

情勢判断

国内経済金融

輸出・生産の減少テンポ緩和、一部に「底」を探る動きも

～ただし、雇用悪化やそれによる消費低迷には要注意～

南 武志

要旨

世界同時不況の影響を受けて、2008年度下期に入り、輸出・生産は大幅な落ち込みを続けてきたが、最近になってようやくその悪化テンポが緩和し始めた。しかし、牽引役として期待される輸出の急回復はまだ想定できる状況にはなく、さらに雇用・消費といった遅行指標の悪化はこれから本格化する可能性もあり、当面は内外需ともに厳しい状況が続くだろう。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、景気回復の阻害要因として懸念される。

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、一段の緩和措置が必要と思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2009年				2010年	
	4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.104	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.615	0.50～0.70	0.50～0.70	0.50～0.70	0.50～0.70	
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 (%)	1.470	1.25～1.60	1.20～1.55	1.25～1.65	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.850	0.65～0.95	0.60～0.90	0.65～1.05	0.65～1.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	99.0	93～110	93～110	93～110	95～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.6	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価 (円)	8,924	9,000±1,000	9,500±1,000	9,750±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4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

4月1日に公表された日銀短観(3月調査)によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは大幅に悪化した前回12月調査に続き、前回から22pt悪化(統計開始以来最大の悪化幅)の58となった。これはこれまでの最低値であった第一次石油危機直後(1975年5月調査の57)の水準を下回る結果である(図表2)。また、09年度の設備投資計画調査(全規模・全産業ベース、除くソフトウェア、含む土地投資額)も前年

度比14.3%と、3月調査時点としてはバブル崩壊後(93年度の同16.3%)以来の低い「発射台」からのスタートとなったことも明らかとなった。さらに、12月調査時までは底堅さもあった非製造業でも、雇用人員や資本設備に対する過剰感が急速に強まったことも確認された。

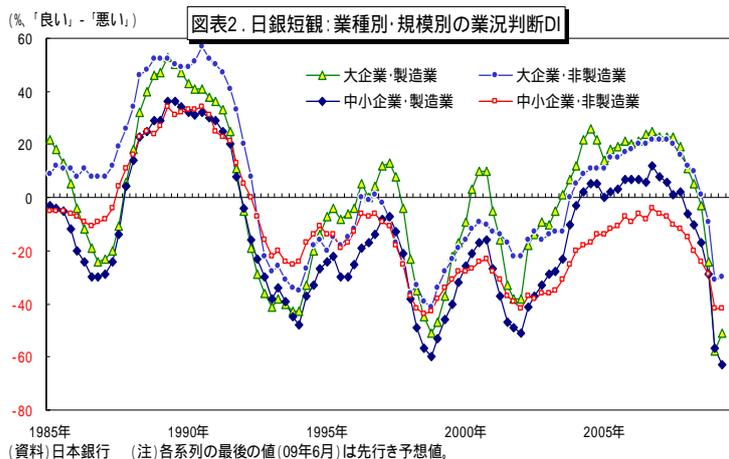
なお、5月20日には1～3月期のGDP第一次速報が公表予定であるが、内外需とも総崩れとなった10～12月期に続き、2四半期連続の年率二桁台のマイナス成長となる

可能性が高まっている。

以上のように国内景気の悪化傾向は続いているものの、その一方で減速のテンポが緩やかになりつつあり、近い将来底入れを模索する動きが始まることを示唆する経済指標も徐々に散見されるようになってきた。2月の通関統計：輸出入金額は前年比 49.4%と大幅減が続いているが、前月比では 5.2%と4ヵ月ぶりに桁台の減少に留まった（日本銀行「実質輸出指数」も前月比 3.5%と、減少ペースの鈍化が確認できる）。また、鉱工業生産も、2月分は前月比 9.4%と大幅な低下となったものの、先行き3、4月は上昇が見込まれている（製造工業生産予測指数より）。冒頭で触れた日銀短観でも、09年度下期以降は企業業績の回復を期待する見通しが大勢となっている。

しかし、頼みの綱である輸出のV字回復が依然として想定できる状況にない上、雇用・消費といった景気遅行的な経済指標は、これから本格的に悪化すると危惧する意見も根強い。3月23日には、政府・日本経団連・連合の3者は雇用維持に向けた「日本型ワークシェアリング」を推進することを合意したが、この動きは雇用悪化に対する危機意識の表れと思われる。また、09年春闘での賃上げ率は1.77%（大手企業、加重平均、日本経団連調べ）と08年実績（1.86%）を下回ったほか、09年夏季賞与は前年比二桁減になる（連合調べ）との見通しもあり、先行き家計の所得環境が一段と厳しくなる公算が強い。

こうした経済情勢を受けて、政府・与党



は4月10日に財政支出15兆4千億円を含む事業規模56兆8千億円にのぼる「経済危機対策」を取りまとめた。4月中にも補正予算案を国会に提出する意向を示しているが、ねじれ国会の状況の下、解散・総選挙との兼ね合いもあり、成立時期や政策の実施時期は不透明である。

なお、国内景気の先行きについては、これまで打たれてきた金融・財政政策は多少なりともわが国経済の下支えになるものと見られるが、基本的に国内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年度以降に持ち越されると予想する。

一方、物価面でも、国際商品市況の下落に加えて、国内の需要バランス悪化の影響が強まってきた。国内企業物価（3月）は前年比 2.2%と3ヵ月連続のマイナスとなり、かつ下落率が拡大する方向にある。消費者物価（全国2月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は2ヵ月連続で同0.0%となったが、前年比下落に転じるのも時間の問題となっている。こうした物価下落や不動産などの資産デフレがもたらす弊害が景気回復の阻害要因になる可能性も強まっており、注意が必要である。

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だことを受けて、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。日銀もまた、政策金利を累計0.4%pt引き下げた(0.5%→0.1%へ)ほか、CP・社債の買入れ、長期国債買入れ額の累計6千億円増額(毎月1.2兆円→1.8兆円)などを行っている。さらに、信用秩序維持政策の一環として、金融機関保有株式の買入れ再開を決定(1兆円)したほか、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ている。

このように、日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び始まる物価下落を前に、日銀も金融緩和策を実施してきたのは間違いない。しかし、今後の追加的な緩和策の可能性については、消極的なスタンスを取っており、景気回復や金融システム安定化に向けて必要と思われるあらゆる手段をとることを前面に出している他の中央銀行とは一線を画している。日銀としても、追加経済対策に伴う約17兆円の国債発行などを考慮すれば、経済対策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だろう。

今後、日銀が採りうる政策手段としては、現在買入れているCP・社債の購入対象や規模の拡大、長期国債買入れに関する「日銀券ルール」の見直しと国債買入れ額増額、また政策金利である無担保コールレート

(翌日物)のゼロ容認などが挙げられるだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

08年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場も、主要国による様々な対策、具体的には大規模な財政出動、大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などが功を奏してか、ようやく持ち直しの動きも出てきている。悪化の一途を辿ってきた米金融機関の業績に改善の兆しも見え始めた。なお、米国では一部に金融当局の経営への介入を嫌気して公的資金の完済を目論む金融機関も現れているが、金融システム全体としてはまた公的資金の資本注入による経営安定化が必要な状況であることには変わりはなく、不安定さが完全に払拭されたわけではないだろう。金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでには今しばらく時間がかかると思われる。

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

世界的な景気悪化を受けて、主要国政府は相次いで大型景気対策の策定に乗り出している。債券市場にとって景気悪化そのも



のは金利低下要因であるが、経済対策の原資を賄うための国債発行は金利上昇要因であり、この両要因に対する思惑が09年に入ってから長期金利(新発10年物国債利回り)の主要な変動要因となっていた。

長期金利は3月中旬まで1.3%前後での展開となっていたが、その後は09年度予算成立後の追加経済対策策定が視野に入り、かつ一部経済指標の改善によって景気悪化懸念が払拭される動きが続いたこともあり、長期金利は1.4%台後半まで上昇した。

基本的には、景気悪化はまだ続くこと、デフレが本格化してくること、さらには日銀がもう一段の金融緩和措置に乗り出す可能性もあり、長期金利は再び低下する場面もあると予想する。しかし、補正予算などに伴って増発される国債(約10.8兆円)・財投債(約6.1兆円)の入札状況がはつきりするまでは、高止まり状態が続く可能性が高いだろう。

株式市場

09年年明け直後は、米オバマ次期政権の大型経済対策への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、止まらぬ景気悪化への懸念、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。

一方、3月下旬以降は政府の追加経済対策などへの期待感や、米財務省による「バッドバンク構想」の詳細発表、さらには一部経済指標の改善の動きなどから、4月10、13日には日経平均株価が4ヵ月ぶりに

9,000円台を一時回復するなど、持ち直しの動きが強まった。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い。大型連休前後の決算発表の本格化などを消化しながら、株価は当面は一進一退の展開が継続するものと思われる。

外国為替市場

08年後半に強まったリスク回避的な円買い行動はすでに一巡しており、最近の為替レートは対ドル、対ユーロともに、円安気味の推移となっている。

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、主要国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、徐々に円安方向への動きが強まるものと思われる。(2009.4.21現在)

