

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 徐々に後退しつつある日銀の次回利上げ時期

～企業・家計のマインド悪化に加え、輸出停滞も現実のものに～

南 武志

#### 要旨

原油など資源高騰による投入コストの高まりが企業業績を圧迫していることに加え、生活必需品を中心とした値上げの動きが消費者マインドを悪化させるなど、国内需要の減退が懸念されてきた。加えて、ここに来て世界経済の減速の強まりも見られ、頼みの綱である輸出動向にも変調が見られ始めている。内閣府・日本銀行は経済見通しの下方修正を相次いで行ったが、日本経済は当面の間かなり厳しい展開が続くことが予想される。

また、金融市場では米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が再燃し、再び「株安・金利低下・ドル安」が進展するなど、世界的に金融資本市場には不安定な要素が残っている。こうした金融情勢や景気悪化懸念を想定すれば、日銀の利上げ再開時期はかなり後ずれしたものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年			2009年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6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) (%)	0.849	0.85~1.00	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 (%)	1.565	1.45~1.75	1.45~1.80	1.50~1.85	1.55~1.90	
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.8	100~113	100~115	102~117	105~120
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.7	160~175	160~180	160~180	160~180
日経平均株価 (円)	13,334	13,500±1,000	13,750±1,000	14,000±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7月25日時点。予想値は各月末時点。

#### 国内景気:現状・展望

数年来の資源高に価格高騰に伴って企業・家計のマインドが大幅に悪化してきたが、それに追い討ちをかけるかのように、これまで国内景気を牽引し続けてきた輸出にも頭打ち感が一層強まるなど、ここに来て景気後退の可能性が高まっていることを意識させるような動きになっている。

7月1日に発表された日本銀行「短観(6月調査)」では、代表的な大企業製造業の景況感は、大幅悪化を見込んだ事前の市場予想ほどではなかったものの、着実に景況感

の悪化が進行していることが明らかとなった。また、マクロ的な需給ギャップに近いとして日銀が重視してきた、雇人員判断DIと生産・営業用設備判断DIから作成した「加重平均DI」も2期連続で不足感の解消方向に動きなど、全般的に需給環境は緩和に動いていることが確認できた。家計部門においても、食料品・エネルギーや日用品の値上げによって消費抑制姿勢が強まるなど、国内需要の減退が懸念されている。

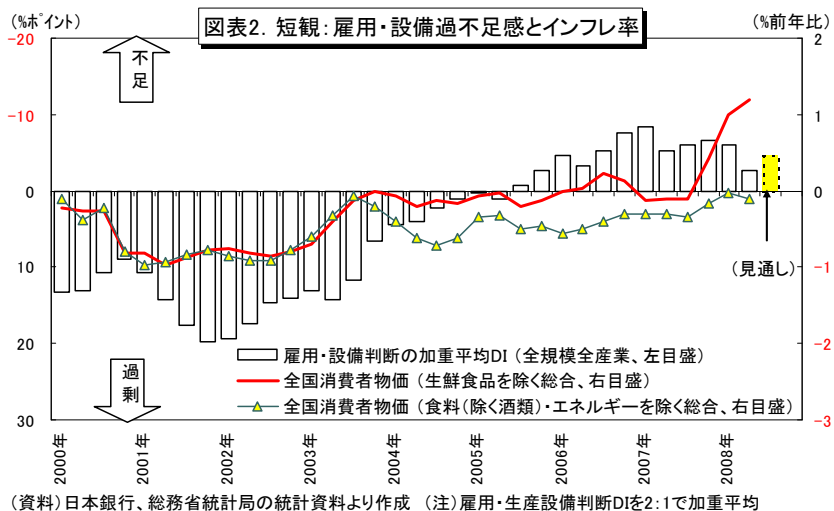
こうしたなか、24日に発表された6月の貿易統計(財務省)によれば、輸出金額が

55ヶ月ぶりに前年比マイナスに転じたことが判明した。日銀が輸出物価を用いて輸出数量を試算した「実質輸出指数」の前年比はまだプラスを保っているが、総じて頭打ちの推移となっている。なお、既に減少している欧米など先進国向けに加え、

