

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 既に景気はピークアウト、09年半ばまで後退局面が続くと予想

～ 日本銀行の利上げ再開時期は09年度後半まで後ズレ～

南 武志

#### 要旨

原油・穀物など資源高騰に加え、米国やEUなど海外経済の減速感の強まりなどから、日本経済は内外需とも不振な状態となっている。政府・日本銀行とも事実上の景気後退宣言を行うなど、景気は既にピークアウトしたとの認識が大勢となっており、政府は総合経済対策の策定に着手している。なお、今回の景気後退については、景気調整圧力が決して大きくないため悪化の程度は軽微ながら、持ち直しのきっかけは海外経済の状況次第と想定され、09年半ばまでは景気悪化が続くだろう。

なお、日銀は物価の上振れリスクにも警戒を続けているが、景気悪化がインフレ加速を抑制する効果もあり、当面は現状の政策金利水準を続けるものと思われる。日銀の利上げ再開時期は09年10～12月期に後ずれしていると予想する。

#### 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年			2009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 (%)	0.501	0.50	0.50	0.50	0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.844	0.80～0.90	0.80～0.90	0.80～0.90	0.85～0.95	
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 (%)	1.410	1.35～1.65	1.35～1.70	1.35～1.75	1.40～1.80	
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.0	103～115	103～115	103～117	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.1	158～170	155～175	155～175	160～180
日経平均株価 (円)	12,752	13,000±1,000	13,000±1,000	13,250±1,000	13,750±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8月22日時点。予想値は各月末時点。

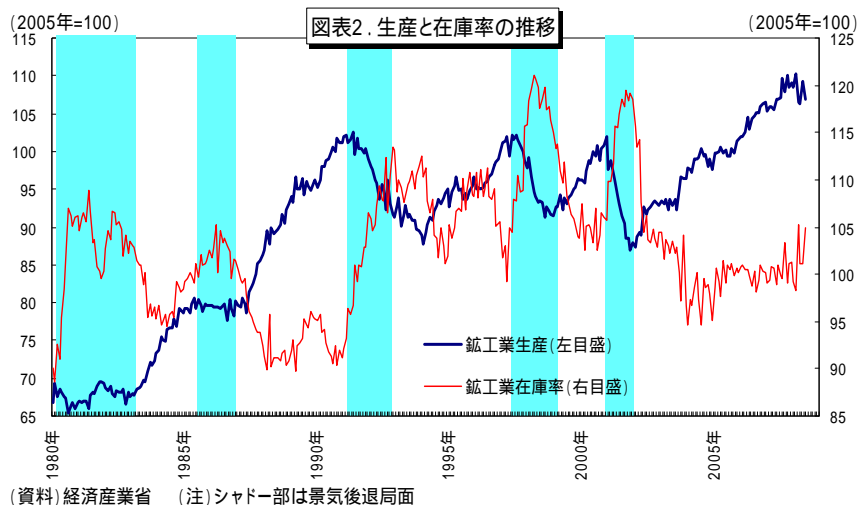
#### 国内景気：現状・展望

6月の貿易・生産など主要経済指標の発表が進むにつれて、市場参加者の間では、日本経済は既にピークアウトして景気後退局面に入っていた、との見方が大勢を占めるに至った。実際、原油・穀物などの資源価格の高騰は、企業・家計といった国内民間部門の需要にじわじわと悪影響を及ぼしつつあったが、ここに加えて世界経済の減速傾向が強まれば、輸出の勢いが失われ、日本経済には牽引役が不在となることが懸念されていたが、その懸念は現実のもの

なりつつある。8月7日には政府の景気に対する公式見解である月例経済報告が公表されたが、景気判断は下方修正され、与謝野経済財政担当相が事実上の景気後退宣言を行うなど、先行きの景気悪化に対する懸念が示された。これと前後して福田首相は総合経済対策の策定を指示するなど、財政発動の可能性が強まっている。

こうしたなか、8月13日には4～6月期GDP第一次速報が発表されたが、民間消費や輸出が減少に転じたことによって前期比0.6%（同年率2.4%）と4四半期ぶり

のマイナス成長に陥ったことが明らかとなった。一方、消費者物価や国内企業物価の上昇加速が進行する中、GDP デフレーターは前年比1.6%と逆に下落幅を拡大させるなど、国内各部門で強まりつつある価格転嫁の



動きが不十分であることも確認された。

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：0.4%、09 年度：1.3%と、前回 6 月時点の見通しから大幅な下方修正を行った。景気回復の時期は 09 年 7～9 月期以降と見込むが、そのきっかけは海外経済の持ち直しになるだろう。とはいえ、企業部門において過剰な在庫・資本設備・雇用などの抱えた状況ではないだけに、景気悪化に伴う調整圧力は軽微と思われ、景気後退の深度は「浅い」と見込んでいる（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、国際的な資源高騰を背景に上昇率の加速傾向が続いている。7 月の国内企業物価は前年比 7.1%と、第 2 次石油ショック直後の 82 年 1 月(同 8.0%)以来の上昇率まで高まってきた。また、消費者物価も今後数ヶ月間は前年比 2%台での推移が続く可能性が高い。一方で、7 月中旬以降、これまでの物価上昇の牽引役であった原油価格が下落に転じており、10 月分あたりから石油製品価格の値下げが始まる可能性が強まっている。仮に、そのよう

な動きになれば、エネルギーの物価押し上げ効果が徐々に剥落していくのは必至であろう。もちろん、これまでの素原材料価格の上昇分を食料品や日用品などに転嫁する動きは当面は継続する可能性が高いほか、耐久財が値上げに転じる可能性もあるが、これまでのように上昇率が加速し続けるという状況には変化が見られると思われる。

なお、物価動向のベース部分である食料・エネルギー以外の消費財・サービス価格はほぼ横ばい圏で推移する（6 月：前年比 0.1%）など、民間消費の弱さが強く反映された結果となっている点には引き続き留意が必要であろう。

## 金融政策の動向・見通し

日銀は 8 月 18～19 日の政策委員会・金融政策決定会合終了後に公表した声明文において、景気判断を「エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、**停滞**している」し、事実上景気後退入りを認め、政府の景気判断を追認した。一方で、物価の上振れリスクにも警戒感を表明したほか、先行きについては「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一

服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく、「物価安定の下での持続的な成長経路に復していく」と、前回までの見通しを基本的に維持した。さらに、敢えて「景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化



が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まる」ことを指摘するなど、利下げによる景気下支え策は現時点では考えていない意思を示唆している。

とはいえ、当面は景気悪化が進む可能性は高く、それによって物価上昇圧力が抑制される可能性も高く、利上げ再開の時期も大きく後ずれした印象は否めない。なお、日銀が利上げを検討するには、国内経済が持ち直し、先行きの物価上昇懸念が強まることは言うまでもないが、そのためには米国経済・金融面での下振れリスクが大幅に解消することが最低限必要であろう。当総研は「日銀の次の一手」としては引き続き「利上げ」と見ているが、その時期は早くとも09年10～12月期と予想している。

### 市場動向:現状・見通し・注目点

07年夏に表面化した米サブプライム問題は、「新たな損失の拡大が発覚 市場が大きく動揺 金融危機勃発を阻止すべく金融当局が対応 信用不安の後退」というパターンを繰り返しながら、一向に収束に向けた兆しは窺えない。最近では、住宅ローンの証券化やそれへの保証を主業務とする米政

府系住宅金融機関の経営危機問題、さらには大手金融機関の追加損失の計上や資本増強策を巡る思惑などが取り沙汰されるなど、金融システムへの不安感は依然として根強い。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ておらず、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識しておくべきであろう。このような情勢を受けて、金融市場では再び「株安・長期金利低下」傾向が強まっている。

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

世界的なインフレ懸念の強まりを受けて、08年度に入ってから国内の長期金利(新発10年国債利回り)は6月中旬に一時1.895%まで上昇するなど、上昇圧力が加わり続けた。しかし、その後は米国経済の先行き懸念や信用不安が再燃し、世界的に株価が下落するのと歩調を合わせる格好で、長期金利の低下傾向が強まった。8月4日には1.5%割れとなり、それ以降は概ね1.4%台での展開が続いている。

先行きも国内景気の悪化が続く可能性を考慮すれば、長期金利には下押し圧力がかかり続けると思われるが、現時点では日銀が利下げ転換に対して否定的な構えであることや財政規律が緩むのではとの懸念もあり、今後の低下余地は限定的であると思われる。しばらくは現状の 1.4% 台を中心レンジとする相場展開が続くと予想する。

## 株式市場

6月中旬まで日経平均株価は 14,000 円台前半を中心とした展開が続いた後、米信用不安再燃やそれに伴う円高進展、また原油など資源高による景気悪化懸念も加わり、7月中旬には 13,000 円割れまで株安が進んだ。その後は一時持ち直す動きも見られたが、世界経済の減速懸念や米信用不安が燻っていることもあり、直近では再び 12,000 円台での展開となっている。企業業績の悪化傾向は鮮明となっており、株価予想のベースとなる企業業績見通しも減益予想が目立つなど、先行き不安材料は少なくない。

企業活動を取り巻く環境が悪化し、国内企業の景況感も引き続き悪化方向で見込まれていることに加え、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、い

く「日本株を買わないリスク」が意識されているとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるだろう。株価の本格上昇局面入りにはまだ時間がかかるだろう。

## 外国為替市場

7月末から8月初頭にかけて、日本や EU 経済の景気指標の悪化が鮮明となったことで、外国為替市場ではドル高傾向が強まった。それまで 1 ドル = 108 円を中心としたレンジ相場が続いていたドル円レートは円安ドル高傾向となり、1 月上旬以来となる 110 円台まで円安が進行した。一方、対ユーロ・レートでは、これまでの対ドルでのユーロ高修正の流れに引きずられる格好で、円高方向へシフトした。しかし、米国経済も実際には相当程度悪いことを考慮すれば、この先もドル高の流れが継続するということは考えづらく、基本的に為替相場は今後の金融政策の方向性に対する思惑などといった「金利格差」要因が主役である構図には変わりはないと思われる。

こうした観点から先行きの為替変動について考えていくと、各国とも足許のインフレ懸念は強いものの、景気減速が続く中で

の利上げは困難との見方で一致しているものと思われる。なお、日銀の利上げ時期は米 FRB・ECB に比べて遅れる可能性を考慮すれば、09 年前半にかけて一時的に円安気味に推移することも想定されるが、基本的には対ドル、対ユーロとも現状水準でのみ合いが続く可能性が高いと予想する。(2008.8.25 現在)

