情勢判断

国内経済金融

投入コスト負担増で企業収益は大きく圧迫

～インフレ懸念は徐々に高まっているが、年度内利上げは依然困難～

南　武志

要旨

原油など資源高騰が実体経済、物価の両面から日本経済に対して悪影響を及ぼし始めている。投入コストの高まりにより企業収益は大きく圧迫されているが、家計部門でも生活必需品の相次ぐ値上げなどにより、マインドが悪化するなど、民間消費の低調が懸念されている。こういう状況では、企業サイドも値上げには慎重にならざるを得ず、価格転嫁は不十分なものとなるだろう。その結果、企業設備投資などにも悪影響が出てくる可能性がある。08 年度半ばにかけて景気展開はかなり厳しい状況が続くと予想する。

また、金融市場では「金利上昇・円安」が進展したが、米サブプライム問題など火種は依然残っており、再び不安定な状況に戻るリスクに警戒が必要だ。なお、08 年度いっぱいは日銀が利上げを再開するような環境は整わないものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2008年 6月（実績）	2008年 9月（予想）	2008年 12月（予想）	2009年 3月（予想）	2009年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.509	0.50	0.50	0.50	0.75
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.842	0.85～1.00	0.85～1.00	0.90～1.05	0.95～1.10
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	(%)	1.710	1.55～1.90	1.60～1.95	1.70～2.05	1.75～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.6	98～113	98～113	100～115	102～117
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.1	160～175	160～180	160～180	160～180
日経平均株価	(円)	13,857	14,250±1,000	14,500±1,000	15,000±1,000	15,500±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6月23日時点。予想値は各月末時点。

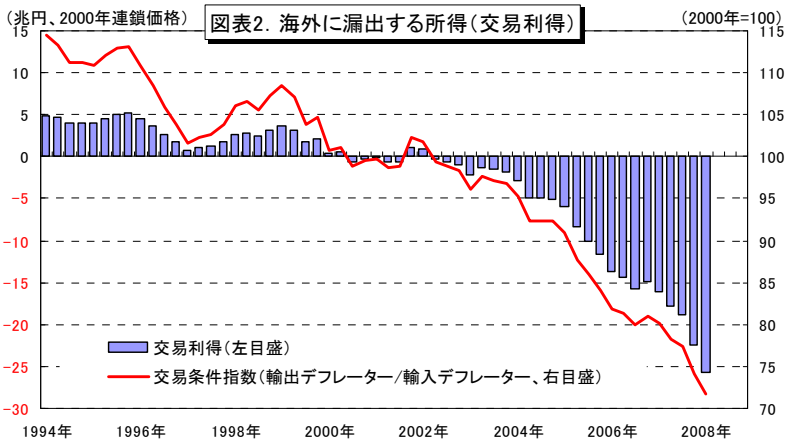
国内景気：現状・展望

6 月に入ってから原油価格（WTI 先物・期近）は 1 バレル＝130 ドル台という歴史的水準での推移が続いている。これまでも原油高騰などによる悪影響が懸念され続けてきたが、最近発表される経済指標にはそれらが目に見える形で出始めている。6 月 4 日に発表された 1～3 月期の法人企業統計季報（法季）によれば、全規模・全産業ベースの売上高は 11 四半期ぶりに前期比マイナスに転じた他、経常利益も 3 四半期連続での減益（前期比ベース）となるなど、企業業績は悪化に転じている。資源高に加え、米国経済の減速や米サブプライム問題などによって世界経済の成長が鈍化している可能性が高いほか、国内でも家計部門のマインドも大幅に悪化していることが民間消費などの需要減退につながり始めていることもあり、企業サイドで十分な価格転嫁ができない状況に陥っている。

一般的に、原油高騰はエネルギーや石油関連の財、運輸などサービス価格の上昇をもたらすなど、インフレ懸念につながる可能性もあるが、近年の日本のように国内需

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

要が盛り上がりに欠けているような状況では、上述のように全般的な物価上昇につながるリスクは低く、むしろ「強制的な購買力移転」といった需要収縮効果を警戒すべきであろう。図表 2 では、最近の交易利得（注）の推移を示しているが、足許では実質 GDP の 4.5%もの所得が海外に漏出していることがわかる。