アジアなど新興国向けの輸出も減速感が強まるなど、全般的に世界経済の成長が鈍化してきたことが示唆される。

こうした足許の景気展開を受けて、内閣府・日銀では08年度の経済見通しの下方修正を行っている（内閣府：2.0%→1.3%、日銀（大勢見通しの中央値）：1.5%→1.2%）。当総研では8月中旬に公表予定の4～6月期GDP速報を受けて、経済見通しの改訂作業を行う予定だが、08年度：1.7%、09年度：2.2%との見通しは下方修正の方向で検討せざるをえないと思われる。

一方、物価面では、6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1.9%となるなど、上昇率の加速傾向が続いている（5月：同1.5%）。ガソリンに加え、電気・ガス料金が値上げされた7月分では同2%台に乗ることが確実視される状況である。仮にガソリン価格が9月以降横ばいで推移したとしても、食料品・日用品などの断続的な値上げが想定されることから、年度下期には2%台半ばまで上昇率が高まる可能性がある。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・サービス価格はほぼ横



ばい圏で推移する（6月：前年比0.1%）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。

### 金融政策の動向・見通し

日銀は7月の金融経済月報において、景気判断を「エネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速している」とするなど、景気認識の下方修正を行っている。とはいえ、先行きについては「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」とし、その間は、現行の「緩和的な」政策金利を続けることで、景気を下支えしていこうとする姿勢であることが窺える。

原油など資源高騰によって世界的にインフレ懸念が高まっており、7月に入って欧州中央銀行（ECB）が利上げに踏み切ったほか、米連邦準備制度（FRB）でも期待インフレの抑制のため早期利上げの必要性を指摘するFOMCメンバーも散見されるに至っている。日銀も一時はこうした動きに追随するのではないかと見られていたが、最近の白川日銀総裁の発言内容に続き、最もタカ派と見られる水野審議委員でさえ

も、景気の下振れリスクを強調し、当面は「わが国経済を覆う霧<sup>(注)</sup>は当面晴れそうにありません」と述べるなど、次回利上げ時期が大きく後ずれした印象を受ける。

日銀が利上げを検討・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

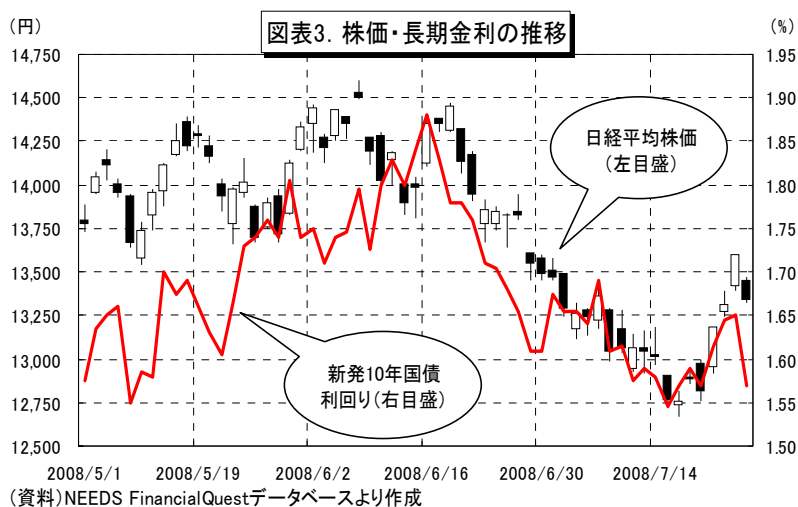
が前提条件であるが、それは若干遅れる可能性が高まっている。これまで当総研では「日銀の次の一手」として、09年4～6月期にも0.25%の利上げを行うと予想してきたが、利上げ再開の時期は09年度下期までずれ込んだものと、予想を修正する。

(注) 7月24日の講演(青森市)の中で、水野審議委員は①「サブプライム問題」に端を発した欧米クレジット市場や株式市場の混乱、②エネルギー・原材料価格高を背景とした民間内需の下振れ圧力、③東アジアの新興成長国におけるインフレ圧力の高まり、を「霧」として指摘した。

### 市場動向:現状・見通し・注目点

6月下旬以降、再び米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が強まり、住宅ローンの証券化やそれへの保証を主業務とする政府系住宅金融機関の経営危機が勃発する事態に陥り、金融市場では再び「株安・長期金利低下・ドル安(円安)」傾向が強まった。

ただし、米政府・連邦準備制度(FRB)の金融危機を未然に防ぐとの強い決意表明や政策対応により、これに伴う信用不安は一旦後退する動きとなっているが、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ておらず、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。今後、延滞率が更に上昇、金融機関の損失拡大が明らかとなれば、再び「株安・金利低下・ドル安(円高)」に振れる可能性は残っている。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

### ①債券市場

6月中旬にかけて、世界的なインフレ懸念の強まりから各国の中央銀行が利上げを前倒しするとの観測から、長期金利の上昇傾向が強まった。国内の長期金利(新発10年国債利回り)も6月16～17日にかけて一時1.895%まで上昇した。しかし、6月下旬以降、米国経済や信用収縮への懸念が再燃し、世界的に株価が下落するのと歩調を合わせる格好で、7月中旬にかけて1.5%台半ばまで金利低下が進行した。その後、米信用不安の後退により一時1.6%台後半まで戻したが、上昇圧力は限定的であった。

なお、足許では国内景気は今後さらに悪化する可能性が指摘されており、日銀の利上げ時期も大幅に後ずれする可能性が強ま

っていることを考慮すれば、当面の長期金利には低下圧力がかかり続けるだろう。しばらくはボラタイルな動きが続くと思われるが、1.6%近辺を中心とする相場展開が続くものと予想する。

## ②株式市場

6月中旬にかけて、日経平均株価は14,000円台前半を中心とした展開が続いたが、その後は米信用収縮懸念の再燃やそれに伴う円高進展、また原油など資源高による景気悪化懸念も加わり、7月中旬には4月15日以来となる13,000円台割れまで株安が進んだ。その後、米信用不安の後退を受けて持ち直しの動きも見られたが、株価予想のベースとなる企業業績見通しは減益予想が目立つなど、先行き不安材料は少ない。

企業活動を取り巻く環境が悪化し、国内企業の景況感も引き続き悪化方向で見込まれていることに加え、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」が意識されているとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるだろう。株価の本格上昇局面入りにはまだ時間がかかるものと思われる。

中旬にかけて再び円高ドル安が進み、一時104円台となったが、米信用不安の解消に伴い、足許では再び円安方向に戻している。一方、対ユーロ・レートでは概ね1ユーロ＝160円台後半という円安ユーロ高の状態が続いている。なお、基本的に為替相場は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」要因が主役である構図には変化は見られていない。

こうした観点から先行きの為替変動について考えていくと、まず、米国では、景気減速懸念が継続する中、インフレ懸念の高まりから年末あたりでの利上げ転換を織り込む動きも引き続き残っている。一方で、景気減速が続く中での利上げは困難との見方も根強い。また、日銀は当面は利上げができる環境にはないとの見方が広まっている。一方、7月に利上げを断行したECBであるが、ユーロ圏経済も景気減速感が強まるなど、今後の利上げのペースが早まっているとは思えない。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは基本的には現状水準で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。  
(2008.7.28 現在)

## ③外国為替市場

3月中旬に一時1ドル＝95円台まで円高が進行した円レートは、その後反転し、6月中旬から下旬にかけては108円を中心とした展開となっていた。そこに、米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が再燃、7月

