

経済成長と財政再建の二兎を追う新内閣

～デフレからの早期脱却も優先度の高い政策目標へ～

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。なお、鳩山首相の辞任を受けて、6 月には菅内閣が発足し、経済成長と財政再建とを両立させるような政策運営を目指す考えを示している。しかし、実際に財政再建に向けて舵を切るには、民間需要に自律的な動きが始まったかどうかを十分見極める必要がある。

一方、物価に関しては引き続き下落状態が続いている。日本銀行はこれまでも金融緩和措置を実施してきたが、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分である。引き続き一段の緩和措置が求められる場面があるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2010年			2011年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.097	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.384	0.35 ~ 0.40	0.35 ~ 0.40	0.35 ~ 0.40	0.35 ~ 0.40
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 (%)	1.165	1.10 ~ 1.55	1.15 ~ 1.55	1.20 ~ 1.60	1.25 ~ 1.65
	5年債 (%)	0.385	0.30 ~ 0.50	0.35 ~ 0.55	0.40 ~ 0.60	0.45 ~ 0.65
為替レート	対ドル (円/ドル)	90.5	85 ~ 98	87 ~ 100	90 ~ 102	92 ~ 105
	対ユーロ (円/ユーロ)	111.2	100 ~ 125	105 ~ 130	110 ~ 135	115 ~ 140
日経平均株価 (円)		9,923	10,750 ± 1,000	11,500 ± 1,000	12,000 ± 1,000	12,500 ± 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) 無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年6月23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

09年夏の総選挙での民主党圧勝を受けて誕生した鳩山内閣であるが、支持率低迷に直面した鳩山首相が突然辞任を表明し、僅か8ヵ月の短命政権に終わった。その後継として菅内閣が6月8日に発足したが、所信表明演説において菅首相は「強い経済、強い財政、強い社会保障を一体的に実現していく」との目標を掲げた。政府は18日には新成長戦略を、22日には11～13年度予算の骨格を示す「中

期財政フレーム」と中長期的な財政規律のあり方を示す「財政運営戦略」からなる財政健全化計画を閣議決定したが、今後はそれらに沿って経済成長と財政再建との両立を図っていくことになる。

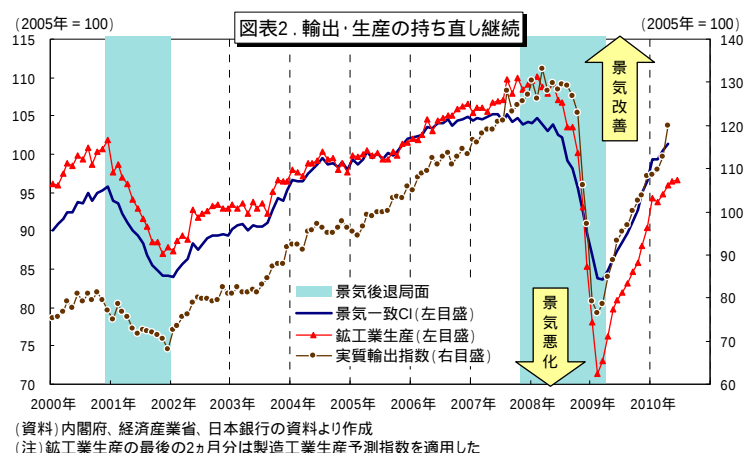
とはいえ、主要各国を見わたしても、景気が持ち直し局面にあるといっても、危機対応の政策効果による下支えがあってこそで、民間最終需要の自律的回復が始まったかどうかは微妙な段階である。そのような状況下で財政再建に向けて舵

を切ることはやや危険な面もある。実際の政策運営については十分慎重に見極める必要があるだろう。

さて、わが国経済は、輸出・生産が牽引する格好で景気持ち直し局面が続いている。耐久消費財に対する購入支援策の効果は息切れしつつあるが、残業増に伴う賃金増もあって民間消費も底堅い推移を続けている。また、出遅れ感のあった雇用・企業設備投資も持ち直しの動きが見られる。6月10日に発表された1～3月期のGDP第2次速報（2次QE）では、実質経済成長率は前期比1.2%（同年率5.0%）と僅かながらも上方修正され、景気持ち直しが順調であることを示す内容となった。当総研では2次QE発表を受けて、経済見通しの改訂を行ったが、過去の実績値の修正がほとんどなかったこともあり、景気シナリオ・主要予測値とも前回予測（5月発表）を踏襲した。

当面の景気動向としては、耐久財への消費刺激策による効果の息切れや円高の進行、さらには欧州・中国といった海外経済の不透明感の強まりなどもあり、10年度上期は景気回復テンポがやや鈍化するのでは避けられないと見る。しかし、10年度下期以降は、子ども手当支給や賃金・賞与の回復といった所得環境の改善、米国経済の成長力が徐々に強まることなどをを受けて、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『2010～11年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』を参照のこと）。

一方、物価については、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、国内の需給環境は依然として需要不足状態が続いているため、川下分野では下落傾向が残っている。

代表的な物価指標である消費者物価（全国4月、生鮮食品を除く総合）は高校授業料の実質無償化の影響もあり、前年比▲1.5%と、下落幅が再び拡大した。今後、2%台の経済成長率を続けたとしても、デフレギャップを解消させるのには3年程度かかると思われ、デフレ脱却をまだ見通せる状況にはない。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、4月30日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、成長基盤強化を支援するための新たな資金供給の枠組みについて検討を行うことを発表していたが、6月14～15日の決定会合後にはその詳細が発表された。具体的には、研究開発や環境・エネルギー事業、医療・介護、健康関連事業など18分野への融資が対象、担保は共通担保、総額は3兆円、期間は最長4年間、貸付時の政策金利誘導目標での貸し付け、などというスキームとなっている。しかし、民間金融機関は独自に将来性のある融資先開拓を行っているが、日銀がそれを支援しなくてはならないような障

害があるといった話は聞かれない。結局のところ、この政策は金融機関に対する補助金政策といえるが、日銀としては銀行間市場に滞留する潤沢な資金を、将来有望な業種・企業などへ積極的に貸し出されることによって、緩和効果を強めたいとの思いからのものであろう。しかし、日銀の思惑通りに行くかは不透明である。

一方、日銀の景気認識としては、現状は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を辿るとの見方が大勢である。全国消費者物価(同上)も11年度中には上昇には転じるとの見方を変えていない。このような見方を考慮すれば、金融政策はいずれ引締め方向へ修正されとの思惑を呼んでも不思議ではないが、菅内閣にとっても優先度の高いデフレ脱却を早期に実現するためには追加緩和策が今後とも求められ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)が柱になると思われるが、国債買入れ額(現行1.8兆円/月)の総額も検討の余地はあると思われる。この件についての障害となっているのが、政府の財政規律の厳格さや日銀券ルールであるが、政府が6月22日に決定した財政健全化計画について、日銀として財政規律が確保できたと判断

できるのであれば、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

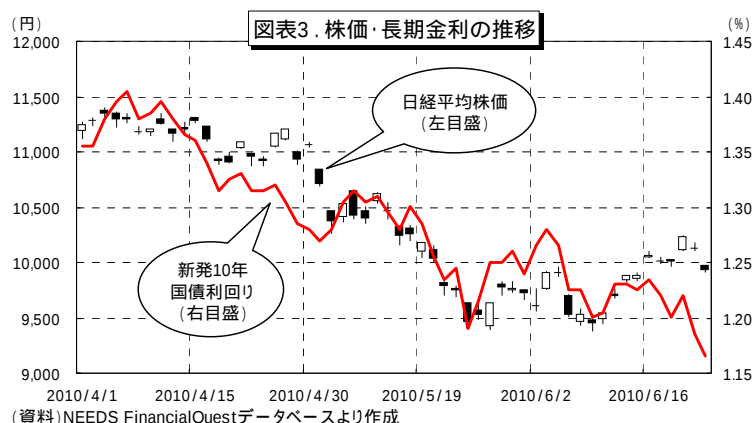
国内を見わたすと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しいが、金融システムそのものは概ね安定している。一方、海外では、米国では高水準での銀行倒産が続いているほか、欧州ではギリシャを筆頭にユーロ圏諸国の財政破綻リスクや銀行の貸し渋り懸念などが広まるなど、依然として金融システムには不安定さが残ったままである。

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。

債券市場

例年4~6月にかけて長期金利(新発10年物国債利回り)は上昇する動きが見られるが、今年度に関してはそれとは違った動きが見られた。3月下旬から4月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利は1.4%台に上昇する場面もあったが、4月中旬以降は再び1.3%台に低下、5月中旬以降は欧州債務危機への懸念が広がり、1.2%割れが常態化するなど、長期金利への低下圧力は強い。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍く、物価も当面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、今後とも長期金利は低位水準で推移する可能性は強い。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おく必要がある。

株式市場

新年度入り後の日経平均株価は、米経済指標の回復などを背景に1万1千円台での推移が続けたが、4月後半にかけて相場の過熱感も意識され、調整局面入りし、その後も欧州債務危機に対する懸念が強まるにつれて、下げ足を早め1万円台を割り、さらには5月下旬には09年12月上旬以来の水準となる9,500円割れとなった。しかし、6月中旬には世界景気に対する先行き懸念が後退したことを受けて、ようやく1万円台を回復した。

今しばらくは、欧州債務危機など海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られるほか、国内の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も意識され、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況と思われる。しかし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くとの想定の下、10年下期以降、米国など世界経済全体が回復基調を強める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ると予想する。

外国為替市場

春先の対ドルレートは、米国経済に対する先行き期待や米FRBによる早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、95円近くまで円安が進んだ。しかし、

その後は欧州債務危機に対する警戒感が浮上し、投資家のリスク回避的な行動が強まったことから、消去法的な円買い圧力が高まった。また、対ユーロレートはギリシャの財政破綻懸念によって共通通貨ユーロに対する信認が揺らいでいることから、ユーロ安が急速に進んだ。ギリシャなどの財政健全化には時間がかかることから、ユーロ安が意識される場面がしばらく続くと思われる。

先行きについては、先進国における現行の低金利政策はしばらく続くと思われるほか、欧米の金融システムに対する不安も燦々していることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、もう少し長い視点で見れば、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用時期は日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11年以降、他主要国が金融政策の転換に動き出せば、円安方向への動きが始まると予想する。

なお、19日に中国人民銀行は「人民元の為替制度改革を一步進め、柔軟性をさらに高める」との声明を発表、約2年間続けた1ドル=6.83元前後からの変動を容認する意向を示した。この決定が円の為替レートにどのような影響を与えるのか注視する必要がある。(2010.6.23現在)

