

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 07 年度上期は経済・物価とも力強さを欠く展開に

～追加利上げ時期は10～12月期と想定～

南 武志

#### 要旨

1～3月期の実質 GDP は民間消費と輸出が堅調に推移したことで、年率+2.4%としっかりした成長率を達成した。しかし、景気循環の主導的役割を担う民間企業設備投資が前期比マイナスとなった他、鉱工業生産など企業活動関連の月次指標も悪化するなど、企業部門の弱さが意識され、先行き不透明感を浮上させる結果となった。なお、この状況は一時的であり、米国経済が再び回復力を強めていく 07 年度下期には脱却するだろう。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もあり、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、長期金利ともボックス圏での展開が継続。為替レートは、対米ドル、対ユーロとも緩やかに円安が進行している。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2007年				2008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 (%)	0.526	0.45～0.60	0.45～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.656	0.64～0.74	0.65～0.80	0.70～0.95	0.75～1.00	
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	1.55～1.80	1.55～1.85	1.65～1.95	1.75～2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.7	113～123	113～123	110～120	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.6	158～168	160～170	155～165	153～163
日経平均株価 (円)	17,705	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5月23日時点。

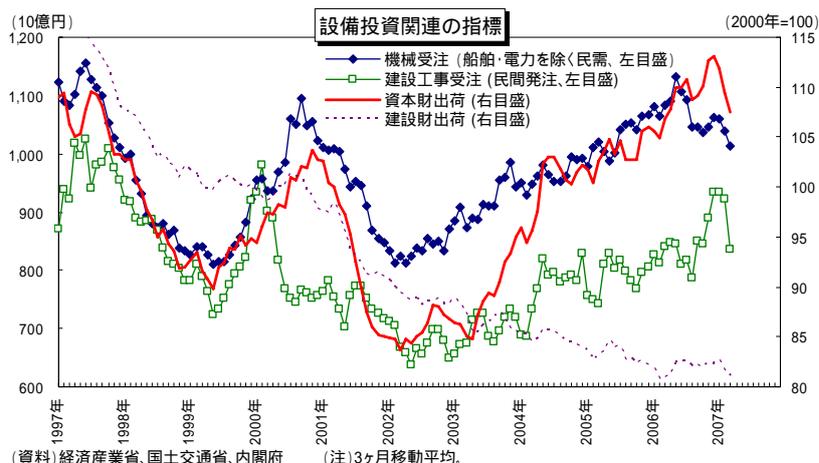
#### 国内景気:現状・展望

しばらく前まで「企業から家計への波及の遅れ」が持続的な景気拡大に与える懸念材料として指摘されることが多かったが、1～3月期はこれまで景気回復の主導的役割を果たしてきた企業部門にブレーキがかかる格好となった。先月号で紹介した日銀短観3月調査でも代表的な指標である大企業製造業の業況判断DIは4期ぶりに悪化した他、1～3月期の鉱工業生産、機械受注(船舶・電力を除く民需)は前期比で1.2%、0.7%と、いずれもマイナスだった。

こうしたなか、5月17日には1～3月期

の GDP 第一次速報が発表されたが、民間消費と輸出が好調だったため実質成長率こそ年率+2.4%と底堅い数字となったが、民間企業設備投資が前期比0.9%と、5四半期ぶりにマイナスに陥ったことが判明した。06年7月以降、機械受注など発注ベースの統計が低調に推移していることを考慮すれば、進捗ベースに換算される GDP 統計上の民間企業設備投資は引き続き減少する可能性が高く、当面は景気が足踏みするとの懸念が強まる結果となっている。

ただし、これは日本経済の調整局面入りの予兆ではないと判断している。というの



小麦粉・果汁など食料品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見られるようになってきたが、国際原油市況(WTI 先物、期近)が現状の65ドル/バレル前後から大きく上昇しない限り、07年秋までコアCPIの前年比マ

は、米国経済はやや不調ながらも、中国など東アジア経済や欧州経済はその影響をあまり受けず、堅調に推移しており、日本からの輸出増勢は持続する可能性が高いからである。輸出環境さえ良好さを保てれば、ハイテク業種の在庫以外は目立った調整余地がなく、逆に成長余力が十分残っている日本経済は拡大基調を続ける可能性は高いだろう。

当総研の経済見通しとしては、07年度前半の景気展開は力強さに欠けたものになるが、07年後半以降になると米国経済における調整も終了し、再び成長率を加速させていくことが想定され、それに伴って日本の景気回復力も強まると予想する。08年度もこの動きが続くだろう(詳細は後掲『2007～08年度経済見通し』を参照のこと)。

一方、物価に目を転じると、3月の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が前年比0.3%となるなど、マイルドなデフレ状態が今なお残っている。ベース部分の「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合」がマクロ的な需給改善ペースの鈍さもあって、前年比下落が続いているほか、06年10月以降の石油製品価格の値下がりの影響を受けている。最近では、

