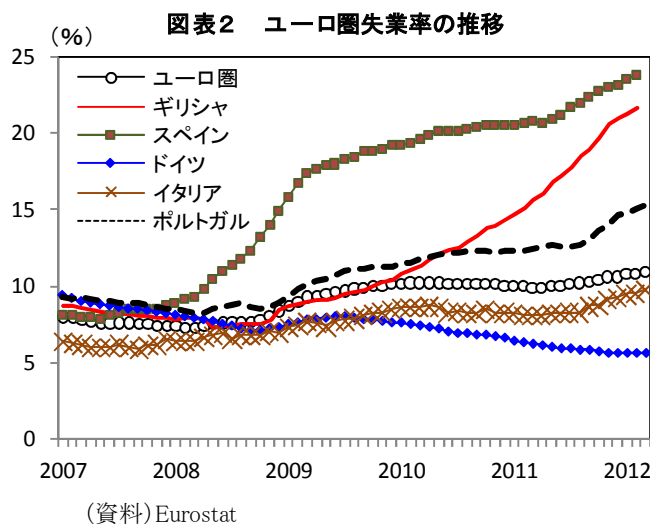
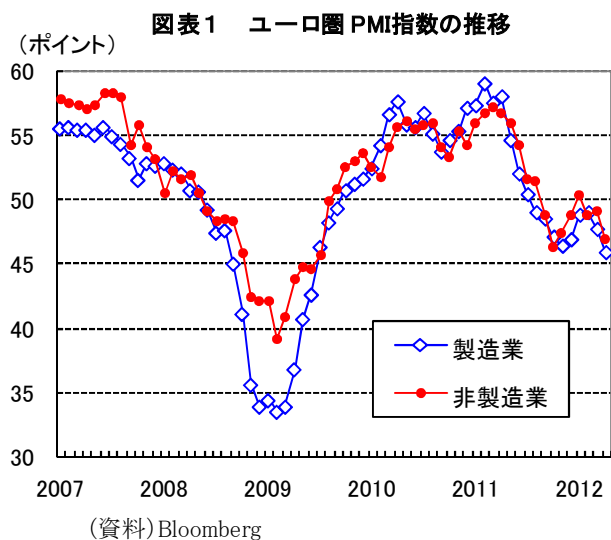
1. 再び緊張化局面を迎える欧州債務問題

2012 年に入ってから3月まで小康状態を保っていた欧州債務問題が、再び緊張化の局面に転じている。小康状態に入ったのは、欧州中央銀行(ECB)による3年物の長期資金供給オペ(LTRO)が、2回にわたって合計1兆ユーロもの規模で供給されたために欧州銀行の資金繰りに対する懸念が後退したことが最大の要因である。そして周縁国を中心とする民間銀行が3年物 LTRO で供給された資金を国債購入に充てたため、周縁国の国債市場も落ち着きを取り戻した。他にも、3月に145 億ユーロの国債償還を控えたギリシャにデフォルトの懸念が生じた時期もあったが、ギリシャ国債を保有する投資家の殆ど全てに対して額面で半分以上の減免を受け入れさせることに成功し、EU などから 1,300 億ユーロに及ぶ規模の第二次金融支援を受けたことで、3 月の国債大量償還を乗り切った。こうした努力によって、3 月末までは国際金融市場の不安が沈静化し、日本を含む多くの国の株価が上昇した。

しかし4月になると、金融システムが不安定なスペインの財政再建進捗に対する懸念が高まったことや、5月のフランス大統領選挙で政権交代が起り、債務問題への取組が大きく後退するのではないかという見方が強まったことで、欧州債務問題が再燃し始めた。決定的な要因となったのがギリシャの総選挙で、EUなどからの支援継続の条件である財政再建を唱える連立与党政権が大幅に議席を減らしたことで、ギリシャが財政再建を拒否し、支援を打ち切られてデフォルトに陥るのではないかという不安が急激に高まった。

4月以降の不安の高まりは、ECBによる3年物LTROが一時的な時間稼ぎに過ぎなかったことを明らかにするものであったと言える。民間銀行への超長期かつ大量の資金供給は確かに銀行の資金繰りを改善させデフォルトの連鎖に対する不安を抑えたが、この問題の根本的な解決である、国においては財政赤字体質改善と国際金融市場の信認回復、民間銀行においては自己資本比率向上など経営基盤安定に直接寄与するものではなかったということである。根本的な解決に至るにはかなりの時間がかかることは避けられず、この先も緊張化の局面と小康状態入りの局面を繰り返す可能性が高い。

この問題の解決までの期間が長引くことは、現時点で厳しさを増しているユーロ圏の実体経済に及ぶ悪影響も長期間残ることを意味する。PMI指数は2011年半ば頃から大幅に下落した後、2012年初めには一旦50近くまで上昇したが、足許では製造業・非製造業とも再び下落している(図表1)。また失業率はユーロ圏全体で10.9%と上昇傾向にある(図表2)。



失業率の動きを国別に見ると、低下基調にあるドイツと急上昇している GIIPS 諸国間の方向性の違い、すなわち国家間の格差が益々鮮明になっている。ドイツは欧州債務問題に起因する国際金融市場の緊張が高まった時に起きるユーロ安で輸出が押し上げられるだけでなく、安全資産であるドイツ国債に資金が集中するために金利も低下するという二重のメリットを受ける。反面、周縁国では財政緊縮へのプレッシャーが強まり、国内金融システムも不安定さを増すため、一層厳しい状況

に置かれることは避けられないだけでなく、景気悪化に伴う税収減が債務問題の解決を更に難しくするという悪循環に陥る恐れもあることから、このギャップは今後も拡大し続けるだろう。2013 年までのユーロ圏景気は、国家間の経済パフォーマンス格差拡大という「ひずみ」を抱えながら、全体としては振るわない状況が続くと見る。

