

情勢判断

国内経済金融

台頭の恐れが再浮上してきたデフレ

～ 日本銀行は 09 年 1～3 月にも追加利下げへ～

南 武志

要旨

リーマン・ショックを契機に勃発した世界的な金融危機は、主要国政府による手厚い金融安定化策や国際協調利下げなどによって、最悪の事態は回避された模様。しかし、先進国経済の悪化が中国など新興国経済に飛び火するなど、まさに世界同時不況の様相となっており、日本経済においてもこれまで景気牽引役を担ってきた輸出の大幅減が懸念される事態となっている。国内景気は 09 年度いっぱい悪化を続けるだろう。こうした需要減退に資源価格下落が加わり、09 年度は再びデフレに突入することも予想される。

また、日本銀行は 10 月に追随利下げに踏み切ったが、先行き国内景気が一層悪化し、デフレに陥る可能性が高く、さらに内外金利差縮小による円高進行が景気下振れリスクを高めることを考慮すれば、日銀は 09 年の年明け後にも再利下げに踏み切ると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年		2009年			
	11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 (%)	0.305	0.30	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.836	0.75～0.85	0.55～0.70	0.55～0.70	0.55～0.70	
短期プライムレート (%)	1.675	1.675	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.400	1.25～1.60	1.25～1.65	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.855	0.80～1.00	0.60～0.90	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	95.0	80～105	80～105	85～110	90～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	119.1	100～130	100～130	100～130	105～135
日経平均株価 (円)	7,910	8,500±1,000	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±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) 無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2008年11月21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

9月中旬に発生したリーマン・ショックをきっかけに勃発した世界規模での金融危機は、国際協調利下げや公的資金の銀行資本注入など手厚い対応策が表明されたことにより、最悪の事態は回避される可能性が高まったものの、当面は金融システムの本来機能が不全なまま推移する可能性が高く、それが実体経済にも抑制的に働くことは避けられそうもない。

実際、これまで景気牽引役の役目を果た

してきた輸出の減少傾向が強まってきた。

10月の貿易統計では、既に悪化が始まっていた欧米先進国向けの輸出数量に加え、中国などアジア向けについても前年比 1.8%とマイナスに転じたことが判明した。

また、11月17日に発表された7～9月期 GDP 第一次速報によると、4～6月期には前期比減少となった民間消費や輸出は多少持ち直しも見られたものの、民間企業設備投資の落ち込み幅が拡大したことから、前期比 0.1% (同年率 0.4%) と 2 四半期連

続のマイナス成長に陥るなど、景気後退を裏付ける結果となった。

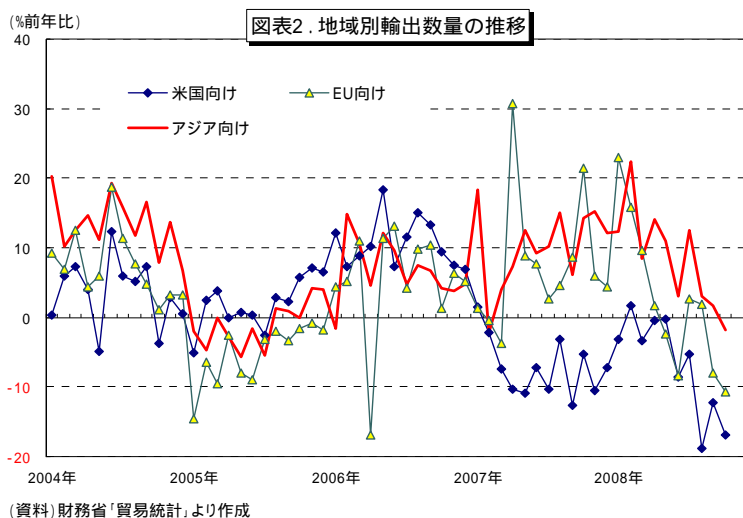
この GDP 発表を受けて、当総研では 2008～09 年度経済見通しの改訂を行ったが、経済成長率については 08 年度：0.3%、09 年度：0.2%と、2 年連続のマイナス成長を見込むなど、前回 9 月時点の見通しから大幅な下方修

正となった。09 年度を通じて景気悪化が続くこととなり、回復時期は 10 年度以降に持ち越されることになるだろう。(詳細は後掲レポート『2008～09 年度改訂経済見通し』を参照のこと)

