

情勢判断

国内経済金融

マーケットは8～9月の追加利上げを意識するが・・・

～07年度上期中の国内景気は足踏み状態が継続と予想～

南 武志

要旨

1～3月期 GDP の第2次速報では、民間企業設備投資が上方改定されたものの、微増に留まるなど、これまでの増勢テンポは大きくスローダウンしている。4～6月期は民間消費、設備投資、輸出の伸びが前期に比べ、いずれも鈍化する可能性が高く、全般的に低成長に甘んじるだろう。ただし、こうした停滞は一時的であり、米国経済が再び回復力を強める07年度下期には脱却するものと思われる。マーケットでは8月利上げを強く意識した展開となっているが、前述の景気展開や8～9月の消費者物価の前年比マイナスの可能性などから、次回利上げは10～12月期まで見送られるとの見方に変更はない。

一方、マーケットは、日経平均株価が18,000円台での展開となるなか、長期金利は世界的な金利上昇や早期利上げ観測が強まったこともあり、一時1.985%まで上昇する場面もあった。為替レートは、対米ドル、対ユーロとも緩やかな円安進行が継続している。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2007年			2008年		
	6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 (%)	0.513	0.45～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85	0.95～1.35	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.707	0.65～0.80	0.75～1.00	0.85～1.10	1.00～1.40	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	2.125	2.125	2.375	
新発10年国債利回り (%)	1.895	1.80～2.05	1.85～2.05	1.85～2.10	1.85～2.15	
為替レート	対ドル (円/ドル)	124.1	115～125	110～120	105～115	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	166.3	160～170	155～165	153～163	150～160
日経平均株価 (円)	18,188	18,500±1,000	18,750±1,000	19,000±1,000	19,250±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2007年6月22日時点。

国内景気: 現状・展望

5月に発表された機械受注(3月実績、4～6月期見通し)やGDP第一次速報(1～3月期)によって、これまで景気牽引役であった民間企業設備投資が頭打ちとなり、先行きも弱い状態が続くとの観測が広まった。加えて、4月の鉱工業生産も大幅上昇を見込んでいた生産予測指数とは裏腹に、2ヶ月連続の前月比マイナスとなるなど、好調だった企業部門の足踏みが意識され始めた。

こうしたなか、6月4日には1～3月期の

法人企業統計季報が発表されたが、上述の通り、弱いと思われていた設備投資が堅調に推移したことが判明するなど、やや悲観的だった景況感を多少なりとも上方修正する方向に作用した。実際、11日に発表されたGDP第2次速報では、民間企業設備投資は上方修正され、全体の実質経済成長率も同+0.8%へと引き上げられている。ただし、その民間企業設備投資は前期比+0.3%の微増に留まるなど、それまでの増加基調からの減速感是否めない。06年夏場以降、調整

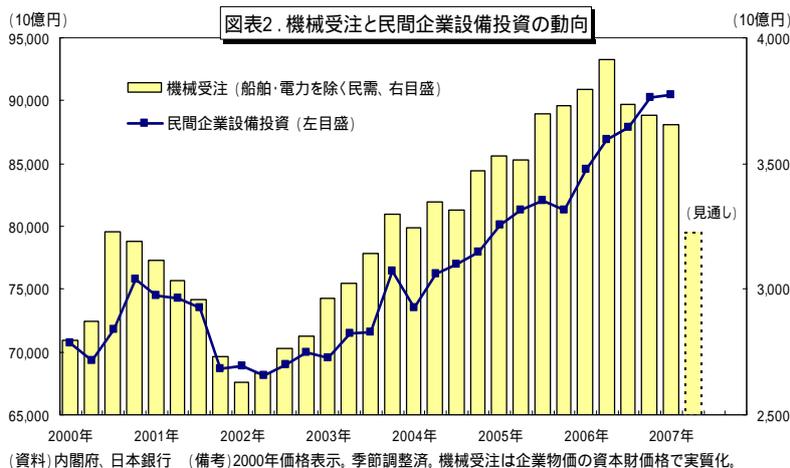
気味に推移する機械受注統計を考慮すれば、07 年前半の民間企業設備投資は弱含みで推移する可能性が強い。

更に、20 日に発表された 4～6 月期の法人企業景気予測調査では、すべての規模別・産業別カテゴリーの景況判断 BSI(「上昇」・「下降」%)がマイナスに転じるなど、景況感が悪化方向であることが明らかとなっている。

ただし、これは日本経済の調整局面入りを意味するものではないと思われる。というのは、米国経済は不振ながらも、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ておらず、全体として輸出の増加基調は維持されているからである。輸出環境さえ良好さを保っていれば、ハイテク業種の在庫以外は目立った調整余地がなく、むしろ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。

なお、当総研では、前述の 2 次 QE 公表を受けて、5 月に公表した経済見通しの改定作業を行ったが、「07 年度上期の景気展開は力強さに欠けたものになるが、年度下期以降は米国経済の持ち直しが想定され、それに伴って日本の景気回復力も強まる。08 年度にかけても景気拡大が持続する」との景気シナリオや主要予測値を修正する必要はないとの結論に至っている(詳細は後掲『2007～08 年度経済見通し(2 次 QE 後の改訂)』を参照のこと)。

一方、物価面では、4 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 0.1%となるなど、マイルドなデ



フレ状態が続いている。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ベースの鈍さもあって前年比下落が続いているほか、06 年度上期の物価を大きく押し上げた石油製品価格が落ち着いていた影響が大きい。なお、このところ食料品や外食サービス、タクシー料金など一部の消費財・サービスの値上げ報道がされているほか、石油製品も再び値上がりするなど、それまで想定されていたほどコア CPI の前年比下落率が大きくはならない可能性が強まっている。とはいえ、明確に消費者物価上昇率がプラス基調となるのは年度下期以降になるだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行の政策委員 9 名の中でもタカ派に位置づけられる水野審議委員が、時事通信のインタビューの中で、7 月に行う展望レポートの中間評価が政策変更の契機になりうる、次回の利上げ(第 3 次)だけではなく、第 4 次、第 5 次の利上げも意識すべきである、などと発言したことを皮切りに、マーケットでは一気に早期利上げ観測が高まりを見せた。

しかし、14～15 日に開催された 6 月の金

融政策決定会合は、全員一致で現状維持を決定したほか、直後の福井総裁定例会見では利上げ判断については慎重に行う姿勢を見せたこともあり、次回7月の利上げ観測は大きく後退している。ただし、マーケットには、日銀の追加利上げ意欲は根強いこと、半年に1回の利上げペースは維持されること、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%」を確保したいとののではないかとの思惑などから、参院選直後の8月にも追加利上げを行い、その後も年末年初にかけて再利上げを行う、との意見も根強く残っている。

たしかに、かねてから福井総裁は「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蓋然性が高いと判断した場合には、たとえ足許の経済・物価指標が弱くとも、利上げ判断の障害にはならない」と表明しているが、実際には8~9月あたりでの利上げ決定は困難ではないかと考える。

第2次利上げを巡っても、マーケットでは06年末あたりの利上げ予想が浮上していたが、足許の個人消費・消費者物価の動きに弱さが見られていたため、それらが改善する兆しが見えるまで利上げ判断は見送られ、07年2月までずれ込んだ。前述の通り、当総研の経済・物価見通しによれば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、次回利上げ時期は10~12月期まで見送られるものと思われる。

