

情勢判断

国内経済金融

緩やかな景気持ち直しとデフレの共存

～輸出や耐久財消費が牽引～

南 武志

要旨

輸出・生産を中心に、わが国経済は持ち直し基調を続けている。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、物価下落状態は長期化する可能性が高い。なお、10年前半には、これまでの政策の息切れや効果一巡、昨秋以降の円高進行による悪影響が重なり、一時的に景気が減速する場面もありうるが、中国など新興国向け輸出の堅調さにより、二番底に陥るリスクは大きくないだろう。

また、継続するデフレの克服に向けて、09年末にかけて政府と日本銀行は歩調を合わせることで一致、12月には固定金利型の新型オペを導入し、やや長めの金利水準の押下げを図っている。しかし、これだけではデフレ脱却には力不足であることは否定できず、追加の緩和策の検討・実施が求められている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2010年				
		1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 (%)	0.101	0.10	0.10	0.10	0.10
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.453	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 (%)	1.325	1.15～1.50	1.20～1.60	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.505	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)	90.4	85～100	90～105	92～105	92～105
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.0	123～145	125～145	125～145	125～145
	日経平均株価 (円)	10,590	10,750±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2010年1月22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

2009年春に底入れをしたわが国経済は、その後も中国などアジア新興国向けの輸出、エコカー減税や家電エコポイント制などの消費刺激策によって、持ち直し基調を続けている。しかし、鉱工業生産に注目すると、08年秋のリーマンショックを契機に発生した世界的な金融危機以降の落ち込み幅のまだ半分までしか回復できていないのも実際のところである。その結果、依然として大幅な需給ギャップ

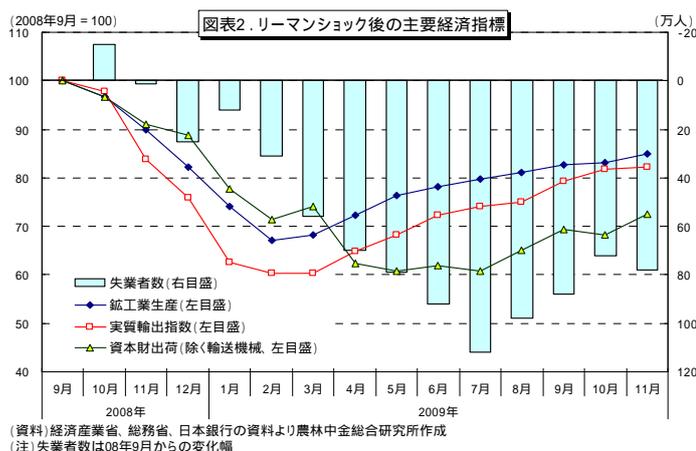
が存在しており、設備投資や雇用など遅行的な動きをする経済指標には回復に向けた明確な動きがまだ始まらないばかりか、マイルドながらも物価下落(デフレ)の継続を招いている。09年12月には、政府と日本銀行が一致協力してデフレ克服に向けた政策展開を図ったものの、なかなか有効策が打ち出せない状況にあり、デフレは長引くとの観測が定着してしまった感が強い。

デフレは、付加価値生産の担い手であ

る企業・生産者の実質債務負担を高めるほか、消費・投資などの先延ばし効果を持つなど、経済活動を一段と冷え込ませる。また、デフレが賃下げや雇用削減をもたらせば、労働意欲を阻害する可能性もあり、実に厄介である。健全な国民経済の発展のために、一刻も早くデフレ状態を克服する必要があるのはいうまでもない。

さて、鳩山内閣が編成した2010年度予算は、子ども手当（総給付費2.3兆円、うち国負担は約1.7兆円）農業の個別所得補償（0.6兆円）高校実質無償化（0.4兆円）など、総額3.1兆円の「マニフェスト予算」を取り込んだ結果、総額92.3兆円という過去最高の規模にまで膨らんだ。しかし、景気低迷の下、税収は37.4兆円しか見込めないことから、特別会計の積立金・剰余金などから10.6兆円の税外収入を確保したほか、行政刷新会議の事業仕分けにより約2兆円の財源確保をしたものの、新規国債発行額は44.3兆円と当初予算としては過去最高にまで膨らむ結果となった。

鳩山内閣では、この10年度予算と、財政支出規模7.2兆円の追加経済対策を盛り込んだ09年度第2次補正予算を迅速に成立させることにより、年前半に想定される景気減速に対処したいとの心積もりではあるが、これまでの政策効果の一巡・息切れた09年秋以降の円高進行の弊害などへの懸念は払拭できない。ただし、中国を筆頭とするアジア新興国の立ち直りは目覚しく、その経済成長にわが国経済が牽引されることが見込まれ、減速すれども二番底入りは回避できると予想す



