

情勢判断

国内経済金融

年内の出口戦略の検討は時期尚早

～ 当面は消費、設備投資の下振れリスクは残る ～

南 武志

要旨

中国向けの輸出やエコカー減税など政策などによる下支えもあり、国内景気は持ち直しの動きを続けている。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、企業部門においてリストラ圧力が再び強まる可能性も否定できない。さらに欧米先進国・地域の景気もまだ明確な改善が始まった様子は窺えず、中国経済の牽引だけでは力不足感は否めないことから、当面は回復テンポが加速することなく、底ばい気味に推移するものと思われる。

一方、景気が最悪期を脱したとの見方が広がるにつれて、危機対応の経済政策からの出口戦略に対する思惑も浮上してきたが、日銀は企業金融円滑化支援策の延長を決定。さらに、今後想定されるデフレ圧力を緩和し、景気回復を確実なものとするためにも、日銀は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

年 / 月 項 目		2009年			2010年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.099	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.551	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 (%)	1.380	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.675	0.60～0.90	0.60～0.90	0.65～1.00	0.65～1.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	94.8	93～105	93～105	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.8	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価 (円)		9,944	10,250±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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7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

輸出・生産などの持ち直し傾向が続いているほか、エコカーに対する減税・購入補助金や省エネ家電のエコポイント制導入など政策効果に伴い、民間消費がやや盛り返しつつあることもあり、政府・日本銀行などの景気の現状判断はこのところ上方修正が相次いでいる。政府は6月の段階で早々と「景気底打ち」宣言をしたが、その背景にはわが国の景気判断においては鉱工業生産が重視されているということがある。

一方で、生産が多少持ち直したとはいえ、ピークの約72%(5月時点)に留まるなど、製造業を中心に需給バランスが大きく崩れたままであり、企業が抱える雇用人員や資本設備、負債には過剰感も発生しており、それらから生じる弊害も無視できない状況である。機械受注、資本財出荷といった企業設備投資関連指標には減少傾向に歯止めがかかっていないほか、失業率や有効求人倍率、現金給与総額などの雇用関連指標も大幅な悪化が続いている。

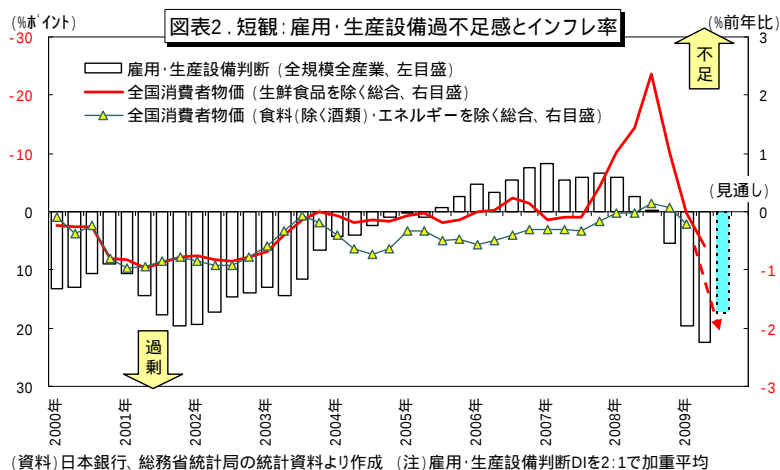
こうした中、7月1日に公表された日本銀行「短観（6月調査）」では、代表的な大企業・製造業の業況判断DIが過去最悪となった前回3月調査時から大きく改善し、先行きもその傾向が続くとの見通しが示された。一方で、設備投資計画調査については、大企業・

製造業を中心に、6月時点で異例とも言える下方修正されたことが明らかとなるなど、多少持ち直しつつあるとはいえ、企業の設備投資意欲は依然として冷え切ったままであることも確認された。

国内景気の先行きについては、中国経済の回復に伴う輸出増や前述の政策効果による消費下支え効果によって緩やかな回復が続くものと予想するが、年末あたりには一連の景気対策が息切れする可能性もあり、これが顕在化した際には一旦は足踏み状態に陥ることもありうるだろう。基本的には、景気回復のペースは非常に緩やかであり、景況感の改善も限定的、との見方に変更はない。

なお、7月21日に衆議院が解散され、8月30日には総選挙の投開票が実施される予定である。これまでの主要地方選や各種世論調査の結果などからは、政権交代となる可能性もあるが、仮に民主党を中心とする政権が誕生した場合には、これまでの経済政策運営からの路線変更の可能性もあり、注意が必要であろう。

一方、物価面では、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、前述した需給バランス悪化に伴う下落圧力が



益々強まってきた。国内企業物価（6月）は前年比▲6.6%と、統計開始以来最大の下落率を記録した。また、消費者物価（全国5月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）も同▲1.1%と、4月（同▲0.1%）から大幅に下落率を拡大させている。先行き、同▲2%前後まで下落幅が拡大するとの見方がほぼ確実視されるなど、こうした物価下落や不動産価格下落などがもたらす弊害が先行きの順調な景気回復の阻害要因になる懸念も強まっている。

