

情勢判断

国内経済金融

2011年半ばにかけて徐々に強まる景気回復力

～ 国際商品市況高騰と国内デフレの共存 ～

南 武志

要旨

2010年夏以降、国内景気は輸出の鈍化、円高進行、耐久財消費刺激策の効果一巡などから足踏み状態に入り、10～12月期はマイナス成長に陥った。なお、消費低調さが残る中、年末以降は輸出・生産の持ち直しが始まっており、11年半ばにかけて景気回復力が徐々に強まっていくものと予想する。一方、物価に関しては、最近の国際商品市況高騰に伴い、資源・エネルギーや食料などが値上がりしているが、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、11年度内に消費者物価全体が前年比プラスに転じるのは困難との見方に変更はない。内外の金融市場では、海外の景気回復期待から「株高・長期金利上昇」といった傾向が強まってきたが、包括緩和策の効果やデフレ脱却の困難さもあり、長期金利が本格的な上昇トレンド入りする可能性はまだ低い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2011年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
	無担保コール翌日物 (%)	0.087	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.335	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 (%)	1.305	1.15～1.45	1.15～1.45	1.15～1.45	1.20～1.50
	5年債 (%)	0.595	0.40～0.70	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.1	80～85	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	13.7	110～120	105～125	105～130	110～135
	日経平均株価 (円)	10,857	10,750±500	10,750±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)無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2011年2月21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

2010年夏以降、海外経済の成長減速懸念が高まったこと、急激に円高が進行したこと、さらにはエコカー購入補助金制度終了を見据えて自動車メーカーが減産を強化したことなどを背景に、回復テンポが鈍化し、足踏みし始めた。民間需要の低調さが続くなか、10～11月あたりまで輸出・生産などの主要経済指標の調整が続いたほか、エコカー購入補助金や家電エコポイント制など耐久財消費刺激

策の終了や規模縮小などにより、年末にかけて消費関連指標は弱含みでの推移となっている。実際、10～12月期の実質経済成長率は、これまでの牽引役であった消費と輸出の落ち込みを主因に、前期比0.3% (同年率 1.1%) と5四半期ぶりにマイナスに転じてしまった。

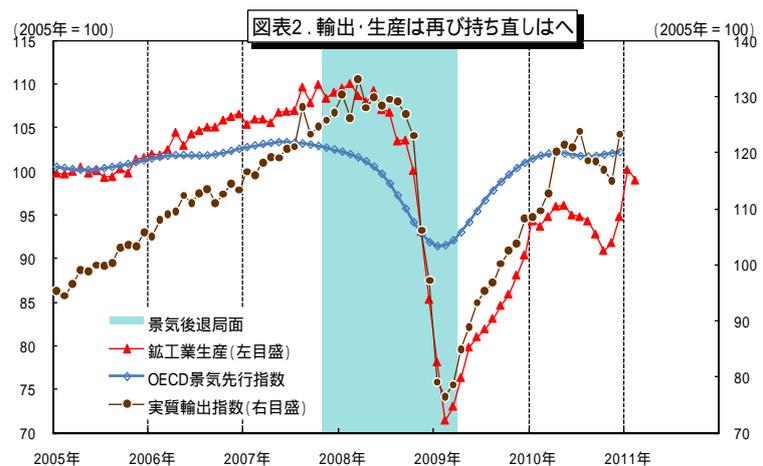
一方、近い将来、景気踊り場からの脱却を予感させるような動きも散見され始めている。前述の輸出・生産といった指標は12月までに再び持ち直しの動きが

強まっており、この動きが続けば、再び景気回復の波及効果が強まるものと思われる(図表2)。とはいえ、11年前半まで自動車・薄型TVなどの耐久財を中心に民間消費の反動減が残ると見られることから、景気が力強い回復が足元から再開することは想定しづらく、海外

経済での回復テンポが強まってくる11年後半以降まで持ち越されることになるだろう。

なお、当総研ではGDP速報の発表を受けて、「2010～12年度経済見通し」の改訂を行ったが、11年度、12年度の成長率をそれぞれ1.7%、2.5%といずれも上方修正した(詳細は後掲レポートを参照のこと)。

また、物価については、10年10月のたばこ増税など制度変更の影響に加え、国際商品市況の高騰による食料品・エネルギー価格の上昇などにより、物価下落圧力が緩和し始めている。代表的な全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)の前年比下落率は、直近では0%台半ばまで縮小している。今しばらくは資源・エネルギーや穀物価格の高騰が続く可能性が高いため、物価下落圧力は一段と弱まるものと思われる。一方、マクロ的な需給ギャップは依然として大きく乖離している(内閣府は20兆円程度(名目・年率ベース)のデフレギャップが発生していると試算)。その結果、雇用改善は遅れ、消費関連の需給も崩れており、最終財への価格転嫁もまた不十分なままで、物価全体が前年比プラスで推移する



