

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 日銀は12月22日に公表した12月の金融経済月報で、景気の現状判断について「わが国の経済をみると、海外経済の減速や円高の影響などから持ち直しの動きが一服している」として、2か月連続で下方修正した。個別項目では、「公共投資」を上方修正し、「輸出」、「生産」を下方修正した。また、先行きについては「当面、横ばい圏の動きになる」として、事実上の踊り場に入ったとの見方を示した。
- 政府は12月21日に発表した12月の月例経済報告で、「景気は、東日本大震災の影響により依然として厳しい状況にあるなかで、緩やかに持ち直している」として基調判断を2か月連続で据え置いた。個別項目では、「企業の業況判断」を下方修正した。また先行きについては前月の「持ち直し傾向」から「緩やかな持ち直し傾向が続くことが期待される」へ変更した。
- 総務省が12月28日に発表した11月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は、前年同月比 $\Delta 0.2\%$ と2か月連続で下落し、前月からマイナス幅が0.1 $\%$ 拡大した。電気・ガス代のプラス寄与が拡大する一方、ガソリンや海外パック旅行、教養娯楽耐久財などが押し下げ要因となった。先行きも石油製品価格の押し上げ要因が弱まっていくため、下落傾向が持続する可能性が高く、物価が基調としてプラスになる時期は、まだ展望できる状況にはない。
- 日銀が12月15日に公表した11年12月調査の短観では、大企業・製造業の業況判断DIが $\Delta 4$ となり、前回調査（9月）比6 $\%$ 悪化した。円高や、海外経済の減速、タイの洪水の影響が大きかった。一方、大企業・非製造業のDIは+4と3 $\%$ 改善し、中小企業のDIも前环比で良化、いずれも東日本大震災前の水準を上回った。全体としては、業況感は改善したものの、その幅は鈍化している。先行きは、欧州債務危機問題が深刻化していることから大企業、中小企業とも悪化を予想しており、厳しい見通しが示されている。
- 内閣府が12月9日に発表した11年7～9月期の実質GDP2次速報は、前期比+1.4%、年率換算で+5.6%と1次速報の前期比+1.5%（年率+6.0%）から下方修正された。個人消費が+0.7%と1次速報（+1.0%）から下方修正され、設備投資も1次速報の+1.1%から $\Delta 0.4\%$ とマイナスに修正された。この結果、内需の寄与度は+0.8%（1次速報+1.0%）となった。また、輸出は前期比+7.3%増加し、輸入も+3.5%増加した。そのため外需の寄与度は+0.6%（同+0.4%）となった。なお、10～12月期については、消費の底堅さに支えられるものの、外需や設備投資の落ち込みから大幅に減速するとの見方が多い。

2. 金融政策

- 日銀は12月20、21日に開いた金融政策決定会合で、次回会合までの無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度で推移するよう促すことを全員一致で決定した。資産買入等の基金の規模も55兆円程度で据え置いた。なお同日、11月30日の臨時会合で決めたドル資金などの供給拡充策について、ドル以外の各通貨でも供給オペが実施できるよう基本要領を制定した。

3. 短期金利の動向

（1） インターバンク市場

- コール市場では、日銀がきわめて潤沢な資金供給を続けているため、ONレートは0.07～0.08%程度の低水準で推移している。

（2） オープン市場

- レポ市場では、GC/SNレートが0.10%程度で安定的に推移している。SCは新規、ロールオーバーとも幅広い銘柄で取引がみられる。
- 短国市場では、日銀の積極的な金融緩和姿勢の浸透と、投資家の旺盛な購入意欲を背景に、利回りは低水準で推移。今月から3Mの発行額が1回あたり3,000億円増額された影響はみられない。3Mは0.095～0.10%、6Mが0.095～0.105%程度、1Yも0.095～0.105%程度となっている。
- CP市場では、11月末発行が膨らみレートが上昇した影響が徐々に薄れ、レートは小幅低下している。3Mの発行レートは、a-1+格が0.105～0.11%、a-1格一般事業法人は0.11～0.115%、a-1格ノンバンクが0.115～0.125%程度。

