

情勢判断

国内経済金融

2011年度末にかけて国内景気は足踏みする可能性も

～欧州危機の深刻化懸念高まる～

南 武志

要旨

国内景気は東日本大震災で大打撃を受けた後、4、5月には底入れし、その後も持ち直しの動きが続けた結果、7～9月期の経済成長率は4四半期ぶりにプラスとなった。しかし、最近では海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、国内景気は頭打ち感が漂っている。当面は輸出環境の悪化が進むことや、復興重要の本格化時期が後ズレしていることを踏まえれば、11年度末にかけて景気の牽引役が一時的に不在となる可能性が高い。12年度に入れば、復興需要が景気を下支えし始めるが、相変わらず輸出増が期待できないこともあり、復興期としては力不足感のある成長にとどまるだろう。

一方、夏場には前年比プラスとなった消費者物価は10月分で再び下落に転じた。海外経済の不透明感も強いので、今後とも日本銀行は緩和策を求められるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2011年	2012年				
	12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 (%)	0.082	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 (%)	0.975	1.00～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.350	0.35～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.7	75～82	75～82	75～85	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	102.0	90～110	90～110	90～115	90～115
日経平均株価 (円)	8,460	8,750±1,000	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2011年12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

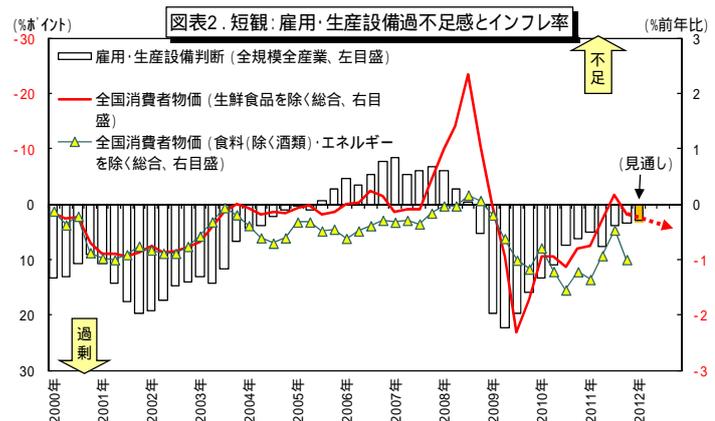
東日本大震災後の復旧により、夏場にかけて景気持ち直しが進展した国内景気であるが、直近では欧州債務問題の深刻化などによる世界経済減速の影響が散見されつつある。11月の通関貿易統計によれば、アジア向けを中心に実質輸出指数は前月比2.7%と2ヶ月連続の減少となった。また、日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは4と、前回(9月調査)から6ポイ

ントとなり、水準も2期ぶりに「悪い」超となった。業種別には、電気機械が前回から16ポイントとなったことを筆頭に、主力の機械工業の悪化が目立った。一方、非製造業では消費関連の底堅さを背景に小幅ながらも改善がみられるなど、業種による景況感の温度差も目立った。概して、11年度設備投資計画が下方修正されたことや、先行きについては製造業・非製造業を問わず概ね悪化予想となったことなども踏まえれば、企業経営者

の慎重姿勢が確実に強まっていることが確認できる内容であった。また、雇用判断・設備判断の各DIから作成する「加重平均DI」からも、総じて供給過剰状態であることが見て取れる（図表2）。さらに、こうしたビジネスサーベイに加え、持ち直しが進んでいた消費者マインドも最近では頭打ちの状況となるなど、震災復旧に伴うセンチメントの改善に歯止めがかかりつつある。

前述の通り、輸出が期待できない上に、復興需要も本格化時期が遅れているため、11年度末にかけて牽引役不在の状況が続く、足踏みする可能性が高いとみられる。その結果、11年度の経済成長率は、GDP基準改定の影響で「ゲタ」が下方修正されたことも手伝って、2年ぶりのマイナスと予測する。一方、12年度についても、年度上期は輸出環境の好転はあまり期待できないものの、公的・民間それぞれの復興需要が本格化することにより、国内景気は相当程度下支えされるだろう。ただし、震災からの復興期にしては力強さがあまり感じられないほか、根強い円高圧力、原発再稼働の是非に伴う電力不足問題、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、先行きの不透明感はかなり強いと言わざるを得ない（最近の経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

さて、物価動向については、11年春先までの国際商品市況の高騰に伴うエネルギー・食料品の価格上昇はすでに一服しており、7～9月にかけて小幅ながらも前年比プラスで推移した全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は、10



月分では再び水面下に沈んだ。基本的には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、エネルギー価格の押し上げ効果が縮小する可能性などを踏まえれば、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も展望し難い。

金融政策の動向・見通し

10年10月以降、日本銀行は「包括緩和策」の枠組みでの金融政策運営を続けている。そもそもはデフレ脱却に向けたものであったが、11年については東日本大震災に加え、欧州債務危機など世界経済の下振れリスク、根強い円高圧力もあり、金融政策は資産等買入基金の増額を柱に徐々に強化されてきた。ちなみに、包括緩和策を導入以降4回の金融緩和策（10年10月のほか、大震災直後の11年3月、同8月、同10月）が決定されているが、そのタイミングはすべて政府による為替介入とほぼ同時であり、円高対応という面も強いことが窺える。

実際、11年夏以降、欧州債務危機の深刻さが増し、世界経済の減速懸念が高まると同時に金融資本市場でリスク回避的な行動が強まった結果、株安・円高が進

行した。その結果、日銀は8月に資産買入等基金を約10兆円増額するとともに、10月にも約5兆円の追加増額を決定した。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年末までに枠いっぱいまで膨らませることとしている。

このように、日銀が緩和策を続けているのは確かではあるが、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、世界経済の先行き不透明感が払拭できず、円高・デフレ、さらには国内景気が停滞する可能性がある以上、今後も更なる緩和策を検討していかざるを得ないものと思われる。

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)の金利水準を一段と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あ

るだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

11年下期以降、欧州債務問題の深刻化に加え、新興国危機欧米での債務危機の広がりなどから、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も見られたが、金融市場は依然として不安定さが残っている。

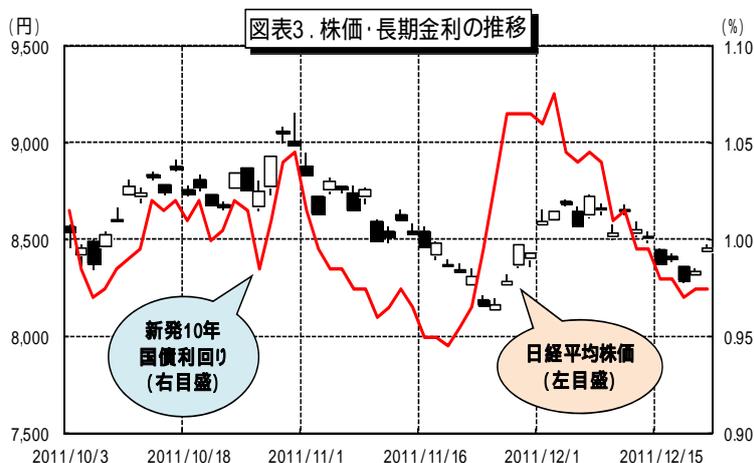
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

11年度入り当初は1.3%台前半であった長期金利(新発10年物国債利回り)であるが、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・復興のための一時的財源としての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に対する需要は底堅く推移した。長期金利は11月中旬にかけて0.9%前半まで低下したが、ドイツ国債の入札不調をきっかけに、それまで見て見ぬ振りをしてきた日本財政への懸念が浮

上、一旦1.1%手前まで上昇した。しかし、景気足踏み、デフレ環境、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、再度、長期金利は低下し、直近は再び1%割れでの推移となっている。

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



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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や急激な円高進行などもあり、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、直近は再び8,000円台前半で推移するなど、上値の重い状態が続いている。

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る事態となった。10月31日には11年になって3度目の介入に踏み切ったことで、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、円高圧力が緩和したとは言い難い。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、直近は1ユーロ＝100円に迫る展開となっている。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが燃り続けていることもあり、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が強まることから、過度に円高が進行する可能性は低いだろう。ただし、こうした円高状態はしばらく継続する可能性が高いだろう。

(2011.12.21 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