

情勢判断

国内経済金融

連鎖的な世界景気減速により、日本経済は厳しい状況へ

～ 2008 年内の追加利上げもかなり困難な情勢 ～

南 武志

要旨

かねてから懸念されていた米サブプライム問題の実体経済への波及は、2008 年の年明け直後に発表された経済指標から顕在化し始めた。その影響を受けて世界経済も成長率が鈍化し、日本の輸出も停滞気味に推移する可能性が高まっている。「企業から家計への波及」があまり進まず、民間消費など国内需要による下支えが期待できない 08 年の日本経済は厳しい状況が続くと予想される。一方、食料・エネルギーを中心とした値上げ本格化に伴い、先行き消費者物価上昇率は 1%程度まで高まると予想されるが、これが賃金所得の伸び悩みに直面する消費者のマインドを一層冷やすことが懸念される。

また、内外の金融市場は、年明け後に米サブプライム問題の広がりが再認識されたことで「質への逃避」的な動きが再び強まっている。こうした内外の経済・金融情勢を踏まえれば、2008 年中の追加利上げも困難になってきたといえる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2008年				
	1月 (実績)	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 (%)	0.500	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円 (3M) (%)	0.846	0.80 ~ 0.95	0.80 ~ 0.95	0.85 ~ 1.00	0.90 ~ 1.10
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り (%)	1.315	1.25 ~ 1.60	1.30 ~ 1.65	1.35 ~ 1.70	1.50 ~ 1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.0	95 ~ 110	95 ~ 110	95 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	152.5	145 ~ 160	145 ~ 160	145 ~ 160
日経平均株価 (円)	12,573	12,500 ± 1,000	13,000 ± 1,000	13,500 ± 1,000	14,750 ± 1,000

(資料) NEEDS・FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注) 無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2008年1月22日時点。予想値は各月末時点。

国内景気・現状・展望

かねてから懸念されていた米国経済の減速の可能性であるが、2008 年の年明け後に発表された経済指標から、それが現実のものとなりつつあることが示唆される。そして、この景気減速が世界経済全体に波及するのではないかと、との不安が高まり、世界的に株価が下落し続ける事態に陥っている。

07 年半ばまでは、米国経済が減速しても、自律性を高めた新興国経済はその影響をほとんど受けず、引き続き力強い経済発展を

続けるとの期待感から、日本経済への悪影響も限定的、という「デカップリング（非連動）論」が優勢だったが、年明け後の様相はさながら「リカップリング（連動）論」が示唆する状況となっている。ちなみに、中国経済では輸出は GDP の約 3 分の 1 を占めているが、経済成長の 6 割弱は輸出増によって達成されている。その輸出の 4 割超は G7 向け（しかも、その半分は米国向け）である。米国など先進国経済の減速は、新興国経済への影響は決して小さくはないだ

ろう。

当総研では、米国経済の減速は世界景気の鈍化につながる可能性が高いと見ており、こ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

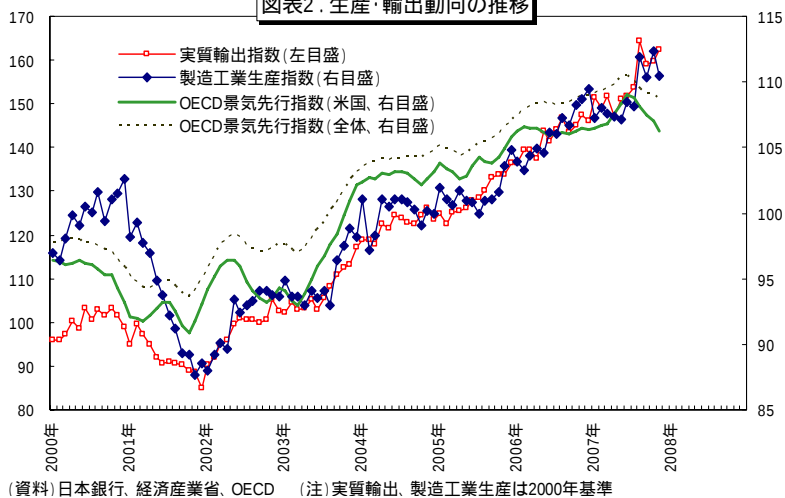
心に景気回復感が伴わない展開が続くだろう。現在までのところ、当総研による07～08年度の実質成長率見通しは、前年度比でそれぞれ+1.2%、+1.7%であるが、いずれも2%程度と想定される潜在成長力を下回っているが、先行き下方修正を余儀なくされる必要性も高まっていると認識している。

一方、物価面では、秋以降に本格化が始まった食料品・エネルギーなどの値上げの影響を受けて、10月以降、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が前年比プラスに転じている。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、食用油・小麦製品などの食料品や、ガソリン・灯油、電気・ガス料金などといったエネルギー価格上昇を主因に、08年前半にかけて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や世界景気の悪化懸念は収

図表2. 生産・輸出動向の推移



束に向かうどころか、事態は引き続き悪化が進行しているようである。

こうした状況下、06年3月に量的緩和政策を解除してから「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、逆に景気下振れリスクを見極めなければならない事態に追い込まれている。マーケットでは、07年度内どころか、08年上期中の利上げ予想はほとんど皆無となっている。また、一部には利下げを予想する意見も浮上しつつある。

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が、足許で減速感を強める米国経済動向を踏まえれば、米国では08年前半は利下げフェーズが継続する可能性が高く、日銀が08年内に追加利上げを行うことができる環境が整う見込みは立ちづらい。次回利上げは早くとも「09年1～3月期」までずれ込むものと思われる。なお、現時点での利下げ確率は決して高いと考えているわけではないが、仮に米国経済がリセッション入りし、それが世界経済の悪化や国内景気の後退が懸念されるような事態に陥った場合には、利下げも躊躇することなく選択

肢の一つとして検討すべきであろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

債券市場

07 年末にかけて欧米の政府・中央銀行がローン借入者の救済策、利下げ、短期金融市場への協調資金供給など、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、それまで高まっていた信用収縮や景気悪化への懸念がやや解消するなど、「質への逃避」的な行動が弱まった。その結果、長期金利（新発 10 年国債利回り）は常態化しつつあった 1.5% 割れの状態からは脱出したものの、同時に日銀による追加利上げ観測も後退したことで、金利の上昇幅は極めて限定的であった。しかしながら、08 年の年明け後には、米サブプライム問題の更なる広がりが見られるなど、市場では事態の收拾には当面至らないとの観測が強まり、長期金利には再び低下圧力がかかり、1 月 22 日には 05 年 9 月中旬以来となる 1.3% 台前半まで低下した。

すでに政策金利（無担保コールレート翌日物）は 0.5% まで引き上げられているが、残存 3 年までの国債利回りが 0.5% 台まで

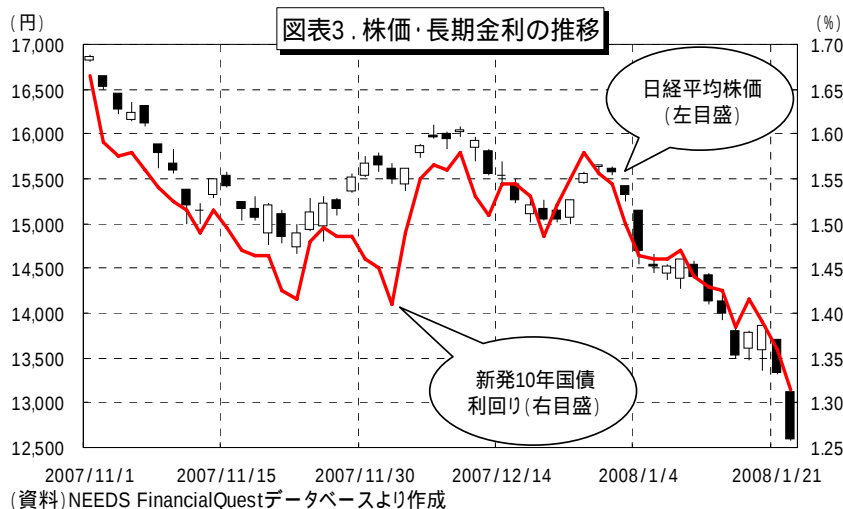
低下するなど、市場では利上げ観測を大幅に後退させており、一部には「日銀の次の一手」として利下げを予想する意見すら浮上し始めている。

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は根強いものの、収束に至るまでにはまだ相当時間がかかる可能性が高い。また、今後の状況次第では、更なる金利低下も予想される。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

2008 年（平成 20 年）の干支は「^{ねずみ}子」であるが、「子」は十二支の一番目であり、更に「ねずみ」は子沢山であることから、相場の格言として「子は繁栄」と、当初は値上がりが期待されていた。しかしながら、年明け後は世界的な株安の流れから、国内株価は昨年来安値を更新し続けるなど、冴えない展開が続いている。米ブッシュ政権は最大 1,500 億ドル（約 16 兆円）に上る景気対策を発表したが、その後も世界同時株安は続いており、1 月 22 日には日経平均株価が 2 年 3 ヶ月ぶりに 13,000 円を割り込む

事態に陥っている。ちなみに、日経平均 12,000 円前後というのは、05 年夏の郵政解散・総選挙で小泉自民党が地滑り的な大勝利をする直前の水準に近い。そういう面からは、本邦株式市場の主要プレーヤーである外国人投資家で



は、小泉プレミアムが完全に剥落したと捉えるなど、日本株への魅力度が低下した結果と見ることもできるだろう。

なお、国内景気が景気後退とまではならず、なんとか持ちこたえることができるのであれば、割安感も醸成されつつある日本株に対して再評価される場面もいずれ出てくるだろう。もちろん、当面は米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇や金融機関の損失拡大などといったニュースが注目を集める可能性が高く、株価は更に下落する可能性も高い。今しばらくは軟調な地合いが継続するだろう。

外国為替市場

07 年末にかけての外国為替市場は、米ブッシュ政権によるサブプライム問題対策の発表や原油高に伴うインフレ懸念の高まりもあり、それまで市場が予想していたほど米 FRB は利下げしないのではないかとの思惑が高まり、それまで独歩安だった米ドルが切り返す展開となった。しかしながら、繰り返し述べたように、年明け後は米国の景気減速を示す経済指標が数多く発表されたことで、再びドル安が進行した。また、増価傾向が強かったユーロについても、ユーロ圏経済は米国経済減速の影響を免れないとの思惑が広まっており、急速に日本円の対ユーロレートが上昇している。

先行きについて

は、これまでと同様、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、米国では原油高などに伴うインフレ懸念は残っているが、金融不安や景気減速への警戒感がそれを上回っており、FRB は景気優先のために 08 年前半は連続利下げを行っていくものと見ている。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、08 年内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ながらも、信用収縮や景気減速への懸念も強いことから、当面、利上げは困難であろう。

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、基本的に円高方向に推移するものと予想する。場合によっては、1 ドル = 100 円割れという状況もありうるだろう。また、対ユーロでもこれまでのユーロ高を修正する動きが続くと思われる。(2008.1.22 現在)

