

情勢判断

国内経済金融

頭打ち感を強める国内景気

～消費増税までのデフレ脱却は困難～

南 武志

要旨

海外経済の減速傾向に伴う輸出停滞、さらには復興需要が広がりを見せないこともあり、国内景気は頭打ち感が強い状態に陥っている。世界経済の不安定な状況が今しばらく残ることもあり、輸出の本格回復は13年以降に後ズレする可能性が濃厚であること、さらにエコカー購入補助金政策の終了後に自動車販売の激減も想定されることら、年度末にかけて景気は足踏みに近い状況が続くだろう。

一方、これまでの国際商品市況の調整の影響もあり、最近では物価の下落傾向が強まる傾向にある。消費増税を盛り込んだ「社会保障と税の一体改革」関連法案が成立し、14年度からの消費増税が現実味を増してきたが、それに伴う悪影響を緩和させる上でも、デフレ脱却への期待は強まる方向にある。日本銀行は今後とも追加緩和策の検討・実施を求められていくものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年			2013年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.082	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 (%)	0.805	0.70~0.90	0.65~1.00	0.65~1.05	0.70~1.10
	5年債 (%)	0.210	0.15~0.27	0.10~0.30	0.10~0.30	0.10~0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.7	76~85	75~85	75~85	78~88
	対ユーロ (円/ユーロ)	98.6	90~110	90~110	90~110	90~110
日経平均株価 (円)	9,070	9,250±500	9,500±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)無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年8月24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

世界的に4~6月期にかけて成長鈍化が見られたが、わが国の実質成長率も御多分に洩れず、前期比年率1.4%と、堅調だった1~3月期(同5.5%)から大きく減速した。復興事業を中心に公共投資の増加が続いたほか、民間企業設備・民間住宅など民間投資も増加に転じたが、1~3月期の高成長を牽引した民間消費に急ブレーキがかかったことに加え、外需

寄与度もマイナスに転じたことが今回の減速につながったと言える。

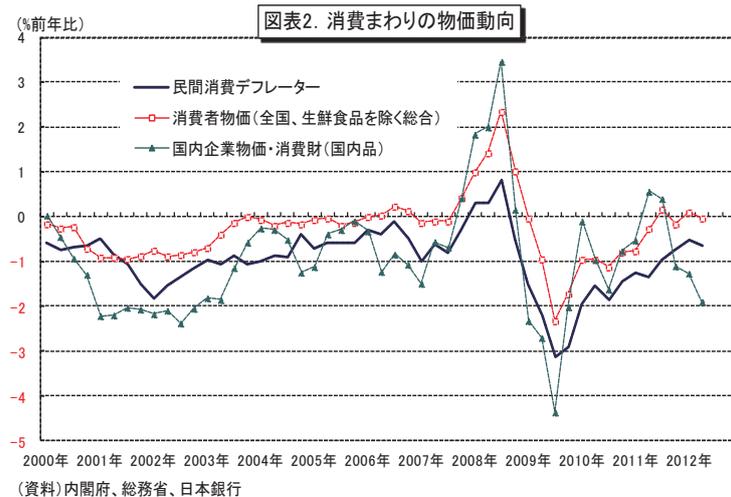
さて、足元の情勢を見ると、7月の実質輸出は前月比▲3.1%と3ヶ月連続のマイナス、6月の鉱工業生産は同0.4%と低調な状態が続くなど、世界経済の減速傾向が強く反映されている。一方で、エコカー購入補助金などによる消費押し上げ効果も一巡しているほか、復興需要も拡大基調にあるとはいえ、全般的な広がり

を見せていないこともあり、国内景気全体として、足踏み感が強まっている。

当面の景気動向としては、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ってくることが期待されるが、世界経済の回復力の鈍さもあり、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると予想されるほか、

秋以降は自動車販売の急減も想定されることから、13年前半にかけても景気回復のテンポは弱いままと考えている。なお、13年度以降は、米国・中国経済の持ち直しに伴って輸出が回復し始めるほか、年度下期には消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生し、一時的にせよ景気を押し上げるだろう。当総研は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、欧州債務問題や中国経済の行方など懸念も多く、先行き不透明感が強い点には引き続き留意が必要である（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、物価動向に関しては、国内の需給ギャップが大きく乖離したままであることに加え、これまでの国際商品市況の調整に伴って、下落圧力が再度強まってきた。7月の国内企業物価は前年比▲2.1%（4ヶ月連続の下落）、6月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は同▲0.2%（2ヶ月連続の下落）と、いずれもこのところ下落幅を拡大させる方向にある。電気料金は値上げ傾向にあるものの、これまでの国際商品市況の大幅調整などに伴って原油など資源製品が値下げ傾向を強め、エネルギー全体として



