

情勢判断

国内経済金融

回復感の乏しい展開が続く国内景気

～ 燃り続ける追加金融緩和観測 ～

南 武志

要旨

復興需要の盛り上がりで国内景気は緩やかに回復している、というのが政府・日本銀行の景気認識であるが、そのペースは非常に鈍く、限りなく足踏み状態に近い状態である。世界経済の不安定な状況が今しばらく残ることもあり、当面は現状のペースでの回復にとどまるだろう。なお、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、2012 年度を通じては 2% 程度の経済成長が実現するだろう。

一方、5 月の消費者物価は 4 ヶ月ぶりに前年比下落となるなど、デフレ脱却の糸口はなかなか掴めない状況にある。政府は、14 年度からの消費税増税を目論んでいるが、増税による悪影響を緩和させるべく、「名目 3%、実質 2%」といった成長を目標としており、その達成には日銀による追加緩和が不可欠とみられる。追加緩和に理解を示す 2 名の審議委員が新たに政策委員会に加わったこともあり、今後、金融政策を巡る議論が高まるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2012年			2013年	
		7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 (%)		0.084	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.327	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 (%)	0.720	0.65 ~ 1.00	0.65 ~ 1.15	0.75 ~ 1.25	0.85 ~ 1.35
	5年債 (%)	0.170	0.10 ~ 0.30	0.10 ~ 0.30	0.15 ~ 0.30	0.15 ~ 0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.2	78 ~ 85	75 ~ 85	75 ~ 85	78 ~ 88
	対ユーロ (円/ユーロ)	94.6	90 ~ 110	90 ~ 110	90 ~ 110	90 ~ 110
日経平均株価 (円)		8,365	8,750 ± 500	9,250 ± 1,000	9,500 ± 1,000	9,750 ± 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7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：現状と展望

政府・日本銀行は、景気の現状認識について、「緩やかに回復しつつある（月例経済報告）」、「緩やかに持ち直しつつある（金融経済月報）」としているが、収束の兆しがまるで見えない欧州債務危機、減速傾向を強める中国経済など、世界経済の先行き不透明感が強い中、国内景気は回復感が乏しいまま、限りなく足踏みに近い状態を続けている。

エコカー購入補助金の復活もあり、民間消費は耐久財を中心に底堅い動きも見られるが、自動車メーカーでは早くも補助金の予算枠（3 千億円）枯渇後の反動減を考慮した行動（減産）に着手している模様である。なお、4、5 月と鉱工業生産は 2 ヶ月連続での前月比マイナスとなったほか、6 月の実質輸出も同▲0.9%と 2 ヶ月連続のマイナスであり、欧米向けを中心に弱い動きを続けている。

また、建設総合統計（5月分）によれば、公共事業（出来高）は前月比14.5%（当総研による季節調整後ベース）と4ヶ月ぶりにプラスに転じたが、景気全体を牽引するにはやや力不足である。

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、復興事業が徐々に進んでくれば、官民両輪揃った復興需要が強まり、景気の底上げが図られるだろう。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、12、13年度と2%前後の経済成長が可能との見方をしているが、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だ。

さて、野田政権にとっての最重要課題の一つでもある消費税増税に関しては、与党内から多数の造反者を出しながらも、6月26日に衆院本会議で可決された。政局との絡みもあり、参院での可決・法案成立までは波乱も予想されるが、14年4月には消費税率が8%へ、15年10月には

10%へ、それぞれ引き上げられる可能性はかなり高まってきたことも確かである。消費税引上げ前後には駆け込み需要とその反動が予想されており、復興需要の腰折れを招くのではないかとこの危惧も一部で浮上している。

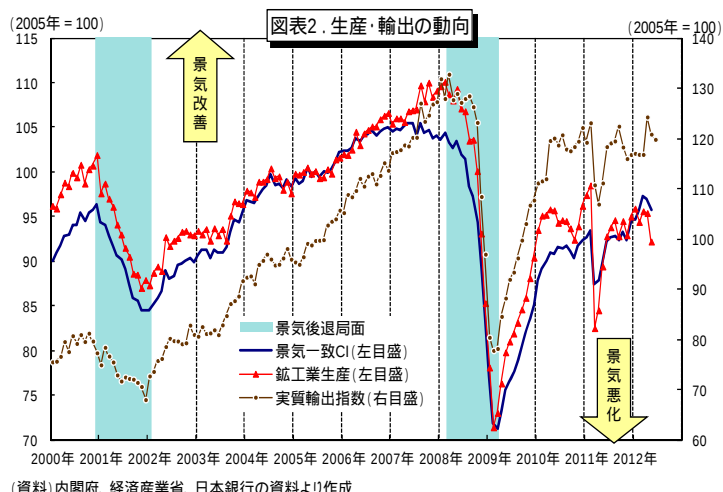
一方、物価動向に関しては、5月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比▲0.1%と、4ヶ月ぶりに下落に転じた。電気料金は値上げ傾向にあるとはいえ、6月末にかけての国際原油市況の大幅調整などに伴って石油製品が値下げ傾向を強めており、エネルギー全体としては物価押上げ効果が大きく削がれた格好となった。

先行きは東京電力などによる電気料金値上げの影響やガソリン価格などの持ち直しの動きが出てくる可能性はあるとはいえ、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依然として見通せる状況にはない。

金融政策：現状と見通し

日本銀行は7月11～12日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の枠

組み自体は現状維持（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）とした。なお、札割れが頻発していた資金供給オペに対応するため、資産買入等基金の構成の見直し（固定金利オペを5兆円減額し、代わりに国庫短期証券を5兆円増額）



が同時に決定された。

また、同時に示された展望レポート（4月公表）の中間評価によれば、12年度の経済・物価の両見通しをいずれも小幅下方修正した（GDP：2.3%→2.2%、コアCPI：0.3%→0.2%、いずれも大勢見通し）。ただし、13年度については前回から据え置き（GDP：1.7%、コアCPI：0.7%）とするなど、「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」という従来のシナリオを踏襲した。ちなみに、民間エコノミストのコンセンサス（ESPフォーキャスト調査（7月））によれば、13年度のコアCPI見通しは0.2%であり、14年度以降「1%に遠からず達成する可能性が高い」とする日銀の見方とは大きく食い違っている。

政府は消費税率引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方針であり、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ことになるだろう。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。一方、5日の欧州中央銀行（ECB）による利下げ決定と同時に、ECBは翌日物預金ファシリティの適用金利（0.25%）をゼロ、つまり付利を撤廃した。これにより、日本においても、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%）の引下げなどを検討するのではないか、

との期待も浮上している。

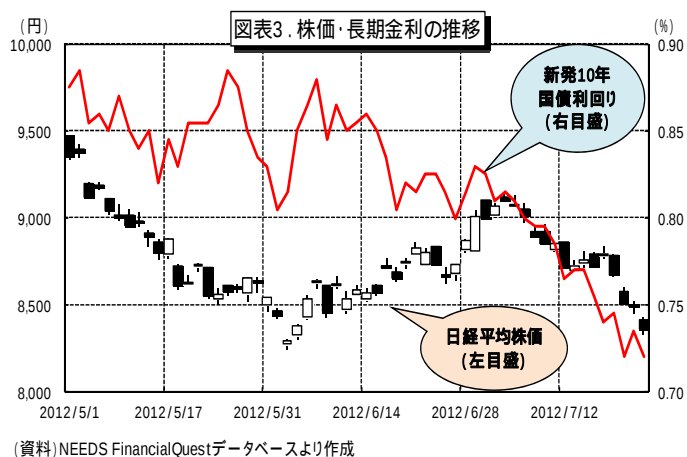
なお、7月24日付けで、既に国会で承認を受けていた木内登英・佐藤健裕の両名が内閣から任命され、就任した。これまで日銀に対して一段の緩和措置を求めてきた両名の審議委員就任により、政策委員会内の勢力図が変化し、慎重な態度を続けてきた「デフレ脱却時期の前倒し」に向けた緩和策の検討が始まる可能性があるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州債務危機の動向に振り回される展開が続いている。ギリシャの再選挙の結果を受けて、同国のユーロ離脱の可能性はとりあえず遠のいたが、ユーロ圏の財政問題は収束する兆しが全く窺えず、むしろ悪化の一途を辿っているように見える。特に、7月下旬にかけてはスペインの財政問題やユーロ圏コア国の格下げ懸念などにより、世界的に投資家のリスク逃避的な行動が強まり、「株安・金利低下・円高」の動きが強まった。