4. 今後の見通し

- 11年12月8、9日に開催されたEU首脳会議では、欧州の安全網構築と財政規律強化に向け、①財政規律を厳しくするための新条約締結、②欧州安定メカニズム（ESM）の12年7月への前倒し創設、③IMFへの2,000億ユーロの出資による新安全網の整備——などで合意した。ただ、これに対し、英国が新条約締結を拒否しているほか、ドイツもESMとEFSF（欧州金融安定基金）の合計の融資上限である5,000億ユーロの引き上げに反対の姿勢を示すなど各国の足並みは乱れている。さらに、EU首脳会議後もイタリアの国債流通利回りが危険水域とされる年7%前後に高止まりするなど、ユーロ圏各国政府の危機への取組み姿勢や実行力に対する市場の評価はあまり芳しいものではない。EUは今年前半、1、3、6月に首脳会議を開く予定だが、欧州ソブリン問題の解決の難しさを考慮すると、抜本的な問題解決には時間がかかるとみられ、市場の緊張状態は長期化する可能性が高い。ユーロ危機の本質は、通貨と金融政策を統合しておきながら、域内の財政政策を束ねる仕組みが弱かった点にあるとの指摘も多い。このため、財政統合促進が問題解決のカギとの指摘が多いが、域内各国の国家主権に絡む問題だけにそのハードルはきわめて高いものとみられる。

- ECBのドラギ総裁は12月19日の欧州議会での証言で、「12年1～3月期は国債(2,500～3,000億ユーロ)に加えて、銀行債(2,300億ユーロ)が償還を迎えるほか、年間を通じてCLOの2,000億ユーロの償還が控えており、ユーロ圏の債券市場に非常に強い圧力がかかる」と述べ、万全な資金供給に努める考えを示した。さらに、市場では大手格付け会社S&Pが1月にも最上級格付けを持つフランスなど15か国の国債の一斉格下げに踏み切るとの観測が根強く、ユーロ債務問題は1～3月期に大きなヤマ場を迎えるとの見方が多い。一方で、問題は深刻だがギリシャのユーロ離脱などユーロ圏の崩壊に至るとの見方は今のところ少ない。
- 問題解決への切り札が見当たらないなか、ECBによる積極的な関与が焦点となってきている。12月8日に開催されたECB定例理事会では、政策金利を0.25%引き下げ、年1%とする追加利下げに踏み切るとともに、銀行の資金繰り支援のため、期間3年の資金供給オペ導入が決定された。なお、ECBが12月21日に実施した3年物の資金供給オペには523の金融機関から総額4,890億ユーロ(約50兆円)の応札があった。ECBの資金を金融機関が国債投資に回すことで間接的に危機国の国債の値下がり防止につなげたい思惑も一部で指摘されている。ただ、市場からは銀行による国債購入や融資拡大への効果は限定的との見方が多い。また、ドラギ総裁は同日の会見で、国債買い入れの拡大についてはEUの基本条約が中央銀行による財政支援を禁じていることに言及し、「条約の精神を守らなければならない。(国債買い入れは)金融市場の機能を直すのが目的で、永遠でも無限でもない」と慎重な姿勢をにじませた。さらに、IMFへの融資案についても「ECBはIMFのメンバーではない」と述べ、否定的な立場を示した。ただ、市場では金融危機の回避にはいずれECBによる大規模な国債買い入れと量的緩和政策が不可欠との指摘は多い。もしドイツなどの強い反対でECBが機動的な対応を怠れば、金融システムが機能不全に陥り、深刻な金融不安を招く可能性が高い。
- 欧州経済は、金融システム不安の高まりを受けて、景気減速が鮮明になっている。昨年12月に公表されたECBスタッフ予想では、12年のユーロ圏の実質GDP伸び率について、 $\Delta 0.4\% \sim +1.0\%$ (中央値 $+0.3\%$)との見通しが示され、ユーロ圏が再びリセッション入りする可能性が見込まれていることが明らかになった。
- イングランド銀行は、12月7、8日に開催した金融政策委員会(MPC)で、量的緩和策の規模を2,750億ポンド(約32.5兆円)で維持することを決定した。市場では、現在の資産買取りプログラムが終了する来年2月ごろに量的緩和の規模が500億ポンド程度拡大されると見る向きが多い。英国景気の先行きについては、ユーロ圏のリセッションの影響を受けるためゼロ%成長に近い低迷が続くとの見方が大勢である。
- 米国経済は、雇用や消費の持ち直しを受け、足元では堅調な経済指標の発表が続いており、夏場以降の足踏み状態を脱して明るさが増しつつある。1月27日に発表される11年10～12月期のGDP速報値では、実質で前期比年率 $+3\%$ 台の高めの成長が見込まれている。先行きに

については、家計のバランスシート調整が残っているため、低めの成長が続く可能性が高いが、一時懸念された二番底に陥るとの観測は後退している。欧州債務危機の米国への波及については現時点では実体経済に深刻な影響は出ていない。ただ、米国は EU との貿易が全体の 2 割を占めており、今後欧州経済が大きく落ち込めば、その影響は避けられず、先行きは楽観視できない。さらに米国の金融機関は CDS の大口の売り手となっているため、欧州の国債がデフォルトするようなことがあれば巨額の保険金支払いを強いられることから、米国の金融システムが大きく揺らぐ事態が想定される。

