情勢判断

国内経済金融

物価下落継続見通しのもと、追加利上げを示唆する日本銀行

～次回利上げは物価持ち直し後の 10～12 月期～

南　武志

要旨

3 月「短観」では、企業経営者の景況感が 4 期ぶりに悪化したが、07 年度設備投資計画が底堅いものであることが判明するなど、当面の景気腰折れのリスクが小さいことを窺わせた。それ以外の月次経済指標を見ても、堅調だった鉱工業生産に一服する動きが見られる反面、民間消費には回復の動きが続くなど、強弱混在したものとなっている。景気展開としては、先進国地域向け輸出の伸び悩みもあり、07 年前半まではやや足踏み状態での推移が予想される。金融政策については、今秋まで消費者物価の前年比マイナス状態が続く可能性が高いことから、次回利上げは 10～12 月期まで見送られると予想する。

一方、マーケットは、株価、長期金利とも緩やかな上昇傾向が継続。2 月末に発生した世界同時株安に伴って円高シフトした為替レートは、再び円安傾向が強まった。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2007年 4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	(%)	0.523	0.45～0.60	0.45～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.649	0.640～0.740	0.650～0.800	0.700～0.950	0.750～1.000
短期プライムレート	(%)	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り	(%)	1.680	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)	118.7	113～123	113～123	110～120	105～115
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	161.6	155～165	157～167	155～165	153～163
日経平均株価	(円)	17,452	18,000±1,000	18,250±1,000	18,750±1,000	19,000±1,000

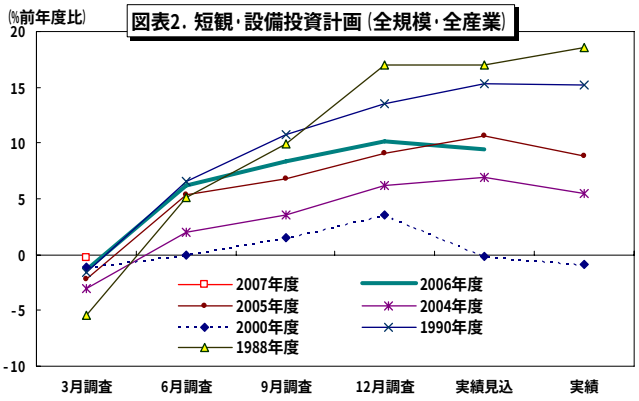
（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は2007年4月20日時点。

国内景気：現状・展望

4 月 2 日に発表された日銀「短観」3 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI が 23（前回 12 月調査時点から▲2pt）と、4 期ぶりの悪化となった。ちょうど調査期間中に株安・円高の進展があったほか、サブプライム住宅ローン問題の浮上などによる米国経済の先行き不透明感が強まっていたことも影響したと考えられる。

しかし、設備投資計画調査に目を転じると、引き続き企業の設備投資意欲が旺盛であることが窺える。2006 年度実績見込みは若干下方修正されたとはいえ、前年度比+9.5%（全規模全産業ベース、含む土地投資額、除くソフトウェア投資額、以下同じ）と高い伸びを確保している。更

図表2. 短観・設備投資計画（全規模・全産業）



（資料）日本銀行　（注）土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

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

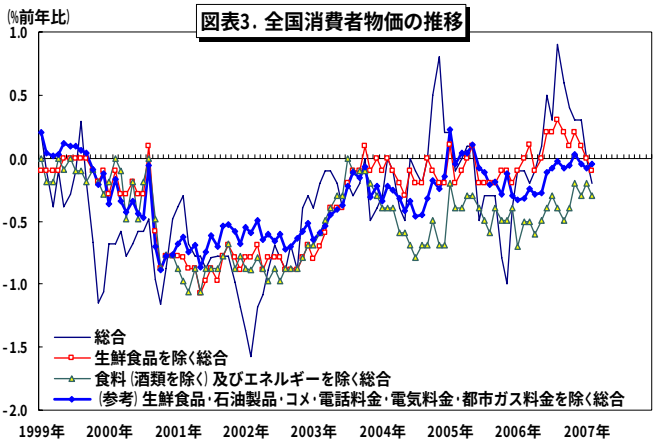
に 07 年度計画も同▲0.3%と、新年度入り前の調査としては底堅い数字であった。