一方、物価面では、昨今の国際商品市況の大幅下落に加え、世界同時不況に伴う需給悪化の影響が今後強まり、09 年に向けてデフレ的な様相が徐々に強まっていくことが予想される。前年比で見れば 9 月の消費者物価は 2.3%と、依然として上昇率は高いままであったが、これまでの物価上昇の主因であったガソリン小売価格は、この 4 ヶ月で 40%超の下落となっており、11 月には物価押下げ要因に転じている。食料品や日用品などの一部に過去の投入コスト上昇分を価格転嫁する動きは多少残っているが、エネルギー価格の大幅下落に主導される形で再び物価全体が前年比下落に転じるリスクが意識され始めてきた。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は 10 月 31 日に 0.20%の利下げ転換を行っており、現在はその効果を見極めている状況と見られる。しかし、11 月 14

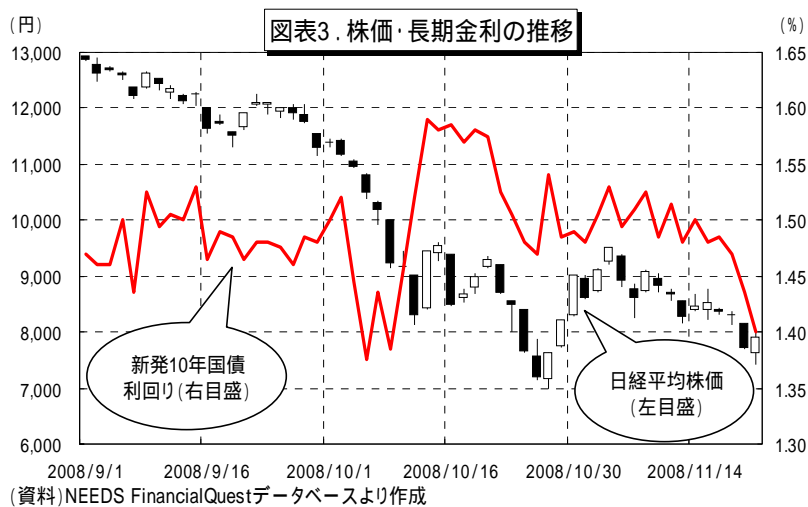


～15日に開催されたG20首脳による「金融サミット」では、今後とも各国とも金融財政政策を積極的に発動していく方針を確認した。先行き更なる景気悪化が懸念される欧米諸国の中央銀行は、一層の利下げに踏み切る公算が高いものと思われる。

もちろん、日本でも、先行きインフレが沈静化し、09年夏には物価下落に転じる可能性が急浮上するなど再びデフレ懸念が強まる方向性にあること、過去2回の利上げの背景として説明してきた需給ギャップ(GDPギャップ)がすでに大幅な供給超過になっていること(注)、内外金利差の縮小予想に伴う円高進行やそれに伴う景気下振れリスクへ備えること、などを踏まえれば、利下げを行う余地はほとんどないとはいえ、日銀も追加利下げを行う必要性が高いことは言うまでもない。早ければ、09年明け後にも第2次の利下げ(0.20%引き下げ)が実施されるものと予想する。

一方、日銀が将来的に利上げを再開するためには、国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況である、世界的な金融市場の混乱が沈静化する、米住宅市場の調整が

終了し、米個人消費などへの下押し圧力が解消する確信が強まる、といった条件が満たされる必要があることには変わりはない。現時点で、米国経済の回復やサブプライム問題が収束する兆しが出てくる目処は立っていない上、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価



見通しも、09年度まで悪化傾向が続くとの見方が大勢であることから、利上げ転換は10年度以降と思われる。ただし、そういう面からも、ひとたびゼロ金利政策を採用してしまうと、なかなかそこから脱却できないことを想定すれば、日銀が第3次利下げ（ゼロ金利政策への復帰）については躊躇する可能性が高いだろう。

(注) 実際のGDPにHPフィルターをかけることによって推計される「平均的なGDP水準」との対比では、7~9月期時点で1.3%程度のデフレギャップが発生していることが試算される。

市場動向: 現状・見通し・注目点

9月中旬のリーマン・ショックにより、世界中の金融市場は大混乱に陥った。市場参加者は欧米金融機関の経営危機を強く意識し、^{こぼ}って流動性 (= 現金マネー) の確保に動いたこともあり、短期金利は異常な跳ね上がりを示した。また、株式市場なども大幅な下落を続けた。欧米の政策当局は信用秩序維持に向け、特に極度の流動性不足に陥ったドル資金の潤沢供給、公的資金による金融機関保有資産の買取機関設立などを打ち出したが、金融市場は更なる政策

発動を催促するかのよう混乱を続けた。その後、米国・欧州各国が公的資金の銀行への資本注入を決断し、被害が比較的少ないとされた日本でも、再び金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法の復活を検討し始め、かつ各国中央銀行が協調利下げに踏み切るなど、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にしたことで、ようやく金融市場のパニック的な動きには転機が訪れた。しかし、世界同時不況のなか、金融市場は不安定な状態からなかなか抜け出せないものと思われる。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

景気悪化の度合いが強まり、さらに日銀が利下げに踏み切って中短期ゾーンの利回りが低下したにもかかわらず、長期金利(新発10年国債利回り)は、1.5%前後で方向感なくもみ合うなど、下げ渋る展開が続いている。いずれの先進国とも金融システム安定化や景気底割れの阻止に向けて財政拡大に踏み切っており、先々の国債発行圧力

の高まりによる需給悪化懸念が長期金利の低下に歯止めをかけているものと思われる。今後、もう一段の利下げによって、長期金利には一時的に低下する可能性はあるものの、基本的には「景気悪化・短期金利低下」と「財政赤字拡大」の両者が牽制しあう格好で、今後も長期金利は明確な動きが見られぬままの展開が予想される。

株式市場

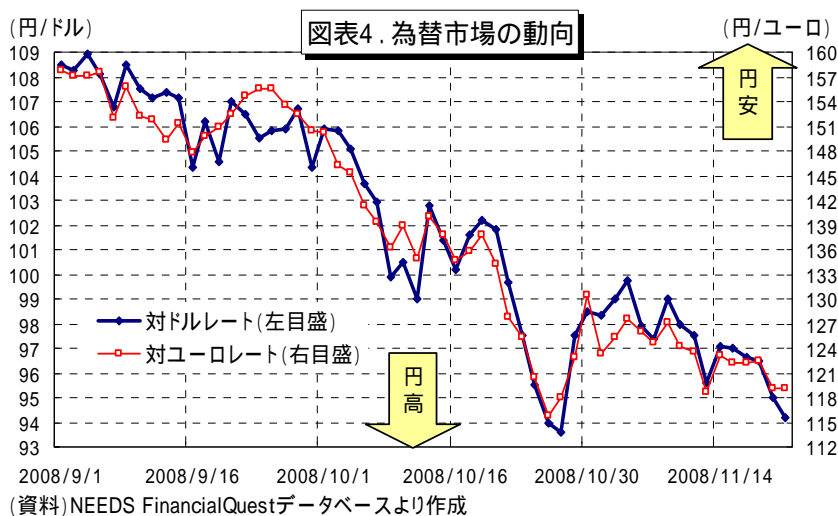
10月下旬にかけて、日経平均株価は一時バブル崩壊後最安値となる7,000円割れの水準まで暴落し、その後9,000円台まで急速に値を戻す場面もあった。しかし、日経平均6,000円台という水準は、世界経済の悪化や企業業績の下方修正を想定しても、かなり割安な状況であると見られる。なお、最近の原油など資源価格の大幅下落は、これまで収益を圧迫してきた変動費の大幅圧縮につながることへの期待感もあるが、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下しているほか、更なる景気下振れリスクによる09年度にかけての業績低迷の可能性を無視することもできない。基本的に、株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかると

見られ、上値の重い展開が続くだろう。

外国為替市場

7月中旬以降の資源価格の下落やそれに伴うインフレ懸念の後退、さらには世界経済の悪化傾向が一段と鮮明になったことで、8月上旬以降、円高傾向が強まった。特に、リーマン・ショック以降は、リスク回避的な行動が強まったこともあり、ほぼ全面的に円高が進行する事態となった。当然のことながら、こうした最近の円高は、日本経済のファンダメンタルズに対する絶対的な評価を示したものではなく、あくまで欧米経済・金融情勢の悪化が激しいことによると思われる。

このように、金融危機に伴う為替変動が激しさを増しているが、以下では「金利格差」要因で今後の為替市場を予想してみたいが、基本的に09年前半にかけて円高圧力が強い状況が続くと予想する。各国中央銀行とも既に利下げフェーズに突入しているが、日銀は利下げ余地も乏しく、しかも追加利下げに対して慎重な姿勢を続けている。その一方で、欧米の各中央銀行（米連邦準備制度理事会・欧州中央銀行・イングランド



ド銀行など)では必要とあればもう一段の利下げを行う構えを示している。この結果、将来的に内外金利差はさらに縮小する可能性が高いことから、目先は円高に振れやすい展開が続くと思われる。

(2008.11.25現在)