

情勢判断

国内経済金融

リスク要因として意識され始める輸出鈍化懸念

～07年度上期には景気踊り場的な場面も～

南 武志

要旨

4～6月期のGDP速報によると、実質成長率は前期比年率+0.8%へ減速、潜在成長率に満たない結果となった。消費、設備投資といった民間最終需要は堅調に推移したが、輸出が大きく鈍化しており、今後想定される米国経済減速の影響が懸念される。また、注目されていた消費者物価の基準改訂は予想以上に前年比上昇率を押し下げ、早い段階での追加利上げが困難との印象をマーケットに与えた。

一方、マーケットでは、8月下旬にかけて株価上昇、長期金利低下が見られた。為替レートは対ユーロでは弱含んだが、対ドルではほぼもみ合い。目先、株価・長期金利は明確な方向感が出にくい状況になっていると思われる。円は対ドルで強含みの展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2006年			2007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 (%)	0.261	0.20～0.40	0.20～0.40	0.30～0.60	0.30～0.60	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.4340	0.400～0.700	0.500～0.900	0.750～1.200	0.800～1.250	
短期プライムレート (%)	1.625	1.625	1.625	1.875	1.875	
新発10年国債利回り (%)	1.705	1.70～2.00	1.80～2.10	1.90～2.20	1.90～2.20	
為替レート	対ドル (円/ドル)	117.28	110～120	108～118	105～115	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	149.58	143～153	143～153	140～150	135～145
日経平均株価 (円)	15,939	16,000±1,000	16,250±1,000	16,250±1,000	16,250±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2006年8月25日時点。

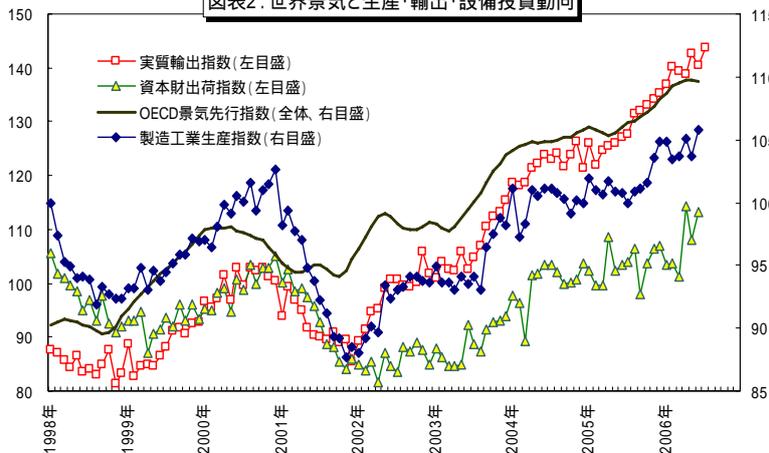
国内景気:現状・展望

8月11日に発表された4～6月期GDP第一次速報(1次QE)によると、実質成長率は前期比+0.2%、同年率+0.8%と、事前予想を下回る低成長となった。内容を見ると、民間消費(前期比成長率に対する寄与度+0.3%pt)、民間設備投資(同+0.6%pt)といった民間最終需要は、高めの成長率となった05年度下期に引けを取らない伸びを確保したが、民間在庫投資の大幅減(同0.2%pt)、公的需要の減少(同0.2%pt)そして輸出の伸び鈍化(前期比+0.9%)によって年率+2%程度とされる潜在成長率には満たない結果となった。

もちろん、9月中旬に発表される第2次速報での改訂や、7～9月期に在庫投資や輸出などに反動が見られる可能性もあるため、1次QEの結果だけを見て景気の現状判断を行うことは避けるべきではあるが、「民間需要が堅調さを増してきているため、輸出が鈍化しても景気拡大は持続する」との楽観的な見方については検討の余地があるように思われる。

企業は、潤沢なキャッシュフローやマイナス状態の実質金利水準などといった好環境を背景に、世界経済・日本経済が今後も堅調に拡大していくという前提の下で、90年代後半から00年代初頭にかけて抑制し

図表2. 世界景気と生産・輸出・設備投資動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行、OECD (注)実質輸出、製造工業生産は2000年基準。

た設備投資を徐々に積極化させつつある。しかし、世界経済の成長テンポが鈍化し、その影響を受けて輸出減速が現実化すれば、輸出依存度が高い状態である日本経済に対して、徐々に悪影響が及ぶ可能性が高いと思われる。実際、世界最大の需要国である米国では、4~6月期以降グロス・リセッション（マイナス成長には至らずとも、潜在成長率（+3%台半ばと想定）に満たない成長が継続すること）の状態に陥っている可能性が指摘されている。これが直接的・間接的に日本企業へ影響が及ぶことは不可避であろう。足許は堅調な民間最終需要にもラグを伴いながら徐々に鈍化する可能性があるだろう。

