情勢判断

国内経済金融

日本経済は 08 年度前半にかけて厳しい展開が続くと予想

～2008 年内は利上げ見送りへ～

南　武志

要旨

当面は米国経済が大幅に減速した状況が続くとの見方が有力であり、時間差を伴いながら国内景気の牽引役である輸出に悪影響が出てくるとの懸念は強い。また、食料・エネルギーなどの値上げ本格化に伴って消費者物価上昇率が高まっているが、それが「企業から家計への波及」に進展が見られない家計部門のマインド悪化につながるなど、民間消費にも先行き懸念が強まっている。08 年度の日本経済は、前半にかけて厳しい状況が続くものと予想される。

また、内外の金融市場では 08 年の年明け直後に見られた極度な悲観論は後退したが、今後とも悪いニュースには敏感に反応しやすい状態が続くだろう。こうした内外の経済・金融情勢を踏まえれば、08 年中は追加利上げに向けた環境は整わないと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2008年 2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	(%)	0.502	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.848	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	(%)	1.450	1.27～1.52	1.30～1.60	1.35～1.65	1.45～1.80
為替レート 対ドル	(円/ドル)	107.3	95～110	95～110	95～110	95～110
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	159.0	148～163	145～160	145～160	145～160
日経平均株価	(円)	13,500	13,000±1,000	13,500±1,000	13,750±1,000	14,500±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2月22日時点。予想値は各月末時点。

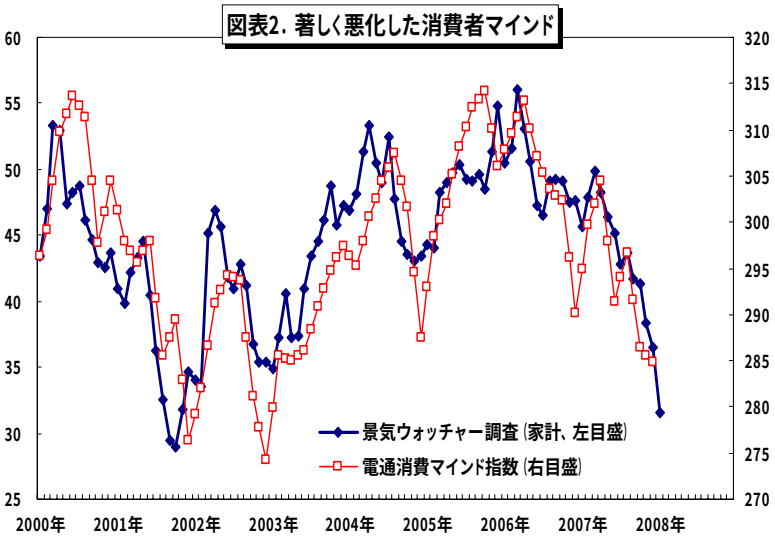
国内景気：現状・展望

2 月 14 日に発表された 07 年 10～12 月期の実質 GDP は前期比+0.9%（同年率+3.7%）と、事前の市場予想を上回る高成長を記録した。改正建築基準法の施行に伴って大幅減（同▲9.1%）となった民間住宅投資が 7～9 月期に続いて前期比成長率を▲0.3%pt も押し下げたほか、民間消費も前期比+0.2%と低調なまま推移した一方で、輸出・民間企業設備投資がともに同+2.9%と堅調に推移したこともあり、年率+2%弱とされる潜在成長率を大きく上回ることとなった。3 月 12 日に発表される第 2 次速報では下方修正される可能性もあるが、米サブプライム問題や建築受注の激減、生活必需品の値上げといった懸念材料が浮上する中で、07 年いっぱい景気は底堅く推移したと評価することができるだろう。

また、1 月の貿易統計によれば、米国向け輸出は引き続き低迷したものの、船舶が倍増した EU 向けや、中華圏諸国での春節前の駆け込み輸出が見られるなど、順調な増加が見られた（日本銀行の試算する実質輸出指数は前月比+4.6%と大きく上昇）。07

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

年末から米国経済の成長減速は鮮明になってきたが、それが世界経済全体に波及している姿は直近まで見えてこない。とはいえ、1 月の輸出には前述したような特殊要因も含まれている可能性もあり、米国減速の影響も時間差を伴って徐々に波及していくことは引き続き警戒すべきであろう。



