

情勢判断

国内経済金融

追随利下げの決断を迫られる日本銀行

～ 国内景気の持ち直しは 2010 年まで後ずれする可能性大 ～

南 武志

要旨

9 月中旬のリーマン経営破たんを契機に、世界規模で金融危機が勃発し、金融市場は大混乱を来している。この金融危機の勃発は、先進国経済のみならず中国など新興国経済にも悪影響を及ぼし始めており、世界同時不況の様相が強まりつつある。こうした景気悪化予想は、原油・穀物など資源価格の下落をもたらす、直接的には企業・家計のコスト負担の軽減につながるが、実際には世界的な需要減退が国内景気を下押しする力のほうが大きいだろう。国内景気の持ち直しは 2010 年まで後ずれする可能性が高まった。

各国中央銀行が協調利下げに踏み切る中、日銀は依然として物価の上振れリスクへの警戒を続けているが、今後とも景気悪化が続き、年末に向けて物価が沈静化する確度が高まったこともあり、円高阻止のためにも日銀は近々追随利下げに踏み切ると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年		2009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 (%)	0.511	0.25	0.25	0.25	0.25	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.883	0.55~0.70	0.55~0.70	0.55~0.70	0.55~0.70	
短期プライムレート (%)	1.875	1.625	1.625	1.625	1.625	
国債利回り	10年債 (%)	1.480	1.25~1.65	1.25~1.65	1.30~1.70	1.30~1.70
	5年債 (%)	1.025	0.80~1.20	0.80~1.20	0.85~1.25	0.85~1.25
為替レート	対ドル (円/ドル)	95.2	85~110	85~110	85~110	90~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.5	110~140	105~135	105~135	105~135
日経平均株価 (円)	7,649	9,000±1,000	9,500±1,000	9,750±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2008年10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・展望

9 月中旬に米証券大手リーマン・ブラザーズが経営破綻して以降、市場参加者は欧米金融機関の経営危機を強く意識するようになり、また短期金利が異常な跳ね上がりを示すなど、金融市場は大混乱に陥った。当初、各国の政策当局は信用秩序維持に向けて、特に極度の流動性不足に陥ったドル資金を潤沢に供給することで沈静化を目論んだものの、金融市場は更なる政策発動を催促するかのよう混乱を続けた。

その結果、市場経済への介入を極力避けてきた米ブッシュ政権も、金融機関が保有する不良資産を公的資金で買い取る機関を設立するとの決断を下し、米議会もそれに協力する格好で、紆余曲折を経つつも、それを可能にする修正「金融安定化法」を成立させた。しかし、それでも金融市場の混乱は収まらず、ついに米国・欧州各国は公的資金の銀行への資本注入を決断したほか、日本も金融機能強化法の修正・復活を検討し始めた。先進国の政策当局が責任を持つ

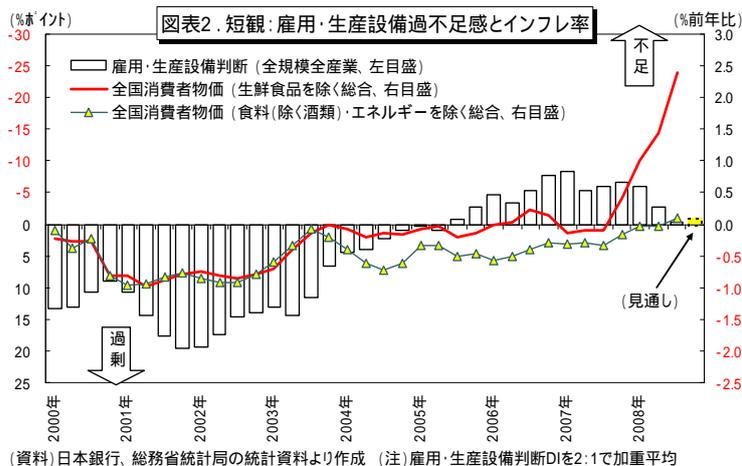
て金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にしたことは十分評価できる。

ただし、実際に資本注入が実施されたからといって、金融機関のリスク回避的な行動がすぐに軌道修正されることは期待薄であり、融資態度の厳格化は継続される可能性が強いと思われる。金融システムの安定

