

### 裾野が徐々に広がりを見せ始めた国内景気

#### ～デフレ脱却が見通せるまで追加金融緩和観測が続く～

南 武志

#### 要旨

内外の政策効果によってわが国経済は持ち直し基調が続けている。最近では、出遅れ感のあった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、徐々に景気の裾野が広がりを見せてきた。一方、新興国経済の堅調さから原材料など川上分野で価格上昇が見られるが、国内では大きな需要不足が発生した状態が続いており、消費財など川下分野での価格下落状態が続いており、消費者物価など代表的な物価統計は当面は水面下で推移する可能性が高い。

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が、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分であり、引き続き一段の緩和措置が求められると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目        | 2010年        |              |              |              | 2011年        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 4月<br>(実績)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  | 0.091        | 0.10         | 0.10         | 0.10         | 0.10         |
| TIBORユーロ円(3M) (%) | 0.400        | 0.35～0.45    | 0.35～0.45    | 0.35～0.45    | 0.35～0.45    |
| 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 (%)     | 1.315        | 1.25～1.65    | 1.25～1.65    | 1.30～1.70    |
|                   | 5年債 (%)      | 0.480        | 0.45～0.70    | 0.45～0.70    | 0.45～0.75    |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 93.0         | 87～97        | 88～100       | 90～102       |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 124.8        | 120～133      | 120～137      | 125～140      |
| 日経平均株価 (円)        | 11,134       | 11,250±1,000 | 11,500±1,000 | 11,750±1,000 | 12,000±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4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

引き続き、わが国経済は、内外の政策効果に支えられて、輸出・生産が主導する格好で景気の持ち直しが続いている。2月の鉱工業生産は前月比▲0.6%と、12ヵ月ぶりの低下となったが、高い伸びとなった1月(同4.3%)の反動という側面もあり、回復基調に変化が生じたわけではない。また、根強い過剰感から出遅れ気味だった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、

徐々にではあるが、輸出製造業からの波及効果も散見され始めている。

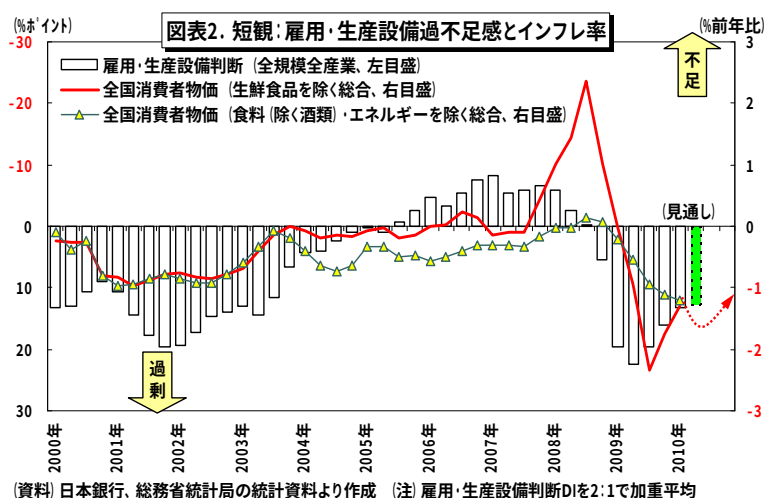
こうしたなか、4月1日には日銀短観3月調査が公表されたが、上述したような国内景気の持ち直しを裏付ける内容が改めて確認できる内容であった。代表的な大企業・製造業の業況判断DIは▲14と、前回12月調査時点から11ポイント改善、グローバル金融危機やそれが引き起こした世界同時不況が起きる前の水準に準じる水準まで戻った。また、大幅に悪化したままだっ

た設備投資関連業種の景況感が改善し、かつ10年度の設備投資計画（土地投資額を除き、ソフトウェア投資や金融機関を含むベース）が前年度比▲4.1%と、3月時点の調査としては例年並みの数字となり、先行きは期を追って増加へと転じるとの期待も浮上している。

しかしながら、デフレ継続の中、新興国経済の底堅さもあり原材料価格などが上昇気味となっていることが、企業業績を圧迫し、景気の波及効果を限定的なものにとどめるとの危惧も同時に強まっている。これらのしわ寄せが家計や中小・中堅企業などに及ぶ可能性もあり、民間最終需要の自律的回復はなかなか展望できる状況ではないと思われる。

なお、当面の経済見通しとしては、これまでに打たれた内外の経済政策効果が一巡することもあり、成長率がやや鈍化する可能性があるものの、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、持ち直し基調は続けるものと予測している。

一方、物価動向については、新興国経済の底堅さもあり、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇が見られるが、国内の最終需要財を取り巻く環境は依然として需要不足状態に陥っていることもあり、川下分野では下落傾向が続いている。国内企業物価（3月、前年比▲1.3%）、消費者物価（全国2月、生鮮食品を除く総合、同▲1.2%）と、主要な物価指数には無視しえないほどのマイナスが残っており、いずれも当面は水面