3 月「短観」の内容を総括すれば、企業経営者のマインドは依然として高水準であり、当面は企業部門主導での景気拡大が続く可能性を示すものであったといえるだろう。

月次経済指標を眺めてみると、鉱工業生産が07年に入ってからやや低調な動きとなっている反面、低調だった民間消費関連指標にはやや明るさも見え始めている。もちろん、その源となる賃金にはさほど明るさも見えず、消費が景気の牽引役となるのは期待薄である。このように、強弱混在した経済指標の発表が相次ぐなか、景気の改善テンポはややスローダウンしている可能性が高い。

しかし、日本経済の先行きが更に停滞し、本格的な調整局面入りする可能性は薄いだろう。その鍵を握っているのは輸出動向であると考えられるが、米国・EU など先進国向けの輸出は伸び悩んでいるものの、中国など新興工業国向けの輸出は堅調であり、輸出全体としては今後とも底堅く推移することが予想される。ただし、07 年前半までは輸出の伸びに大きな期待はできず、国内景気もまたやや足踏み状態となる可能性は否定できない。

なお、07 年後半以降になると米国経済の調整が終了し、再び成長率を加速させていくことが想定されることから、日本も再び輸出主導により景気回復力が強まるだろう。当総研では 07 年度の経済成長率を+1.8%と予測している。なお、08 年度にかけても、世界経済の堅調な展開を前提に、概ね景気拡大局面が継続すると思われる。



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」を用いて農林中金総合研究所が作成

一方、物価に目を転じると、2 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が再び前年比マイナスとなるなど、原油高騰の影に隠されていた潜在的なデフレ圧力が顕在化している。もとより需給以外の要因で変動する傾向が強い生鮮食品や石油製品などエネルギーを除けば、消費者物価は前年比マイナスの状態が続いていた。

さらに、最近の石油製品の値下がりにより、石油製品の物価押上げ効果が剥落し、2 月には前年比マイナスに転じている。小麦価格やタクシー料金など一部の消費財・サービスに値上げの動きがあるものの、国際原油市況（WTI 先物、期近）が現状の 60 ドル/バレル前後で推移するのであれば、07 年秋までコア CPI の前年比マイナス状態は続く可能性が高いだろう。

金融政策の動向・見通し

上述の通り、2 月のコア CPI が前年比マイナスとなるなど、デフレからの完全脱却が未だ果たされぬまま、日本銀行は追加利上げに踏み切ったことが明らかとなった。しかし、福井総裁は「今後とも、経済・物

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

価情勢の変化に応じて金融政策を適切に運営」する、つまりは利上げを行っていく構えを繰り返し表明するなど、早くも追加利上げに向けた意欲を示している。

また、足許および目先の物価下落に関しては、石油製品価格下落に拠るものであり、これは実は日本経済にとって好材料だと評価している。しかし、一時的・特殊要因を除けば依然として消費者物価がマイナス基調で推移していることについては全く触れず、かつ上述のロジックを用いれば、06 年 6～12 月にかけてのコア CPI 上昇の主因であった石油製品価格上昇は日本経済には悪影響が及ぶリスクがあったはずのところを、逆にゼロ金利解除に踏み切るといった政策判断を下すなど、説明責任について疑問符がつくような面も見られる。これらに対し、フォワードルッキング的手法という名の下に、裁量的な政策運営の度合いを強めているのではないかとの批判も一部にはある。

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焦点となっている。日銀は、目先の消費者物価は弱含む可能性があるが、先行きは物価上昇率が高まる「はず」、としており、足許の物価が下落していても利上げを決断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り、利上げ環境が整わない、②現実問題として、物価下落が続く中での利上げは牽制される可能性が高い、と予想される。こうしたことを踏まえ、次回利上げ時期は 10～12 月まで見送られるものと予想する。

なお、4 月 27 日には日銀の 07～08 年度の経済・物価見通しとそのリスク評価を盛り込んだ『展望レポート』が公表予定である。3 月短観での強い設備投資意欲や最近の地価動向などに対する日銀の認識に注目したい。

