

情勢判断

国内経済金融

政策余地が乏しくなった「強い経済・強い財政」の両立

～ 年度末にかけて景気減速感が強まる可能性も～

南 武志

要旨

わが国経済は持ち直し基調を続けているが、欧州債務危機による混乱や中国での景気過熱抑制策などに伴って海外経済の先行き不透明感が強まっていることや、耐久財などへの購入支援策の効果が一巡しつつあることなどによって、先行き回復テンポが鈍化するとの懸念も浮上してきた。ただし、家計の所得環境にも底堅さが見え始めていることもあり、景気が再び悪化する可能性は大きくはないだろう。一方、物価に関しては、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、引き続き前年比下落が続いている。

参院選での連立与党大敗を受けて、菅内閣は消費税増税などに着手することが困難となっており、「強い経済・強い財政」の二兎を追うことが危ぶまれている。そのため、これまで以上に、日本銀行に対して一段の金融緩和への要請が強まる可能性が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2010年			2011年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.095	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.373	0.32～0.40	0.32～0.40	0.32～0.40	0.32～0.40	
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 (%)	1.060	0.95～1.30	1.05～1.45	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債 (%)	0.350	0.25～0.45	0.30～0.50	0.35～0.55	0.40～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	87.2	82～95	85～98	87～100	90～103
	対ユーロ (円/ユーロ)	112.7	100～125	100～125	105～130	110～135
日経平均株価 (円)	9,503	10,150±1,000	10,500±1,000	10,750±1,000	11,000±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)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年7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・展望

7月11日に投開票が行われた参院選は、民主・国民新党による連立与党の大敗という結果に終わり、国会は約1年ぶりに衆参ねじれ現象が再現することになった。連立与党が衆院の3分の2以上の議席を確保していないことから、郵政改革法案や政治主導確立法案(国家戦略室の「局」への格上げ)など野党サイドに異論の多い法案の成立が危ぶまれる状況となるなど、経済政策運営を取り巻く環境は昨年

の総選挙直後の状況とは一変している。

なお、連立与党の敗因として消費税増税発言を指摘する意見もあるが、さまざまな状況を勘案すると、国民が消費税を含む税制改正を完全に拒否したわけではないと思われる。とはいえ、結果的に、消費税を含めた増税策に当面着手できなくなったのは間違いなく、菅内閣が目標として掲げた「強い経済、強い財政、強い社会保障を一体的に実現していく」ために、何が選択肢として残っているかに

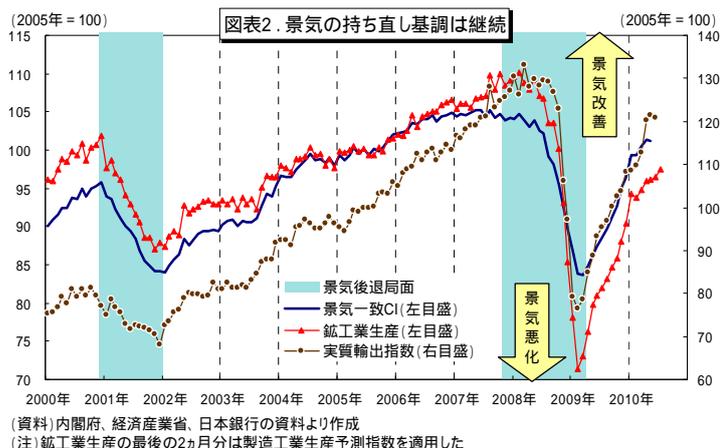
注目が集まっている。

基本的には、公務員人件費や国会議員歳費などの削減努力やマニフェスト予算の抜本的な見直しが求められるが、それ以外にも名目成長率を引き上げることで税の自然増収を図るという視点も必要であろう。この名目成長率の引上げに関しては、デフレからの早期脱却が鍵を握るものと思われるため、日本銀行に対する緩和要請は強まる可能性がある。

さて、わが国経済は、輸出・生産が牽引する格好で景気持ち直し局面が続いているものの、最近では景気刺激策の効果一巡や中国向け輸出の頭打ちなども散見されており、回復テンポの鈍化が懸念され始めている。7月1日に公表された日銀短観（6月調査）では、企業経営者の景況感が全般的に大きく改善したことが確認できたが、先行きについては慎重な見方が多かったほか、10年度の設備投資計画調査も09年度の大幅な落ち込みを考慮すれば物足りない内容であった。

なお、当面の景気動向としては、前述のように耐久財への消費刺激策による効果の息切れや円高進行、さらには海外経済の不透明感の強まりなどもあり、10年度末にかけて景気回復テンポが鈍化するの避けられないと見る。ただし、子ども手当支給や賃金・賞与の回復といった所得環境の改善などによる景気下支え効果も期待されることから、再び景気が悪化する可能性は低いだろう。

一方、物価については、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇が見られるものの、国内の需給環境は依



然として需要不足状態が続いており、川下分野では下落傾向が残っているため、代表的な物価指標である消費者物価（全国4月、生鮮食品を除く総合）では前年比1%前後の下落が続いている。足許5%弱ほど需要不足方向に乖離したGDPギャップが解消するには最低でもあと3年程度はかかると思われ、デフレ脱却にはまだ相当に時間を要するだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行としての経済・物価見通しである「展望レポート」などによれば、景気の現状としては、現状は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を迎えるとの見方となっている。この景気見通し自体は当総研を含めた民間予想とそう大差はないが、物価見通しについては全国消費者物価（同上）が11年度内に上昇に転じるとするなど、前述のGDPギャップの想定などからはやや違和感のあるものとなっている。この見方が現実のものとなるには、世界経済の回復テンポが強まり、資源価格が自足的に上昇すると同時に、国内の賃金上昇圧力が強まりを見せる必要があるが、その可能性は低いだろう。

