

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 生産持ち直しの一方で、悪化が続く雇用環境

~年度下期には景気足踏みの可能性も~

南 武志

#### 要旨

08年9月のリーマン・ショックにより、世界規模での経済・金融危機が勃発したが、主要国による景気刺激策が功を奏して、わが国経済は持ち直しの動きが続いている。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、企業設備投資や雇用の悪化はしばらく続く可能性が高い。さらに、エコカー減税・エコポイント制の効果一巡や景気の下支え役となっていた公共事業の一部が執行停止されれば、年度下期には景気が足踏みするリスクもある。

一方、世界的にも景気が最悪期を脱したとの見方が広がるにつれて、危機対応の経済政策からの出口戦略に対する思惑も浮上してきた。しかし、日本銀行自身も認めるように物価下落状態は2010年度まで残る可能性が高く、現行の緩和政策は当面の間据え置かれる公算が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項 目	2009年		2010年		
	9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 (%)	0.106	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.529	0.50 ~ 0.70	0.50 ~ 0.70	0.50 ~ 0.70	0.50 ~ 0.70
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 (%)	1.335	1.20 ~ 1.55	1.25 ~ 1.60	1.35 ~ 1.75	1.35 ~ 1.75
5年債 (%)	0.625	0.55 ~ 0.85	0.60 ~ 0.95	0.65 ~ 1.00	0.70 ~ 1.05
為替レート					
対ドル (円/ドル)	91.2	88 ~ 100	90 ~ 105	95 ~ 110	95 ~ 110
対ユーロ (円/ユーロ)	133.9	123 ~ 145	123 ~ 145	123 ~ 145	123 ~ 145
日経平均株価 (円)	10,370	11,000 ± 1,000	11,250 ± 1,000	11,500 ± 1,000	11,500 ± 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2009年9月18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

世界的な経済・金融危機勃発の引き金を引いたリーマン・ショックから1年が経過した。紆余曲折はあったものの、世界大恐慌時(1930年代)や約10年前の日本での金融危機の経験を基に、主要国は一致団結して、大規模な財政政策、

大胆な金融緩和措置、公的資金注入による金融システム安定化策、などを実施したこともあり、急激に冷え込んだ景気は比較的短期間で下げ止まることがで

きたと思われる。国内経済も3月頃には「景気の谷」を通過し、その後は緩やかな回復局面をたどっている可能性が高い。4日に発表された4~6月期の「法人企業統計季報」(以下、法季)によれば、物価下落が強まる中で全産業・全規模ベースの売上高は、前期比2.3%と6四半期ぶりに増加したほか、経常利益も同13.8%と4四半期ぶりに増加した(製造業は2四半期連続の赤字ながら、その幅は縮小)。

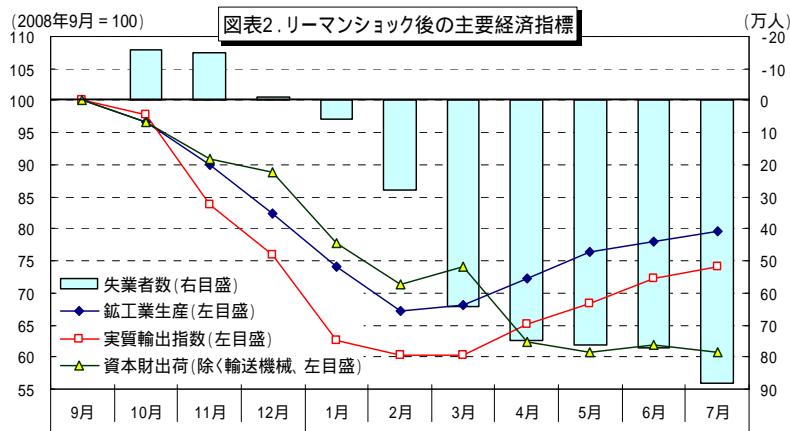
一方、マクロ的な需給バランスは大き

く崩れたままであり、雇用・資本設備などの過剰感は極めて高い状態である。その結果、雇用環境や企業設備投資などは依然として悪化し続けている。

当面は、堅調に推移する中国経済に牽引される格好で輸出増が続くと見込まれるほか、政策効果による消費下支えなども景気回復に寄与すると予想するが、そのテンポは緩やかなままと思われる。なお、鳩山新政権による09年度補正予算の組替えに伴って公共事業の執行停止などが本格的に実施されれば、年度下期にかけて景気が足踏みする可能性もあるだろう。

