

情勢判断

国内経済金融

年度下期に懸念される景気足踏みリスク

～ 財政・金融政策とも出口戦略までには時間が必要 ～

南 武志

要旨

内外の政策支援によって、わが国経済は景気の持ち直し基調が続いている。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、それによって発生する資本設備や雇用過剰感は根強く、企業設備投資や雇用の悪化は当面続く可能性が高い。政権交代に伴う鳩山内閣の発足後、従来の経済政策運営を修正する動きが本格化しつつあるが、曲がりなりにも景気の下支え役となっていた公的支出の一部が停止されれば、政策効果の一巡と合わさり、年度下期には景気が足踏みするリスクもある。

一方、世界的にも景気が下げ止まっており、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、今後も景気回復が続いたとしても、2011年度も物価下落が残るとの予想もあり、実際の出口戦略の採用までには相当程度時間が必要だ。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2009年		2010年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.114	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.528	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 (%)	1.360	1.20～1.55	1.25～1.60	1.35～1.75	1.35～1.75
	5年債 (%)	0.655	0.55～0.85	0.60～0.95	0.65～1.00	0.70～1.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	91.8	88～100	90～105	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.0	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価 (円)	10,282	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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10月23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

内外の景気下支え策が功を奏し、輸出や生産の持ち直し基調が続いており、わが国の景気は回復基調にあると考えられる。一方で、日本全体として約40兆円(率にして約8%)近いデフレギャップが発生していると認識されるなど、企業部門における資本設備や雇用人員など生産能力に関する過剰感は依然として根強く、設備投資の低迷や雇用関連指標の悪化が続いている。

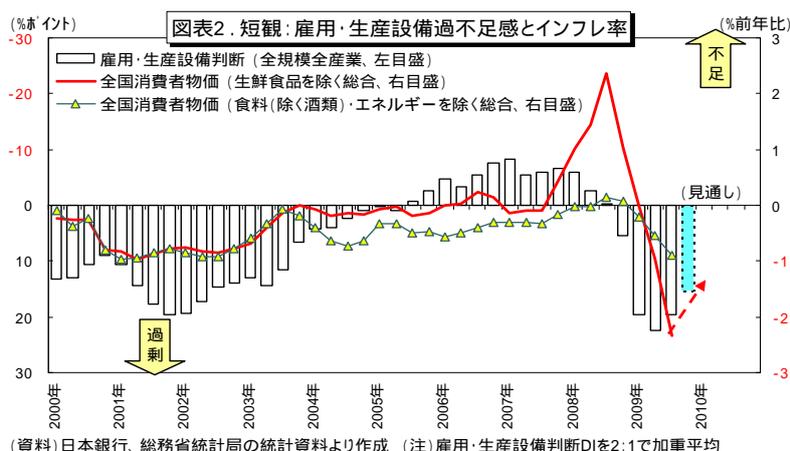
10月1日に発表された日銀短観9月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIが2期連続で改善(前回6月調査時点(48)から15pt上昇の33)したほか、非製造業や中小企業についても大きくはないが改善が見られた。しかしながら、09年度設備投資計画(ソフトウェアを含み、土地投資額を除くベース)については、異例の下方修正となった6月調査に続き、前年度比13.2%へと減額修正された。

多少の景気回復では大幅に崩れた需給バランスを解消することは非常に困難といえる状況である。このように大きな需給ギャップが発生しているということは、ひとたび回復が本格化すれば息の長い拡張期間となることが期待される半面、需要回復が遅れば過剰な生産

能力を削減しようとするデフレ圧力がかかり続けるということも意味している。

こうした中、9月に発足した鳩山内閣は、09年度補正予算に盛り込まれた約14.7兆円の経済危機対策のうち、無駄と思われる約3兆円分の執行停止を決定した。これらは子ども手当支給や高速道路無料化などといった政権公約（マニフェスト）の実現に向けて10年度予算に繰り越される方針である。しかし、曲がりなりにも景気を下支えしてきた公的支出が09年度下期に息切れとなる可能性もある。万一そうなった場合にはわが国の景気は二番底には至らずとも、一時的に足踏みするリスクもある。景気は持ち直しつつあるとはいえ、その大部分が政策効果によることを十分考慮し、当面は民間最終需要の早期回復を促すような景気刺激策を継続していく必要がある。

一方、物価に目を転じると、国際商品市況が前年同月に比べて水準が低いことに伴う物価下落圧力がピークに達した上に、需給バランス悪化に伴う下落圧力が次第に強まっている。消費者物価（全国8月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.4%と、統計開始以来最大の下落を更新した。ガソリンや電気・ガス



