

情勢判断

国内経済金融

意識され始めた景気後退リスク

～ 通貨安競争の自制を求めた G20 後も円高圧力は解消せず ～

南 武志

要旨

世界経済の回復テンポの鈍化や、これまで打たれてきた耐久財への消費刺激策の効果の一巡、さらには 15 年ぶりの水準まで進行した円高などにより、国内景気は足踏みし始めた。仮に、今後景気が失速したとしても、新興国経済の底堅さや様々な政策支援が行われていることもあり、大きく落ち込むことはないだろうが、12 年度初頭にかけて厳しい景気情勢が続くだろう。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、下落状態が続いているが、デフレ脱却時期を見通せる状況にはない。

なお、日銀は政策金利のゼロ容認ややや長めの時間軸設定、リスク性の高い金融商品も対象とした資産買入基金の創設からなる「包括緩和」の導入を決定した。今後、これらの効果が浸透すれば、長期金利の一層の低下につながる可能性があるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2010年		2011年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.094	0.0 ~ 0.1	0.0 ~ 0.1	0.0 ~ 0.1	0.0 ~ 0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.338	0.30 ~ 0.35	0.30 ~ 0.35	0.30 ~ 0.35	0.30 ~ 0.35	
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 (%)	0.895	0.70 ~ 1.05	0.70 ~ 1.05	0.80 ~ 1.20	0.85 ~ 1.25
	5年債 (%)	0.290	0.20 ~ 0.35	0.20 ~ 0.35	0.25 ~ 0.40	0.30 ~ 0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.5	78 ~ 88	80 ~ 92	80 ~ 92	82 ~ 95
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.0	100 ~ 120	100 ~ 125	105 ~ 130	110 ~ 135
日経平均株価 (円)	9,401	9,500 ± 1,000	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10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

わが国経済は 2009 年春以降、輸出・生産が牽引する格好で持ち直しを続けてきたが、エコカー・家電に対する消費支援策の効果一巡、米国・中国など世界経済の拡大スピードの減速、さらには急激な円高進行などによって、夏場以降、景気のスローダウンが意識され始めた。

代表的な景気指標である鉱工業生産は 5 月をピークに低下気味となっているほか、輸出数量も頭打ち状態となっている。

一方、猛暑による季節商品への押し上げ効果に加え、エコカー購入補助金制度の期限切れを前にした駆け込み需要による自動車販売の好調さも手伝って、夏場の消費関連指標はかなり堅調に推移した。しかし、9 月分には早くもそれらの反動減も出ており、消費が景気全般を牽引する姿は想定しづらい。

また、9 月 29 日には公表された日銀短観(9 月調査)によれば、足元までの景況感は引き続き改善したものの、先行き

については軒並み悪化となるなど、企業サイドも先行きの景気について厳しい見方をしていることが見て取れる。

こうした経済指標の動きなどを踏まえて、政府は19日に公表した10月の月例経済報告において、景気の基調判断を「足踏み状態」へ、1年8ヶ月ぶりの下方修正を行った。実際のところ、年度下期にかけては景気停滞感が強まるものと思われる、それは「踊り場」というよりは「マイルドな景気後退」といった表現に近いものとなる可能性が徐々に高まっている。とはいえ、新興国経済の底堅さや国内で様々な景気刺激策が実施されていることもあり、仮に景気全体が悪化に転じたとしても大きな調整は伴うことはないだろう。いずれにせよ、これまでの想定よりは景気的情勢や展望が厳しさを増していることは確かである。

一方、物価については、前年比下落状態が続いており、上昇に転じる時期を見通せる状況にはない。資源・エネルギー関連といった川上分野での価格上昇圧力がだいぶ緩和してきたほか、国内の需給環境としても需要不足状態が大きく残っていることから、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

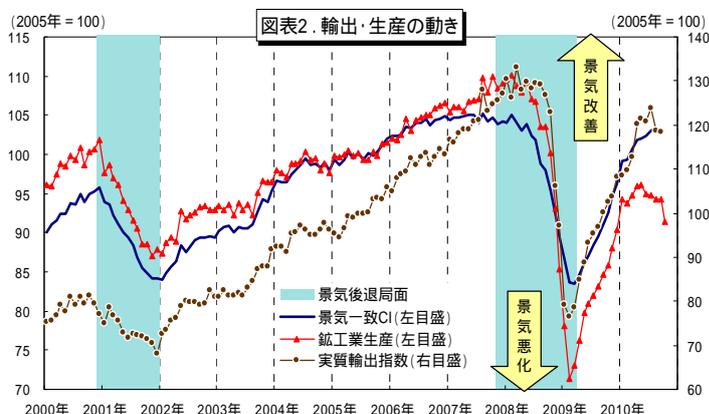
は前年比1%前後での下落が続いている。足許4%半ば（内閣府推計）とされるGDPギャップが解消するには最低でも3年程度はかかると思われ、デフレからの完全脱却にはまだ相当程度の時間がかかると思われる。

金融政策の動向・見通し

円高・デフレの進行、さらには国内景気の失速懸念も加わって、日本銀行に対して追加金融緩和と圧力が強まっていた。日本銀行は10月4～5日に開催した金融政策決定会合において、政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導目標の変更（0.0～0.1%）、時間軸の設定（「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続）、5兆円規模の資産買入基金の創設、といった思い切った追加緩和策（日銀は「包括緩和」と命名）を決定した。

8月後半に政府が追加経済対策を取りまとめるのにあわせて、固定金利オペの拡充（新たに期間6ヶ月物を約10兆円導入）を決定し、さらに9月中旬に6年半ぶりに実施した為替介入（円売りドル買い）に際しては、それに伴う介入資金を

とりあえず市場に放置する（＝非不胎化）方針を示すなど、日銀は緩和努力を続けてきたものの、なかなか円高進行を食い止めることはできなかった。そのため、今回の措置は市場の事前予想を上回る緩和姿勢を示し、何らかのインパクトを与えようとしたが、現在までのところ、為替レートや金利水準などに対する金



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成
(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用した

融緩和効果は十分には浸透していないと思われる。

改めて今回の包括緩和策を見ていくと、

政策金利の変更に関しては、補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を 0.1% に据え置いたことから、無担保コールレート（翌日物）は 0.09% 前後での推移となっており、低下幅は限定的であった。一方、これまで利上げのための条件は、消費者物価前年比の「定常的なプラス」と見る向きが多かったが、今回「1% 前後」まで引き上げられた可能性が高い。つまり、かなり長めの時間軸が設定された可能性が高く、今後、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの低下を通じて、イールドカーブ全体を押し下げることが期待できる。また、約 5 兆円の資産買入基金を導入し、国債にとどまらず、社債や ETF、J-REIT まで購入対象としたことで、単に資金を供給するだけにとどまらず、中央銀行が信用リスクを積極的にとることで、民間セクターの物価予想などの形成に何らかの変化をもたらそうという意志も感じとることができる内容であった。

とはいえ、前述の通り、年度後半にかけて景気の失速懸念が強まる可能性を考慮すれば、今後とも日銀は追加緩和策を検討・実施していくものと予想する。白川総裁自ら、日銀の「次の一手」として

今回導入された資産買入基金の拡充を指摘していることもあり、これが柱になる可能性が高いだろう。

市場動向: 現状・見通し・注目点

世界的に「質への逃避」的な行動が強まるなか、円や日本市場が資金の一時的な逃避先となる状況が続き、金融市場では「円高・株安・金利低下」という様相が強まった。これに対し、日銀は 8、10 月と金融緩和措置を講じたほか、政府は 9 月には為替介入に踏み切った。

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見たい。

債券市場

新年度入り後、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は緩やかな低下傾向を辿ってきた。わが国の財政状況は見方によってはギリシャなどよりも厳しいといえるが、世界的に経済・金融情勢の不透明感が高まったことにより、投資家の「質への逃避」的な行動が強まっていることに加え、貸出が伸び悩むなど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金利低下を後押ししてきた。8 月下旬から 9 月上旬にかけて、民主党代表選に伴う財政赤字拡大懸念から長期金利は一時的に 1.2% 弱まで上昇する場面もあったが、結局は財政健全化を志向する

菅首相の圧勝に終わったことや、9 月の米 FOMC 後に円高圧力が再び高まったこともあり、長期金利も再度低下傾向を強めた。さらに、日銀の包括緩和策導入後には長期金利は 0.8% 台まで低下した。

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、今後とも一段の金融緩和策が講じられる可能性があることなどから、長期金利は一段と低下する可能性は強い。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く、神経質に金利が変動する場面は十分想定しておくべきだろう。

株式市場

5月以降は弱含みでの推移を続けてきた日経平均株価であるが、夏場にかけては世界的な景気減速懸念の強まりやそれに伴う円高進行によって一時9,000円を割り込むなど、一段の下げ基調となった。その後は、日銀による追加金融緩和の発表や小沢前幹事長の民主党代表選出馬などを材料に持ち直す場面もあったが、基本的には9,000円台半ばでのみ合いが続いている。

今しばらくは、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、株価の上値が重い展開が続くものと思われる。

外国為替市場

夏場にかけて、一部欧州諸国の財政危機への警戒感、米国経済の減速懸念やそれに伴う追加金融観測などから、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。このうち対ドルレートは9月中旬に一時1ドル=82円台と約15年ぶりの水準まで円高が進行したことから、政府は9月15日には約15年

ぶりの円売り介入に踏み切り、日銀も介入資金を含めた潤沢な資金供給努力を行うと表明した。介入後、一時的に円高圧力は弱まったが、その効果は長続きせず、10月中旬から下旬にかけては80円台まで円高が進行している。

野田財務相は必要であれば為替介入する方針を表明し続けているが、G7やG20といった国際会議を前に、人為的な為替操作に対する批判が高まったこともあってか、なかなか2回目の為替介入に踏み切ることができなかった。実際、22～23日に開催されたG20財務相・中央銀行総裁会合では、通貨安競争の自制を求める旨がコミュニケ（共同宣言）に盛り込まれ、経常収支黒字国である日本が為替介入を行うことを困難化させたと見る向きも少なくない。

先行きは、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているほか、米FRBが近々大幅な追加緩和策を講じるとの予想が強まっていることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、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が高く、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始まると予想する。（2010.10.25現在）