なお、前述の法季で設備投資・在庫投資が弱かったことから、4~6月期の経済成長率は前期比0.6%（同年率2.3%）へ下方修正された。それを受け、当総研では8月に公表した経済見通しの改定を行い、「09年度の成長率を前年度比3.4%へ下方修正した（後掲レポート「2009~10年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

一方、物価に目を転じると、国際商品市況がこのところも上昇気味であるものの前年同月に比べて水準が低いことに加え、前述した需給バランス悪化に伴う下落圧力が徐々に強まってきた。消費者物価（全国7月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.2%と、統計開始以来最大の下落を更新。エネルギーの物価押下げ効果が強まったほか、食料品の値上げ圧力が解消している。年末にかけては、資源価格による押下げ要因が剥



(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9月からの変化幅

落することから、下落率としては縮小していくが、一方で需給悪化に伴うデフレ圧力は残ることから、物価下落状態は当面残るだろう。

## 金融政策の動向・見通し

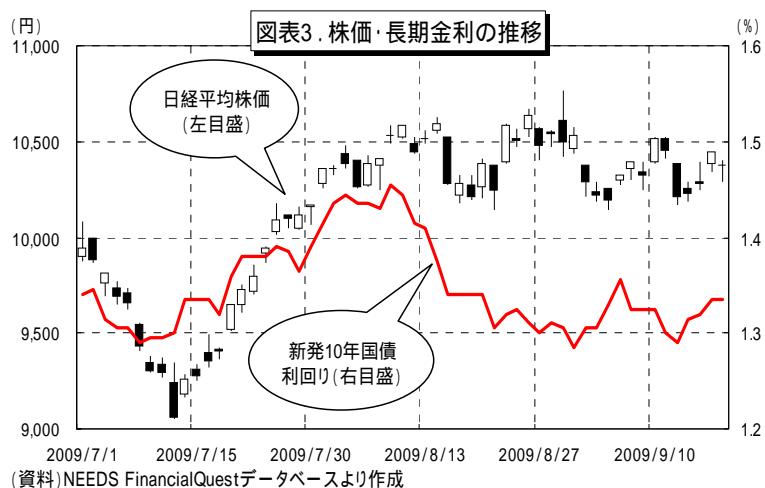
日本銀行は、9月に景気の基調判断を「景気は持ち直しに転じつつある」へ上方修正した（それまでは「景気は下げ止まっている」）。また、先行きに関しては「本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく」との見通しを踏襲した。こうした景気回復見通しに加え、金融緩和政策が長期化することのリスクを意識している様子も窺われ、日銀としては現行の政策（政策金利0.1%、国債買入額1.8兆円）をさらに踏み込むという選択をする可能性は、現時点では相当低いと思われる。

しかし、日銀自身も認めているように、景気・物価の下振れリスクが高い状況が続いているのも実際のところだ。国債発行圧力が依然として根強いなか、これまで打たれた経済対策の効果を十分発揮させるために、日銀には長短金利が不必要

に上昇するのを抑制し、低位安定状態へと誘導する責務が課せられているはずである。今後の展開次第では、もう一段の国債買入れ額の増額が必要な場面が到来する可能性もあり、それに躊躇すべきではない。

