

情勢判断

国内経済金融

足踏み状態に入った国内景気動向

～ 2008 年内は利上げ見送りが濃厚 ～

南 武志

要旨

米国経済の減速感が強まっているほか、米サブプライム問題の広がりに伴う金融システムに対する不安感も根強く、既に足踏み状態となっている国内景気に対して、これまで主導的な役割を果たしてきた輸出への悪影響が懸念されている。消費者物価は、食料・エネルギー・日用品などの値上げ本格化もあり上昇率が高まってきたが、それが消費者マインド悪化につながるなど、民間消費に対しても先行き停滞感が増すのではといった不安が強まっている。08 年度前半の日本経済は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「質への逃避」が強まる一方、株式・為替レートなどの変動幅が拡大し、市場が混乱する場面も散見されるなど、今後とも悪いニュースには反応しやすい状態が続くだろう。日銀は 08 年中の利上げ判断を行うことは困難と見られる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2008年				2009年
		3月 (実績見込)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	0.513	0.50	0.50	0.50	0.75
	TIBORユーロ円 (3M) (%)	0.859	0.80 ~ 0.95	0.85 ~ 1.00	0.90 ~ 1.10	0.90 ~ 1.10
	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 (%)	1.250	1.20 ~ 1.55	1.30 ~ 1.65	1.40 ~ 1.75	1.50 ~ 1.85
為替レート	対ドル (円/ドル)	99.8	90 ~ 105	95 ~ 110	95 ~ 110	95 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	153.8	145 ~ 160	145 ~ 160	145 ~ 160	145 ~ 160
	日経平均株価 (円)	12,480	13,000 ± 1,000	13,250 ± 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3月24日時点。予想値は各月末時点。

国内景気: 現状・展望

3月5日に発表された法人企業統計季報(07年10~12月期)によれば、商品市況高騰により投入コストが高まっている反面、それを十分、販売価格に転嫁できない状況が続いている上に、売上数量自体も頭打ちになり始めるといった状況が明らかとなっている。更に、これまで低下傾向にあった損益分岐点比率(対売上高、図表2)などが上昇するといった、景気変調の予兆のような現象も散見されるようになってきた。

また、24日に発表された法人企業景気予

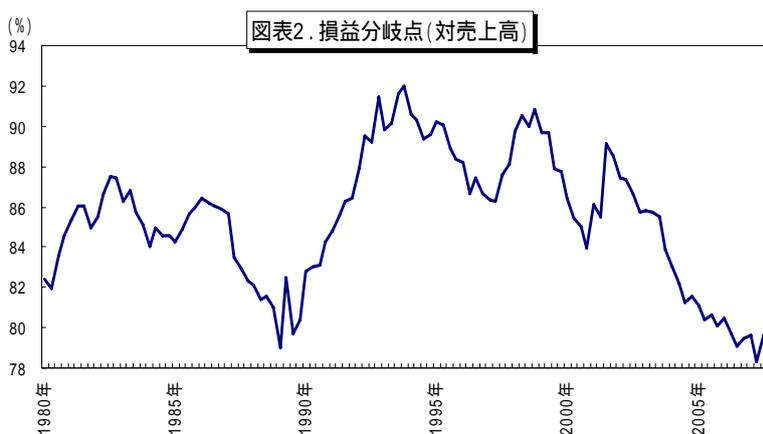
測調査(1~3月期)では、企業規模の大小を問わず、全般的に景況感が大幅に悪化したことが明らかとなった。政府も公式見解である月例経済報告(3月)において、景気判断を「足踏み」に下方修正するなど、日本経済を取り巻く情勢は厳しさを増しつつある。

07年末あたりから米国経済の減速が明確となってきたが、08年入り以降は、それが成長著しい中国など新興国経済を含めた世界経済全体の悪化につながるかどうか注目が集まっている。また、収束する兆しが

見えない米サブプライム問題は、米国の金融システム全体に対する不安感を高め、それが投資家のリスク回避的行動、更にはドル離れを促し、円高ドル安が進行している。こうした数量・価格の両面から、企業（特に輸出製造業）を取り巻く環境は悪化に向かいつつある。

「企業から家計への波及」がなかなか進まず、民間消費を中心とする国内需要に本格的な回復の動きが見られない中、これまで6年以上に渡って景気を牽引してきた輸出に期待できなくなりつつある以上、日本経済の改善プロセスは08年度前半にかけて一時的にストップしてしまう可能性が高まっている。当総研では、10～12月期のGDP第2次速報を受けて日本経済見通しの改訂作業を行ったが、当面、日本経済は厳しい展開が続くとこの前回見通しの見方をそのまま踏襲している（後掲「2008年度経済見通し（2次QE後の改訂）」参照）。

物価面に目を転じると、すでに価格上昇が始まっている食料・エネルギーに加え、日用品の値上げも本格化するなど、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）の上昇率は前年比+0.8%まで高まっている。こうした生活必需品・サービスの値上がりは、賃金・所得が伸び悩む家計部門にとっては深刻であり、消費者マインドは大幅に悪化した状態が続いている。今後数ヶ月間は、ガソリンなど石油製品価格が高止まる可能性が高いほか、食用油・小麦製品などの食料、電気・ガス料金などエネ



(資料)財務省「法人企業統計季報」より作成
 (注)損益分岐点比率=固定費/(1-変動費/売上高)/売上高
 固定費=人件費+減価償却費+支払利息、変動費=売上高-経常利益-固定費

ルギー価格の値上げ継続を主因に、前年比+1%程度の物価上昇が続くと予想される。

金融政策の動向・見通し

3月19日の福井総裁、武藤・岩田両副総裁の任期満了を前に、政府は次期総裁候補の人選を行ったが、本命視されていた武藤敏郎・副総裁の昇格案が、参議院で過半数を占める民主党など野党に不同意とされるなど、「国会のねじれ現象」による混乱が生じている。結局、20日までに元日銀理事の白川方明氏と現職審議委員だった西村清彦氏の副総裁就任は決定したが、総裁不在という異例の事態に陥っている。現時点が平時であればあまり支障はないと思われるが、昨今のように金融情勢が激化する状況下では、万一の事態発生の際の迅速かつ的確な情勢判断・政策出動に対する懸念が残る。

なお、白川・西村の両副総裁の金融政策運営に対する基本的な考えは、これまでの「金利の正常化」を志向してきた従来の路線に沿ったものと判断される。市場参加者の中には、日本の景気後退入りを前提に、近い将来の利下げを予想する意見も浮上しているが、両副総裁の就任会見などでは、

足許の景気はかなり減速感が強まっており、多くのリスク要因があるものの、基調としては緩やかな拡大を続けているとの認識が示されており、依然として日銀の「次の一手」は利上げの方向であると考えられる。ただし、4月30日公表予定の「展望レポート」では、市場から楽観的と評価されてきたこれまでの日銀の景気シナリオに何らかの修正が加わる可能性もあるだろう。

当面は、経済金融情勢の見極めに時間が費やされるものと思われるが、当総研の経済見通しのように、国内景気が大幅に悪化することなく、「踊り場状態」で持ちこたえることができたとしても、08年内の利上げは困難と思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

07年夏以降、金融市場の中心テーマとして米サブプライム問題の行方に注目が集まっている。これまで米国を中心とした政府・中央銀行は同問題に伴う信用不安の鎮静化や景気悪化を食い止めるべく、様々な対策（具体的には、減税（戻し税）、サブプライム住宅ローンの借り手救済策、金融機関の流動性逼迫懸念に対応した潤沢な資金供給、そして政策金利の大幅引下げ）が講じられてきた。こうした度重なる政策発表の直後には、市場も一時的には落ち着きを取り戻す場面もあったが、全般的な流れとしては米サブプライム問題に伴う信用不安は収束に向かうどころか、徐々に強まる方向に動いているように思われる。市場では、米政府が抜本的な対策（例えば、公的

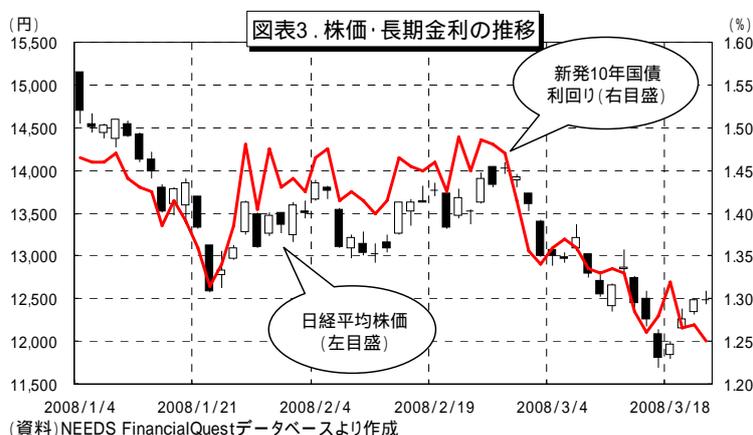
資金投入）に踏み込めるかに注目している。

なお、金融市場では「質への逃避」的な行動が強い状態であり、基調として株安・金利低下・ドル安（円高）の流れが続いている。以下、債券・株式・為替レート of 各市場について簡単に述べてみたい。

債券市場

米国経済・金融情勢の悪化傾向やそれを阻止するための大幅利下げにより、米国の長期金利は大きく低下していること、更には輸出依存度の強い経済成長からなかなか抜け出せない日本経済に対する不安も手伝って、日本の長期金利（新発10年国債利回り）は引き続き1%台前半といった低水準の展開が続いている。特に、米大手証券グループのベアー・スターンズの手銀行JPモルガン・チェースによる救済合併が発表された直後には、「第二のベアー・スターンズ」を探す動きが強まり、信用収縮懸念が過剰に意識された結果、長期金利は一時1.230%まで低下する場面もあった。その後は、事前予想ほど他の米大手証券会社の業績悪化が深刻ではなかったこともあり、それまでの「行き過ぎ」を修正する動きも見られたものの、金利上昇幅は限定的だった。

景気足踏みを受けて日銀の利上げ観測が



大きく後退していること、米サブプライム問題の収束までにはまだ相当程度の時間がかかる可能性が高いことなどを考慮すれば、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。

株式市場

米サブプライム問題の広がりに伴う世界的な株価下落圧力に加え、広がりを見せない国内景気情勢、日銀総裁人事を巡る混乱やガソリン税などの取扱いなどの政治的混迷や、福田政権の構造改革継続に対する期待感の剥落などが、市場の主役である外国人投資家の日本株に対する投資意欲を低下させる方向に働くなど、積極的な買い手が不在の状況となっている。

日経平均株価は3月17日には、05年8月以来の12,000円台割れとなるなど、「郵政解散・総選挙」以降の株価上昇分がほとんど剥落してしまった。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としても、外国人投資家の日本株離れが定着すれば、日本株は割安なまま放置される可能性も出ている。当面は米サブプライム関連の悪いニュースには反応しやすい地合いが残るものと思われ、株価が再び下落するリスクも高いだろう。08年前半は

軟調な局面も少なくないだろう。

外国為替市場

米国経済の減速に加え、金融システムに対する不安感の高まりが投資家のドル離れを加速している。2月下旬以降、円の対ドル・レートは徐々に円高方向に推移していったが、3月17日には1995年8月以来となる一時1ドル=95円台まで進行した。一方で、米ドル以外の通貨に対してはそれほど通貨価値が上昇（増価）しているわけではなく、円高と表現するのは必ずしも妥当ではないようにも思われる（後掲の拙稿「最近の「円高」と日本経済への影響」参照）。

先行きについて、「金利格差」要因を基に考えていくと、まず、米国ではインフレ懸念は相変わらず残っているが、FRBは金融危機勃発や景気悪化阻止を優先する構えを示しており、08年半ばにかけて更に0.5%前後の利下げを行うと思われる。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ているが、域内の信用収縮や景気減速への懸念も根強いこともあり、当面、利上げは困難であろう。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは基本的に円高方向に推移するものと予想する。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。

(2008.3.25現在)

