

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 前途多難な社会保障と税の一体改革

### ～2011年度内のデフレ脱却目標の実現は依然厳しい～

南 武志

#### 要旨

10年夏以降、国内景気は輸出の鈍化、円高進行、耐久財消費刺激策の効果一巡などから足踏み状態に入った。新興国経済の底堅さなどもあり、先行きの景気が大きく落ち込むことは回避できると思われるが、11年半ばまで低調に推移する可能性が高いだろう。一方、物価に関しては、最近の国際商品市況高騰に伴い、資源・エネルギーや食料などが値上がりしていくことが想定されるが、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、11年度内に消費者物価全体が前年比プラスに転じるのは困難とみられる。

内外の金融市場では、米国での大幅な金融緩和策(QE2)発表後、「円安・株高・長期金利上昇」といった傾向が強まった。しかし、国内最終需要の弱さや国内投資家の運用難などを踏まえれば、長期金利の本格上昇の可能性は低いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年				
		1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)	(%)	0.335	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 (%)	1.245	0.90～1.30	0.90～1.35	0.90～1.35	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.515	0.30～0.60	0.30～0.65	0.30～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.4	80～88	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	112.6	100～125	100～125	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	10,464	10,250±1,000	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±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1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

1月24日に召集される通常国会を控えて、菅首相は14日に内閣改造を実施した。このうち、経済閣僚については、TPP推進に積極的とされる海江田氏(経済財政担当相)を経済産業相に任命するとともに、後任の経済財政担当相として元財務相の与謝野氏を任命し、かつ懸案の社会保障と税の一体改革についても託すこととなった。

とはいえ、かねてから与謝野氏は「子

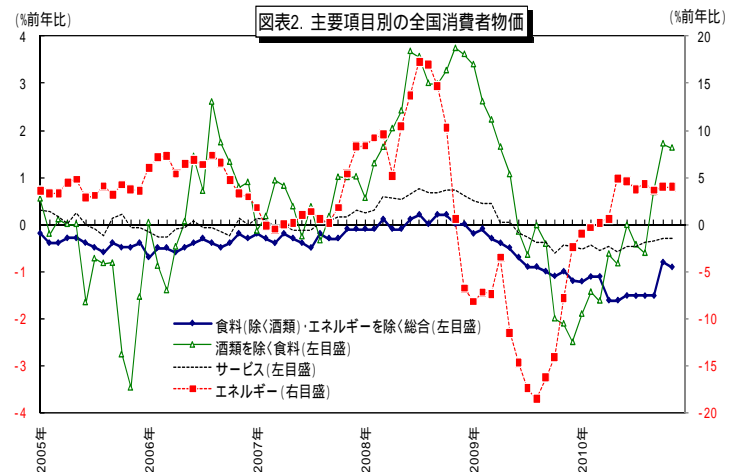
ども手当」を代表とする民主党の経済政策に対して批判的な態度を示してきた。また、経済再生のための新成長戦略にとって前提条件となるデフレ脱却についても、自公政権下の閣僚当時においては消極的な態度を取り続けてきたこともあり、デフレ克服を最優先課題としている菅内閣の経済政策の整合性が問われる場面もあるものと思われる。

一方で、菅首相としては財政健全化が国際公約となっていることもあり、社会

保障制度の再構築や税制改革に関して与野党の枠組みを超えた国民的な議論を持ちかけている。しかし、野党サイドではバラマキと批判してきた09年総選挙における民主党マニフェストを大幅に修正することをその前提として求めており、議論が進まない可能性も高い。

さて、09年春以降、持ち直し基調をたどってきた国内景気であるが、10年夏場にかけて海外経済の成長減速懸念が高まったこと、急激に円高が進行したこと、さらにはエコカー購入補助金制度終了を見据えて自動車メーカーが減産を強化したことなどを背景に、回復テンポが鈍化し、足踏みし始めた。実際、代表的な景気指標である鉱工業生産は10年11月分ではようやく6ヶ月ぶりの前月比プラスとなったものの、直近ピーク（10年5月）の水準を5%弱ほど下回っているほか、実質輸出は10年7月をピークに軟調に推移している。さらに、エコカー購入補助金や家電エコポイント制など耐久財消費刺激策の終了・規模縮小などにより、民間消費は弱含みの推移となっている。

少なくとも11年前半までは、自動車・薄型TVなどの耐久財を中心に民間消費の軟調さが残る可能性が高いほか、海外経済の回復テンポも緩やかなままで推移すると思われ、輸出も低調さが残るものと思われる。そのため、11年半ばまでは景気は低調に推移すると予想される。ただし、購入支援策によって自動車販売が大きく盛り上がったわけではなく、調整は長引かないと見られること、年半ば以降には海外経済での回復テンポが強まっ



てくると想定されることなどから、11年後半以降は国内経済の再持ち直しが始まるだろう。

一方、物価については、10年10月のたばこ増税や損害保険料引き上げなど主に制度変更の影響を受けて、代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比下落率は0%台半ばまで縮小してきた。最近では、新興国の底堅い経済成長や米国経済の回復加速期待、米国における大幅な金融緩和策（QE2）導入に伴う過剰流動性発生への思惑、さらには豪・ブラジルなどでの水害発生なども加わり、国際商品市況が上昇基調を強めていることから、先行き資源・エネルギーや穀物価格が値上がりする可能性が高い。一方、労働市場の改善は遅々として進んでおらず、かつ消費関連の需給バランスが依然として崩れていることを考慮すれば、最終財への価格転嫁は不十分な状況となる可能性が高く、恒常的に前年比プラスで推移する展望を描くのは依然として難しい。政府・日本銀行とも11年度内に消費者物価上昇率がプラスに転じるとの見通しを堅持しているが、その実現はかなり厳しいと思われる。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は09年12月以降、日銀は固定金利オペの導入や拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始を断続的に決定したほか、10年10月には政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導目標の変更（0～0.1%）時間軸の設定（「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続）5兆円規模の資産買入基金の創設、の3つからなる包括緩和策の導入に踏み切った。日銀はこの包括緩和策を「実質的なゼロ金利政策」とも称しているが、実際のところ補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を0.1%に据え置いていることもあり、無担保コールレート（翌日物）の低下幅は限定的なものにとどまっている。一方で、物価の安定が展望できる状況（消費者物価上昇率が前年比1%近くまで上昇することが見通せる状況）に至るにはかなりの時間が必要であることから、非常に強力な時間軸が設定されたと捉えるべきであろう。今後の景気・物価情勢の展開によっては、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全体が一段と低下する可能性がある。

一方、政府・日銀とも11年度内のデフレ脱却目標を堅持しているが、前述の通り、大きく乖離した需給ギャップを短期間で解消することは困難と思われる。また、8月に予定されている消費者物価の基準改訂では、物価下落率がさらに拡大するものと見られ、物

価が水準上に浮上する時期は現時点の想定よりも後ズレする可能性が高い。11年度内のデフレ脱却のために日銀が一層の努力を求められることになれば、追加的な緩和策を検討・実施していかざるをえないと思われる。実際、包括緩和策の決定後、白川総裁は追加緩和措置の可能性を否定せず、かつ「次の一手」として資産買入基金の拡充を指摘していることから、これが柱になると見られる。

## 市場動向：現状・見通し・注目点

米国では景気減速やディスインフレ傾向の強まりに対する警戒感が強まった結果、11月上旬のFOMCでは大規模な国債購入を柱とするQE2が採用された。その直前には、大幅緩和策への期待感から内外の金融市場では「円高・株安・金利低下」という流れが強まっていたが、逆にQE2決定後はそれに伴う過剰流動性発生への思惑などを材料に、「円安・株高・金利上昇」の様相を強めた。

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見たい。

## 債券市場

10年度上期にかけて長期金利の低下とともに、債券保有残高を大きく積み上げ



た大手金融機関であるが、下期に入ると一旦は利益を確定する動きも散見され、さらなる購入に対する慎重姿勢が強まった。また、11月上旬のQE2決定後は、米景気の先行き回復期待が浮上したこともあり、長期金利の上昇傾向が明確化し、12月には一時1.3%に迫る場面もあった。その後は、貸出が伸び悩むなど運用難に苦しむ国内投資家の国債購入意欲が根強いことから押し目買いニーズが高まり、長期金利は1.2%前後まで押し下げられている。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍く、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、さらに包括緩和策の効果浸透やもう一段の金融緩和措置の可能性などを踏まえれば、長期金利は一旦は再低下する場面もありうるだろう。もちろん、日本の厳しい財政状況に対する潜在的な警戒感も根強いこと、さらには先行きの世界経済の回復期待を背景として金利上昇圧力が一時的に強まるなど、折に触れて神経質に金利が変動する可能性には留意する必要がある。

## 株式市場

11月のQE2決定後、米国経済指標の好転なども手伝って、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、11月中旬には1万

円台を回復、11年年明け後は一段と上昇傾向を強め、1万円台半ばでの展開となった。直近は景気過熱感の強い中国での再利上げへの警戒感などからやや調整しているが、基本的に底堅く推移しているといえるだろう。

先行きについては、今しばらくは海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られる。目先は国内のデフレ継続や円高や交易条件悪化による企業業績への下押し圧力も意識されることから一進一退の展開が続くものの、11年度入り後は徐々に下値を切り上げていく動きが明確化するだろう。

## 外国為替市場

リーマンショック後、日本円に対してはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けたが、QE2が決定された10年11月以降はそうした圧力は多少緩和し、12月中旬にかけて1ドル＝83～85円のレンジ内でのみ合いが続いた。その後、欧州財政危機に対する思惑を背景に、リスク回避先としての円買いニーズが強まる場面もあったが、10年年明け後は対ドルで80円台前半、対ユーロで110円前後での展開となっている。

先行きは、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているほか、時間経過

とともに米FRBによる大幅な追加緩和措置(QE2)の効果が今後浸透する可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が残ったままでの展開が続くだろう。一方、年半ば以降に海外経済の持ち直し傾向が再び強まってくれば、逆に円安気味の推移が始まるものと予想する。(2011.1.25現在)

