

情勢判断

国内経済金融

年内はマイナス成長が残るが、来年は景気持ち直しへ

～金融資本市場は次期政権の経済政策に注視～

南 武志

要旨

世界経済の減速傾向に加え、今秋以降の日中関係の冷え込みやエコカー購入補助金の終了などに伴って、国内景気の悪化傾向は鮮明となっている。実際、7～9月期の実質成長率は前期比年率▲3.9%と大幅マイナスとなり、日本経済がすでに景気後退入りしていた可能性が再確認された。ただし、先行きについては、年内はマイナス成長が残ると思われるが、13年年明け以降は海外経済の持ち直しや民間消費の調整一巡などから、弱いながらもプラス成長に戻ると予想している。

そうした中、野田首相は衆院を解散したが、金融資本市場では早くも総選挙後の政権交代の可能性を探る動きを始めている。仮に政権交代が実現すれば、日本銀行の金融政策に対してこれまで以上の緩和努力が求められると思われる。また、14年度からの消費税増税を前に、景気底上げやデフレ脱却に向けた財政政策への注目も高まるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年		2013年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9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) (%)	0.318	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 (%)	0.735	0.65～0.90	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.10
	5年債 (%)	0.180	0.10～0.25	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.2	78～88	80～90	80～90	82～92
	対ユーロ (円/ユーロ)	106.6	95～115	95～115	95～115	95～120
日経平均株価 (円)	9,388	9,500±500	9,500±750	9,750±1,000	10,000±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11月26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

夏から秋にかけて国内景気の停滞感が強まっていたが、特に9月のエコカー購入補助金の終了で自動車販売が激減したこと、さらに日中関係の冷え込みを背景として中国向け輸出が落ち込んだことにより、景気悪化傾向は一段と強まった。11月12日に発表された7～9月期のGDP第1次速報(1次QE)でも、輸出や民間消費の大幅減により、実質成長率が前期

比年率▲3.5%の大幅マイナスとなったことが明らかとなるなど、景気はすでに後退局面に入っていた可能性を改めて認識させられる内容であった。さらに、10月の貿易統計においても、欧州・中国向けの輸出を中心に大幅減が続くなど、足元の景気は依然として悪化傾向にあると判断せざるを得ない状況である。

こうした中、野田首相は、「社会保障と税の一体改革」関連法案の成立のために

自公両党と約束した衆議院解散に踏み切った。最近では内閣支持率が2割近くまで落ち込んでいることもあり、総選挙後の政権交代を予想する意見が多く、安倍自民党総裁の一連の金融政策を巡る発言などへの注目度が高まっている。具体的には、日本銀行法改正も視野に、物価上昇率が2%に到達するまで日銀が無制限の金融緩和策を採用するよう要請する方針などを示している。加えて、10年間で200兆円のインフラ整備を行う国土強靱化計画や、13年度にかけてデフレ脱却に向けた動きが見えない場合には14年度の消費税増税を延期する可能性を示唆するなど、政権交代の暁には積極的な金融財政政策を講じることを主張している。

もちろん、野田政権としても景気悪化への対応策として緊急経済対策の策定を11月末までに行うこととしているが、財源は予備費などに限定されることもあり、10月中に取り纏められたものと合わせても、小規模なものに留まる。

景気の先行きについては、足元で弱含む消費や輸出が今後どの程度まで悪化するかが焦点であるが、落ち込み方が激しかったのは9～10月であり、それ以降の調整幅はさほど大きくないと予想する。なお、既に中国経済には持ち直しの動きが始まっており、日中関係の改善は当面見込めないと見ても、対中輸出は早晚下げ止まると見られる。また、自動車販売もさらに悪化する状況にはない。それゆえ、10～12月期まではマイナス成長が続くが、13年年明け以降は弱いながらもプラス

