情勢判断

国内経済金融

2007 年前半の経済･物価の改善テンポは緩やかなままと予想

～次回利上げは物価持ち直し後の 10～12 月期～

南　武志

要旨

2 月末に発生した世界同時株安や米国経済指標の弱含み、サブプライム･ローン問題の浮上もあり、世界経済に対する先行き懸念が一時的に高まったが、3 月中旬にかけてそれらは収束する方向に向かっており、国内景気を腰折れさせるリスクは大きくないだろう。とはいえ、先進国経済がやや減速気味に推移していることもあり、07 年前半まではやや足踏み状態での推移が予想される。なお、今夏にかけて消費者物価が前年比マイナスになる可能性も高く、次回利上げは 10～12 月期と見込んでいる。

一方、マーケットは、株価が 10%近く調整したが、その後徐々に回復する動きを見せている。長期金利は売り手不在の中、緩やかな低下を辿った。為替レートは世界同時株安に伴い、円高シフトが見られたが、再び円安方向に戻る動きを見せている。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2007年 3月(実績)	2007年 6月(予想)	2007年 9月(予想)	2007年 12月(予想)	2008年 3月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.470	0.40～0.60	0.40～0.60	0.65～0.85	0.65～0.85
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.672	0.650～0.750	0.650～0.800	0.700～0.950	0.750～1.000
短期プライムレート		(%)	1.875	2.125	2.125	2.375	2.375
新発10年国債利回り		(%)	1.610	1.55～1.85	1.55～1.85	1.65～1.95	1.75～2.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	118.1	113～123	113～123	110～120	105～115
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	156.9	152～162	152～162	150～160	150～160
日経平均株価		(円)	17,480	18,000±1,000	18,250±1,000	18,750±1,000	19,000±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3月23日時点。

国内景気：現状･展望

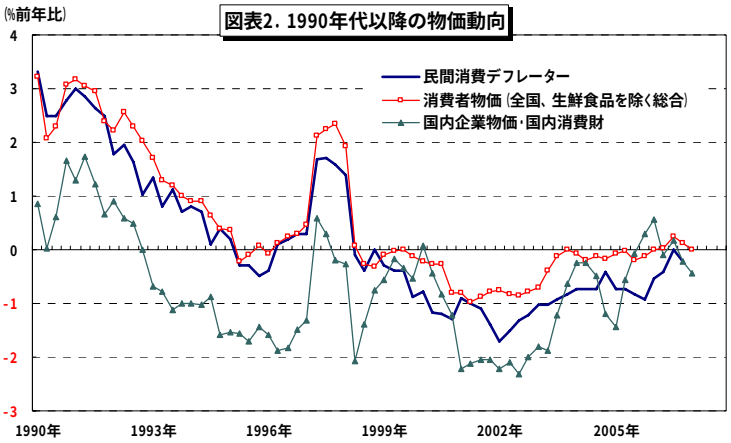
2 月 27 日に中国・上海株式市場が 9%近く下落したことを契機に世界同時株安が発生、これによって 07 年初頭から広まっていた世界経済、特に米国経済に対する楽観論が後退する動きが見られた。加えて、米国で信用力の劣る層を対象とした高金利型住宅ローン（サブプライム・ローン）での延滞率が上昇していることが明らかとなり、この問題が他セクターへ波及することを懸念する意見も浮上した。

とはいうものの、上述の懸念材料が米国をはじめ、世界的な景気失速をもたらす可能性は決して大きくはないと考えている。前者については、震源となった中国・上海株式市場は下落前の水準を取り戻しており、日米など先進国市場でも株価回復の動きが進展している。後者についても、米国金融機関の業績は底堅く推移するなど、サブプライム・ローン問題が金融システム全体を揺るがす状況には至っていない。当面は、世界的な資金フローに多少の混乱は残る可能性はあるが、こうした動きは徐々に収束していくものと思われる。

さて､07 年の日本経済を展望してみると、鍵を握っているのは引き続き「輸出」と「賃

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

金」と考えられる。このうち、輸出に関しては、OECD 景気先行指数の動きがやや緩慢になっていることもあり、米国・EU など先進国向けの輸出は伸び悩んでおり、そうした状態が当面は続く可能性がある。一方で、中国など新興工業国向けの輸出は堅調に推移しており、輸出全体を下支えすることが予想される。少なくとも07 年前半の輸出の伸びは緩やかなものに留まる可能性が高いだろう。



