

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 当面は停滞気味の推移が予想される国内景気

### ～日本銀行は5ヶ月ぶりに金融緩和を強化～

南 武志

#### 要旨

9月に入り、海外の中央銀行が相次いで追加緩和措置を決定したが、日本銀行もまた景気判断を引き下げるとともに、資産買入等基金を10兆円程度増額することを決定した。これらの背景には、海外経済、特にわが国の最大の輸出先である中国経済の減速傾向が長引いていることがある。加えて、エコカー購入補助金の終了により、12年前半の消費を支えた自動車販売が激減する可能性もあり、年度下期にかけて国内景気は足踏み状態を続ける可能性が高いだろう。

なお、政府は14年度からの消費税増税を軟着陸させるためにも、デフレ脱却や成長促進を急ぐ構えである。日本銀行は今後とも更なる国債買入れを柱とする追加緩和策の検討・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<br>項目         | 2012年                      |                | 2013年                  |                        |                        |
|-------------------|----------------------------|----------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                   | 9月<br>(実績)                 | 12月<br>(予想)    | 3月<br>(予想)             | 6月<br>(予想)             | 9月<br>(予想)             |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  | 0.091                      | 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 (%)<br>5年債 (%)        | 0.795<br>0.200 | 0.65~0.90<br>0.10~0.25 | 0.65~1.00<br>0.10~0.30 | 0.70~1.10<br>0.10~0.30 |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)<br>対ユーロ (円/ユーロ) | 78.1<br>101.1  | 75~85<br>90~110        | 75~85<br>90~110        | 75~85<br>90~110        |
| 日経平均株価 (円)        | 9,069                      | 9,250±750      | 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9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

国内景気の足踏み感がここにきて一段と強まっている。4~6月期の実質成長率(2次QE)は前期比年率0.7%へと下方修正されたが、7月分以降の主要経済指標からは7~9月期には一段の減速を示唆するものが多く、場合によってはマイナス成長に転じる可能性も否定できない。

実際、8月の実質輸出指数は前月比▲0.6%と4ヶ月連続での低下となった。

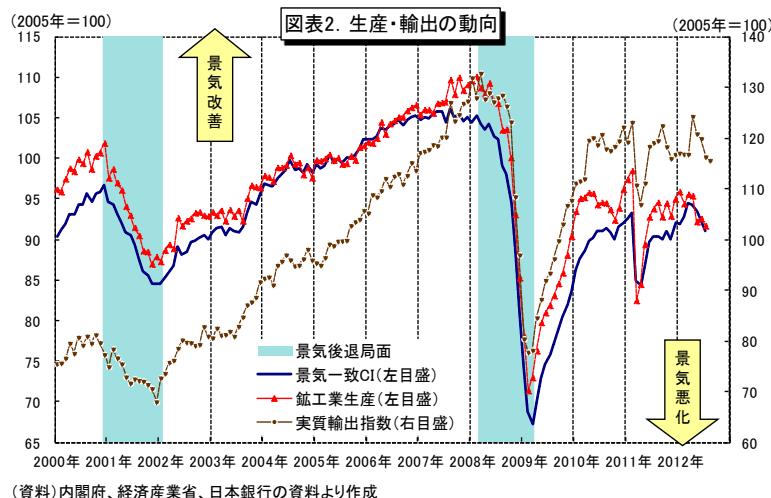
「火力シフト」に伴う原油・LNG需要が一服したこともあり、輸入の増加傾向にも歯止めがかかったものの、7~9月期の経済成長にとって外需が引き続きマイナスの寄与となるのは確実とみられる。また、7月の鉱工業生産は同▲1.0%と2ヶ月ぶりの低下となり、かつ製造工業生産予測指数によれば8月に同0.1%と僅かに持ち直した後、9月には同▲3.3%と激減が見込まれるなど、弱さが目立つ。

また、最近は、エコカー購入補助金や復興需要によって堅調だった乗用車販売にも息切れが目立っており、民間消費も弱含んでいる。さらに復興事業などは発注、工事とも現在進行中であるものの、他分野への波及力は依然弱く、全般的な広がりを見せていない。

当面の景気動向を考える上では、輸出、消費の動きが重要であろう。その輸出の裏付けとなる海外経済については、先進国・地域の景気は今しばらく低調とみられるほか、減速が懸念されている中国経済についても年末までには景気底入れが実現すると期待されるものの、当面は軟調さが残るだろう。それゆえ輸出が回復傾向を強めるのは 13 年以降にずれ込むと思われるが、尖閣問題などで日中間の経済関係が一段と冷え込めば、さらに後ずれする可能性もある。また、下期の民間消費については、9 月 21 日にエコカー購入補助金が終了したことで、先行きは自動車販売の急減は不可避と思われ、消費全体が冷え込む可能性がある。12 年度末にかけて国内景気は足踏みを続けるだろう。

以上の要因等を考慮した結果、当総研では 2 次 QE 発表後、12、13 年度の経済成長率見通しを下方修正した（それぞれ前年度比で 1.9%、1.8%）。「円高」「中国」など下振れリスクは大きく、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）。

さて、物価動向に関しては、足元で電



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

気料金やガソリンなどエネルギー関連の値上げも見られるが、依然として国内の需給バランスは大きく崩れており、下落圧力が強い状態が続いている。実際、全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は 5 月以降、前年比下落状態での推移となっている。

先行きも電気料金が傾向的に上昇していく可能性があるほか、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はしばらく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見通せる状況はない。

## 金融政策：現状と見通し

日本銀行は 9 月 18～19 日に開催した金融政策決定会合において、景気判断を「持ち直しの動きが一服している」へ下方修正するとともに、資産買入等基金を 10 兆円程度増額すること（総額は 80 兆円へ）を全員一致で決定した（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。具体的には、短期国債（国庫短期証券）を 5 兆円程度、長期国債を 5 兆円程度増額す

るとの内容である。なお、今回の増額は短期国債については13年6月までに、長期国債は13年12月末までに、それぞれ完了する方針である。加えて、長期国債の買入れを確実に行うために（＝札割れ防止策として）、入札下限金利（現行年0.1%）を撤廃することとした（社債買入れ、さらには中長期国債買入れオペ（輪番オペ）も同様の措置となっている）。

今回の緩和策決定に先立って、欧州中央銀行（ECB）は財政悪化国の国債（残存期間1~3年）を条件付きながらも無制限で買入れることを決定したほか、米連邦準備制度（FRB）も時間軸を延長し、かつ雇用環境が改善するまでMBS（住宅ローン担保証券）を毎月400億ドル（約3.1兆円）買入れるという量的緩和策第3弾（QE3）の導入を決定しており、一部で日銀の追随緩和に関する疑惑も浮上していた。しかし、市場参加者が完全に追加緩和を織り込んでいたわけではなかったこと、日銀としては10兆円と思い切った増額だったこと等、サプライズのある政策変更であったと言える。追加緩和が見送られた場合には、円高リスクがあったと思われる。

とはいって、前述のとおり、足元の物価は下落に転じており、当面は景気足踏み

が続く可能性を考慮すれば、今回の緩和措置だけで日銀が目指している「1%の物価上昇」が早期実現する見込みはない。

14年4月の消費税増税が現実味を帯びる中、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、増税までのデフレ脱却を目指しており、今後も日銀に對しては一層の緩和努力を求めるのは必至であり、日銀もそれに応じる可能性は高い。なお、追加緩和の際には、現行の資産買入基金の枠組みでは、13年以降の長期国債買入れペースが鈍ることから、長期国債を中心に資産買入基金を増額・拡充するものと思われる。

## 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左右される展開が依然として続いているが、9月に入ってからの先進国・地域の中央銀行による相次ぐ追加緩和措置が好感され、リスク・オンの動きも若干ながらも出始めている。

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見たい。

### 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、その直後からほぼ一貫して金利低下が進行し

た。5月以降は0.9%割れ、さらに7月中旬には0.8%割れとなった。なお、8月中旬以降は国内景気の踊り場脱却の想定時期が後ずれしたこともあり、概ね0.8%前後で推移している。

このように長期金利が1%割れの状態を長期化させている背景として、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、さらにはデフレが続く中で日銀の一段の緩和観測が根強いことがあると考えられる。

先行きについても、今しばらくは景気の踊り場状態が続くとみられる他、日銀による大量の国債買入れや一段の緩和観測などが、長期金利を引き続き低位なままにする方向に働くだろう。もちろん、1%割れという水準が長期化することへの警戒感も根強く、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

## ② 株式市場

12年度入り当初、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軟調さ、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、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円台前半まで下落する場面もあった。足元では先進国中央銀行の追加緩和措置などを受けて、リスク回避的な行動が弱まり、株価が上昇する場面も見られるが、基本的に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自体にはあまり変化が見られないようだ。

先行きに関しても、欧州債務問題への思惑が相場動向を大きく支配すると思われるが、最近の対中関係の悪化にも注意が必要であろう。関係悪化が長ければ、双方とも景気に對しては悪影響が及ぶと思われる。さらに、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、内外の金融緩和措置や年度下期以降の企業業績の増益期待も残っており、年度下期にかけて株価は多少上昇する余地があるものと思われる。

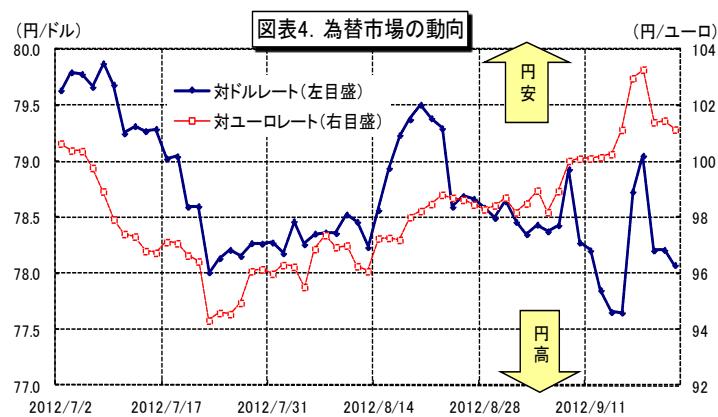
## ③ 外国為替市場

為替レート（対ドル・レート）は、1年以上にわたり、80円前後といった歴史的な円高水準での展開となっている。その要因としては、収束の兆しが見えない欧州債務危機や单一通貨ユーロに対する不信感、さらには海外中央銀行に比べて日銀の緩和姿勢がやや消極的に見えることも挙げられるだろう。

なお、最近の為替レートに関しては、対ドルでは米国経済の先行きや追加の金融緩和策への思惑から概ね78円半ばを中心とするレンジでのもみ合いとなっているが、対ユーロではECBがスペイン国債の買入れを開始するとの思惑からこれまでのユーロ安が修正され、一時103円台後半と4ヶ月ぶりの水準まで上昇した。

しかし、世界経済の先行き不透明感が高い状況はしばらく続くとみられることから、円安進行は限定的であり、歴史的水準での円高は当面続くと予想する。

(2012.9.24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