情勢判断

国内経済金融

二番底リスクは後退したが、デフレ脱却は見通せず

～アジア向け輸出が牽引するわが国経済～

南　武志

要旨

2009年10～12月期の実質成長率は前期比年率4.6%と、3四半期連続のプラス成長となった。輸出･民間消費が底堅く推移していることに加え、民間設備投資が 7 四半期ぶりにプラスに転じるなど、二番底に陥るリスクが後退したと受け止められている。今後ともアジア向け輸出が主導する格好で、わが国経済の持ち直し基調は継続すると思われる。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。

これに対し、政府はデフレ脱却の早期実現に向けて追加緩和策を期待しているが、日銀は政策金利･国債買入れ額などの現行政策が十分緩和的であるとし、一段の監査政策について消極的な姿勢を続けている。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月		2010年 2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	(%)	0.094	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.443	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50
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 (%)	1.330	1.15～1.50	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.510	0.40～0.60	0.45～0.70	0.45～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ﾄﾞﾙ (円/ﾄﾞﾙ)	92.0	85～95	85～98	87～100	90～102
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	123.9	118～128	120～133	120～137	125～140
日経平均株価	(円)	10,123	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2010年2月19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、その後も持ち直し基調を辿っている。2月15日に発表された10～12月期のGDP速報からも、実質経済成長率は前期比1.1%（同年率4.6%）と3四半期連続の堅調な伸びとなったことが判明している。

内容的には、中国などアジア新興国向けの中心に堅調に推移する輸出（前期比5.0%）と、エコカー減税や家電エコポイント制などによって刺激された民間消費（同 0.7%）が牽引するという基本的な構図には変わりはなかったが、これまで軟調に推移してきた民間企業設備投資（同 1.0%）が7四半期ぶりにプラスに転じるなど、底入れに向けた動きも見られた。一方、単位労働コスト（実質GDP1単位を生産するための労働コスト）は同▲4.2%と大幅に減少（8四半期ぶり）するなど、企業部門が人件費圧縮に本腰を入れていることが見て取れる。

なお、当総研ではこのGDP発表を受け

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

て、経済見通しの改訂を行った。当面の景気動向としては、消費刺激策の効果一巡などもあり、底入れ後の年率3.3%（3四半期平均）という高めの成長率からの鈍化は避けられないが、中国など新興国向け輸出の堅調さなどに下支えされて、いわゆる「二番底」に陥る事態は回避できるものと思われる。10年下期以降は、欧米先進国の持ち直し基調が徐々に強まることを受けて、再び成長率を高めていく姿を予想した（詳細は後掲レポート『2009～11年度改訂経済見通し』を参照）。

一方、物価動向については、消費者物価（全国09年12月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が前年比▲1.3%と、8月（▲2.4%）をボトムに下落幅の縮小が見られる。資源・エネルギー関連の物価押下げ効果が解消した影響によるものであるが、一方でより消費財に対する需給環境を反映する「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」で見ると、同▲1.2%と、統計開始以来最大の下落を更新。ちなみに、前述のGDP速報でも10～12月期のGDPデフレーターが前年比▲3.0%と過去最大の下落となっており、デフレの深刻さを再認識させられる数字となった。

10年1～3月期にかけては、石油製品価格が物価押上げに寄与することから、コアCPIなどの下落率はさらに縮小する見込みであるが、大きく崩れた需給バランスに起因する下落圧力はなかなか解消しないものと思われる。こうしたデフレが、わが国経済の持ち直しにとって阻害要因にならないか、引き続き警戒が必要である。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、1月25～26日に開催した金融政策決定会合後に、09年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」の中間評価を提示した。内容的には、「10年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものに止まる」「その後は、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくる」と、基本的には前回10月の見通しを踏襲した。一方、物価面については「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落幅は縮小していく」としながらも、11年度まで下落状態が残る見通しを示した。

こうした物価見通しの一方で、日本銀行は「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題である」と表明しており、今後、デフレ克服に向けた政策運営が注目されている。白川日銀

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

総裁は、01～06 年の量的緩和政策は金融システムの安定維持には大きな効果があったが、物価押上げ効果は限定的だったとの評価を述べ、資金供給量の拡大に否定的な見解を示したほか、毎月 1.8 兆円の国債買入れ額に関しても現時点で増やす考えがないと述べた。基本的には、デフレの原因は需要不足にあるため、金融緩和でデフレ脱却を実現するのは困難とする反面、現在の金融政策のスタンスは十分緩和的であるとしており、その政策を粘り強く続けることにより、デフレ脱却の道筋をつけたいとの方針であるように見える。しかし、鳩山首相は施政方針演説において「デフレの克服に向け、日本銀行と一体となって、より強力かつ総合的な経済対策を進める」と述べたほか、菅財務相も「１％程度の物価上昇率を政策な目標とすべき」との見解を示すなど、政府サイドは一刻も早くデフレ脱却を実現することがわが国経済の最優先課題であるとのスタンスである。このように、政府と日銀との間には政策運営に関する考え方に距離があるように思われる。

わが国経済の下振れリスクは依然として根強く、国債増発圧力が高い状況が続くなかで、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、09 年 12 月に導入した固定金利型の新型オペ（3ヵ月、10 兆円程度）の拡充や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るだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内を見渡すと、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が、金融システムそのものは概ね安定的といえる。一方、海外に目を転じると、米国の商業用不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州ではギリシャなどの格下げ問題が浮上するなど、世界的に見て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。

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

鳩山内閣発足後、マニフェストに盛り込まれた経済政策の予算化や税収の減額修正見通しに伴って国債増発観測が高まり、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 1.5%を試す展開となった。その後、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強まったこととなどから、年末にかけて長期金利は 1.2%台へ急低下。10 年に入ってからは 1.3%台でのもみ合いが続いている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も 11 年度までは下落が続くとの予想

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

が定着していること、さらには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、長期金利に対する低下圧力は根強いものがある。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強く、折に触れて神経質に金利が変動する場面も想定していく必要があるだろう。

②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、09 年 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。09 年末以降は、米国景気の回復期待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を更新、一時 1 万 1,000 円に迫る水準まで上昇したが、トヨタのリコール問題などが水を差す格好で 2 月上旬には再び 1 万円割れとなるなど、上値が重い展開が続いている。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ことから、順調に株価が上昇することを想定するのは困難だ。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 年下期以降は米国など世界経済全体が回復基調を強めていくことへの期待感もあり、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。

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ったことから円高圧力が強まった。さらに、11 月末にはドバイ・ショックが発生し、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、日銀がデフレ克服に向けて固定金利型の新型オペを導入したことに加え、年末以降、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。しかし、直近では欧米諸国の景気や金融システムに対する慎重論が浮上、再び円高気味となるなど、円高圧力に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も燻っていることから、円高圧力は当面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。　　（2010.2.22 現在）

図表4. 為替市場の動向

(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