情勢判断

国内経済金融

輸出･生産に下げ止まりの兆し

～ただし、雇用･消費悪化の本格化が順調な景気回復を阻害～

南　武志

要旨

2008 年度下期以降、内外景気は大幅な悪化を続けてきたが、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い。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、国際商品市況の水準が前年に比べて低い上、国内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も、08 年 12 月に政策金利を 0.1%まで引き下げたほか、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、景気回復を確実なものとするためにも、もう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

項目＼年／月		2009年 5月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	2010年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.106	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.575	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	(%)	1.435	1.25～1.60	1.20～1.55	1.25～1.65	1.30～1.70
国債利回り 5年債	(%)	0.805	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)	95.0	90～100	93～105	93～105	95～110
為替レート 対ユーロ	(円/ユーロ)	132.8	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価	(円)	9,347	9,250±1,000	9,500±1,000	10,000±1,000	10,500±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5月25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

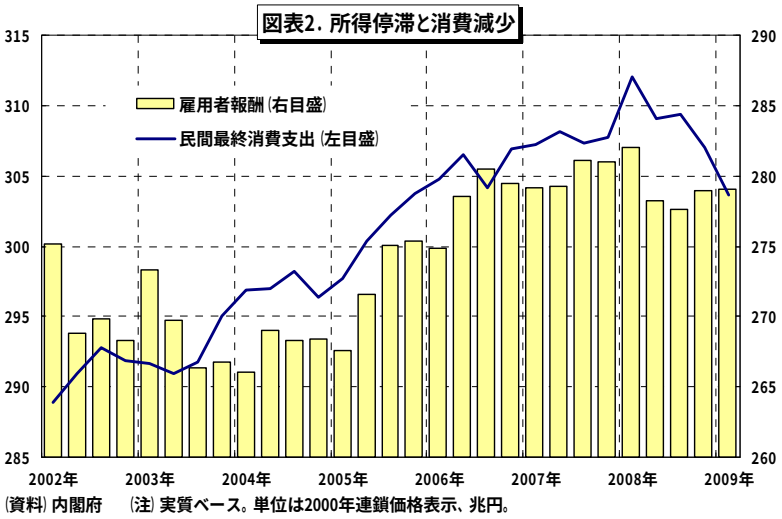
2008 年度下期にかけて急激に悪化した内外景気も、ここにきて輸出・生産といった経済指標に下げ止まりを模索する動きが見られるなど、景気悪化のテンポが緩やかになってきた。3 月の通関統計：輸出金額は前年比▲45.5%と大幅減が続いているものの、前月比では 2.2%と 10 ヵ月ぶりにプラスに転じた（日本銀行「実質輸出指数」でも前月比 0.1%と、8 ヵ月ぶりのプラスとなった）。また、同じく 3 月の鉱工業生産も前月比 1.6%と 6 ヵ月ぶりの上昇となったほか、先行き 4、5 月分も引き続き上昇が見込まれている（製造工業生産予測指数より）。

5 月 20 日には、09 年 1～3 月期が戦後最悪の経済成長率となったという内容の GDP 第一次速報が公表されたものの、上述の輸出・生産などの持ち直しの動きにより、景気はすでに 1～3 月期に底入れしたとの見方も一部には浮上している。

とはいえ、世界経済を見渡してみると、欧米先進国は依然として景気回復の動きが

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

明確ではなく、底堅いとされる中国経済もまた輸出が不振であり、低成長にとどまっているのが現状である。このように、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はない。さらに、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。日本経団連は、09 年夏季賞与・一時金は製造業を中心に大幅に削減され、前年夏比▲19.39%（大手企業、加重平均）となるとの集計結果（第 1 回）を示すなど、先行き家計の所得環境が一段と厳しくなる公算が強い。定額給付金や高速道路料金引下げ、エコポイント制度導入などによる消費喚起策も相殺されてしまうリスクもあるだろう。



(資料) 内閣府　(注) 実質ベース。単位は2000年連鎖価格表示、兆円。

なお、国内景気の先行きについては、これまで実施されてきた金融・財政政策は多少なりともわが国経済の下支えになり、4～6 月期以降はプラス成長に戻ると見られるが、本格的な景気回復は海外経済の持ち直しが明確化となった後の 10 年以降に持ち越されると予想する。当総研では 1～3 月期の GDP 第一次速報を受けて、経済見通しの改定を行ったが、09 年度は前年度比▲4.1%と 2 年連続のマイナス成長、10 年度は同 1.2%とプラス成長に転じるものの、なかなか景況感の改善は伴わない、との見方をとっている（後掲レポート「2009～10 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

一方、物価面でも、国際商品市況が前年同期に比べて水準が低いことに加えて、国内の需要バランス悪化による影響が強まってきた。国内企業物価（4 月）は前年比▲3.8%と 4 ヵ月連続のマイナス、かつ下落率が加速的に拡大する方向にある。また、消費者物価（全国 3 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同▲0.1%と、18 ヵ月ぶりに下落に転じた。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高く、注意が必要である。