は物価押し上げ効果が大きく削がれた格好となっている。

先行きは電気料金値上げ（8月～：再生可能エネルギーの固定買取制度導入による値上げ、9月～：東京電力管内での家庭向け料金の平均8.47%の値上げ）などの直接的影響が出てくるほか、このところの世界的な穀物価格高騰が将来的な食料品価格の上昇につながるのは不可避と見るが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向は当面続く可能性が高いだろう。日銀が目指している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8月8～9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65兆円へ、13年6月末までに70兆円へ残高を積み上げる）を決定した。一方、景気の現状判断については「緩やかに持ち直しつつある」という前月までの見方を踏襲しつつも、生産・輸出といった個別項目についてトーンを弱める

など、全般的に見ればやや下方修正気味であることは否めない。

日銀の政策運営方針は、2月に示された「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価上昇率1%を目指すものとなっている。しかし、ここに来て、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率を拡大させつつあるなど、14年度以降「1%に遠からず達成する可能性が高い」とする日銀の見方も修正を迫られかねない事態となっている。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、それらが国際公約となっていること等を踏まえると、今後も日銀に対しては一層の緩和努力を求めていくことになるだろう。その際には、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、7月の欧州中央銀行（ECB）による利下げ決定時に、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が、日本で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%）引下げなどを検討する

との思惑も、「札割れ」ひん発の下で、浮上している。これまで日銀は、ゼロ金利は利点よりも弊害が大きいとしてきたが、あらゆる可能性をゼロベースで再検討する姿勢も必要であろう。

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。ユーロ圏周縁国での財政問題は未だ収束する兆しが窺えず、むしろ悪化する動きも散見されている。世界的に投資家のリスク逃避的な行動が続く中、「株安・金利低下・円高」の動きが強まった。

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。

① 債券市場

1%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その後、ほぼ一貫して金利低下が進行した。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0.9%割れ、さらに7月中旬には0.8%割れでの展開が常態化していた。8月中旬以降は0.8%台に戻したものの、欧州債務危機が収束に向かう兆しがほとんど見られないこともあり、日本国債に

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



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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らう。仮に資産買入基金の拡充策で、長期国債の買入対象年限を5年未満まで延長した場合、長期ゾーンにも低下圧力がかかるはずである。ただし、高値警戒感もあることから、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

② 株式市場

世界経済への先行き回復予想や日銀による物価安定目標の導入によるデフレ脱却期待などもあり、11年度末から12年度入り当初にかけて、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に対する失望感、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、株価も大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、ギリシャのユーロ離脱の可能性が高まったことで一時8,000円前半まで下落する場面もあった。8月に入り、米国経済指標に明るさも再び散見され始めたことから、株価も9,000円台を回復したものの、その後は伸び悩んでおり、総じて上値の重い展開となっている。

先行きに関しても、欧州債務問題への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）など、株価を抑制する材料も多い。とはいえ、復興需要の盛り上がりによる景気持ち直しを背景に年度下期以降の増益期待

も残っている。なお、企業業績は当初の想定ほどの増益は期待できないと見るが、株価は次第に回復方向に向かうだろう。

③ 外国為替市場

08年秋のリーマン・ショック以降、為替レートに対して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・後退を繰り返す追加の量的緩和策(QE3など)への思惑、欧州債務危機や単一通貨ユーロに対する不信感等が挙げられるが、2月に日銀が事実上の物価安定目標を掲げたにも関わらず、1%の物価上昇を前倒しで達成させようという姿勢を見せないことも円高定着の要因の一つと考えることができるだろう。なお、8月後半にかけて、対ドルで80円、対ユーロで100円に迫る場面も見られた。しかし、直近では米FOMC議事要旨の公表後に米国で追加緩和観測が高まると再び円高方向に振れるなど、円高圧力は依然として根強いといえるだろう。

当面は世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くとみられることから、歴史的水準での円高状態がしばらく続くものと予想する。

(2012.8.24 現在)