市場動向:現状・見通し・注目点



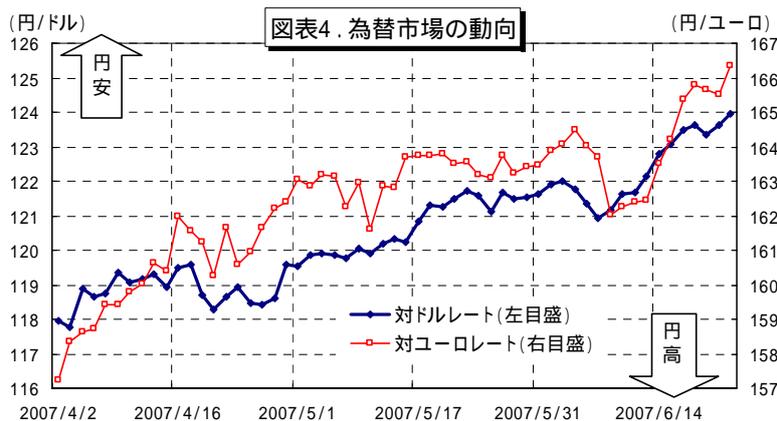
債券市場

世界的な長期金利上昇傾向や早期利上げ観測の高まりを受けて、永らく1.6%台で推移していた長期金利(新発10年物国債利回り)は5月下旬以降上昇傾向を強め、11ヶ月ぶりに1.9%台後半まで上昇した。その後は、海外金利の落ちつきや7月の利上げの可能性が後退したこともあり、上昇傾向には歯止めがかかったが、1.9%前後といった高止まり状態は続いている。

なお、今回の長期金利上昇には、当面の経済・物価情勢はそれほど強い展開にはならず、マーケットが意識する8~9月の追加利上げをサポートする材料が乏しいこと、などから、行き過ぎの側面が強いものと思われる。中期的には長期金利が上昇することは避けられないと思われるが、それが本格化し始めるのは経済・物価動向が改善し始める年度下期以降であろう。今後の経済指標次第では、追加利上げ予想時期が後ズレする可能性もあり、一時的に長期金利が低下する場面もあるだろう。

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で出遅れ感が目立っていた日本株も、6月に入ってから日経平均株価も18,000



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

円高を回復する動きを見せるなど、徐々に上昇傾向が強まり始めた。

冒頭でも触れたように、企業部門、特に製造業部門ではやや停滞感もあるが、年度下期の景気再加速を見込めば、07年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は十分あるだろう。また、最近では一部に、減価償却制度の見直しに伴う収益圧迫圧力があるとの見方もあるが、キャッシュフローベースで見れば、実質的にはそれまでと変わらないはずである。今後の業績見通しの上方修正や M&A など企業再編への期待感などから、引き続き株価は底堅く推移するものと予想する。

為替市場

為替レートは緩やかな円安進行が継続中である。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しており、日銀が試算する「実質実効為替レート」では、急激な円高が進展する契機となったプラザ合意(1985年9月)直前とほぼ同水準になっている。ま

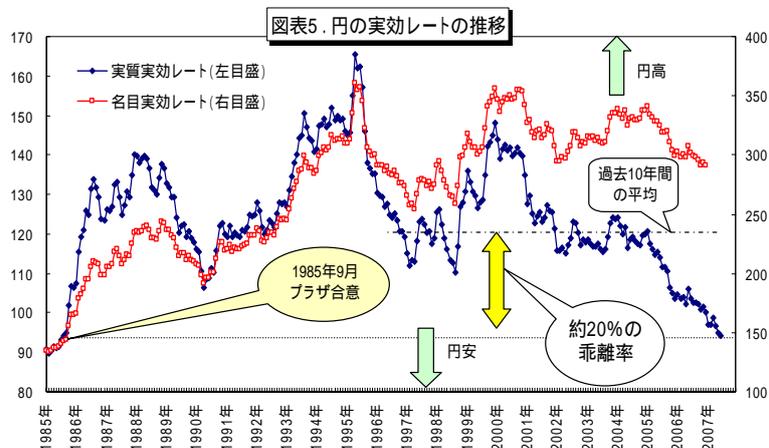
た、為替レート変動の主要テーマとしては「金利格差」への注目が続いており、各国の金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑が取り沙汰されていることが多い。

以下、日米欧の「金利格差」要因を見ていきたい。

米国では一部マーケットで浮上していた年内利下げ観測が大きく後退しているが、連邦準備理事会(FRB)は利上げ・利下げ両睨みの姿勢を続けており、当面は現状の政策金利が据え置かれるものと見られる。日本では第3次利上げに加え、利上げペースの加速が意識され始めている。また、欧州中央銀行(ECB)はインフレ警戒姿勢を崩しておらず、6月に続き、9月にも再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/ドル台前半で推移した後、日本の第4次以降の利上げの可能性を織り込みながら、徐々に円高方向にシフトしていくと予想する。一方、対ユーロでは引き続き弱含みで推移する可能性が高いだろう。

(2007.6.25 現在)



(資料)日本銀行 (注)単位:1973年3月=100