とはいっても景気持ち直し基調が続くなかで、市場参加者の「出口戦略」に対する意識が徐々に強まり、その採用時期を巡る思惑が金利変動を大きくさせる可能性は否定できない。一部から、わが国の量的緩和政策下で設定された時間軸を世界的に導入すべきとの意見も浮上している。たしかに、時間軸導入が市場参加者の出口戦略についての期待形成の安定化に役立ち、解除予想時期までの長短金利の無用な跳ね上がりを回避させる効能はあると思われる。とはいっても、出口戦略をどのような状況で発動するのかについては慎重に設定する必要がある。前回の量的緩和政策からの脱却の条件は、デフレへ逆戻りしないことが見通せることであったが、インフレ率が数カ月プラスになっただけで量的緩和策を解除し、その後も利上げに向けて動き始めたことは、明らかに失敗であったといえる。デフレ脱却を実現し、経済を正常化させるという視点も加える必要があるだろう。

一方、12月末まで延長された企業金融円滑化支援策であるが、すでに大企業もしくは高格付け企業の資金調達活動は回復するなど、直接的な意味合いは薄れている。しかし、セーフティ・ネットとしての役割、依然厳しい状態が続く中



小企業や低格付け企業の資金調達活動への波及効果、制度の廃止が、即利上げ論につながり、金利が大きく変動するリスク、などを踏まえれば、今年度末まで再延長される可能性は高いと思われる。

## 市場動向: 現状・見通し・注目点

08年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場は、大規模な財政出動や大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などの経済対策が功を奏しており、証券化市場の機能回復は遅れているものの、全般的に見れば徐々に持ち直しの動きが強まっている。とはいっても、欧米での金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでには今しばらく時間がかかると思われる。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べていきたい。

### 債券市場

米長期金利の上昇に牽引される格好で、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）は6月上旬にかけて一時1.560%まで上昇したが、米雇用統計の悪化など景気の先行きに対する過度な楽観論が剥落

するにつれて再び金利低下圧力が強まつた。

その後は概ね1.3~1.4%台でもみ合う展開となっているが、基本的に国内最終需要の回復に向けた動きは鈍く、前述の通り、物価は少なくとも10年度までは下落が続くとの予想が大勢であること、さらには余資運用ニーズが高まった国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期金利に対しては継続的に低下圧力がかかり続けるものと予想する。ただし、新政権による経済対策の財源や歳入欠陥・税収不足の補填という面からの国債発行圧力も根強いことから、一方的に金利低下が進行する可能性も薄いだろう。引き続き、長期債購入には慎重な対応が必要であろう。

### 株式市場

7月中旬以降、米国企業の四半期決算が事前予想を上回る結果となったほか、米住宅市場の底入れなどが見られたこともあり、世界的な景気回復への期待感が強まり、日経平均株価は1万円台を再び回復し、その後も大台を維持している。

当面は、デフレ圧力や円高リスクが企業業績にとって重石となり続ける可能性は高い。ただし、緩やかながらも国内景気は持ち直し基調が続くことが見込まれるなか、これまでの政策実施による景気刺激効果も期待されるほか、今後米国なども徐々に持ち直しの動きを強めていくのであれば、株価水準は徐々に切り上げていく動きが継続すると予想さ

れる。

### 外国為替市場

主要国の中銀がいずれも、大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込んだ緩和策を続けていることもあり、09年に入ってからの円レートは、対ドル、対ユーロとも方向感なくもみ合う展開が続いてきた。しかし、米FRBの金融緩和策が長期化するとの予想が強まるとともに、ドルLIBOR(3ヶ月物)の水準が他通貨の金利水準を下回ったことから、このところはドル安の流れが強まっている。

先行きについては、日本経済が最悪期を脱し、生産を中心に持ち直しの動きが続くなかで、欧米諸国の金融システムや実体経済には依然として不安定さが払拭できておらず、短期的に見た場合には為替レートが円高方向に振れやすい展開は続くだろう。一方、もう少し長い視点で見れば、日本経済の本格回復は海外経済、特に米国経済次第であり、かつ金融緩和策からの出口戦略の採用に日本だけが出遅れる可能性は高いことから、徐々に円安方向への動きが強まってくるものと思われる。

(2009.9.18現在)