- FRB は 12 月 13 日、FOMC を開き金融政策の現状維持を 9 対 1 の賛成多数で決めた。シカゴ連銀のエバンス総裁は追加緩和を主張した。声明では「世界経済は減速しているが、米経済は緩やかに拡大している」と米景気の総括判断を若干上方修正したうえで、「国際金融市場の緊張は引き続き大きな下振れリスク」として警戒感を示した。市場では今後、欧州債務問題が深刻化した場合には、FRB は「住宅ローン担保証券 (MBS) の購入による量的緩和第 3 弾 (QE3)」に踏み切る可能性があるとみている参加者も多い。なお、1 月 3 日に公表された昨年 12 月の FOMC 議事要旨によると、FRB は向こう数年の FF 金利見通しや初回の利上げのタイミングなどを 3 か月毎に公表することを決めた。コミュニケーション戦略の強化策の一環で 1 月 24、25 日の FOMC 後から始める。
- 中国 で 12 月 14 日に開催された「中央経済工作会議」では、12 年の経済社会発展テーマを「稳中求進 (安定を保ちつつ、進歩する)」に設定した。経済政策については今年の会議で決めた「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」の基本方針が維持されたが、従来のインフレ抑制重視を転換し、経済の成長促進に軸足を移すことを決めた。日本に比べて中国は欧州向け輸出のウエートが高いため、欧州債務危機の中国経済への影響が貿易ルートを通じて出やすい。このため金融政策については「経済状況に応じて、適時、適度に予見的な微調整を行う」と適宜、追加緩和を実施する方針を示した。また、中国政府は 12 年の GDP 目標を 11 年までの 8% から 7% 台に引き下げの見込みだが、政府の財政出動余力が大きいことから、12 年も急激な減速は避けられるとの見方が大勢となっている。
- 政府 は 12 月 22 日、12 年度の実質 GDP を前年度比 +2.2%、名目 +2.0% と予測した。政府の財政出動が復興需要を押し上げ、民間の設備投資などを刺激すると想定し、エコカー補助金の復活などで個人消費が下支えされると見込んだ。古川経済財政担当相は「(政策面での) 欧州の取組みがきちんと進んでいけば、世界経済の持ち直しが進んでいく」と述べた。これに対し民間からは「海外の景気回復を強めに見すぎている。消費税増税の環境を整えたいとの思惑がみえる」との声が聞かれるが、市場の見方も概ね「12 年度の日本経済は震災の復興需要を柱に、年率 2% 程度の成長を確保できる」との見方で一致している。ただ、欧州問題は、外需の落ち込み、円高・ユーロ安、欧州銀行の資産圧縮による市場の混乱という三つの経路で日本経済に悪影響を及ぼしつつあり、日本経済は多くの下振れ要因を抱えている。

- 白川総裁は12月21日の記者会見で、「日本経済の最大のリスク要因は、引き続き欧州ソブリン問題の展開だ」と指摘した。また欧州債務問題の対応策については、①欧州個別国の財政改革や競争力の強化、②ユーロ圏内部のガバナンス強化、③市場の混乱が他に波及しない防火壁（銀行への資本注入など）の用意などを挙げ、「経済・金融の安定に向けた短期的な対応と中長期的な対応の双方が必要」との認識を示した。ECBによる期間3年物のオペレーションの導入など流動性供給策に関しては「時間を買うためにも中央銀行として適切・必要な政策」と語った。日本経済については、持ち直しの動きが一服しているが、横ばい後の日本経済は緩やかな回復経路に復帰していくとみており、その「基本的なメカニズムは変わっていない」としたが、回復時期については1月の金融政策決定会合における「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の見直しで議論するとし、現段階では「特定できない」と述べるにとどめた。一方で、「強力な金融緩和を進めているが、これだけの緩和でも企業や家計の支出が増えない」と語り、金融緩和の限界にもどかしさにじませた。
- 日銀の今後の金融政策については、欧州債務危機による国内景気の下振れリスクの顕在化や円高の進展があれば国債や国庫短期証券の買い入れを中心とした基金の増額による追加の金融緩和に踏み切る可能性がある。さらに欧州情勢の緊迫化によっては、ECBとFRBが同時に金融緩和に踏み切る可能性もあり、その場合にも過度な円高を防ぐため協調で金融緩和を実施することが考えられる。日銀としては、今後も欧州情勢を注視する構えで、必要に応じて追加の金融緩和を検討する「警戒モード」が続くものとみられる。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第526号 日本証券業協会加入