（資料）内閣府統計より作成

なお、法季：設備投資額などが反映される GDP 第 2 次速報によれば、その設備投資が底堅く推移していたこともあり、1～3 月期の実質成長率は前期比+1.0%（同年率+4.0%）と、元々高かった実質 GDP（1 次 QE では前期比 0.8%（同年率+3.3%））が更に上方修正される結果となった。これを受けて、当総研は 5 月に発表した「2008～09 年度経済見通し」の見直しを行った。「成長率のゲタ」が高まった一方で、前回見通し発表後に公表された月次経済指標が予想以上に悪化していることを考慮し、先行きの GDP 経路をやや下方に軌道修正を行った結果、08 年度の実質成長率は+1.7%と前回から据え置いた（後掲「2008～09 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

また、物価面では、4 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）はガソリン税の暫定税率が一時的に失効し、小売価格が 22 円程度値下がりしたことから前年比+0.9%へ上昇率を縮小させた（3 月：同+1.2%）が、5 月には暫定税率が復活し、更には国際市況高騰の影響から、逆に 30 円近い値上げとなっている。また、食料品、電気・ガス料金や日用品の値上げが本格化しており、先行きは+1%台後半まで、前年比上昇率が高まる可能性が高い。

先行きについては、ガソリン価格の高止まりのほか、食用油・小麦製品などの食料品、電気･ガス料金などエネルギー価格も今後とも値上げが続くことから、当面は前年比+1%台前半の物価上昇率が続くことが予想される。ただし、物価動向のベース部分である食料・エネルギー以外の消費財・サービス価格は、再び水面下に沈むなど、民間消費の弱さが反映された結果となっている点には注意が必要であろう。

（注）内閣府経済社会総合研究所の説明によれば、「交易利得・損失とは、交易条件の変動による利得･損失であり、以下の推計式により算出される。

交易利得・損失＝（X－M）/P－（X/Px－M/Pm）、

P＝（X＋M）/（Xr＋Mr）

ここで、X：名目輸出、M：名目輸入、Px：輸出価格指数、Pm：輸入価格指数、P：ニュメレール・デフレーター、Xr：実質輸出、Mr：実質輸入」とのことである。

金融政策の動向･見通し

原油などの資源高は世界的にインフレ懸念を高めており、市場では主要先進国の中央銀行は早々に利上げを行うのではないか、

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

との見方が強まった。日本銀行に対しても、次回利上げ時期は前倒しになるのでは、との観測も浮上したが、日銀は「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」との認識を維持し、交易条件の悪化に伴う所得形成の弱まりが国内民需の下振れをもたらすリスクと、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含めた先行きの物価上振れリスクについて、注意深くみていくといった、4 月の「展望レポート」で明確にした中立スタンスを繰り返している。これにより、市場の利上げ観測は牽制された格好となっている。

最近になって、再び米サブプライム問題への注目が集まるなど、世界的な金融資本市場の混乱は沈静化に向けて動き始めているわけではない。後述の通り、ユーロ圏はともかく、米 FRB が実際に利上げに向けて動き始めるにはまだ時間がかかるものと思われる。日銀が利上げを再開するには、海外経済・金融面での下振れリスクが大幅に解消することが前提条件であると思われる。そういう面からは、米 FRB の利上げ転換がそのきっかけになる可能性があるだろう。当総研では、「日銀の次の一手」として、09 年 4～6 月期の利上げ（0.25%）を見込んでおり、その後も半年に 1 回くらいのペースで利上げが行われるものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

米国経済が大方の市場予想よりも底堅いこと、米サブプライム問題に関する楽観的な見方の広まり、更には世界的にインフレに対する警戒姿勢が強まってきており、金融市場は 1 月から 3 月半ばまでの「株安・金利低下・円高」の流れが一変し、「株持ち直し・金利上昇・円安」の機運が強まった。

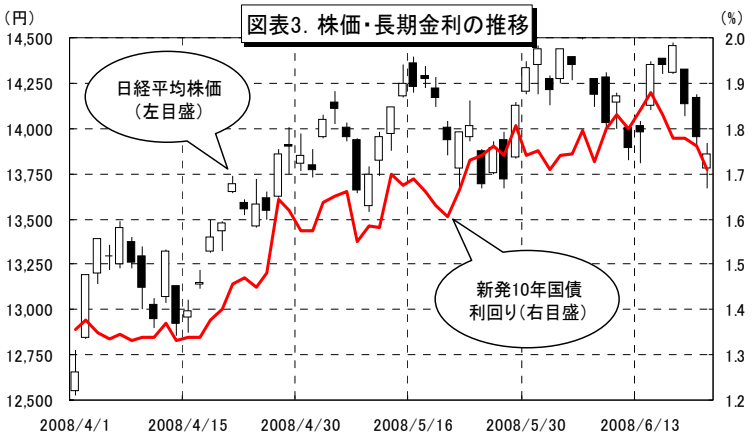
ただし、米サブプライム問題の根源にある住宅ローンの延滞率に上昇にはまだ歯止めがかかったとはいえないなど、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識しておくべきであろう。

