

情勢判断

国内経済金融

迅速な円高対策を催促し続ける金融市場

～ 強まる年度下期の景気失速懸念 ～

南 武志

要旨

わが国経済は持ち直し基調を続けてきたが、ここに来て海外経済の先行き不透明感が強まっていることや、耐久財などへの購入支援策の効果が一巡したことなどによって、回復テンポが鈍化し始めている。家計の所得環境に薄日が差し始めてきたこともあり、景気が再び悪化するとは見ていないが、年度下期にかけて景気が足踏みする可能性は高いだろう。また、物価に関しては、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、引き続き下落が続いており、デフレ脱却時期は見通せる状況にはない。

また、欧米での経済・金融面の不安定さにより、円高が進行しており、株安・金利低下傾向を強めている。まさに、金融市場は一段の金融緩和策などの対策を催促しているが、政府・日本銀行は実効性のある円高対抗策を打てずにいる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2010年			2011年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.095	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.367	0.30 ~ 0.38	0.30 ~ 0.38	0.30 ~ 0.38	0.30 ~ 0.38
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 (%)	0.910	0.85 ~ 1.15	0.90 ~ 1.30	0.90 ~ 1.40	0.95 ~ 1.45
	5年債 (%)	0.250	0.20 ~ 0.32	0.25 ~ 0.40	0.30 ~ 0.45	0.35 ~ 0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	84.6	78 ~ 90	78 ~ 93	80 ~ 95	80 ~ 95
	対ユーロ (円/ユーロ)	107.3	100 ~ 115	100 ~ 120	105 ~ 130	110 ~ 135
日経平均株価 (円)		8,845	9,000 ± 750	9,500 ± 1,000	9,750 ± 1,000	10,250 ± 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8月25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 年春に底入れしたわが国経済は、その後も輸出・生産が牽引する格好で持ち直しを続けてきたが、ここに来て自動車販売台数の頭打ちなど、これまで打たれてきた景気刺激策の効果一巡や中国向け輸出の頭打ちなどが散見され始めるなど、回復テンポの鈍化が懸念されてきた。実際、8月16日に公表された4～6月期のGDP第一次速報では、民間消費の失速などを主因に実質経済成長率が前期比

0.1% (同年率 0.4%) と大幅に減速するなど、前述したような景気踊り場入りの可能性を示す数字となった。

なお、当総研ではこのGDP公表を受けて、経済見通しの改訂を行ったが、足元は猛暑効果やエコカー購入補助金の期限切れ(9月末まで)を前にした駆け込み需要などが民間消費を押し上げたと見られるが、その効果は一時的かつ限定的であり、海外経済の不透明感の強まりなどから年度下期にかけて景気回復テンポが

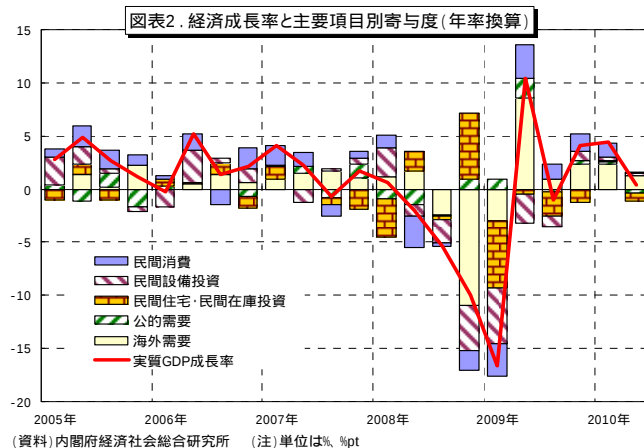
鈍化するのとは避けられないだろう。ただし、子ども手当支給や賃金・賞与の回復といった所得環境の改善などによる景気下支え効果も期待されることから、現時点で再び景気が悪化する可能性は低いと思われる。(詳細は後掲レポート「2010～11年度改訂経済見通し」を参照のこと)。

なお、政府は根強い円高圧力や景気失速懸念に対応するため、追加経済対策の検討に入っている。年末に期限を迎える家電エコポイント制の延長などが盛り込まれると報じられているが、すでに耐久財消費への押上げ効果は乏しいことから、景気刺激効果はあまり期待できないだろう。

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ものの、国内の需給環境は依然として需要不足状態が続いており、川下分野では下落傾向が残っているため、代表的な物価指標である消費者物価(生鮮食品を除く総合)では前年比▲1%前後での下落が続いている。足許5%弱ほど需要不足方向に乖離したGDPギャップが解消するには最低でもあと3年程度はかかると思われ、デフレ脱却にはまだ相当に時間を要するだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行としての経済・物価見通しである「展望レポート」およびその中間評価(7月)などによれば、景気の現状としては、現状は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向をたどるとの見方となっている。なお、景気・物価の先行きに対する上振れ・下振れのリスクバランスに関しては、円高進行への懸念が広がっ



