

情勢判断

国内経済金融

民間部門のマインド悪化で 2008 年前半の景気は厳しい展開に

～ 日銀の「次の一手」は 09 年 4～6 月期の 0.25% 利上げと予想 ～

南 武志

要旨

1～3 月期の経済成長率は年率+3.3%と潜在成長力を上回る高めの成長となったが、一方で 4～6 月期以降にはその反動が出ることを示唆する内容も見て取れる。これまでの景気を牽引してきた輸出が 4 月に落ち込んだこと、企業の設備投資意欲が慎重化しているといった懸念材料には注意したい。全般的に、資源高に伴う企業収益圧迫や生活必需品の相次ぐ値上げなどにより、民間部門のマインドは悪化しており、少なくとも 08 年度半ばにかけての景気展開には厳しさが増すと予想する。

内外の金融市場では悲観論が後退し、逆にやや楽観ムードが漂っているが、米サブプライム問題など火種は残っており、再び不安定な状況に戻るリスクに警戒が必要だ。一部で利上げ予想も浮上しているが、日銀は、08 年度内は現状の金融政策を維持するだる

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2008年				2009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 (%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.841	0.80～0.95	0.85～1.00	0.85～1.00	0.85～1.00
	短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
	新発10年国債利回り (%)	1.740	1.48～1.73	1.45～1.75	1.50～1.80	1.50～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.4	96～106	95～110	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.0	155～170	155～170	155～170	155～170
	日経平均株価 (円)	13,690	14,250±1,000	14,500±1,000	14,750±1,000	15,250±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は誘導水準。実績は2008年5月26日時点。予想値は各月末時点。

国内景気:現状・展望

5月16日に発表されたGDP第1次速報によれば、1～3月期の実質経済成長率は前期比年率+3.3%となり、+1%台後半とされる潜在成長率を2四半期連続で上回った。1～3月期を振り返ると、米国経済の減速が鮮明となり、米サブプライム問題が更に広がりを見せたことなどもあり、世界的に金融資本市場が大きく混乱したほか、米ドル資産からの資金シフトが発生し、ドル安(円高)や資源価格高騰が引き起こされた。このように世界経済の先行き懸念が高まり、

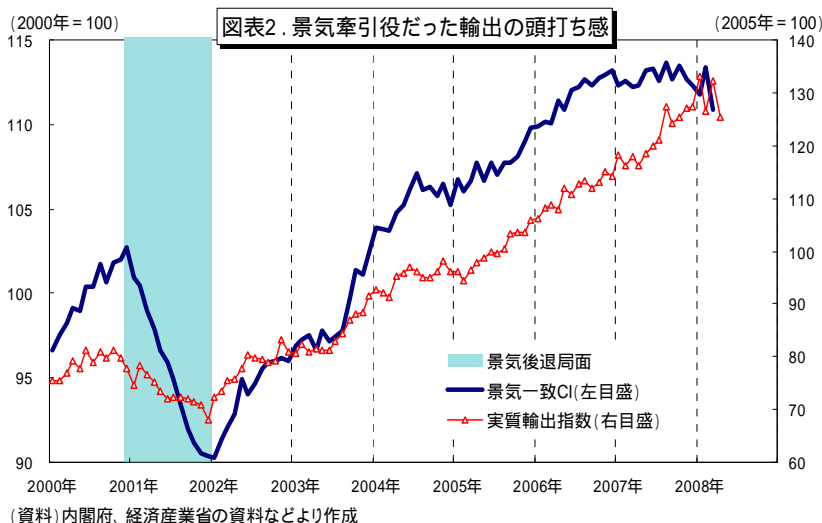
企業を取り巻く環境が大きく悪化したほか、賃金の伸び悩みが続く家計部門では食料品・エネルギーなどといった生活必需品の価格上昇が消費マインドに悪影響を及ぼす状況が観測され、企業・家計とも景況感の大幅悪化が見られていた。

今回1～3月期の経済成長を牽引したのは、上述の景気下押し要因として懸念されていた「輸出」と「民間消費」であり、前期比GDP成長率(+0.8%)に対してそれぞれ+0.8pt、+0.5ptの寄与度となっている。ただし、4月の実質輸出指数(日本銀