イナス状態は続く可能性が高い。

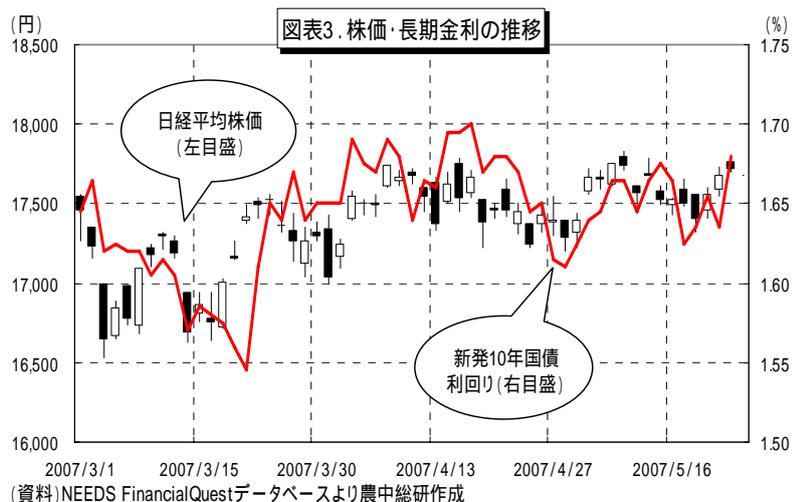
### 金融政策の動向・見通し

日本銀行は、06年3月に量的緩和政策を解除して以降、年に2回公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」をベースに、政策判断を行っていく方針を示しているが、その直近分が4月末に公表されている。これによれば、景気の先行きは「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるも、息の長い拡大を続け、物価も前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみるとプラス幅が次第に拡大する」との見通しとなっている。一方、こうした見通しに対する上振れリスクとして「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ような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある」ことを指摘するなど、今後とも経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで利上げを行うことを明確に示した。ただし、足許および1～2年後の物価見通しが「中長期的な物価安定の理解」で示されている平

均+1%程度の物価上昇率から大きく乖離していることや、福井総裁が「金融政策の正常化」のための利上げであることを示唆するなど、展望レポートと政策運営との関係に疑問を呈する向きがあるとともに、現状の政策運営は日銀の裁量性が強く働いているとの指摘も少なくない。

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。マーケットでは、日銀の追加利上げ意欲が根強いこと、これまでの半年に1回のペースが維持されること、さらには、日銀が08年3月の福井総裁退任までに「政策金利水準1%」を確保したいとのではないかとの思惑などから、参院選後の8~9月にも追加利上げを予想する意見もある。しかし、実際にはその時期の利上げは困難と考える。

福井総裁は、総合的に判断した上で先行きの経済・物価情勢が改善することが見込まれる場合には、たとえ足許の物価が前年比マイナスであっても、利上げの障害にはならない、と表明しているものの、物価下落が続く中で利上げ実施のためには、その前後に発表される経済指標が概ね改善傾向を示すなど、景気拡大局面が明らかに継続していることが前提であることは言うまでもない。前述した当総研の経済・物価見通しからは年度前半には利上げ環境が整わないことが見込まれることから、追加利上げ時期は10~12月期まで見送られると予想する。



### 市場動向:現状・見通し・注目点 債券市場

3月下旬以降、長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね1.6~1.7%という狭いレンジ内でもみ合いが続いている。日銀が追加利上げへの意欲を示し続けている中、長期金利水準が低位安定で推移を続ける背景には、当面の経済・物価情勢は低調気味に推移し、改善テンポが大きく加速することはない、利上げの頻度もこれまでの半年に1回程度のペースから早まることはないとの見方が定着している、金融機関貸出がそれほど伸びているわけではなく、国債運用ニーズが根強い反面、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、先進国での高齢化進展に伴う長期運用ニーズの高まりなどを反映している、といった理由が指摘されている。

なお、07年夏場にかけてコアCPIが前年比マイナス状態を継続し、早期利上げ予想が後退すれば、長期金利が再度低下する場面もあるだろう。ただし、07年度後半には経済・物価動向が改善し始め、追加利上げの可能性が高まることから、長期金利も上昇が始まるものと予想する。

## 株式市場

世界各国の株式市場が年初来高値を更新する中、日本株は日経平均株価が3月中旬以降17,000円台のボックス圏内で推移するなど、出遅れ感が目立っている。

この理由として指摘されるのが、企業側の業績見通しとアナリスト予想との乖離が大きいことである。企業サイドとしては、後々業績見通しを下方修正することで株価が下落するよりは、当初は保守的な見通しを出して、将来的な上方修正の可能性を残しておくほうがマシ、という意識が働いているものと思われるが、投資家サイドも4~6月期四半期決算を見極めたいとの慎重姿勢が強いこともあるだろう。

冒頭で指摘した通り、07年前半は企業部門を中心に民間需要はやや低調な展開が予想されるものの、年度後半には再び成長力を回復させていくことが見込まれる。今後、企業業績の上方修正も十分想定されるほか、引き続きM&Aなど企業再編への期待に伴う買い意欲も底堅く推移することから、次第に株価も上値を試す展開となっていくものと予想される。

## 為替市場

為替レートの円安傾向が定着している。これは米ドルやユーロに対してだけでなく、ほとんどの通貨に対して減価傾向となっており、日銀が試算する「実質実効為替レート」によれば、最近ではプラザ合意(1985年9月)以前の水準に接近する状況となっている。

なお、日米欧間については、引き続き金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑が為替レート変動の主因であり、「金利格差」への注目度が高い。一方、07年1~3月期の日本の経常収支黒字は4.5%と21年ぶりの高水準となるなど、本来であれば円高反転に対する懸念が高まるところであるが、最近はこのことに伴う円高リスクはほとんど考慮されなくなっている。

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受け止められており、次回利上げは8~11月にかけて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、対米ドルレートは現状の120円/ドルを中心に推移するものと見られるが、07年度後半に日本が追加利上げをすれば徐々に円高方向にシフトしていくものと予想する。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。(2007.5.24現在)

