

情勢判断

国内経済金融

追加緩和策が講じられたが、早期のデフレ脱却は困難

～ 政策効果で景気の持ち直し継続中 ～

南 武志

要旨

内外の政策効果によってわが国経済が底入れしてから約1年が経過した。世界同時不況によって累計33%ほど落ち込んだ鉱工業生産は、落ち込む前の約9割まで回復したものの、依然として需要不足の状態が続いているのも確かである。今後とも、中国向けを中心とした輸出の増勢が続く可能性が高く、それを通じて国内景気の持ち直しも継続すると見られるが、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、物価下落状態も長期化する可能性が高い。

こうした状況を受けて、3月に日本銀行は2009年12月に導入した固定金利オペを拡充する格好で追加緩和策を決定した。しかし、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分であり、今後とも一段の緩和措置が求められ続けるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2010年				2011年
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3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) (%)	0.440	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 (%)	1.335	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.500	0.45～0.70	0.45～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	90.7	85～98	87～100	90～102
	対ユーロ (円/ユーロ)	121.7	120～133	120～137	125～140
日経平均株価 (円)	10,836	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2010年3月24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

世界同時不況によって大きな打撃を受けたわが国経済が底入れしてから約1年が経過した。景気実勢に近いとされる鉱工業生産で計ると、リーマンショックが発生した2008年9月から最悪期の09年2月までに約33%の生産が失われたが、その後の1年間で3分の2を取り戻した計算になる。つまり、生産水準はリーマンショック前の約9割まで回復している

(10年1月分、図表2)。同様に、約40%も落ち込んだ輸出も9割弱の水準まで戻っている(日本銀行「実質輸出指数」2月分より)。

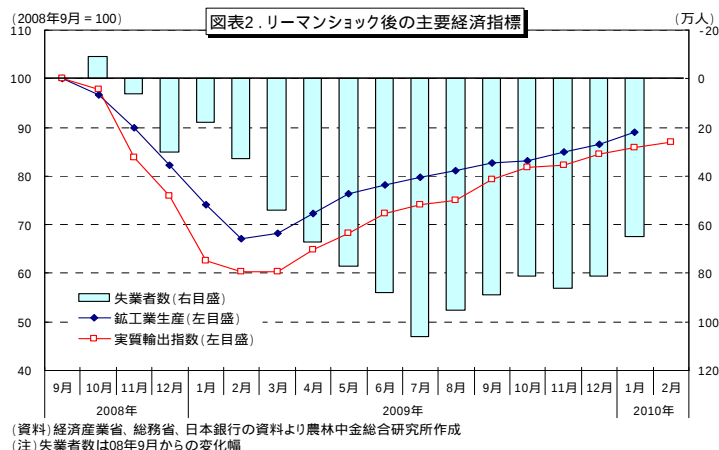
こうしたなか、09年10～12月期の法人企業統計季報が公表されたが、それによると世界同時不況の直撃を受けて一瞬にして高コスト体質となった企業部門が、その後の国際商品市況の調整に伴う変動費の大幅減に加え、人件費抑制を中心とした様々な

コスト削減努力によって、損益分岐点の対売上高比率や労働分配率などの主要な財務指標が08年7～9月期のレベルまで改善したことが明らかとなった。こうした企業経営環境の改善もあり、雇用や企業設備投資には出遅れ感もあったが、回復も始まりつつある。しかし、いずれも過剰感が根強く残っていることもあり、そのテンポが加速することは当面は考えづらい。

なお、3月11日にはGDP第二次速報（09年10～12月期、2次QE）が公表されたが、これを受けて、当総研では2月に発表した「2009～11年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。2次QEでは、民間在庫品増加が下方修正を主因に、経済成長率が過去に遡及されて下方改訂されたこともあり、09年度分については前回予測時から小幅ながらも下方修正を行った（詳細は後掲レポート「2009～11年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

当面の景気動向としては、これまでの内外の経済政策効果が一巡することからある程度の成長率鈍化は免れないと見るが、中国などアジア新興国向け輸出の堅調さに牽引される格好で、引き続き持ち直し基調を続けるものと予測している。

一方、物価動向については、資源・エネルギー関連の物価押下げ効果はほぼ解消したものの、消費者物価（全国10年1月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比▲1.3%と、無視できないマイナス幅が残っている。基本的には、消費財・サービスに対する需給環境をより反映するとされる「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」が同▲1.2%と、統計開始