なお、当社では日本経済見通しを改訂、06年度成長率を+2.6%、07年度成長率を+1.7%へとそれぞれ下方修正を行った（それ以前は06年度+2.9%、07年度+1.9%）。06年度中は、設備投資の余熱もあるため、景気拡大傾向は維持されると思われるが、07年度に入るとやや停滞感が強まるものとした。

ただし、この状態は04年後半から05年前半にかけて見られたような「景気の踊り場」的なものに近い状況であり、07年度下期以降は再び成長率が高まっていくものと考えている。

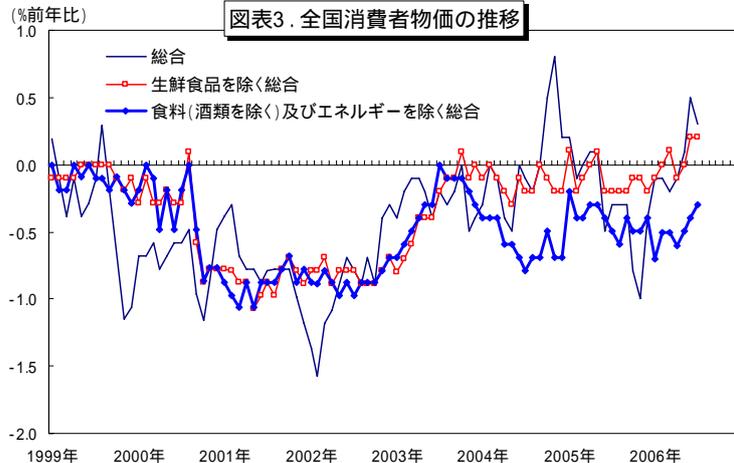
物価に関しては、8月発表分から消費者物価指数が05年基準へ改訂されたこと

によって、前年比上昇率が0.5%ptほど押し下げられたが、足許は辛うじて前年比プラスである状況は維持された。また、輸入インフレ分を遮断してホームメイド・インフレを示すGDPデフレーターも前期比ではプラスに転じており、まだ0.8%と大きめのマイナスが残っている前年比も年度内にはプラスに転じる可能性が見え始めた。

金融政策の動向・見通し

7月のゼロ金利政策解除後、マーケットでは次回利上げの予想時期が後ズレしたこともあり、早期利上げ観測はほとんど皆無の状況が続いている。とはいえ、福井総裁や須田・水野両審議委員は記者会見などの

図表3. 全国消費者物価の推移



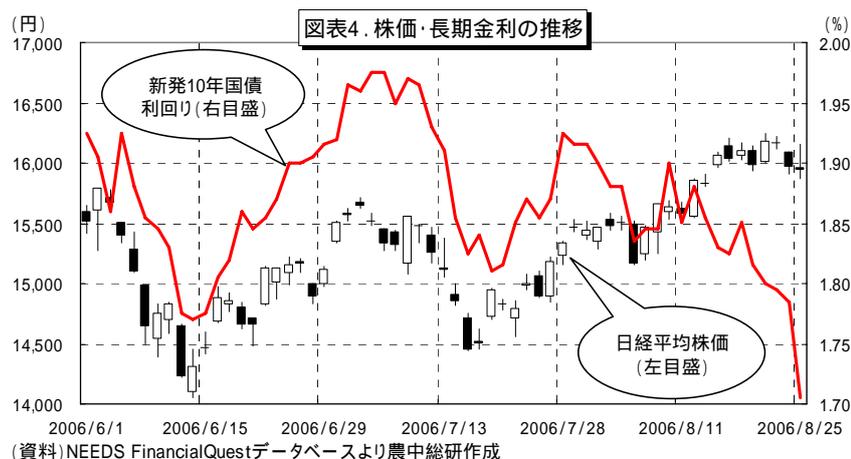
(資料)総務省「消費者物価指数」

場で、「金利調整をゆっくりと行うということは、年内の再利上げはないという意味ではない」という旨の発言をしており、日銀が求める物価安定の下での安定成長経路にとっての上振れリスク（具体的に

は企業設備投資）が高まれば、日銀は年内利上げに向けたシグナルを発する可能性もあるだろう。

ちなみに、日銀政策委員の中でも特にタカ派と目される水野審議委員は、10月末に公表予定の次回展望レポートで示す日銀独自の景気判断および景気シナリオ等がマーケットに浸透してから、日銀が動き始めても良いと述べており、タイミング的には早ければ11月との線も浮上した。10月初に発表になる日銀短観9月調査の内容（特に設備投資計画調査の修正具合）や前述した輸出動向の行方を精査しながら、金融政策の変更の可能性を探る必要があるだろう。

そうした中、8月25日に公表された消費者物価の基準年改訂によって、消費者物価の前年比上昇率がマーケットの想定以上に圧縮され、しかも欧米方式によるコア指数（食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合）では引き続き前年比マイナス状態であることが確認され、早期追加利上げは困難との見方が再び強まっている。更に、量的緩和解除がデフレ下で断行されたことも判明しており、今後の景気動向次第では政策判断が適切であったかについての議論が蒸し返される可能性もあるだろう。



市場動向:現状・見通し・注目点

以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。

債券市場

7月のゼロ金利政策解除前後から、投資家は「当面は利上げの可能性はなくなった」との安心感から、それまで金利上昇に備えて残高を落としてきた国債投資を再び活発化させたと見られる。とはいえ、先行きも息の長い景気拡大が続き、設備投資も堅調さを維持すれば、「金融政策の正常化」を目論む日銀としては、利上げを行うのに十分な理由付けになるはずである。また、水野日銀審議委員は長期金利水準が低すぎるとのメッセージを発しており、長期金利が上昇するのは不可避であるようにも思われる。

しかし、実際には7月下旬以降、ほぼ一貫して長期金利は低下傾向が続き、特に8月25日の消費者物価基準改訂の発表後、一時は3月下旬以来5ヶ月ぶりの水準である1.7%まで低下する場面も見られるなど、債券相場は堅調に推移している。

先行きについては、上述の景気・物価見通しからは景気拡大ペースが徐々に弱まっていく可能性がある他、連動性の高い海外

長期金利も足許でピークアウトする動きとなっており、なかなか上昇しづらい局面に入る可能性が高いものと思われる。

株式市場

堅調な企業業績や米国での利上げ打ち止め期待を背景に、7月中旬以降、株価は上昇傾向となっており、8月中旬には日経平均株価は約2ヶ月半ぶりに16,000円台を回復。もちろん、これは06年初の水準に戻ったに過ぎず、年初来高値(4月7日、17,563円)よりも1割程度割安な状況である。

なお、最近になって、王子製紙による北越製紙に対する敵対的TOBや、紳士服販売大手AOKIによるフタタに対する経営統合打診など、業界再編の動きも目立ち始めている。いずれも被買収企業による安定株主対策が功を奏し、買収企業にとっては成果が得られない結果となりそうな展開であるが、こうした動きを株価上昇の起爆剤として期待する向きも少なくない。

先行きは、マクロ的な需給改善から企業の価格設定力が高まりさえすれば、業績見通しに対する上方修正期待も強まる可能性がある。ただし、景気拡大テンポが徐々に鈍化していくとの見通しの下では、株価の上昇余地もそれほど大きくはないだろう。

為替市場

各国の金融政策の方向性に変化が見られ始めているが、政策変更に対する思惑が為替レート変動の主要因となっている状況は続いている。日米欧

の金融政策の現状及び先行きについては、米国は8月に約2年間続いた連続利上げを休止し、今後は予想される景気減速がインフレ懸念を沈静化させるかどうか注目が集まっている。日本は前述の通り、「金融政策の正常化」に向けて日銀としては淡々と利上げを行いたいところであるが、マーケットでは年内の追加利上げは困難と見る向きが大勢を占めている。一方、欧州では景気回復が本格化しつつある上に、物価上昇率がインフレ参照値(1%台後半)より高い状態が継続しており、8月に続いて年内にあと2回の追加利上げが見込まれている。

更に、9月にはG7やIMF・世界銀行などの国際通貨会議が集中開催されることもあり、世界的不均衡に対する警戒感から起因するドル安懸念も浮上する可能性があることを念頭に入れておく必要があるだろう。

以上から、当面、円レートは利上げ先送り観測から弱含むと見られるが、対ドルレートについては先行き日米金利差縮小への思惑も再浮上する可能性もあり、円高圧力が再び高まるとの見方を修正する必要はないだろう。実際に、米国金融政策の利下げ転換観測が強まってくれば、ドル安傾向が定着すると予想する。(2006.8.25現在)

