情勢判断

国内経済金融

プラス成長に転換したが、下期には減速懸念も

～現行の金融政策は当面の間据え置く公算～

南　武志

要旨

4～6 月期の実質経済成長率は 5 四半期ぶりにプラスに転じており、すでに国内景気は回復局面に入っていると判断される。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、企業設備投資や雇用の悪化はしばらく続く可能性が高い。また、欧米先進国・地域の景気もまだ明確な改善が始まっておらず、中国経済だけでは牽引力不足感は否めない。当面は回復テンポが加速することなく、緩やかな回復にとどまると思われる。

一方、世界的にも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。しかしながら、日本銀行自身も認めるように物価下落状態は 2010 年度まで残る可能性が高いことから、現行の緩和政策は当面の間据え置かれる公算が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2009年 8月(実績)	2009年 9月(予想)	2009年 12月(予想)	2010年 3月(予想)	2010年 6月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.109	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.547	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 (%)	1.320	1.20～1.50	1.20～1.55	1.25～1.60	1.35～1.75
	5年債 (%)	0.635	0.55～0.75	0.60～0.90	0.65～1.00	0.70～1.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	95.0	93～100	93～105	93～105	95～110
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	135.8	125～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価	(円)	10,581	10,500±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8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

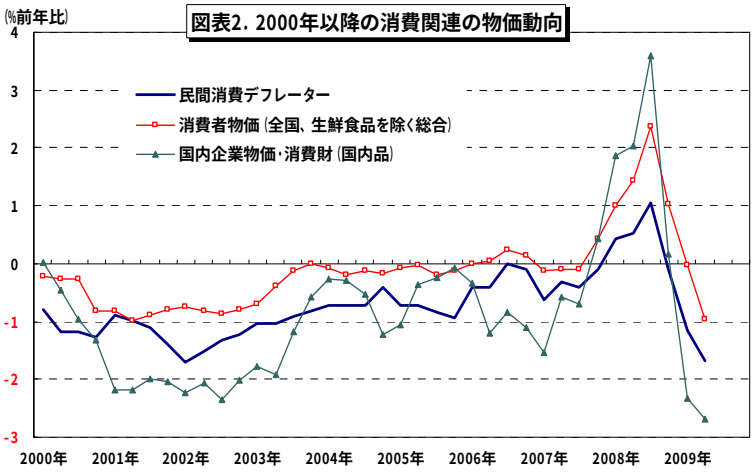
輸出・生産などの改善が続いているほか、エコカーに対する減税・購入補助金や省エネ家電のエコポイント制導入など政策効果に伴い、民間消費がやや盛り返しつつある。17 日に発表された GDP 第一次速報によれば、4～6 月期の実質経済成長率は前期比 0.9%（同年率 3.7%）と 5 四半期ぶりのプラス成長となり、景気回復が始まっていることを裏付ける数字であった。

しかし、中身を見ると、これまでに打たれた内外の政策効果によって牽引された面が強く、民間最終需要（在庫増以外の民間需要）は依然として減少傾向にある。特に、需給バランスが大幅に崩れていることもあり、生産回復にも関わらず企業設備投資の減少が止まらないほか、実質雇用者報酬は前期比▲1.7%、前年比▲3.0%と大幅に減少するなど、現在の消費喚起策の効果が一巡すれば、民間消費が再び停滞する可能性もあることを暗示

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

する内容であった。

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、年度下期にかけては一連の景気対策が息切れする可能性もあると見ている。



図表2. 2000年以降の消費関連の物価動向

(資料) 内閣府、総務省、日本銀行

当総研では今回の 4～6 月期 GDP の公表後、経済見通しの改定作業を行ったが、09 年度は緩やかながらもプラス成長は維持するが、前年度からの「マイナスのゲタ」の影響から、通年では▲3.0%と 2 年連続のマイナス成長となり、10 年度は同 0.9%とプラス成長に転じるものの、年度下期までは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）。

なお、8 月 30 日には総選挙の投開票が実施されるが、仮に民主党を中心とする政権が誕生した場合、既に成立した 09 年度補正予算の組み換えを示唆していることもあり、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が依然として物価変動の主役であるが、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いる。国内企業物価（7 月）は前年比▲8.5%と、統計開始以来最大の下落率を大幅に更新した。また、消費者物価（全国 6 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同▲1.7%と、同じく当会開始以来最大の下落となった。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、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が強い。

金融政策の動向・見通し

「わが国の景気は下げ止まっている」との基調判断、「本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく」との見通し、さらにはデフレ・スパイラルのリスクに対する否定的な見解などを考慮すれば、日本銀行としては現行の政策（政策金利 0.1%、国債買入額 1.8 兆円）をさらに踏み込むという選択をする可能性は、現時点では相当程度低いと思われる。

しかし、日銀自身も認めるように、景気・物価の下振れリスクが高い状況が続いているのも実際のところだ。景気悪化に伴う歳入欠陥の可能性を考慮すれば、仮に経済対策を追加しなかったとしても、今後とも国債発行圧力は依然として根強いことには変わりはない。こうした状況

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

下で、これまで打たれた経済対策の効果を十分発揮させるために、日銀には長短金利が不必要に上昇するのを抑制し、低位に誘導する責務が課せられていると思われる。今後の展開次第では、もう一段の国債買入れ額の増額が必要な場面が到来する可能性もあり、それに対しては躊躇すべきではない。