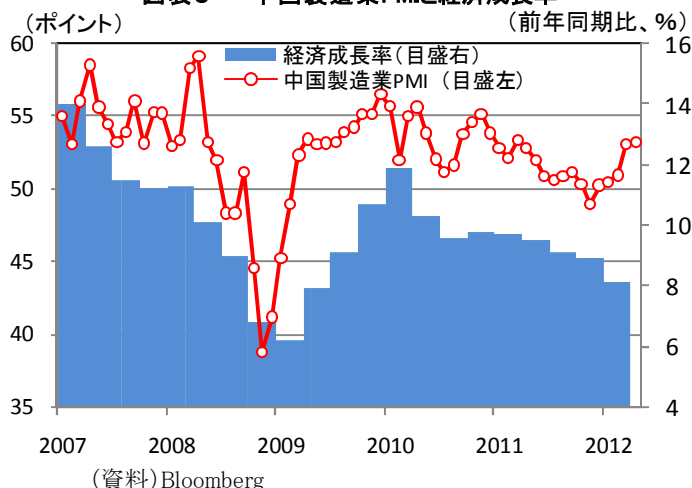
今回の見通しにおける欧州債務問題の帰趨については、ギリシャのユーロ離脱やそれに伴う大規模なデフォルトの連鎖といった極端な事態は回避されることを想定している。これは、市場の圧力に押される形で周縁国救済の枠組みが徐々に整備されることなどで問題解決に向かって漸進し、欧州債務問題が内外の実体経済に与える悪影響は、短期的な強弱を繰り返しつつ趨勢としては徐々に小さくなっていくことを前提としたシナリオである。

これまでも市場の緊張が高まった時には、その圧力に押される形で政策当局が何らかの対応を打ち出し、その効果で不安が沈静化するということが何度か繰り返されてきた。例えば、2010 年 5 月の ECB による周縁国の国債買入（証券市場プログラム）や欧州金融安定基金（EFSF）の設立、2011 年 7 月に決定された EFSF 融資枠の拡充（2,500 億ユーロから 4,400 億ユーロへ）、そして同年末の ECB による 3 年物 LTRO といった対応は、いずれもその直前に起きた金融市場での急激な緊張の高まりに押されたことがきっかけになっている。現時点でも、ユーロ圏財政統合に向けた一歩となるユーロ共同債の発行など、新たな追加的対策の選択肢は残っている。またフランスの政権交代によって、緊縮一辺倒だった財政スタンスがやや成長重視にシフトし、財政再建と成長確保の両立を図る道筋を見出せる可能性もあることを考慮すると、破たんを避ける余地はまだ残っていると考えて良いだろう。国家間の景気格差を抱え、緊張化と小康状態の波を経る中で、2013 年にはユーロ圏全体でプラス成長を確保できる程度には前進することを、今回の見通しにおける内外経済シナリオの前提としている。

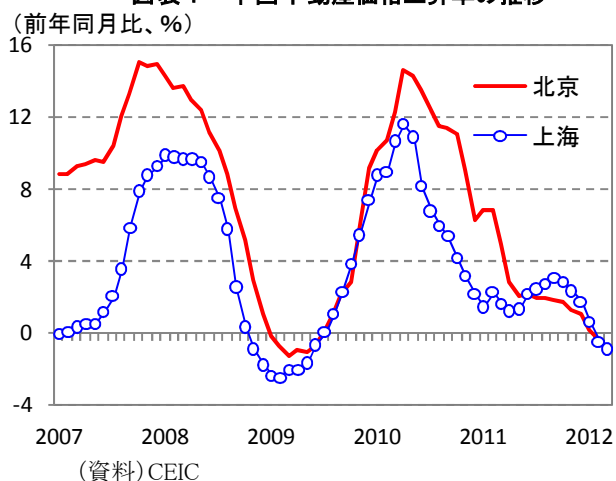
2. アジア新興国・米国の現状と見通し

アジア新興国は、全体としてはまだ景気減速期間を脱していないと見ている。中国では、製造業 PMI が直近 2012 年 4 月で 53.3 と、欧州債務問題が最も深刻だった 2011 年末からは上昇しているが、一方で経済成長率は 2012 年 1-3 月期に +8.1% まで低下するなど強弱混在の状態にある（次頁図表 3）。製造業活動が上向き始めていることや、中国には財政・金融面ともに多くの政策発動余地を残しているために急激な景気失速は避けられると見るが、不動産価格下落の影響もあって直ちに回復と言うわけにはいかず、目先しばらく減速期間が続いた後、今年度後半から持ち直しが明らかになっていくと想定している（次頁図表 4）。

図表3 中国製造業PMIと経済成長率

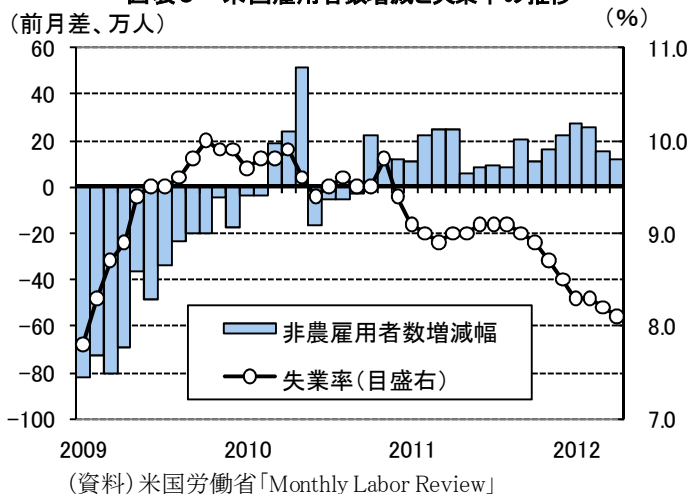


図表4 中国不動産価格上昇率の推移

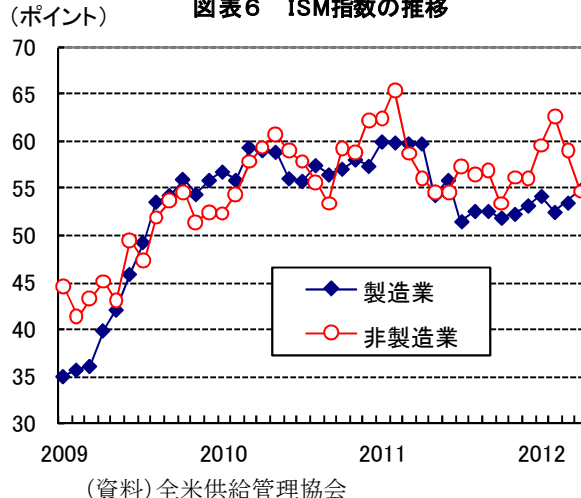


米国の景気は、依然として他の経済圏よりも良好な状態を維持しており、着実に回復に向かっていく。直近2012年4月の非農民間雇用者数前月差は+11.5万人と、一時の同20万人前後からは増加幅が縮小したが、失業率は緩やかながらも8.1%まで低下、企業部門の業績を示すISM指数は製造業・非製造業ともに50を超えている(図表5、6)。一時よりも回復のペースが弱まったかのような動きも見られるが、企業部門を牽引役として着実に回復し続けていることに変わりはなく、今後も同様の展開が期待できる。新興国景気が減速期間を脱すれば、米国景気もその恩恵を受けて安定度合いを増し、2013年度まで年率2～3%の成長基調を維持すると見込む。

