

情勢判断

国内経済金融

消費税増税に向けて強まるデフレ脱却前倒し要請

～7月にも追加緩和策の可能性高い～

南 武志

要旨

国内景気は 2011 年度下期以降、足踏み状態が続いているが、なかなか脱却できずにいる。世界経済の低調さがしばらく残ることもあり、当面は緩やかな回復にとどまるが、年度下期以降は最大の輸出先である中国経済の復調を背景に輸出が持ち直すとみられ、年度を通じて 2%程度の経済成長が実現するだろう。

こうしたなか、政府は野党の協力も得て、消費税増税を柱とする社会保障と税の一体改革に向けて動いている。消費税増税による悪影響を緩和させるべく、政府は「名目 3%、実質 2%」といった成長を目指しているが、それには日本銀行による追加緩和が不可欠とみられる。2月に「中長期的な物価安定の目途」として提示した 1%の物価上昇を早期に実現する上でも、日銀は早ければ 7月にも追加措置を講じるものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年			2013年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.077	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 (%)	0.825	0.70~1.20	0.75~1.25	0.80~1.30	0.85~1.35
	5年債 (%)	0.215	0.15~0.35	0.15~0.40	0.15~0.40	0.15~0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.1	78~85	80~90	80~90	80~90
	対ユーロ (円/ユーロ)	100.1	90~110	90~110	95~115	95~115
日経平均株価 (円)	8,734	9,250±1,000	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6月25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

世界経済の先行き不透明感が強い中、国内景気は踊り場脱却の糸口がつかめずにいる。1~3月期の実質 GDP 成長率(2次速報)は、小幅減にとどまった法人企業統計季報・設備投資額が反映されたことを主因に、前期比年率 4.7%へと上方修正されたが、最近発表された主要経済指標からは成長率が減速している可能性を示すものが少なくない。

4月の鉱工業生産は前月比▲0.2%とマ

イナスに転じたほか、5月の製造工業生産予測指数(同▲3.2%)が大幅の低下見通しとなるなど、頭打ち感の強い展開となっている。底堅く推移してきた消費関連指標も、小売業販売額や第3次産業活動指数・個人向けサービス業は足元で軟調な動きとなっている。さらに、法人企業景気予測調査(4~6月期)では、足元の企業経営者の景況感(大企業・製造業の「貴社の景況判断 BSI」)の改善が限定的であったことが見て取れる。世界経済

の減速傾向や円高を受けて輸出が伸び悩んでいるほか、復興需要も広がりを見せないことなどが背景にあるだろう。

一方、6月21日の国会会期末を前に(その後、9月8日まで79日間延長)、消費税増税を柱とする社会保障と税の一体改革関連法案の修正協議が民主・自民・公明の3党間で合意された。民主党の一部に「造反」の動きがでており、政局が流動的となる可能性も否定できないが、消費税率が14年4月には8%へ、15年10月には10%へと、引き上げられることが現実味を帯びてきた。しかし、社会保障改革や歳入見直しなどについては、不十分である面は否めず、この増税措置で財政健全化が自動的に達成されるわけではない点は留意すべきである。現在進行中の欧州債務危機や橋本政権下での財政構造改革の失敗から得られる、景気低迷下では財政再建は成功しないという教訓を十分生かすべきであろう。

さて、当面の景気動向としては、世界経済の回復力が依然として鈍いことから、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると予想されるものの、復興事業が徐々に始まれば、官民両輪揃った復興需要が強まっていき、景気の下支えが図られるだろう。さらに12年度下期以降は、中国経済の持ち直しに伴って同国向けの輸出が

回復し、全体を牽引し始めるだろう。当総研では、GDP統計(2次速報)発表後に経済見通しの改訂を行ったが、5月に示した「12年度:2.3%、13年度:1.9%」との成長率見通しに変更はない。とはいえ、潜在的な円高圧力、電力不足問題、さらには欧州債務問題等の行方や中国経済の先行きなど懸念も多く、先行き不透明感が強い点には留意が必要である(詳細は後掲の経済見通しを参照下さい)。

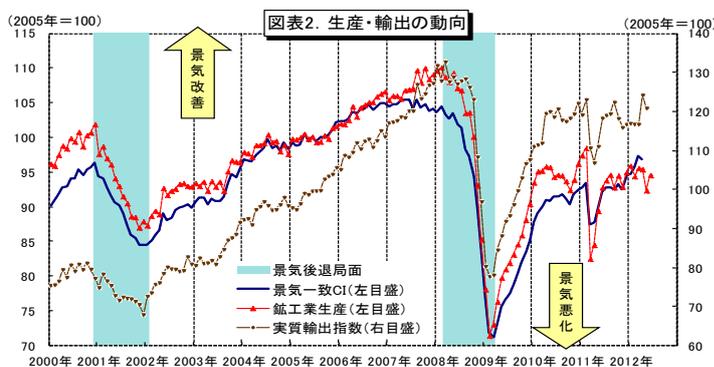
一方、物価動向に関しては、2月以降の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は小幅ながらも前年比プラスでの推移が続いている。この背景には、薄型テレビの新製品投入の効果が出ていると見られるが、最近では国際原油市況の調整などに伴って、石油製品も値下げに転じている。東京電力などによる電気料金値上げの影響が今後出てくる可能性はあるが、基本的にエネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向には歯止めがかかっているわけではない。1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については未だ見通せる状況にはない。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は6月14~15日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持(政策金利の誘導水準:0~0.1%、

資産買入等基金(12年12月末までに65兆円、13年6月末までに70兆円、それぞれ積み上げる)を全員一致で決定した。

ギリシャのユーロ離脱に絡む思惑やスペインの銀行経営危機など、欧州債務危機が広がりを見せ、かつ中国経済の悪化懸念が浮上するなど、世



界経済の不透明感が強く、後述の通り、内外の金融資本市場には不穏な動きも見られたが、日銀は景気の現状判断を「緩やかに持ち直しつつある」と上方修正したほか、先行きについても「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」との見方を踏襲している。

とはいえ、「中長期的な物価安定の目途（以下、「目途」）」として提示した1%の物価上昇率を見通せる状況にはないことも変化が見られない。7月の決定会合では展望レポートの中間評価が行われるが、足元の国際商品市況の調整や円高圧力などを踏まえれば、物価見通しが下方修正される可能性も否定できない。

さらに、政府は消費税率引き上げによる悪影響を緩和させるためにも「名目3%、実質2%」程度の成長率を目指す構えであり、それらがG20首脳会議においてわが国の政策コミットメントとして提示されていること等を踏まえると、今後とも日銀に対して緩和努力を求めていくであろうことは容易に想像される。その際には、これまでと同様、長期国債を中心に資産買入等基金を増額・拡充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十分ある。

なお、6月21日に、2名の欠員が生じていた日銀審議委員候補として政府が提示した木内登英氏と佐藤健裕氏の

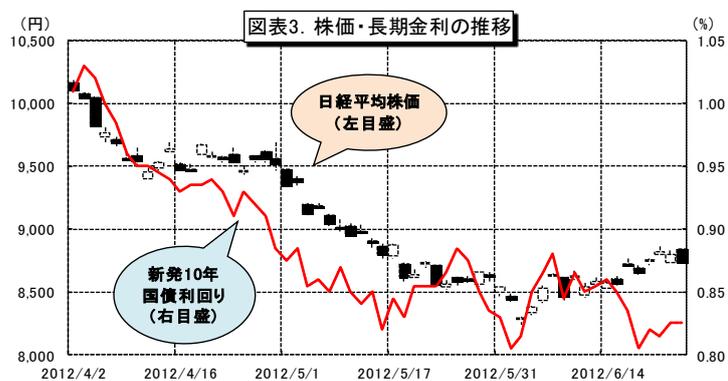
事案を国会が可決・承認した。両名ともマーケットエコノミストとして、これまで日銀に対して様々な工夫を求めてきたとされている。これにより、一段の緩和策に対する積極性が乏しかった日銀政策委員会にも何らかの変化が見られる可能性が高い。7月にも何らかの動きがあるものと予想する。

市場動向:現状・見通し・注目点

新年度入り直後は、世界経済の回復期待、さらに欧州債務危機の封じ込めなどもあり、内外の金融資本市場は安定的に推移していた。しかし、5月初旬のギリシャ総選挙後、同国のユーロ離脱の可能性が強く意識されたことから、世界的にリスク逃避的な行動が強まり、国内市場では株安・金利低下・円高の動きが強まった。

① 債券市場

1.0%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であるが、その後は内外景気の鈍さや欧州債務危機の深刻化に伴う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、5月以降は0.8%台での展開となっている。莫大な累積財政赤字を抱え、消費税率を10%に引き上げたとしても国際公約として設定した20年度のプライ



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

マリーバランスの黒字化が疑わしいわが国財政に対する警戒感はそのなりに高いものの、相対的に見れば「まし」に見える、ということであろう。

先行きについては、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、長期金利には一定の上昇圧力がかかると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力、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、金利上昇を抑制する方向に働くだらう。高値警戒感も強く、一時的に大きな上下動がみられる場面も想定すべきだが、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

世界経済への先行き期待感や日銀による事実上の物価安定目標の導入などもあり、12年度入り当初の日経平均株価は10,000円台であった。しかし、その後は欧州債務危機の再燃や米国経済の回復力の鈍さ、さらには中国経済の悪化懸念などを受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価は大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、8,000円台前半まで下落している。その後、ギリシャのユーロ離脱の可能性が後退したことで、株価は持ち直したが、その動きは限定的である。

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から、企業業績は増益傾向を強める可能性は高い。当面は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、株式相場は徐々に回復していこう。

③ 外国為替市場

米サブプライム問題が表面化した07年後半以降、為替レートはほぼ一貫して円高が進行した。政策当局は、数度に渡って円売り介入と金融緩和をセットで実施するなど、様々な対応策を講じてきたが、欧州債務危機を受けて投資家はリスク回避的な行動を強めていったことから、11年度下期にかけて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する状況にあった。

その後、2月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力は一旦緩和、同時に欧米中央銀行の追加緩和期待が後退したこともあり、3月初旬にかけて1割程度の円高修正が実現した。しかし、日銀が追加緩和の弊害を指摘したこともあり、その後は緩和効果の息切れが始まり、かつ5月のギリシャ総選挙後の混乱の中で、為替レートは対米ドル、対ユーロとも、2月の緩和策決定以前の水準まで戻ってしまった。

先行きについては、世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くと見られることから、当面、円高気味に推移すると予想する。
(2012.6.25現在)