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

米サブプライム問題に伴う信用不安が後退する一方で、世界的にインフレ懸念が高まりを見せていることもあり、欧米の中央銀行が市場の想定よりも早いペースで利上げに踏み切るとの観測を受けて、世界的に長期金利は上昇傾向を強めている。これに引きずられる格好で、国内の長期金利（新発 10 年国債利回り）も、徐々にレンジを切り上げていき、6 月 16～17 日には一時 1.895%まで上昇するなど、07 年 7 月以来となる 1.9%に迫る動きとなった（当時は07年8月の利上げをほぼ織り込んでいたと思われる）。その後は、米国経済や信用収

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

縮への懸念が再建したことで、1.7%台半ばまで低下したが、基本的には日銀による早期の利上げ再開を強く意識した金利形成がなされているように思われる。

しかし、少なくとも 08 年度前半は景気の低調さが続く可能性を考慮すれば、現段階で利上げを意識するのは時期尚早であり、10 年 1.8%超の金利水準はやや「行き過ぎ」の面は否めない。一旦は金利水準が再び低下する場面も十分ありうるだろう。

②株式市場

3 月下旬以降、日経平均株価は基本的に持ち直しが続いており、下値を徐々に切り上げる動きが見られた。ただし、14,500 円回復を目前にして失速する動きが繰り返されるなど、現時点で株価に上昇トレンドが備わったわけでもないようである。

国内投資家の動きが鈍い中、主役は海外勢である状況には変わりはないが、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こと、福田政権の不人気や改革イメージの後退などを考慮すれば、いくら「日本株を買わないリスク」が意識されつつあるとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるものと思われる。

また、米サブプライム関連などの予期せぬ悪いニュースには反応しやすい地合いは残っているものと思われ、株価が再び下落するリスクには十分留意すべきであろう。

③外国為替市場

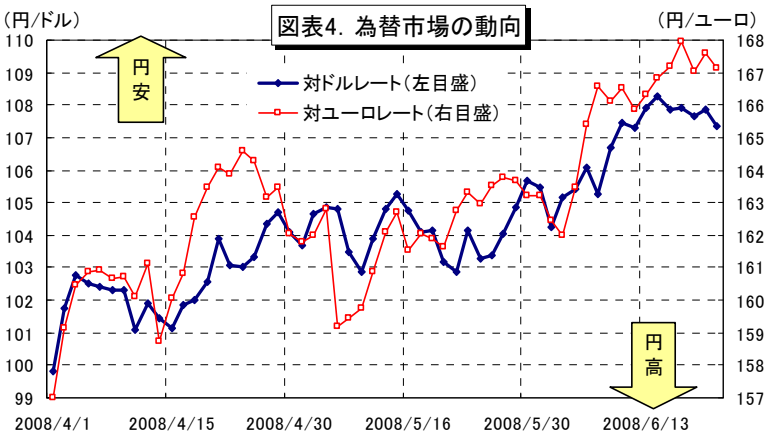
3 月 17 日には 1995 年 8 月以来となる一時 1 ドル＝95 円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、その後は円安方向に戻す動きが続いている。対ユーロ・レートも同様の動きとなっているが、基本的に、今後の金融政策の方向性に対する思惑などといった「金利格差」要因が為替レート変動に対して大きく影響する構図には変わりはないと思われる。

先行きについて考えていくと、まず、既に利下げ打ち止めとの見方が強まっている米国では、前述の通り、年内の利上げ転換を織り込む動きも出ていた。これが、日米金利格差が再拡大するとの思惑につながり、最近までの円安につながったと思われるが、日米ともに今しばらく利上げは困難と思われることから、更なる円安進展の可能性は薄いだろう。一方、インフレ警戒姿勢を強める ECB は、7 月にも利上げを行う可能性が高いと思われる。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは円安修正の動きも考えられるが、基本的には現状水準でのもみ合いが続くと予想する。一方、対ユーロでは引き続きユーロ高気味に推移する可能性が高いだろう。

(2008.6.24 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