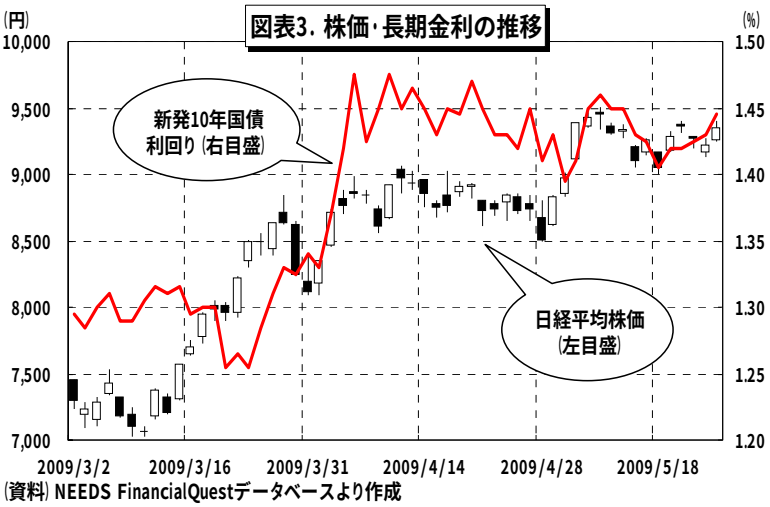
金融政策の動向・見通し

日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び強まるデフレ圧力を前に、日銀も金融緩和策を実施してきた。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、という評価も少なくない。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

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

あるだろう。

また、景気悪化に伴う歳入欠陥の可能性を考慮すれば、年度内の国債発行圧力は依然として根強く、年度下期にはさらなる国債増発が予定される可能性も高い。日本銀行は政策金利を0.1%まで引き下げ、国債買入れ額も累計6千億の増額に踏み切った。しかし、展望レポートでは10年度までは物価下落が続くが、景気は09年度下期にかけて持ち直す可能性があるとのシナリオを提示、さらに最近の経済危機的な状況はもとを質せば長すぎた金融緩和にも原因があるとの指摘を行っている。ここから読み取れることは、更なる緩和措置に対しては慎重な姿勢を崩していないということであろう。ただし、需給ギャップ（GDPギャップ）が大幅な供給超過状態になっており、デフレ圧力が企業・生産者の体力を奪い、実質金利を高止まりさせる可能性を考慮すれば、国債買入れ額増額などを含めた追加措置が今後とも必要と思われる。



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

一方、4月30日に発表した「展望レポート」では、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価見通しでも、消費者物価は10年度まで下落が続くことが見込まれており、現行の緩和政策からの利上げ転換は早くとも11年以降になるものと思われる。

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も一部で改善の兆しも見え始めた。なお、米国では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、一方でクレジットカードなど消費者信用関連の債権の延滞増加が続くなど、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。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・為替レートの各市場について述べたい。

①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

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

ってからの長期金利（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後退する動きが続いたこともあり、長期金利は 1.4%台まで上昇、その後も同水準でのもみ合いが続いている。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、遅くとも 6 月中旬には成立が見込まれている補正予算に伴って 7 月から増発される国債・財投債（それぞれ 10.8 兆円、6.1 兆円で合計 16.9 兆円）の入札状況がはっきりするまでは、下げ渋る展開が続く可能性が高い。

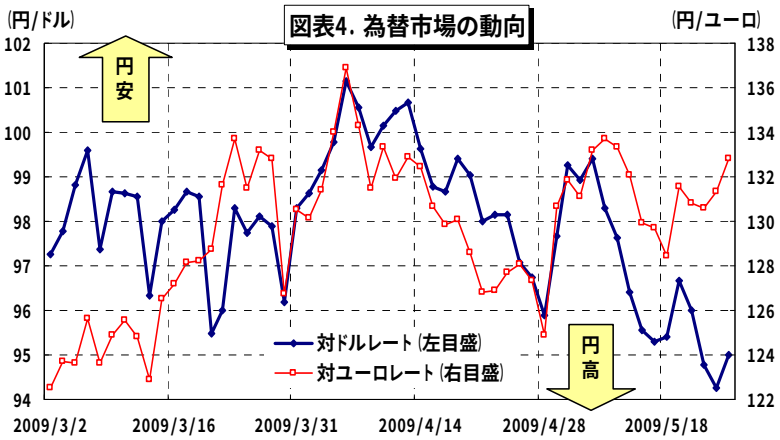
②株式市場

株式市場については､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持ち直しの動きが強まった。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、一部の米金融機関の業績改善、さらには内外の経済指標に持ち直しの動きが始まったことなどから、5 月連休明けには 9,000 円台が定着するなど、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。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。

③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、09 年に入ってからは対ドル、対ユーロともに、円安気味の推移が続いた。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には依然として不安定さが払拭できていない上、積極的な財政支出を行っている米・英両国の国債格下げの懸念も浮上するなど、為替レートが円高に振れる可能性も残っている。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経済、特に米国経済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。　（2009.5.26 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