

情勢判断

国内経済金融

円高・デフレ環境の下、現実味を帯びる増税路線

～ 年末にかけて景気停滞感が強まる可能性 ～

南 武志

要旨

東日本大震災の発生によって国内景気は大打撃を受けた後、時間経過とともに持ち直しの動きが強まっていたが、最近では大企業などでの復旧一巡や海外経済の減速傾向等を受けて、景気の足踏み感が強まってきた。復興需要増による国内景気の押し上げは年明け以降には始まる可能性が高いが、足元の世界経済の減速傾向や歴史的な水準での円高定着などにより、輸出の牽引力に期待できないことから、年末にかけて景気が足踏みする可能性があるだろう。

一方、財政再建に意欲を見せる野田新内閣が発足し、復興のための臨時増税実施が現実味を帯びてきた。また、野田首相は円高・デフレ対策への意欲も見せており、日本銀行はさらにもう一段の緩和策を求められる場面もあるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2011年		2012年		
		9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) (%)	0.329	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 (%)	0.975	0.95～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債 (%)	0.345	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	76.4	75～85	75～85	75～85	78～90
	対ユーロ (円/ユーロ)	103.4	95～115	95～115	100～125	105～130
	日経平均株価 (円)	8,374	9,000±1,000	9,500±1,000	10,000±1,000	10,250±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2011年9月26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。

国内景気: 現状・展望

9月2日、野田内閣が発足した。新内閣には、震災復興や原発事故対応などといった喫緊の課題が待ち構えており、政治混迷で遅れた分を取り戻す必要があるのに加え、野田首相は円高デフレ対策や財政再建などにも注力する意向を示している。特に、財政再建については、東日本大震災の復興経費 16.2 兆円を賄うために、時限的な増税を断行する意欲を示している。実際、政府税調では所得・法

人税などに、地方税を組み合わせる枠組みでの検討が進められている。さらに、社会保障と税の一体改革に向けて、10年代半ばまでに消費税率を段階的に10%まで引き上げる考えも堅持している模様だ。

しかし、政府・与党内では、景気に対する悪影響への懸念から、増税に慎重な意見は根強い。一方、財源問題での意見集約がなされなければ、第3次補正予算案の編成作業はさらに後ずれするリスクもある。野田内閣は、発足直後から難題

に直面しているといえる。

さて、大震災直後に大幅に悪化した国内景気は、時間経過とともに持ち直し基調を強めたが、ここにきて今後の趨勢を占う上で重要な輸出環境に変化が見られる。7、8月の実質輸出指数は前月比でそれぞれ0.3%、0.1%となるなど、輸出の勢いは大きく鈍化している。こうした輸出減速や大企業での復旧一巡から、生産活動の回復ペースも鈍り、大震災前（2月）の生産水準まで戻る時期が後ズレする公算が高まっている（前月比0.4%だった7月の鉱工業生産指数に8、9月分の製造工業生産予測指数をそのまま当てはめると9月時点で大震災前の生産水準に届かない）。これらの背景には、世界経済全体に変調が見られること、さらに歴史的水準での円高定着などが挙げられるだろう。

また、夏場までは底堅く推移した民間消費についても、その反動が出る可能性もある。さらに復興関連の公的支出は12年以降にならないと出てこない可能性を踏まえると、年末にかけて景気の停滞感が強まる可能性もあるだろう。

当総研では、4～6月期 GDP 第2次速報の発表（前期比成長率は0.5%へ下方改訂）を受けて、8月に公表した経済見通しの見直しを行った。7～9月期には4四

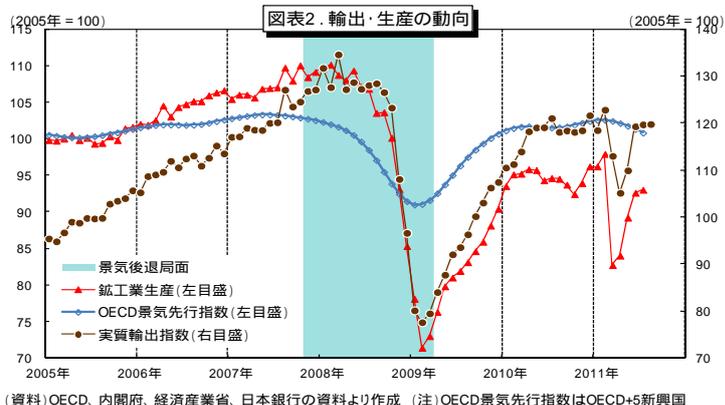
半期ぶりにプラス成長に転じることは濃厚であるが、輸出環境の悪化や復興支出の遅れなどから、年度下期の成長率はそれほど高まらず、11年度の経済成長率はゼロ%との見方に変更はない（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、物価については、これまでの国際商品市況の高騰によってエネルギーや食料品の一部で価格上昇が続いているものの、全体的に見れば相変わらず大きなデフレギャップが残っているため、企業・生産者にとって投入コスト増の価格転嫁が困難な状況が続いている。代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）の7月分は08年12月以来の前年比プラスとなったが、この上昇は一時的で、再び水面下に沈む可能性が高い。先行き10月にはたばこ税率や損害保険料の引上げの効果が一巡するほか、しばらくはデフレギャップを解消するほどの力強い成長が想定できないことを踏まえれば、安定的な物価上昇の確保は当面見込みづらい。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は東日本大震災発生を受けて、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。震災直後には、資産買入基金を5兆円ほど増額し、社債・CP等の