る。なお、10年後半以降は、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下支えすると思われる。

なお、物価動向であるが、この数年の物価変動の主役であった資源・エネルギー関連の物価押し下げ効果は解消し、全体の下落率の縮小に寄与している。消費者物価（全国11月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比1.7%と、着実に下落幅が縮小しており、10年1~3月期にかけては、さらにこの傾向が強まることが想定される。一方で、大きく崩れた需給バランスに起因する下落圧力が目立ち始めている。多くの小売店や飲食店では、需要喚起のために値下げを余儀なくされており、なかなか歯止めがかからない状況に陥っている。こうしたデフレが経済をさらに疲弊させるリスクもあるため、警戒が必要である。

金融政策の動向・見通し

09年に入り、資源価格急騰に伴うインフレ圧力が解消し、逆に物価下落圧力が徐々に強まる中でも、日銀はデフレに対する懸念を表明することは少なかった。しかし、政府が11月の月例経済報告においてデフレ宣言を行ったことを契機に、

政策当局に対してデフレ対策を求める声が強まった。ほぼ同時にドバイ・ショックによって円高が一段と加速したことも手伝って、11月末にかけて政府と日銀がデフレ認識を共有し、それを克服するために共同歩調をとることが決まった。12月1日には臨時金融政策決定会合が開催され、固定金利(3ヵ月、0.1%)型の新型オペ(10兆円程度)の導入が決まり、週1回のペースで応札が実施されている。これにより、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ている。

とはいえ、これだけでデフレ脱却時期を早めるのは難しく、新型オペの拡充(規模や期間など)や国債買入れ増額などの追加緩和策が検討・実施されていく可能性は否定できない。こうした緩和策を通じて市中に資金を潤沢に供給することは重要であるが、それが単に銀行間市場に滞留してしまえば円高・デフレの克服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いる。

市場動向:現状・見通し・注目点

国内では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反面、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。米国の商業用不動産市場は依然として調整が続いているほか、欧州ではギリシャなどの格下げ問題など、先進国・地域における金融システム不安は完全に払拭されたわけ

ではなく、依然として不安定さを伴っているといえるだろう。

なお、米国では1月21日にオバマ米大統領が自己勘定取引の禁止などを内容とする新金融規制案を発表し、金融市場に対して少なからぬインパクトを与えたが、今後の展開にも注目が集まっている。

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。

債券市場

09年11月上旬にかけて、鳩山政権の「マニフェスト予算」の取扱い方や09年度税収の大幅な減額修正観測と重なり、長期金利(新発10年物国債利回り)は一時1.5%近くまで上昇した。しかし、その後、鳩山首相自ら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、長期金利はその後急低下し、年末にかけて1.2%台を中心にもみ合う展開となった。

10年に入ると、世界経済の先行きに対する楽観的な見方が強まったことを受けて、長期金利も1.3%台へとレンジをやや上方にシフトさせたものの、概ね低位安定状態が続いているといえる。

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、長期金利の低下圧力は強いといえる。しかし、景気回復が続くにつれて、国債大量発行に対する懸念も強まる場面も十分想定されることから、折にふれて神経質に金利変動する可能性は残るだろう。

株式市場

相次ぐ増資の発表などによる希薄化懸念や、ドバイ・ショックに伴う円高圧力などにより、11月末にかけて株価は大きく下落、日経平均株価は一時9,000円割れ寸前となった。その後は、政府・日銀によるデフレ克服に向けた政策転換や、追加経済対策の策定(09年度第2次補正予算の編成)が決まったこともあり、株価は持ち直し基調を強めた。年末以降は、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上昇した米株価に牽引される格好で日経平均株価も、1月中旬にかけて昨年来高値となる一時1万1,000円に迫る水準まで上昇した。

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、順調に株価が上昇していくことを想定するのは困難である。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から、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げていくと予想する。

外国為替市場

09年秋以降、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こともあり、円高圧力が徐々に強まった。さらに11月末にはドバイ・ショックが発生したことで一時1ドル=84円台という約14年ぶりの水準まで円高が進んだ。その後、日銀は固定金利型の新型オペを導入したことに加え、年末から年始にかけて、米景気に対する楽観的な見方が浮上したことで、一旦は円高が修正される場面もあったが、その後も再び円高気味となるなど、円高圧力は根強いものがある。

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、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。

(2010.1.25 現在)