なお、上述したような日銀の経済・物価見通しを踏まえれば、金融政策はいず

れ引締め方向へ修正されるとの思惑を呼んでも不思議ではないが、成長促進と増税なき財政再建を両立させたい菅内閣にとっては、デフレ脱却の早期実現を促すような追加緩和策を求めるものと見られる。そのため、日銀に対して追加緩和を要請する場面が十分予想され、日銀もそれに応じる可能性は決して低くないと思われる。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になると思われるが、最近では短期オペによる資金供給に限界も出始めている。そのため、国債買入れ額（現行 1.8 兆円/月）の総額も検討の余地はあると思われるほか、場合によってはゼロ金利政策（補完当座預金制度による超過準備への付利の廃止も含む）の採用もありうる。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内の金融システムはおおむね安定しているが、海外に目を転じると、米国では高水準での銀行倒産が続いているほか、欧州ではギリシャを筆頭にユーロ圏諸国の財政破綻リスクや銀行の貸し渋り懸念などが広まるなど、依然として金融システムには不安定さが残ったままである。

こうした状況により、世界的に「質へ

の逃避」的な行動が強まり、日本円が資金の一時的な逃避先となる状況のなか、7月下旬にかけて金融市場は「円高・株安・金利低下」という様相が強まった。

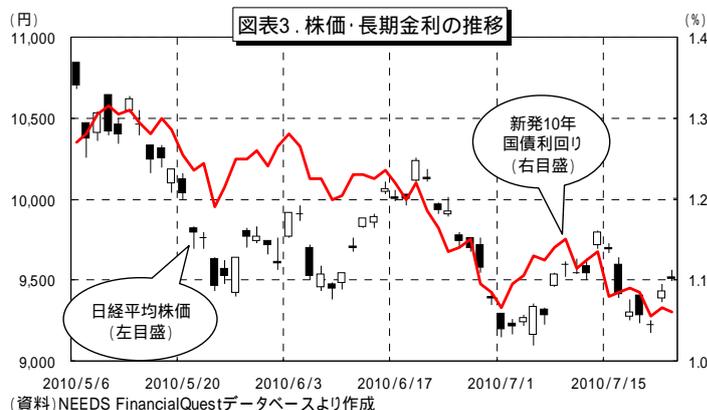
なお、23日には欧州金融機関（91銀行が対象）に対するストレステストの結果が公表されたが、7行が資本不足状態で、不足額は約 35 億ユーロとの結果が明らかとなった。なお、この数値は事前の市場予想（300～900 億ユーロ）を大きく下回ったことから市場参加者はこれを好感した格好となった反面、審査基準が甘かったのではないかと懸念も浮上するなど、金融システム不安の払拭には必ずしもつながっていないようである。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べていきたい。

債券市場

長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 3 月下旬から 4 月上旬にかけて世界景気に対する先行き楽観論の強まりによる円安・株高を嫌気し、1.4% 台に上昇する場面もあったが、4 月中旬以降は低下に転じた。さらに 5 月中旬以降は欧州債務危機への懸念が広がったほか、米国経済の先行き不透明感の高まりなどもあり、7 月中旬以降は長期金利の 1.1% 割れが常態化するなど、金利低下圧力は根強い。

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、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さな



どもあり、今後とも長期金利は低位水準で推移する可能性は強い。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強いことから、折にふれて神経質に金利が変動する場面も想定しておく必要がある。

株式市場

新年度入り後米経済指標の回復などを背景に1万1千円台での推移を続けた日経平均株価であるが、4月後半にかけて相場の過熱感も意識され、調整局面入りした。さらに欧州債務危機に対する懸念が強まると1万円台を割り、さらには5月下旬には09年12月上旬以来の水準となる9,500円割れとなった。その後、6月下旬には一旦1万円台を回復したものの、再び世界経済の先行き悲観論が強まる中、9,000円台での軟調な展開が続いている。

今しばらくは、欧州債務危機など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ほか、国内のデフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力も意識され、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況と思われる。しかし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くと想定の下、11年以降は米国など世界経済全体が回復基調を強めることへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げると予想する。

外国為替市場

春先には対ドルで95円近くまで円安が進んだ為替レート

であるが、その後は欧州債務危機に対する警戒感や米国経済に対する過剰な期待感の剥落などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。特に、対ユーロレートはギリシャなどの財政破綻懸念によって共通通貨ユーロに対する信認が揺らいだことから、ユーロ安が急速に進んだ。なお、ユーロ圏諸国はいずれも財政再建に向けた動きを開始しようとしているが、財政赤字の削減には時間を要するほか、現段階での財政再建策が一時的に景気悪化につながるリスクもあり、当面はユーロ安が意識される場面が続くと見られる。

先行きについては、先進国における現行の低金利政策はしばらく続くと思われ、なかでも米FRBには利下げ観測も浮上している。また、欧米の金融システムに対する不安も依然として燻っていることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、もう少し長い視点で見れば、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用時期は日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11年以降にも他主要国が金融政策の転換に動き出せば、円安方向への動きが始まると予想する。

(2010.7.26現在)

