

情勢判断

国内経済金融

景気回復の下でも、物価下落傾向が継続

～一方で、日本銀行は11年度中のデフレ脱却を展望～

南 武志

要旨

内外の政策効果によってわが国経済は持ち直し基調を続けている。最近では、出遅れ感のあった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、徐々に景気の裾野が広がりを見せてきた。一方、新興国経済の堅調さから原材料など川上分野で価格上昇が見られるが、国内では大きな需要不足が発生した状態が続いており、消費財など川下分野での価格下落状態が続いており、消費者物価など代表的な物価統計は当面は水面下で推移する可能性が高い。

こうした状況を受けて、3月に日本銀行は2009年12月に導入した固定金利オペを拡充する格好で追加緩和策を決定したが、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分であり、引き続き一段の緩和措置が求められると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2010年				2011年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.090	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.388	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45	
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 (%)	1.190	1.10～1.50	1.15～1.55	1.20～1.60	1.20～1.60
	5年債 (%)	0.415	0.35～0.50	0.35～0.55	0.40～0.60	0.40～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	89.7	87～97	88～100	90～102	90～102
	対ユーロ (円/ユーロ)	109.8	105～130	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	9,460	10,500±1,000	11,000±1,000	11,500±1,000	12,000±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5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

引き続き、わが国経済は、内外の政策効果に支えられて、輸出・生産が主導する格好で景気の持ち直し局面が続いている。5月20日に発表された1～3月期のGDP速報からも、実質経済成長率は前期比1.2%（同年率4.9%）と高めの成長を確保したことが明らかとなっている。引き続き、中国など新興国向けの輸出が全体を押し上げたほか、民間企業設備投資も2四半期連続の増加となっている。さらに、回復が遅

れていた民間住宅投資も増加に転じるなど、景気回復に広がりが出ていることが見てとれる。一方で、これまでの景気持ち直しに大きく貢献してきた民間消費にやや減速感が出てきたことは先行きを占う上での懸念材料として意識させられる内容だった。

なお、当総研ではこのGDP発表を受けて、経済見通しの改訂を行った。当面の景気動向としては、耐久財消費に対する刺激策の効果一巡や欧州・中国といった海外経済の不透明感の強まりなどもあり、

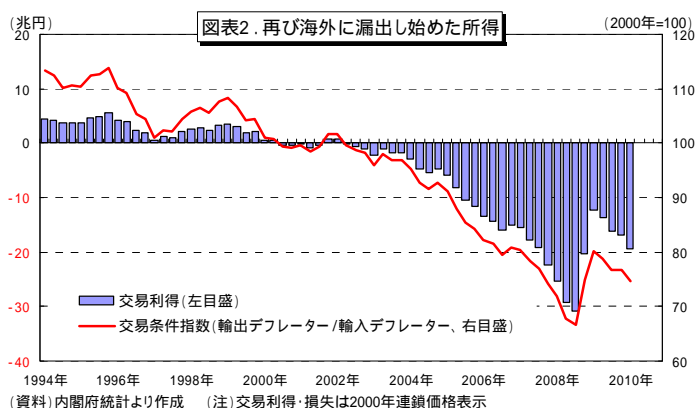
10年度上期は景気回復テンポの鈍化は避けられないと見るが、夏場以降は子ども手当の支給開始や夏季賞与の回復、米国経済の成長力が徐々に強まることなどをを受けて、10年度下期以降は再び成長率を高めていく姿を予想した。なお、当総研では10、11年度の経済成長率見通しをそれぞれ2.3%、2.6%とともに上方修正した（詳細は後掲レポート『2010～11年度改訂経済見通し』を参照）。

一方、物価動向については、新興国景気が底堅く推移していることもあり、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇が見られるが、国内の最終需要財を取り巻く環境は依然として需要不足状態に陥っていることにより、川下分野では下落傾向が残っている。つまりは、交易条件の悪化に国全体としても、企業部門としても直面しているといえる。

代表的な物価指標である消費者物価（全国3月、生鮮食品を除く総合）は前年比▲1.2%と、09年8月（同▲2.4%）をボトムに下落幅を縮小させてきたが、依然として大きなマイナスが残っている。2%台の経済成長率でも、デフレギャップを解消させるには3年程度かかると思われる、デフレ脱却はまだ見通せる状況にはないと思われる。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、4月30日に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において、景気の現状認識を「回復基調を辿っている」とし、先行きについても「回復傾向を辿るとみられる」との見通しを示した。さらに、5月の金融経済月報で



は、景気の現状認識を「緩やかに回復しつつある」へ一歩前進させている。加えて、白川日銀総裁は、5月21日に行われた定例会見において「国内民間需要に自律回復の動きがみられる」と述べるなど、景気の先行きに対して楽観的な見解を披露、ギリシャ問題に端を発した欧州市場の緊張が日本経済に与える影響も限定的との考えを示した。また、物価動向に関しては、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている」ものの、先行きについては「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる」と、今後2年以内にデフレからの脱却が実現するとの見方を示した。

