

情勢判断

国内経済金融

復興需要と輸出動向が握る 2012 年度の国内景気

～ 物価安定目標の導入により円高圧力が緩和 ～

南 武志

要旨

11 年秋以降、世界経済の減速や急激な円高進行などを受けて、国内景気は足踏み状態を続けている。目先は輸出環境の悪化や復興需要の後ズレなどにより、引き続き横ばい圏での動きが想定される。しかし、12 年度入り後は復興需要が景気の底上げに寄与し始めるほか、年半ばまでは輸出が下げ止まり、回復に転じてくると思われ、景気を持ち直し傾向が強まるだろう。ただし、震災復興期の成長率として物足りなさは拭えない。

一方、政府が企てる消費税増税前のデフレ脱却要請や米 FRB による物価安定目標の明確化等を受けて、日本銀行は追加的な量的緩和の決定とともに「中長期的な物価安定の目途」を公表、当面は 1% の物価上昇を目指して金融政策を運営することを明らかにした。これを受けて市場では「円安・株高」の反応となった。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2012年					
	2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 (%)	0.088	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.331	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	0.90～1.25	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.310	0.30～0.50	0.35～0.70	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.0	75～85	75～85	75～85	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	106.1	90～115	90～115	90～115	90～115
日経平均株価 (円)	9,554	9,500±500	9,750±1,000	10,250±1,000	10,500±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2月22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

東日本大震災後の景気持ち直しは昨夏までには一服し、年度下期入り後は欧州危機の深刻化や新興国の成長鈍化などによる世界経済の減速や急激な円高進行などの影響を受けて、景気は足踏み状態を続けている。10～12月期の GDP 統計(第1次速報)によれば、実質成長率は前期比年率 2.3%と2四半期ぶりのマイナスに陥ったが、その主因は輸出の落ち込みと民間在庫の取り崩しによるものであ

った。ただし、民間消費や民間設備投資といった最終需要は底堅さも見られるなど、大震災の復興需要が出てきたことを窺わせる内容であった。

目先は引き続き輸出の勢いは軟調と想定されるが、12年度に入れば、11年度第3次補正予算などに盛り込まれた復興事業が始まることで、官民両輪揃った復興需要が本格化し、景気が底上げされるだろう。さらに年半ばまでには輸出も下げ止まり、再持ち直しも始まることが想定

される。もちろん、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、先行き不透明感はかなり強いと言わざるを得ない。当総研では、GDP 統計発表後に経済見通しの改訂を行ったが、11年度は0.5%成長と2年ぶりマイナス、12、13年度はそれぞれ1.8%、2.0%とプラス成長と予測したが、復興期としては物足りなさの残る成長率といえるだろう（経済見通しは後掲レポートを参照下さい）。

また、物価動向については、11年7～9月にかけて全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は、石油製品や電気料金などエネルギー中心に値上がりしたこともあり、小幅ながらも前年比プラスでの推移となった。しかし、10月には再びマイナスに転じ、その後も水面下での推移となるなど、物価下落にはなかなか歯止めがかからずにいる。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の下落傾向が続いている。先行きについては、目先は下落幅が一旦拡大する可能性があるなど、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、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。

こうしたなか、12年1月の米FOMCでは政策運営の透明性を高める目的で、物価安定目標を明確化（2%を長期的なゴールと設定）するとともに、現行の政策金利水準は少なくとも14年遅くまで継続するとのボードメンバーの予想を示したが、これらは結果的に時間軸効果の強化をもたらした。一方、わが国では、消費税増税を目論む政府が、増税実施前のデフレ脱却と成長加速を期待して、日銀に対して更なる努力を要請するとともに、「中長期的な物価安定の理解」の曖昧な位置づけを巡り、その改善も求めた。

これを受けて、2月13～14日の金融政策決定会合では、資産買入等基金を約10兆円増額とともに、「中長期的な物価安定の目途（以下、「目途」）」を示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策

を運営することを決定した。

かねてから、日銀は、自らは世界でも先進的な政策運営をしてきた中央銀行であると自負、すでにインフレーションの利点を十分取り入れているとし、物価目標の設定は不必要との態度をとり続けてきたため、今回の決定について違和感を抱く市場参加者

図表2. 日本銀行の資産等買入基金残高(兆円)

	現在 (12年2月20日)	粹 (～12年末)	残額
資産等買入基金	44.5	65.0	20.5
資産買入基金	11.0	30.0	19.0
長期国債	4.3	19.0	14.7
国庫短期証券	2.3	4.5	2.2
CP等	1.6	2.1	0.5
社債等	1.8	2.9	1.1
ETF	0.8	1.4	0.6
J-REIT	0.07	0.11	0.0
共通担保オペ	33.5	35.0	1.5
期間3ヶ月		20.0	
期間6ヶ月		15.0	

(資料)日本銀行

は少なくない。とはいえ、これまでデフレ脱却には金融政策は 半ばデフレを放置してきたことを考慮すれば、1%の物価上昇に向けた緩和策をしていくとの方針転換は、時期を完全に逸しているとはいえ、中央銀行として正しい道を歩む姿勢を見せたことは評価したい。

なお、今回増額されて増額 19 兆円程度となった国債買入枠は 12 年末までに購入を完了することとなっている。2 月 20 日時点の残高（長期国債：約 4.3 兆円）を考慮すれば、日銀は年末までにあと 15 兆円弱の国債購入が必要となる。

さて、今後の金融政策運営であるが、今回の措置だけで自然に 1%前後の物価上昇が実現することは想定できず少なくともデフレ状態が続く状況下では、日銀は更なる追加緩和措置を検討しなくてはならないだろう。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）の金利水準を一段と低下させるために、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ある。また、1%とした「目途」の引上げで、時間軸効果を強め

ることもありうるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

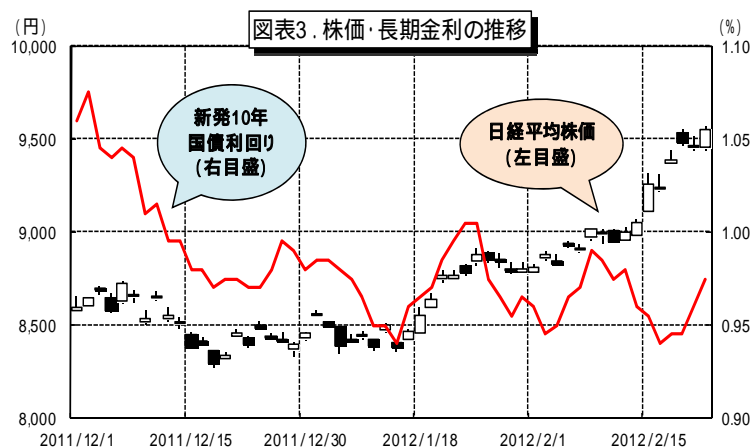
11 年度下期入り後、欧州債務問題が一段と深刻さを増した上、これまでの引締め効果も加わって新興国の景気減速も明確になるなど、世界的にリスク回避的な行動が強まり、株安・金利低下・円高が進行した。その後、米年末商戦の好調さや雇用市場の改善など、米国経済に対する先行き期待の高まりや ECB による潤沢な資金供給（3 年物資金供給オペ）の実施もあり、金融資本市場の動揺は沈静化し、小康状態となった。

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、その後はほぼ一貫して低下基調をたどった。復興費捻出に向けての国債増発に対する警戒感もあったが、それ以上に欧州債務危機の深刻化に伴う投資家のリスク回避的な行動が強まり、日本国債に対する需要は底堅く推移した。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 1%を挟む狭いレンジでのみ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



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

て上昇圧力は徐々に強まっていくものと思われる。とはいえ、国内景気は復興期にしては緩やかな回復にとどまること、日銀による国債買入れ圧力（12月まで月3.3兆円ペース）さらには1%の物価上昇を達成するために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、金利上昇に対しては抑制的に働くだらう。一時的に大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

11年度下期に入り、日経平均株価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による為替介入、日銀による追加緩和策の決定などもあり、9,000円台を回復する動きも見せた。その後は8,000円台半ばを中心にみみ合うなど、上値の重い状態が続いたが、年明け前後あたりから世界経済に対する過度な悪化懸念が払拭されるとともに徐々に株価水準は切り上がった。2月には9,000円台を回復、2月下旬には約半年ぶりに9,000円台後半まで一時上昇するなど、明るさも散見され始めた。

先行きについては、欧州債務問題の行方、潜在的な円高圧力や交易条件の悪化、さらには慢性的な電力不足問題やそのコ

スト負担など、不安な要素は決して少なくないものの、復興需要の本格化に対する期待感も高まっていくものと思われる。総じて海外経済に対する思惑などに左右される面は大きいですが、株式相場は徐々に下値を切り上げていく展開となるだろう。

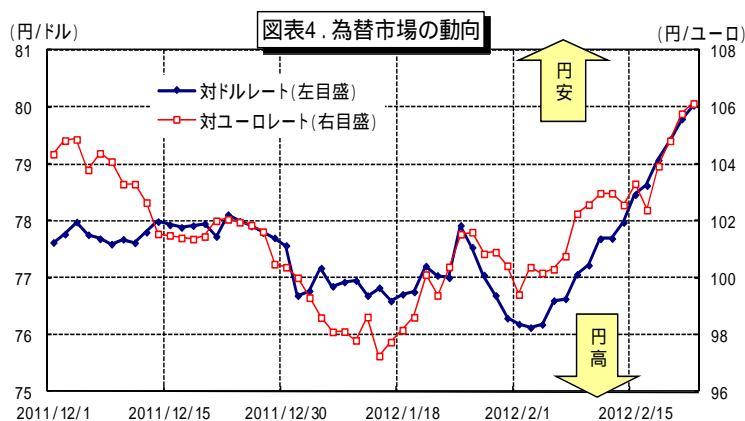
外国為替市場

欧州債務問題の長期化・深刻化やデフレ阻止に向けて大胆な緩和策を決定した米FRBなどといった海外要因に加え、日銀の金融緩和策に対する慎重姿勢などによって、約2年近くにわたり為替レートはほぼ一貫して円高が進行してきた。政策当局としては、数度にわたる円売り介入を始め、様々な対応策を発表してきたが、市場参加者の評価は得られず、夏場以降1ドル=70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着している。対ユーロでも円高が進んでおり、1月上旬から2月上旬にかけて約11年ぶりの水準である1ユーロ=100円を挟む展開が続いた。その後、2月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力はようやく緩和、6ヶ月ぶりに1ドル=80円台まで円安が進んだ。

当面は欧米で金融面での不安要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もある

ため、円高状態は残ることが見込まれる。しかし、物価安定目標を導入した日銀による追加緩和期待も根強いほか、為替介入への警戒感もあり、再び急激な円高が進行する可能性は薄いだらう。

（2012.2.22 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