情勢判断

国内経済金融

2008年7～9月期まで利上げ環境は整わないと予想

～物価はプラスに転じるが、国内経済は景気回復感なき展開が継続～

南　武志

要旨

夏場以降、景気の牽引役である輸出･生産動向に改善の動きが見られるが、米サブプライム問題の影響により、10～12月期以降は世界経済の成長減速が目立ち始めるものと予想される。加えて、日本では改正建築基準法に伴う建築確認業務の混乱もあり、住宅着工の大幅減が当面の景気の下押し要因として作用し続けるだろう。物価は食料品、エネルギーを中心に値上げの動きが強まっており、近々コアCPIが前年比プラスに転じると予想されるが、国内景気は当面の間は改善テンポが鈍い状態が続くだろう。

内外の金融市場は、世界経済の減速懸念もあり、「質への逃避」的な動きが強まっており、「株安･金利低下･円高」が進行している。こうした情勢を受けて、日銀の追加利上げ時期は大幅に後ずれすると予想する。利上げ判断のためには、少なくとも米国経済の調整に一定の目処が立つ必要があるだろう。

図表1．金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月			2007年		2008年		
			11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		(%)	0.499	0.50	0.50	0.50	0.75
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.846	0.80～0.95	0.80～0.95	0.85～1.00	0.95～1.20
短期プライムレート		(%)	1.875	1.875	1.875	1.875	2.125
新発10年国債利回り		(%)	1.415	1.40～1.75	1.50～1.80	1.60～1.90	1.75～2.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	108.8	105～115	103～113	100～110	100～110
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	161.6	157～167	155～165	150～160	150～160
日経平均株価		(円)	14,888	16,000±1,000	16,250±1,000	16,500±1,000	17,000±1,000

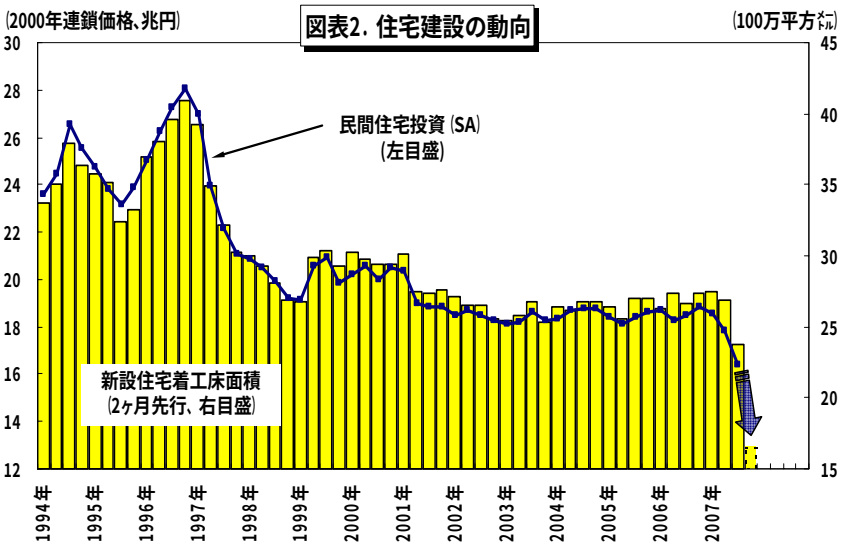
(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
(注) 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物は誘導水準。実績は2007年11月22日時点。

国内景気：現状･展望

米国ではサブプライム住宅ローン問題に伴う流動性逼迫や主要金融機関による多額の損失計上などによって、個人消費など実体経済に対する悪影響が懸念される状態が続いている。一方、国内でも改正建築基準法の施行による建築確認業務の混乱もあって新設住宅着工がマンションなどを中心に大幅な落ち込みを見せるなど、07年下期になって内外の経済動向は「住宅市場の調整」に頭を悩ませる状況となっている。さりとて、夏場以降の国内景気は、年前半に見られた足踏み状態から脱却する動きが続いており、これまでのところ、「住宅市場の調整」が景気悪化をもたらしていることを示唆する経済指標はあまり散見されていない。

10月の貿易統計によれば、対米輸出は金額ベースでは前年比▲1.5%と2ヶ月連続、数量ベースでは同▲3.2%と8ヶ月連続で、ともにマイナス状態となっている。しかし、水準としては9月に大幅に落ち込んだ後に持ち直す動きを見せるなど、米国経済が一

