

情勢判断

国内経済金融

強まる国内景気の停滞感

～政府・日本銀行は景気下支え策の検討へ～

南 武志

要旨

日中関係の悪化もあり、9月の輸出が大幅に減少、過去最大の貿易赤字を記録したほか、エコカー購入補助金の終了に伴って乗用車販売の減少が明確になるなど、最近では景気悪化を示す経済指標の発表が相次いでいる。政府は月例経済報告で「回復」の文言を削除するなど、景気への警戒感を強めており、予備費を活用した緊急経済対策の策定作業に入った。こうした足元の景気情勢に加え、14年度の消費税増税を軟着陸させるためにも、13年度中のデフレ脱却や成長加速を実現させたいこともあり、政府は日本銀行に対する緩和要請を強めている。そのため、10月30日の金融政策決定会合において日銀は2ヶ月連続での緩和策を決定するとの見方が強まっており、金融市場にも影響を与えている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月 項 目 | | 2012年 | | 2013年 | | |
|---------------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 10月 (実績) | 12月 (予想) | 3月 (予想) | 6月 (予想) | 9月 (予想) |
| 無担保コールレート翌日物 | (%) | 0.092 | 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 | (%) | 0.780 | 0.65～0.90 | 0.65～1.00 | 0.70～1.10 |
| | 5年債 | (%) | 0.195 | 0.10～0.25 | 0.10～0.30 | 0.10～0.30 |
| 為替レート | 対ドル | (円/ドル) | 80.1 | 75～85 | 75～85 | 75～85 |
| | 対ユーロ | (円/ユーロ) | 104.3 | 90～110 | 90～110 | 90～110 |
| 日経平均株価 | (円) | 9,055 | 9,000±750 | 9,000±1,000 | 9,250±1,000 | 9,500±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10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

国内景気の停滞感がここにきて一段と強まっており、一部では後退局面入りの可能性を指摘する見方も浮上している。

主要な経済指標をみると、9月の実質輸出指数は前月比▲3.4%と5ヶ月連続での低下となり、直近ピーク(12年4月)の水準から1割以上も低下している。世界経済の軟調さに加え、尖閣諸島の国有化を契機に関係が悪化した中国向け輸出が減少幅を一段と拡大させたこと(前年比▲14.1%で、輸出額全体の前年比増減

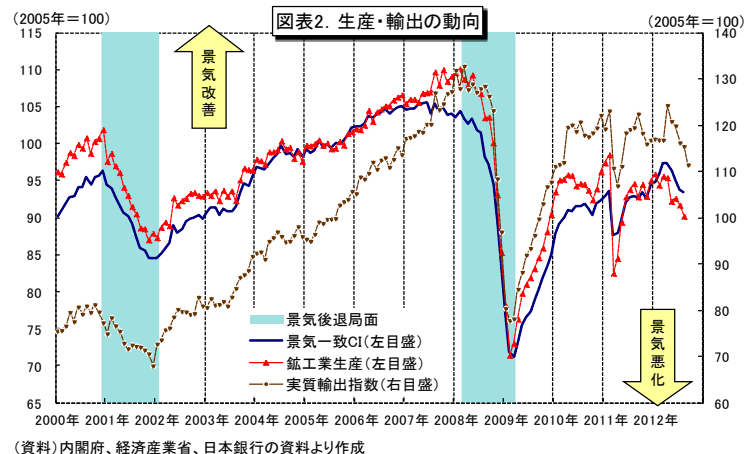
率への寄与度は▲2.7ポイント)が背景にある。「火力シフト」の影響から輸入額が高止まりを続けていることもあり、9月の通関貿易収支戻は過去最大の赤字幅(季節調整済で▲9,803億円)を記録している。

そのほか、鉱工業生産も弱含んでおり、8月は同▲1.6%と3ヶ月ぶりの低下であったが、製造工業生産予測指数によれば9月分も同▲2.9%と、輸送機械工業や情報通信機械工業等を中心に大幅に低下する見込みとなっている。さらに、エコカ

一購入補助金が9月21日申請分をもって終了したことから、9月の乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲3.7%と、12ヶ月ぶりに減少に転じた。乗用車販売そのものは5月をピークに息切れ状態にあったが、それまでの反動減が出た格好となっている。被災地での復興事業については発注、工事などは高めの水準で推移しているが、相変わらず他分野への波及力は依然弱く、景気の下支え役としては役不足といえる。

こうした状況を踏まえ、政府は月例経済報告（10月）において、景気判断を3ヶ月連続で下方修正、また「回復」という文言を削除するなど、危機感を強めている。17日には、野田首相は11月内に緊急経済対策を策定するよう指示し、そのうち緊急性の高いものについては12年度予算の予備費（一般会計で9,100億円、復興特会で4,000億円）を取り崩すことで対応する方針を示したが、景気下支え策としての即効性はさほど期待できそうもない。

当面は、対中関係も悪化が長期化する様相を見せていることから、輸出の不振が続く可能性が高いほか、年末にかけて自動車販売など民間消費も調整色の強い展開が見込まれる。なお、11月12日には7～9月期のGDP第一次速報が公表予定であるが、5四半期ぶりのマイナス成長は不可避であろう。当総研では12、13年度の経済成長率見通しを前年度比でそれぞれ1.9%、1.8%としているが、現時点ではその見通しを下振れて推移する可能性が高いと判断している。



一方、物価動向に関しては、足元で電気料金やガソリンなどエネルギー関連で物価押し上げ効果が強まっているが、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。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が続いている。

先行きも電気料金が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。日本銀行が目指している1%の物価上昇実現は依然として見通せる状況にない。

金融政策：現状と見通し

既に述べてきたように、足元の国内景気情勢は厳しさを増しつつあり、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底上げやデフレ脱却を実現させたい政府サイドでは、日銀に対して追加緩和への期待感を露わにしている。

既に日銀は9月の金融政策決定会合で、景気・物価の現状判断や見通しを下方修

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）を決定している（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。しかしながら、細部を見ていくと、約 5 兆円増額する増額の長期国債の買入れは 13 年 7 月から開始するといった「悠長な」内容であり、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）を無制限で買入れ続けるといった量的緩和策第 3 弾（QE3）導入を決断した米連邦準備制度（FRB）と比較すると、日銀の慎重な姿勢が改めて意識される。

日銀は 2 月の金融政策決定会合で、「中長期的な物価安定の目途」を公表し、当面は 1% の物価上昇を目指した政策運営を行うことを表明した。これを受けて、マーケット参加者は日銀の積極的な政策運営を予想し、為替相場などでは一時 1 ドル＝84 円台まで円安が進んだが、その後の日銀の態度から、1% の物価上昇率の実現に向けて積極的に展開していく意思はないことが判明し、日銀への期待感は急速に萎んだ。

しかし、前述のとおり、政府は 14 年 4 月の消費税増税によって発生する悪影響を少しでも緩和させるためにも、13 年度内のデフレ脱却を目指しており、日銀に対しても相応の努力を求めている。実際、前原経済財政相は、10 月 4～5 日の金融政策決定会合に出席し、デフレ脱却に向けた政策協調を求めた模様である。今後とも継続的に決定会合に参加していく方針を表明している。

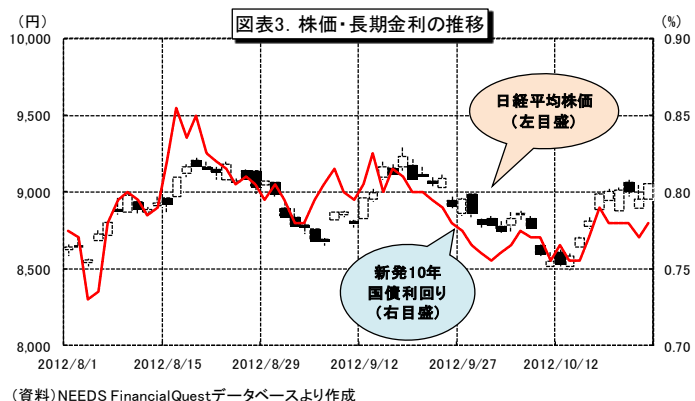
一方、10 月 30 日に公表される「展望レポート」では、日銀自

身の経済・物価見通しの下方修正がもはや既定路線となっている。特に、今回の展望レポートは予測期間が 14 年度まで延長されることもあり、これまで「1% に遠からず達する可能性が高い」としてきた物価見通しがどのように修正されるのかへの注目度が高い。前述の通り、日銀としては現状の間断ない緩和策を通じて、物価はいずれ 1% の上昇率に到達する、との姿勢は変えないだろうが、政府の緊急経済対策の策定に合わせ、追加緩和策を講じる可能性が高いと見られている。

なお、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。

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、日銀の追加緩和への思惑も加わり、円高修正の動きが見られている。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見たい。



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、低金利状態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

株式市場では、9 月の先進国・地域の中央銀行による一斉の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ている。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題への思惑が相場の趨勢に大きな影響を与えていると思われるが、日中の関係悪化の長期化への懸念が企業業績を下方修正させ、株価の下押し要因になることへの警戒も必要であろう。加えて、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それらを受けた世界経済の底入れ期待もあることから、年度下期にかけて株価は底堅く推移していくものと思われる。

③ 外国為替市場

歴史的な円高状態からは抜け出せたわけではないが、ECB による国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑もあり、為替レートは円高修正の動きが強まっている。こうしたなか、日本の貿易赤字（9 月）が過去最大となり、赤字状態も長期化する可能性が強まったこともあり、10 月下旬には 3 ヶ月半ぶりに 1 ドル＝80 円台まで円安が進んだ。

また、対ユーロレートは ECB が「最後の貸し手」になる決意を表明したことにより、欧州債務危機への警戒感が鎮静化していることもあり、ユーロ安が修正される動きが継続中である。10 月下旬には 1 ユーロ＝104 円台と、約 5 ヶ月半ぶりの水準まで戻っている。

しかしながら、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みられることから、一方的に円安が進行する可能性は薄く、当面は円高状態が残るだろう。（2012. 10. 25 現在）

