

情勢判断

国内経済金融

金融システム混乱がもたらす景気下振れへの警戒が必要

～ 日本銀行の利上げ再開時期は 09 年度後半まで後ズレ～

南 武志

要旨

欧米など先進国経済の悪化が、中国など新興国経済の減速にも波及するなど、世界経済の減速感が一段と強まっている。最近の原油・穀物など資源価格の下落は、企業・家計に一定の安心感を与えると見られるが、景気牽引役として期待される外需の不振は、国内景気の停滞を長期化させるリスクがあると思われる。なお、先行きの景気の落ち込みの程度は決して深刻なものにはならないと想定しているが、米金融システムの混乱が長引けば、景気下振れが大きくなる可能性も意識すべきであろう。

日銀は物価の上振れリスクにも引き続き警戒感を抱いているが、今後の景気悪化が物価沈静化につながる可能性を考慮すれば、当面は現状の政策金利水準を続けるものと思われる。日銀は早くとも 09 年 10～12 月期までは利上げ再開はできないと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	2008年		2009年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.399	0.50	0.50	0.50	0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.859	0.80～0.90	0.80～0.90	0.85～0.95	0.85～0.95	
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 (%)	1.480	1.35～1.70	1.35～1.75	1.40～1.80	1.40～1.80	
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.2	103～113	103～113	105～115	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	154.6	140～160	140～160	145～165	150～170
日経平均株価 (円)	12,090	11,500±1,000	11,500±1,000	12,250±1,000	13,000±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の予想値は誘導水準。実績は2008年9月22日時点。予想値は各月末時点。

国内景気:現状・展望

3月に起きた米大手証券ベアー・スターンズの経営破綻はまだ記憶に新しいが、9月に入ってから再び米大手金融機関の経営危機問題が注目を浴びるなど、07年夏に表面化した米サブプライム問題は収束に向かうどころか、事態は悪化の一途を辿っているように見える。こうした金融システムへの不安感が世界的にリスクマネーの供給を途絶えさせる可能性もあり、既に景気減速感が強まっている世界経済をさらに下押しするのは、といった懸念も強まっている。

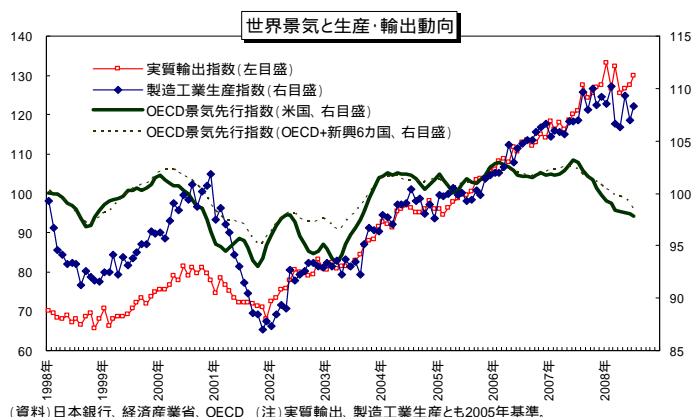
国内の経済指標に目を転じると、7月の主要経済指標は、悪過ぎた感もあった6月分から持ち直す動きもあるが、景気後退との見方を否定するものではなく、今後の景気悪化の程度はあまり深刻なものにはならないと受け止める向きが多かった。

こうした中、9月5日には4～6月期の法人企業統計季報が発表されたが、全規模・全産業(除く金融・保険業)ベースの売上高は前年比 0.7%と2四半期連続の減収、同じく経常利益は同 5.2%と4四半期連続の減益となった。総じて原油などの資源

高によって投入コストが大幅に上昇し、収益を圧迫する状況が続いている。なお、最近では原油価格が大きく下落しており、それ自体は企業に対して安心感を与えるものだが、その下落は世界経済悪化懸念から発生したことを考慮すれば手放しで歓迎できるものではない。

また、9月12日には4～6月期GDP第二次速報が発表され、前期比0.7%（同年率3.0%）と一次速報時から若干の下方修正となった。内容的には、民間消費、民間企業設備投資といった主要な国内需要に加え、これまで景気を牽引してきた輸出がいずれも減少するなど、牽引役の不在を再確認させるものであった。これを受けて、当総研は8月に公表した「2008～09年度改訂経済見通し」の再改訂を行ったが、経済成長率を08年度：0.4%、09年度：1.3%と、これまでの予測値を据え置いた。景気回復に向かう時期は09年7～9月期以降と見込むが、そのきっかけは海外経済の持ち直しとの見方も変更ない。景気悪化に伴う調整圧力は決して強くないと考えるが、昨今の金融システムの混乱による世界経済低迷の長期化や深刻化の可能性を考慮すれば、更なる下振れリスクへの警戒が必要だ（詳細は後掲レポート『2008～09年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』を参照のこと）。

一方、物価面では、足許の上昇率は依然として高水準を続けているものの、7月中旬以降の資源価格の調整が先行きの上昇率抑制につながる事が意識され始めてきた。8月の国内企業物価は、スクラップ類や非鉄金属の値下がりもあり、前年比7.2%と7月分（同7.3%）から僅かではあるが、上



昇率が縮小した。今後は、石油製品の値下がりが反映されてくることが予想され、物価上昇が沈静化してくる可能性が高い。

消費者物価にも同様のことが言えるだろう。8、9月と消費者物価上昇率は前年比2%台半ばで推移すると思われるが、その後はこれまでの物価変動の主役だったエネルギーの物価押し上げ効果が剥落していくのは必至であろう。もちろん、過去の素原材料価格の上昇分を食料品や日用品などに転嫁する動きは当面は継続することが予想されるほか、耐久財が値上げに転じる可能性もあるが、物価高による民間消費抑制が強まっていることもあり、全般的に物価は落ち着きを取り戻すものと思われる。

金融政策の動向・見通し

米金融システムが動揺するなか、日銀は9月16～17日（定例）、18日（臨時）と政策委員会・金融政策決定会合を開催したが、いずれも金融政策の据え置きを決定した。また、17日の会合終了後に公表した声明文でも、8月に下方修正して「停滞」とした景気判断を維持した。日銀は景気の下振れリスクへの警戒を徐々に強めているようだが、一方で物価の上振れリスクも強調する姿勢も崩していない。先行きについても「当

面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況が落ち着き、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく、「物価安定の下での持続的な成長経路に復していく」とのやや楽観的な表現を続けている。さらに、「景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まる」との表現を残すなど、予め利下げをすることで悪化を続ける景気を下支えしようという意思はないことを示している。

ただし、世界経済の減速や金融システムの混乱は長引く可能性も高く、当面は利上げを再開することを検討することができない状況は続くものと思われる。日銀が利上げを検討するには、国内経済が持ち直しに転じ、先行きの物価上昇懸念が強まることは言うまでもないが、それとともに米国経済・金融面での下振れリスクが大幅に解消することも必要であろう。当総研は「日銀の次の一手」としては引き続き「利上げ」と見ているが、その時期は早くとも 09 年 10～12 月期と思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

冒頭でも述べたが、9 月に入り、米サブプライム問題の激震が再び金融市場を襲った。米証券大手リーマン・ブラザーズは経営破綻、同じくメリルリンチは米銀行大手のバンク・オブ・アメリカに買収され、米保険最大手 AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）は公的管理下で再建を目指す事態になった。一連の金融機関の経営破綻は、金融システムに

大きな動揺を与えており、世界的に流動性確保の動きが強まった。日銀も 16 日以降は大量の流動性供給を行うなど、短期金利の跳ね上がりを抑え込んできたが、18 日（日本時間）には主要 6 カ国・地域の中央銀行が協調流動性対策を取りまとめ、世界的な信用不安の沈静化に乗り出している。

また、これまで公的資金の投入によるサブプライム問題の解決にやや消極的と見られてきた米ブッシュ政権も事態を重く見て、2 つの米住宅金融公社を始めとする金融機関の救済や、さらには不良債権を買い取り、処理する受け皿機関の設立構想を検討するなど、抜本的な問題解決に向けた動きが進み始めた。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いないが、こうした米政府の取り組みは収束に向けた動きとして評価できるだろう。こうした動きは極度なリスク回避状態に陥っていた金融市場の正常化につながることを期待される。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

世界的なインフレ懸念の強まりを受けて、6 月中旬に一時 1.895% まで上昇した国内の長期金利（新発 10 年国債利回り）である



が、その後は米国経済の先行き懸念や信用不安が再燃、世界的な株価下落と歩調を合わせる格好で、低下傾向が強まった。8月以降は概ね1.4%台での展開となっている。

先行きも国内景気の悪化が続く可能性を考慮すれば、長期金利には下押し圧力がかかり続けると思われるが、現時点では日銀が利下げ転換に対して否定的な構えであることや次期政権では財政再建路線が一時的に棚上げされるとの懸念も強く、1.4%割れが常態化する可能性は決して高くないと思われる。しばらくは1.5%前後を中心レンジとする相場展開が続くと予想する。

株式市場

8月中旬まで日経平均株価は13,000円台前半を中心としたもみ合いが続いたが、その後は米信用不安再燃やそれに伴う円高進展、さらにはこれまでの資源高騰による世界経済悪化懸念が加わり、下落傾向を強めていった。特に、9月16日以降は米金融機関の相次ぐ経営破綻により、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下し、一時11,000円台前半まで株価下落が進んだ。その後は、米政府の問題収束に向けた動きが好感され、底割れは回避されたが、基本的に本邦企業の業績悪化傾向は鮮明で、株価予想のベ-

スとなる企業業績見通しも減益予想が目立つなど、先行き不安材料は多い。株価の本格的な回復にはまだ時間がかかるだろう。

外国為替市場

資源高騰やそれに伴う予想インフレ率の上昇などから、資源国通貨や高金利通貨の増価傾向が続いていたが、7月中旬以降の資源価格の下落やインフレ懸念の後退、さらには欧州経済の悪化が鮮明となったことで、8月上旬を直近ピークにユーロが下落に転じ、その後も調整が続いている。また、9月に入って米金融システムへの懸念が再び台頭すると同時に、円高ドル安傾向が強まった。8月下旬には1ドル=110円前後で推移していたが、9月16、18日には一時103円台まで円高が進行した。なお、その後は米政権の事態収拾に向けた姿勢が好感され、ドル安はとりあえず一服している。

このように、信用不安に伴う為替変動が激しさを増しているが、以下では「金利格差」要因で今後の為替市場を予想してみたい。日米欧の中央銀行ともインフレ懸念は強いが、景気減速が続く中での利上げは困難との見方で一致しているものと見られる。むしろ、市場では米国が10月にも利下げが実施されるとの見方が一部で浮上している。

一方で、前述の通り、日銀は景気が底割れでもしない限り、利下げはないと見られている。以上を考慮すれば、目先は円高ドル安気味に推移する可能性があるだろう。また、対ユーロでも、これまでのユーロ高の調整という面で円高ユーロ安傾向が強まる場面もあるだろう。

(2008.9.24 現在)

