

情勢判断

国内経済金融

景気足踏みで厳しくなる 2011 年度内のデフレ脱却

～ 年度末に向けて長期金利が再低下する可能性も ～

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、10 年夏以降、国内景気は足踏みし始めた。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、11 年半ばまで景気は停滞気味の推移となるだろう。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、下落状態が続いており、11 年度内にデフレ脱却が実現することは困難とみられる。

内外の金融市場では、米国の大幅な金融緩和策 (QE2) 発表後、それまでとは一転し、「円安・株高・長期金利上昇」といった傾向が強まった。しかし、内外経済の本格回復までの道のりは遠く、年度末にかけて長期金利は再度低下す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			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12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 (%)	1.180	0.85～1.30	0.90～1.35	0.90～1.35	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.470	0.25～0.60	0.30～0.65	0.30～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.9	80～88	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	110.4	100～125	100～125	105～130	110～135
日経平均株価 (円)	(円)	10,216	10,250±1,000	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±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12月20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、中国を筆頭とするアジア新興国向けの輸出やエコカーやエコ家電を対象とした耐久財への購入支援策を背景とした民間消費に牽引される格好で、国内景気は持ち直し基調を続けてきた。しかし、10 年夏場にかけて、海外経済の成長減速懸念や急激な円高進行、さらにはエコカー購入補助金制度終了を見据えた自動車メーカーの減産強化などを背景に、景気回復にはブレーキがかかった。

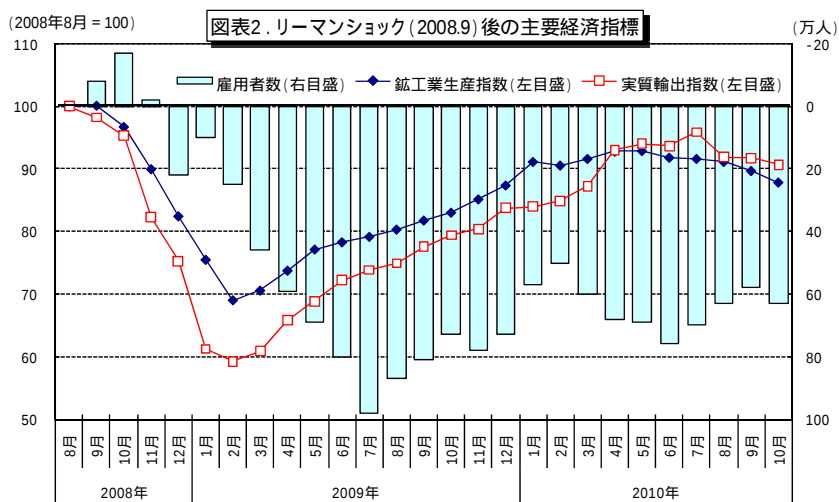
鉱工業生産は 5 月を直近ピークに 5 ヶ月連続で低下、すでに 5% 超の調整を余儀なくされている。また、実質輸出も 7 月をピークに頭打ち状態にある。なお、7～9 月期の実質 GDP は前期比年率 4.5% となるなど先進国内で最も高い経済成長を達成したことになったとはいえ、同じく 7～9 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベース（除く金融業・保険業）の売上高は 5 四半期ぶりの前期比マイナス、経常利益は同横ばいと、企業

収益の改善に歯止めがかかった状況となっている。さらに、日銀短観 12 月調査では、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI が 7 期ぶりに悪化するなど、景気足踏みを改めて確認させられる内容であった。

2011 年の日本経

済を展望してみると、目先は自動車や家電などの販売不振が続くものと思われるほか、海外経済も全般的に緩やかな回復ペースで展開すると思われる。輸出も低調さが残ると思われる。持ち直しが始まっている民間企業設備投資も当面は景気足踏みによる影響を受けるものと思われる、回復ペースの加速時期は後ズレするだろう。以上を踏まえれば、11 年半ばまでは景気は停滞気味に推移する可能性が高いと思われる。なお、購入支援策によって自動車販売が大きく盛り上がったわけではなく、調整は長引かないと見られること、年半ば以降には海外経済での回復テンポが強まってくると想定されることなどから、11 年後半以降は国内経済の再持ち直しが始まると予想する（なお、7～9 月期の 2 次 QE などの発表を踏まえた 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）。

一方、物価については、10 月のたばこ税増税や損害保険料引き上げなど主に制度変更の影響を受けて、代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比下落率は▲0%台まで縮小したが、消費関連の需給バランスが依然として崩れて



