

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 8月は見送られたが、07年10～12月期には追加利上げも

～景気・物価は徐々に「足踏み」から「改善」へ向かうと予想～

南 武志

#### 要旨

4～6月期の経済成長率は潜在成長率を大きく下回ったほか、2月以降、消費者物価も前年比下落が続くなど、07年に入って以降の経済・物価情勢には明確な改善は見られていない。一方、金融市場は米サブプライム問題に伴って世界的に信用収縮懸念が高まり、一時大荒れの展開となった。これに対し、日米欧の中央銀行は短期金融市場に緊急資金供給を行ったため、ひとまず市場の動揺は落ち着きつつある。なお、金融市場の混乱が収まれば、こうしたサブプライム問題が実体経済に影響を及ぼす程度は限定的と思われ、国内経済・物価は07年度下期以降、改善が始まるだろう。

このような情勢を受けて、市場参加者の間で根強かった8月利上げは見送られたが、年度下期には再び追加利上げの思惑が高まるものと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2007年			2008年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.493	0.40～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85	0.95～1.35	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.834	0.75～0.85	0.75～1.00	0.85～1.10	1.00～1.40	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	2.125	2.125	2.375	
新発10年国債利回り (%)	1.580	1.60～1.85	1.75～2.00	1.85～2.10	1.90～2.20	
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.1	113～120	110～120	107～117	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.6	155～165	155～165	153～163	150～160
日経平均株価 (円)	16,248	17,250±1,000	17,750±1,000	18,250±1,000	18,500±1,000	

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

(注) 実績は2007年8月24日時点。

#### 国内景気: 現状・展望

政府・日本銀行などに加え、当総研を含むほとんどの民間調査機関も、国内景気の方角性としては「回復もしくは拡大」としているが、そのテンポは「非常に緩やか」であり、どちらかといえば「足踏み」に近い状況であると認識している。景気実勢に近いとされる鉱工業生産が半年も直近ピーク(06年12月)を上回れずに推移していることはその代表的な事例である。

こうしたなか、4～6月期の実質経済成長率(GDP第一次速報)が8月13日に発表さ

れたが、均せば年率+4%超の高成長が続いた06年度下期と比べて、足許4～6月期は同+0.5%と低迷し、+2%程度とされる潜在成長率を大きく下回った。内容的には、民間企業設備投資こそ1～3月期からやや加速したものの、賃金所得が伸び悩む民間消費や牽引役である輸出が大幅に減速した他、民間住宅投資・民間在庫投資・公共投資がマイナスとなっている。特に、民間消費には、ガソリン価格高騰や住民税増税(定率減税全廃+所得税からの振替)といった所得抑制要因が加わるなど、このところ消費

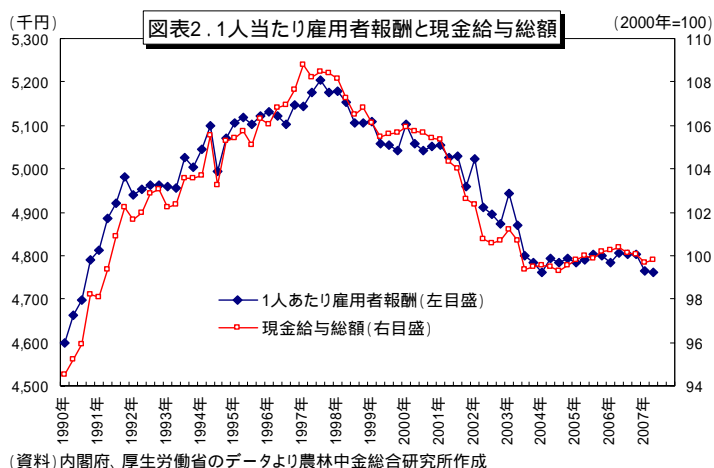
者マインドが悪化していることもあり、景気の主導的役割を果たすのは困難である。

ただし、成長率のボトムはおそらく4~6月期で、7~9月期以降は再び成長加速が始まるものと思われ、このまま日本経済が調整局面入りすることはないと思われる。8月中旬以降、米サブプライム問題が世界の金融市場を震