行)は前月比 5.4%と大きく低下するなど、4～6月期には1～3月期に反動が出る可能性があるほか(図表2)前期比マイナスとなった民間企業設備投資に見られるように、企業の設備投資意欲は一時的にせよ慎重化している可能性は高く、08年度前半は低調なまま推移するものと思われる。

当総研では、今回のGDP発表を受けて、2008～09年度の日本経済見通しを策定したが、08年度の実質成長率は+1.7%と、07年度と同様、潜在成長率並みに留まるとした。ただし、08年末から09年初頭にかけては米国経済の底入れや、サブプライム問題の収束に向けた動きも始まるとの想定から、徐々に日本経済の成長率が回復する動きが強まっていくものと予想する。その動きは09年度中も続き、年度を通じては+2.3%と3年ぶりに+2%成長に回帰するとしている。

また、物価面に目を転じると、食料・エネルギーや日用品の値上げが本格化していることもあり、3月の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比+1.2%と、上昇率が高まる動きとなった。また、約10年近くに渡り、下落傾向が続いてきた食料・エネルギー以外の消費財・サービスも、前年比+0.1%とプラスに転じるなど、原材料価格の高騰を最終財に価格転嫁する動きは広がりを見せている。とはいえ、足許の物価上昇は需給改善を反映したのではなく、日本の輸入依存度が



高い資源や穀物などの高騰に伴ったもので、国内の購買力の強制移転といった、いわば需要収縮効果を伴ったものである点に注意が必要であろう。

なお、4月にガソリン税の暫定税率の失効に伴って下落したガソリン価格も、5月には下落した分以上の値上げとなるなど、引き続き物価の押上げ要因として注目されるほか、食用油・小麦製品などの食料品、電気・ガス料金などエネルギー価格も今後とも値上げが続くことから、当面は前年比+1%台前半の物価上昇率が続くことが予想される。

金融政策の動向・見通し

就任直後のG7財務大臣・中央銀行総裁会合を無難にこなし、かつ市場参加者からやや楽観的との指摘を受けてきた日銀としての景気判断(金融経済月報)を下方修正し、さらには金融政策のスタンスも中立姿勢を明確にする(展望レポート)など、白川新総裁に対する市場の評価はますますのものとなっている。

後述の通り、市場では米国経済の動向やサブプライム関連の損失額の推移に注目

が集まっているが、「予想以上の悪化」を示していたものが、「予想の範囲内の悪化」に留まってきたことを「峠を越した」、「最悪期を脱した」と前向き評価するなど、ある種の楽観的なムードが漂っている。上昇傾向を続ける資源価格が、世界的に物価上昇率を高めるなど、インフレへの警戒感から米英などでの利下げは打ち止めとなり、逆に利上げが前倒しで行われるのではないかと、その思惑も浮上し始めた。しかし、まだ方向性は依然「悪化」であり、改善に向けた動きが始まったことが確認できていない上、米国経済悪化の影響が時間差を伴いながら世界経済全体に波及することや、資源高が投入コストの負担増や生活に密着したものを中心とした価格上昇が民間部門のマインド悪化につながる可能性などを考慮すれば、实体经济に下振れリスクには警戒が必要であろう。

ただし、中立スタンスをより明確に示した「展望レポート」も、よく読み込んでみると、日銀としては景気下振れリスクが解消されれば、「金利の正常化」に向けて再び動き始めたい姿勢が窺える。今しばらくは米国経済動向やサブプライム問題などの行方や日本経済に及ぼす影響度などを慎重に見極めることに時間が費やされるだろうが、

それらに改善の兆しが見え始めれば、利上げに向けて動くものと見られる。当総研では、「日銀の次の一手」として、09年4～6月期の利上げ（0.25%）を見込んでおり、その後も半年に1回くらいのペースで利上げが行われるものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