下での推移が予想される。

なお、消費者物価については、4月以降は高校授業料の実質無償化によって前年比下落率がさらに▲0.6%ほど押下られる可能性もある。この要因は需給バランスの変化とは直接関係なく、単なる制度変更の結果であるが、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

日本銀行は、4月の金融経済月報において、景気の現状認識を「持ち直しを続けている」へ、一歩前進させた。さらに白川日銀総裁は、7日に行われた定例会見にて「自律的な回復の萌芽がいくつかみられる」、「二番底の懸念はかなり薄れた」と述べるなど、景気の先行きに対して楽観的な見方を披露した。このように、景気認識だけから見れば、現行の緩和策は近い将来解除されるとの思惑を呼びおこしても不思議ではない。

一方、物価動向に関しては、「先行き物価下落幅の縮小傾向が続いていく」としつつも、下落状態そのものは当面残る可能性があることを日銀自身も認めている。09年11月末には、こうした物価の現状

を日銀もデフレであると認識し、政府と一体となってデフレ克服に向けて最大限の貢献を続けていくことを宣言している。

実際の行動として、日銀は12月に固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ、資金供給額は約10兆円）を導入したが、10年3月にはその固定金利オペの資金供給額を約20兆円へ倍増することを決定している。このように、日銀としても後追いになっているとはいえ、緩和策を漸次採用しているが、デフレ脱却の前倒しを可能にするほどの金融緩和措置に対しては消極的であり、「デフレを容認しない」との意思表示との整合性が問われている。日銀に対しては、引き続き政府や金融市場などから、一段の緩和措置が要請され続ける可能性が高い。

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）が柱になると思われるが、国債買入れ額（現行1.8兆円/月）に関しても検討の余地はあると思われる。この件についてネックとなっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀券ルールであるが、政府が6月までに策定する「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」の内容や財政健全化法案の行方次第では、日銀が国債買入れの増額

に踏み切ることもありうるだろう。

## 市場動向：現状・見通し・注目点

国内を見わたすと、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している。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。

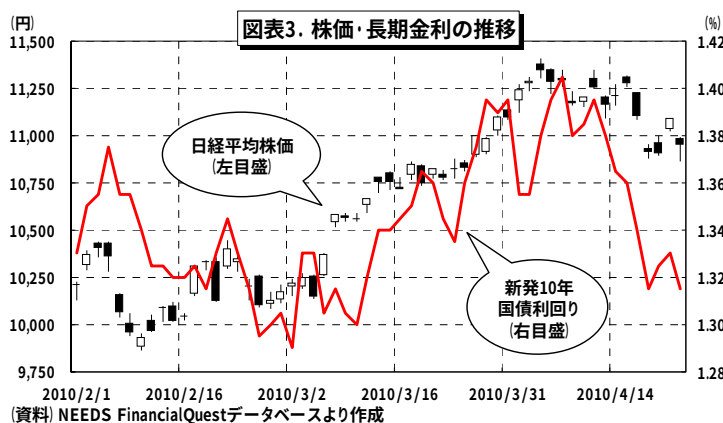
以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べていきたい。

### ①債券市場

10年に入ってから以降、長期金利（新発10年物国債利回り）は、根強い国債発行圧力とデフレに伴う追加的な金融緩和観測などがバランスする格好で、概ね1.3%台でのみ合いが続いた。3月下旬から4月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利が1.4%台に上昇する場面もあったが、4月後半には再び1.3%台に低下するなど、低位安定状態が続いている。

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いことから、折にふ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

10年に入り、日経平均株価は1月中旬にかけて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。2月上旬にはトヨタのリコール問題などが水を差す格好で再び1万円割れとなったが、それらの悪材料をこなした後は再び米株価の堅調さにつられて上昇、3月下旬には1万1,000円台を17ヵ月ぶりに回復した。新年度入り後も、米経済指標の回復などを背景に上昇が続いたものの、相場の過熱感が意識されたこともあり、徐々に上値が重くなり、4月後半にかけて一旦調整する場面も見られた。

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、順調に株価が上昇し続け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。

## ③外国為替市場

10年入り後の為替レートは、対ドルレートに関しては景気の先行きに対する思惑や燻り続ける金融システム不安などにより、3月中旬までは1ドル=90円を挟んでもみあった。その後、米国経済に対する先行き期待や米FRBの早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、一時95円近くまで進行。ただし、直近では再び円高方向に動くなど、方向感の定まらない展開が続いている。

一方、対ユーロでは、ギリシャなどの財政悪化によって統一通貨ユーロの信認が揺らいだこともあり、10年入り後はユーロ安気味の推移となっている。このギリシャ問題はまだ尾を引く可能性があり、ユーロ安が意識される場面が続くだろう。

当面は、どの先進国経済でも本格的な回復が始まっているわけではなく、物価動向も落ち着いていることから、現行の低金利政策は当面は続くと思われる。また、欧米の金融システムに対する不安も燻っていることから、円高圧力は残った

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だろう。

(2010.4.22 現在)