料金などエネルギー関連の物価押下げ効果が依然として強い上、これまで物価上昇に寄与してきた食料品（生鮮食品を除く）もついに前年比下落に転じている。一方、先行きについては、年末にかけてエネルギー関連の物価押下げ効果が急速に剥落することから物価下落率（前年比ベース）としては縮小していくと見られるが、需給悪化に伴うデフレ圧力は根強く、物価下落は当面残るだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、「持ち直しに転じつつある」に上方修正した9月に続き、10月にも景気の基調判断を「持ち直しつつある」へと引き上げた。また、先行きに関しては「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」との見通しを踏襲している。こうした景気判断に加え、日銀短観でも示された大企業周りの企業金融環境の好転から、CP・社債オペなどの企業金融円滑化支援策（年末までの時限措置）は、当初の役割を終了したとの認識が広まっており、再延長はないとの思惑が強まっている。また、マクロの金融政策についても、現行の政策（政策金利

0.1%、国債買入額 1.8 兆円)をさらに緩和方向に踏み込む可能性は相当低いと思われる。

しかしながら、日銀自身も認めているように、景気・物価とも下振れリスクが依然として高い状況が続いているのも実際のところだ。また、税収不足や新政権の経済政策運営に伴う歳出増圧力が高まっており、国債発行圧力は高まっている。これまで打たれた景気下支え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、低位安定状態へと誘導する責務が課せられているはずである。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。

10月30日に開催される金融政策決定会合後には11年度の経済・物価見通しが含まれる展望レポートが公表予定である。今回新たに公表される11年度分については、景気回復基調が続くとの見通しが示される一方で、物価については若干なりとも下落見通しとなる、と報じられるなど、物価下落は少なくとも足掛け3年というコンセンサスが強まりつつある。物価下落の下での利上げは困難であることを踏まえれば、金融政策の正常化に向

けた動きは相当程度後ズレするものと思われる。

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、大企業や高格付け企業を取り巻く企業金融環境は大幅に好転している。とはいえ、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況が続いている。さらに、09年に入ってからの米国銀行の経営破綻が100件を突破、今後もさらに増加が見込まれるなど、欧米での金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、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

6月上旬にかけて、米長期金利の上昇に牽引される格好で、国内の長期金利(新発10年物国債利回り)は一時1.560%まで上昇したものの、その後は米国など先進国経済の先行きに対する過度な楽観論

が剥落するにつれて再び金利低下圧力が強まり、内外の長期金利には再び低下圧力が強まった。

8月中旬以降は、その後は概ね1.3~1.4%のレンジ内でもみ合う展開となっているが、09年度第2次補正予算や10年度予算における国債増発圧力への警戒感もあ



り、直近は長期金利の上昇傾向が強まっている。

基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価は11年度までは下落が続くとの予想が強まっていること、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や郵政民営化の見直しに伴う公的金融の機能復活への思惑（ゆうちょ資金による国債引き受け）などもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いと予想する。ただし、年度下期の景気低迷に対する新たな財政措置の可能性や10年度予算での国債増発の可能性に対する警戒感も高く、全体像が判明するまでは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

7月中旬以降、米国企業の四半期決算が事前予想を上回る結果となったほか、米住宅市場の底入れなどが見られたこともあり、世界的な景気回復への期待感が強まり、日経平均株価は1万円台を回復した。その後、10月上旬にかけては円高圧力が強まったことから再び大台割れとなる場面もあったが、円高圧力が一服し、米国株が年初来高値を更新するといった要因により、直近では再び1万円台に戻している。

当面は、デフレ圧力や円高リスクが強く、企業業績にとって重石となり続けると思われる。ただし、緩やかながらも国内景気は持ち直し基調が続くことが見込まれるなか、今後米国など世界経済全体が徐々に持ち直しの動きを強めていくこ

とへの期待感もあり、株価水準は徐々に切り上げていく動きが継続するだろう。

外国為替市場

為替レートは、8月中旬に対ドル、対ユーロでそれぞれ97円台、138円台をつけて以降、10月下旬にかけては円高傾向が強まった。その背景には、米FRBの金融緩和策が長期化するとの予想が強まり、ドルLIBOR(3ヵ月物)の水準が他通貨の金利水準を下回ったことによる「ドル安」の側面が強いことが指摘できる。その後は、これまでの円高傾向を修正するような動き（特に対ユーロ・レート）が見られるが、目先はいずれの先進国経済もまだまだ本格的な回復が始まっているわけではなく、大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込んだ金融緩和が当面続けられるとの思惑が強いことから、明確な方向感がない展開が続くと見られる。一方、もう少し長い視点で見れば、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、かつ異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用に、他の主要国と異なり、デフレ下の日本だけが遅れる可能性が高く、円安への動きが強まると思われる。（2009.10.26現在）

