情勢判断

国内経済金融

物価下落に加え、地価下落も当面の景気下押し要因へ

～注目が高まる追加経済対策の内容と規模～

南　武志

要旨

世界同時不況と金融危機が重なった結果、日本の輸出は大幅な落ち込みが続いている。こうした状況の下、製造業を中心に企業活動の悪化は著しく、家計部門でも雇用悪化を受けて所得環境が厳しさを増している。当面は内外需ともに厳しい状況が続く可能性が高く、景気悪化は 10 年度半ばまで長引く可能性もあるだろう。また、国際商品市況の下落、さらには需給バランスの大幅悪化により、今後物価下落圧力が強まることが予想される上に、再び始まった地価下落も景気回復の阻害要因となるだろう。

追加緩和策にやや消極的であった日本銀行は、国債買入れ額の増額や主要行の劣後ローン引受けなどを決定したが、先行きの景気悪化やデフレ懸念などを踏まえれば、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 3月 (実績)	2009年 6月 (予想)	2009年 9月 (予想)	2009年 12月 (予想)	2010年 3月 (予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.097	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1
TIBORユーロ円 (3M)		(%)	0.668	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	(%)	1.255	1.00～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50	1.10～1.50
	5年債	(%)	0.720	0.50～0.80	0.55～0.85	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル	(円/ドル)	98.3	85～105	85～105	85～105	90～110
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	133.7	115～140	115～140	115～140	120～145
日経平均株価		(円)	8,488	8,000±1,000	8,500±1,000	9,500±1,000	10,000±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3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

世界経済の悪化を受けて、わが国経済は厳しい状況が続いている。1 月の貿易統計によれば、輸出金額は前年比▲45.7%と、統計開始以来最大の下落率を記録、さらに 2 月上旬・上中旬の速報値ではそれ以上の落ち込みを示している（実質ベースでも 1 月は同▲39.0%の減少、日本銀行「実質輸出指数」より）。

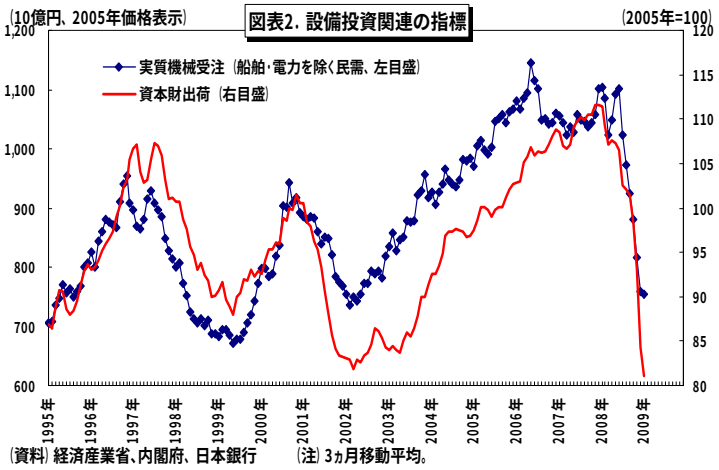
こうした輸出の激減を受けて、製造業を中心に企業活動は大きく悪化している。鉱工業生産は 08 年 10～12 月期には前期比▲12.0%（前年比▲14.8%）と低下、1～3 月期は同▲20%超（前年比▲30%超）と、加速的に低下することが見込まれている。

また、設備投資関連の指標も軒並み大幅悪化を示している。先行指標である機械受注・民需（除く船舶・電力、1 月）は前月比▲3.2%と 4 ヵ月連続の減少、前年比では▲39.5%の大幅減となっている。また、一致指標である資本財出荷（除く輸送機械、1 月）も前月比▲11.1%と、同じく 4 ヵ月連

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

続で低下するなど、企業の設備投資姿勢が減退している様子が見て取れる。

また、家計部門でも雇用情勢の悪化に伴って消費マインドが低調なままでの推移が余儀なくされている。09 年春闘では、一部企業では定期昇給を見送るとともに、賞与の支給水準の引下げを示すなど、所得環境の厳しさが一層強まる可能性が高まっている。



