情勢判断

国内経済金融

米サブプライム問題の見極めもあり、年内の利上げは困難

～国内景気・物価情勢は緩やかながら改善が続くと予想～

南　武志

要旨

07 年前半は停滞気味であった輸出、鉱工業生産などに改善の兆しが窺えるほか、日銀短観 9 月調査でも企業の景況感は高い水準が保たれ、設備投資意欲も引き続き底堅いことが確認できた。ただし、先行きは、米サブプライム問題に伴う世界経済の減速懸念が残っていることもあり、日本経済の再加速が順調に進展することは見込めず、景気回復感をあまり伴わずに推移する可能性が高い。一方、物価面では食料品、エネルギーを中心に値上げの動きが強まっており、年末に向けて前年比プラスに転じると見られるが、マクロ的な需給改善テンポは鈍く、インフレ率が加速的に高まる可能性は低いだろう。

日銀による利上げについては、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があり、08 年以降にずれ込むものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目		2007年 10月(実績)	2007年 12月(予想)	2008年 3月(予想)	2008年 6月(予想)	2008年 9月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.499	0.50	0.75	0.75	1.00
TIBORユーロ円 (3M)	(%)	0.843	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	(%)	1.565	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)	114.3	110～120	107～117	105～115	105～115
為替レート　対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	162.6	155～165	153～163	150～160	150～160
日経平均株価	(円)	16,358	17,250±1,000	17,750±1,000	18,250±1,000	18,250±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10月24日時点。

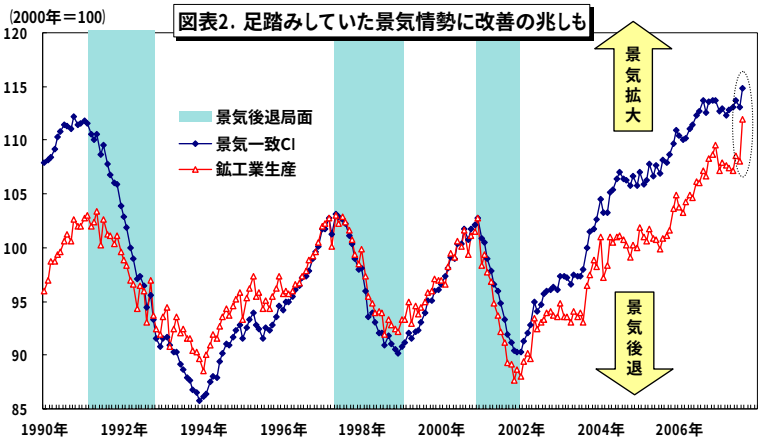
国内景気：現状・展望

2007 年に入ってからの国内景気は、企業部門を中心にやや足踏みする状況が続いていたが、夏場にかけてそこから脱却する動きが見られ始めている。8 月の貿易関連や生産関連の統計には、7 月の中越沖地震に伴って一時的にストップした自動車生産が後ズレした影響が強く出ているが、こうした要因を除いても両指標には改善の動きが見られている。輸出数量の増勢の強まりを受けて、8 月の鉱工業生産は過去最高（従来は 06 年 12 月）を 8 ヶ月ぶりに更新している（図表 2）。

また、10 月 1 日に発表された「日銀短観 9 月調査」からも、代表的な大企業製造業の業況判断 DI が 23（6 月調査時と変わらず）と、企業経営者の景況感は良好な状態が保たれていることが確認できた。更に、夏場以降に米サブプライム問題が表面化したなかで、07 年度の設備投資計画調査も概ね上方修正されるなど、設備投資意欲も引き続き底堅いといえるだろう。

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

ただし、大企業非製造業や中堅・中小企業の景況感は悪化するなど、企業規模や業態の違いによる温度差が再び乖離し始めていることにも注意しておく必要がある。民間消費を中心とした国内需要の拡大テンポに依然として加速する兆しが見えないことが主因と見られる。



図表2. 足踏みしていた景気情勢に改善の兆しも

(資料) 内閣府資料より農中総研作成

また、米サブプライム問題が燻り続けるなか、輸出の裏づけとなる世界経済の先行きに懸念が残っており、その輸出に停滞感が強まってくれば、改善の兆しが見えてきた国内景気も再び足踏みしてしまう可能性も高い。最近では、発展著しい中国など東アジア経済の自律性が強まっているとはいえ、世界経済全体の約 3 割を占める米国経済動向は無視できない。なお、焦点の米サブプライム問題については、引き続き、各国中央銀行がインフレ懸念に留意しながらも景気に配慮する姿勢を続けていることもあり、今後も対応さえ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。

以上を踏まえれば、日本経済は世界経済減速懸念を抱えつつも、緩やかなペースで拡大するものと予想するが、景気回復感はなかなか伴ってこないだろう。

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 7 ヶ月連続で前年比下落となっている。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」が下落状態を続けるなど、デフレ脱却は未だに実現できていない。

なお、先行きについては、食料品の値上げ継続や国際原油市況の高騰を受けたガソリンなどエネルギー価格上昇が予想されることから、11 月分以降、コア CPI 上昇率は再び水面上に浮上する可能性が高い。しかし、携帯電話通話料やデジタル家電など耐久消費財での物価押し下げ圧力が根強く、マクロ的な需給環境の大幅な改善も見込めないことから、インフレ率が高まっていく姿を見通すことは依然困難な状況である。

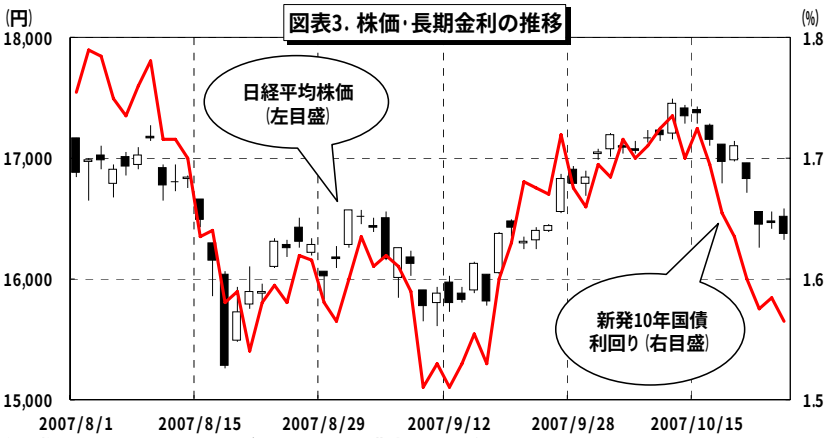
金融政策の動向・見通し

日本銀行は、米サブプライム問題に伴う世界経済の先行き不透明感を認識しつつも、日本経済の成長シナリオ自体は崩れていないとの見方を表明し続けている。こうしたことから、一旦は利上げ観測も大きく後退したが、9 月下旬から 10 月中旬にかけては再び利上げを意識する動きが見られた。

しかし、米地区連銀経済報告（ベージュブック）では成長減速が報告されたほか、震源の米住宅市場では調整が進行中である

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

こともあり、最近、再び実体経済への悪影響を懸念する向きが強まっている。10 月 19 日に開催された先進 7 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）で採択された共同声明では、世界経済のファンダメンタルズは引き続き堅調としつつも、米サブプライム問題をめぐる市場の混乱が世界経済の下振れリスクになっているとするなど、前回 4 月に示された世界経済に対する楽観的な認識を修正している。なお、欧米中央銀行は景気配慮型の政策運営へと舵を切ったものの、有効策が打ち出されているとはいえないこともあり、日銀にとっても利上げのハードルは高くなったようにも思われる。



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

なお、利上げの条件としては、①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、②世界的な金融市場の混乱が沈静化する、③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確認できる、などが必要であろう。10 月末に公表が予定される「展望レポート」では、上記の点についての政策委員の見解がまとめられ、第 3 次利上げに向けての仕切り直しが行われることになるはずである。

米サブプライム問題の震源である住宅市場の調整と金融市場の不安定な状態は少なくとも 08 年初頭まで続く可能性があり、それらの収束を確認するまでは利上げ判断は見送られる可能性が高い。次回利上げ時期は 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

9 月上旬には一時 1.500%まで低下した長期金利（新発 10 年国債利回り）であるが、その後は堅調な株価に牽引される格好で上昇に転じ、10 月 9 日には一時 1.745%となる場面も見られるなど、1.7%絡みの相場展開が定着したかに見られた。この背景には、米追加利下げを期待した株価上昇、米サブプライム問題に対する楽観論などがあったように思われる。しかし、10 月下旬にかけては再び世界経済の減速懸念が強まり、長期金利は再び 1.5%台に低下するなど、ややボラタイルな展開となっている。

追加利上げの見通しはなかなか立たないものの、前節で触れたように、日銀が追加利上げを模索しているのは間違いなく、そういう面では、1.6%前後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。とはいえ、今しばらくは利上げの条件が整わないことから、変動を伴いながらも総じて低水準の金利環境が続くものと思われるが、08 年に入ればどこかのタイミングで追加利上げの可能性を織り込み、長期金利が上昇

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

し始めることは必至であろう。

②株式市場

8 月中旬には米サブプライム問題の表面化に伴い、一時 15,000 円台前半まで下落した日本株（日経平均株価）であるが、その後は米国政府の政策対応や各国中央銀行の景気配慮スタンスへの移行したことなどを好感し、米サブプライム問題に対する楽観論も浮上する場面もあった。そのため、10 月中旬にかけて世界的に株価が大きく上昇、日本株もやや出遅れ感は否めないが、これに牽引される格好で持ち直す場面も見られた。しかし、10 月下旬にかけては再び悲観論が台頭して世界的に株価が下落し、更には再び円高が進展したこともあり、日本株も調整している。

ただし、上述の通り、「緩やかながらも企業部門主導での景気回復局面が継続する」との景気シナリオに立てば、為替レート水準が大幅に円高に振れることがない限り、07 年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は決して低くはない。今後の業績見通しの上方修正期待などから、株価は徐々に持ち直す動きが強まるだろう。

③為替市場

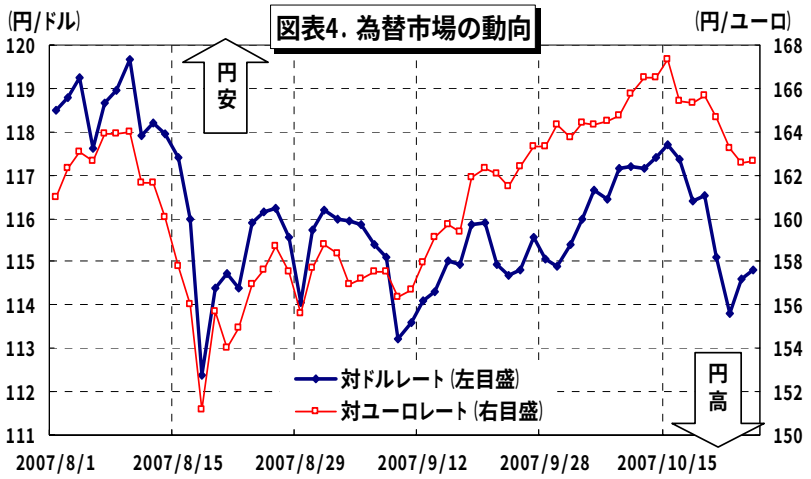
8 月中旬にかけて急騰した日本円であるが、その後は「金融市場の混乱」が更に悪化するという事態は回避できたこともあり、一時「米サブプライム問題は峠を越えた」との観測も浮上するなど、株価の戻りに歩調を合わせて再び円安方向に向かう動きも見られた。しかし、米金融機関の四半期決算での損失額が予想対比大きかったことや米住宅市場の調整が続いていることなどもあり、足許では再び円高に向かう動きが強まった。

なお、為替市場では相変わらず「金利格差」要因が支配的であり、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為替レート変動の主役と見られる。以下、日米欧の今後の金融政策動向を見ていくと、米国ではインフレ懸念が残るものの、景気減速懸念も根強く、市場では追加利下げを視野に入れている。日本では、日銀は相変わらず追加利上げ意欲があるが、市場は当面は困難との見方を強めている。欧州中央銀行（ECB）も利上げの意思を示しつつも、米サブプライム問題によって今しばらく利上げは困難と受け止められている。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは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、対ユーロでも、ECB による追加利上げの可能性を見極めつつも、徐々に円が強含んでいくものと思われる。

（2007.10.25 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