情勢判断

国内経済金融

景気底割れリスクが強まる日本経済

～求められる機動的な金融･財政政策～

南　武志

要旨

08 年 10～12 月期の実質成長率は年率▲12.7%と、輸出の激減や民間消費･民間企業設備投資の悪化を主因に、第一次石油危機発生直後以来の極めて大幅なマイナス成長となった。09 年 1～3 月期についても、こうした状況が続いていることから、同程度のマイナス成長が継続するものと思われる。こうした国内景気の悪化は 10 年度半ばまで長引く可能性も残ると思われる。こうした需要減退に資源価格の下落が加わり、09 年の日本経済にはデフレ懸念が再び浮上し始めている。

日本銀行は 08 年 10、12 月と利下げに踏み切ったほか、CP や社債の買入れ、金融機関保有株式の買入れ再開などを決定したが、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。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2009年 2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	(%)	0.105	0.10	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1
TIBORユーロ円 (3M)	(%)	0.708	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	(%)	1.270	1.00～1.40	1.00～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50
国債利回り 5年債	(%)	0.695	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)	94.1	80～100	80～100	85～105	85～105
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	118.5	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価	(円)	7,416	7,750±1,000	8,000±1,000	8,000±1,000	9,000±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2009年2月20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。

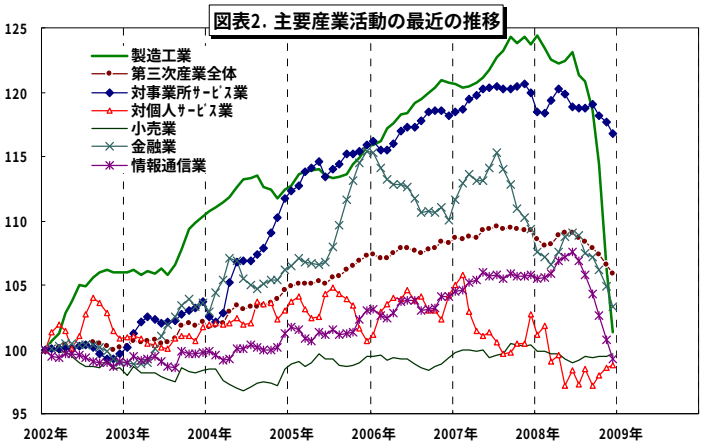
国内景気：現状･展望

2008 年 11 月以降、事前見通しを遥かに凌駕する勢いで、世界的な需要の落ち込みが始まり、日本経済の生命線ともいえる輸出が大幅な悪化を見せている。

08 年 10～12 月期の GDP 第一次速報によれば、実質経済成長率は前期比年率で▲12.7%と、第一次石油危機直後（1974 年 1～3 月期：同▲13.1%）以来の大幅なマイナスとなったことが明らかとなった。主因は冒頭で挙げた輸出の落ち込みであるが、民間消費、民間企業設備投資といった主だった国内需要も軒並み減少しており、まさに内外需とも総崩れの状況に陥っている。しばらく前までは、米サブプライム問題によって金融機関や金融システムが受けたダメージは、先進国の中では日本が最も小さいと言われて続けてきたが、実体経済へのダメージという面では日本が最も大きい、という皮肉な結果となった（ちなみに、10～12 月期の経済成長率（速報）は米国：年率▲3.8%、ユーロ圏：年率▲5.8%）。

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

こうした輸出の激減を受けて、製造業の生産活動も自動車、電機、ハイテク製品、鉄鋼、化学製品など幅広い業種で急激な低下を見せている。この結果、鉱工業生産は直近ピークの約4分の3の水準まで、ごく短期間で落ち込んでしまった。これが、雇用環境の悪化を招き、消費低迷につながっているが、今後は第三次産業などに悪影響が及んでくるものと思われる。



(資料) 経済産業省　(注) 2002年1月＝100、3ヶ月移動平均

こうした状況を踏まえ、当総研では経済成長率見通しの大幅下方修正を行うとともに（08 年度：前年度比▲2.9%、09 年度：同▲4.6%）、10 年度についても新たに成長率見通しを策定した（同 0.4%）。今後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と見ている。