当総研では、12 日に公表された GDP 第二次速報（08 年 10～12 月期）を受けて、2 月に発表した「2008～10 年度経済見通し」の改訂作業を行ったが、第一次速報値からの数値の修正が限定的だったこともあり、主要な予測値は据え置いた（08 年度：前年度比▲2.9%、09 年度：同▲4.6%、10 年度：同 0.4%）。当面は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更はない。わが国景気の回復は海外経済の持ち直しが明確化となった後の 10 年度下期以降に持ち越されることになるものと思われる。

なお、政府・与党は 4 月上旬にも追加景気対策を取りまとめて 09 年度補正予算の編成を行い、絶え間ない景気下支え策を行う方針を示している。

一方、物価面でも、国際商品市況の下落に加えて、世界的な需要減退の影響を受け始めている。国内企業物価（2 月）は前年比▲1.1%と 2 ヵ月連続で下落したほか、消費者物価（全国 1 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同 0.0%と、すでに上昇圧力は解消されている。当面は、エネルギーが主要な押下げ要因であり続けるほか、まだ一部に残っている食料品の値上げ圧力も解消する見込みである。また、世界同時不況に伴う需給バランスの大幅悪化により、ベース部分（食料・エネルギーを除く総合）でも下落圧力が強まる可能性が高い。

また、物価に留まらず、国土交通省が 23 日に発表した「地価公示（09 年 1 月 1 日時点）」でも、3 年ぶりに地価が下落に転じた（全国住宅地で前年比▲3.2%、同商業地で同▲4.7%）ことが明らかとなった。こうした物価下落や資産デフレがもたらす弊害が国内景気をさらに下押しする可能性が強まりつつある。

金融政策の動向・見通し

08 年秋以降、急速に世界景気が冷え込んできたことを受けて、主要国の中央銀行は相次いで大幅利下げを行うなど、大胆な金融緩和措置を採用してきた（具体的に、米連邦準備制度（FRB）は累計 5.0%pt、欧州中央銀行（ECB）は同 2.75%pt、イングランド銀行（BOE）は同 5.25%pt のそれぞれ利下げ）。これらに比べると、そもそも利下げ前の日本の政策金利が 0.5%と低かったこともあるが、累計 0.4%pt の利下げは既

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

に実施済みである。

さらに、3 月には BOE が国債買入れといった、いわゆる非伝統的手法とされる領域に踏み込んだほか、FRB もまた 08 年 12 月に検討を表明した国債買入れスキームの詳細を公表した。日銀も、3 月 17～18 日の金融政策決定会合では、政策金利は据え置いたものの、長期国債の買入れ額をさらに 4,000 億円増額し、毎月 1.8 兆円とすることを発表している。

これ以外にも、日銀は、信用秩序維持政策としての位置付けながらも、金融機関保有株式の買入れ再開を決定（1 兆円）したほか、3 月には主要銀行の資本増強支援のために総額 1 兆円規模で劣後ローンを引き受けることを発表した。これらの施策は、株価下落などが金融システムに及ぼす悪影響（具体的には、貸し渋り対策）を緩和することを目的としたものだが、前者の銀行保有株式の買入れ実績は 11 億円余（3 月 20 日現在）に留まっているが実情である。

冒頭で触れたように、日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び始まった物価下落・資産デフレを前に、これまで日銀には追加的な金融緩和策が迫られてきたのは事実であり、日銀も追加緩和措置に対して慎重な姿勢を見せつつも、その要望に応えてきたことも間違いない。しかし、今後想定される大型の財政出動を考慮すれば、その効果を十分発揮させるためにも長短金利の無用な上昇を抑制し、低位に誘導する責務があるのは言うまでもない。