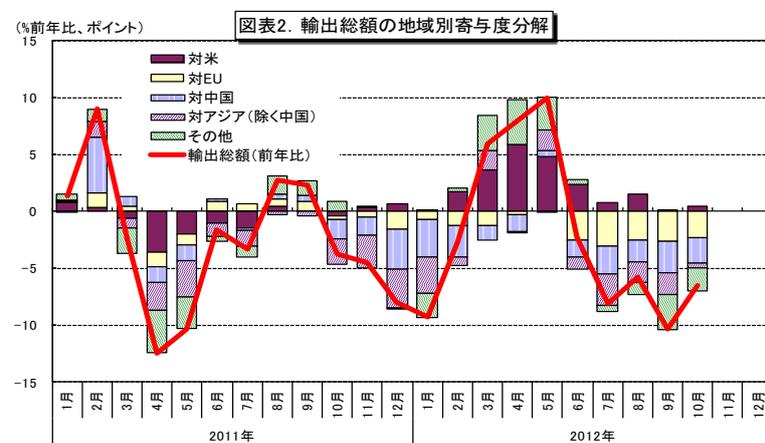
成長に戻るものと思われる。(当総研の経済見通しについては、後掲レポートをご参照ください)。

一方、物価動向に関しては、電気料金・ガソリンなどといったエネルギー関連での値上がり傾向が残っているが、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。その結果、全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は5月以降、小幅ながらも前年比下落での推移となっている。

先行きも電気料金・石油製品などエネルギー価格が上昇すると見られるほか、世界的な穀物価格高騰の影響が食料品価格の押し上げにつながる可能性もあるが、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は続く可能性が高いだろう。日本銀行が目指すとしている「1%の物価上昇率」の実現は依然見通せる状況にない。

金融政策:現状と見通し

これまで述べたように、13年度に向けて国内景気・物価情勢は楽観視できる状況にはないが、政府は消費税増税を実施する14年4月までになんとしても景気の底上げやデフレ脱却を実現させたいこと



もあり、日銀に対して追加緩和への期待感を露わにしている。そうした動きもあり、日銀は9月に続き、10月30日の金融政策決定会合において、資産買入等基金を11兆円程度増額すること（総額は91兆円へ）を決定した（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。同時に、政府と日銀の連名（前原経財相、城島財務相、白川日銀総裁）で、「デフレ脱却に向けた取組について」という文書を発表している。

ただし、緩和策の細部を見ると、約5兆円増額する増額の長期国債の買入れがスタートするのは13年1月であるなど、雇用環境の改善が明確化するまで毎月400億ドル（約3.1兆円）のMBS（住宅ローン担保証券）を無制限で購入し続けるといった量的緩和策第3弾（QE3）をすでに開始している米連邦準備制度（FRB）と比較すると、日銀が相対的に消極的な姿勢を続けている印象は否めない。

今後の金融政策としては、最新の「展望レポート」においても、14年度の消費者物価上昇率（コア）見通しが、当面の物価目標として設定した「消費者物価上昇率1%」に到達しないとの予想となっていることもあり、一段の緩和措置を検討・実施していかざるを得ないだろう。

その際の追加緩和の中身としては、資産買入等基金の増額が柱になると思われるが、米国QE3のようなオープンエンド型（あらかじめ額や期間を定めず、政策目標が達成されるまで無制限で実施）の緩和策も検討の余地があるだろう。また、政策

