

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 景気拡大が続くが、財政金融政策正常化への道は依然として険しい

南 武志

#### 要旨

国内景気は、民間最終需要の自律的回復と輸出の堅調さから、着実な回復を続けている。06年にかけてもこの景気拡大プロセスが持続すると予想。年内にも消費者物価の前年比下落状態からの脱却が実現する見込みだが、政府・与党からの牽制もあり、量的緩和政策の解除時期が「06年春」から後ズレするとの見方も浮上している。また、財政再建を巡る議論も盛り上がっているが、「失われた10年」の期間に発動された財政・金融政策を正常化させるにはまだ難関が待ち受けていることが窺える。

マーケットでは、10月中はやや調整色に強かった株価は再び上昇、一方の長期金利は上昇が抑えられている。為替レート(対ドル)は米国の金利先高観から円安方向に推移しているが、06年に入ればその修正もありうるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2005年		2006年			
	11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 (%)	0.001	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0892	0.08 ~ 0.14	0.09 ~ 0.15	0.10 ~ 0.17	0.10 ~ 0.17	
短期プライムレート (%)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	
新発10年国債利回り (%)	1.475	1.40 ~ 1.70	1.40 ~ 1.80	1.50 ~ 2.00	1.50 ~ 2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.74	115 ~ 125	110 ~ 120	105 ~ 115	105 ~ 115
	対ユーロ (円/ユーロ)	140.27	135 ~ 145	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)	14,708	14,500 ± 500	15,000 ± 500	15,500 ± 500	15,500 ± 500	

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

(注) 実績は05年11月22日時点。

#### 国内景気・現状・展望

11月11日に発表された7~9月期の国民所得速報(1次QE)によると、実質成長率は前期比+0.4%(同年率+1.7%)と、05年上期に比べると若干鈍化したものの、引き続き国内経済は堅調に推移していることが示された。内容的にも、民間消費・企業設備投資といった民間最終需要の自律的回復が強まりを見せているのに加えて、海外経済の好調さに牽引されて輸出が増加するなど、内外需のバランスのとれた経済成長が実現できている。一方、GDPを計算する上で控除項目である輸入も増加したため、外

需はマイナスの寄与度となり、成長率の押し下げ要因となった。ただし、輸入の増加は堅調な内需の反映でもある。1990年代前半より前の日本経済では、景気回復が進行するにつれて、外需はマイナス気味に推移していたことを考慮すると、ようやく日本経済も正常な状態に戻ってきていると捉えることもできる。少なくとも輸出が堅調に推移する状況下では、懸念材料として捉えるべきではない。

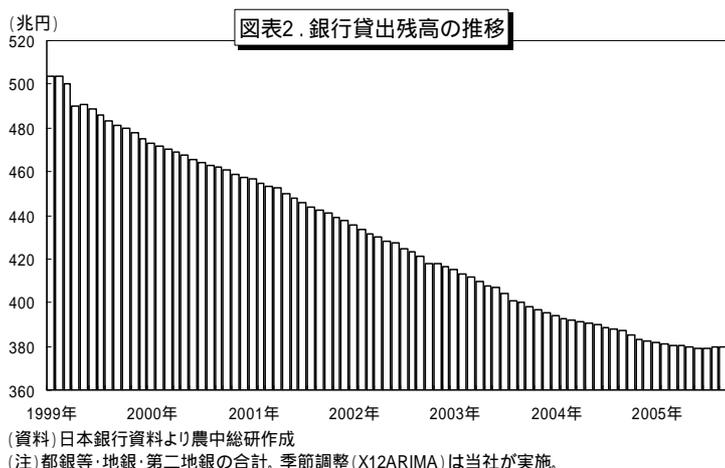
その他、注目度の高い鉱工業生産・機械受注とも足許の数字は事前予想よりも弱かったものの、先行きの増勢見通しが示され

ている。また、90年代後半に入ってから減少傾向が続いてきた銀行貸出がようやく増加に転じたことに加え、地価についても六大都市商業地では目に見えて上昇し始めている（前年比+2.8%）。後述の通り、株価も回復基調が続いており、90年代以降のいわゆる「失われた10年」

