

情勢判断

国内経済金融

秋以降、急激な悪化を見せる国内景気情勢

～ 牽引役不在で 2009 年は厳しい状況続く～

南 武志

要旨

世界的な金融危機は、既に景気後退が始まっていた先進国経済をさらに悪化させ、それが中国など新興国経済にも飛び火するなど、まさに世界同時不況の様相となっている。日本においても、自動車や電気機械など輸出製造業を中心に大幅減産に追い込まれており、雇用への悪影響も波及し始めている。政府・日銀の景気刺激策にもかかわらず、国内景気は 09 年度いっぱい悪化を続けるだろう。こうした需要減退に資源価格下落が加わり、09 年度は再びデフレに突入することも予想される。また、各国中央銀行の大胆な利下げが相次ぐ中、日本銀行も 10 月に続き、12 月 19 日には追加利下げに踏み切った。先行きも国内景気が一層悪化し、デフレに陥る可能性が高く、さらに円高進行が景気下振れリスクを高めることを考慮すれば、更なる緩和策の検討が必要になるものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年		2009年			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.203	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.892	0.60~0.80	0.60~0.80	0.60~0.80	0.60~0.80	
短期プライムレート (%)	1.675	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.220	1.10~1.45	1.10~1.50	1.20~1.60	1.30~1.70
	5年債 (%)	0.750	0.60~0.90	0.60~0.90	0.60~0.90	0.65~0.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	88.9	80~100	85~110	90~115	90~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.9	105~135	105~135	105~135	105~135
日経平均株価 (円)	8,588	9,000±1,000	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2008年12月19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

最近の経済指標は、国内外で経済活動が急激に落ち込んでいることを示すものが多い。12月15日に発表された日本銀行「短観」によれば、代表的な指標である大企業製造業の業況判断DIは24と、前回9月調査時と比べて21ptの大幅悪化となった。この悪化幅は第一次石油危機後の景気後退時(1975年2月調査)以来であり、景況感が急激に悪くなったことが見て取れる(図表2)。また、製商品・サービスの需給が悪

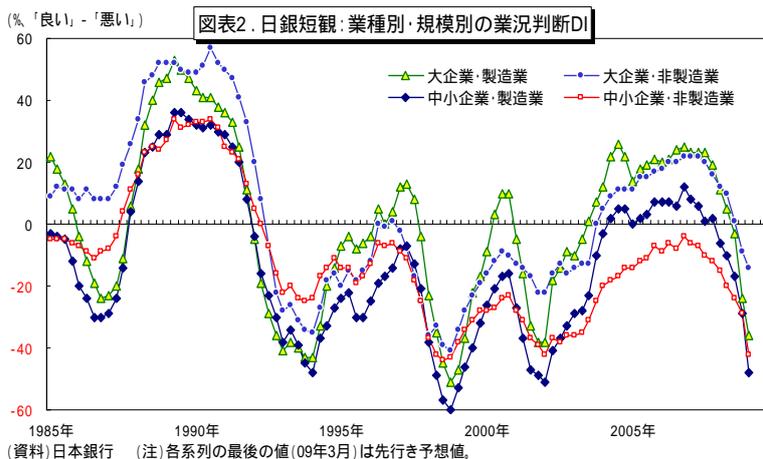
化し、在庫水準や雇用人員、さらには資本設備に対する過剰感が強まるなど、目の前の需要が急速に減退している様子も窺える内容である。

米国経済は07年12月に既に景気後退局面入りしていたとの判断(全米経済研究所より)が最近行われたが、ほぼそれと時を同じくして日本経済の牽引役であった輸出も頭打ちとなり、更に最近では中国など新興国経済の成長鈍化を受けて、明確に輸出が減少し始めてきた。

9月中旬のリーマン・ショックをきっかけに勃発した世界的な金融危機は、主要国の政策当局による手厚い対応により、最悪の事態は回避されると思われる。しかし、当面は金融システムが機能不全なまま推移する可能性が高く、实体经济にも悪影響を及ぼし続けることは不可避であろう。

なお、12月9日に08年7~9月期のGDP第二次速報(2次QE)が公表されたが、実質成長率は前期比年率1.8%(2四半期連続のマイナス成長)と、1次QE(同0.4%)から大幅に下方修正されるなど、改めて景気の落ち込みの大きさを意識させる内容となった。このGDP発表を受けて、当総研では経済見通しの再改訂を行ったが、これまで景気展開が想定以上のテンポで悪化している状況を鑑み、経済成長率について08年度:0.8%、09年度:0.9%と、前回11月時点での見通しを大幅に下方修正した。09年度にかけて景気の落ち込むスピードは緩やかになると思われるが、景気持ち直しの材料が国内には見当たらず、米国経済の底入れに期待せざるを得ない状況であることには変わりはない。その結果、景気回復時期は10年度以降に持ち越されることになるだろう。(詳細は後掲『2008~09年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)』を参照のこと)。

一方、物価面では、昨今の国際商品市況の大幅下落に加え、世界同時不況に伴う需給悪化の影響が強まっており、夏まで続いた緩やかなインフレ加速から一転、09年に



向けてデフレが再び意識される状況となっている。10月の消費者物価上昇率(全国、生鮮食品を除く総合)は前年比1.9%と上昇率を鈍化させたほか、これまでの物価上昇の主因であったガソリン価格が大きく下落しており、11月以降は前年比マイナスに転じるなど、物価押下げ要因となっている。食料品や日用品などの一部に過去の投入コスト上昇分を価格転嫁する動きが残っているものの、エネルギー価格の大幅下落、さらに需給悪化に伴う物価下落圧力の高まりによって、09年に入れば再び物価が前年比下落に転じるものと思われる。

金融政策の動向・見通し

上述の通り、国内景気は先行きも悪化が続き、さらには物価下落も想定されている。さらに、米国・欧州との政策金利の乖離がかなり縮小したこともあり、円高傾向が強まっており、企業業績に対する更なる下押し材料として警戒されている。

日銀が直近2度の利上げの根拠にしてきたマクロ的な面での需要超過(インフレギャップ)状態の強まりも、最近では供給超過(デフレギャップ)状態に転じ、かつ先行きもその度合いが強まる蓋然性が強いこ

とを考慮すれば、フォワードルッキング的手法からも必ず「利下げ」という判断が下されることは自然な流れであった。実際、12月18～19日開催の金融政策決定会合では、0.2%の追加利下げを決定した。また、政府は日銀に対して、厳しさを増す企業金融円滑化支援の立場からCP買入れなどを要望してきたが、これも実施を決定、さらに長期国債の買入れ額を増額するなど、政府・市場の「要望」を丸呑みするような形で政策判断がなされた。

ただし、米FRBが見せるように、实体经济や金融システムの安定化に向けて採りうる手段はすべて行う、といった決意を前面に示しているわけではないようだ。超過準備預金への付利を0.1%で据え置くなど、政策金利がゼロ%へ低下することに対しては慎重な態度を維持しているようだ。

ただし、上述の通り、今後とも景気悪化が進行する可能性が高いことから、米FRBと同様に日銀は潤沢な資金供給姿勢を強め、かつオベを工夫して長短金利の跳ね上がりを抑えこむ努力が求められていくことになるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

主要国政府が、毀損した銀行資本に対する公的資金の注入を決断し、かつ各中央銀行が利下げに踏み切るなど、先進国の政策当局が金融システムの安定化と景気下支えに向けた強い意志を明確にしたことで、金融市場のパニック的な状況には歯止めがかかったと見られるが、世界同時不況が進行するのなか、金融

市場は不安定な状態からなかなか抜け出せないものと思われる。

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

10月の日銀による利下げにもかかわらず、長期金利（新発10年物国債利回り）は下げ渋る展開が続いていた。この原因としては、景気悪化に伴う税収減、さらには積極財政への転換に伴う歳出圧力の高まりなどで、将来的に赤字国債の発行圧力が高まるとの需給悪化懸念が根強かったこと、さらには海外勢による換金売りが挙げられるだろう。

しかし、11月下旬以降、急速に低下し始めた米長期金利に追随する格好で、日本の長期金利も徐々にレンジを切り下げる動きが強まった。その後、米FRBによるゼロ金利を容認する利下げや国債買入れの検討開始を受けて、一段と金利低下が進行、約9ヶ月ぶりに1.3%割れとなるなど、日銀による利下げを催促する動きが見られた。

先行きの一段の景気悪化やデフレ懸念の台頭、さらには米FRBによる国債買入れの可能性を考慮すれば、先々の国債増発圧力の高まりによる需給悪化懸念は根強いものの、長期金利にはもう一段の低下圧力が



かる可能性は否定できない。

株式市場

日経平均株価は10月下旬にかけて、一時バブル崩壊後最安値となる7,000円割れの水準まで暴落したが、その後はやや持ち直し、概ね8,000円台での展開が続いている。これまで製造業を中心に、企業業績を大きく圧迫してきた原油などの投入コストは、商品市況の下落の影響によって、大きく圧縮されることが期待されるものの、世界的に需要が大きく減退しているほか、想定以上の円高が続いていることもあり、年度末にかけて企業業績の下方修正が続出する可能性が高い。また、19日に決定した米大手自動車メーカー（ビッグ3）への緊急融資など救済策実施に際し、米政府は人件費や債務の大幅圧縮などを求めるなど、一時的に景気を更に下押しさせる懸念も否定できない。

また、金融危機勃発の過程で、投資家のリスクテイク能力が大幅に低下しているほか、経済全体が縮小均衡に向かっているとの見方が根強く、09年度についても業績の停滞が続く可能性は高い。メガバンクを中心に増資を検討していることが発表された

が、これも株価にとっては上値を抑制させるであろう。

以上を踏まえれば、株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかると見られ、当面は上値の重い展開が続くだろう。

外国為替市場

国際商品市況の大幅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鮮明となったことで、8月上旬以降、円高傾向が強まっている。なお、最近では対ユーロレートにおいて、この数ヶ月間のユーロ安が修正される動きが見られるが、これは16日の米FRBによる事実上のゼロ金利政策や量的緩和政策の採用によってドルがユーロに対して大幅に下落したあおりを受けたものと見られる。

今後の為替市場を見通してみると、これまでの円高ドル安を引き起こしてきた日米金利格差要因は、日米とも政策金利がほぼゼロ%となったことで、今後の円高材料として捉えにくくなったとの見方もある。ただし、米国経済のファンダメンタルズやドル資産に対する不安感が解消されない現状では、円高リスクは残るだろう。

また、対ユーロに関して、欧州中央銀行

では経済・物価情勢に応じてもう一段の利下げを行う可能性もあり、円高圧力は根強いと思われる。

なお、円高進行は国内景気をさらに下押しする懸念が強いため、政府は為替介入を含めて円高進行を食い止める手段を講じるべきである。（2008.12.22現在）