（資料）内閣府・電通の資料より作成

当総研では、今回の景気拡大局面における牽引役であった輸出は 08 年度前半にかけてやや停滞気味に推移するものと想定しており、加えて「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から、当面、日本経済は厳しい展開が続くと予想している。今回の GDP 発表を受けて、当総研は日本経済見通しを改定したが、07、08 年度の実質成長率は、前年度比でそれぞれ+1.6%（上方修正）、+1.5%（下方修正）とした。いずれも景況感が好転することは見込みがたい数字である。

一方、物価面では、食料・エネルギーに加え、日用品の値上げなども始まっており、07 年 12 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比+0.8%まで上昇率が高まった。内容的には、購入頻度が高く、支出弾性値が 1 未満といった、いわゆる生活必需品を中心とした値上がりとなっているのが特徴であり、それ以外の財・サービス価格は下落気味である。家計所得が伸び悩む中で、需給改善を反映した形ではない物価上昇は、消費者マインドを大幅に悪化させている。

先行きは、ガソリンなど石油製品価格が高止まる可能性があるほか、食用油・小麦製品などの食料品や、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、+1%程度まで物価上昇が進むことが予想される。

金融政策の動向･見通し

福井総裁をはじめ、日本銀行の政策委員らは日増しに減速感を強める米国経済の動向に対して懸念を表明しつつも、2 月の金融経済月報では、景気に対する評価として「*わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。（中略）景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。*」という具合に、先行きの景気改善シナリオを維持している。つまりは、今しばらく現状の政策金利水準を続けざるを得ないが、政策の方向性としては引き続き「利上げ」と考えているものと考えられる。

マーケットでは、一部には利下げを予想する意見もあるものの、実際に利下げに向

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

けて動き出すには、日銀自身の景気判断や先行き見通し（展望レポートの「第一の柱」）の大幅な軌道修正が必要であり、現時点での利下げの可能性は大きくないだろう。

なお、①米サブプライム問題による世界的な金融資本市場の混乱が続き、かつ②米国の実体経済も減速し、利下げフェーズが継続する、といった環境下では、日銀が利上げに動ける状況ではない。利上げのためには①や②が改善に向かっていることを確認する必要がある。一方、米国経済が 08 年後半以降、徐々に持ち直してくれば、早ければ「09 年 1～3 月期」には日銀は利上げを決断することもありうるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

①債券市場

08 年の年明け直後に発表された米国の経済指標が大きく悪化するなど、サブプライム問題が雇用・個人消費など実体経済にまで波及し始めたことに加え、金融資本市場の機能低下が一段と進んだとの認識から、07 年末にかけて沈静化していた世界的な信用収縮や景気悪化への懸念が再び高まり、「質への逃避」的な行動が強まった。こうした事態を受けて、米 FRB は緊急利下げに踏み切り、その後も必要であれば更なる利下げを示唆するなど、長期金利には一層の低下圧力が働いた。国内長期金利（新発 10 年国債利回り）は 1 月 22～23 日には一時 1.310%まで低下する場面もあった。

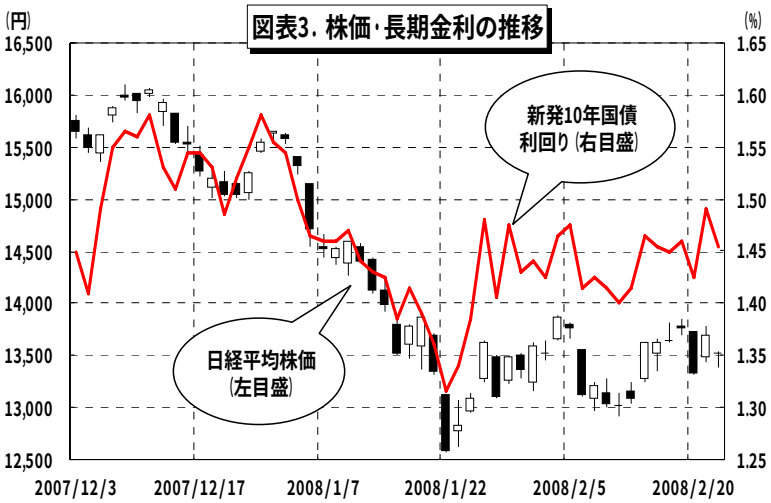
その後も、米サブプライム問題自体には収束に向けた動きは見られていないが、米国政府・FRB が米景気の底割れを阻止すべく政策発動を続けたこともあり、過度の悲観論は解消され、長期金利は概ね 1.4%台での展開となるなど、落ち着いてきた。

現在は大幅に後退している日銀の利上げ観測も、米サブプライム問題の収束後には再び強まる公算が強いが、そもそもサブプライム問題収束までには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と予想する。

②株式市場

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、冴えない展開となったが、1 月下旬に日経平均株価が一時 12,500 円台にまで下落した後は、下げ止まりから持ち直しの動きが続いている。なお、国内金融機関がサブプライムローン関連の証券化商品の保有額は、欧米金融機関に比べて小さく、米サブプライム問題による直接的な被害は小さいとされているものの、株式市場の下落率は

図表3. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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

大きい状況が続いている。日本経済・企業が外需頼みの成長からなかなか抜け出せないことに加え、本邦株式市場の主要プレーヤーである外国人投資家の間で、福田政権での改革意欲は減退していると評価されるなど、日本株への魅力度が低下している可能性もあるだろう。

なお、国内景気が景気後退に至らず、なんとか持ちこたえることができるのであれば、割安感が醸成されている日本株に対して再評価される場面がいずれは出てくるだろう。とはいえ、当面は米サブプライム住宅ローンの延滞率や金融機関の損失見込み額などといったニュースが注目を集めるものと思われ、今後の状況次第では株価が再び下落するリスクもある。今しばらくは軟調な地合いが継続するだろう。

③外国為替市場

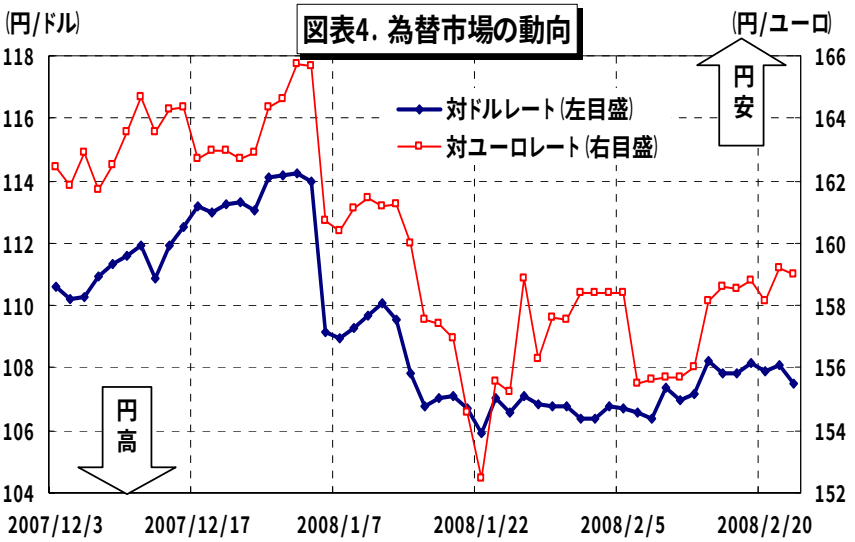
これまで繰り返し述べたように、年明け後は米国経済の減速感が強まったことで、07年末にかけて円安気味に推移していた為替レートは一転円高方向に振れた。その後1月中旬にかけて「株安・金利低下・円高」の様相が強まったが、それ以降は徐々にドル・ユーロとも若干持ち直す動きが見られている。

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ろう。それゆえ、以下では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てみたい。

まず、米国ではインフレ懸念は相変わらず残存しているものの、FRB では金融危機勃発や景気悪化を阻止する構えを打ち出しており、08 年半ばまでに更に 1%超の政策金利引下げを行うものと思われる。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やや修正する動きが出る可能性があるだろう。

図表4. 為替市場の動向



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

(2008.2.25 現在)

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