

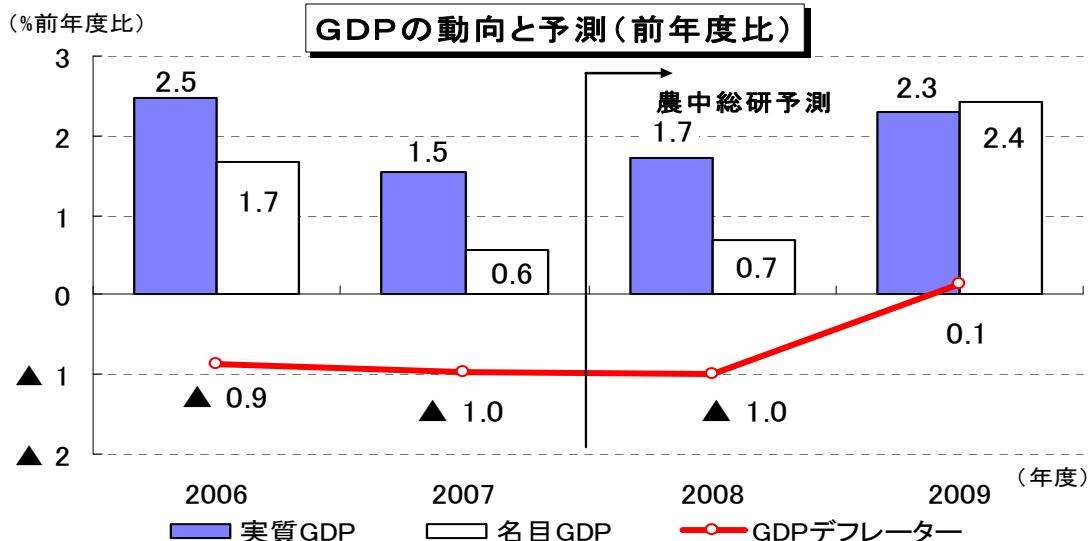


2008～09 年度 経済見通し

08 年度は+1.7%, 09 年度は+2.3%の成長と予測 ～08 年度前半の景気は厳しいが、その後は徐々に持ち直しの動き～

2008 年 1～3 月期の日本経済は、所得が伸び悩む中での相次ぐ値上げによる家計のマインド悪化や、資源高による企業収益圧迫、円高や世界経済の悪化懸念など、不安材料が多かったが、年率+3.3%と堅調な姿となった。しかし、企業設備投資が前期比マイナスとなるなど先行き懸念は相変わらず根強い。米サブプライム問題に伴う金融システムの悪化懸念は峠を越したとの思惑も浮上しつつあるが、改善に向けた動きはまだ始まっていないほか、米国経済の減速が時間差を伴って世界経済に波及するリスクは残っている。1～3 月期の高成長の反動減も想定されることから、少なくとも 08 年度前半の日本経済は厳しい展開が続くことが予想される。また、消費者物価も商品市況の高騰に伴うコスト転嫁により上昇率が高まっており、所得の伸び悩みに直面する家計は消費抑制を強める可能性が高い。ただし、08 年度下期には米国景気の底入れに伴い、徐々に持ち直す動きが始まり、09 年度にかけて+2%成長へ回帰するものと予測する。

金融政策については、日本銀行は中立スタンスを明確にしたものの、足許の市場は利上げを意識した金利形成が見られる。とはいえ、米国経済・金融情勢などの行方を慎重に見極めなくてはならず、今後 1 年間ほどは現状の政策金利を続けることが見込まれる(次回利上げは 09 年 4～6 月期と予想)。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

<目次>

総論	P. 1～18
参考	P. 19
付表	P. 20～21

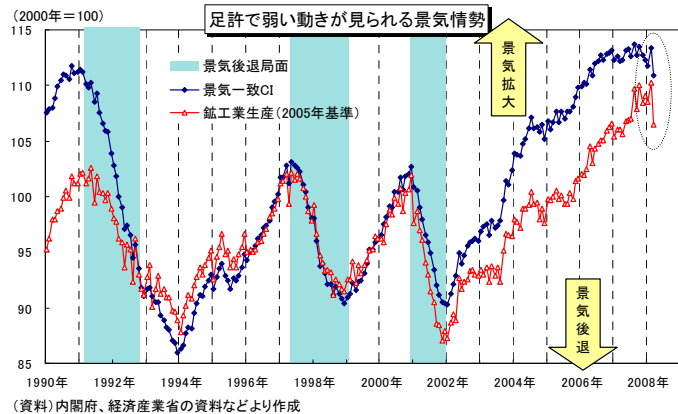
内容についてのお問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部 03-3243-7369



1. 景気の現状:

(1) 景気の現状認識について

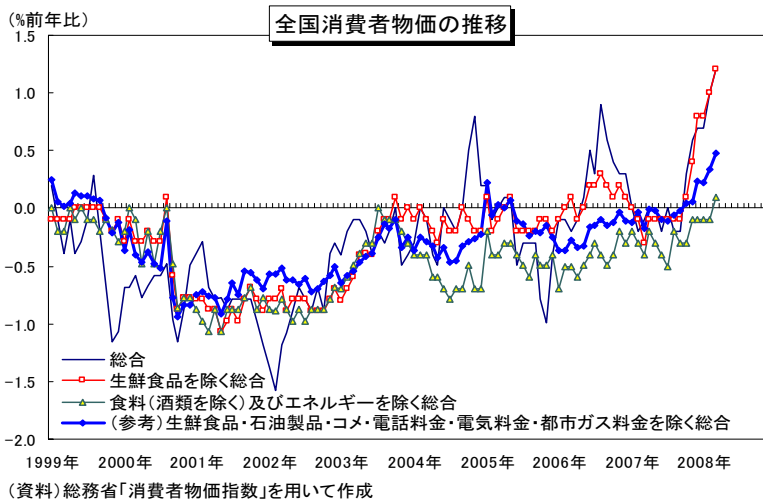
2007年夏以降、米サブプライム問題の広がりに伴って、世界的な金融市場の混乱が引き起こされたことに加え、同年末あたりからその震源地である米国経済の減速が鮮明となってきた。08年年明け後には、欧米金融機関などでサブプライム・ローン関連の損失額が市場参加者の想像以上に拡大していることが判明し、金融システムに対する懸念が大いに高まりを見せた。その結果、世界の投資家は米ドル資産からの逃避を強め、一部は原油・金などの商品へ、また一部は米ドル以外の通貨へとシフト、資源価格の高騰とともに円高が引き起こされ、国内企業の景況感は大きく悪化した。



また、家計部門でもマインドの悪化は進行している。全般的に国内需要に力強さが欠けている中、投入コストを製品・サービス価格に転嫁する動きはいまだ不十分な状況であり、企業は人件費を極力抑制する姿勢を継続している。さらには、団塊世代が60歳を迎えるなど、労働力人口の年齢構成の変化に伴い、賃金関連指標は伸び悩む状況が続いてきた。このところ、企業では素原材料などのコスト高によって収益圧迫に直面しており、賃金を引き上げる余力は乏しくなりつつある。こうした中で、後述の通り、エネルギーと食料品など日常生活に密接な商品・サービスの価格が本格的に上昇し始めており、消費者マインドは大幅な悪化を示した。

一方、07年後半に国内経済に対して大きな下押し要因となった住宅建設については持ち直しの動きも始まっている。建築確認の厳格化を盛り込んだ改正建築基準法の施行(07年6月20日施行)に伴う行政サイドの混乱などにより、建築受注が大幅に激減し、民間住宅投資とともに商業テナントビル・工場など民間企業設備投資などへの下押し懸念が強まっていたが、8~9月をボトムに持ち直しの動きが始まり、最近では年率100万戸台で推移するなど、最悪期は脱したものと思われる。

物価面に目を転じると、07年10月に消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が10ヶ月ぶりに前年



比プラスに転じた後、徐々に物価上昇率を高め、08年3月には同+1.2%まで上昇している。なお、物価上昇の牽引役は、前述したように国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料であり、それ以外の分野への波及度はまだ強いわけではない。マクロ的な需給環境をより反映

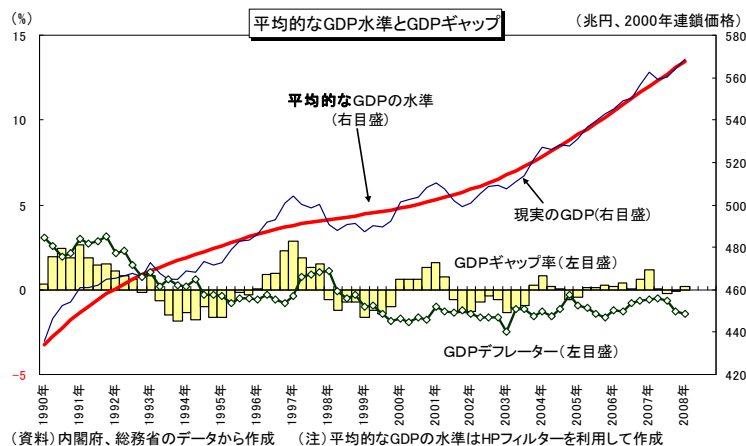


する「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」は3月にようやく前年比+0.1%と約10年ぶりにプラスに転じたが、上昇圧力は極めて弱い状況である。なお、毎年ウェイトを変更する連鎖方式では同▲0.2%と依然としてマイナス状態である。消費財・サービスに関する需給バランスの改善テンポがかなり鈍いことが反映されていると思われる。

足許でも、原油・穀物・貴金属など国際商品市況が高騰を続けており、こうした素原材料価格の上昇が、企業収益などを中心に、様々な悪影響を及ぼし始めている。後述の通り、エネルギー・食料品では値上げの動きが本格化しているが、それ以外の財・サービスでは価格転嫁の進展は遅れているのが実際のところである。こうした交易条件の悪化は、企業収益に対して悪影響を与えている。

(株)2008年1～3月期 GDP とその評価

こうしたなか、5月16日に08年1～3月期のGDP第1次速報が発表された。これによれば、1～3月期の実質経済成長率は前期比年率+3.3%と、+1%台後半と推測される潜在成長率を2四半期連続して上回るなど、表面的には力強い内容となった。前述の通り、08

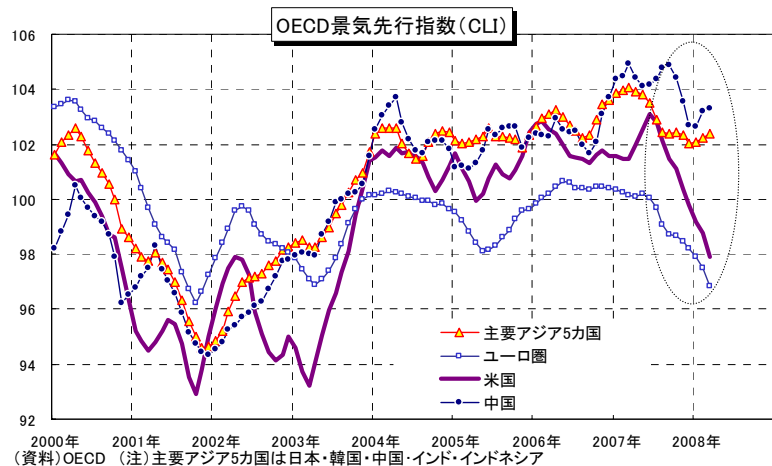


年の年明け後は、ガソリン価格高騰に伴う消費マインドの大幅悪化や収束する兆しが見えない米サブプライム問題への注目が高まり、世界的な株安や円高ドル安傾向が強まったが、その懸念された需要項目である「民間消費(前期比成長率に対する寄与度:+0.5%pt)」と「輸出(同+0.8%pt)」が、逆に1～3月期の成長率を牽引するという「皮肉な結果」となっている。さらに、07年後半の成長率押下げ要因であった民間住宅投資が

プラスに転じたことも、成長率の押上げに寄与している。

この年率+3.3%という数字は、+0.2～+0.3%ptとされる閏年効果や信頼性に疑問がある統計によって「作り出された」可能性があり、やや出来過ぎの面があるが、数字の上では07年度内はまだ景気が拡大経路を辿っていた可能性を示すものといえる。一方で、民間設備投資が前期比マイナスに転じたことは今後の大きな懸念材料であるほか、今回の牽引役であった民間消費や輸出に反動が出る可能性も予感させるなど、先行きに関しては決して楽観視できる状況ではない。

また、基本的には、日本の経済成長が外需(もしくは輸出)によって達成されている面が強い、という構図はほとんど変化が見られなかった。このことは、国内景気は海外経済





の動向次第で決まってしまうということを示唆している。もちろん、懸念されていたように、足許で米国経済の悪化が世界経済全体に波及しているわけではない。しかし、それが時間差を伴って出てくる可能性には十分警戒する必要がある。ちなみに、OECD 景気先行指数によれば、先進国経済の先行きの方向性は下向きであるほか、IMF・OECD など主要な国際機関の世界経済見通しはこのところ下方修正が相次いでいる。

さらに、今回は高い伸びを示した民間消費については、企業業績の減益が予想される中、そもそも弱い「企業から家計への波及」が一層弱まる可能性もある。足許で食料品・エネルギー価格は上昇傾向をより一層強めており、先々の消費支出にブレーキがかかる可能性は否定できない。

なお、07 年度を通じての実質経済成長率は+1.5%と、5 年ぶりに+2%台を割り、景気減速感が強まった。実感に近い名目成長率も+0.6%と、4 年ぶりの+1%割れとなっている。GDP デフレーターは前年度比 ▲1.0%と下落幅を拡大させ、デフレ脱却が完全に達成されていないことを物語っているが、国内需要デフレーターは同+0.1%と97 年度以来のプラスとなるなど、デフレ脱却に向けて多少の進展はあったとの評価もある(なお、97 年度は消費税率引き上げ効果があったため、実際には96 年度以来のプラスと捉えるべきだろう)。

(3) 中立スタンスを明確にした日本銀行

日本銀行の総裁・副総裁・審議委員は、衆参両議院の同意が必要な「国会同意人事」であるが、07 年夏の参院選における与党惨敗の結果、「国会のねじれ現象」が発生している。その結果、総裁・副総裁の陣容として「日銀 OB・財務省 OB・学識経験者」の組み合わせにこだわった政府・与党と、天下り廃止や財政政策と金融政策の分離(財金分離論)を主張する民主党など野党が激しく対立、3 週間に渡って日銀総裁が不在という異常事態が発生した。なお、4 月上旬の G7 を前に、副総裁に就任したばかりの白川方明氏の昇格が決まったが、5 月中旬に至っても副総裁 1 名・審議委員 1 名の計 2 名が欠員という状況が続くなど、混乱が長引いている。

日銀人事の混乱とちょうど時を同じくして、金融市場では世界的な景気の先行きや米サブプライム問題の行方に対する悲観論が高まったこともあり、市場参加者の利下げを予想する意見が強まった。しかし、4 月に入ってから市場では過度の悲観論が解消され、総じて持ち直しの動きが見られたほか、白川新総裁の就任後の発言内容を受けて利下げ予想は大きく後退するなど、金融政策に対する思惑が目まぐるしく変化する場面もあった。

4 月 30 日には、日銀としての経済・物価見通しや金融政策運営に対する考え方を取りまとめた「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表されたが、利上げの意向を前面に打ち出していた前回までのトーンを下方修正し、金融政策のスタンスを明確に「中立」と表明した。一部には米サブプライム問題は最悪期を脱したとの観測も浮上しているが、正常な状態からは程遠いのも実際のところであり、日銀は今しばらく米国経済・金融動向を慎重に見極めることに時間が費やされるであろう。

ただし、「わが国経済は物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」という基本シナリオには大きな修正はせず、「緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性があること」を引き続き先行きのリスクとの意識をし続けている以上、実際には「次の一手」として利上げのタイミングを模索し続けているものと判断せざるを得ない。とはいえ、実際に利上げに向けて動き出すには、米国経済の持ち直しや米サブプライム問題が収束する兆しなどが出てくる必要があるものと思われる。

2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

2008年度一般会計予算は、『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画、それを踏襲した『同 2007』における歳出・歳入一体改革の基本路線に沿って編成されており、総額 83 兆 613 億円(前年度当初予算比+0.2%)と、前年度並みに抑制された規模である。歳出面では、国債費や地方交付税等といった義務的・制度的経費を除いた一般歳出は 47 兆 2,845 億円(同+0.7%)と、小幅ながら増額されたが、このなかには 09 年度までに引き上げることが既に決まっている基礎年金国庫負担割合の引き上げ分(1,365 億円)も含まれている。高齢化の進展などを受けて社会保障関係費は同+3.0%、教育改革の推進から文教・科振費も同+0.3%、中小企業対策費も同+0.4%などとなっているが、公共事業費(同▲3.1%)、防衛関係費(同▲0.5%)、経済協力費(同▲4.0%)などは引き続き圧縮されている。なお、国債費は、「埋蔵金」とも称される財政融資資金特別会計から 9.8 兆円繰り入れて、既発国債を買入消却して発行残高を減らすことで、同▲4.0%圧縮された。一方、大都市部と地方との格差対策という面から、地方法人税特別税を創設するなどに伴い、地方交付税交付金は同+4.6%増額されている。

一方、歳入面は、名目 GDP の低調さが反映された内容となっている。前年度予算では定率減税の全廃などで大幅増収が見込まれていた税収は、同+0.2%と横ばい見通しである。その他収入としては同+3.7%の増加を見込んでいるが、これらだけでは歳出を賄うことができない状況に変わりはない。そのため、新たに 25 兆 3,480 億円分の国債を発行して財源を賄うことになっている。なお、公債依存度は 30.5%と僅かながら低下する。

なお、社会保障関係費の膨張圧力や格差是正に向けた施策を前に、財政支出の増加は不可避との意見もあるが、経済財政諮問会議の民間議員は、09 年度予算編成について、これまで以上の歳出削減努力をすることを提案し、福田首相もそれに向けた決意を表明している。それゆえ、09 年度についても、歳出抑制的な予算案が編成されるものと想定した。

08 年度国債発行計画については総額 126 兆 2,900 億円で、このうち市中発行分が 108 兆 6,677 億円と、いずれも前年度よりも減額されることになっている。この数年間に実施された前倒し債発行などによって借換債発行額が圧縮されているほか、01 年度に実施に移された財政投融资改革に伴って発行され、郵便貯金・簡易保険で吸収されていた経過措置分の財投債発行が終了することに伴ったものである。なお、低金利環境が継続する中、投資家のニーズを踏まえ、15 年変動利付債・5 年債・短期国債を減額した(それ以外の年限は変わらず)。その結果、カレンダーベース市中発行分の平均償還年限は 7 年 4 ヶ月へと長期化された。

一方で、一般会計で見たプライマリーバランスは 5 年ぶりに悪化する見通しであることが注目される。07 年度当初ベースでは 4 兆 4,330 億円の赤字であったが、08 年度は 5 兆 1,848 億円の赤字に膨らむ見込みであり、税収の伸び悩みと社会保障費などの増加圧力などが影響している。なお、公約となっている「2011 年度までの黒字化目標」の対象となっているのは国・地方を合わせたもので、そもそも地方は黒字状態ではあるが、消費税率引き上げには大きなハードルが待ち構えるなか、税収に影響を与える名目成長率も当初前提とされた+3%になかなか到達しないこともあり、上述の目標達成には黄信号が点りつつあるといえるだろう。そのため、政府・与党サイドには早い段階での消費税率引上げを核とした税制改正を行いたいとする勢力もある。一方、07 年夏の参院選では消費税率凍結を訴えていた民主党も、その後に発表した『税制改革大綱』では、抜本的な社会保障制度改革の過程では消費税率引き上げもやむを得ないとの姿勢を示している。



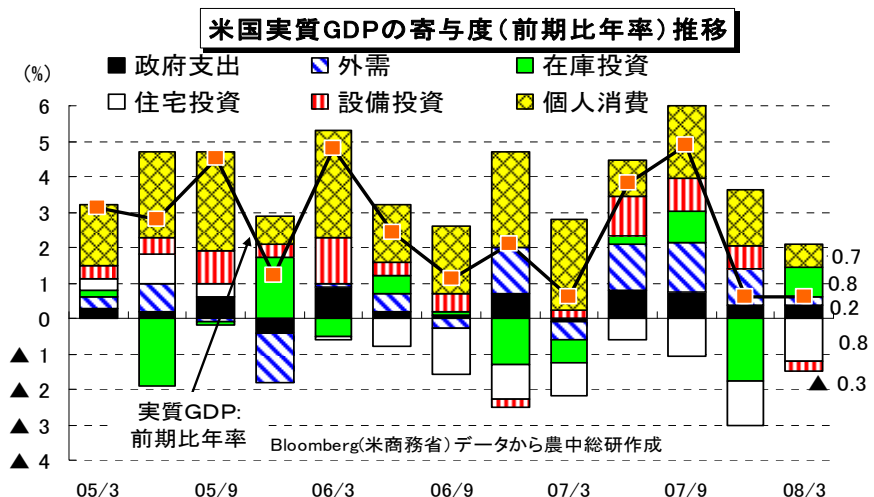
しかし、福田首相は、中長期的な視点からは、消費税率引き上げについては理解を示しつつも、早期引き上げには慎重な姿勢を見せている。09年9月までには総選挙が実施されるものの、社会保険庁の不祥事や後期高齢者医療制度の導入などに対して批判が強いこともあり、あえて消費税増税を訴えて国政選挙を行うのは得策ではないとの判断が働く可能性が高い。それゆえ、09年度のみならず、10年度の消費税率引き上げも事実上困難といえるだろう。今回の経済見通しでは消費税率の引き上げは想定していない。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

3月中旬に大手投資銀行・証券の一角であるベアー・スターンズ社のJPモルガン・チェースによる救済合併が明らかになるとともに、大手投資銀行・証券の四半期決算が黒字となった。また、4月に入ってから総合金融サービスや銀行の1～3月期決算が事前予想を上回ったことなどから、大手金融機関の首脳からも最悪期は脱したという見方が示され、市場における信用不安は後退してきた。しかし、バーナンキFRB議長が5月13日の講演で述べたように金融状況は「緩和してきたが、通常の状態にはほど遠い」状態にある。また、同議長は、流動性供給策が市場の安定に貢献していると強調する一方、レベル3に分類されるような「証券化商品の市場の多くが売買の成立しない停止状態にあり、短期金融市場にも悪影響を及ぼしている」ことも指摘している。

実体経済についても、米国の実質GDP成長率は07年10～12月期、08年1～3月期と2四半期連続して前期比年率+0.6%とプラス成長を保つ数字を示した。これにより、景気後退の懸念が大きかった米国経済は、表面的に景気後退に陥っていないように見えるが、実質GDPの構成項目のなかで、民間需要は僅かながらマイナス成長となっており、成長停滞は確かなところである。



過度の悲観論からの揺り戻し段階を終わった後は、実体経済に目が向けられる。実質GDPの7割を占める個人消費の重要なバックボートとなる非農業部門雇用者数は08年1月から4月まで4ヵ月連続の減少(累計減少者数は▲26万人)となっており、失業率も5.1%に上昇した。雇用削減計画者数(チャレンジャー社)も2ヵ月連続で前年同月比増加し、金融などのレイオフの増加を示している。一方、オンライン・インターネット求人指数は08年2月から3ヵ月連続で反転・上昇し、先行きの雇用悪化リスクは鎮静化しているようにも見える。しかし、小売を含めたサービス関連などの季節的な求人増加が混じっているところもあり、企業の雇用意欲が改善基調に転じたのかは予断を許さない。また、個人消費の停滞懸念の理由として注意しなければならないのは、消費者心理の悪化である。雇用悪化や「サブプライム問題」に伴う延滞案件増加、エネルギー・食料品などの値上がりを背景に、消費者心理を示すミシガン大学センチメント指数やカンファレンス・ボード消費者信頼感指数は歴史的な低水準にまで低下しており、消費拡大の意欲は弱い。

ただし、4月末から始まった所得税減税(約1,070億ドル:11.2兆円)の小切手送付は限界的に消費に向かう部分が6割程度にとどまるとしても夏場にかけて消費底上げ効果をもたらす。これが景気浮上の契機となるのかが、注目・期待されるが、少なくとも消費の底割れは回避されると見ている。ただし、個人消費の回復力は、09年年明け以降も弱いものの、+2%台の増加ペースが維持されると予測する。

住宅投資は08年1～3月期まで9四半期の減少となり、経済の下押し要因となっている。住宅着工の先行指数である住宅許可件数、特に一戸建ての低迷から推計されるように、4～6月期も前期比で年率二桁の減少となり、7～9月期まで減少が続くと予測する。しかし、その後は底入れし、小幅増加に転じると見ている。

在庫投資は08年1～3月期に小幅増加となった。08年4～6月期において所得税還付による消費増加を当てにした在庫積み上げは限定的であり、むしろ景気停滞に合わせた「意図する在庫」の管理・抑制の意識が強いと思われることから、在庫投資は小幅な減少となろう。ただし、景気停滞の結果としての「意図せざる在庫」増加はこれまで小さかったと考えられることから、本格的な在庫調整(在庫投資の減少)も想定しない。

設備投資の6割近くを占める機械等の投資の先行指標である非国防・資本財受注(実質ベース)は、08年1～3月期に再び減少(前期比▲3.2%)に転じ、4月も小幅減少となった。このため、4～6月期の設備投資も2四半期連続のマイナスと見込む。08年後半は、ソフトウェア等のシステム投資は底固いという話も多く、かつ投資額の最高50%までの追加償却を認める企業減税の効果も期待されており反転すると予測しているが、ISM(全米供給管理協会)景況感指数に見られるように企業心理は低迷状態を脱していないことや金融機関の企業貸出態度も引き締め姿勢が強いことから、増加率は小幅にとどまろう。09年は緩やかながら増加基調を予測する。

外需(=輸出等-輸入等)については、世界経済の一段の成長減速(08年4月改訂のIMFの08年世界経済見通しでは+3.7%へ下方修正)による影響は避けられず、IMFの見通しでは世界貿易数量の増加も+5%台後半に鈍化する。このため、米国の輸出の増勢もやや弱まるものの、中国・インドなどの新興国の高い水準の成長持続、産油国の旺盛な輸入を支えに、通年で+7%台の伸びを維持すると予測する。また、09年は世界経済の成長

