

情勢判断

国内経済金融

持ち直し局面入りを模索し始めた日本経済

～円安進行が景況感回復に寄与～

南 武志

要旨

2011 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きたが、最近の経済指標にはそうした状態からの脱却を目指す動きも散見される。また輸出環境の好転が見られないこともあり、当面は横ばい圏での動きが想定されるが、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回復に転じてくると思われ、国内景気の持ち直しは徐々に強まるだろう。

一方、2 月に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」を公表し、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が、これを受けて市場では「円安・株高」の反応となった。この動きには日銀の追加緩和期待も寄与していると思われ、今後の日銀の対応に注目が集まる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2012年				2013年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.078	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.332	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 (%)	1.010	0.95～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40	1.10～1.50
	5年債 (%)	0.325	0.30～0.70	0.35～0.75	0.35～0.75	0.35～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.7	80～90	80～90	80～90	85～95
	対ユーロ (円/ユーロ)	109.5	95～115	95～115	95～115	95～115
日経平均株価 (円)	10,018	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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3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

2011 年秋以降、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傾向や急激な円高進行などの影響を受けて、日本経済は足踏み状態を続けてきたが、最近発表される経済指標からは徐々に踊り場脱却に向けた動きも散見されている。例えば、11 年 8 月を大震災後の戻りのピークにして、弱含みが続いていた鉱工業生産については、12 月以降はタイの洪水被害が解消したことも手伝っ

て、急ピッチでの持ち直しが進行している。企業サイドでは先行きも改善見込みであり、近い将来、今回の景気回復局面（09 年 4 月～）におけるピークを更新する見通しである（現在の直近ピークは大震災発生前の 11 年 2 月）。

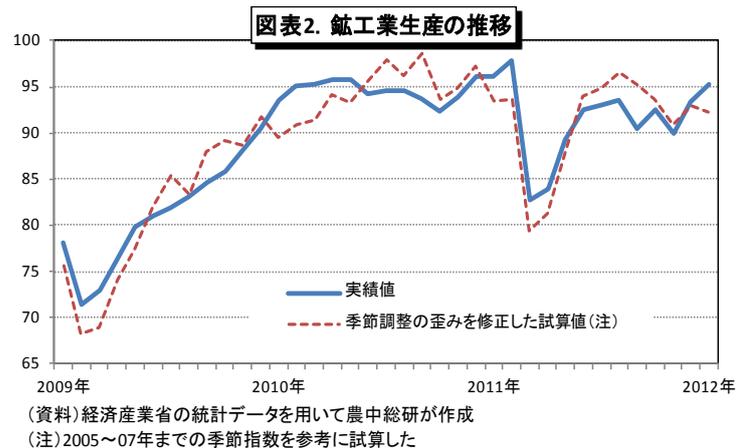
ただし、日本銀行などがかねてから指摘しているように、鉱工業生産指数はリーマン・ショック後の世界同時不況に伴う生産の大幅減の一定部分を季節要因として認識している可能性があり、1～3 月

期の統計は高めにしやすい点に留意すべきであろう（図表2）。つまり、最近の堅調な経済指標はある程度割り引いて評価する必要がある。

一方、政府による復興需要が大きく出遅れる中、民間消費などでは復興に向けた需要が散見されつつある。かねがね仙台市を中心に東北地方での小売販売が堅調だったことが指摘されていたが、全国的にはあまり盛り上がってこなかった。しかし、復興需要に加え、エコカー購入補助金の再導入の効果も手伝って、乗用車販売台数は前回景気回復局面（02年2月～08年2月）でのピーク時の水準に近付いている。自動車産業は裾野が広く、他業種への波及効果も高いため、経済全体への好影響が期待できるだろう。

先行きについては、中国など新興国経済の景気減速の影響から、しばらくは輸出の勢いは弱いと想定されるが、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。さらに年半ば以降、輸出は再び持ち直しの動きも始まることが想定される。もちろん、潜在的な円高圧力、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く、先行き不透明感はかなり強い点には留意が必要だ。

当総研では、法人企業統計季報（10～12月期）において民間企業設備投資額が高い伸びを示したことなどを受けて上方修正されたGDP統計（第2次速報）の公表後、2月に発表した経済見通しの改訂



を行ったが、上述したような基本的な景気シナリオは変更しなかった。12、13年度は2%前後の経済成長が達成できると予測しているが、震災復興期としてはやや寂しい成長率といえる（最新の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、その後も水面下で推移するなど、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、原油高の影響が今しばらく残るものの、それ以外の分野では弱含み気味に推移する可能性が高い。12年度中のデフレからの完全脱却は困難であろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は2月13～14日の金融政策決定会合で、資産買入等基金を約10兆円増額して総額65兆円程度とするとともに、新たに「中長期的な物価安定の目途（以

下、「目途」)を提示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策を運営していくことを決定した。3月12~13日の決定会合では政策金利や資産買入等基金については現状維持となったが、3月に新規貸付の受付期限を迎えることになっていた成長支援資金供給の拡充(期限の2年延長、貸付枠の2兆円増額、対象を小口や外貨建てまで拡大)を決定した(なお、被災地金融機関支援資金供給も受付期限を1年延長)。デフレ脱却は金融緩和策だけでは困難との日銀の主張に基づいた行動といえるが、本当に政策効果が出ているのか、単なる金融機関への「補助金」に留まっているかは現時点では明らかではない。

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。また、時機としても物価安定目標を提示した2月から間隔が空いてしまえば、デフレ脱却にかける真剣度が問われかねない。3月の決定会合では、宮尾審議議員が資産買入等基金の5兆円増額を提案する動きを見せた(この提案は否決)が、4~6月期にも追加緩和の可能性があるだろう。

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)の金利水準をさらに低下させるために、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」の引上げによって、時間軸効果を一段と強化することも検討される可能性もある。

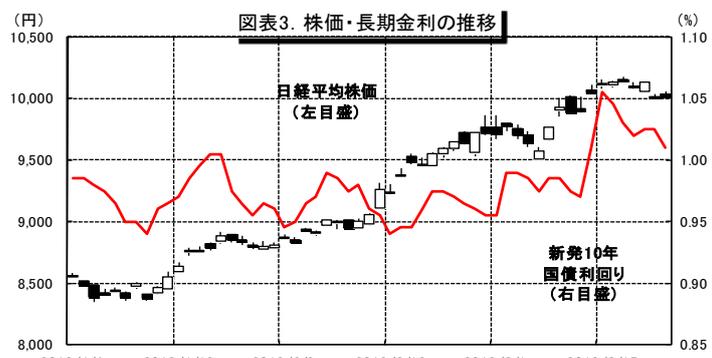
なお、政府は4月4日に任期切れとなる2名の政策委員の後任の1人として、政府は河野龍太郎氏(BNPパリバ証券チーフエコノミスト)を国会に提示した。最近の河野氏の論調には、日銀による金融緩和長期化に対する懸念と早期の財政再建の必要性を訴えるものが見られるが、こうした考えは日銀執行部のスタンスに近いといえる。そのため、河野氏の政策委員就任が日銀の金融政策に与える影響はそれほど大きくはないものと思われる。

市場動向:現状・見通し・注目点

世界経済の先行き懸念が解消しつつあること、債務問題で不安定化していた欧州の金融市場がECBによる潤沢な資金供給(3年物資金供給オペ)の実施で落ち着きを取り戻したこと、さらに日銀による金融緩和期待が高まったことなどもあり、円安・株高の動きが強まっている。

① 債券市場

11年8月以降の長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね1.0%を中心とする狭いレンジ内での展開が続いている。世界でも有数の財政赤字を抱えるわが国



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

にも欧州債務危機が飛び火することを警戒する向きもあるが、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。

先行きについては、12年度も国債の大量発行が継続するほか、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は徐々に強まると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力（単純計算で12月まで月3.3兆円ペース、償還を含めればさらに増加する）、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ろう。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。

② 株式市場

11年後半にかけて、日経平均株価は欧州債務危機や米国・中国などの景気減速懸念もあり、一時8,100円台まで下落するなど、軟調な動きに終始した。しかし、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、3月には約7ヶ月ぶりに10,000円台を回復するなど、徐々に明

るさも見え始めてきた。

目先はこれまでの上昇に対するスピード調整の可能性や、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、下押し材料も多いが、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。

③ 外国為替市場

過去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た。また、対ユーロでも円高が進行、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。

しかし、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し、さらに欧米中央銀行の追加緩和期待の後退とともに、約1ヶ月で1割程度の円高修正が実現した。

とはいえ、欧米で金融面での不安要素が燻っていることもあり、1ドル=80円

台といった円高状態は今しばらく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が一段と緩和策を打ち出し、市場がデフレ脱却への意欲を評価すれば、緩やかに円安が進行する可能性があるだろう。

(2012. 3. 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