

情勢判断

国内経済金融

世界経済の成長減速により、08年の国内経済は厳しい情勢

～ 次回利上げ時期は早くとも08年7～9月期以降～

南 武志

要旨

日銀短観 12月調査では、企業経営者の景況感の悪化が見られた。米サブプライム問題の広がりにより、米国経済は少なくとも08年前半は景気減速の状態が続くと見られるが、その影響を受けて世界経済全体も成長鈍化が見られ、日本の輸出は停滞気味に推移するものと思われる。また、「企業から家計への波及」が進んでおらず、民間消費の本格的な回復が期待できない08年の日本経済は厳しい情勢となることが予想される。

内外の金融市場は、米サブプライム問題への対策が発表されたことで、一時期強まっていた「質への逃避」的な動きはやや解消したが、サブプライム問題の収束までにはまだ時間がかかる見込みである。こうした内外の経済・金融情勢を踏まえれば、日銀の追加利上げ時期は08年7～9月期まで後ずれするものと予想する。また、長期金利も08年を通じて2%未満の状態で見込まれる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2007年		2008年			
	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.504	0.50	0.50	0.75	0.75	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.864	0.80～0.95	0.85～1.00	0.95～1.20	0.95～1.20	
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 (%)	1.485	1.45～1.75	1.55～1.85	1.65～1.95	1.70～2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.3	103～113	100～110	100～110	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.0	155～165	150～160	150～160	150～160
日経平均株価 (円)	15,030	15,750±1,000	16,250±1,000	16,750±1,000	17,250±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12月19日時点。

国内景気: 現状・展望

米サブプライム問題の広がりによる世界経済の先行き懸念の高まりに加え、国内でも改正建築基準法施行後の混乱によって建築着工の激減が続くなど、日本経済の先行きへの不安要素が徐々に多くなっている。

こうしたなか、12月14日には日銀短観12月調査が発表された。かねてから、賃金を通じた「企業から家計への波及」が進んでいないことや食料品・エネルギーなど生活必需品価格の値上がりなどを背景に消費

者マインドの悪化が見られていたが、冒頭に触れたような企業環境の不安材料が企業経営者の景況感を冷やし始めていることが確認できた。

企業収益についても、前回9月調査までは年度下期は増益見通しであったが、今回12月調査では減益見通しへと下方修正されている。さらに、輸出製造業にとって重要な想定為替レート(07年度下期: 1ドル=113.79円)も、足許の水準よりもやや円安気味の設定であるなど、今後の為替相場次

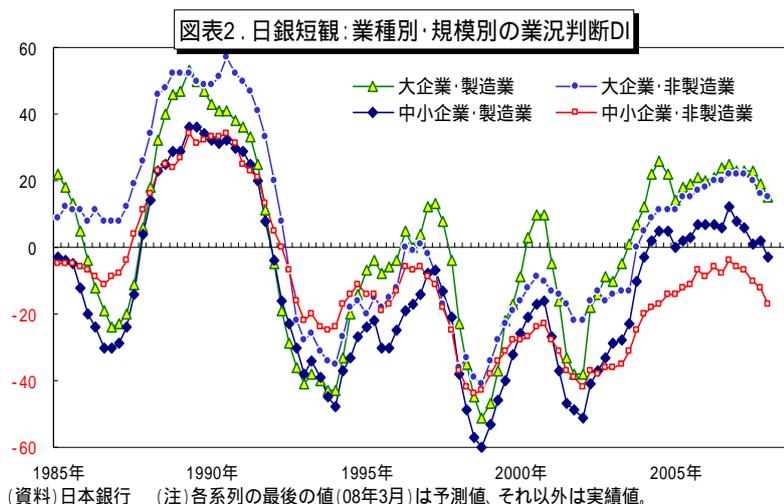
第では業績や設備投資計画の下方修正の可能性も否定できない内容である。今回は大企業ほど景況感の悪化が見られなかった中小企業も、次回以降は悪化が波及していく可能性にも留意が必要だろう。