2008-09年 米国経済見通し

項目	単位	時期				2009年		
		2007年 通期 実績	2008年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	上半期 (1～6月) 予想
実質GDP	%	2.2	1.8	0.7	2.2	2.5	2.5	2.8
個人消費	%	2.9	2.0	1.7	2.2	2.1	2.0	2.2
設備投資	%	4.7	2.1	▲ 0.6	0.9	3.1	3.6	4.3
住宅投資	%	▲ 17.0	▲ 18.7	▲ 24.0	▲ 5.7	1.0	3.0	4.0
在庫投資	10億ドル	4.6	5.5	▲ 1.6	12.5	18.8	12.5	8.8
純輸出	10億ドル	▲ 555.6	▲ 489.8	▲ 492.3	▲ 487.4	▲ 478.2	▲ 487.4	▲ 243.1
輸出等	%	7.1	7.1	5.6	4.7	5.5	5.4	6.6
輸入等	%	1.8	1.8	1.4	3.0	3.6	3.7	3.9
政府支出	%	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
コアPCEデフレーター	%	2.1	2.2	2.2	2.2	1.7	2.0	2.0
GDPデフレーター	%	2.7	2.5	2.4	2.5	1.9	2.2	2.2
FFレート誘導水準	%	4.25	2.00	2.00	2.00	3.00	2.50	3.00
10年国債利回り	%	4.63	3.67	3.59	3.75	4.28	4.10	4.45

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2008年5月。08年1～3月期については速報値。
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値
4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値

回復に伴い伸びが拡大すると予測する。

昨年12月に官民一体で打ち出されたサブプライム借入者救済策「HOPE NOW」プランに基づく、連邦住宅局(FHA)保証ローンへの借り換え促進や5年間の金利条件の変更停止、3ヵ月以上延滞者に対する30日の差し押さえ猶予措置など、サブプライム借入者の救済対策が進められているが、サブプライム・ローンを中心とする住宅ローンの延滞率の上昇が08年後半まで続くと思予想する。このため、銀行の不良債権は増加をたどるとともに、サブプライム関連の証券化商品の評価損計上も引き続き金融機関の業績圧迫材料となる。信用不安は大底を打ったが、安心感が広がるにはまだ時間を要すると考える。

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーター(全体)が07年10月以降、前年同月比3%台の上昇が続くとともに、FRBが政策の重要な判断指標としている食料品とエネルギーを除いたコア・ベースでも直近(08年3月)+2.1%と物価安定の目安となる+2%を超えている。また、今後も商品市況の高止まり状態が続くと思予想されることから、08年後半までは物価安定を上回るインフレ警戒感の残る状況が続こう。

一方、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導水準は昨年9月以降、5.25%から08年4月まで2.00%まで累計3.25%まで引下げられており、フェデラル・ファンド・レート(FFレート)誘導目標とコアPCEデフレーターとの差で実質金利はマイナス金利となっている。このため、これ以上の金融緩和に対しては、インフレ刺激策であるという声も出ている。景気の上でも下振れリスクの低減が明確になれば、利下げ打ち止め感がさらに強まろう。住宅ローンの延滞率上昇などサブプライム問題の悪化に伴う金融市場の不安定や景気停滞リスクがあり、利下げの可能性は残るものの、現在の2.00%で利下げは終わると予測する。

08年の年末以降は、景気回復感の体感度が強まっていくなかで、FRBはインフレ対応重視に転じ、市場も利上げへの転換を意識した動きとなると思予想する。このため、09年第1四半期からFRBは利上げを開始、長期金利も4%台の動きが定着すると思考える。

②欧州経済

ユーロ圏の08年1～3月期の経済成長率は07年10～12月期の前期比+0.4%から同+0.7%へ再加速した。前年同期比でも+2.2%となっており、巡航速度の成長軌道上にあると言えよう。

欧州中央銀行(ECB)月報の08年5月号に発表された専門家調査(四半期ごと)においては、08年の経済成長見通しは前回の+1.8%から+1.6%へ、同じく09年は+2.0%から+1.6%に下方修正されており、ECB自身も同月報で経済の先行き不透明感が依然残っていることを述べている。また、欧州の金融機関におけるサブプライム証券化商品の大規模な投資損失の計上は08年1～3月期決算でも継続し、金融市場の安定化のため資金供給も行われており、信用収縮懸念はなお根強い。

しかし、ECBの政策的な関心は中期的なインフレ予想の高まりに向けられている。EU基準消費者物価指数(HICP)は、商品市況の高騰のなかで07年11月以降、前年同月比+3%台の上昇率が続いており、ECBの物価安定の目安としている+2%を大きく超過する状態である。また、前述の専門家調査でも08年のHICP見通しは+2.5%から+3.0%へ、09年は+2.0%から+2.2%へ上方修正されている。

したがって、ECBは成長の下振れ不安の後退が明らかになるまでは現状の金融政策を維持すると思考えられるが、08年後半以降、サブプライム問題の鎮静化と景気の下振れリスクの低減の見通しが強まれば、利上げに踏み切る可能性が強まると予測する。

③中国経済

中国の実質GDP成長率は、08年1～3月期成長率は前年同期比+10.6%に鈍化した



が、9 四半期連続の二桁成長が継続している。しかし、08 年の中国の成長見通しについては、世界経済の成長鈍化を受けて下方修正されるものが多く、4 月に IMF が+10.0%から+9.4%へ、世界銀行が+9.6%から+9.4%へ、それぞれ予測を引き下げた。

とはいえ、世界経済の成長鈍化にもかかわらず、中国の成長スピードは高く、インフレ圧力が強い中、長期的な成長経路からの逸脱リスクとなりかねないバブル的な投資行動の鎮静化は依然重要な政策問題である。また、消費者物価の上昇率(前年同月比)は2月に+8.7%まで高まった後やや低下したが、直近の4月も同+8.5%となっている。また、住宅販売価格など不動産価格も前年比二桁の上昇を見せ、上昇率が昨年後半からむしろ再加速している。

これに対し、中央銀行である中国人民銀行は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化を懸念し、かねてよりマクロ・コントロールの強化を主張してきた。一方、政府部内には企業の資金調達の困難化を問題視する主張が以前からあり、金融引き締めペースについての意見の食い違いがうかがわれる。このため、1年物貸出金利は昨年12月に7.47%に引き上げられて以来据え置かれている半面、預金準備率は年初来、1月下旬、3月下旬、4月下旬の三回にわたり0.5%ずつ引き上げられ16%となっており、金融機関間の調達金利の上昇を通じた金融引き締め効果の浸透がはかられている。

株価(上海総合指数)は世界的株安の流れもあり昨年高値(10月16日)から4月18日には5割安の水準まで下落したが、株式売買の低迷に対応して株式売買時にかかる印紙税の引下げ(0.3%から0.1%へ)を行ったことも好感され、反発している。

人民元の為替相場については、管理変動相場制のもと上昇が続くと予想する。人民元の上昇率は08年には+8%程度に高まるという観測が多かったが、2月のG7声明で、より早いペースでの人民元相場の上昇が改めて促されたことやドル安の進行などもあり、人民元の上昇ペースは前年同期比で+9%前後に加速している。今後も中国経済の高成長と輸出増加のなかで、人民元の上昇が続こう。

一方、中国の輸出は世界貿易が拡大するなか、人民元の上昇加速にもかかわらず、前年比2~3割の増加ペースを持続している。通年でも2割以上の伸びを確保し堅調に推移すると予測する。また、成長の牽引役である固定資産投資も8月の北京五輪開催に向けて+25%前後の高い伸びを持続している。北京五輪後となる08年後半以降は反動で一時的に伸びが鈍化するという観測もあるが、2010年5月には上海万博が予定されており、基本的には間断無い投資需要の増加が見込まれる。なお、5月12日の四川省を震源とする大地震は1,000万人程度の被災者と2兆円超の経済被害をもたらしたと政府筋は推計している。中国経済全体へ大地震の影響は限定的と思われるが、被災者の緊急救援が落ち着いた後は、本格復興への政策支援(復興需要)の動向が注目される。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

世界経済の成長鈍化の観測のもとで、需要見通しの下方修正されるものも多いが、国際商品市況は堅調な動きが続いている。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967年=100)は、年初360台だったのが、5月9日には427.48まで上昇し、年初来2割近い上昇となっている。

原油価格(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は国際エネルギー機関(IEA)などのエネルギー調査機関は08年需要見通しの下方修正を行ってきたが、基本的に新興国を中心に需要の基調が強く、前年比+1.5%程度の需要増加が見込まれる半面、石油輸出国機構(OPEC)の増産消極姿勢、北海油田など先進国での原油減産見通し、ナイジェリアなどでのストや輸送施設への攻撃、ロシアの原油生産の予想外の停滞など供給面での圧迫要因が多く、5月初旬以降は1バレル120ドル台の動きが続いている。今後も、①サウジアラビアがブッシュ大統領の直接要請を受け増産を約束したものの、わずか日量30万バ

レルの増産にとどまるなど、OPEC の大幅増産が期待しにくいこと、②原油見通しには弱気見通しも散見されるが、依然先高見通しが強く、原油市場に流入した資金の急激な流出は予想しにくいことなどから、WTI は 1 バレル 120 ドル前後の高止まりが続くと予想する。

また、穀物相場においては、小麦の反落基調は明確になっているものの、トウモロコシや大豆、コメなどは依然高値圏にある。作付面積の増加や天候要因の好転などから増産期待は大きい、途上国などの旺盛な食料向け需要、バイオ燃料生産向けの需要の増大などによる需給の引き締め感が簡単に解消することは期待薄と思われる。

本来なら景気悪化の影響を最も受けやすい非鉄なども、供給サイドの様々な要因から逼迫懸念が残り、銅やアルミ、錫などで高値が続いている。また、金相場も 1 オンス 900 ドルを突破し 945 ドルまで上昇した後、850 ドル台まで反落したが、直近は再び反発している。

以上、商品市況は、世界経済の成長鈍化に伴う需要の下方修正は強まる可能性があるが、供給サイドの不安もあり需給緩和感の広がりは限定的で、信用収縮のもとで金融証券市場から商品市場への資金シフトの継続が見込まれることが下支え要因となり、高止まりすると予測する。

また、前述の WTI の動きを前提とすれば、わが国の輸入原油価格も 08 年第 3 四半期には 125 ドル程度まで上昇した後、やや反落するものの 08 年度いっぱいには 115 ドル程度で推移すると予想する。

2008～09年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
名目GDP	%	0.6	0.7	2.4
実質GDP	%	1.5	1.7	2.3
民間需要	%	0.3	1.2	2.4
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	1.3
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	2.7
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	6.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.2	0.0
公的需要	%	0.2	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 1.2
輸出	%	9.7	7.4	6.5
輸入	%	2.3	3.6	5.7
国内需要寄与度	%pt	0.3	1.0	1.8
民間需要寄与度	%pt	0.3	0.9	1.8
(民間住宅寄与度)	%pt	(▲ 0.4)	(0.2)	(0.0)
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.8	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.4	3.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.0	1.1
完全失業率	%	3.8	3.8	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	1.4	5.3
経常収支(季節調整値)	兆円	24.6	21.8	20.5
名目GDP比率	%	4.8	4.2	3.9
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	103.1	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.50	0.50	0.75
10年国債利回り	%	1.60	1.66	1.89
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.4	117.3	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2008年				2009年				2010年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.4	▲ 0.1	0.3	0.3	0.5	0.8	0.6	0.7	0.8
実質GDP	%	0.8	0.1	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
(年率換算)	%	3.3	0.2	1.7	1.6	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7
民間需要	%	0.5	0.1	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	0.8	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	4.6	6.5	5.5	0.9	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
民間企業設備	%	▲ 0.9	▲ 1.0	0.6	1.2	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	%	4.5	0.7	0.5	1.0	1.2	2.0	1.8	1.9	1.9
輸入	%	2.0	0.7	0.3	0.8	1.0	1.5	1.8	2.0	1.8
国内需要寄与度	%pt	0.3	0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.0	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
(民間住宅寄与度)	%pt	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.2	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	3.4	4.0	3.5	3.3	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
完全失業率	%	3.8	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.4	0.7	1.0	1.6	1.0	1.8	1.5	0.8
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	5.5	5.6	5.5	5.2	5.2	5.2	5.1	5.0
名目GDP比率	%	4.4	4.3	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	102.5	100.0	105.0	105.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.55	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85	1.90	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.8	114.0	125.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



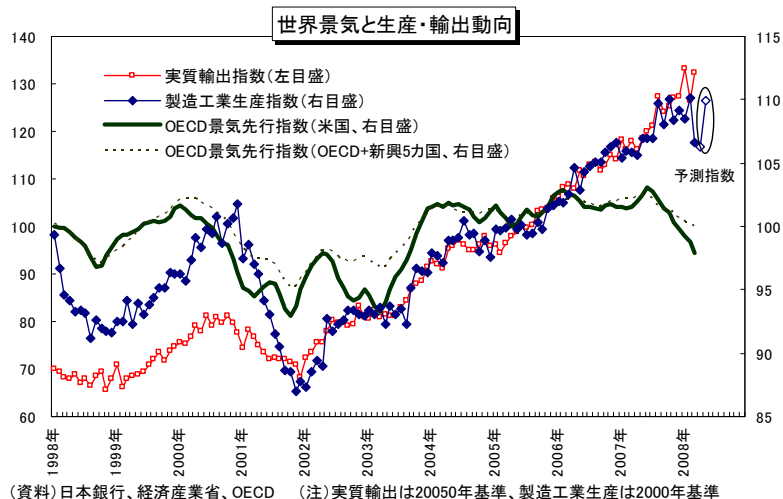
3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

07年度後半にかけてGDP統計上は堅調な成長が達成できた格好となっているが、やや「出来過ぎ」の数字であり、違和感がある点は否めない。また、高成長となった1～3月期分には4～6月期の低迷を予感させる材料が多い。特に、極めて高い伸びを記録した輸出と民間消費、さらには減少に転じた企業設備投資には注意が必要であろう。

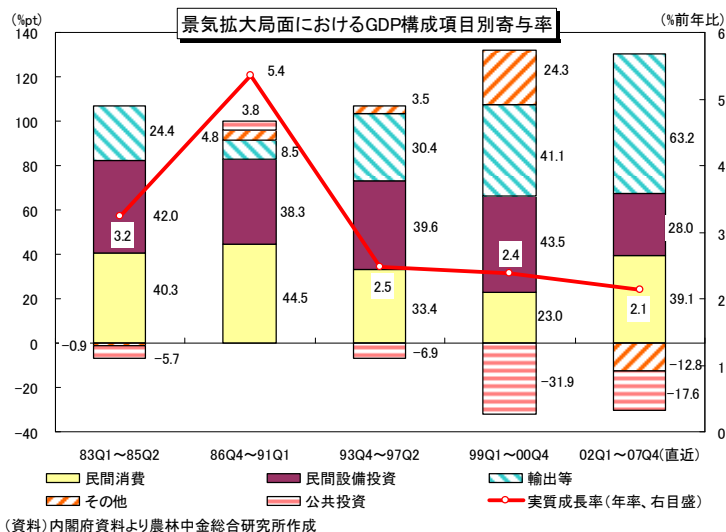
経済成長(寄与度ベース)の6割近くを輸出増に依存する日本経済は、海外経済動向、特に主要な輸出相手先である米国や東アジア諸国の景気動向から多大な影響を受けることは想像に難くない。このところ日本からの輸出金額は伸び率の鈍化が続き、3月は前年比+2.3%となっている。しかし、最近の円高進展に伴って輸出物価が下落していることを考慮すれば、実際には前年比+10%前後の増加ペースが保たれている。景気減速が鮮明な米国向け輸出は自動車などを中心に不振ではあるが、アジア

向けや資源国向けなどがその落ち込む分をカバーしている格好になっている。この状況は、ひところ話題になった「デカップリング論」が成立しているかのようなのであるが、①米国経済が世界全体のGDPの約3割を占めており、しかも約2割が米国の個人消費であり、新興国全体の市場規模と比べて明らかに大きいこと、②日本と密接な関係にある中国など東アジア諸国は、押しなべて輸出促進型の経済発展を続けており、特にその輸出先として欧米や



見えてきた、という状況であったが、外需という牽引役にあまり期待できない事態となれば、企業業績の悪化を通じて民間企業の様々な行動に悪影響が出てくる可能性が高い。

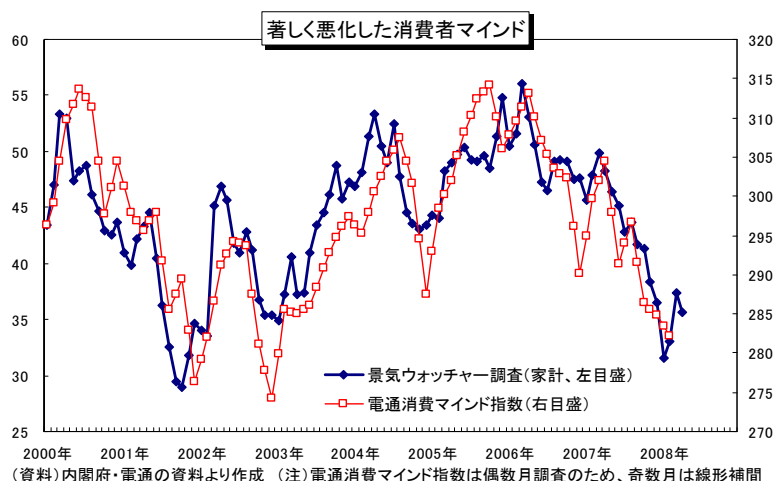
その企業設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1月に鉄鋼業・運輸業からの大型発注により力強い増加が見られたものの、その後2、3月と連続で大



日本などの先進国向けのシェアが大きいこと、などを考慮すれば、「デカップリング論」が単純に成立することは考えづらい。とはいえ、これまでの高成長の結果、自律性を高めていることも実際のところであろう。今後、時間差を伴いながら悪影響が及ぶ可能性もないわけでもないだろうが、世界経済全体として景気が大きく悪化するという事態には至らないだろう。なお、今回の景気拡大局面においては、輸出増が継続したことで徐々に国内需要にも明るさが

きく減少するなど、足許で弱含む動きとなっている。また、内閣府が集計した4～6月期見通しは前期比▲10.3%と4四半期ぶりのマイナス予想となっている。①例年4～6月期は事前見通しを上振れることが多いこと、②事前見通しの減少率が示しているのは4～6月にかけて小さなマイナスが続く(3月実績に対して毎月▲0.2%程度のマイナスが続けば、事前見通しの数字になる)ということであり、「▲10.3%」という数字のイメージが示すような機械受注の大幅減が予想されているわけではないこと、等を踏まえれば、先行きの機械受注の方向性が下向きになったと判断するのは早計と思われるが、水準的には低調な状況が続く可能性は十分ある。また、関連指標である鉱工業統計・資本財出荷も08年に入ってから3ヶ月連続で前月比マイナスとなるなど、日銀短観3月調査が示すように、企業の設備投資意欲は慎重化している可能性は高いだろう。

民間消費については、1月に大幅増となった後、2、3月と逆に大きく減少したことを示す月次指標が多い(家計調査:全世帯・実質消費支出、商業販売統計:小売販売額(消費者物価指数の財価格指数で実質化)など)。ガソリン税等道路特定財源に対する暫定税率の失効に伴って、3月にかけてガソリンや自動車などに買い控えなどが発生した可能性は否めないが、4月の百貨店売上高が前年比割れとなるなど弱い統計が散見されている。この背景には、繰り返しになるが、所得が伸び悩む中で、生活必需品の値上げが相次ぐなど、家計部門の実質購買力が低下している可能性が指摘できる。また、年金問題や後期高齢者医療制度などを巡る混迷も、消費者マインドの悪化につながった可能性は高い。



ただし、資源高など投入コストの上昇や円高ドル安の進展などにより、企業収益が圧迫されており、企業の求人意欲は足許でやや減退している可能性はあるものの、従業員の高齢化が進むなど、潜在的には企業の雇用意欲は根強いものがあるものと思われる。実際、新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げ、一部のパートタイム労働者の需給逼迫や彼らの正社員としての雇用機会の増加など、企業は着実に人材確保に乗り出している。こうした状況を踏まえれば、賃金・賞与を通じた「企業から家計への波及」は徐々に強まっていく可能性はないわけではない。経験的には、失業率が3%台前半まで低下すれば、賃金上昇率が高まり始める可能性がある。ただし、そうした状況に至るまでには今しばらく時間が必要であろう。

以上から、1～3月期の前期比年率+3.3%(1次速報)という高い成長の後となる4～6月期は、牽引役が一時的ながらも不在になる可能性に加え、企業設備投資の低迷が続くことなどが見込まれるなど、「生産・所得・支出の循環メカニズム」の目詰まりが強まる結果、前期比+0.1%(同年率+0.2%)と、潜在成長率を大きく下回る状態にまで大きくブレーキがかかるものと予想される。

なお、08年半ばにかけて米国経済はこれまでの大幅利下げや減税効果によって下支えされ、08年度下期には底入れを探る展開が予想されることから、日本経済の頼みの綱である輸出も底堅く推移することが期待される。輸出製造業にとっては懸念材料である円高も、米国経済の底割れや予想外の追加利下げということがなければ、一方的に進行する可能性は低く、日本企業は徐々に適応力をつけてくるだろう。そもそも、バブル崩壊後の企業行



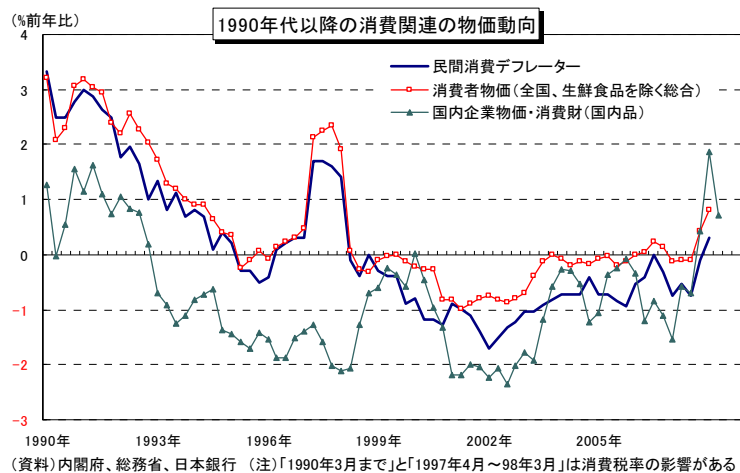
動にはある種の慎重さがあり、これまでの6年近くに及んだ景気拡大を原因に生じた歪みは、それほど大きくない。電子部品・デバイス工業などでの在庫水準に過剰感がある以外、雇用人員・資本設備・債務などの面での過剰感は皆無と思われる。つまり、循環的な面からの景気下押し圧力は強い状況とはいえないだろう。それゆえ、世界同時不況入りなどといった強い外的ショックが加わらない限り、日本経済が景気後退局面入りする可能性は大きくないものと判断する。

その結果、08年度上期は厳しい展開が予想されるものの、下期にかけては再び成長力を回復する動きが始まるだろう。以上を考慮すれば、**08年度の実質 GDP 成長率は+1.7%**が見込まれる。これは、**前回予測(08年3月時点では+1.5%)からは+0.2%ptの上方修正**であるが、多分に1~3月期の高成長によって成長率のゲタが高まったことによる面が強い。また、**名目 GDP 成長率は+0.7%**と、**前回予測(+1.2%)からは▲0.5%ptの下方修正**である。下方修正に至った主因は価格転嫁の遅れであり、GDPデフレーターについてはよほどの円安圧力が高まらない限り、原油など輸入原材料価格の高騰分を国内の各部門において完全に価格転嫁できるほどの動きには至らないものと思われる。徐々に下落率の縮小が進むものの、08年度内は **GDP デフレーターの前年比マイナス状態は続く(前年度比▲1.0%)**だろう。

一方、09年度については、08年度下期の景気再加速の動きが徐々に強まる結果、**実質 GDP 成長率で同+2.3%**と、3年ぶりに+2%台を回復するものと予測する。コンセンサスで+1%台後半とされる潜在成長率を上回るなど、景況感の改善が見られるものと思われる。また、**名目 GDP 成長率は+2.4%**と、**名実逆転を予想**する。GDPデフレーターは、09年7~9月期に前年比プラスに転じることを想定しており、**GDP デフレーターは前年度比+0.1%**を見込んでいる。

(2)物価見通し

国際商品市況の高騰を受けて、パン・麺類など小麦製品や食用油などを筆頭に、様々な食料品が値上げされているほか、ガソリン・灯油など石油製品や電気・ガス料金など光熱費といったエネルギー価格が上昇傾向を強めてきた。3月のコアCPIの前年比上昇率+1.2%に対して、食料品(除く生鮮食品)は+0.39%pt、エネルギーは+0.73%ptの押し上げに寄与している。特に、原油高騰を背景とした石油製品の持続的上昇が最近の物価変動の主因となっており、今後の動向に注目する必要がある。



代表的な石油製品であるレギュラー・ガソリンは、3月末にガソリン税の暫定税率が一時失効した関係で、4月は22円/ℓ程度の値下げとなったが、5月には暫定税率復活と120ドル/バレル台まで上昇した原油市況の影響もあり、一気に30円/ℓほど値上げされており、5月12日時点のレギュラー・ガソリンの小売価格は全国平均で160円台となっている。世界同時不況に陥るといったようなことがない限り、原油価格が大きく調整する可能性は現時点では低いと思われるため、ガソリンなどの石油製品価格は当面は強含みで推移するだろう。その結果、08年内はコアCPI上昇率を+0.6~+0.7%ptほど押し上げ続けることが予想さ

れる。また、電気・ガス料金も燃料・原料費調整制度に基づき、7月、10月と値上げされていく可能性が高い。食料品についても、4月に政府の小麦売り渡し価格は+30%引き上げられているが、今後も穀物高騰の影響が出てくることが濃厚である。これ以外にも、紙製品やプラスチック製品など日用品にも徐々に価格転嫁の動きが出ている。

一方で、購入頻度は低い、価格水準が高い家庭用耐久財などでは価格下落圧力が根強いほか、①物価上昇が消費者マインドを冷やしていること、②一方で、価格転嫁が依然として不十分であり、そのしわ寄せが賃金抑制などにつながっている可能性があること、などもあり、マクロ的な需給バランスが改善していくことは期待できない状況であることも考慮すべきであろう。ただし、鋼材などの値上げに伴い、耐久消費財についても徐々に価格転嫁の動きが出始める可能性もあるだろう。

ただし、足許の物価上昇は、需給改善を反映したものではないことから、将来的に需要減をもたらしかねない。全般的に見れば、物価上昇率が加速的に高まっていくことはないものと思われる。以上から、08、09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率はそれぞれ+1.0%、+1.1%と見込まれる。



4. 当面の金融政策・金融市場動向：

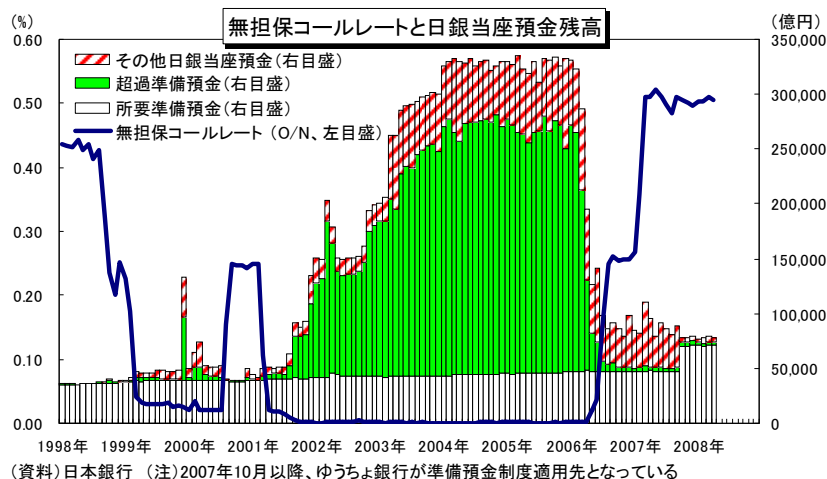
(1) 金融政策

日本銀行は、4月30日の融政策決定会合（現状維持を全員一致で決定）後に、当面の経済・物価情勢に関する基本シナリオとそれに対するリスク評価、ならびにそれらを踏まえた上での政策運営の方向性を記した「展望レポート」を公表した。前回07年10月時点に公表したものと比較すると、経済成長率見通しを下方修正し、2008、09年度と概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続けるとする一方で、コアCPI上昇率については上方修正し、08、09年度と+1%程度の物価上昇が続くとしている。

展望レポート：2008～09年度の政策委員の大勢見通し（08年4月）

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.4～+1.6 <+1.5>	+2.4～+2.8 <+2.5>	+0.9～+1.1 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.9～+2.3 <+2.1>	+0.9～+1.2 <+1.0>	+0.2～+0.4 <+0.4>
2009年度	+1.6～+1.8 <+1.7>	+1.3～+1.8 <+1.5>	+0.8～+1.0 <+1.0>

前回の展望レポート発表後には、07年末あたりから米国経済の景気減速感が鮮明となり、世界経済悪化懸念が強まるにつれて、日銀は市場から楽観的過ぎるとの批判を浴びてきた。しかし、白川新総裁の下での最初の金融政策決定会合後に公表された4月の「金融経済月報」では、景気の現状について「拡大」という表現を削除し、さらに「当面減速が続く」とするなど、基調判断の下方修正を行い、市場の認識にかなり近寄ってきた。しかし、一方で「わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」との認識を示すなど、全般的な経済・物価見通しは前回07年10月時点と比べて、多少ニュアンスが弱まった程度で、それほど大きく変更されたわけではない。先行きの金融政策についても、「予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、前回までの「リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」といった利上げ継続意欲を示唆する表現は削除されたものの、（現状の）緩和的な金融環境が長期間続くとの予想が支配的になることをリスク要因と指摘し続けるなど、いずれは利上げしたいとの意欲は十分伝わる内容であった。



なお、市場参加者の間では、国内の物価上昇継続や過度の悲観論が後退するとともに、利下げ予想は弱まり、逆に再び利上げを意識する意見も浮上しつつある。もちろん、実際の利上げ判断には、①国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況である、②世界的な金融市場の混乱が沈静化する、③米サブ

プライム問題が米個人消費などへ与える悪影響が限定的であるとの確信が強まる、といった条件が満たされる必要があるだろう。米国経済が09年に入り、回復基調が確かなものになる可能性を考慮すれば、次回利上げは早く「09年4～6月期」と予想され、まだ1年程度は現状の政策金利水準が続くものと予想する。

(2) 金融市場の見通し

米サブプライム問題の広がりに伴って信用収縮が強まり、金融資本市場の機能が大きく低下した状況は続いているが、その悪化の度合いは市場が想定した範囲内にとどまっている、という面で、過度の悲観論は大きく後退した。とはいえ、震源である米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇にはまだ歯止めがかかっていない可能性が高く、更に金融機関の損失額が拡大し、金融システム不安が再び強まることも十分想定される。

米FRBは、原油高などインフレ懸念が残る中、07年9月から08年4月までの約8ヶ月間に合計3.25%の政策金利引下げを行うといった大胆な金融緩和措置に乗り出している。FOMCの声明文から「成長の下振れリスク」の文言が削除され、今後は必要に応じて行動すると表明したことから、市場では利下げ打ち止めとの観測も出ている。こうした前提条件や、これまで述べてきたような景気・物価見通しと日銀の金融政策見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。

まず、株価であるが、08年年明け以降、米国経済指標の悪化や米主要金融機関の損失額の更なる拡大などを受けて、日経平均株価は昨年来安値を更新する状況となり、一時05年8月以来の12,000円台割れとなるなど、軟調な展開が続いた。その後は、持ち直しの動きも始まり、4月中旬にかけて発表された米金融機関の四半期決算では、一部で減益に転じたほか、サブプライム関連の損失額の更なる拡大も見られたものの、それらが事前予想の範囲内にとどまったことや経営者の強気の発言などが好感され、徐々に落ち着きを取り戻しつつある。とはいえ、米サブプライム問題を取り巻く状況は一向に好転する兆しを見せていないことは気掛かりであり、再び下値を模索する場面も十分考えられる。また、円高による輸出企業の収益圧迫予想に加え、世界経済の減速懸念が強まることも、株価抑制要因となるだろう。基本的には上値が重い展開が続く可能性が高い。

また、長期金利(新発10年国債利回り)も、米サブプライム問題の広がりから「質への逃避」的行動が強まり、3月下旬には一時1.2%台前半にまで低下する場面もあったが、その後は利下げ観測の後退、世界的な株価持ち直しやインフレ懸念の高まりなどもあり、長期金利は上昇に転じ、5月中旬には07年8月以来となる1.7%台となる場面も見られた。また、2年・5年スプレッドが8月利上げをほぼ確実視していた07年6～7月の水準(50bps)に向けて再拡大するなど、日銀による中立スタンスの明確化とは裏腹に、利上げを意識した金利形成がなされている。とはいえ、08年度上期はやや厳しい景気展開が予想されるほか、利上げ環境が当面整わないことを考慮すれば、長期金利の上昇余地も限度があるものと思われる。

最後に、為替レートであるが、全般的に現状程度の為替レート水準が続くものと予想する。対ドルレートについては日本銀行が当面は政策金利水準を据え置く一方で、米FRBの利下げフェーズも終了しており、日米金利格差の縮小余地はなくなっていると見られる。米サブプライム問題に絡んだ思惑で、多少円高に振れる場面もありうるが、一方的に円高方向、

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 (%)	0.503	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.839	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 (%)	1.630	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)	103.8	96～106	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.9	153～168	150～168	150～168
日経平均株価 (円)	14,160	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20日時点。予想値は各月末時点。

もしくは円安方向に進むということは現時点では考えにくい。また、対ユーロレートはユーロ圏経済にやや減速する兆しが出ていることや、欧州の政府サイドにはユーロ高を懸念する意見も多い。一方で、ECBとしては、インフレ懸念が根強く残っていることから追加利上げ意欲はあるものの、引き続き米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念への対応に追われるなど、利上げ実施もしばらくは困難と見られる。ただし、対ユーロレートは当面 1 ユーロ=160 円を中心とした、やや広めのレンジ内でもみ合う展開となるだろう、と予想する。ただし、先行きサブプライム問題の沈静化や成長下振れに目処が見えた後、インフレ予想を抑制するため利上げを実施することも十分想定され、ユーロ上昇に伴うクロス円での影響にも注意すべきであろう。



2008～09年度 日本経済見通し
(前期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.5	1.7	0.7	1.1	2.3	1.2	1.6
民間需要	%	0.3	1.2	0.6	1.2	2.4	1.2	1.7
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	0.5	0.6	1.3	0.6	1.0
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	11.9	6.7	2.7	0.6	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	▲ 1.1	2.7	6.2	3.3	4.1
公的需要	%	0.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.2	0.5	0.7	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 1.5	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	32.6	32.1	33.0	35.2	34.6	35.8
輸出	%	9.7	7.4	3.2	2.1	6.5	3.5	4.7
輸入	%	2.3	3.6	1.9	1.6	5.7	2.9	4.8
内需寄与度 (前期比)	%	0.3	1.0	0.5	0.7	1.8	1.0	1.1
民間需要 (")	%	0.3	0.9	0.5	0.7	1.8	1.0	1.0
公的需要 (")	%	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	1.2	0.8	0.3	0.1	0.5	0.3	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.6	0.1	▲ 0.1	0.3