債券市場

12年度入り当初は1%台であった長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その直後には1%割れが常態化した。



内外景気の鈍さや欧州債務問題に伴う「質への逃避」的な行動が強まった結果、5月以降は0.8%台、さらに7月中旬以降には0.7%台での展開となっている。日本の財政問題は決して楽観できる状況にはないが、欧州債務危機の深刻化に歯止めがかかっていないこともあり、JGB市場には相対的に逃避資金が流れ込みやすい構図が続いている。

先行きについては、年度下期にかけて復興事業や輸出持ち直し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、長期金利の低下には一定の歯止めがかかる可能性もあるだろう。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、長期金利を低位なままにする方向に働くだろう。ただし、高値警戒感強く、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

株式市場

世界経済への先行き期待感や日銀による物価安定目標の導入などもあり、4月初めにかけて日経平均株価は10,000円台で推移していたが、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、一時8,000円台前半まで下落した。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、7月上旬にかけて9,000円台を回復したが、直近では再び8,500円割れとなるなど、軟調な動きが続いている。

先行きに関しても、欧州債務問題へ思惑が相場動向を支配するものと思われるほか、持続的な円高圧力や交易条件の悪化（投入コストの高騰とその価格転嫁の困難さ）、さらには夏場にかけての電力供給懸念や電力料金的大幅値上げなど、下押し材料も多い。しかし、景気持ち直しを背景に年度下期以降の増益期待も根強い。しばらくは海外要因に対する思惑などに左右される面は大きいですが、株価は徐々に回復していくだろう。

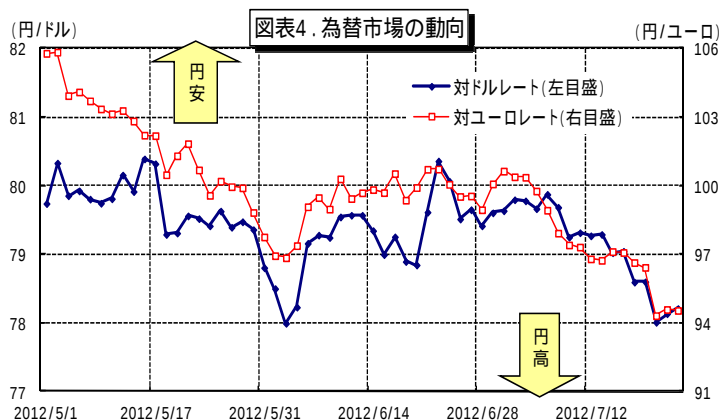
外国為替市場

為替レートはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けている。その要因としては、米国において幾度となく浮上する第3弾の量的緩和策（QE3）の存在や、欧州債務危機や単一通貨ユーロへの不信感等が円高の背景として挙げられるが、日銀が物価安定目標を掲げつつも、消極的な姿勢を続けていることも要因の一つであろう。なお、対ユーロでは、7月下旬にかけて1

ユーロ＝94円台まで円高が進行している。

先行きについても、世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くこと、さらに仮に日銀が追加緩和したとしても消極的な姿勢は続ける可能性が高いことから、しばらくは円高状態が続くと予想する。

(2012. 7. 25 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