た8月の決定会合後の会見においても、概ねバランスしているとの認識を大きく変える必要はない、との見解を示すなど、楽観的な姿勢を明確にした。さらに、物価見通しについては全国消費者物価(同上)が11年度内に上昇に転じるとの見方を踏襲するなど、マクロ的な需給バランス(GDPギャップの動きなど)からは違和感のあるものとなっている。この見方が現実のものとなるには、世界経済の回復テンポが減速せずに加速し、資源価格が持続的に上昇すると同時に、国内の賃金上昇圧力が高まる必要があるが、現時点ではその可能性は極めて低いと見る。

なお、上述したような日銀の経済・物価見通しを踏まえれば、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、実際にはデフレ脱却の早期実現を促し、かつ円高進行を食い止めるためにも、実効性の高い追加緩和策を求める意見が日増しに強まっている。

「失われた30年」を回避する上でも、日銀は本腰を入れて政策発動に乗り出すべきであろう。なお、「次の一手」としては、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの拡充(供給量拡大や期間延長)が柱になる可能性が高いが、すで

にターム物金利は大きく低下するなど、短期資金供給オペによる資金供給に限界も出始めている。そのため、より長期の資金供給につながる国債買入れ額（現行 1.8 兆円/月）の増額は十分検討の余地があると思われる。また、場合によってはゼロ金利政策（補完当座預金制度による超過準備への付利の廃止も含む）の採用もありうるだろう。こうした追加緩和策に関して障害となっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀内の内規である銀行券ルールであるが、政府が 6 月に策定した「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」を信頼するに値すると、日銀が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る。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内の金融システムはおおむね安定しているが、海外に目を転じると、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。こうした状況により、世界的に「質への逃避」的な行動が強まり、円や日本市場が資金の一時的な逃避先となる状況のほか、金融市場は 7 月下旬以降「円高・株安・金利低下」という様相が強まっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

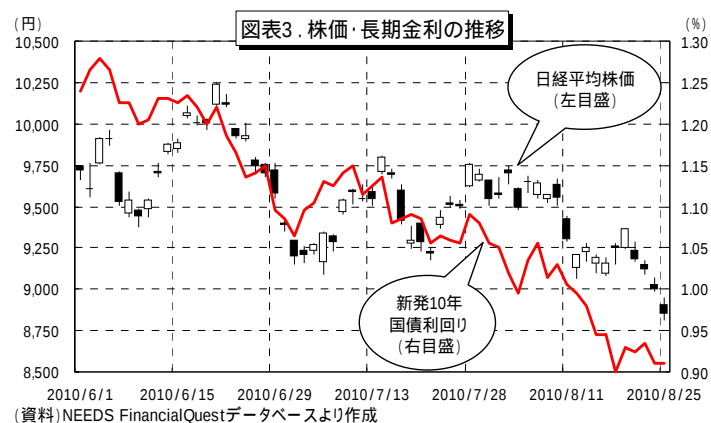
春先には 1.4% 台であった長期金利（新発 10 年物国債利

回り）は、4 月中旬以降は緩やかな低下傾向を辿っている。わが国の財政状況は厳しいものの、世界的な経済・金融情勢の不透明感の高まったことにより、世界的に投資家の「質への逃避」的な行動が強まっていることもあるが、運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入スタンスもそれを後押ししている。この結果、6 月中旬には 1.2% 割れ、7 月中旬は 1.1% 割れ、そして 8 月中旬以降は 1.0% 割れが常態化するなど、金利低下圧力が強い状態が続いている。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍いままで、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高まっていることなどもあり、今後とも長期金利は低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は依然として根強いことから、神経質に金利が大きく変動する場面も十分想定しておくべきであろう。

株式市場

新年度入り直後は米経済指標の堅調さなどを背景に 11,000 円台での推移を続けた日経平均株価であるが、4 月後半に



かけて相場の過熱感も意識され、調整局面入りした。さらに欧州債務危機に対する懸念が強まると 10,000 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。6 月下旬には一旦 1 万円台を回復したものの、その後は再び世界経済の先行き悲観論が強まる中、株価の上値は重く、24 日の終値では 9,000 円を割り込むなど、軟調な展開が続いている。

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、11 年度以降は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

春先には対ドルで 95 円近くまで円安が進んだ為替レートは、その後、欧州債務危機に対する警戒感や米国経済に対す

る過剰な期待感の剥落などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。対ユーロレートはギリシャなど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だことから、ユーロ安が急速に進んだ。その後、ストレステストの結果発表を受けて、下げ止まりの様相を示したものの、ここに来てアイルランドの財政悪化への注目度が高まるなど、依然としてユーロは不安定な動きを続けている。ユーロ圏諸国は、ユーロへの信認回復に向けて、財政再建に向けた動きを開始しようとしているが、財政赤字の削減には時間を要するほか、現段階での財政再建策が一時的に景気悪化につながるリスクもあり、当面はユーロ安が意識される場面が続くと見られる。また、米国経済の景気減速やデフレに対する懸念の強まりにより、米 FRB が追加緩和措置を講じるとの思惑が浮上し、8 月にかけてドル安傾向が強まっており、一時 1 ドル = 83 円台と約 15 年ぶりの水準まで、円高が進行している。

先行きについても、欧米の金融システムに対する不安も依然として燻っているほか、米 FRB の追加緩和期待が残ることから、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 年後半以降にも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再開すると予想する。 (2010.8.25 現在)