化は景気回復の必要条件かもしれないが、決して十分条件ではないのである。なお、日本は欧米に比べて比較的被害が小さいとされているが、再び景気が成長軌道に戻るためには世界経済の持ち直しが大前提であり、その鍵を握っているのは、米国住宅市場がいつ底入れし、米個人消費に対する抑制効果が解消するか、といった点に尽きるだろう。

さて、最近の国内経済指標は景気悪化を示すものがほとんどである。日銀短観（9月調査）では、代表的な大企業製造業の業況判断DIが約5年ぶりのマイナスに転じ、かつ雇用人員と資本設備の過不足感を示す「加重平均DI」からマクロ的な需給環境が緩和方向に動いていることが見て取れる（図表2）。また、貿易統計からは、先進国経済が新興国経済に波及し、日本の輸出が頭打ちから減少に向かっている姿も確認できる。原油など資源価格の下落は、企業のコスト軽減につながることは期待できるが、それよりも輸出環境の悪化によるデメリットの方が大きいだろう。

現時点での当総研の経済見通しは「08年度：0.4%、09年度：1.3%（いずれも実質成長率）」であるが、昨今の状況を踏まえれ



ば、08年度、09年度ともにゼロ成長、状況次第ではマイナス成長に陥るリスクが高まったといわざるを得ない。

一方、物価面では、依然として上昇率は高いままであるが、最近の原油など資源価格の大幅下落が先行きの物価沈静化につながる可能性が高まっている。国内企業物価・消費者物価ともに08年末に向けて上昇率が大幅に圧縮されていくものと思われる。

金融政策の動向・見通し

冒頭でも振れたとおり、米国発の金融システム危機は世界の金融市場に伝播するなかで、日銀は流動性供給に関しては国際的な協調体制の下で行っているが、利下げといったマクロの金融政策運営についてはあくまで各国の事情によって決定されるべきとして、政策金利の据え置きを続けている。とはいえ、世界同時不況的な様相が強まる中、これまで「軽微」と考えられてきた景気後退の程度も、深刻さが増しつつあり、後退期間も長期化する、といった見通しも浮上し始めている。

もちろん、日銀もまた景気の下振れリスクを徐々に強調し始めている。これまで、景気の先行きについて「当面は停滞が続く

が、次第に緩やかな成長経路に復していく」としてきたが、最近の白川総裁の発言からはこうした表現は一切見られなくなった。

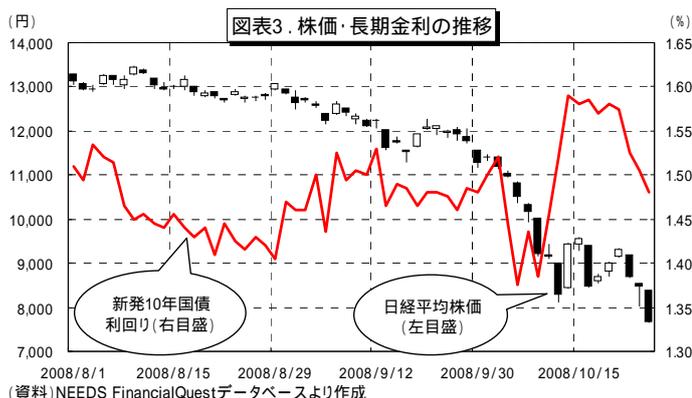
しかし、「エネルギー・原材料価格の動向に加え、日本では暫く経験してこなかった物価上昇率となっているだけに、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動などが変化し、二次的効果が発生するリスクにも注意する必要がある」とするなど、物価の上振れリスクを警戒する姿勢は依然として崩しておらず、両睨みの姿勢は維持したままである。

しかし、各国中央銀行が^{こぼ}って利下げに動くなど、世界同時不況に対するマクロ経済政策に乗り出し、かつ先行きの物価上昇率が大幅に縮小することがほぼ確実視されるなど、利上げをする環境ではないのと言うまでもない。むしろ、フォワードルッキング的な観点、さらには日本だけが政策金利を据え置くことによる円高進行リスクを緩和させるためにも、日銀が追随利下げを行う必要性は高まっているといえるだろう。

当総研は「日銀の次の一手」として「利下げ」へ予想を修正しており、11月までには利下げを実施すると考えている。

市場動向：現状・見通し・注目点

繰り返しになるが、9月以降、世界の金融市場が大混乱に陥っている。一連の金融機関の経営破綻は金融システムに大きな衝撃を与えており、世界的に流動性確保の動きが強まった。また、リスクマネーの供給も極端に絞られ、株価は世界的に下落を続け、新興国からの資金流出も強まった。



また、米サブプライム問題により欧米の主要金融機関のバランスシートは大きく毀損しており、欧米各国政府は相次いで公的資金の資本注入を決定するなど、世界的な金融危機の沈静化に本腰を入れている。こうした取り組みは十分評価できるものの、金融機能の正常化には時間が必要であり、市場参加者のリスク回避的な行動は当面の間続く可能性が高い。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

世界的なインフレ懸念の強まりから国内の長期金利（新発10年国債利回り）は6月中旬に一時1.895%まで上昇したが、その後、世界経済の先行き悪化懸念が浮上、さらには資源価格下落による先行きのインフレ沈静化期待から低下に転じ、8月以降は概ね1.4%～1.6%のレンジ内での展開が続いている。

先行きも国内景気の悪化が続くことを考慮すれば、長期金利には基本的に下押し圧力がかかり続けられると思われるが、財政出動に伴う国債発行圧力や投機筋の損失穴埋めに伴う益出し売りなども要因もあり、なかなか下がりづらい状況も十分想定される。

とはいえ、日銀が利下げに転じるようなことになれば、長期金利はもう一段水準を切り下げる場面もあるだろう。

株式市場

日経平均株価は8月までは13,000円を中心としたもみ合いが続いたが、その後は米信用不安の再燃やそれに伴う円高進展、さらには世界経済の一段の悪化懸念が加わり、下落傾向を強めた。この間、各国の政策当局は事態収拾に乗り出したものの、10月に入ってから下落テンポが加速、7日には節目となる10,000円の大台を割り込んだ。そして、27日には約5年半前に記録したバブル後最安値を更新するなど、軟調な展開が続いている。

本邦企業にとって、原油など資源価格の大幅下落は、これまで収益を圧迫してきた変動費の圧縮につながるものの、世界経済の悪化や円高進展がそのメリットを打ち消してしまっている。基本的に、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下しているなかで、企業業績の悪化傾向は鮮明となっており、先行き不安材料は多い。株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかるだろう。

外国為替市場

日本円は、つい1年ほど前まで資源高騰や金利格差の拡大を背景に、資源国通貨や高金利通貨に対して大幅な減価（円安）傾向を辿っていた。しかし、7月中旬以降の資源価格の下落やそれに伴うインフレ懸念の後退、さらには世界経済の悪化傾向が一段と鮮明になったことで、8月上旬以降、円高傾向

が強まった。特に、一時1ユーロ=170円目前まで迫った対ユーロ相場はわずか4ヶ月で120円前半まで円高が進行するなど、円高ユーロ安のテンポは速い。また、対ドル相場でも円高ドル安傾向が強まっており、8月下旬の1ドル=110円前後の水準から、10月下旬には一時95円台にまで円高が進んでいる。もちろん、こうした最近の円高は、日本経済のファンダメンタルズに対する絶対的な評価を示したものではない。

このように、金融危機に伴う為替変動が激しさを増しているが、以下では「金利格差」要因で今後の為替市場を予想してみたい。日米欧の中央銀行ともインフレ懸念は意識しているが、より景気重視のスタンスに変更している点では一致していると見られる。市場では欧米で追加利下げが実施されるとの見方が根強く、日銀も一部に利下げ観測があるものの、仮に日銀が利下げに踏み切ったとしても低下余地は限定的であるのは致し方ない。そのため、当面、内外金利格差は縮小方向に向かうものと思われる。以上を考慮すれば、引き続き円高気味に推移する可能性が高いと思われる。特に、対ユーロでの一段の円高進行には注意が必要であろう。（2008.10.27現在）