(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+5新興国

ことを展望するのが難しい。政府・日本銀行とも11年度内に消費者物価上昇率がプラスに転じるとの見通しを堅持しているが、その実現はかなり厳しいとの見方に変更はない。

金融政策の動向・見通し

2009年12月以降、日本銀行は固定金利オペの導入・拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始を決定してきたほか、10年10月には政策金利(無担保コールレート翌日物)の誘導目標の変更(0~0.1%)、時間軸の設定(「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続)、5兆円規模の資産買入基金の創設、の3つからなる包括緩和策の導入に踏み切った。日銀はこの包括緩和策を「実質的なゼロ金利政策」とも称しているが、実際のところ補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を0.1%に据え置いていることもあり、無担保コールレート(翌日物)の低下幅は限定的なものにとどまっている。一方で、物価の安定が展望できる状況(消費者物価上昇率が前年比1%近くまで上

昇ることが見通せる状況)に至るにはかなりの時間が必要と見られることから、非常に強力な時間軸が設定されていると捉えるべきであろう。実際、日銀では、タム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、長期金利の上昇を抑制する効果があると説明している。

さて、日銀は景気の先行きについて、「景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していく」としているほか、物価見通しについても「引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していく」との見方を示している。さらに、1月に公表された展望レポートの中間評価では、11年度の全国消費者物価(除く生鮮食品)を前年比0.3%とする予測を提示しており、11年度内にはデフレからの脱却が実現するとの目標を堅持している。とはいえ、1~2%の経済成長率では大きく乖離している需給ギャップを解消できないのは明白である。さらに、8月に予定されている消費者物価の基準改訂では、物価変動率が0.5%pt前後押下げられるものと見られている。それゆえ、新基準での消費者物価が安定的に前年比プラス状態となる時期は、やや後ズレする可能性が高いだろう。仮に、11年度についても物価下落が止まらない可能性が強いということになれば、たとえ景気が緩やかながらも回復基調にあるとしても、追加的な緩和策を検討・実施すべきであろう。その際の「次の一手」としては、資産買入基金(現状5兆円程度)の拡充になるだろう。

なお、3月末には須田審議委員が、6月中旬には野田審議委

員が、いずれも任期切れを迎えることから、政策委員の後任人事にも注目が集まりつつある。なお、須田氏についてはタカ派(金融緩和効果に疑念を表明)的だっただけに、交代後の政策委員会の勢力図に多少の変化もありうるだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

上述の通り、日本銀行は10年10月に包括緩和策に踏み切ったほか、米国では景気減速やデスインフレ傾向の強まりに対する警戒感を背景に11月上旬のFOMCにおいて大規模な国債買入れを柱とする量的緩和政策(QE2)が決定された。その直前までは、緩和策への期待感から内外の金融市場において「円高・株安・金利低下」という流れが強まっていたが、QE2決定後はそれに伴う景気回復期待や世界的な過剰流動性への思惑などを材料に、流れが一転し、「円安・株高・金利上昇」の様相を強めている。

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みたい。

債券市場

10年度上期にかけて長期金利はほぼ一貫して低下基調をたどったが、下期に入り、日米の中央銀行が一段の金融緩和策



を決定した前後から金利は下げ止まり、むしろ上昇に転じてきた。特に、11月上旬のQE2決定後は、米景気の先行き回復期待を示唆する経済指標の発表が続いたこともあり、長期金利の上昇傾向が強まった。その後、運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さによる押し目買いをこなしながら、2月中旬には一時1.3%台半ばまで上昇している。

基本的に日本を含めた先進国・地域における国内最終需要の自律的回復力は鈍いままで、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、さらに包括緩和策による長期金利の上昇抑制効果などを踏めれば、長期金利が先行き上昇傾向を強めていくことは考えづらく、一旦低下する場面も十分ありうる。しかし、日本の厳しい財政状況に対する潜在的な警戒感根強いこと、さらには世界経済の回復期待や資源インフレを背景に先進国・地域の金融政策が想定以上に前倒しで出口戦略を模索し始める動きから一時的にせよ金利上昇圧力が強まることも想定していくべきである。

株式市場

11月のQE2決定後、米国経済指標の好転なども手伝って、日経平均株価は持ち



直しの動きが強まり、11月中旬には1万円台を回復、11年年明け後は一段と上昇傾向を強め、1万円台半ばでの展開となった。2月上旬にかけては中国の再利上げなどが世界経済の回復テンポを鈍化させるとの思惑からやや調整したが、基本的に好調な企業業績を材料に底堅く推移している。

先行きについては、今しばらくは海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られる。目先は国内のデフレ継続や円高や交易条件悪化による企業業績への下押し圧力も意識されるものの、徐々にレンジを切り上げていく動きが明確化していこう。

外国為替市場

08年9月のリーマン・ショック以降は、日本円に対して円高圧力がかかり、実質実効レートでみた場合、それ以前と比べて約2~3割増値した状況が続いている。10年11月にQE2が決定された10年11月以降はそうした圧力は多少緩和したものの、基本的には1ドル=80円台前半、1ユーロ=110円前後でのみ合いが続いている。

先行きについては、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているほか、

時間経過とともにQE2の効果が浸透していく可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が残ったままでの展開が続くと予想する。しかし、海外経済の持ち直し傾向やインフレ傾向が再び強まり、金融緩和策からの出口戦略を前倒し的に模索する動きが出てくれば、円安気味に推移し始めるだろう。(2011.2.22現在)