

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 円高・デフレ継続下で着手され始めた増税路線

#### ～年度末まで国内景気は足踏み継続～

南 武志

#### 要旨

国内景気は東日本大震災後の持ち直しが昨夏までには一服、秋以降は海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、頭打ち感が漂っている。当面は輸出環境の悪化や復興需要の後ズレなどを踏まえれば、11年度末にかけて景気の足踏みが続く可能性が高い。一方、12年度に入れば、復興需要が景気の底上げに寄与し始めることが期待されるが、年半ばまでは輸出回復が期待できないこともあり、震災からの復興期の経済成長としては力不足感の漂うものにとどまるだろう。

こうした中、野田内閣は「社会保障と税の一体改革」の柱である消費税増税に向けた動きを強めているが、円高やデフレ圧力が強い状況下で増税路線に踏み切ることへの懸念もまた根強い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	2012年					
	1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12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 (%)	1.005	0.90～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.350	0.30～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.9	75～80	75～82	75～85	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	101.5	90～110	90～110	90～115	90～115
日経平均株価 (円)	8,883	8,750±500	9,250±1,000	9,500±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1月25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

欧州債務危機は対岸の火事ではないとの認識から、日本の財政再建への意欲を前面に掲げてきた野田内閣は、1月24日に召集した通常国会で、いよいよ消費税増税を柱とする「社会保障と税の一体改革」の議論を開始することになった。たしかに、国・地方を合わせた長期債務残高は900兆円超(対GDP比率:192%、12年3月末見込み)と莫大な金額となっているほか、今後も続く高齢化や人口減少

などを考慮すれば、早い段階で財政健全化に向けた道筋をはっきりと示しておくべきと考えるのは為政者として当然のことであろう。しかし、行政のムダの削減努力が不十分な上に、円高・デフレ圧力が強い状況下で増税措置(復興や消費税などの増税)を強行することに対する危惧もないわけではない。欧州債務問題が半ば泥沼化している原因の一つに、経済成長と財政再建との調和の欠如があることも十分に踏まえるべきと考える。なお、

自公など野党では対決姿勢を強めており、消費税増税などの問題が今国会で決着できるかはかなり不透明な状況である。状況次第では年内の解散・総選挙の可能性も否定できない。

さて、国内景気については東日本大震災後の持ち直しがすでに一服、年度下期に入り、世界経済の減速傾向を受けて頭打ち気味の推移となっている。12月の通関貿易統計によれば、輸出金額は前年比

8.0%と減少幅を拡大、地域別にはユーロ圏やアジア向けが二桁減となっている。

当面は輸出の勢いが弱い状態が続くだろう。また、建設総合統計などからも、公共事業が依然として減少気味に推移していることが見て取れる。そのため、11年度末にかけては景気足踏みを続ける可能性が高い。一方、12年度については、年度上期は輸出環境の改善はあまり期待できないものの、11年度第3次補正予算などに盛り込まれた復興事業が本格化することにより、ある程度景気は底上げされるだろう。さらに後半になれば輸出の再持ち直しも始まることが想定される。ただし、震災からの復興期にしては力強さが感じられず、根強い円高圧力、原発

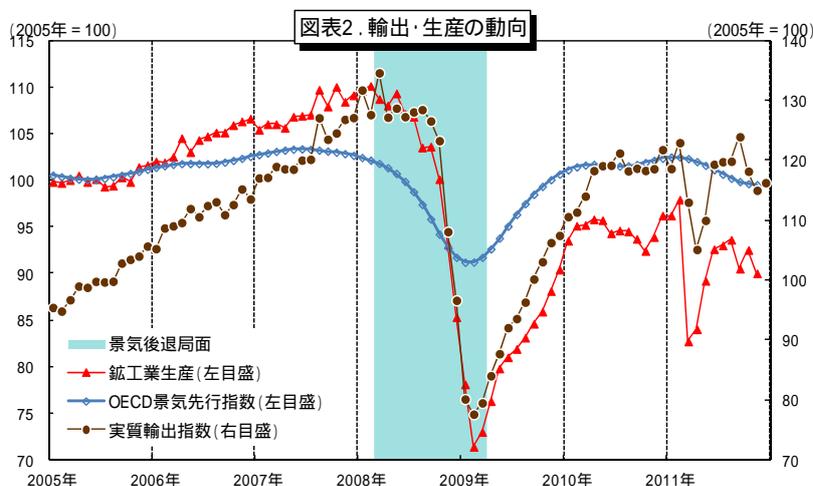
再稼働の可否に伴う電力不足懸念、さらには欧州債務問題等の行方など下振れリスクも多いため、先行きの不透明感はかなり強いと言わざるを得ない。

また、物価動向については、11年夏場にかけて、石油製品や電気料金などエネルギー中心に上昇し、7～9月には全国消費者物価(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推移したが、10月には再びマイナスに転じ、さらに11月には下落幅を拡大させた。基本的に国内には大きなデフレギャップが存在しており、エネルギーや食料品を除くベース部分では物価下落が続いている。先行きについても、弱含み気味に推移する可能性が高く、12年度中のデフレ脱却は展望が困難なままである。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は10年10月に政策金利の引下げ(0～0.1%)、時間軸効果の再導入、資産買入等基金の創設、からなる包括緩和策を導入した。しかし、その後も、東日本大震災に伴う景気悪化、欧州債務危機など世界経済の下振れリスク、さらには根強い円高・デフレ圧力もあり、

資産等買入基金等の漸次増額を柱に金融緩和措置を強化していった。この結果、資産買入等基金は総額55兆円程度の規模が設定され、うち資産買入れは20兆円、固定金利オペは35兆円(期間3ヶ月:20兆円、期間6ヶ月:15兆円)となった。これらは12年末までに枠を使い切



(資料)OECD、内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成 (注)OECD景気先行指数はOECD+6新興国

の方針となっている（ちなみに、資産買入基金については1月20日時点の残高を考慮すれば、残りは約10兆円である）。

このように日銀が緩和策を続けているのは間違いないが、その効果がほとんど検出されていない上、一段の緩和策に対して慎重な姿勢をにじませるなど、他の中央銀行に比べて消極的であるのは否めない。とはいえ、政府はデフレ脱却を経済財政政策運営の最重要課題と捉えていることもあり、今後も一段の緩和策の検討を迫られる場面があるものと思われる。

その際には、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額していくものと思われるが、足元（翌日物）の金利水準をさらに低下させるためにも、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%）の引下げなども検討する余地は十分ある。

### 市場動向：現状・見通し・注目点

11年度下期に入っても欧州債務問題が一段と深刻さを増した上、これまでの引締め効果も加わって新興国の景気減速も明確になるなど、世界的にリスク回避的な行動が強まり、株安・金利低下・円高

が進行した。その後、米国経済の過度な悲観論の解消やユーロ圏諸国の欧州債務問題への取り組み進展もあったが、金融市場は依然として不安定さが残っている。

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。

### 債券市場

11年度入り当初、長期金利（新発10年物国債利回り）は1.3%台で推移していたが、その後は緩やかな低下傾向をたどった。東日本大震災に伴う復旧・復興費捻出のための一時的財源として期待される国債増発への警戒感があったが、欧州債務危機により投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、JGBに対する需要はほぼ一貫して堅調であった。11月にはドイツ国債の入札不調をきっかけに、一旦は1.1%手前まで上昇する場面もあったが、景気の足踏み開始、根強いデフレ、国内投資家の運用難などといった環境は当面変わることはないとの認識から、年度下期は概ね1%を挟む狭いレンジでのみ合いが続いている。

先行きについては、第3次補正予算の成立に伴って国債増発がすでに始まっているほか、復興事業の開始などによる景

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懸念や追加金融緩和策への思惑などが、金利上昇に対して抑制的に働く可能性も否定できない。一時的に大



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

きな上下動がみられる場面もあると思われるが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

## 株式市場

大震災発生によって大幅下落した日経平均株価は、その後持ち直し、5月上旬には1万円台を回復する場面もあった。しかし、その後は、欧州債務危機や新興国の減速など世界経済の先行き不透明感の強まり、それらに伴うリスク回避目的での円買い圧力などもあり、概ね下落傾向をたどった。それでも10月下旬には、ユーロ圏諸国の欧州債務問題への対応に一定の進展が見られたことや政府・日銀による為替介入や追加緩和策導入などもあり、一時9,000円台を回復する動きも見せたが、その後は8,000円台半ばを中心にもみ合うなど、上値の重い状態が続いている。それでも1月下旬にかけては一時8,800円台を回復するなど、やや明るさも見え始めている。

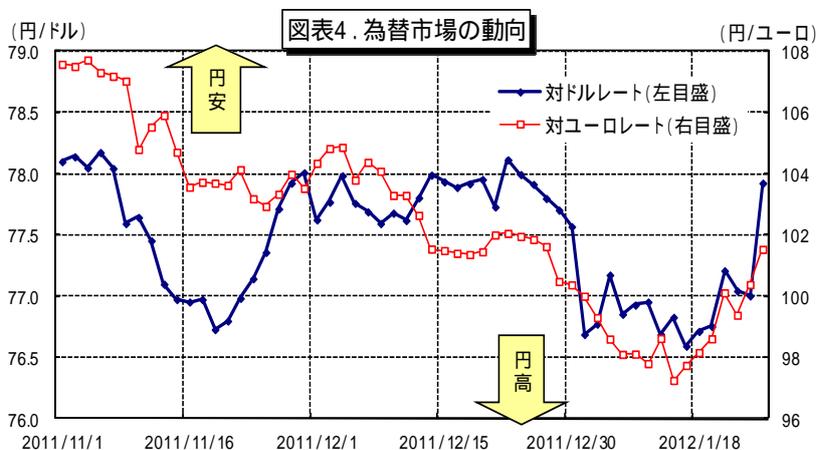
先行きについては、復興需要への期待感が徐々に高まるとはいえ、内外景気の不透明感が強いほか、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、不安な要素は少なくない。

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、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。政策当局としては、為替市場への円売り介入を始め、いくつかの対応策を発表してきたが、市場からはほとんど評価されず、10月下旬にかけては対ドルレートがほぼ連日のように戦後最高値を更新し続けた。政府は10月末には11年になって3度目の介入に踏み切ったため、直近に至るまで円高進行自体は止まっているが、1ドル=70円台後半という歴史的な水準が続くなど、円高圧力が解消したとは判断できない状況である。また、対ユーロでは、欧州危機への警戒感が残っていることもあり、徐々にユーロ安が進行しており、1月上中旬にかけては約11年ぶりの水準である1ユーロ=100円割れでの推移となった。

当面は欧米で経済・金融面での不安要素が



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

素が燻っていること、さらに欧米中央銀行が一段の追加緩和策を導入する可能性など、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、為替介入への警戒感も強く、特に対ドルレートで過度に円高が進行する可能性は低いだろう。

(2012.1.25 現在)