一方、12 月末まで延長された企業金融円滑化支援策であるが、すでに大企業もしくは高格付け企業の資金調達には支障はなくなっており、直接的な意味合いは薄れているのは間違いない。しかし、①万一の際には再び必要となることも予想され、まだセーフティ・ネットとしての役割があること、②中小企業や低格付け企業を取り巻く環境は依然厳しく、これを廃止した場合に悪影響が出るリスクもあること、③制度の廃止が、即利上げ論につながり、金利が大きく変動するリスクがあること、などを踏まえれば、更なる延長（今年度末まで）の可能性は高いと思われる。

なお、7 月に行った「展望レポート」中間評価では、日銀の政策委員自身が予想する物価見通しは、引き続き 10 年度まで下落状態が続くと見込んでいることを示した。物価下落環境下で、債務者の負担を高める利上げの是非を判断するのは無理があるものと思われることから、少なくとも 10 年度中の利上げはないものと思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

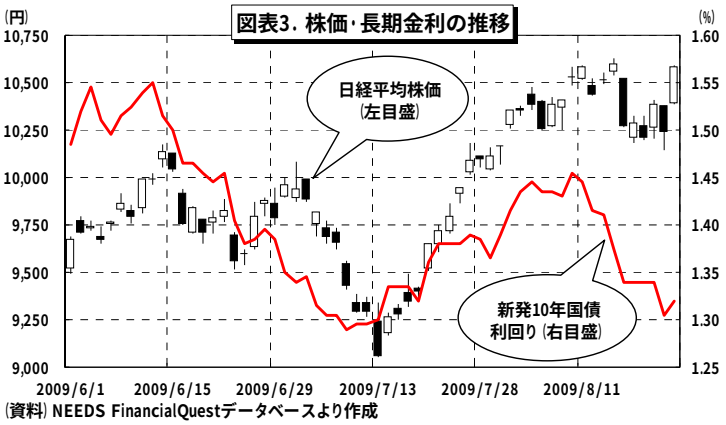
08 年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場は、大規模な財政出動や大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などの経済対策が功を奏しており、証券化市場の機能回復は遅れているものの、全般的に見れば徐々に持ち直しの動きが強まっている。7 月中旬から始まった米国企業の 4～6 月期決算発表では、市場の予想を上回る内容となっていることも、安心感を与えている面も強い。とはいえ、米国では銀行倒産が続き、すでに年初から 81 行の経営破たんが起きており（8 月 21 日時点）、まだまだ金融システムの不安定な状態が完全に払拭されたわけではない。金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでには今しばらく時間がかかると思われる。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べていきたい。

①債券市場

債券市場については、例年同様、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）の上昇傾向が強まり、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。しかし、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それ以降は低下に転じた。

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

その後は概ね1.3～1.4%台でもみ合う展開となっているが、基本的に国内需要の低調さは長引き、物価下落状態も継続すること、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もあり、長期金利が低下する場面も十分あると予想する。ただし、内外景気の回復期待と国債の需給環境に対する金利上昇懸念も根強いことから、一方的に金利低下が進行する可能性は薄く、長期債購入には慎重な対応が必要だろう。

②株式市場

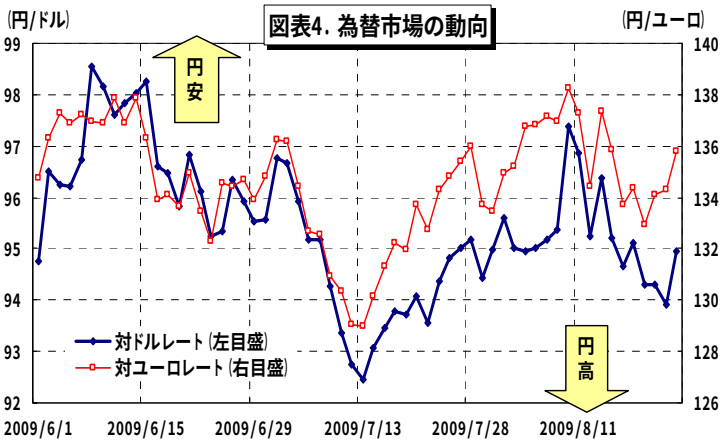
株式市場については、09 年度入り後は追加経済対策への期待や、米金融機関の業績改善、さらには内外景気が最悪期を脱したとの見方が広まったことなどから回復基調が強まり、6 月中旬から 7 月初めにかけては日経平均株価が 1 万円絡みでの展開となった。その後、雇用統計が悪化したことをきっかけに米経済に対する過度な楽観論が剥落し、一時 9,050 円まで調整する場面もあったが、その後は米企業の四半期決算が事前予想を上回る結果となり、再び景気回復期待から日米の株価が上昇傾向を強めるなど、株価は景気の先行きに対する思惑が揺れ動く中で上下動を繰り返している。

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ものの、緩やかながらも輸出・生産の持ち直し基調が続き、これまでの政策実施による景気下支え効果も期待されることから、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と予想される。

③外国為替市場

為替市場については、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、その後は方向感なくもみ合う展開が続いている。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い。

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、日本経済の本格回復は、海外経済、特に米国経済次第であり、かつ金融緩和策からの出口戦略の採用に日本だけが出遅れる可能性は高いことから、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。　　（2009.8.25 現在）



(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