情勢判断

国内経済金融

年度下期はマイナス成長に陥る可能性も

～「円高・株安・長期金利低下」基調はひとまず一服～

南　武志

要旨

世界経済の回復テンポの鈍化や、耐久消費財の刺激策購入支援策の効果一巡や反動減、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ている。大幅な金融緩和措置や新興国経済の底堅さなどもあり、景気の水準自体は大きく落ち込むことはないだろうが、10 年度下期にかけてマイナス成長に陥るなど、軽い調整局面を通過するとみられる。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、下落状態が続いており、デフレ脱却時期を見通せる状況にはない。

なお、内外の金融市場では、米国の大幅な金融緩和策（QE2）発表後、一部の米国経済指標の持ち直しもあり、円高・株安・長期金利低下には一応の歯止めがかかった。とはいえ、欧米金融システムの不安定さが残る中、円高圧力はなかなか解消しないだろう。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2010年 11月（実績）	2010年 12月（予想）	2011年 3月（予想）	2011年 6月（予想）	2011年 9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.089	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.335	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 (%)	1.125	0.85～1.20	0.80～1.15	0.80～1.20	0.85～1.25
	5年債 (%)	0.420	0.30～0.48	0.25～0.43	0.25～0.45	0.30～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.4	78～88	80～92	80～92	82～95
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	114.6	100～120	100～125	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	10,115	10,000±1,000	10,000±1,000	10,250±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11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

2009 年春以降、景気の持ち直しを続けてきたわが国経済であるが、夏場にかけて、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、足踏みが意識されるようになってきた。

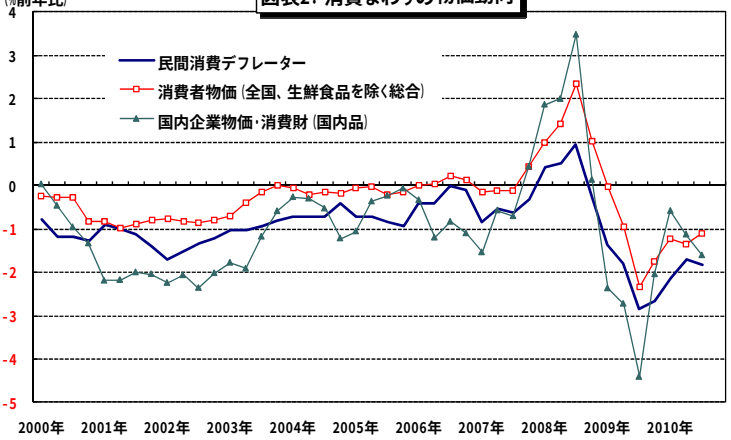
一方、11 月 15 日に発表された 7～9 月期の GDP 第一次速報によると、経済成長率は前期比 0.9%（同年率 3.9%）と、巡航速度（　潜在成長力）を上回る、高めの伸び率を達成した。内容的に、これまで景気を牽引してきた輸出の減速感が明確になる半面、猛暑による季節商品の販売好調やエコカー購入補助金制度の期限切れやたばこ税率引上げを前にした駆込み需要などで民間消費は同 1.1%と高い伸びを確保。そのほか、民間住宅投資、民間企業設備投資も同プラスで推移するなど、表面的には民間最終需要の回復（前期比 1.1%、前期比成長率への寄与度

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

0.8%pt）が目立った。

とはいえ、9月分以降の消費関連指標には自動車販売が不振に陥ったことが判明するなど、反動減も出てきている。生産面においても、自動車製造業の他業種へ高い生産波及効果による悪影響が当面続くことが懸念されている。海外経済の回復テンポの鈍化と合わせ、年度下期にかけて景気が軽い調整局面入りする可能性が高まっているといえるだろう（2010～12年度の経済見通しについては、本誌の該当レポートを参照のこと）。

図表2. 消費まわりの物価動向



（資料）内閣府、総務省、日本銀行

一方、物価については、代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）が前年比▲1%前後の下落が続くなど、なかなかデフレから脱却できる展望が描けずにいる。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が背景にある。なお、10月以降は食料品値上げやたばこ税増税によって物価下落率が縮小する場面もあるものの、11年度内に物価上昇率がプラスに転換するのは困難と思われる。

金融政策の動向・見通し

脱却がなかなか見通すことができないデフレ、持続的な円高圧力、さらには夏場にかけて浮上してきた景気失速懸念も加わり、日本銀行に対して追加的な金融緩和措置を求める意見が強まっていた。これに対し、日銀は8月30日には臨時金融政策決定会合を開催し、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）を決定したほか、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、その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、一定の緩和努力を続けてきた。さらに、10月4～5日の金融政策決定会合では、①政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導目標の変更（0～0.1%）、②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）、③5兆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を決定、日銀は「包括緩和」と命名した。

包括緩和策の中身を見ていくと、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%に据え置いたこともあり、導入後1ヶ月が経過しても政策金利は0.09%前後での推移を続けるなど、低下幅は限定的である。一方、利上げのための条件が厳しいものとなったことで、かなり長めの時間軸が設定された可能性が高く、今後の景気・物価情勢の展開によっては、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

体が一段と低下する可能性があるといえるだろう。

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。その場合には、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

夏場にかけて世界的に「質への逃避」的な行動が強まり、日本円や国内金融市場が資金の一時的な逃避先となる状況が続き、「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。しかし、その後も米国での追加金融緩和期待を背景に、円高圧力は解消せずにいた。

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。

①債券市場

長期金利（新発 10 年物国債利回り）は新年度入り直後から緩やかな低下傾向を辿った。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ものの、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た。

一方、8 月下旬から 9 月上旬にかけて、民主党代表選に伴い財政赤字拡大懸念が再び意識されたことで、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。なお、最近では、円高圧力の緩和や米国における第三弾の金融緩和措置（QE3）の可能性が遠のいたとの見方が強まったこともあり、長期金利は上昇に転じ、1.1%前後での展開となっている。

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、日銀がさらに金融緩和措置を講じる可能性があることなどを踏まえれば、長期金利は再低下する可能性は強いだろう。もちろん、日本国債（JGB）格下げの可能性も含めて、世界的に財政危機に対する警戒感は依然として根強いことから、折に触れて神経質に金利が変動する場面は十分想定しておく必要があるだろう。

②株式市場

日経平均株価は 5 月以降、弱含みでの

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

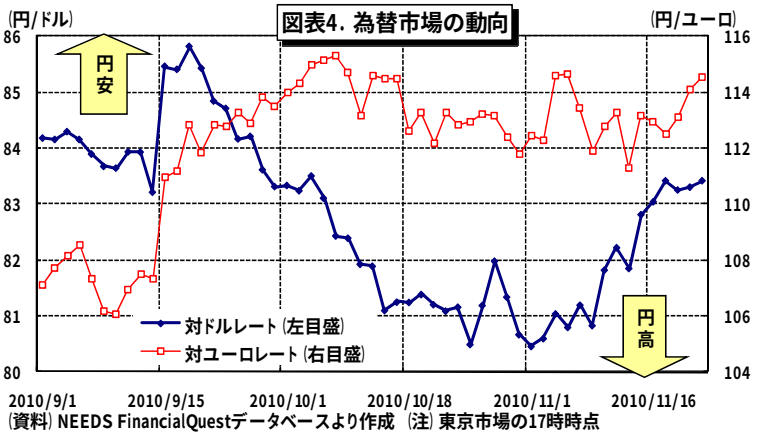
推移が続いた。特に、夏場にかけては世界的な景気減速懸念の強まりやそれに伴う円高進行によって一時 9,000 円を割り込むなど、一段の下げ基調となった。その後は、日銀による追加金融緩和の発表や小沢前幹事長の民主党代表選出馬などを材料に持ち直す場面もあったが、基本的には 9,000 円台でのもみ合いが続いた。一方、11 月中旬にかけては、米国での金融緩和措置（QE2）や同じく米国の経済指標の好転などから持ち直しの動きも散見され始め、ようやく 1 万円の大台を回復した。

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。

③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 5 年半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。なお、11 月 2～3 日の米 FOMC において米国版の量的緩和第二弾（QE2）の決定後は、当面の材料出尽くし感やさらなる緩和措置（QE3）の可能性は薄いとの見方も浮上したことから、円高進行に一服感も見られている。

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、11 月 11～12 日に韓国ソウルにて開催された主要 20 ヶ国・地域首脳会合（G20 サミット）では、通貨安競争の回避と各国の経常収支不均衡を是正するための参考指針の策定目標（11 年前半まで）を盛り込んだ首脳宣言を採択したが、経常収支黒字国である日本が自国通貨安につながるとして国際的な批判を浴びかねない為替介入を行うことは事実上困難となったと見る向きも少なくない。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）東京市場の17時時点

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 による大幅な追加緩和措置（QE2）の効果が今後浸透する可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が根強く残ったままでの展開が続くだろう。

（2010.11.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます