

情勢判断

国内経済金融

デフレ脱却に向けた意欲が問われる日本銀行

～企業の景況感回復の動きはまだ鈍い～

南 武志

要旨

2月に日本銀行が「中長期的な物価安定の目途」を提示して以降、円高修正や株価回復の動きが見られたが、為替レートは依然1ドル＝80円前半という歴史的な水準で推移しているほか、原油高や電気料金的大幅値上げなどの投入コスト増への懸念も根強く、企業の景況感にはあまり改善が見られていない。ただし、民間消費などに復興需要が散見されている上、新年度入り後には徐々に復興に向けた公共事業が開始され、さらに年半ば以降の輸出持ち直しが始まりさえすれば、国内景況の回復力は強まっていくだろう。

なお、円高修正の動きも一服するなど、金融緩和効果はもはや剥落しつつある。野田政権が企てる消費税増税のためにもデフレ脱却は大前提であることから、今後とも様々な方面からの金融政策に対する期待感が高い状態が続くと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年				2013年	
	4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 (%)	0.083	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 (%)	0.910	0.90～1.35	0.95～1.40	1.00～1.40	1.10～1.50
	5年債 (%)	0.265	0.25～0.60	0.30～0.65	0.30～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	81.1	80～90	80～90	80～90	85～95
	対ユーロ (円/ユーロ)	106.6	95～115	95～115	95～115	95～115
日経平均株価 (円)	9,542	10,000±1,000	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±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2012年4月23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。

国内景況:現状・展望

2012年度入りした日本経済であるが、民間消費の一部に復興需要的な動きも散見され出したとはいえ、牽引役として期待される輸出の勢いがまだ弱く、景況の足腰はまだ弱い状況にある。

金融資本市場では、2月の日本銀行による事実上の物価安定目標の提示と追加緩和を好感し、「円高修正・株高(・金利安定)」の動きが強まったとはいえ、依然として歴史的な水準圏内で推移する為替

レートや原油高騰、電気料金的大幅値上げなど、企業サイド、特に製造業においては業績圧迫要因が多く、景況感がなかなか好転しない様子が各種ビジネスサーベイから読み取れる。代表的な日銀短観

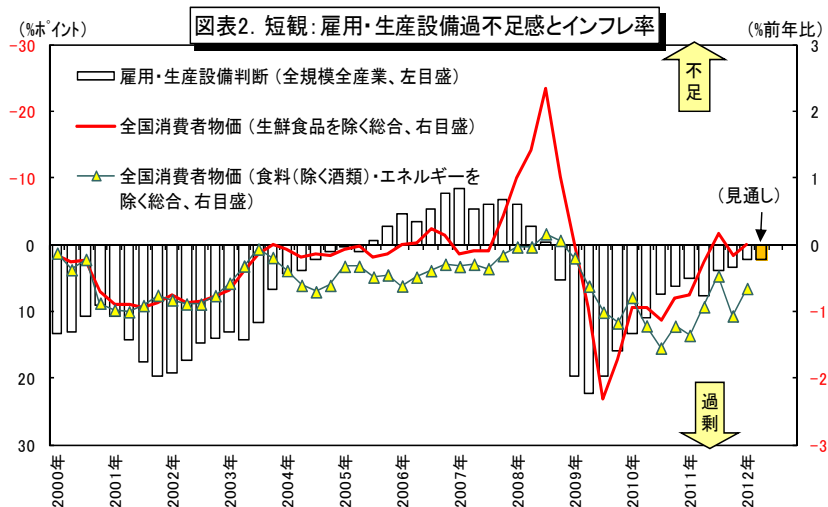
(3月調査)によれば、大企業・製造業の業況判断DIは▲4と、円高定着や世界経済の減速、タイ大洪水の影響などで悪化した12月調査時から全く改善が見られなかった。先行きについても▲3と、依然「悪い」超が続くとの見通しが示さ

れるなど、企業は景気の先行きに慎重といえる。

一方で、生産・営業用設備や雇用人員に関するDIでは、非製造業で不足感も醸成されるなど、景気が回復軌道に乗りさえすれば、設備投資や雇用の増加につながる可能性も見てとれる内容であったと言えるだろう。

当面の景気動向としては、中国など新興国経済の景気回復力がまだ弱いことから、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると想定されるが、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、景気の底上げが実現するだろう。さらに年半ば以降、輸出の持ち直し傾向が強まることが想定される。12、13年度とも2%前後の経済成長は可能とみる。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、先行き不透明感が強い点には留意が必要だ。

一方、物価動向であるが、11年10月から12年1月にかけて全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は小幅ながらも前年比下落での展開となったが、石油製品や電気料金などエネルギーが値上がりしていることに加え、これまで大幅下落が続いてきたテレビが新製品投入により値上がりに転じたという特殊要因もあり、前年比0.1%と5ヶ月ぶりのプラスとなった。イラン情勢の緊迫化など



(資料)日本銀行、総務省統計局の統計資料より作成 (注)雇用・生産設備判断DIを2:1で加重平均

を背景に国際原油市況が高止まっているほか、電力料金の大幅値上げなどもあり、当面はエネルギーを中心に物価に対する押し上げ効果が発生し続けることとなるだろう。しかし、基本的に国内には依然として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には歯止めがかかっている。デフレからの完全脱却はまだ相当程度の時間が必要と見られる。

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、「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明確化すると同時に、資産買入等基金を約10兆円増額（総額65兆円程度）とすることを決定した。その後の3月12～13日、4月9～10日の決定会合では、一部で期待された「たみ掛ける」かのような追加緩和策を見送ったが、デフレからの完全脱却をなかなか見通せない中で、白川日銀総裁が量的緩和の弊害を指摘するなど、日本銀行が本気でデフレ克服に動き始めたのかを疑問