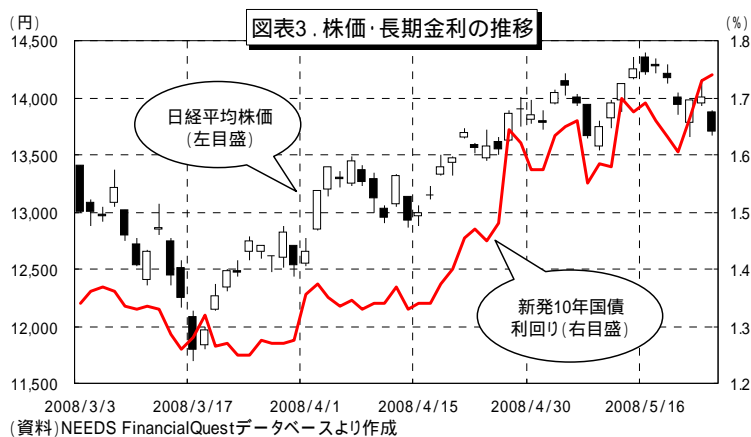
08年に入った直後から、金融市場は株安・ドル安（円高）・金利低下の流れが続いてきたが、3月下旬あたりからは持ち直しに転じてきた。また、直近の欧米金融機関の決算内容が予想の範囲内に収まり、経営者の発言にも楽観的なものが多かったこと、さらには世界的にインフレに対する警戒姿勢が強まってきたこともあり、特に長期金利の上昇傾向が強まっている。しかし、米サブプライム問題の根源にある住宅ローンの延滞率に上昇にはまだ歯止めがかかったとはいえないなど、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識すべきである。

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

3月下旬には1.2%台での推移が続いた日本の長期金利（新発10年国債利回り）も、

08年度に入るとやや上昇し、1.3%台を中心レンジとするもみ合いに移行した。さらに、米サブプライム問題に対する過度の悲観論が払拭され始めた4月下旬以降は上昇圧力を強め、中心レンジを1.6%台に切り上げるなど、日銀が中立スタンスを表明したにも関



わらず、再び利上げを意識した金利形成がされているように思われる。

しかし、景気の足許の弱さとその状態が08年度前半は続く可能性を考慮すれば、現段階で利上げを意識するのは時期尚早と思われ、やや「行き過ぎ」の面は否めず、一旦は金利水準が再び低下する可能性もあるだろう。全般的に見て、当面は多少の変動を伴いながらも総じて1.5~1.7%でのみ合い状態が継続すると予想する。

株式市場

3月17~18日には12,000円台を割れた日経平均株価も、その後は徐々に持ち直す動きが続いており、5月に入ってから14,000円台を回復するまでに至っている。国内投資家の動きが鈍い中、主役は海外勢である状況には変わりはないが、国内企業の景況感は大幅に悪化しており、企業活動を取り巻く環境も決して良い状況ではないこと、福田政権の不人気や改革イメージの後退などを考慮すれば、この株価の戻りも限度があり、徐々に上値が重い展開になっていくものと思われる。

また、米サブプライム関連の予期せぬ悪いニュースには反応しやすい地合いは残っ

ているものと思われ、株価が再び下落するリスクには十分留意すべきであろう。

外国為替市場

3月17日には1995年8月以来となる一時1ドル=95円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、4~5月にかけてはやや円安方向に推移する場面も散見されるようになっている。対ユーロ・レートも基本的には同様の動きとなっているが、基本的には今後の金融政策の方向性に対する思惑など「金利格差」要因が為替レート変動に大きく影響している面には変わりはない。

先行きについて考えていくと、まず、既に3.25%の大幅利下げを行ってきた米国では、この利下げや所得税減税の効果によってリセッション入りが回避できるとの見方が強まり、利下げ打ち止め感が浮上し、一部には利上げ転換を意識する動きも出ている。日本でも、一部利上げ予想も散見されるが、「展望レポート」などを考慮すれば、08年度内は現状水準のまま推移するとの意見が大勢であろう。一方、インフレ警戒姿勢を続けるECBは、域内の信用収縮や景気減速への懸念が払拭されれば、利上げを行いたい意向を示している。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは多少円高に振れる場面もあるだろうが、基本的には現状水準でのみ合いが続くと予想する。一方、対ユーロではECBの利上げ姿勢が強まれば、ややユーロ高気味に推移する可能性もあるだろう。

(2008.5.27現在)