(資料)経済産業省、総務省、日本銀行の資料より農林中金総合研究所作成
(注)失業者数は08年8月からの変化幅

いることを考慮すれば、まだまだ恒常的に前年比プラスで推移する展望は描けないままである。政府・日本銀行は、11 年度内にも消費者物価上昇率がプラスに転じるとの見通しを提示しているが、景気足踏みによって需給ギャップの解消時期が後ズレしたことから、その実現はかなり厳しいと思われる。

金融政策の動向・見通し

15 年近くにわたってデフレが続いているにもかかわらず、日本銀行は「物価の安定」を強く志向する政策スタンスからは一歩引いた消極的な運営を続けてきた。しかし、デフレ克服を最重要課題と位置付ける政府が 09 年 11 月に事実上のデフレ宣言をし、11 年度内のデフレ脱却を目標として設定したのと前後して、日銀も追加の金融緩和措置を断続的に行うこととなった。

09 年 12 月以降、日銀は固定金利オペの導入や拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始、さらには 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%）、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し、5兆円規模の資産買入基金の創設、の3つからなる包括緩和策の導入に踏み切った。なお、この包括緩和策について日銀では「実質的なゼロ金利政策」と称したが、実際には補充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%に据え置いたため、無担保コールレート（翌日物）は0.09%前後で推移するなど、低下幅はわずかであった。一方、消費者物価上昇率が前年比1%近くまで上昇する確度が高まるまでにはかなりの時間が必要であることから、非常に強力な時間軸が設定された可能性がある。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、イールドカーブ全体が一段と低下する可能性があるだろう。

なお、前述の通り、11年半ばまでは景気は停滞気味に推移するとの見通しを前提にすれば、今後とも日銀は追加緩和策を検討・実施していかざるをえないだろう。実際、包括緩和策導入後、白川総裁は追加緩和措置を否定せず、かつ「次の一手」として資産買入基金の拡充を指摘しているため、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

11月上旬にかけて、米国では景気減速やデフレに対する警戒感が強まり、米FOMCにおいて大規模な金融緩和措置が採用されるとの期待が高まった。内外の金融市場はその思惑につられる格好で「円高・株安・金利低下」という流れが強まったが、実際に金融緩和措置（QE2）が発表されて以降は、それに伴う過剰流動性発生への思惑などを材料に、逆に「円安・株高・金利上昇」の様相を強めた。

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

世界的には財政悪化に対する警戒感が根強かったが、10年度入り直後からわが国の長期金利（新発10年物国債利回り）は低下傾向を辿ってきた。投資家の「質への逃避」的な行動が強まったことに加え、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。

しかし、10年度下期に入ると、米金融政策に対する思惑を前に、上期にかけて大きく残高を積み上げた国内投資家の慎重姿勢が強まった。11月上旬のQE2決定後は、長期金利の上昇傾向が明確となり、12月には一時1.3%に迫った。ちょうどQE2決定直後から、米景気の先行き回復期待が浮上し、かつQE2による過剰流動性発生に伴う株高・資源高なども長期金利上昇に寄与したものと思



われる。

とはいえ、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、さらに日銀がもう一段の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する必要がある。

株式市場

日経平均株価は、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、軟調な展開となった。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円台でのみみ合いが続いた。しかし、11月のQE2決定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が強まり、12月に入ってから1万円台前半での推移が続いている。

当面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が、国内でのデ

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ることから、しばらくは株価の上値が重い展開が続くと思われる。

外国為替市場

11月上旬にかけて、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。対ドルレートについては、9月15日の約5年半ぶりとなる円売り介入後も継続的に円高が進行したものの、11月2～3日の米FOMCでのQE2決定後は円高圧力が緩和、11月中旬以降は1ドル＝83～85円のレンジ内でのみみ合いが続いている。

一方、対ユーロレートについては、10月以降、1ユーロ＝110円台前半での展開となっているが、ギリシャに続き、アイルランドでも財政破綻リスクが顕在化したほか、スペイン・ポルトガルなど周辺国への波及も懸念されているため、徐々に円が強含む展開となりつつある。

先行きは、欧米の金融システムに対する不安がまだ燦々しているほか、時間経過とともに米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。一方、年半ば以降、海外経済の持ち直し傾向が再び強まれば、逆に円安気味に推移し始めるものと予想する。

（2010.12.20現在）