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



図表2. 住宅建設の動向

(資料)国土交通省、内閣府
(注)着工床面積は「着工」と「進捗」の時間差を考慮、着工床面積の07年10～12月期分は当総研予測。

長減速の可能性を加え、07 年度の実質成長率を前年度比+1.4％、08 年度を+1.8%と、いずれも下方修正した（後掲「2007～08 年度改訂日本経済見通し」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）は 9 月まで 7 ヶ月連続での前年比下落となっているが、今秋以降、国際商品市況高騰の影響もあり、食料品・エネルギーを中心に値上げが本格化し始めている。こうした動きを受けて、11 月分以降のコア CPI 上昇率は再び前年比プラスに転じてくる可能性が高い。しかしながら、低調な民間消費動向を考慮すれば、マクロ的な需給環境の大幅な改善が当面は見込めず、ベース部分のインフレ率が徐々に高まっていく姿を見通すことは依然困難な状況である。

方的に落ち込んでいるというわけもない。また、それを補う格好で、EU・アジア向けの輸出が堅調に推移しているため、全体としての輸出増勢は維持されている。つまり、輸出依存の高い経済成長を続ける日本経済にとって、好環境が保たれているといえる。

もちろん、こうした環境が将来的にも保証されているわけではない。米国の住宅市場の調整は年明け以降も継続する可能性があるほか、このところ消費者マインドの悪化の度合いが強まるなど、米国経済の先行き減速懸念は根強い。その影響を受けて、足許で増加基調にある輸出・生産動向も、今後は勢いがかなり抑えられたものになると予想される。賃金を通じた「企業から家計への波及」、さらには「生産・所得・支出の循環」が目詰まりを起こしている日本経済にとっては、08 年度上期を中心に景気回復感がなかなか伴わない展開が続くだろう。

当総研では、11 月 16 日に公表された GDP 第一次速報を受けて、日本経済見通しの改訂を行った。なお、従来の見通しと比較すると、住宅投資の落ち込みと世界経済の成

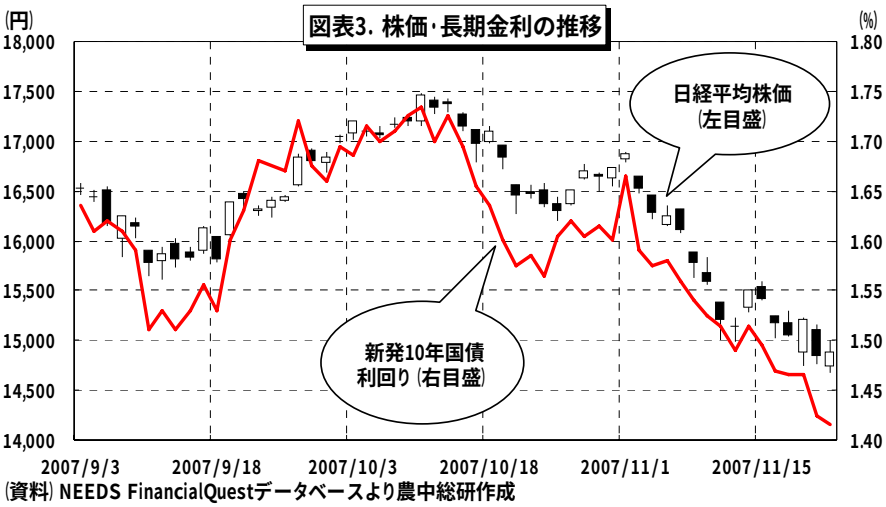
金融政策の動向・見通し

日本銀行は、10 月 31 日に、当面の金融政策運営の基礎資料となる「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を公表した。内容的には、米サブプライム問題に伴う世界経済減速といった下振れリスクにふれながらも、それらが日本を含むその他地域へ及ぼす悪影響は限定的であり、日本経済の成長シナリオは依然崩れていないとの見方を維持している。また、経済・物価情勢の改善の度合いに応じた金利調整が必要との認

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

識を示すなど、引き続き追加利上げ時期を模索していることも再確認された。

しかし、バーナンキ米 FRB 議長は、10～12 月期以降、米国経済は顕著に減速し、それが 08 年前半まで続くとの見方を示すなど、米国経済の先行きを懸念する意見は根強い。また、内外の主要金融機関でのサブプライム問題に伴う損失見込み額が膨張する傾向にあることも、世界的な信用収縮が本格化し、ひいては実体経済へ悪影響を及ぼすのではないか、といった悲観的な見方を強めることにつながっている。



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

欧米中央銀行がインフレ警戒姿勢を続けながらも、信用秩序維持や景気悪化の阻止に本腰を入れ始めている以上、日銀が独自判断で利上げを決断できる状況にはないと見るのが妥当であろう。少なくとも米国経済の調整に一定の目処が立つまでは利上げ判断は見送られる公算が強いと思われる。次回の利上げは早くても「08 年 7～9 月期」へと、これまでの「08 年 1～3 月期」から予想時期を半年ほど後方に予想を変更する。

市場動向：現状・見通し・注目点

①債券市場

10 月下旬にかけて一旦は上昇する動きを見せた長期金利（新発 10 年国債利回り）であるが、傾向的には、6 月 13 日につけた 1.985%をピークにほぼ一貫した低下局面が続いている。特に、11 月に入ってからは、米サブプライム問題に対する懸念が強まった結果、「質への逃避」的な様相を強め、22 日には一時、05 年 9 月以来となる 1.4%割れとなるなど、金利低下傾向に拍車がかかっている。

日銀による追加利上げ観測は大幅に後退したとはいえ、長期金利が量的緩和政策解除前の水準で定着するには、先行き日本経済が失速し、利下げ観測が浮上する必要があると考えられるが、実際にはそこまで想定している市場参加者はほとんどいないのではないだろうか。つまり、現状の 10 年 1.5%割れという金利水準は、標準的な経済・物価シナリオに対して下振れしている可能性が高い。それゆえ、いずれ、景気に対する過度の悲観論が後退する過程で、長期金利は上昇するものと予想するが、米サブプライム問題の根は深いことから、今しばらくは変動を伴いながらも総じて低水準の金利環境が続くだろう。

②株式市場

10 月後半には米国での連続利下げの期待感を背景に、日本株は持ち直す動きが見ら

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

れ、日経平均株価は 17,000 円に迫る状況であった。しかし、11 月に入ると米サブプライム問題に伴う海外金融機関の損失懸念が再燃したこと、円高ドル安が進行したこと、建設・建築関連指標の悪化傾向が強まっていることなどが、株価下落要因として作用し始めている。その結果、日経平均株価は年初来安値となる 15,000 円割れとなるなど、冴えない展開となっている。

ただし、現状はかなり悲観的な見方が市場全体を覆っている状態であり、今後も円高傾向が続いたとしても、「国内景気は失速せずに持ち堪える」との景気シナリオに立てば、割安感も醸成されつつある日本株に対する再評価が出てくるものと考える。もちろん、米サブプライム問題が再び注目されることで、年明け後に再び下落する可能性は否定できないが、年末にかけて一旦は持ち直す動きも出てくると予想する。

③外国為替市場

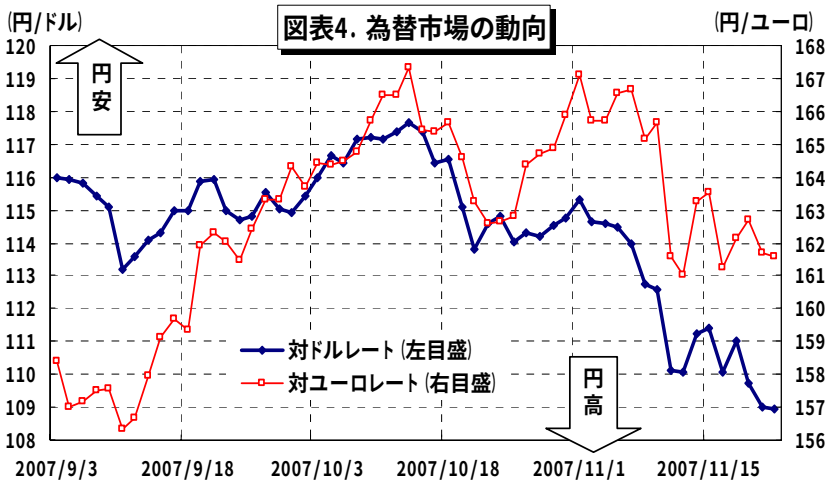
外国為替市場は、米国経済の減速懸念やそれに伴う利下げ観測の強まりを受けて、ドルの全面安といった様相が強まっている。10 月中旬には「米サブプライム問題は峠を越えた」との観測も浮上するなど、株価の戻りに歩調を合わせて再び円安方向に向かう動きも見られたものの、その後は米サブプライム問題の深刻さへの認識が再び強まり、11 月下旬にかけて 05 年 6 月以来の水準となる 1 ドル＝108 円台まで円高が進行した。

先行きについては、これまでの為替レート変動の主要因であった「金利格差」要因を基に考えるのが引き続き有効であると思われる。以下、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についてふれながら為替レートの見通しをしてみたい。

まず、米国では原油高などインフレ懸念が残るものの、金融システム不安や景気減速に対する懸念も根強く、市場では来年初頭にかけて漸次利下げを実施することを視野に入れている。日本では、昨今の金融情勢から、市場の日銀による追加利上げの予想時期は大幅に後ろ倒しされている。欧州中央銀行（ECB）もインフレ警戒から利上げの意思を示しつつも、景気減速懸念もあり、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、円高基調が続くと予想する。一方、対ユーロでは、ECB による追加利上げの可能性を見極めつつ、現状の 1 ユーロ＝160 円台前半を中心とした展開が続くと思われる。（2007.11.22 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