金利をゼロにさらに近付ける努力（超過準備に対する付利の撤廃もしくは切下げ、固定金利オペでの適用利率の引下げ）もまた、引き続き検討課題であろう。

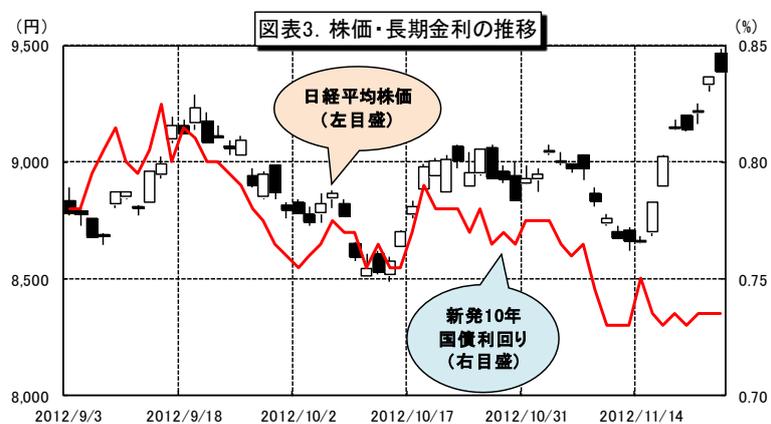
なお、総選挙後に政権復帰する可能性が囁かれている自民党では2%の物価上昇を目指す意向を政権公約に掲げているほか、13年3～4月にかけて日銀総裁・副総裁の任期切れが待ち構えている。総選挙の結果次第では、金融政策の運営方針が大きく変わる可能性もあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州中央銀行（ECB）が条件付きながらも財政悪化国の国債購入策の表明した後、過度なリスク回避的な行動が弱まり、落ち着いた動きを続けている。そうした中、総選挙後の経済政策に対する思惑から、円高修正の動きが強まっており、それに連れて株価の持ち直しも見られている。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。

① 債券市場

内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」的な行動、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくさ



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

れるとの思惑なども手伝って、長期金利（新発10年物国債利回り）は半年以上も1%割れの状態が続いている。特に、9月下旬以降は0.8%割れが常態化している。

先行きについても、中国向け輸出の不振もあり、景気停滞が長期化するとの予想が高まっていること、日銀による大量の国債買入れや一段の緩和観測などが長期金利の低下圧力として働くと思われるが、一方で総選挙後に発足する新政権がデフレ脱却に向けた財政出動や消費税増税の延期などに着手すれば、金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

株式市場では、9月の先進国・地域の中央銀行による追加緩和決定などを受けて、株価（日経平均株価）が一時上昇するなど、リスク・オンの動きが復活したかに見えた。しかし、その後は国際通貨基金が公表した世界経済見通しに代表されるように、世界経済の先行き悪化懸念が重石となり、10月中旬にかけて調整するなど、景気指標に一喜一憂しながら、9,000円前後でもみ合うという展開が続いた。一方、11月中旬以降は政権交代への思惑から為替レートが円安方向に振れたことを好感し、株価は約6ヶ月半ぶりに

一時9,400円台まで回復している。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題などの影響を受けられると思われるが、円安の流れが本格的なものとなり、かつ大規模な経済対策の実現可能性が高まれば、株価も上昇傾向を続ける可能性がある。ただし、日中関係の悪化が長期化することへの懸念があるほか、想定される内外経済の回復テンポはそれほど高くないこと、財政規律に対する懸念が「悪い金利上昇」につながる警戒感もあることから、一方的な株価上昇というわけにはいかないだろう。

③ 外国為替市場

ECBによる国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑、さらには日本の貿易赤字の定着予想などから、為替レートは円高修正の動きが強まっていた。こうしたなか、解散が決まった11月中旬以降、総選挙後に発足する新政権の経済政策への期待感が一段と円安を加速させた。その結果、対ドルでは82円台、対ユーロでは106円台と、いずれも7ヶ月ぶりの円安水準となっている。

先行きについては、総選挙の結果次第といえるが、仮に政権交代が実現し、公約に掲げられた大胆な金融政策への転換

が実現するとの思惑が強まれば、リーマン・ショック以降4年以上も続いた円高局面からの転換も十分ありうるだろう。ただし、世界経済・金融面で不透明感が高い状況はしばらく続くと思われることから、一時的に円高圧力が強まる場面も想定すべきであろう。

(2012.11.26 現在)