図表5 米国雇用者数増減と失業率の推移



図表6 ISM指数の推移



以上2013年度までの海外経済見通しをまとめると、ユーロ圏は政府債務問題が緊張化の局面と小康状態を繰り返す中で、全体としては振るわない状態が続く。一方で金融市場が緊張化する局面では市場の圧力に押される形で財務問題国に対する支援体制が徐々に整っていくことなどから、欧州債務問題が実体経済に与える悪影響は概ね欧州域内に留められるようになり、他地域の経済拡大を妨げる度合いは弱まっていく。こうした流れの中、現在景気が減速しているアジア新興国は、既に始まっている金融緩和の効果もあって2012年度後半から上向き始め、2013年まで景気の拡大が続く。米国は当面現在の堅調な状態を維持し続けた後、2012年度後半からは新興国の高成長にも引っ張られてやや回復ペースを高め、2013年を迎えるというのが基本的な見方である。

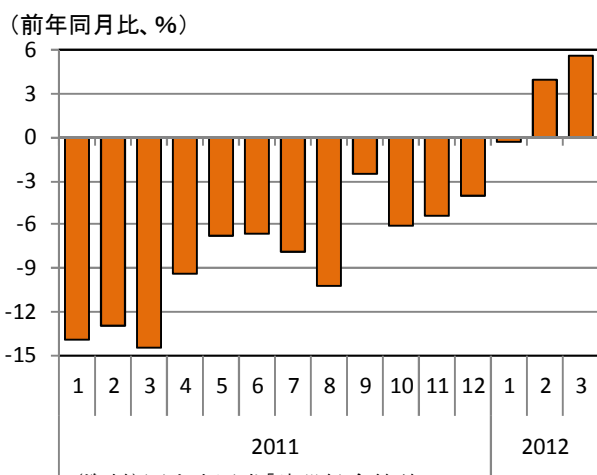
但し、海外景気がこのシナリオから下振れるリスクは依然として大きい。リスク要因の筆頭はやはり欧州債務問題で、上で述べたようなシナリオ通りに事が運ぶかどうかについては、まだ不確実性が残っている。2013年になっても問題解決に向けた進捗が見られず、現在と同じ程度の緊張をもたらしているようであれば、欧州のみならず世界全体の景気を大きく下振れさせることは避けられない。

最初に迎える関門としては、ギリシャの再選挙が挙げられよう。選挙後に結成される政権の対応次第では、ギリシャが支援を受けられなくなり、ユーロからの離脱を余儀なくされて相当な規模の混乱が起きる恐れがある。また離脱に至らなくても、その可能性がかなり高まったと金融市場が判断した場合には、2011年末と同様に国際金融市場の緊張が急激に高まることは避けられない。これは欧州実体景気を悪化させるに留まらず、貿易という実体経済のルートと国際金融市場のルート双方を通じて、アジア新興国をはじめとする全世界に伝播していくことになる。この場合、アジア新興国景気が減速期間を脱する時期が後ろ倒しになるだけでなく、その程度によっては景気失速に至る恐れもある。また、中国では不動産価格の下落など、リーマン・ショック後の金融緩和によって起きた急激な信用膨張の反動が景気低迷を長引かせる恐れが残っており、アジア新興国独自のリスク要因も無視できない。欧州の状況に最も強い関心が集まり続けるだろうが、その他の下振れリスクにも注意を払い続ける時期が続くだろう。

3. 国内経済の現状と見通し

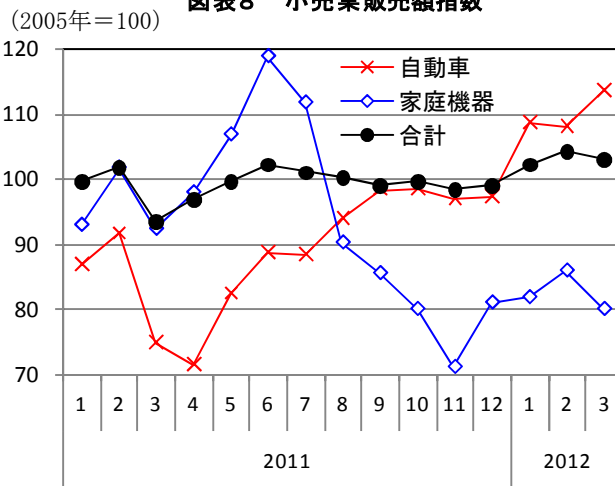
国内指標に目を向けると、公共投資がここに来て漸く明確な伸びを見せ始めた他、エコカー補助金の復活で自動車販売が増加するなど、政策効果が出始めたことがわかる(図表7、8)。

図表7 公共投資の推移



(資料)国土交通省「建設総合統計」

図表8 小売業販売額指数



(資料)経済産業省「小売業販売額指数」

これは2012年1-3月期のGDP統計にもはっきりと表れており、個人消費が前期比年率+4.4%(GDPへの寄与度+2.6%ポイント)、公共投資は同+23.6%(寄与度+1.0%ポイント)と双方とも高い伸びになり、GDPを押し上げた。個人消費については、耐久財以外の半耐久財、非耐久財、サ