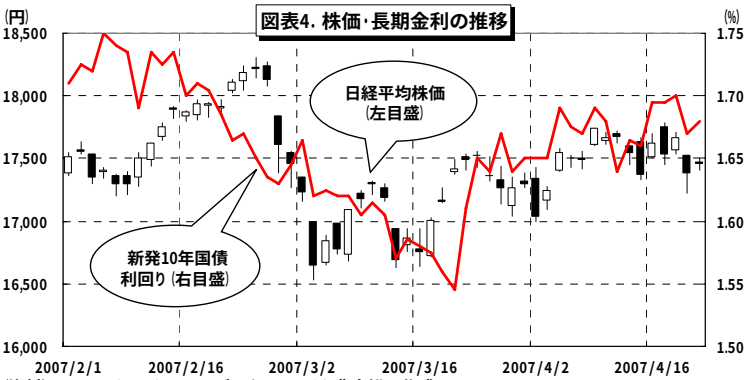
市場動向：現状・見通し・注目点

①債券市場

3 月中旬にかけて長期金利（新発国債 10 年物利回り）は低下傾向を辿り、一時 1.545%となる場面もあったが、その後はレンジを上方に切り上げて、概ね 1.6%台後半でのもみ合いとなった。2 度にわたる利上げもあって、短期ゾーンには上昇圧力がかかっているものの、中期～超長期ゾーンまで金利上昇が波及せず、この数年の欧米諸国での利上げ局面と同様、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のまま推移を続ける背景には、①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、②07 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、③先進国での高齢化進展に伴う長期資金への運用ニーズの高まりなどを反映している、といった指摘もある。④更にはデ

図表4. 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

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実際にマイナス基調を続けた場合には、長期金利は再び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

各国の株式市場が、2 月末に発生した世界同時株安の直前水準を回復する中、日本株の出遅れが目立っている。

3 月短観の業績見通しなどを見ても明らかなように、本邦企業の利益予想はやや保守的なものとなっている。これは、将来的に下方修正をして株価が下落するよりは、上方修正の可能性を残しておくほうがまし、という企業側の「論理」に基づく面もあるが、投資家自身も今後の企業業績に対して慎重になっていることの表れであろう。

先行きについては、米国など北米と日本の経済がやや足踏み状態を続ける可能性が高いが、年後半には再び成長力を回復させていくものと想定される。また、4 月中旬から始まっている 3 月期決算発表における業績見通しも決して弱いものにはならないものと思われる。さらに、5 月には 1 年間延期された三角合併の解禁が予定されており、引き続き M&A 期待に伴う買い意欲も底堅く推移するものと思われる。

③為替市場

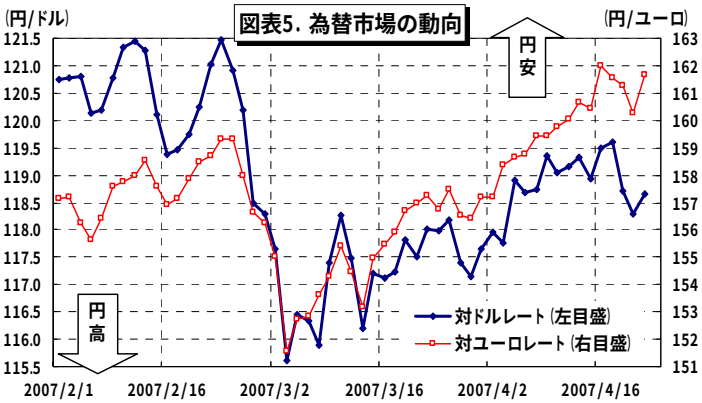
2 月下旬から 3 月上旬にかけて、一旦は世界同時株安に伴う円キャリートレード解消観測などから円高シフトが進行した為替レートであるが、国際的な資金フローが落ち着くにつれて、再び円安傾向が強まってきた。ただし、ドルの対ユーロレートも緩やかに低下するなど、ユーロ独歩高という側面も見受けられる。こうした為替変動の背景には、日米欧の金融政策の現状及び先行き見通しに対する思惑があり、「金利格差」をテーマとする状況が続いている。

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おり、当面は現状の政策金利が据え置かれるものと見られる。日本では利上げペースは緩やかなままと受け止められており、次回利上げは秋以降との予想が大勢である。一方、欧州中央銀行（ECB）はインフレ警戒姿勢を崩しておらず、6 月にも追加利上げが実施される可能性が高い。

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徐々に円高方向にシフトし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ものと予想する。

（2007.4.23 現在）

図表5. 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