情勢判断

国内経済金融

底割れの可能性が高まる国内景気

～追加的な金融財政政策が必要～

南　武志

要旨

08 年秋以降、急激な勢いで世界的に需要が収縮しており、国内景気の牽引役であった輸出が大幅な落ち込みを見せている。それに伴って、自動車や電気機械など輸出製造業を中心に大幅な減産となっており、設備投資や雇用などへの悪影響が波及している。今後、消費の更なる悪化を通じて、製造業から非製造業へ悪影響が広がっていく可能性が高いだろう。国内景気の持ち直しは 10 年度下期まで長引く可能性も否定できない。こうした需要減退に資源価格の下落が加わり、デフレ懸念が再び強まっている。

日本銀行は08年10、12月と利下げに踏み切ったが、先行きの景気悪化やデフレ懸念、さらには円高リスクなどを踏まえれば、一段の緩和措置の検討が迫られると思われる。年度内には補完当座預金制度を撤廃し、ゼロ金利容認姿勢を示すものと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2009年 1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		(%)	0.120	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1
TIBORユーロ円 (3M)		(%)	0.721	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		(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債	(%)	1.230	1.00～1.40	1.00～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50
	5年債	(%)	0.660	0.50～0.80	0.50～0.80	0.55～0.85	0.60～0.90
為替レート	対ドル	(円/ドル)	88.3	80～100	80～100	85～105	85～105
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	113.6	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価		(円)	7,745	8,500±1,000	8,500±1,000	9,000±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2009年1月23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

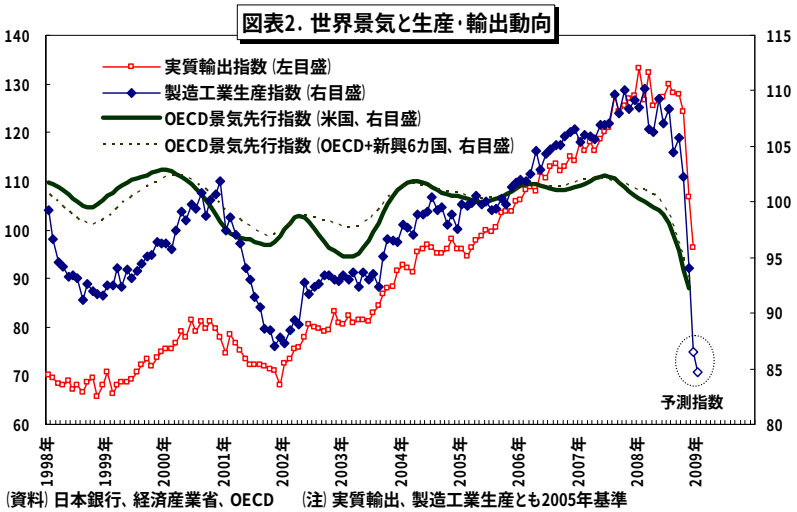
2008 年に入ってから景気の悪化傾向を強めつつあった世界経済であるが、同年 9 月に発生した金融危機が重なったことで、先進国・新興国を問わず、需要の急激な落ち込みが見られ、世界同時不況に陥っている。それに伴い、バブル崩壊以降の国内景気の牽引役であった輸出（もしくは外需）もまた、急激な落ち込みを見せている。12 月の貿易統計によれば、輸出額は前年比▲35.0%と、過去 40 年間で最大の減少率を記録した。欧米など先進国のみならず、中国・韓国などの近隣アジア諸国向けについても大幅に減少している。

こうした輸出の激減を受けて、製造業の生産活動も急激な低下を見せている。特に、世界的に販売不振の影響を受けて、自動車・同部品などの減産圧力が強まっているほか、潜在的に在庫調整津力が強まっていた電子部品・デバイスなどハイテク業種も悪い。さらに、新興国向けに輸出が堅調であった鉄鋼、化学製品などの素材業種も減

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

産圧力が強まっている。主要製造業全体としての生産活動水準はすでに前回景気の谷(2002年1月)に迫るほど低下している。要するに約6年かけて積み上げてきた生産量がたった数ヵ月でほとんど剥落してしまったということであり、いかに今回の生産低下の勢いが急激であるかを物語っている。

図表2. 世界景気と生産・輸出動向



(資料)日本銀行、経済産業省、OECD　(注)実質輸出、製造工業生産とも2005年基準

こうした輸出・生産の落ち込みは、資本ストックや雇用といった生産要素に対する需要への影響が及んでいる。このところ、企業は設備投資計画を先送りしているほか、製造業を中心に雇用削減に着手しており、雇用環境は大幅な悪化を見せている。

なお、最近の輸出入動向を考慮すれば、08年10～12月期の実質経済成長率は年率▲10%近い大幅マイナスとなることが見込まれる。当総研では、08年12月に経済見通しの再改訂を行い、経済成長率見通しの下方修正を行った(08年度:▲0.8%、09年度:▲0.9%)が、さらなる下方修正の必要性が高いと思われる。なお、景気底入れについても、内需に自律性が乏しく、外需頼みである体質が残る中、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。景気回復は10年度下期以降に持ち越されることになるだろう。

一方、物価面では、国際商品市況の大幅下落により、08年夏場までの物価上昇の主役であったエネルギーの押上げ効果がほぼ解消した状況にある。この結果、国内企業物価(12月)は前年比1.1%、消費者物価(全国11月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は同1.0%と、いずれも大幅に上昇率を縮小させている。今後は、エネルギー価格が大きな押下げ要因となっていくほか、世界同時不況に伴う需給バランスの悪化により、ベース部分(食料・エネルギーを除く総合)で再び下落基調が強まる可能性が高い。その結果、09年度に向けてデフレが再び意識されるだろう。

国内企業物価は早ければ1月分以降、コアCPIについても早ければ3月分以降、前年比上昇率がマイナスに転じ、その状態がしばらくは継続するものと思われる。

金融政策の動向・見通し

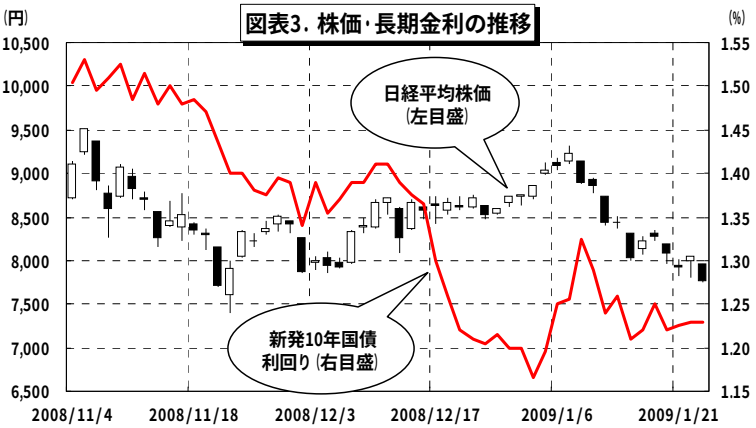
日本銀行は、世界経済悪化に伴う国内経済の下振れリスクが強まったと判断し、08年10月、12月と二度にわたって政策金利(無担保コールレート翌日物)を引下げた。また、金融危機のあおりを受けて、大企業を中心に資本市場からの資金調達が困難となっている状況を鑑み、企業金融円滑化支援の立場からCP買入れなどの検討を発表した。なお、0.1%という政策金利水準は、08年11月積み期から09年3月積み期まで

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

時限的に導入した「補完当座預金制度」によって超過準備に付されている利率と同じであり、この存在により、日銀が潤沢な資金供給を行っても、これ以下金利が低下しづらい原因となっているといえるだろう。

なお、今回の金融危機が「100 年に一度」という深刻なものとの認識に立てば、通常の景気悪化期の対応から一歩踏み込んだ、思い切った対策が必要であるのは言うまでもない。それゆえ、この補完当座預金制度を撤廃することで、ゼロ金利を容認することも今後の検討課題としては十分考えられるほか、オペ対象をやや信用度が劣る CP・社債にまで広げたり、状況次第では株式・外貨建て資産といったものまで対象にしたりすることも躊躇すべきではない。