ービスも全て前期比プラスとなっている。東日本大震災による大幅な落ち込みからの回復が製造業部門よりも遅れて続いていることが大きいと考えられる(図表9、10)。

図表9 実質GDP成長率の内訳

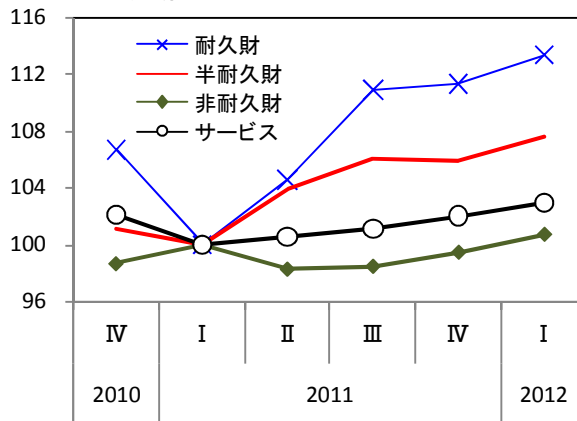
(前期比年率、%)

	2011年 7-9月期	10-12月期	2012年1-3月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	7.6	0.1	4.1	+ 4.1
個人消費	4.3	2.8	4.4	+ 2.6
民間住宅	20.5	0.3	▲ 6.1	▲ 0.2
設備投資	▲ 0.8	22.3	▲ 14.8	▲ 2.1
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.2	▲ 4.0	▲ 2.1	+ 1.7
政府支出	1.0	1.6	2.8	+ 0.6
公共投資	▲ 2.4	▲ 2.1	23.6	+ 1.0
財・サービス輸出	39.5	▲ 14.1	12.3	+ 1.8
財・サービス輸入	14.6	3.8	8.0	▲ 1.3

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

図表10 個人消費の内訳

(2011年1-3月期=100)

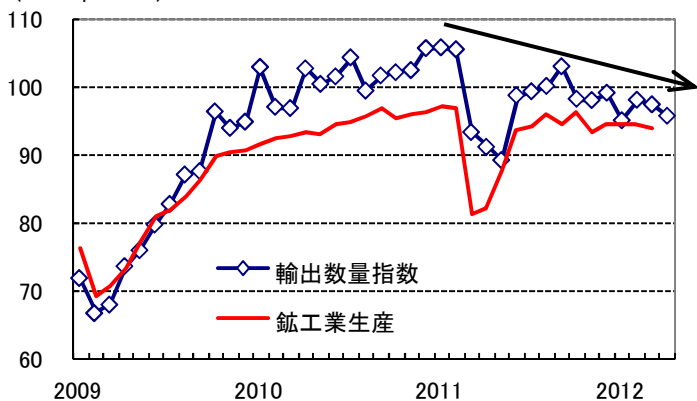


(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかしこれで我が国の景気が上向きの局面に入ったと考えるのは時期尚早であろう。そのように見る最大の根拠は、製造業中心とする国内企業部門の収益・投資姿勢がまだ弱いことである。輸出と生産の動きを見ると、足許では横ばいから微減の動きとなっている¹。タイの洪水で落ち込んだ後生産体制を復旧させたものの、同時にアジア中心とする海外景気減速に直面したために洪水前の水準をなお下回っている。また、東日本大震災前と比べても低い水準に留まっており、結果として2010年後半をピークとする減少トレンドを脱していない。これは企業収益にも共通しており、2011年10-12月期までの経常利益は、震災前の水準をなお下回っている(図表11、12)。

図表11 輸出と生産の動き

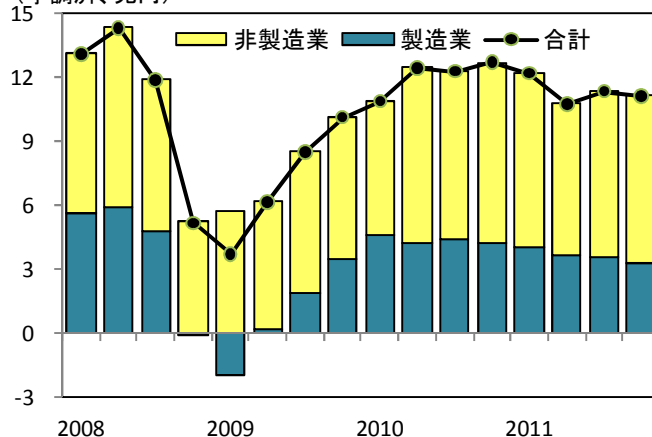
(2005年=100)



(資料)財務省「貿易統計」、経済産業省「生産出荷在庫統計」を三井住友信託銀行調査部で季節調整

図表12 経常利益額の推移

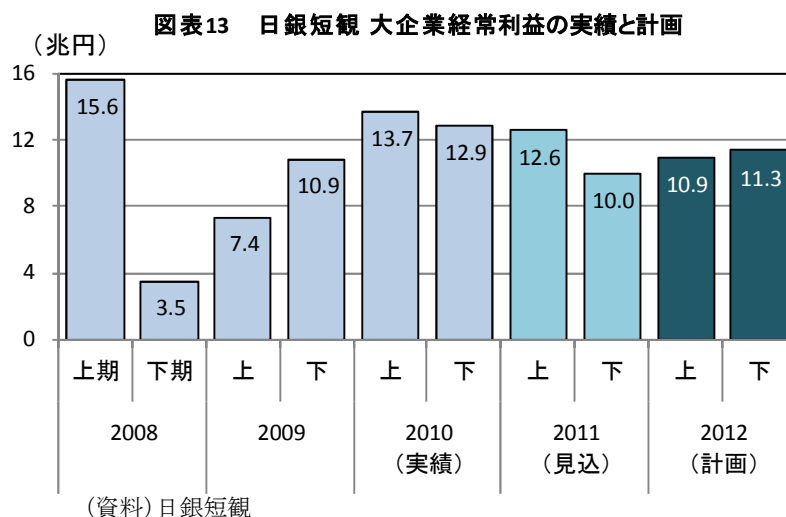
(季調済、兆円)