最近では、エコノミストの間で、米国と日本を含むその他の国々の経済

動向はデカップリング（分断）しているのか、それともリカップリング（連結）しているのかを巡って意見の相違が見られるが、当総研では単純なデカップリングの考え方ではなく、後者に近い立場をとっている。つまり、08年前半まで続くと想定される米国経済の減速は、日本を含めたその他地域の成長鈍化を招き、それまで日本経済を牽引してきた輸出はやや停滞気味に推移する可能性が高いと予想する。一方で、国内経済は「生産・所得・支出の循環メカニズム」が目詰まりを起こしていることもあり、08年度上期を中心に景気回復感が伴わない展開が続くだろう。

当総研では、2006年度GDP確報や07年7～9月期GDP第2次続報の発表を受けて、11月16日に発表した日本経済見通しの再改訂を行った。基本的に足許の水準調整など微修正にとどめたが、従来の見通しから07年度の実質成長率を前年度比+1.2%、08年度を+1.7%と、いずれも下方修正した（後掲「2007～08年度経済見通し（2次QE後の改訂）」をご参照のこと）。

一方、物価面では、10月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）



が10ヶ月ぶりに前年比プラスに転じるなど、食料品・エネルギーなどの値上げの影響が出始めている。低調さが続く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は当面は見込めず、インフレ率が加速的に高まる姿を見通すことは依然困難な状況ではあるが、ガソリン・灯油などエネルギー価格上昇を主因に、08年上半にかけてやや高めのインフレ率が続くことが予想される。

金融政策の動向・見通し

米サブプライム問題を発端とする世界的な信用収縮懸念は一向に収束する兆しを見せないばかりか、事態は徐々にではあるが悪化方向に進行しているかに見える。

米連邦準備制度理事会(FRB)は9月以降、利下げに転じ、これまで累計1.00%の政策金利引き下げを決定している。イングランド銀行(BOE)も利下げを行っているほか、インフレ警戒姿勢を崩さずにいた欧州中央銀行(ECB)も利上げ判断を見送っている。

こうした状況下、「金融政策の正常化」を旗印に、追加利上げ時期を模索する動きを続けてきた日本銀行も、徐々にそれまでの

米国など世界経済に対する楽観的な姿勢を修正する動きを見せ始めている。

12月11日にはFRBが第3次利下げを決定したほか、その翌12日には決算期をまたぐ年末超えのターム物金利に上昇圧力がかかり続けるなど、流動性不安が高い状況が続く欧米短期金融市場に対して、FRB・ECB・BOE・カナダ・スイスの5つの中央銀行が400億ドル(日本円で約4.4兆円)の緊急的な協調資金供給の実施を行うことを発表した。こうした金融情勢を考慮すれば、ベース部分での物価下落圧力が残る日本が単独で利上げできる状況でないことは明白である。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だらう。これまでどおり、今回の利上げは早くても「08年7~9月期」との見方を変更する必要はないだらう。

市場動向:現状・見通し・注目点

債券市場

11月中旬から12月上旬にかけて、長期金利(新発10年国債利回り)は概ね1.5%割れの水準が続くなど、米サブプライム問題の広がりに伴い、金融市場で「質への逃避」的な行動が強まった。その後、欧米の政府・中央銀行が、ローン借入者の救済策、利下げ、短期金融市場への強調資金供給など、サブプライム問題対策を相次いで発表したことを受けて、信用収縮や景気悪化への懸念がやや解消する方向に向かった。一方で、日銀による追加利上げ観測が同時に

後退したこともあり、長期金利の上昇幅は限定的で、せいぜい1.5%台に押し戻されるに留まった。

なお、既に日銀は2度にわたって計0.5%の利上げを実施しており、米サブプライム問題の収束後には再び利上げが意識され始めるとの見方が根強いなか、長期金利が量的緩和政策解除前の1.5%前後で定着するには、先行き日本経済が失速し、利下げ観測が強まっていく必要があるだろう。しかし、前述したとおり、日本経済シナリオとしてはそこまでの景気悪化を想定しているわけではない。いずれ、過度の景気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く、解決までには相当時間がかかると思われることから、今しばらくは変動を伴いながらも総じて低金利状態が継続するだろう。

株式市場

11月下旬にかけて、米サブプライム問題に伴う海外金融機関の損失懸念の再燃や、円高の進行、建設・建築関連指標の悪化傾向などにより、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



展開が続いた。その後、欧米各国の政府・中央銀行による対策発表を受けて、12月7日には16,000円台を回復したが、その後は再び下落に転じるなど、全般的に軟調な展開が続いている。

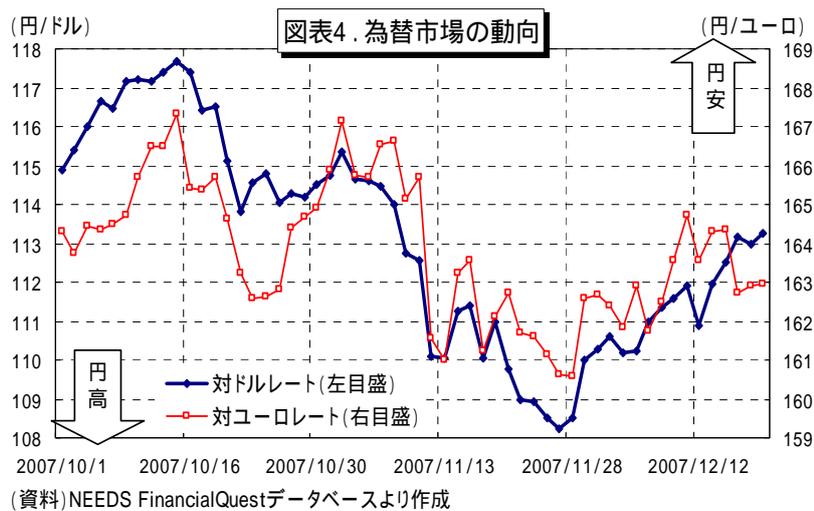
景気に対して先行性があるとされる株価は、08年前半の国内景気を先読

みしたともいえなくもないが、景気後退とまではならず、なんとか持ちこたえとの見通しに立てば、割安感が出てきた日本株に対して再評価される場面もあるだろう。もちろん、08年に入っても、米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇のニュースなどが再び注目を集める可能性が高く、株価は年明け後に再び下落する可能性も否定できない。今しばらくは現状水準でもみ合う展開が続くだろう。

外国為替市場

外国為替市場は、11月下旬にかけて米サブプライム問題の深刻さへの認識が強まったことを受けて、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する場面もあったが、その後は様々な対策の発表を受けて、徐々に円安方向に戻る展開となった。特に、米物価指標が発表された後は、インフレ懸念が高まり、市場が想定していたほど米FRBは利下げしないのではないかとその思惑が高まり、それまで独歩安状態だった米ドルが切り返す展開となっている。

なお、先行きについては、これまで同様、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を絡めながら、為替レート見通しを述べたい。

まず、米国では、前述の通り、原油高などに伴うインフレ懸念は残っているものの、金融システム不安や景気減速に対する警戒感もかなり根強く、仮に景気減速が現実化すれば、インフレ圧力は解消する可能性もある。それゆえ、FRBは景気対策を優先するものと見ている。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ずれしており、少なくとも08年前半は現状水準のまま推移すると思われる。ECBもインフレ警戒姿勢を続けつつも、信用収縮や景気減速への懸念も強いことから、当分の間、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、基本的に円高気味に推移するものと予想する。一方、対ユーロでは、しばらくは現状の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。

(2007.12.20 現在)