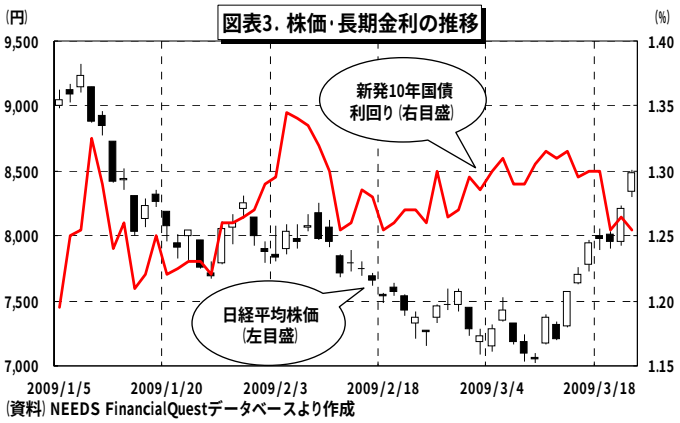
なお、日銀は、企業金融が厳しい状況に陥っていることを鑑み、その円滑化を図るため、これまで CP や残存 1 年未満の社債の買入れを発表してきた。ただし、日銀の財務の健全性の面から、その買入れ対象を比較的高い格付けのものに限定しており、実際に企業金融全般の円滑化につながるかどうかは不明である。今後、買入れ対象を拡大する可能性もあると思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

08 年 9 月のリーマン・ショックを契機に、世界規模での金融危機が勃発、内外の経済・金融市場は大混乱に陥った。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実施するなど、金融システムの安定化策に注力している。さらに、各国中央銀行は潤沢な資金供給に加えて、上述の通り、大幅な金融緩和に乗り出している。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、不安定さが完全に払拭されたわけではない。

こうした中、23 日に米財務省は懸案だった「バッドバンク構想」と呼ばれる不良資産買取り計画の詳細を発表した。これを受けて、米株価は大きく反発するなど、市場は一定の評価を下した格好となった。とはいえ、この施策が成功し、金融市

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

場が正常化するまでにはまだ時間がかかることは確かであろう。

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

08 年末にかけて長期金利（新発 10 年国債利回り）は、米長期金利の急低下や国内経済指標の急激な悪化を受けて、1.1%台半ばまで低下する場面もあった。しかし、09 年年明け以降、米オバマ新政権が大型景気対策を策定するとの思惑が広がるにつれて、財政赤字拡大による需給悪化懸念が高まったことから、一時 2%割れ寸前まで低下した米長期金利（10 年物）が反発したこともあり、国内長期金利の低下にも歯止めがかかり、1.3%前後での展開が続いている。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、今後予想される財政出動の規模や内容などへの思惑が長期金利の上昇要因として意識されることにも十分注意を払う必要がある。

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、金融不安の高まりなどから 3 月中旬にかけては年初来安値を更新する展開となった。その後、政府の株価対策などへの思惑や、前述の「バッドバンク構想」の詳細発表などもあり、株価も持ち直しの動きが強まっている。

とはいえ、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。

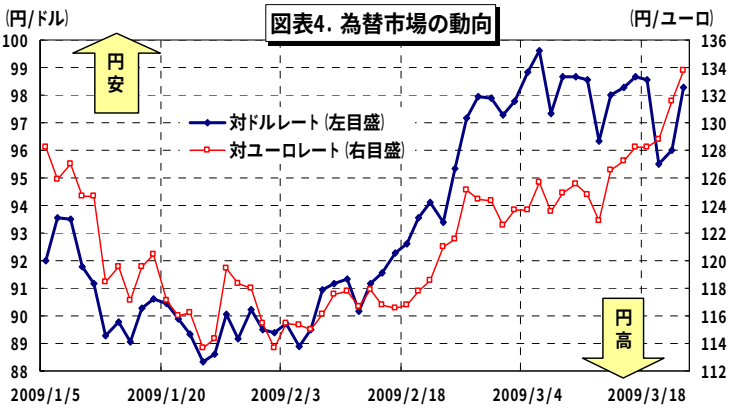
③外国為替市場

08 年後半から続いてきたリスク回避的な円買い行動はすでに一巡した感が強く、このところ為替レートは対ドル、対ユーロともに、円安方向に推移している。

すでに内外の政策金利格差は大幅に縮小しているほか、日銀も消極的ながらも徐々に追加金融緩和策を採用しており、海外中央銀行とのスタンスの温度差がなくなりつつあると評価されている面もあるだろう。

もちろん、欧米諸国の金融システムはいまだ不安定さが残っており、予期せぬ事態が発生する際には、再び為替レートが円高方向にシフトする可能性は残っている。一方で、内外の金融緩和策が一巡し、日本経済の回復が海外景気次第であることに目が向き始めれば、徐々に円安方向に推移し始めるものと思われる。　（2009.3.24 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