(前年同期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.6	0.7	0.4	1.0	2.4	2.0	2.8
実質GDP	%	1.5	1.7	1.9	1.6	2.3	2.1	2.5
民間需要	%	0.3	1.2	0.9	1.5	2.4	2.2	2.6
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	1.4	1.0	1.3	1.1	1.4
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	▲ 0.4	16.1	2.7	4.4	1.1
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	1.2	6.2	5.7	6.7
公的需要	%	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.2	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 1.7	▲ 0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	32.6	32.1	33.0	35.2	34.6	35.8
輸出	%	9.7	7.4	9.8	5.1	6.5	5.5	7.5
輸入	%	2.3	3.6	3.9	3.3	5.7	4.4	6.9

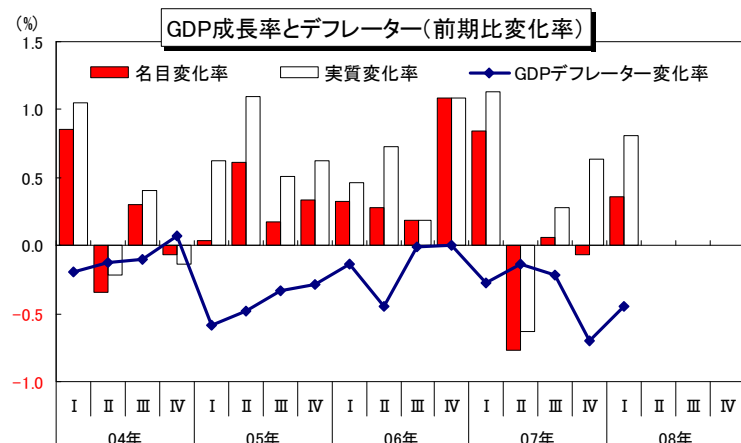
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.4	3.7	3.1	3.0	3.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
完全失業率	%	3.8	3.8	3.9	3.8	3.6	3.7	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	1.4	1.0	1.7	5.3	4.9	5.6
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,124	558	566	1,150	575	575
経常収支	兆円	24.6	21.8	11.1	10.7	20.5	10.4	10.1
貿易収支	兆円	11.7	9.8	5.1	4.7	9.1	4.8	4.3
為替レート(前提)	ドル/円	114.2	103.1	101.3	105.0	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.4	117.3	119.5	115.0	115.0	115.0	115.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ GDP デフレーターは、06 年後半にかけて前期比横ばいとなるなど一時下げ止まり感も出たが、その後は再び水面下での推移となっている。08 年 1～3 月期は同 ▲0.4%と依然としてマイナス状態が続いている。

- ◆ 足許の状況としては、国際商品市況の高騰によって輸入デフレーター上昇率が高めに推移している一方で、国内でも徐々に価格転嫁の動きが強まっており、国内需要デフレーターは前期比で+0.2%と2 四半期連続のプラスとなった他、前年比でも+0.4%と6 四半期ぶりにプラスに転じている。しかし、円高進行などにより、輸出デフレーターの下落率が拡大したことの影響で、GDP デフレーター全体としては前述のように前期比マイナスとなっている。



(資料)内閣府資料より作成

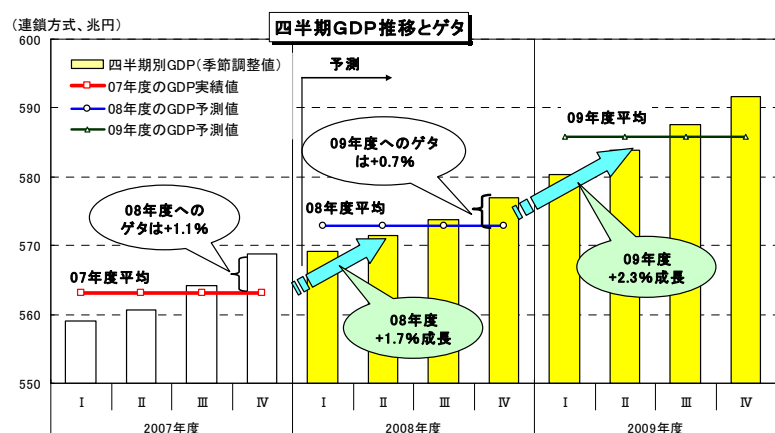
- ◆ 輸入素原材料価格の上昇は続いているが、価格転嫁の動きは徐々にではあるが進展を見せており、今後は GDP デフレーターも下げ止まりの動きが強まるものと思われる。

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期(1～3 月期)の GDP が当該年度(4 月～翌年 3 月)の GDP をどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と捉えることができる。つまり、ある年度の 4 四半期とも横ばい(ゼロ成長)が続いた場合でも、当年度の前期比成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。

- ◆ 07 年度に関しては 06 年度からのゲタが+1.5%あったが、07 年度を通じての成長率は+1.5%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロであったと試算される。一方、08 年度に向けてのゲタは+1.1%あり、当総研の 08 年度見通し(+1.7%成長)を前提にすれば、08 年度内は+0.6%の成長を見込んでいることになる。

- ◆ また、09 年度に向けてのゲタは+0.7%が見込まれるが、09 年度の成長率見通し(+2.3%)を考慮すれば、09 年度内の成長率は+1.6%となる。



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)08年13月期までは実績、それ以降は当総研予測

欧州経済の状況(予測の前提)

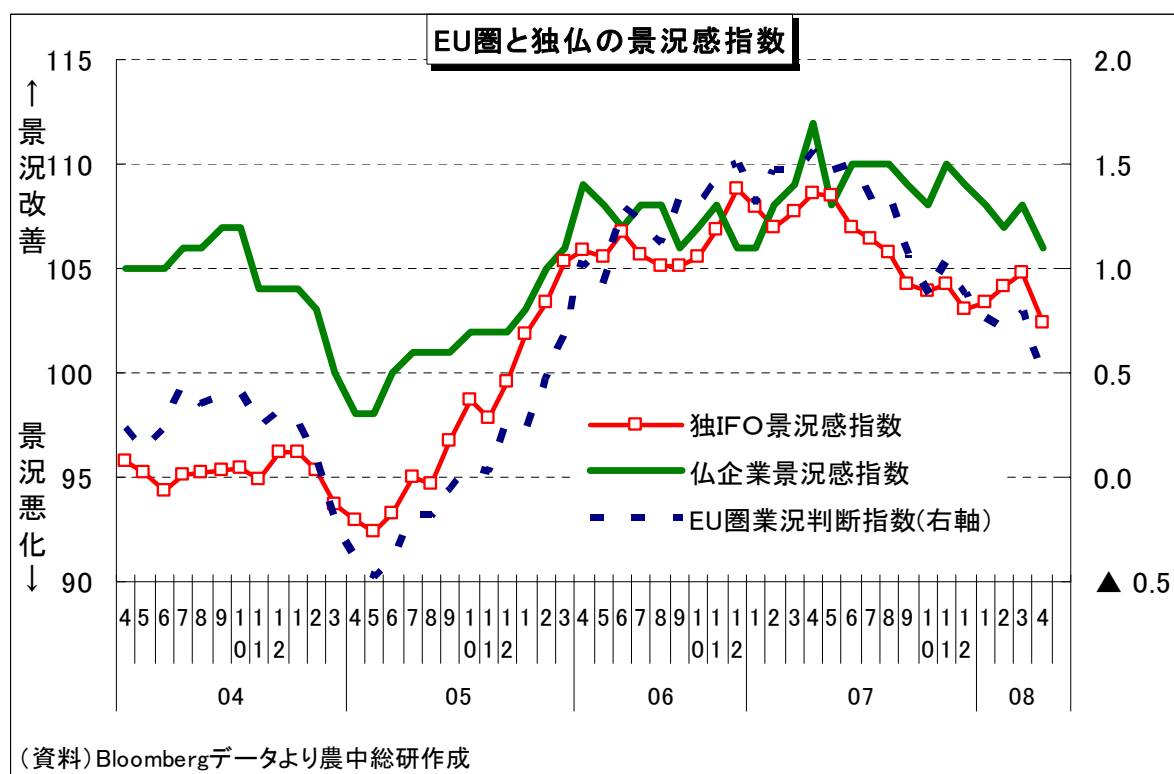
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

見通し
(前年比:%)

	2006	2007	2008	2009
ユーロ・ゾーン	2.9	2.7	1.5	1.7
ドイツ	2.9	2.5	1.7	1.6
フランス	2.4	2.1	1.5	1.7
イタリア	1.9	1.8	0.6	1.1
英 国	2.9	3.0	1.6	1.7
B R I C S				
中国	11.7	11.9	9.9	9.3
ロシア	7.3	8.1	7.2	6.7
インド	9.7	8.9	7.7	8.2
ブラジル	3.7	5.4	4.7	4.2
南アフリカ	5.3	4.8	4.2	4.6

Datastream(各国GDP統計等)データより作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社(CEBS)データによる
イタリアの07年の成長率は見通し数字



付 表 2

中国経済の状況(予測の前提)

