

情勢判断

国内経済金融

経済・金融情勢見極めに時間が必要、利上げは年内見送りへ

～ただし、国内景気・物価情勢は緩やかながらも改善すると予想～

南 武志

要旨

4～6 月期の法人企業統計季報で設備投資額が大幅減となったことを受けて、前期比 +0.1%と辛うじてプラスだった経済成長率は一転、3 四半期ぶりのマイナスへと下方修正された。先行きについても、サブプライム問題の震源である米国経済を中心に世界経済に対する不透明感が高まっており、07 年度下期以降の輸出主導による景気再加速シナリオはやや抑えられたものになる可能性が高い。物価も今しばらくは小幅ながらも前年比下落状態が続く見込みである。07 年度上期中の追加利上げが見送られた金融政策であるが、利上げ判断には世界的な金融市場混乱の沈静化に加え、米サブプライム問題が実体経済に与える悪影響は限定的であることを確認する必要性が出てきており、早くとも 08 年 1～3 月期まで先送りされる可能性が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2007年		2008年		
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.520	0.50	0.75	0.75	1.00
TIBORユーロ円 (3M) (%)	0.840	0.80～0.95	0.85～1.10	0.95～1.15	1.10～1.30
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	1.50～1.80	1.70～2.00	1.80～2.10	1.85～2.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	105.0	110～120	107～117	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.0	155～165	153～163	150～160
日経平均株価 (円)	16,312	17,500±1,000	18,000±1,000	18,250±1,000	18,500±1,000

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

(注) 無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2007年9月21日時点。

国内景気・現状・展望

9 月 3 日に発表された 4～6 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベースの設備投資額（ソフトウェア投資を含む）は前年比▲4.9%の減少となった。法季では例年 4～6 月期に調査対象企業の入れ替えが行われるが、今回の改定では 06 年度中は均すと前期比+2.2%のペースで増加が見られた総資産が、一転して同▲4.4%と大きく減少するなど、サンプル替えの影響は無視し得ない。一方で、不動産業・リース業など、相対的に金利に対して敏感と見られる

業種での減少が目立つなど、06 年 3 月に転換された金融政策の影響が出ている可能性も否定できない。

この法季を受けて、4～6 月期の実質経済成長率の第 2 次速報（以下、2 次 QE）が 9 月 10 日に発表された。1 次 QE では、民間消費や輸出は減速したものの、民間企業設備投資が伸び率を高めたこともあり、前期比年率+0.5%とプラスを確保していた。しかし、2 次 QE では民間企業設備投資が大幅下方修正され（前期比▲1.2%の 2 四半期連続のマイナス）、全体の成長率も 3 四半期ぶ

りのマイナス成長（同年率▲1.2%）へ引き下げられた。

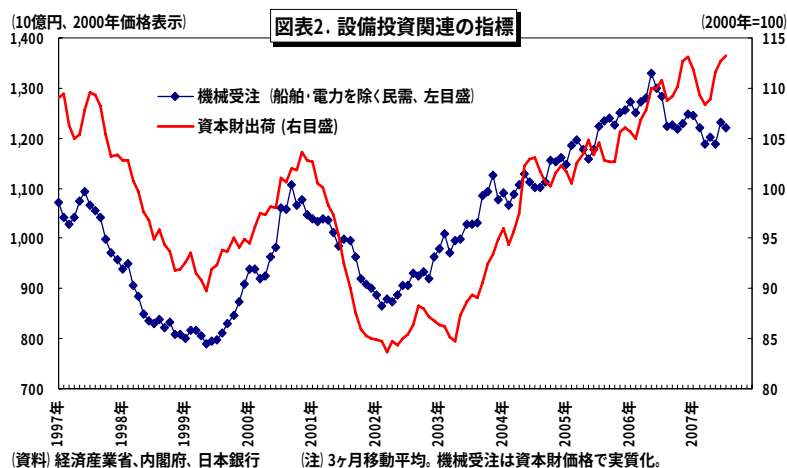
先行きの注目は、民間企業設備投資がこのまま調整局面を続けるのか、それとも持ち直しが見られるのか、という点である。ただし、「短観」などビジネスサーベイでの設備投資計画調査が堅調であることや、先行