視する意見も浮上し始めている。

さて、今後の金融政策運営であるが、4月27日に公表が予定される「展望レポート」で示される12、13年度の消費者物価見通しが前年比1%まで上昇する姿が示されないのであれば、日銀は更なる緩和措置を決定せざるを得ないとの思惑が高まっており、すでに市場参加者はそれを織り込む動きを見せている。具体的な内容としては、資産買入等の資金増額や対象資産の拡充（購入対象の国債の年限長期化など）となるだろう。

万一、これが見送られることになれば、金融資本市場が波乱含みとなる可能性もあるだろう。なお、事実上の物価安定目標を提示した日銀にとって必要なのは、政策の小出しではなく、思い切った政策展開によるデフレ予想の払拭であろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

年明け以降、米国経済の先行き回復期待の強まりや、欧州債務問題への懸念後退もあり、内外の株価が上昇し始めた。さらに2月には1%の物価上昇を目指すことを正式にコミットした日銀の政策運営の転換が好感され、円高修正の動きが強まり、それが株価を後押しするといった好循環も見られた。

① 債券市場

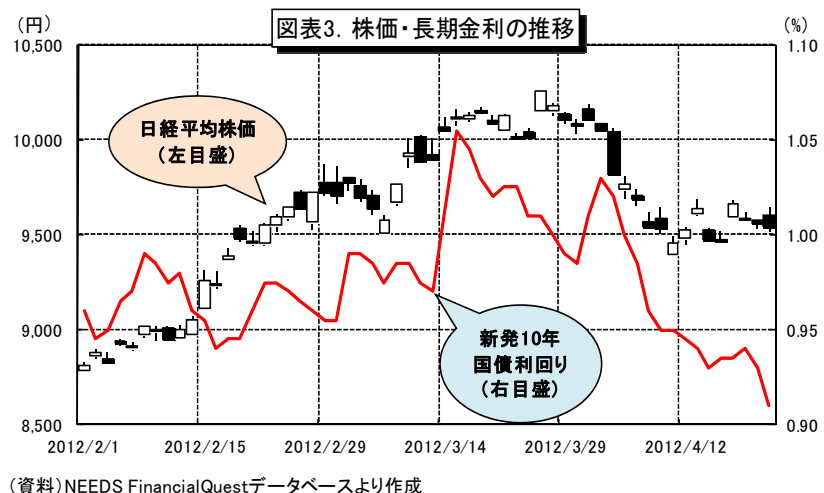
長期金利（新発10年物国債利回り）は11年半ば以降、1.0%を中心とする狭いレンジ内での推移を続けている。世界でも有数の財政赤字を抱え、かつ政治混迷により

消費税増税問題に解決の糸口をつかめず、国際公約となったプライマリーバランスの黒字化への道筋を描ききれないわが国にも欧州での債務危機の火の粉が降りかか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った結果、日本国債に対する需要は底堅く推移してきた。

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っていくと思われる。しかしながら、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

年明け前後あたりから世界経済に対す



る過度な悲観論が払拭されるとともに株価水準はじりじりと切り上がり始めた。デフレ克服を目指すとする日銀の方針転換やそれを受けた円高修正の動きを背景に、2月には日経平均株価は9,000円台を、3月には約7ヶ月ぶりに10,000円台を回復、10,200円台まで上昇する場面もあった。しかし、その後は欧州債務危機の再燃や期待外れとなった米雇用統計等を受けて、株価は調整局面入りし、一時9,300円台まで下落した。

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、先行き、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が、株式相場は徐々に水準を切り上げていく展開となるだろう。

③ 外国為替市場

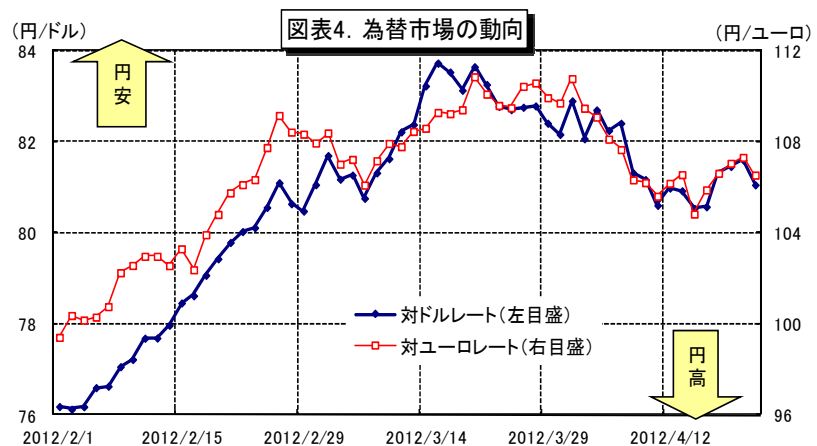
サブプライム問題が明るみに出て以降、為替レートはほぼ一貫して円高が進行してきた。表面的には、欧米の金融システムに対する不安感が根強く、日本円に資金が逃避しているようにも見えるが、デフレを阻止すべく、積極果敢に金融緩和を実施してきた欧米に対し、日本では将来的なインフレ発生リスクを重視するあまり、足元のデフレを半ば容認してきた、という中央銀行のスタンスの違いによっても説明が可能だ。

07年6月には1ドル=120円前半であったが、約4年後には75円32銭という戦後最高値を記録するに至っている。政策当局は、数度にわたる円売り介入(それとほぼ同時に金融緩和も実施)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、11年度下期には70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着しつつあった。また、欧州債務危機を受けて対ユーロでも円高が進行、1月上旬から2月上旬にかけては約11年ぶりに1ユーロ=100円を割り込む場面もあった。

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。

(2012.4.23 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