撼させているが、各国中央銀行が流動性供給を続けるなどの対応を取っていることもあり、今後対応を誤らなければ実体経済に対する影響度は小さいだろう。米国経済にはサブプライム問題の影響は住宅市場などに残るものの、先行きも底堅く推移する可能性が高い他、中国など東アジア、EU経済も成長が持続すると予想され、輸出が再び伸び率を加速する可能性が高いと見られるからである。輸出環境さえ良好さを保っていれば、ハイテク業種での在庫以外は目立った調整要素がなく、むしろ成長余力が十分残っている日本経済は拡大基調を続ける可能性が高いだろう。

当総研では、冒頭の4~6月期GDP統計の発表を受けて、日本経済見通しの改定を行ったが、「07年度上期の景気展開は力強さに欠けたものになるが、年度下期以降は米国経済の持ち直しが想定され、それに伴って日本の景気回復力も強まる。08年度にかけても景気拡大が持続する。」との従来の見方に変更はない(後掲「2007~08年度改定経済見通し」を参照のこと)。

一方、物価面では、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が2月以降、前年比マイナスが続いている。国



際原油市況の高騰を受けてガソリン価格が再騰しているほか、食料品や外食サービス、タクシー料金などが値上げされているものの、前述の通り、マクロ的な需給改善ペースの鈍さからベース部分の「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合」が下落を続けており、デフレ脱却は未だに実現できていない。ただし、4~6月期のGDPデフレーターや単位労働コストは前年比ではまだマイナス状態ながら、前期比では下げ止まりつつあることも確認された。ガソリン価格が現状レベルでの高止まりが続けば、11月頃からコアCPI上昇率は再び水面上に浮上する可能性も出てきている。

### 金融政策の動向・見通し

経済・物価情勢に明確な改善が見られなかったにも関わらず、日銀が利上げへの強い意欲を示し続けてきたこともあり、市場参加者は8月利上げを強く意識した行動を取ってきた。しかしながら、経済・物価指標の改善の遅れ、米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念、8月中旬以降大荒れとなった市場動向などが重なり、8月22~23日の金融政策決定会合では利上げは先送りされた。

なお、米サブプライム問題が欧州市場に飛び火した9日以降は、同問題で大きな損失を被ったとされる金融機関の流動性逼迫懸念から短期金利が上昇したため、主要国中央銀行は短期金融市場に対して潤沢な資金供給を続けるなど、世界的な信用収縮への対応策を講じている。日

本では、準備預金の積みの最終局面であった14～15日こそ余剰資金が発生し、日銀が資金吸収に動く場面もあったが、新たな積み期間となった16日には追加的な資金供給を再開する(21日まで継続)など、海外と歩調を合わせている。

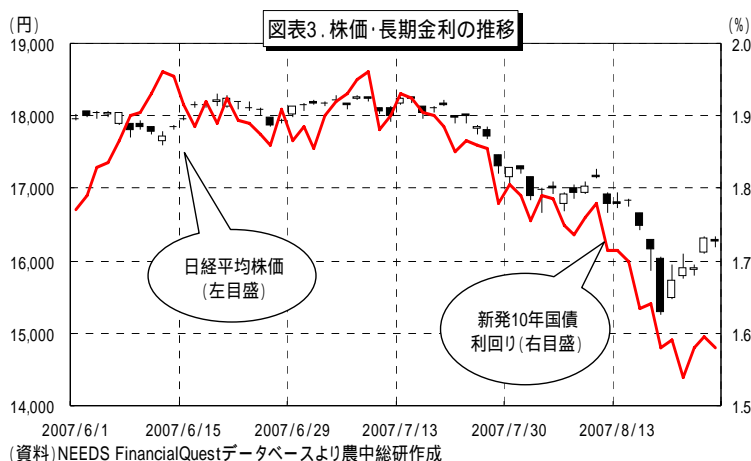
報道によれば、国内金融機関のサブプライムローン関連の金融商品のエクスポージャーは低く、直接的被害は限定的とされているが、現時点での日本の利上げは沈静化しつつある市場の混乱を再び招きかねないことを考慮したものと思われる。

一方、日銀は、展望レポートの中間評価(7月)で示したとおり、景気・物価情勢は先行き改善が見込まれる」とのスタンスに変更はないものと思われる。今後とも市場の動揺が収まるのを見極めながら、利上げ時期を模索し続けるものと思われる。なお、当総研としての第3次利上げの予想時期は、経済・物価に改善の兆しが見え始めるであろう10～12月期にズレこむとの見方に変更はない。

## 市場動向:現状・見通し・注目点

### 債券市場

7月中旬までの長期金利(新発10年物国



債利回り)は根強い利上げ観測の下、1.9%を中心とするボックス圏内の相場展開が続いていたが、その後は緩やかな低下基調を辿っていた。そして、米サブプライム問題の拡大に伴い、海外市場で「質への逃避」によって長期金利が低下したが、それが8月利上げ観測の後退と合わさって国内の長期金利の大幅低下をもたらし、一時3月以来となる1.6%割れまで低下している。

市場では、金融・資本市場の混乱や利上げによる円高リスクを考慮すれば、当面は利上げの可能性がなくなったとの意見も出始めているものの、日銀の強い利上げ意欲を考慮すれば、早期に利上げに動く可能性は否定しがたく、前節で述べたように年内の利上げの可能性は高いと思われる。

当総研の経済・物価見通しに沿って推移していけば、金融政策が引き続き「正常化」に向けて動き続ける可能性が高い中で、中期的に長期金利が上昇することは必然であろう。8月中旬以降の長期金利低下はやや急過ぎた面もあり、今後の株価の戻りや予想外に堅調な経済指標の発表などを契機に、再び利上げを織り込み始め、その結果、急激な金利上昇が起きる可能性には十分注意しておきたい。

## 株式市場

日本株（日経平均株価）は7月9日には年初来高値を更新したが、それ以降18,300円を目前に足踏みの展開となっていた。そこに、米サブプライム問題を原因とする世界的な株安が勃発し、一時15,000円台前半まで下落するなど、年初来安値を更新した。

元々、国内株式市場は外国人投資家頼みである面が強いが、海外市場に比べて割高感があったほか、低調な国内景気・物価、参院選後の政治混迷継続や「構造改革路線」の後退懸念、外資系投資ファンドによるM&A案件に対する司法当局の判断など、国内株式への魅力度が低下している可能性も高い。

なお、これまで述べてきたように、足許では停滞気味に推移する企業部門、特に製造業部門も、年度下期以降に景気再加速が始まることを見込めば、現状程度の為替レート水準（1ドル＝110円台半ば）が継続したとしても07年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は低くはない。今後の業績見通しの上方修正期待などから、株価は徐々に持ち直していくものと予想する。

## 為替市場

2005年初頭以来、内外金利差の存在によって日本円は主要通貨に対してほぼ一貫して円安が進行してきたが、8月中旬以降は、いわゆる「円キャリートレード」に伴った円ショートポジションを解消する動きが強まり、円は急騰した。ただし、この一連の動きは、これまで軽視されてきた対外バランス不均衡問題などへの注目度が高まったというわけではなく、為替市場では相変

わらず「金利格差」要因への注目度が強いと思われる。目先は、円急騰の反動が出る可能性があるが、各国の金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑が、為替レート変動の主役であり続けるだろう。

以下、日米欧の今後の金融政策動向を見ていきたい。米国では、17日に公定歩合を引き下げたものの、政策金利であるFFレートの引き下げには依然慎重である。ただし、市場では早期利下げを見込む動きが強まりつつある。日本では、前述したとおり、第3次利上げや利上げペースの加速といった観測が大幅に後退しているが、日銀の利上げ意欲は衰えていない。一方、9月利上げが濃厚であった欧州中央銀行（ECB）でも、米サブプライム問題によって利上げは困難になったと市場は受け止めている。

足許では、株価の戻りに歩調を合わせて若干円高が修正される動きも見られるが、対米ドル・レートはしばらく115円/ドル前後で推移した後、追加利上げの可能性を織り込みながら、徐々に円高方向にシフトしていくと予想する。一方、対ユーロでは、ECBによる利上げの可能性を見極める動きが残ることから、一時的には円が弱含む可能性もあるだろう。（2007.8.27現在）

