情勢判断

国内経済金融

2010 年前半には景気回復が足踏みする可能性も

～さらなる円高・デフレ対策が必要～

南　武志

要旨

わが国経済は中国などアジア向けの輸出や消費刺激策などにより持ち直し傾向を続けている。しかし、大きく崩れた需給バランスが元通りになるまでには相当程度時間がかかる見込みであり、それに伴う弊害が設備投資や雇用の回復の遅れ、さらには物価下落の継続という格好で出現している。鳩山内閣では、年明けにも想定される景気減速に対応するため、財政支出規模 7.2 兆円の追加経済対策を決めたほか、日本銀行もデフレ克服に向けた政策発動に一歩踏み出した。ただし、これまでのところ効果は限定的で、2011 年度まで物価下落が続くとの大方の予想も修正に至っておらず、デフレの継続が実体経済に悪影響を及ぼし続ける可能性は高い。日銀はデフレ脱却に向けた政策を続けることで、国民経済の健全な発展に資する努力を続けるべきである。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2009年	2010年			
			12月(実績)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.105	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.462	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60
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	(%)	1.230	1.15～1.50	1.20～1.60	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債	(%)	0.455	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.80	0.45～0.80
為替レート	対ドル	(円/ドル)	89.8	85～100	90～105	92～105	92～105
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	129.2	123～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価		(円)	10,142	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12月18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

総選挙の結果を受けた政権交代により、鳩山内閣が発足してから 3 ヵ月あまりが経過した。「官僚依存」から「政治家主導の政治」への改革が断行され、また 10 年度予算に対する「事業仕分け」により、行政のムダを省く努力をするなど、新たな試みに対して一定の評価を下す意見も少なくない。また、デフレ宣言をし、日本銀行に対して、一段の緩和措置を促した点も評価できるだろう。

一方で、自公政権当時には曲がりなりにも設定されていた財政再建目標が不在となるなど、放漫財政に対する懸念も根強い。新設された国家戦略室は 10 年度予算における新規国債発行額を約 44 兆円以内に抑えるとする「予算編成の基本方針」を策定したほか、10 年前半には複数年度を視野に入れた「中期財政フレーム」や中長期的な財政規律のあり方を含む「財政運営戦略」を策定し、財政健全化への道筋を示すとしているが、景気低

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

迷・デフレが続くなど、なかなか税収増が期待できない環境の下、年明け後にも予定される特別会計への切込みがどれくらいの規模になるのかに注目が集まる。

さて、最近の国内景気については、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、持ち直し基調が続いている。直近は、出遅れていた設備投資や雇用にも底入れの動きが散見され始めているが、14 日に発表された日銀短観 12 月調査では相変わらず企業の資本設備・雇用に対する過剰感は強いことが再確認されるなど、本格的な回復にはまだ時間が必要であろう。

先行きについては、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、さらには秋口以降進行した円高などの影響が出てくることが想定される。一方で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ことから、10 年前半のわが国経済は一時的に足踏みする可能性は否定できないものの、二番底入りは回避できるものと思われる。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。

なお、当総研ではいずれも大きく下方修正された 08 年度の GDP 確報（前年度比：▲3.2%⇒▲3.7%）と 7～9 月期 GDP 第 2 次速報（前期比年率：4.8%⇒1.3%）の公表後、経済見通しの改定作業を行った。基本的な景気シナリオは、新たに追加の経済対策（財政支出規模 7.2 兆円）を考慮した以外、修正はないが、成長率見通しとしては前回 11 月時点での実績より下振れた一方で、前年度からの「ゲタ」が上方修正（▲4.2%pt⇒▲3.8%pt）されたため、09 年度を通しては▲2.9%（前回は▲2.7%）と、小幅の修正にとどまった。その後、10 年度は同 1.4%とプラス成長に転じ、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 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

一方、最近の物価動向を見ると、消費者物価（全国 10 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比▲2.2%と、2 ヵ月連続で下落幅の縮小が見られたが、大きく下落した状態は変わっていない。資源・エネルギー関連の物価押下げ効果は峠を越したが、大きく崩れた需給バランスに起因する下落圧力が徐々に強まっている。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は引き続き縮小すると見られるが、物価下落自体は少なくとも 11 年度までは続く可能性が高い。