以上のような日銀の景気・物価認識を考慮すれば、金融政策はいずれ引締め方向へ修正されるとの思惑を呼んでも不思議ではないが、11年度内のデフレ脱却の可能性については疑問視する意見は多く、追加緩和期待が根強いのが実情である。

09年11月の政府によるデフレ宣言後、日銀は固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ、資金供給額は約10兆円）を導入したが、

10年3月にはその固定金利オペの資金供給額を約20兆円へと倍増することを決定している。とはいえ、デフレ脱却時期を前倒しさせるほど、強力な緩和効果があるわけではなく、「デフレを容認しない」との意思表示と現実の政策運営との整合性が問われ続けている。日銀に対しては、引き続き政府や金融市場などから、一段の緩和措置が要請され続ける可能性が高いと思われる。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になると思われるが、国債買入れ額（現行1.8兆円/月）の総額も検討の余地はあると思われる。この件についてネックとなっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀券ルールであるが、政府が6月までに策定する「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」の内容や財政健全化法案の行方次第では、日銀が国債買入れの増額に踏み切ることもありうるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内を見わたすと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しいが、金融システムそのものは概ね安定している。一方、海外では、米国不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州では

ギリシャなどユーロ圏諸国の財政問題が燻るなど、金融システム不安は払拭されたわけではなく、依然として不安定さが残ったままである。

なお、米国では5月20日に金融規制改革法案が上院で可決され、7月上旬をメドに両院協議会において最終的な金融規制法案が取りまとめられることになっている。また、ドイツ金融当局は、ユーロ圏の国債や金融大手10社の株式の空売りを11年3月末まで禁止すると発表、独自の金融規制を導入した。これらが国際的な資金フローにどのような影響を与えるのか、今後注視していく必要がある。

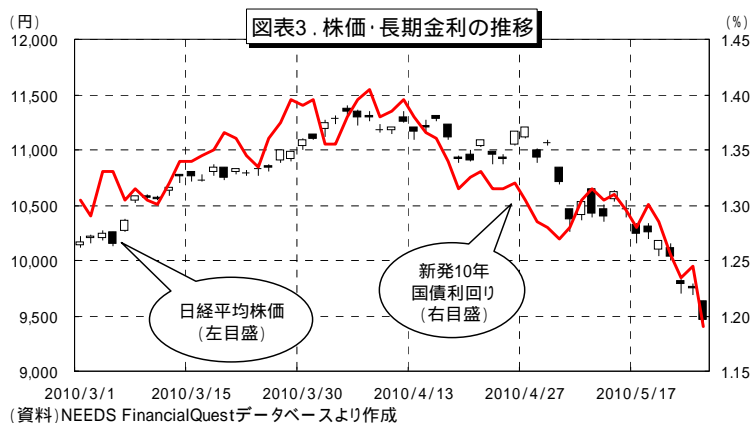
以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べていきたい。

債券市場

10年に入って以降、長期金利（新発10年物国債利回り）は、根強い国債発行圧力とデフレに伴う追加的な金融緩和観測などがバランスする格好で、概ね1.3%台でのみみ合いが続いた。3月下旬から4月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利が1.4%台に上昇する場面もあったが、4月後半には再び1.3%台に低下、5月中旬には欧州債務危機への懸念から1.2%台前半まで低下するなど、長期金利

の低下傾向が強まっている。

基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、さらには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



金利に対する低下圧力は根強いものがある。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が根強いことから、折にふれて神経質に金利が変動する場面も想定しておく必要があるだろう。

株式市場

1月中旬にかけて日経平均株価は米国景気の回復期待から上昇した米株価に牽引される格好で昨年来高値を更新、一時1万1,000円に迫る水準まで上昇した。2月上旬にはトヨタのリコール問題などが水を差す格好で1万円割れとなったが、それらの悪材料をこなした後は再び米株価の堅調さにつられて上昇、3月下旬には1万1,000円台を17ヵ月ぶりに回復。新年度入り後も、米経済指標の回復などを背景に上昇を続けたが、相場の過熱感が意識され、4月後半にかけて一旦調整、その後も欧州債務危機により再び1万円台を割り込んだ。

今しばらくは、この欧州債務危機の行方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、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況だ。し

かし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くと想定の下、10年下期以降、米国など世界経済全体が回復基調を強めることへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げると予想する。

外国為替市場

10年入り後、対ドルレートは景気の先行きに対する思惑や燻り続ける金融システム不安などにより、3月中旬までは1ドル=90円を挟んでもみあった。その後、米国経済に対する先行き期待や米FRBの早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、一時95円近くまで進行。ただし、直近は欧州での信用不安の高まりから、消去法的な円買い圧力が強まり、再び円高が進行している。一方、対ユーロレートは、ギリシャ財政悪化問題によって単一通貨ユーロの信認が揺らいだことから、ユーロ安傾向が強まっている。ギリシャに限らず、主要国の財政問題は解決までに時間がかかることから、ユーロ安が意識される場面が続くと見られる。

先行きについては、先進国における現行の低金利政策はしばらく続くと思われるほか、欧米の金融システムに対する不安も燻っていることから、円高圧力は残

ったままでの展開が続くだろう。一方、もう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デフレ下の日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11年以降、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だろう。

(2010.5.25現在)