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などがすでに前年比マイナスに転じるなど、環境が一変している。この結果、国内企業物価（1 月）が前年比▲0.2%とマイナスに転じたほか、消費者物価（全国 12 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同 0.2%と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てくるものと思われる。

金融政策の動向・見通し

これまで述べてきたように、日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び始まろうとしている物価下落を前に、日本銀行は追加的な金融緩和策が迫られている。今回の景気悪化・金融危機が「100 年に一度」という頻度のものであるならば、金融政策運営もそれなりの対応が必要であるのは言うまでもない。

06 年 2 月の量的緩和政策解除後、日本銀行は同年 7 月、07 年 2 月と、2 度にわたって利上げを実施してきた。日銀が、それに至った背景には、マクロ的な需給ギャップ（「短観：加重平均 DI」や「GDP ギャップ」）が需要超過状態を強めており、このまま低金利を続ければ将来的に国内経済・金融が不安定な状態になるとの判断があったと見られる。しかし、最近の需給ギャップの動きからは、すでに国内経済は供給超過状態に転じ、かつその超過幅がかなり拡大していることが確認できる。こうした状況を考慮すれば、08 年 10、12 月と利下げを決断したのは当然の対応であるほか、先行きも景気悪化が続くことを考慮すれば、今後とも以下に示すような緩和措置を検討・実施することが十分考えられる。

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

政策金利はすでに 0.1%まで低下しており、「利下げ」という手段には限度があるのも事実である。ただし、その際には時限的措置として導入した「補完当座預金制度（時限的に超過準備預金に付利を行う）」を廃止する必要があるが、2 月 18～19 日開催の金融政策決定会合では同制度の半年間の延長を決定するなど、米 FRB（政策金利である FF 誘導目標は 0～0.25%）とは異なり、政策金利のゼロ容認には消極的な姿勢を改めて明確にした。

一方、ターム物金利は、資本市場からの資金調達が困難となった大企業が銀行借入に一斉にシフトしたこともあり、08 年 10 月以降累計で 0.4%pt の利下げを実施したにも関わらず、高止まりを続けている。このことを踏まえれば、資金供給手段（オペ）を工夫することにより、ターム物金利を引き下げる努力を行うことは必要である。その際には、買入れ限度額に余裕のある国債買入れオペの増額が選択肢の一つとなるほか、政策金利である無担保コールレートのゼロ容認も今後の検討課題となるだろう。

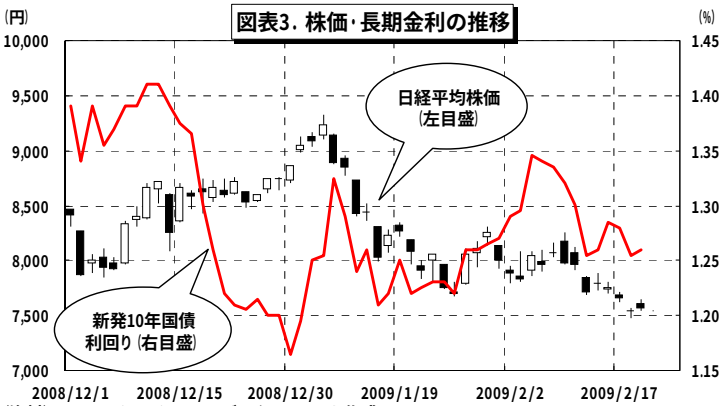
なお、日銀は、企業金融が厳しい状況に陥っていることを鑑み、その円滑化を図るために CP や残存 1 年未満の社債の買入れを発表してきた。中央銀行がこうした措置を実施するのは「異例」とのことであるが、買入れ対象は日銀の財務の健全性の面から、比較的高い格付けのものに限定されており、企業金融全般の円滑化につながるかどうかは不明である。今後も、買入れ対象を拡大していくと思われる。

その他、2 月 3 日には、信用秩序維持政策の一環として、株価下落が金融システムに及ぼす悪影響を緩和するため、金融機関保有株式の買入れ再開を決定（1 兆円）したが、金融政策として市場から株式や外貨建て資産の購入を検討することも選択肢の一つとして検討すべきであろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