以来最大の下落状態となっていることに見られるように、大幅に崩れた需給バランスによる面が大きい。

なお、4月以降は高校授業料の実質無償化によって消費者物価の前年比下落率は、さらに▲0.6%ほど押下げられる可能性がある。もちろん、この要因は需給バランスの変化とは直接関係なく、単なる制度変更に起因するものだが、人々のデフレ認識を一段と強めるリスクもあるだけに注意が必要だ。

金融政策の動向・見通し

09年11月の月例経済報告で政府がデフレ宣言を行ったのを受けて、日本銀行は12月1日に急遽開催した臨時金融政策決定会合において固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ）を導入したが、10年3月16～17日に開催した金融政策決定会合では、その固定金利オペによる資金供給規模を約20兆円へと倍増することを決定した。

日銀は、より明確化した「中長期的な物価安定の理解」において、「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」との基本認識の下、物価上昇率として「ゼロ%以下であるマイナス

の値は許容していない」ことを表明した。一方で、1月に公表した展望レポートの中間評価においては、今後の物価動向について「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年度まで物価下落が続くとの見通しを示していた。

日本銀行は現行の金融政策が最適なものであるとし、それを粘り強く続けるとの意向をこれまで繰り返し主張してきたが、そのような政策を続けても少なくとも今後2年はデフレが続くという自らの見通しと、デフレを許容しないとの意思表示との整合性をどのようにとるかが焦点であった。これについては、日銀が追加緩和策を決定するという格好でとりあえずの決着がされたものの、今回の緩和策により、デフレ脱却時期が格段に早まったとの印象はなく、まだ不十分といえる。そのため、日銀に対しては、引き続き政府などから、一段の緩和措置が要請され続ける可能性が高いだろう。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充(供給量拡大や期間延長)が最も可能性が高いと思われるが、国債買入れ額(現行1.8兆円/月)に関しても検討される可能性があると思われる。ただし日銀は、マネタイゼーションがインフレ加速を招いた過去の経験から、財政規律が喪失することに対して大きな危惧を抱いている。日銀は銀行券ルール(日銀券発行残高の範囲内までしか国債を購入しない)を設定しているが、買入れ額の増額はそれに抵触する可能性も出てくる。

一方で、固定金利オペなど短期での資金供給には過度の負担がかかっているのも確かであり、国債を利用した長期の資金供給手法が有効であるのは言うまでもない。政府は6月までに「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」を策定し、財政健全化について再設定するほか、菅財務相は財政再建目標について法制化する考えを示した。日銀がこれらの動きについて信頼に足ると判断するのであれば、国債買入れの増額に踏み切るべきであろう。

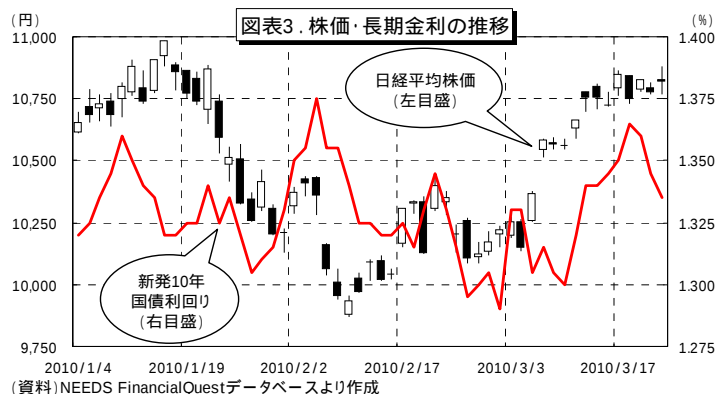
市場動向:現状・見通し・注目点

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、欧州ではユーロ圏諸国の財政問題が燦々など、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 of 各市場について述べていきたい。

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）は一時的に上昇したが、その後は国債発行額を極力抑制する方針を示したため、その後は落ち着き、10 年入り後は概ね 1.3% 台でのみ合いとなっている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も 11 年度までは下落が続くとの予想が定着していること、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、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。

株式市場

09 年末以降、日経平均株価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 万円割れとなった。その後は再び米株価の上昇につられて上昇したが、1 万 1,000 円を目前にすると、上値が重くなるパターンを繰り返している。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であるが、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。

外国為替市場

景気の先行きに対する思惑や燦り続ける欧米での金融システム不安などにより、為替レートは小刻みに変動しているが、対ドルレートに関しては、10 年入り後は 1 ドル = 90 円を挟んでもみあっている。一方、対ユーロではギリシャなどの財政問題により統一通貨ユーロの信認が揺らいだこともあり、ユーロ安気味の推移となっている。目先はいずれの先進国経済も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。また、欧米の金融システムに対する不安も燦っていることから、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、少し長い視点で見れば、日本経済の本格回復は海外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。

（2010.3.25 現在）