金融政策の動向・見通し

冒頭でも触れたが、11 月の月例経済報告で政府がデフレ宣言を行った後も、日

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

銀は対応策を採る姿勢は見せなかったが、ドバイ・ショックにより円高が加速したこともあり、一段の緩和措置を余儀なくされた。11 月 30 日の白川日銀総裁によるデフレ認定とデフレに取り組む姿勢の表明に続き、翌 12 月 1 日には臨時に金融政策決定会合を開催し、「新しい資金供給手段の導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ことが決定された。この新型オペは「金利：固定（0.1%）、期間：3 ヵ月、担保：全ての日銀適格担保、供給額：10 兆円程度」というスキームであるが、この導入によりターム物金利が低下し、イールドカーブ全体が押下げられる効果が期待される。

ただし、景気・物価の下振れリスクは依然高く、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。当面は前回の量的緩和政策時とは異なり、量的目標を設定せずに日銀当座預金残高が漸増していく可能性が高いが、ただ単にマネーを銀行間市場に滞留させておいても円高・デフレからの脱却にはあまり有効ではない。日銀は「民間に資金需要がない」ことを言い訳にせず、マネーを市中に循環させるような工夫が求められており、今後の状況次第では国債買入れ額の増額も含めたさらなるデフレ対策が必要である。

(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

市場動向：現状・見通し・注目点

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、高格付けの大企業を取り巻く企業金融環境は大きく改善した。一方で、日銀短観（12 月調査）などからは、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況であることも見て取れる。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上に、ギリシャの格下げやその他の国についても格下げ観測が浮上するなど、金融市場の不透明感は未だ根強い。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だろう。

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

09 年夏場にかけて概ね 1.3～1.4%のレンジ内でもみ合った長期金利（新発 10 年物国債利回り）であるが、9 月の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。11 月上旬にかけては 09 年度税収の大幅な減額修正観測と重なって、一時 1.5%近くまで金利が上昇した。しかし、政府が国債発行を極力抑制する姿勢を明確にしたことや、運用難に悩む国内機関投資家の潜在的な購入ニーズが根強かったことなどから、長期金利はその

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

後急低下し、1.2%台を中心にもみ合う展開となった。

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 年度まで下落が続くとの予想が大勢であること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入意欲の強さなどもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがある。しかし、仮に 10 年度当初予算で新規国債発行額が抑制されたとしても、10 年度内は国債増発懸念が続くことから、折にふれて神経質に金利変動する可能性は残るだろう。

②株式市場

09 年夏以降、米国企業業績の回復や生産・住宅・資本財受注など米国の主要経済指標の底入れが確認されたことから米株価が上昇、それに牽引される格好で日経平均株価も再び 1 万円の大台を回復した。しかし、10 月中旬以降は、根強い円高への警戒感や鳩山政権の経済政策運営に対する様子見姿勢の強まり、さらには相次ぐ増資の発表などによる希薄化懸念が重なり、11 月末には一時 9,000 円割れ寸前まで下落した。12 月に入り、円高・デフレ対策の発表や追加経済対策の策定が決まったこともあり、ようやく落ち着きを取り戻しつつある。

当面は、引き続き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ものと思われ、上値が重い展開が続くだろう。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と予想する。

③外国為替市場

09 年秋以降、米 FRB の金融緩和策が長期化するとの予想が強まるとともに、3～6 ヵ月物の米ドル LIBOR レートが日本円の水準を下回った。加えて、11 月末にはドバイ・ショックが発生、欧州の金融システムに対する不安が再び高まったことで、一時 1 ドル＝84 円台という約 14 年ぶりの水準まで円高傾向が加速した。前述の通り、日銀はターム物金利の引下げを促すための新型オペを始めたが、実際の金利押下げ効果は限定的で、円高圧力を解消させるには至っていない。

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、現行の低金利政策は今しばらく続くと思われるが、欧米の金融システムに対する不安は燻っていることから、円高圧力は当面は残ったままでの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、特に米国経済の動向次第である上、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、逆に円安への動きが始まるものと予想する。　　（2009.12.21 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