リスク性資産を中心に購入するといった追加緩和策を決定したほか、市場の安定化や企業・金融機関などの流動性確保ニーズへの対応、資金決済の円滑化などを図るため、潤沢な資金供給を行った。その後も、被災地金融機関を支援するための資金供給オペの創



設、被災地金融機関の資金調達余力確保の観点からの担保適格要件緩和、成長基盤強化支援資金供給における出資や動産・債権担保融資（いわゆる ABL）などを対象とした新たな貸付枠の設定などを決定してきた。

しかし、7月中旬以降、世界的に景気減速懸念が高まり、金融資本市場でリスク回避的な行動が強まるなど、株安や円高が進行した。これを受けて、日銀は資産等買入基金をさらに 10 兆円増額することを決定した。ちょうど、財務省による為替介入と歩調を合わせた追加緩和となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容が市場参加者の想定範囲内だったこともあり、効果は限定的だったことは否めない。

その後も世界経済の不透明感が一段と高まり、金融資本市場の不安定さが続いたものの、9月の金融政策決定会合では更なる緩和策は見送られた。会合後の会見で、白川日銀総裁は「今回何かを「決定しなかった」という意識は無く、強力な金融緩和をまさに推進している」との意識を述べたほか、資金供給といった「量」も先進国では最大規模で、十分に対応している、と述べている。今後とも、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援、という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとしているものの、円高とデフレがあたかも悪循環の様相を示していることや世界経済の悪化懸念の強まりなどを考慮すれば、更なる緩和策を

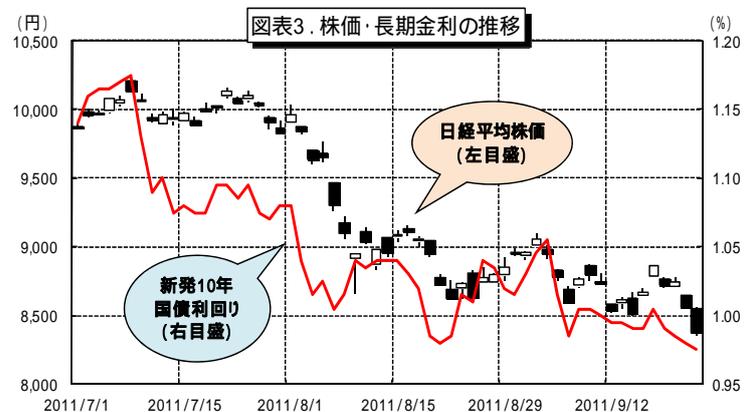
検討・実施する場面は十分ありうるだろう。さらに、第3次補正予算編成に絡み、復興財源に対する協力が求められることも考えられる。日銀の「次の一手」としては、資産等買入基金の一段の増額、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行 0.1%））の撤廃、固定金利オペの適用利率（現行 0.1%）の引下げ、などが検討される可能性があるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

7月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧米での債務危機の広がりなどから、為替レートや金融資本市場は一時大荒れの展開となった。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みたい。

債券市場

大震災後の景気悪化や日銀による潤沢な資金供給を背景に、一時 1.2% 割れとなった長期金利（新発 10 年物国債利回り）は、その後復興に向けて国債の大量増発が不可避といった需給悪化懸念などが強まり、4月中旬には 1.3% 台前半まで上昇。その後、しばらく 1.1% 台を中心としたレンジ相場となったが、7月中旬以降は海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に一段と低下、8月下旬以降は 1%



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

前後での展開となっている。

先行きについては、国債増発や復興需要の強まりにつれて景気浮揚期待や金融機関貸出の拡大などにより、長期金利に対して上昇圧力が徐々に強まっていくものと思われる。とはいえ、景気の牽引役である輸出の伸び悩みへの懸念や追加緩和策への思惑などもあり、さらに一段と低下余地を探る可能性も否定できない。当面は、時として大きな変動を伴いつつも、総じて低水準での展開が続くものと予想する。

株式市場

震災発生後、日経平均株価は一時8,200円台まで急落したが、円高急伸に対する先進7ヶ国(G7)による協調介入や復興需要期待などから上昇に転じ、5月上旬には一時1万円台を回復する場面もあった。5月中旬から6月中旬にかけて9,500円前後でもみ合った後、7月上旬には底堅い米国経済指標を材料に上昇傾向が強まったかに見えたが、同中旬以降は世界経済の先行き不透明感の強まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに8月に入ってから世界的な株安の中で大きく下落、直近は8,000円台後半でのみみ合いが続いている。

復興関連の遅れや原発事故の被害拡大

への警戒感が残るほか、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題やそのコスト負担などが企業業績の足枷になるとの懸念も徐々に強まっている。総じて海外経済の先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

外国為替市場

欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、日銀の金融政策が相対的に慎重であることが歴史的な水準での円高状態を定着させてつつある。政策当局はこれまで、4.5兆円規模の市場介入と追加緩和策とのポリシーミックス実施(8月4日)や、1千億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設、主要金融機関に対する外国為替の持高報告、からなる円高対応緊急パッケージ(8月24日)の発表などを行ってきたが、円高圧力を緩和することはできずにいる。

安住財務相はG7・G20等の国際会議の場で円高阻止に各国の理解を求めたが、現時点ではメリットも期待される自国通貨安を黙認する各国からの反応は鈍い。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが燃り続けていることもあり、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、仮に現状水準以上に円高が進行すること

になれば、為替介入への警戒感が強まることから、過度な円高進行は想定しない。ちなみに円安方向へ動くためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国での金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要であろう。

(2011.9.26 現在)



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点