図表2. 1990年代以降の物価動向
(資料) 内閣府、総務省、日本銀行　(注)「1990年3月まで」と「1997年4月～98年3月」は消費税率の影響がある

一方、企業業績は好調さを維持しているが、家計部門にそれが波及しきれていない、との指摘も多い。そういう面で注目を集めていた 07 年春闘賃上げ交渉であるが、好業績の輸出製造業では徐々にベア復活も散見されるようになってきた。ただし、国内労働者の約 7 割近くが就労する中小企業においては、既に損益分岐点比率（対売上高）が上昇しており、また労働分配率も高止まりしている中で、労働コストを引き上げる余力はそれほど大きくないと見られる。短観などでは徐々に企業では人手不足感が高まっており、非正規従業員の賃金水準は上昇傾向を辿っているものの、依然として正規従業員の賃金を引き上げることに対しては慎重姿勢を維持している。いずれ賃金上昇率は高まっていく可能性があるが、そのためには現状 4%程度の失業率がもう一段低下する必要があるだろう。このように、賃金面から民間消費への刺激効果はそれほど強まらない可能性が高い。

このように、07 年前半の国内景気はやや足踏み状態となる可能性は否定できないものの、07 年後半以降になると米国をはじめとする先進国経済の景気回復力が強まっていくものと思われ、再び輸出主導型での景気改善が始まるだろう。当総研では、06 年 10～12 月期 GDP 第二次速報発表を受けて、日本経済見通しの改定を行ったが、2 月時点に発表した見通しと大きな変更はない（実質成長率は 06 年度+2.1%、07 年度+1.8%とした）。

一方、物価に目を転じると、一旦は前年比プラスに転じた消費者物価が再び水面下に沈む可能性が高まりつつある。国内企業物価の消費財価格はこのところ前年比マイナス幅を拡大させる傾向にあり、基本的に民間消費の弱さを反映している可能性が高い。もとより生鮮食品や石油製品を除けば、消費者物価は前年比マイナスの状態が続いてきた。しかし、最近の石油製品価格下落により、石油製品の物価押上げ効果が 2 月分ですべて剥落するものと思われる。今後も、国際原油市況（WTI 先物、期近）が現状の 60 ドル/バレル程度で推移すれば、07 年秋口まで全国コア CPI は前年比マイナス状態が続くものと思われる。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は 2 月に追加利上げに踏み切っ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

たが、その理由として、①フォワード・ルッキングの観点から経済・物価の改善が展望できる、②そうした状況下で、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着する場合、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分にゆがみが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある、ということを指摘している。折に触れて、福井総裁は 2～3 月にも消費者物価が再び前年比マイナスになる可能性があることを表明するなど、デフレ状態が完全に払拭されたわけではないことを暗に示唆しているが、それでも先行きの上振れリスクの顕在化を阻止することを最優先するスタンスを維持している。

こうした中、次の利上げ時期はいつごろになるかが最大の関心事となっている。上述した日銀のスタンスからは、足許の状況は多少悪くとも、先行きの改善が予想される以上、淡々と利上げする可能性は否定できない。しかしながら、①07 年前半の国内景気の改善テンポは緩やかなものに留まること、②実際問題として、消費者物価指数が前年比マイナス状態となる可能性が濃厚であること、もあり、利上げについては牽制されることが予想される。こうしたことを踏まえ、次回利上げ時期は 10～12 月期になるものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

2 月 27 日の中国株式市場の大幅下落を契機に世界同時株安が発生、日本株も大きく調整したほか、為替レートも円高方向にシフトする動きが見られた。一方、長期金利はそうした動きに大きな影響を受けなかったものの、緩やかな低下傾向を辿っている。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

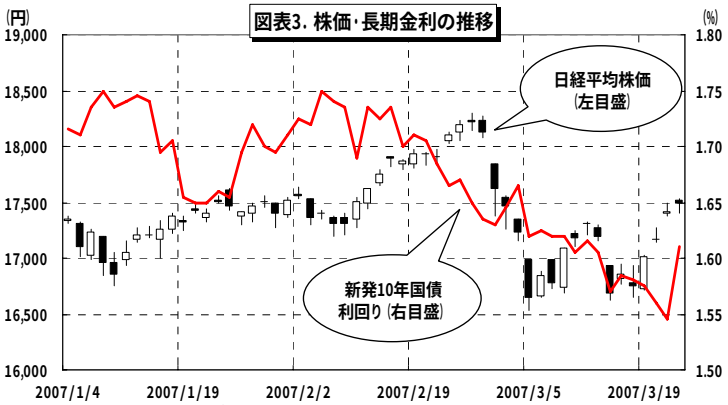
①債券市場

2 月に利上げが実施されたため、短期ゾーンの金利水準は上昇したものの、中期～超長期ゾーンは逆に低下傾向にあるなど、最近の欧米諸国での利上げ局面と同様にイールドカーブのフラット化が緩やかに進行している。

このように長期金利水準が低位安定での推移を続ける背景には、当面は景気・物価の改善テンポが大きく加速することはなく、利上げの頻度も約半年に 1 回程度であるとの見方が定着していること、07 年度国債発行額の大幅減額など良好な需給環境が続くことへの期待感を反映していると思われる。更にはデフレ色が残る中での利上げは経済・物価動向に抑制効果が働くことも意識されている可能性がある。

なお、07 年度上期にかけて消費者物価の前年比上昇率がマイナス基調を続けた場合には、長期金利は更に低下する場面も想定される。長期金利が再び上昇し始めるのは、経済・物価

図表3. 株価・長期金利の推移



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

動向に改善傾向が見られ始める 07 年度後半以降であろう。

②株式市場

日経平均株価は2月26日に年初来高値となる18,300円を一時的につけたが、世界同時株安に見舞われた結果、3 月 5 日には16,532円まで低下、約1割近くの水準調整を余儀なくされた。2 月下旬までの株高の背景には、堅調な企業業績や M&A など企業再編による株主価値の上昇などへの期待感などがあったことは間違いないが、「07 年上期は世界経済の成長テンポは緩やか」といった経済見通しと比べて、株価の上昇スピードが早過ぎた感は否めない。

ただし、震源とされる中国・上海株式市場は21日には下落前の2月26日の水準を回復しており、かつサブプライム・ローン問題など米国経済に対する過度の悲観論・慎重論も払拭される方向にあることから、先行きは徐々に堅調さを取り戻すものと予想される。

③為替市場

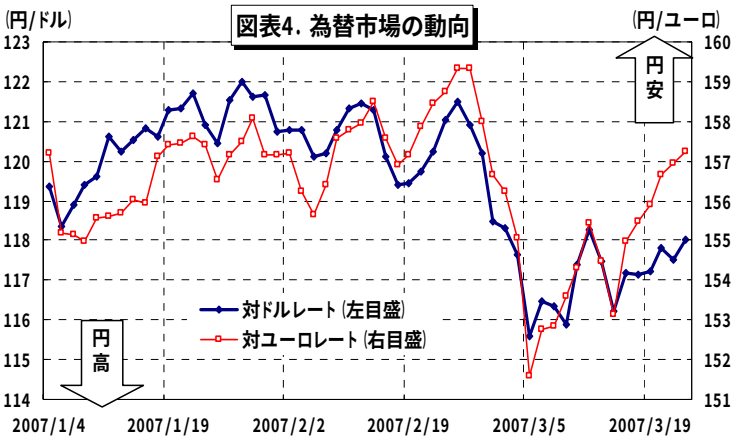
2月下旬から発生した世界同時株安の中、投資家のリスク回避行動が一時的に強まった結果、円安の原因とされてきた円キャリートレードの巻き戻しと見られる動きが強まり、為替レートは円高方向にシフトした。この背景には、①株安によって投資家のリスク許容度が低下し、円ショートポジションを解消したこと、②米国経済への悲観論から利下げ観測が台頭し、内外金利格差の縮小予想が強まったこと、などがあるだろう。

なお、世界同時株安が終息に向かうにつれて、内外金利格差はなかなか縮小に向かわないとの見方が戻りつつあり、一時 1 ドル＝115円台、1ユーロ＝150円台まで進んだ円高も、最近ではそれが修正される動きも始まっている。引き続き、為替レートの方向性については、日米欧の金融政策の現状及び先行き見通しに影響を受けやすい状態が続いているものと思われる。以下、日米欧の動向を見ていくと、米国では FRB は利上げ・利下げ両睨みの状況となっているが、少なくとも年内は現状の政策金利が据え置かれるものと見られる。日本では当面の利上げペースは緩やかと受け止められており、次回利上げは秋以降だろう。一方、ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）はインフレ警戒姿勢を崩しておらず、利上げ局面が当面は継続する可能性が大きい。

以上から、当面、対ドルレートは現状の110円/ドル台後半を中心に推移するものと見られるが、07年後半に日本で利上げ環境が整えば円高方向に動いていく可能性もあるだろう。一方、対ユーロでは引き続き弱含む方向で推移する可能性が高いだろう。

（2007.3.26 現在）

図表4. 為替市場の動向



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます