情勢判断

国内経済金融

牽引役不在で厳しい状況が予想される 2008 年度の日本経済

～08 年度内の利上げ見送りへ～

南　武志

要旨

米国を筆頭に、世界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世界的な金融資本市場の混乱、更には円高ドル安、資源高などが進行、企業環境を取り巻く環境が急速に悪化したこともあり、これまで景気の主導役を果たしてきた企業活動に黄信号が点っている。また、賃金の伸び悩みに直面する家計部門では、食料・エネルギー・日用品などが本格的に値上げされていることもあり、消費者マインドは低調なままである。以上から、08 年度前半にかけての日本経済は厳しい状況が続くと予想される。

内外の金融市場では過度の悲観論が後退し、株安・金利低下・ドル安の流れは一服したが、米サブプライム問題など火種は消えておらず、引き続き不安定な状況が続くだろう。白川新総裁の下、日銀は 08 年度いっぱい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

項目＼年／月		2008年 4月(実績)	2008年 6月(予想)	2008年 9月(予想)	2008年 12月(予想)	2009年 3月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.837	0.80～0.95	0.85～1.00	0.85～1.00	0.85～1.00
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	(%)	1.455	1.25～1.55	1.30～1.60	1.35～1.65	1.40～1.70
為替レート 対ドル	(円/ドル)	103.3	90～105	95～110	95～110	95～110
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	164.1	153～168	150～165	150～165	150～165
日経平均株価	(円)	13,696	13,250±1,000	13,500±1,000	13,750±1,000	14,250±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4月21日時点。予想値は各月末時点。

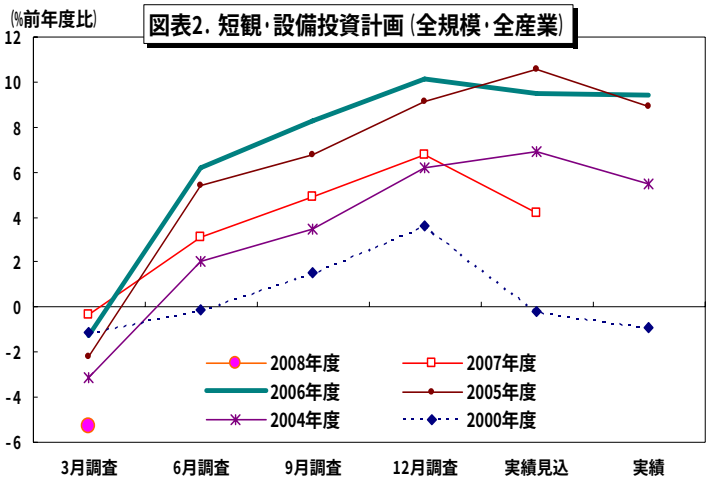
国内景気：現状・展望

4月1日に発表された日銀短観(3月調査)によれば、米国を始めとする世界経済の減速懸念、米サブプライム問題の広がりに伴う世界的な金融資本市場の長期に渡る混乱、そして原油高など資源高騰、円高ドル安の進行などが、企業経営者のマインドを急速に悪化させたことが明らかとなった。代表的な大企業製造業の業況判断 DI は前回 12 月調査時から8ポイント低下の11となったほか、バブル崩壊以降、一貫して業況が「悪い」と回答した企業数が「良い」と回答した企業を上回った（＝DI の値がマイナス）状態が続いている中小企業非製造業のマイナス幅が拡大したことに加えて、中堅企業非製造業・中小企業製造業も DI がマイナスに陥った。収益計画についても、08 年度上期は減益に転じるとの予想となっているが、そもそもこの計画は 1 ドル＝109 円前後という想定為替レートで策定されていることもあり、輸出製造業を中心に下方修正される可能性も指摘されている。また、設備投資計画（土地投資額を含む、ソフトウェア投資額を含まず）も前年度比▲5.3%と、5

 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

年ぶりにマイナス幅が大きい状態からのスタートとなるなど、「生産・所得・支出の循環メカニズム」が機能しなくなり始めている（図表 2）。

なお、鉱工業生産の基準改訂(注)に伴い、従来までは 08 年入り以降は調整色の強い動きだったものが、直近 2 月分が過去最高値を記録し、趨勢的な動きも概ね横ばい程度まで押し上げられるようなものに修正されたが、景気の現状判断としては「足踏み状態」との認識を修正する必要はないものと思われる。



図表2. 短観・設備投資計画（全規模・全産業）

(資料) 日本銀行　(注) 土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

期待された春闘賃上げ率もほぼ 07 年並みの妥結となった模様であり、後述する最近の生活必需品の値上げの動きや租税・社会保障負担の高まりなどを考慮すれば、民間消費を中心とする国内需要が本格的に回復することは予想しづらい。世界経済の減速によって、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、日本経済は 08 年度前半にかけて厳しい展開が続くものと思われる。

また、物価面に目を転じると、食料・エネルギーや、日用品の値上げが本格化していることもあり、2 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）の前年比上昇率が+1.0%まで高まった。一方で、食料・エネルギー以外の消費財・サービスについては小幅ながらも前年比下落状態が続いており、民間消費はそもそも盛り上がりにかけており、足許の物価上昇は需給改善を反映したものではないことを物語っている。とはいえ、4 月にガソリン税の暫定税率廃止に伴い、一時的に下落したガソリン価格も、暫定税率復活や最近の原油高の影響を考えれば、5 月以降は再び物価を大きく押し上げる可能性が高い。更に、食用油・小麦製品などの食料、電気・ガス料金などエネルギー価格の値上げ継続などが加わり、今しばらくは前年比+1%台の物価上昇が続くことが予想される。

（注）基準年次が 2005 年へ変更されたほか、業種ウェイト、採用品目なども変更になっている。

金融政策の動向・見通し

4 月 11 日の先進 7 カ国財務大臣・中央銀行総裁会合（G7）を前に、副総裁に就任したばかりの白川方明氏の総裁昇格が決まり、ようやく 3 月 20 日以降約 3 週間続いた日銀総裁が不在という異常事態に終止符が打たれた。徐々に利下げ予想を強めつつあった市場参加者は、前述した鉱工業生産の上方改訂や総裁就任後の発言内容などを受けて、利下げの可能性が後退したとの印象を強めている。実際に、白川新総裁の金融政策運営に対する基本的な考えは、「金利の正常化」を志向してきた従来の路線に概ね沿ったものと考えられるが、世界経済の減速や金融資本市場の混乱を前に、今しばらくは

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

それらが及ぼす可能性がある悪影響を慎重に見極めることに時間が費やされることになるだろう。

今後の焦点は、4 月 30 日開催予定の金融政策決定会合後に公表される「展望レポート」の内容である。米サブプライム問題が表面化する中で公表された前回 07 年 10 月の展望レポートは、市場からあまりに楽観的過ぎるとの評価を受けたが、4 月の金融経済月報において、日銀は「景気は減速している」と下方修正、それまでの「拡大」という表現を削除するなど、市場の景気認識に近づいてきている。とはいえ、国内景気が大幅に悪化しない限り、日銀が自ら率先して、フォワードルッキング的な観点から利下げを行うことはないだろう。少なくとも 09 年前半までは日銀は現行の金融政策を据え置くものと思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

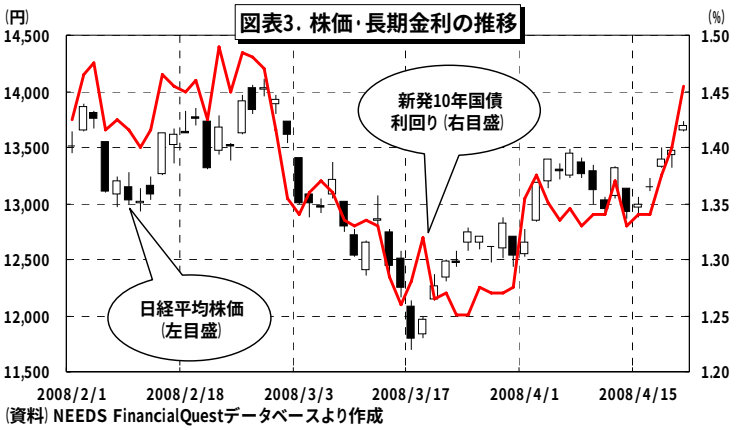
引き続き、米サブプライム問題の行方に金融市場の参加者の注目が集まっている。これまで米国を中心とした政府・中央銀行は同問題に伴う信用不安の鎮静化や景気悪化を食い止めるべく、様々な対策（具体的には、減税（戻し税）、サブプライム住宅ローンの借り手救済策、金融機関の流動性逼迫懸念に対応した潤沢な資金供給、そして政策金利の大幅引下げ）が講じられてきた。こうした度重なる政策発表の直後には、市場も一時的には落ち着きを取り戻す場面もあったが、全般的な流れとしては米サブプライム問題に伴う信用不安は収束に向かうどころか、徐々に強まっているように思われた。

一方、4 月中旬にかけて発表された米金融機関の四半期決算では、一部で減益に転じたほか、サブプライム関連の損失見込み額の更なる拡大も散見されたが、それらが事前予想の範囲内にとどまったことや経営者の強気の発言などが好感され、徐々に落ち着きを取り戻しつつあるように見える。ただし、金融市場ではサブプライム問題の解決には、米政府が公的資金投入など抜本的な対策が必要との見方を崩していないほか、同問題が広がりを見せた際には再び株安・金利低下・ドル安が強まることも想定しておくべきであろう。以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べたい。

①債券市場

米国を始め、世界経済の減速感は徐々に強まっているが、その「悪さ」は「想定以上」のものではなく、むしろ「想定の範囲内の悪さ」と受け止められつつあるなど、過度の悲観論が払拭され始めている。3 月下旬にかけて 1.2%台前半まで低下した日本の長期金利（新発 10 年国債利回り）も緩やかに上昇し始めている。しかしながら、1.4%前後の長期金利というのは、依然として 06 年 3 月に断行された量的緩和政策解除

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

前の水準以下であり、「質への逃避」的状況はまだ続いていると思われる。

景気の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。

②株式市場

3 月 17､18 日には 05 年 8 月以来の 12,000 円台割れとなった日経平均株価であるが、その後は徐々に持ち直す動きが続いており、最近では 14,000 円近くまで回復してきている。冒頭で述べたように、国内企業の景況感は大幅に悪化しており、企業活動を取り巻く環境も決して良い状況ではないが、行き過ぎた悲観論が後退したことの反動と捉えるべきであろう。

基本的に、国内景気は今しばらく停滞した状態が続く可能性が高いほか、日銀総裁人事やガソリン税などの取扱いなどを巡る政治混迷、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ており、積極的な買い手・買い材料が不在なままである。

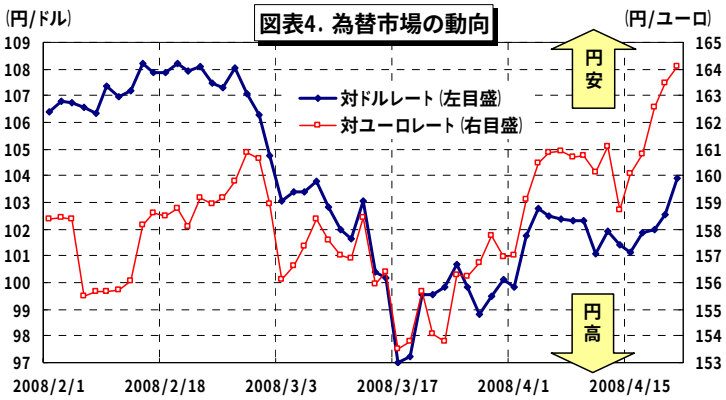
当面は米サブプライム関連の悪いニュースには反応しやすい地合いが残るものと思われ、株価が再び下落するリスクにも十分留意すべきであろう。

③外国為替市場

3 月 17 日には 1995 年 8 月以来となる一時 1 ドル＝95 円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、4 月入り後は 100 円台前半での落ち着いた動きとなっている。なお、基本的には、ドルの対ユーロ・レートが史上最安値を記録するなど、ドルの独歩安という構造であり、そのあおりを受ける格好で円の対ユーロ・レートも弱含む等、「円高」と表現するのは適当ではない。

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 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いるが、インフレ懸念が相変わらず残っているほか、過剰な悲観論も後退したこともあり、市場の利下げへの思惑もやや弱まった。それでも 08 年半ばにかけて更に利下げされる可能性は高い。日本でも、利下げ予想が後退したが、さりとて利上げも当面難しく、少なくとも 08 年度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、利上げは困難だろう。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは再び円高圧力が強まる可能性があるものと予想する。また、対ユーロでは概ね現状レベルでのもみ合いが続くだろう。　(2008.4.22 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