08 年 9 月中旬のリーマン・ショックにより、米サブプライム住宅ローン問題は、世界規模での金融危機に進行し、内外金融市場は大混乱に陥った。これにより、リスクマネーの回収が始まり、実体経済に目に見える形で悪影響が及び始めた。これに対し、主要各国では公的資金の銀行への資本注入を決断・実施したほか、比較的被害が少ないとされる日本でも金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法を復活させた。さらに、各国中央銀行は大胆な金融緩和策に乗り出している。このように、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にし、金融市場のパニック的な動きはひとまず沈静化したが、いまだに不安定な状態が続いている。今後とも、金融システム安定化に向けて一層の公的資金の拠出が求められるものと思われるほか、衝

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

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

撃の大きさからしても金融市場が正常化するまでには相当の時間が必要であるものと思われる。

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

長期金利（新発10年国債利回り）は、08年 11 月中旬までは景気悪化や利下げにもかかわらず、1.5%前後で方向感なくもみ合うなど、下げ渋る展開が続いたが、その後は年末にかけて長期金利が急低下したことや、国内経済指標が一段の悪化を示したことなどもあり、1.1%台半ばまで低下する場面もあった。一方で、09 年年明け以降は、米国で大型の景気対策策定に伴って、財政赤字拡大による需給悪化懸念が高まったことから、国内長期金利の低下にも歯止めがかかり、一時 1.3%台半ばまで上昇するなど、低位ながらもボラタイルな動きが続いている。基本的には、今後とも景気悪化やデフレ色が強まること、さらには日銀が一段の金融緩和措置に乗り出す可能性もあり、長期金利には低下圧力がかかり続けるものと予想するが、09 年度予算成立後には本格的な財政出動に向けての議論が高まる、といった報道も散見されており、それには注意が必要であろう。

②株式市場

株価については、09 年年明け後には、オバマ次期政権に対する期待感から日経平均株価は 9,000 円台を回復する動きも見られた。しかし、その後は更なる景気悪化懸念、金融不安の高まりから 2 月中旬にかけてじり安傾向が続いた。

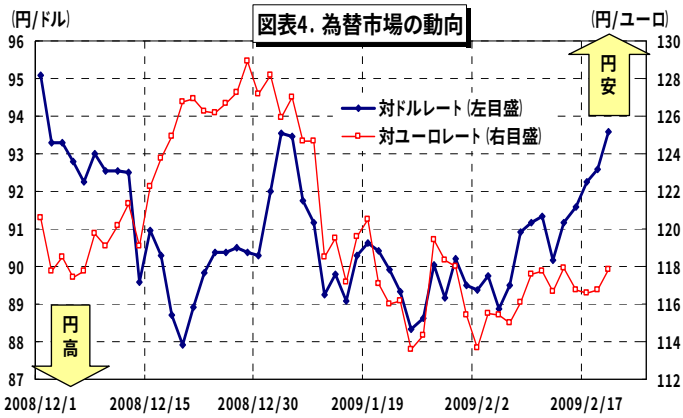
08 年後半にかけて資源価格が大幅下落したことは、これまで収益を圧迫してきた変動費の大幅圧縮につながることへの期待感もある。ただし、急激な景気悪化や根強い円高傾向、さらにはデフレ懸念の高まりなどが、今後とも企業業績にとっては重石となり続ける可能性が高く、株価は軟調な展開が継続するものと思われる。

③外国為替市場

09 年前半にかけては円高圧力が根強い状況が続くものと予想する。すでに、内外の政策金利格差は大幅に縮小したものの、海外中央銀行が更なる緩和措置を前面に押し出しているのに比べると、日銀のスタンスはやや後手に回っている印象が強い。こうした中央銀行の政策スタンスは、為替レートの円高傾向をもたらす可能性がある。その一方、海外での緩和措置がほぼ出尽くしてくれば、日本経済の回復が海外景気次第であることが意識され始め、徐々に円高圧力が緩和していくものと思われる。

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。　　(2009.2.23 現在)

図表4. 為替市場の動向



(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