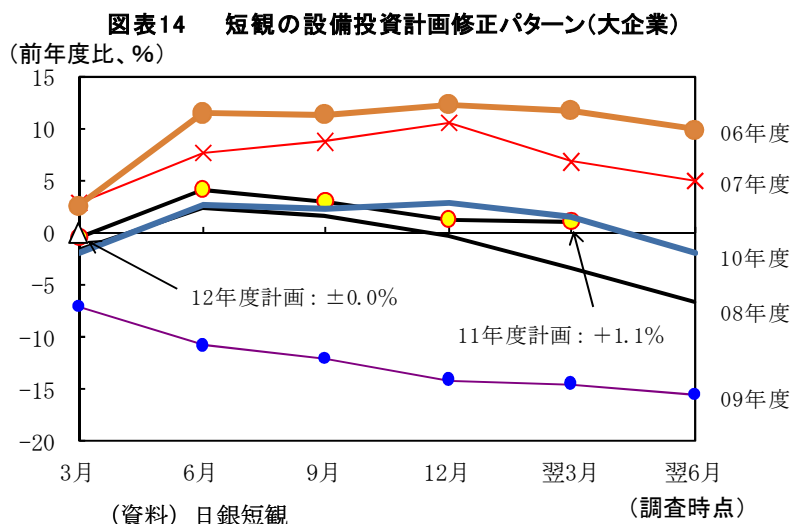
(資料)財務省「法人企業統計季報」

¹現在公表されている鉱工業生産指数の季節調整値は東日本大震災の影響を特殊要因として考慮しているが、リーマン・ショックによる急激な落ち込みは通常の季節変動とみなして計算されているため、12月から春頃までの季節調整値が実勢より上振れ、夏場の数値が実勢より下振れるという季節調整の歪みが生じている。このため図表11の生産指数は、リーマン・ショックによる急変動も特殊要因として当部で試算したものをを用いた。

この先2012年度の収益について、日銀短観(大企業)の利益計画を見ると、2011年度下期の10兆円をボトムとして回復していく計画になっているが、2012年度下期の計画水準11.3兆円は東日本大震災が発生した2010年度下期の12.6兆円を明らかに下回る。海外経済の減速や、発電エネルギーを火力にシフトしたことによる発電コスト増加などもあって、このような弱い収益計画になっていると見られる(図表13)。



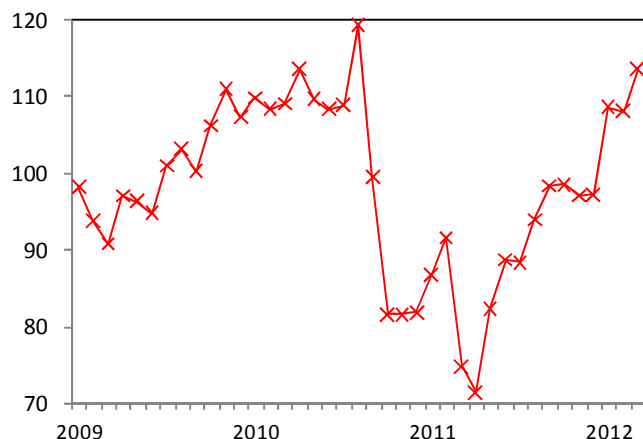
2012年度の利益額はあくまで計画であり、最終的な実績がこれを上回る可能性もあるが、現時点で企業が先行きに対して慎重な見方をしていることは間違いない。このような姿勢は、2012年1-3月期のGDPで設備投資が前期比年率▲14.8%と大幅に減ったことにも表れている(前掲図表9)。先行きの設備投資についても、日銀短観の設備投資計画(土地投資含む、大企業)が2011年度見込みで+1.1%、2012年度で±0.0%と殆ど増えていないことから、当面は低い伸びに留まると見る(図表14)。政策効果によって業績が上向くセクターもあるのは確かだが、その恩恵を受ける範囲が狭い上に、さほど遠くない時期にその効果が減衰していくのは明らかであるという政策効果の性格上、企業の期待成長率を高め、設備投資を押し上げる力は弱い。安定して増え始めるのは海外景気回復とともに日本からの輸出が伸び始める2012年度後半からと見込んでおり、年度平均の伸び率は2012年度が+0.2%にとどまり、2013年度には+3.3%まで高まると予想する。



1-3月期のGDP成長率を押し上げた個人消費については、増加の持続性は乏しく、この先の伸び率は鈍化、あるいは前期比マイナスに落ち込む四半期もあると予想している。エコカー補助金の効果による自動車販売の増加が4-6月期以降のGDPに対しても明確なプラス寄与になるには、更に販売台数が増えていく必要があるが、月次販売台数は既に前回のエコカー補助金期間におけるピーク(マスコミなどで補助金の予算枯渇が喧伝されて、購入希望者が自動車販売店に殺到した2010年8月)近くまで増えており、今回は2回目のエコカー補助金ということもあって、これ以上継続的に販売台数が増える可能性は低いと見る(図表15)。耐久財以外の支出が好調な伸びを維持すれば消費全体も伸びを維持できるが、失業率が4.5%前後で高止まりして家計所得も増えない状況では、消費の牽引力には期待できない(図表16)。そしてエコカー補助金の支給が終了する時には、前回同様に大幅な反動減が避けられず、消費の足を引っ張ることとなろう。2013年度以降も、劇的な所得増加が見込めない中、個人消費は政府による消費刺激策の効果顕在化と剥落で振れを伴いつつ、総じて低い伸び率に留まると予想する。年度平均の伸び率は、政策効果によって押し上げられる2012年度は+1.4%と高くなるが、2013年度はその反動もあって+0.4%に留まると見込む。

図表15 小売業販売額指数(自動車販売業)

(2005年=100)

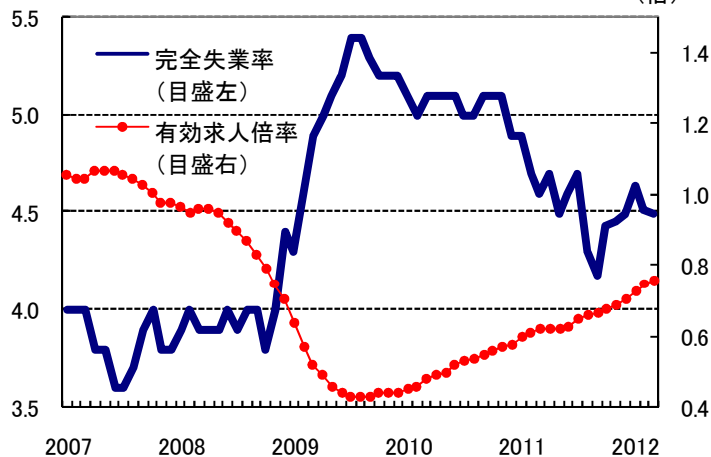


(資料)経済産業省

図表16 失業率・有効求人倍率の推移

(%)

(倍)



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

以上、2013年度までの国内経済の見通しをまとめると、エコカー補助金による自動車購入の増加は早晩息切れし、所得が増えない中で他の消費も伸びにくいと、個人消費全体の伸びは低下していく。公共投資の増加はしばらく続くものの、年度後半になると伸び率が鈍化、結果として政策効果が景気を押し上げる力の減衰が明らかになるだろう。一方、ほぼ同じ頃にアジア新興国の景気が減速期間を脱し、日本からの輸出が増加し始めるとともに、設備投資も徐々に伸びを安定させていくことで、国内景気の牽引役が政策効果から輸出と設備投資にシフトしていくと見る。

2013年度に入ってから新興国を中心とする世界経済の拡大が続き、日本からの輸出も安定的に増加していく。これを受けて国内設備投資も伸びを高め、この両項目を牽引役とするプラス成長が続くだろう。一方で企業が人件費の増加に寛容にはならないため、雇用情勢の改善、および個人消費の増加ペースは緩やかなものに留まるだろう。

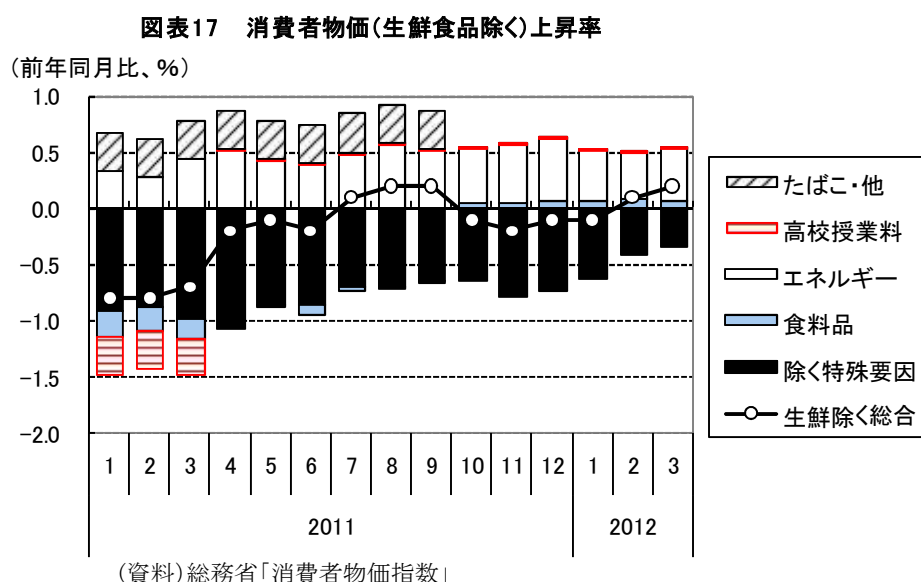
2012年度平均の経済成長率は年度前半の政策効果に押し上げられて+2.3%と高い成長率となり、2013年度は政策効果減衰でやや低下するものの、輸出と設備投資に押し上げられて+1.8%と1%台後半の成長率を確保できると予想する。

以上の標準的なシナリオから外れるリスク要因としては、依然として海外経済の動向が最も大きい。すなわち、欧州債務問題が更に悪化して国際金融市場の緊張を極端に高めたり、その影響もあって新興国景気の減速期間が長期化したりすれば、2012年度後半からの政策効果減衰を埋め合わせる輸出の増加が実現しなくなるため、年度後半からの成長率は大幅に下がり、景気後退局面入りが現実味を増すことになる。

4. 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、2012年3月で前年同月比+0.2%と2カ月連続のプラスになっているが、エネルギーのプラス寄与分など特殊要因を除けばマイナスという姿は変わっておらず、デフレはなお続いている。2月から特殊要因を除いたベースで見たマイナス幅が突然縮小しているのは、テレビの集計対象品目に変更された²にも関わらず品質調整を行わなかったためで、1月まではテレビのCPIコアに対する寄与度は▲0.3%ポイント程度だったのが、2月以降は一気にほぼゼロになっている。当然、これでデフレ脱却に近づいたものとは言えず、品目としてのテレビの性質を考慮すると、この先は再びマイナス幅を拡大させていく可能性が高い。デフレ基調は当面続くとの見方は変えていない(図表17)。



²品目指定を見ると1月の「液晶テレビ、32V型、ハイビジョン対応パネル、LEDバックライト搭載、特殊機能付きは除く」から、2月は「液晶テレビ、32V型、地上デジタルチューナー2基内蔵、ハイビジョン対応パネル、LEDバックライト搭載、特殊機能付きは除く」と、チューナーなしのものから2基内蔵型に変わった。

2013 年度まで 2%内外の比較的高い成長が続くことで、現在 3%程度とされる需要不足幅は徐々に縮小していく。このため 2013 年度にかけて徐々にデフレ脱却に近づくが、家計所得の伸び悩みが続く中でそのペースは極めて遅く、2013 年度末にようやくゼロから若干のプラスになる程度と予想する。原油価格の動き次第では明確なプラスになることも考えられるが、趨勢としての物価上昇率はプラスになっても、その幅は極めて小さいものに留まるだろう。

(2)長短金利

①政策金利

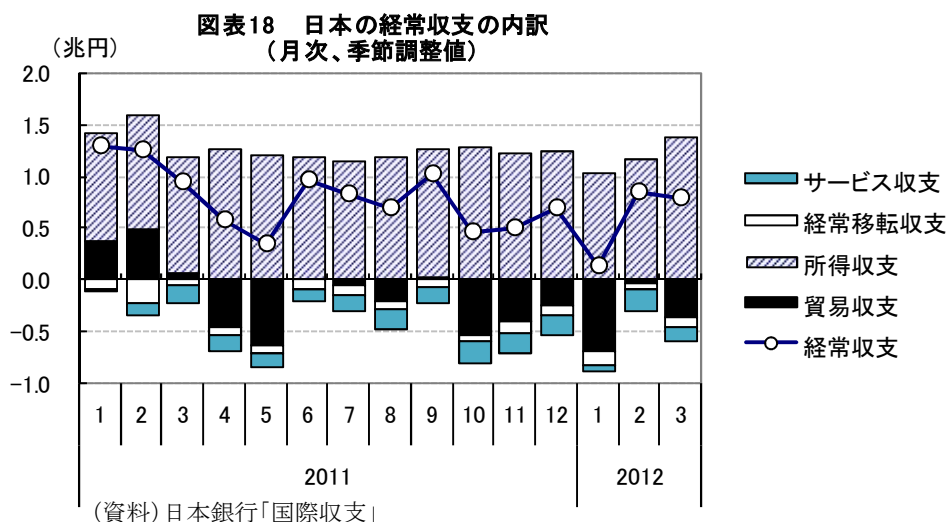
日銀は、2010 年 10 月に採用した包括的金融緩和政策の枠組みにおいて、中長期的に物価が安定していると政策委員が理解する消費者物価上昇率の中心を前年比 +1%程度とし、CPI 上昇率がこの水準まで上昇することが展望できるまで実質ゼロ金利を継続することとした。この枠組みと利上げのための条件は、2012 年 2 月に日銀が「中長期的な物価安定の目途」と表現を変更した際にも変わっていない。

利上げの条件は「中長期的に CPI 上昇率 +1%が展望できる状況になること」であり、その時点での CPI コア上昇率が +1%に達することではないため、先行きを見通して対応を決める(フォワードルッキング)現在の金融政策の枠組みにおいては、CPI コア上昇率が +1%に達する前に利上げすると考えるのが自然である。しかし、2013 年度末における CPI コア上昇率が特殊要因を除くベースでゼロ近傍に留まっているとすると、その先の CPI がある程度の確度で +1%まで上昇していくと展望できる状況には程遠いと考えられ、2013 年度末までに利上げが行われる可能性は非常に低いと見る。逆に、この先欧州債務問題の状況悪化や海外経済減速によって円高圧力が高まった際には、資産買入等基金の枠を小刻みに拡充し、購入する国債の年限を徐々に長くする形の金融緩和を続けるだろう。

②長期金利

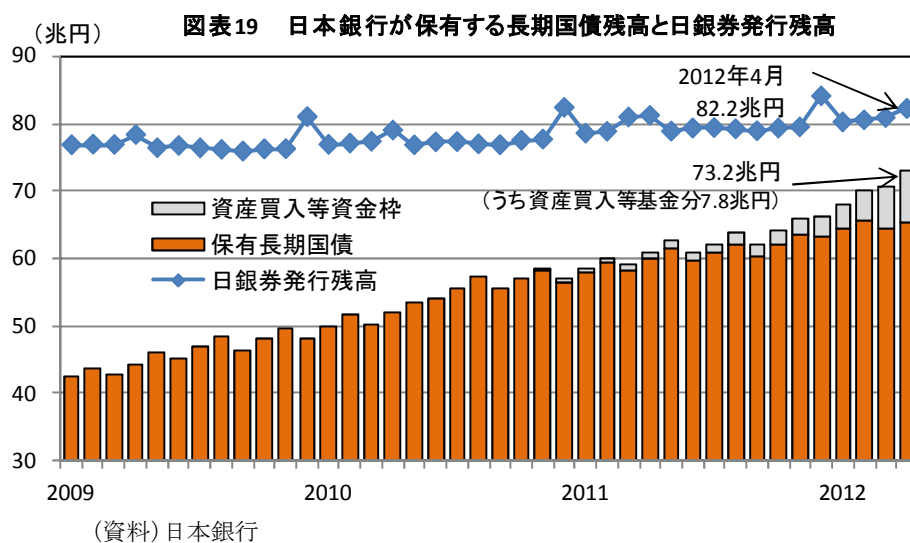
長期金利は、実質ゼロ金利長期化による時間軸効果で押し下げ圧力を受け続ける。この先、米国景気の堅調な状態が維持され、米国長期金利が上昇する局面があっても、国内長期金利はさほど上昇せず、2012 年度内は 1%前半、2013 年度末でも 1.5%前後に留まるだろう。

我が国の貿易収支は赤字が続いており、この先も発電エネルギーの火力シフトによって燃料輸入額が高止まりするため、2013 年度末まで貿易赤字が続くと見ている。但し、所得収支の厚みを考慮すれば、向こう数年という期間内に経常収支赤字が定着する可能性は極めて低い(次頁図表 18)。このため、今回の経済見通しの基本的なシナリオにおいては、日本の財政状態への懸念に起因する金利急騰、所謂「悪い金利上昇」は想定していない。



但し、欧州債務問題が緊張化の波を繰り返して国家財政に対する見方が益々厳しくなる中、経常収支の黒字維持だけで日本国債市場のリスクは全くないと決め込むのは安易に過ぎよう。欧州では、プライマリバランスが黒字であったイタリアなど、財政に関する数値にはさほど問題がなくても、政治の停滞などで財政赤字削減が進まないと見られれば、市場の厳しい評価を受けて国債利回りが上昇している。これは財政関連の数字そのものよりも、国としての財政再建に対する姿勢が問われていると見るべきであろう。日本においても政治が停滞し、消費税率の引き上げを含めた財政再建努力が進まず、国として財政再建の意思が弱いと看做されれば、更なるソブリン格下げなどを通じて長期金利が上昇するリスクは高まる。

また、最近になって日銀に更なる金融緩和を求める圧力が強くなっていることも、日銀の判断の独立性に対する懸念を惹起することを通じて、所謂「悪い金利上昇」を招くリスク要因となり得る。金融緩和強化策の中心は国債の買い入れ額増加にならざるを得ないが、4月末時点で日銀は既に73.2兆円もの長期国債を保有しており、日銀自身が長期国債の保有上限と定めている日銀券発行残高82.2兆円に近づいている(図表19)。



この状態で、日銀が長期国債買い入れのペースを更に上げれば、中央銀行による財政赤字の補填を想起させる恐れを高めることは避けられない。日銀自身は資産買入等基金を一時的なものと

位置付け、基金枠で保有する国債 7.8 兆円は日銀券ルールの対象外としているが、一旦市場の信認が失われるとこの区別も意味をなさなくなり、急激な金利上昇は不可避となる。また所謂「悪い金利上昇」には至らなくとも、国の姿勢に対する失望やソブリン格付の引き下げが金融市場のセンチメントを著しく悪化させ、実体経済の足をも引っ張った米国債務上限問題の例もある。この観点から見ても、我が国の財政状況に起因する景気下振れリスクは無視できない。