しばらくは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、かつオペ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。当総研では､08 年度内にもゼロ金利を容認すべく、補完当座預金制度を撤廃する可能性があるものと予想する。



図表3. 株価･長期金利の推移
(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

市場動向:現状･見通し･注目点

主要国政府による財政出動を含む大型の経済対策、毀損した銀行資本に対する公的資金の注入などの金融システム安定化策、さらには中央銀行による大幅な利下げなどにより、金融市場のパニック的な状況には歯止めがかかったものの、世界的に需要が激減している中で、金融市場の混乱は長期化する可能性は高い。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べたい。

①債券市場

世界同時不況の様相が高まっており、さらには金融危機発生に伴う投資家のリスク回避姿勢の強まりや主要国中央銀行による大幅な政策金利の引き下げにより、世界的に長期金利が急速に低下している。これに連られる格好で日本の長期金利（新発 10 年物国債利回り）に対しても低下圧力が強まり、08 年末には 1.1%台半ばの水準まで低下した。09 年年明け後には、米国でオバマ次期政権（当時）に対する期待感から、「株高・ドル高・債券安」が進行した影響で、長期金利は 1.3%台前半まで上昇する場面もあったが、景気悪化への意識が再び強まるにつれて、長期金利は再度低下し、1.2%台前半での推移となっている。

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による需給悪化懸念は根強いものの、先行きの更なる景気悪化やデフレ懸念の台頭、さらには一段の金融緩和予想などを背景に、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

年度末にかけて長期金利にはもう一段の低下圧力がかかる可能性が高いだろう。

②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 円割れの水準まで下落する場面もあったが、主要国の金融システム安定化策などの発表を受けてその後はやや持ち直した。しかし、上値は相変わらず重く、7,000 円後半から 9,000 円台前半にかけて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によって大きく圧縮されることが期待されるものの、こうしたメリットをはるかに上回る勢いで世界的に需要の激減が発生している。さらに、日本円がほぼ全ての通貨に対して上昇（円高）していることもあり、企業業績はさらに下方修正される可能性が高いだろう。

金融危機が勃発したことに伴い、投資家のリスクテイク能力が大幅に低下しているほか、世界経済の悪化のメドが見えないこともあり、09 年度についても企業業績の低迷が続く可能性は高い。

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。

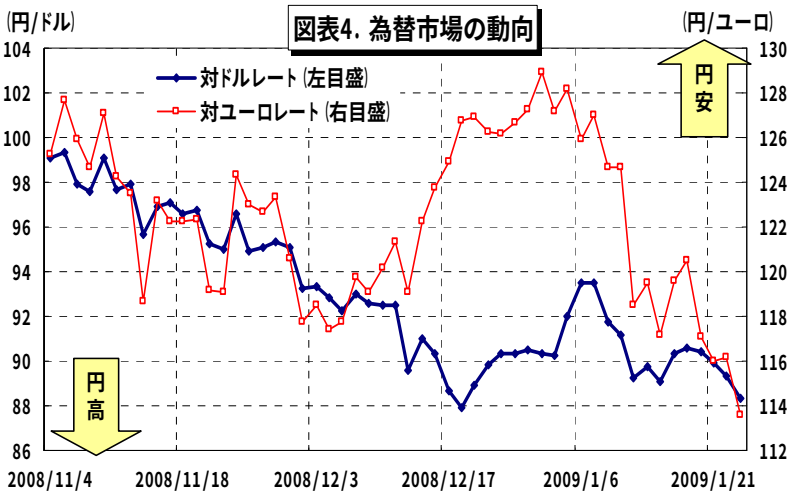
③外国為替市場

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、08 年 8 月上旬以降、それまでの円安基調が一変し、円高傾向が強まった。この背景には、この数年インフレ懸念の高まりを理由に段階的に利上げが行われてきた欧米中央銀行が、景気対策と信用秩序維持の両面から、大幅な金融緩和に踏み切り、結果的に内外金利格差が急速に縮小し、日本円への還流が引き起こされたことが挙げられるだろう。

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、対ユーロに関しても、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が高く、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。

（2009.1.26 現在）



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注) 東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます