情勢判断

国内経済金融

政府は再びデフレを宣言

～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

わが国経済は輸出や消費刺激策などにより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の過剰感は根強いほか、物価が大きく下落するなど、デフレの弊害も意識されつつある。鳩山内閣では、景気回復の足踏みリスクに対応するため、追加経済対策の策定を決めたが、10 年前半にかけて成長率が鈍化する可能性は高いだろう。

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を採用する動きも一部で始まっている。しかし、今後緩やかな景気回復が継続したとしても、2011 年度まで物価下落が続くとの予想が大勢となっており、日銀が利上げに向けて動き始めるまでにはまだ時間が必要だ。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月			2009年		2010年		
			11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		(%)	0.109	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.514	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	(%)	1.305	1.20～1.45	1.25～1.60	1.35～1.75	1.35～1.75
	5年債	(%)	0.590	0.50～0.75	0.55～0.90	0.65～0.95	0.65～0.95
為替レート	対ドル	(円/ドル)	88.8	85～94	90～100	92～105	92～105
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	132.4	128～140	123～145	123～145	123～145
日経平均株価		(円)	9,497	10,000±1,000	10,750±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11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

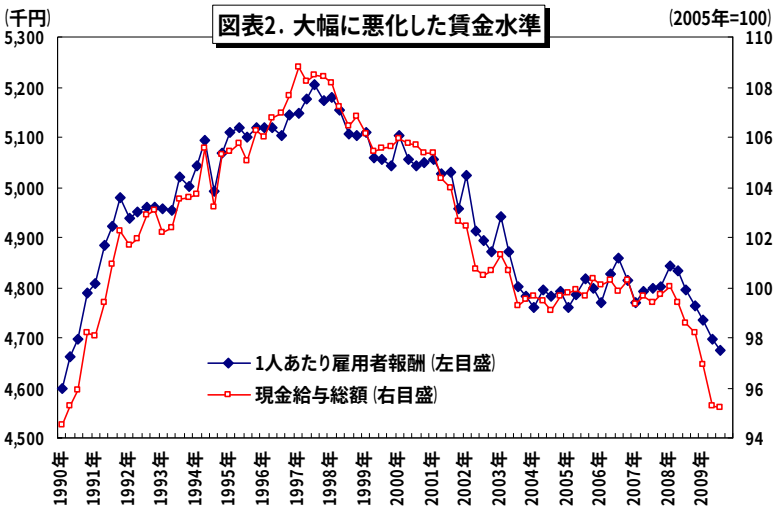
中国向けを中心とした輸出増や耐久消費財に対する購入促進策（エコポイント制やエコカー減税・購入補助金など）による民間消費の堅調さを背景に、わが国の景気は回復基調が続いている。

16 日に発表された GDP 第一次速報によれば、7～9 月期の実質経済成長率は前期比 1.2%（同年率 4.8%）と 2 四半期連続のプラス成長となり、しかも潜在成長率を上回る力強い成長を達成したことが判明した。中身を見ると、冒頭でも触れた輸出・民間消費に加え、4～6 月期までに調整を終了させた民間在庫の積み戻しが成長率押し上げに貢献していることが窺える。押しなべて内外の政策効果によって成長率が押し上げられている側面が強く、民間最終需要の本格的な回復が始まったとの評価を下すことはできない。

一方、出遅れ感があった民間企業設備投資は 6 四半期ぶりにプラスに転じたほか、失業率・有効求人倍率などの雇用関

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

連指標もこの数ヵ月は持ち直しの動きが散見されるなど、最悪期を脱したとの見方も浮上している。ただし、依然として大幅は需給ギャップが存在するなど、企業の設備・雇用に対する過剰感は根強く、順調に回復していく姿を見通すのは難しいだろう。



図表2．大幅に悪化した賃金水準
(資料)内閣府、厚生労働省のデータより作成

なお、先行きについては、中国などアジア新興国の経済成長に牽引される状況は続くと思われるが、これまで打たれた政策効果の息切れや第一次補正予算の組み替えに伴う事業執行停止などの影響が 10 年前半にかけて出てくる可能性があり、景気回復が一旦足踏みする場面も想定される。しかし、二番底入りは回避できるものと思われ、10 年後半以降の世界経済全体の景気回復の本格化や子ども手当の支給開始などがわが国の景気回復を支えるものと思われる。

当総研では今回の 7～9 月期 GDP の公表後、経済見通しの改定作業を行ったが、09 年度下期にかけて一旦成長率は鈍化するものの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▲2.7%と 2 年連続のマイナス成長となるが、10 年度は同 1.4%とプラス成長に転じ、その後も 11 年度にかけて景気回復が継続するものと予想する（後掲レポート「2009～11 年度経済見通し」を参照のこと）。

一方、物価については、下落状態からはなかなか抜け出せないとの見通しが大勢となっている。夏場にかけて物価指標が統計開始以来最大の下落率を更新し続けたことを受けて、政府はデフレへの警戒感を強めていたが、20 日に公表された月例経済報告では、日本経済の現状について「緩やかなデフレ状況にある」との認識を明記、デフレ宣言を行った。

最近の物価動向を見ると、消費者物価（全国 9 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比▲2.3%と 8 月分（同▲2.4%）からは下落幅の縮小が見られたが、大幅な下落状態は相変わらず。資源・エネルギー関連の物価押下げ効果は峠を越したが、逆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。先行き年末にかけてエネルギー関連の物価押下げ効果が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、少なくとも足掛け 3 年の物価下落が続くだろう。

金融政策の動向・見通し

10 月 30 日に日本銀行は当面の金融政策運営の指針となる「経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）」を公表した。内容的には、10 年度初め頃に公共投資や

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

耐久財消費に反動が生じ、実質成長率が一時的に弱まる局面もありうることを指摘しつつも、10 年度後半以降は成長加速が始めることを見込むなど、基調としては景気回復局面が継続するシナリオを提示している（内容的には当総研を含めたコンセンサスと大きな差異はない）。また、物価についても 11 年度まで下落し続けるとの見方を示している。

これに関連し、白川日銀総裁は「上振れ・下振れリスクはバランスする方向にある」、「物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さい」、「98～04 年度も緩やかな物価下落が続いたが、景気は 02～07 年度にかけ回復を続けた」と述べるなど、現在進行中と認識されているデフレに対して楽観的な態度を表明してきた。こうしたことを踏まえれば、日銀として現行の政策（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ように思われる。しかしながら、政府は前述の通り、デフレ宣言を行い、デフレ脱却が課題との認識を強めている。今後、政府との協議の場で何らかの措置が求められる場面もあるだろう。

なお、日銀自身も認めるように、景気・物価の下振れリスクが依然として高く、それを回避するための追加経済対策の策定が決まるなど、国債発行圧力は極めて高い状況が続いている。こうした状況下で、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。

市場動向：現状・見通し・注目点

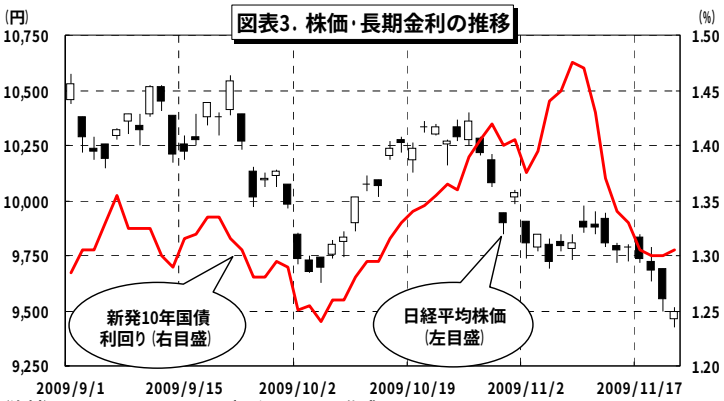
08 年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場であるが、大規模な財政出動や大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などの経済対策が功を奏して、大企業や高格付け企業を取り巻く企業金融環境は大幅に好転している。とはいえ、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況が続いている。さらに、米国では金融機関の経営破綻に終息する兆しが見えないなど、欧米での金融システム不安は完全に払拭されたわけではない。世界的に金融システム・金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでにはまだ時間がかかると思われる。

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

6 月上旬にかけて長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 1.560%まで上昇したが、その後は世界経済に対する慎重

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

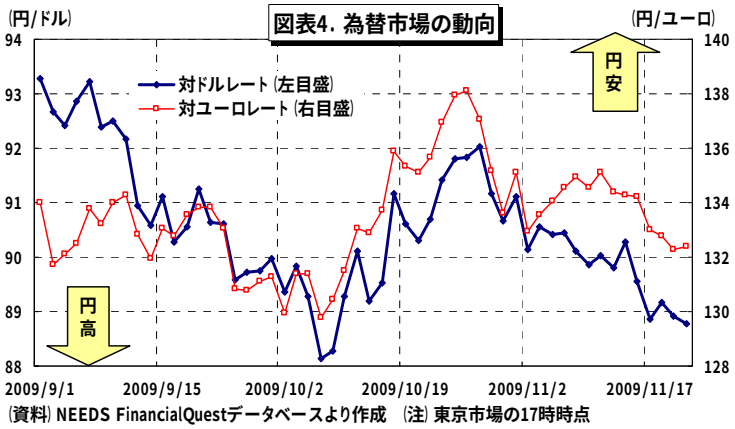
な見方が台頭、内外の長短金利に対する低下圧力が強まり、概ね1.3～1.4%のレンジ内でもみ合った。秋にかけては鳩山内閣の発足と前後して国債増発に対する思惑が債券相場の主要テーマとなり、長期金利を激しく変動させている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価は11年度までは下落が続くとの予想が強まっていること、さらには余資運用ニーズが高まった国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さや郵政民営化の見直しに伴う公的金融の機能復活への思惑（ゆうちょ銀行による国債引受け）などもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがあるだろう。しかし、追加経済対策やマニフェスト関連予算の実施に伴う放漫財政への懸念も強く、10年度予算案などの概要が判明するまでは神経質な金利変動が続くと予想する。

②株式市場

夏場には、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、住宅・資本財受注など米国の主要経済指標の底入れが見られたこともあり、米株価が上昇、それに牽引される格好で日経平均株価は1万円台を回復した。その後は、根強い円高圧力への警戒感が根強いことに加え、鳩山政権の経済政策運営の行方を見極める動きが強まったこともあり、直近は再び1万円割れでの推移となっている。当面は、デフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力が意識され続けると思われるほか、相次ぐ増資発表も株価の抑制要因として意識されるものと思われる。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、10年以降、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ものと予想する。

③外国為替市場

10月下旬にかけて円高傾向が強まったが、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。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策は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。ただし、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るが、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略はデフレ下の日本だけが遅れる可能性が高く、他主要国が政策の転換に動き出した後は、円安への動きが強まると思われる。　　（2009.11.24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