(3) 為替レート

① 円ドルレート

円ドルレートは、2 月 14 日の日銀による金融緩和強化を境に一旦円安が進んだ。その頃には 3 年物 LTRO など対策が奏功して欧州債務問題に対する懸念が落ち着いていたなお円安になりやすい条件が揃っていたところに、日銀の緩和強化がきっかけとなったものである。

しかし 4 月頃から欧州債務問題に対する市場の懸念が再び高まり始めたことや、米国で雇用者数増加幅が縮小して米景気鈍化が示唆されたことで再び 80 円前後の円高に戻った。4 月末に日銀は再び金融緩和に踏み切ったものの、5 月下旬の円ドルレートは 1 ドル = 70 円台後半で推移するなど円高傾向は続いている。今後の円ドルレートは 2012 年度半ばまで 1 ドル = 80 円前後で推移し、その後は米国で景気の堅調な状態が続くことで利上げが近づき、当面利上げが視野に入らない日本との金利格差が拡大することで徐々に円安にシフトしていくというのが基本的な予測である。

但し不確定要素も多く、欧州債務問題の状況が悪化した場合、または米国景気が減速度合いを強めた場合には円高圧力が強まるだろう。その際には円高進行による悪影響を防ぐために日銀による追加緩和が行われるだろうが、海外経済の状況が悪化している下で緩和強化を行っても、それだけで円安になるとは考えにくい。

② 円ユーロレート

円ユーロレートは、2012 年に入ってから欧州債務問題が小康状態を迎えたことでユーロ高に振れ、3 月下旬には一時 1 ユーロ = 110 円前後まで円安が進んだが、4 月以降は再び円高に戻り、5 月下旬時点では同 100 円程度の推移となっている。

一旦落ち着いた欧州債務問題が再燃したことにも示されているように、欧州債務問題が収束に向かうまでにはまだかなりの時間がかかることから、債務問題に起因する市場の緊張度合の変化とともに円ユーロレートも大きく振れるだろう。金融市場および実体経済悪化の程度によっては、ECB による利下げの可能性が取り沙汰され、これもユーロ安要因となる可能性もある。見通し期間を通じて、100～105 円のレンジを中心に振れの大きい展開を予想する。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2012・2013年度の経済見通し (作成日：2012年5月24日)

	2012年度		2013年度		2012上	2012下	2013上	2013下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	522.7	2.3	531.9	1.8	1.1 2.6	0.8 2.0	0.8 1.6	1.1 1.9
民間最終消費	307.1	1.4	308.4	0.4	0.6 2.4	-0.2 0.5	0.2 0.1	0.6 0.8
民間住宅投資	13.1	0.8	13.3	1.1	-0.4 1.2	1.0 0.4	0.6 1.7	0.0 0.5
民間設備投資	65.0	0.2	67.2	3.3	-1.9 1.0	1.1 -0.6	1.7 2.8	2.0 3.8
民間在庫品増加(実額)	-1.1	寄与度 0.4	0.3	寄与度 0.3	-1.4	-0.9	-0.5	1.1
政府最終消費	101.9	1.8	103.2	1.3	1.0 1.9	0.8 1.8	0.6 1.4	0.6 1.2
公的固定資本形成	24.1	12.2	23.9	-0.8	8.6 11.6	4.3 12.7	-0.3 4.6	-4.0 -4.7
財貨・サービス輸出	84.6	2.7	89.1	5.3	1.0 2.7	1.8 2.8	2.8 4.6	3.1 5.9
財貨・サービス輸入	71.8	2.2	73.5	2.3	0.4 4.1	0.1 0.4	1.3 1.5	1.9 3.0
内需寄与度	2.2	民需 1.3	1.3	民需 1.1				
外需寄与度	0.0	公需 0.9	0.4	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	478.5	1.8	485.8	1.5	1.2 2.2	0.1 1.5	1.2 1.3	0.6 1.7
GDPデフレーター	91.5	-0.5	91.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
企業物価 * (05年=100)	105.6	0.4	106.6	1.0	0.0	0.9	0.5	1.4
輸出物価 * (05年=100)	83.5	-0.2	84.8	1.6	-1.5	1.1	0.7	2.5
輸入物価 * (05年=100)	120.2	1.9	124.6	3.7	0.2	3.5	2.1	5.3
消費者物価 * (10年=100)	99.7	-0.1	99.8	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2
鉱工業生産 * (05年=100)	94.9	1.8	99.5	4.9	2.5	1.2	4.8	5.0
失業率 (%)	4.4	-0.1	4.2	-0.2	4.5	4.4	4.3	4.1
雇用者数 * (万人)	5,485	0.1	5,497	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	-0.1	—	0.1	—	-0.1	-0.2	0.0	0.1
新設住宅着工戸数 (万戸)	86.2	2.5	88.2	2.2	85.8	86.2	87.3	88.6
貿易収支 (10億円)	-4,302	—	-2,163	—	-2,234	-2,068	-1,302	-861
輸出 * (10億円)	64,288	2.7	68,853	7.1	1.4	3.9	5.2	8.9
輸入 * (10億円)	68,590	3.8	71,016	3.5	4.5	3.2	2.2	4.9
所得収支 (10億円)	14,671	—	15,529	—	7,598	7,073	7,984	7,545
経常収支 (10億円)	7,517	—	10,651	—	3,933	3,584	5,338	5,313
マネーサプライ * (M2、兆円)	824.6	2.7	844.0	2.3	2.8	2.6	2.4	2.2
円/ドルレート (円、期中平均)	81.0	—	83.8	—	80.4	81.7	83.0	84.7
輸入原油価格 (ドル/バレル)	107.9	—	113.1	—	107.0	108.8	111.8	114.5
米国実質GDP (10億ドル)	13635.0	2.4	13999.8	2.7	2.5	2.7	2.6	2.8

(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)

	2012/4-6	7-9	10-12	2013/1-3	4-6	7-9	10-12	2014/1-3
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	0.97	0.98	1.04	1.11	1.19	1.26	1.34	1.41
円ドルレート	80.0	80.8	81.4	82.0	82.6	83.4	84.3	85.1