指標である7～9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）が3四半期ぶりに前期比プラスになることがほぼ確実であることなどを考慮すれば、徐々に持ち直していく可能性が高いものと思われる。

また、国内景気の牽引役として期待される輸出動向については、米サブプライム問題などによって成長減速傾向である米国やEU向け輸出にやや低調さが残る可能性はあるが、中国などアジア経済の自律性の強まりから、新興国向け輸出は底堅く推移する可能性は高い。

以上を踏まえれば、経済成長率は、7～9月期以降は再び高まっていくものと思われる。米サブプライム問題の実体経済への悪影響が懸念されるが、インフレ懸念に留意しながらも各国中央銀行が景気配慮姿勢を強めていることもあり、今後も対応を誤らなければ実体経済への影響度は限定的なものに留まると想定している。国内需要に力強さが欠ける日本経済であるが、輸出環境が底堅く推移すれば、徐々に回復力が備わっていくものと思われる。

当総研では、冒頭で紹介した4～6月期第2次QEの発表を受けて、8月に公表した日本経済見通しの下方改定を行った。従来か



ら想定していた「07年度下期以降は輸出増勢が強まり、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。」との見方は基本的には変更しないが、その勢い自体はやや抑えられたものになると予想する（詳細については後掲「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、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が2月以降、半年に渡って前年比下落が続いている。ガソリンなど石油製品、航空運賃、外国パック旅行のほか、食料品や外食サービス、タクシー料金などが既に値上げされているものの、前述の通り、マクロ的な需給改善ペースの鈍さからベース部分の「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」が小幅ながらも下落幅を拡大させるなど、デフレ脱却は未だに実現できていない。ただし、国際原油市況の高騰を受けて、当面はガソリン価格が高止まる可能性が高いこともあり、11月以降、コアCPI上昇率は再び水面上に浮上するものと思われる。

金融政策の動向・見通し

米FRBが金融政策の軸足をプルーデンス

政策(金融システム安定化)からマネタリー政策(景気配慮)へとシフトさせつつある中、日本銀行の政策判断に注目が集まっている。8月に続き、9月の金融政策決定会合でも利上げ判断は見送られることとなったが、福井総裁は経済・物価情勢は4月に公表した展望レポ

ートに概ね沿って動いており、今後もそれに沿って動いていくなれば金利調整が必要になるとの見解を示すなど、利上げ時期を模索する動きは今なお続けているものと推察される。

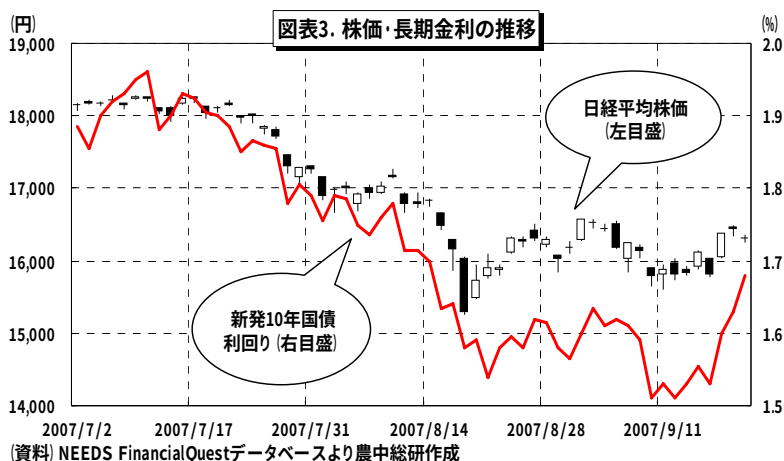
では、利上げが可能になる条件とはいかなるものであろうか。国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況であることは言うまでもないが、8月の利上げ見送りの理由として挙げられた「世界的な金融市場の混乱」が沈静化することも必要であろう。更には、米サブプライム問題が米個人消費などへ与える悪影響が限定的であることがしっかりと見極められなければならないと思われる。

米サブプライム問題の震源である住宅市場の調整は07年末もしくは08年初頭までは続く可能性があり、調整終了の目処が立つまでは利上げ判断は困難であろう。その結果、第3次の利上げ時期は08年1～3月期まで後ズレするものと予想する。

市場動向:現状・見通し・注目点

①債券市場

8月中旬以降、米サブプライム問題の拡大に伴い、海外市場で「質への逃避」によ



って長期金利が低下したが、その流れの一環として日本の長期金利(新発10年物国債利回り)も一旦織り込んだ0.25%の追加利上げとその後の利上げペースの加速を、剥落させる格好で急速な低下が見られた。9月10日には、一時量的緩和と政策解除前の06年2月以来となる1.5%まで低下する場面も見られた。

市場では、年内の利上げは困難との見方も浮上しているが、前節で触れたように、日銀が追加利上げを模索していることには変わりはない。しかも政策金利水準は既に0.5%に引き上げられていることを考慮すれば、1.6%台の長期金利は水準として低すぎる面があるのは否めない。今しばらくは、経済・物価情勢の明確な改善が見られない可能性もあり、低位安定状態が続くものと思われるが、中期的に長期金利が上昇することは必至であろう。なお、これまでの「行き過ぎた」金利低下の反動による金利急上昇リスクには十分注意したい。

②株式市場

8月中旬以降に表面化した米サブプライム問題によって世界的に株価下落が強まり、日本株(日経平均株価)も一時15,000円台

前半まで下落するなど、年初来安値を更新した。その後は、様々な政策対応が打ち出されたこともあり、徐々に持ち直す動きも散見されているが、上値が重い状況は続いている。

元々、国内株式市場は外国人投資家頼みである面が強いが、海外市場に比べて割高感があったほか、低調な国内景気・物価、参院選後の政治混迷や福田新政権における「改革路線」の後退懸念、外資系投資ファンドによる M&A 案件に対する司法当局の判断など、国内株式への魅力度が低下している可能性も高い。

なお、これまで述べてきたように、足許では停滞気味に推移する企業部門、特に製造業部門も、年度下期以降に景気再加速が始まることを見込めば、現状程度の為替レート水準（1ドル＝110円台半ば）が継続したとしても 07 年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は低くはない。今後の業績見通しの上方修正期待などから、株価は緩やかながらも持ち直す動きが継続するものと予想する。

③為替市場

米サブプライム問題の勃発により、8 月中旬以降、低金利通貨の円を調達し、高金利通貨で運用する、いわゆる「円キャリートレード」に伴う円ショートポジションを解消する動きが強まり、それまで全面的な円安傾向が続いてきた日本円は急騰した。なお、最近では、株価の戻りに歩調を合わせて若干円高が修正される動

きも見られている。

為替市場では相変わらず「金利格差」要因への注目が支配的であると思われ、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、為替レート変動の主役であり続けるだろう。

以下、日米欧の今後の金融政策動向を見ていきたい。米国では、8 月の公定歩合の緊急利下げに続き、9 月 18 日の FOMC では政策金利の 0.5%引き下げを実施したが、市場では更なる利下げも視野に入れた動きとなっている。日本では、前述のとおり、年内の利上げ観測は後退しているが、日銀は依然として追加利上げ意欲を見せている。一方、9 月利上げが濃厚であった欧州中央銀行（ECB）では、米サブプライム問題によって当面の利上げが困難になったと市場は受け止めている。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートはしばらく 115 円/ドル前後で推移した後、日米金利差が縮小する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、ECB による利上げの可能性を見極める動きが残ることから、一時的には円が弱含む可能性もあるだろう。（2007.9.25 現在）