金融政策の動向・見通し

最近では景気の最悪期は脱したとの認識が世界的に広まりつつあり、景気下支えのために主要各国で実施してきた例外的な政策運営に対して、景気回復後に円滑な出口政策に移行できるようにあらかじめ議論を行うべき、といった意見が注目を集めている。わが国の金融政策についても、中央銀行が信用リスクの領域まで踏み込みといった非伝統的手法からの出口戦略への関心が高まっている。

最近では、金融システム不安が徐々に解消する方向に向かったこともあり、CP・社債の発行市場の機能回復も進みつつあり、

CP・社債オペについては札割れが頻発するなど、一定の役割は終えたとの見方も強い。しかし、前述の日銀短観などからも、中堅・中小企業や低格付け企業では、企業金融を取り巻く環境の厳しい状況は残ったままであることも見て取れる。こうした事情も背景にあって、9月末までの時限措置として導入している企業金融円滑化支援策の枠組みは、12月末まで延長されることとなった。

一方で、日銀は、需給ギャップ（GDPギャップ）が大幅な供給超過状態に陥っていることから生じる物価下落を真摯に受け止め、それらデフレ圧力が企業・生産者の体力を奪い、かつ実質金利を高止まりさせるリスクを十分考慮する必要がある。これまでに打たれた様々な経済対策の効果を十分発揮させるためにも、仮に長期金利が不必要な上昇（＝悪い金利上昇）を示した際には、国債買入れ額の増額などを含めた追加措置をすることによって金利水準を低位に誘導する責務があるだろう。

なお、7月14～15日の金融政策決定会合後には、4月末に発表した「展望レポート」の中間評価も示されたが、経済成長率については4月時点の予想通り、物価については最近の原油価格上昇などもあり、4月時点の予想対比上振れて推移する、との見通しを示した。とはいえ、日銀の政策委員自身が予想する物価見通しでは、消費者物価は10年度いっぱい下落が続くことが見込まれており、現行緩和政策からの利上げ転換は11年度以降にずれ込む可能性は高いだろう。

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は、大規模な財政出動や大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などの経済対策が功を奏しており、証券化市場の機能回復は遅れているものの、全般的に見れば徐々に持ち直しの動きが強まっている。7月中旬から始まった米国企業の4～6月期決算発表では、市場の予想を上回る内容となっていることも、安心感を与えている面も強い。

とはいえ、米金融サービスCITグループの経営破綻懸念が浮上するなど、まだまだ金融システムの不安定な状態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 of 各市場について述べていきたい。

債券市場

例年と同様に、新年度入り後しばらくは長期金利（新発10年物国債利回り）の上昇傾向が強まった。6月11日には、米長期金利の上昇に牽引される格好で一時1.560%まで上昇したが、その後は、米景気の先行



きに対する過度な楽観論が剥落したこともあって低下に転じた。6月16日には1.5%割れ、24日には1.4%割れ、7月7日には1.3%を割り込むなど、1ヵ月のうちに長期金利は0.3%pt 弱の低下となった。

基本的には、国内需要の低調さはまだ続き、当面は物価下落率が一段と拡大すること、さらには余資運用ニーズが高まった国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどから、長期金利は再び低下する場面もあると予想する。ただし、内外景気の回復期待と国債の需給環境に対する警戒感も根強く、一方的に金利低下が進行する可能性も薄いだろう。

株式市場

株式市場については、09年度入り後は追加経済対策への期待や、米金融機関の業績改善、さらには内外景気が最悪期を脱したとの見方が広まったことなどから回復基調が強まり、6月中旬から7月初めにかけては日経平均株価が1万円絡みでの展開となるなど、徐々に持ち直しの動きが強まった。その後、米経済に対する過度な楽観論が剥落する過程で、一時9,050円まで調整する場面もあったが、底割れは回避する格好となっている。

当面は、デフレ圧力や円高リスクが企業業績にとっては重石となり続ける可能性も高い一方で、緩やかながらも輸出・生産の持ち直し基調やこれまでの政策実施による景気下支え効果が続くと思われるなど、それぞれの思惑が交錯し続ける

ものと思われる。とはいえ、株価が大崩れする可能性は遠のきつつあり、徐々に水準を切り上げる展開になるだろう。

外国為替市場

09年に入り、対ドル、対ユーロとも08年後半に強まった円独歩高を修正する動きが続いたが、この数ヵ月間は方向感なくもみ合う展開が続いている。最近の為替相場変動の主因であった金利格差も縮小したままである。主要国の中央銀行はいずれも大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込む緩和策を実施しており、各国・地域間の政策スタンスの温度差はほとんどなくなっている。

先行きについては、日本経済が最悪期を脱し、生産を中心に持ち直しの動きが続くなかで、欧米諸国の金融システムや実体経済には依然として不安定さが払拭できておらず、短期的に見た場合には、万一の際には為替レートが再び円高方向に振れる可能性が残っている。一方で、日本経済の本格的な回復は、海外経済、特に米国経済次第であることが認識されれば、徐々に円安方向への動きが強まっていくものと思われる。

(2009.7.24 現在)