の原因の一つでもある資産デフレからの脱却が現実のものになろうとしている。

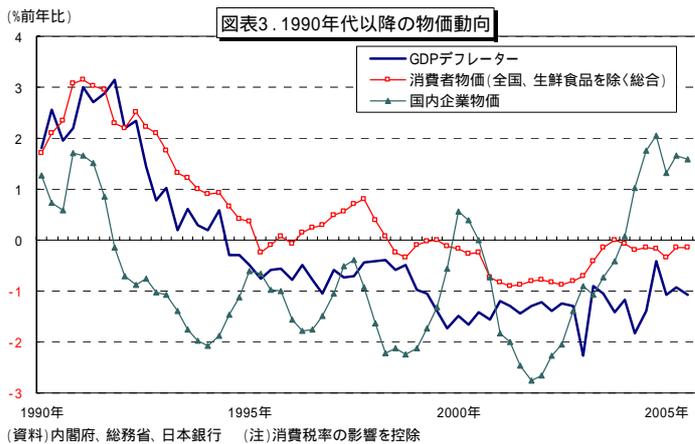
以上から、先行きについても民需の自律的回復プロセスは日本経済の景気拡大を息の長いものにすると考えられ、06年にかけて潜在成長力を上回る景気拡大局面が続くと見込んでいる（詳細は後掲「2005年度・2006年度改訂経済見通し」を参照のこと）。なお、原油価格動向が世界経済・貿易の伸びを減速させる可能性や、以下の減税措置廃止や金融政策正常化がマクロ経済へ与える影響には注意しておきたい。

今後の政策運営としては、小泉首相続投により06年度予算も緊縮型となる見込みだが、中長期的に見ても財政再建は最重要課題である。景気回復を受けて現在作業中の06年度税制改正案では定率減税の全廃やIT促進税制の廃止などが検討されているが、一方で永年の懸案である消費税率引き上げに関してはその対応を巡って意見が二分されている。政府・与党内では「歳出の徹底的な削減がまず先」か、「同時に消費税率引き上げも実施する」か、について、06年秋のポスト小泉を意識した政治的駆け引きの様相も見せながら対立も見受けられる。今後の動向に注目したい。



最後に物価に関しては、原油など素原材料価格の高騰・高止まりの影響が強く出ている状態が続いている。特に、日本銀行がコミットメントしている消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)では物価全体を+0.3%程度押し上げている。こうした状況は当面続くことが見込まれる他、燃料費調整制度による電気料金引き上げ(10月に続き06年1月にも)、電話基本料金引下げ効果が11月には若干縮小すること(年明け後には完全に剥落)等もあり、早ければ05年末までには前年比マイナス状態から脱却することが確実視されている。このように、物価指数の前年比が下落し続ける状態からの脱却は目前に迫っている。

一方で、最近では物価押し上げ要因が強いのは06年1~3月期までであって、それ以降は弱まっていく、との見方も浮上してきた。確かに、最近の原油市況を考慮すると、ガソリン価格は先行き高くとともに現状水準で推移する可能性が高い。そうした想定の下では、4~6月期以降は物価押し上げ効果が縮小する。また、06年4月以降には規制緩和要因によって、電力料金値下げ、医療費の引下げなども検討されている。更に、携帯電話事業への新規参入も先行きの料金



引下げにつながる可能性があり、06年度にかけて物価上昇率が加速しているわけでもなさそうである。

### 金融政策の動向・見通し

10月末に日銀の経済・物価見通しである「展望レポート」が公表された。予想の中身は民間調査機関の見通しとあまり変わりはないものの、これを契機にマーケットでは福井日銀総裁による量的緩和政策の解除に向けた意気込みを織り込む動きが本格化し、ターム物から中短期債にかけて金利が上昇した(ベア・フラット化)。

しかし、思い起こせば、福井総裁は「デフレ脱却までは現行の量的緩和政策を粘り強く続ける」と繰り返し、ある程度backward-lookingな政策運営もやむをえない旨を述べていたが、こうした一連の発言を通じて、まだデフレから脱却できていないにも関わらず金利上昇が始まってしまう事態を招いた。

これに対して、政府・与党からは量的緩和政策の解除は時期尚早との意見が相次いでいる。ここで浮き彫りになったのが、「日銀は政府の経済政策からも独立しているのか」と「消費者物価のマイナスからの脱却をデフレ脱出と判断してもよいか」という

2点であろう。こうした問題を抱える中では、実際の量的緩和政策解除のハードルは高いし、その先のプラス金利への誘導には更なる障壁があるようにも見える。

しかし、18日に行われた総裁定例会見では、消費者物価上昇率が安定的にプラス推移を確認できれば、金融政策の正常化を図る構

えを改めて示した。こうした政府と日銀の間の不協和音を受け、金利は先行き乱高下する可能性を残している。

一般的には消費者物価前年比が+1%に満たない状況を「デフレ脱却」とは呼ばないことなどを踏まえれば、金融政策の正常化に取り掛かる時期ではないと考えるが、実際の日銀の行動としては物価上昇率がプラスに転じてから数ヶ月経過し、かつ4月の「展望レポート」で新たな物価見通しが示される06年4~6月期が量的緩和政策解除のタイミングになるとの見方は依然として有力と思われる。

また、その手法としては、福井総裁は「量的緩和政策の枠組み変更とは金利目標の復活」としており、ゼロ金利政策へ移行する可能性が高い。また、政策の連続性を保つことを強調していることから、日銀当座預金残高は急激に減額せず、かつインフレ率が高まらない限り政策金利のプラス誘導はないと見る。06年度中は政策金利(無担保コールレート翌日物)のゼロ金利誘導は継続するものと思われる。

### 市場動向:現状・見通し・注目点

景気回復の継続期待や物価下落終焉といったこともあり、相変わらず株価は上昇傾

向が続いている一方で、長期金利に対してはあまり上昇圧力が働かなくなっており、足許では再び 1.4% 台へ低下している。為替レートは米ドルが対円・対ユーロで上昇する展開となった。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

## 債券市場

10 月末に日銀は展望レポートを公表、同時に量的緩和政策解除に向けた地均しも始めたこととマーケットが受け止めたことで、10 月下旬には 1.5% 前後であった長期金利(新発 10 年国債利回り)は上昇、11 月 7 日には一時 1.630% をつけた。この動きで顕著だったのは長期～超長期ゾーンの金利上昇は限定的であったのに対し、ターム物～中期ゾーンは大きく上昇したことで、一部には 06 年内の 2 度の利上げをも織り込んだとの指摘もあった。ただし、前述の通り、小泉首相も含めて政府・与党幹部らが相次いで「量的緩和政策解除は時期尚早」との発言を繰り返したことや、06 年度にかけて消費者物価上昇率はそれほど高まらないとの思惑が浮上したことなどから、再び金利は低下、長期金利は 1.4% 台での推移となっている。

なお、03 年、04 年の長期金利上昇時と比較してみると、今回は本格的な景気回復フェーズにはいっていること、近い将来の物価下落が終わる確度が高いこと、日銀が金融政策変更に対して踏み込んだ発言を行っ



ていること、など、経済そのものが「失われた 10 年」と決別しようとしているのが明確であるのに対し、長期金利の上昇幅はそれほど大きくないのが特徴であり、金利水準は低いまま。米国など先進国の債券市場では長金利の抑制された状況が常態化しているが、日本でも景気回復と長期金利上昇が必ずしもリンクしていない。

然りとて、今後の展開としては、先行きの景気回復の継続見通しからは長期金利に対して上昇圧力がかかること間違いなし。ただし、物価上昇のスピードはあまり加速することは見込めず、デフインフレ状態が定着し、量的緩和政策後も当分の間は政策金利のゼロ金利状態は続くことが想定される。つまり、長期金利の水準は上昇するが、上昇局面入りするのではなく、レンジの上方シフトに限定されると考える。年度内は 1% 台後半を中心レンジとする展開になると予想している。

## 株式市場

株価は 10 月下旬にかけてはややスピード調整的な展開が強まっていたが、11 月に入ると日経平均株価は 14,000 円台を回復、下旬にかけて更に上昇テンポを早めた。

概して銀行株など内需関連のバリュー株が中心となって相場全体を牽引する状況が続いているが、足許では国際優良銘柄と呼ばれるハイテク関連への物色もようやく観察されるようになった。06年にはトリノ五輪、ドイツW杯サッカーなど、スポーツイベントが目白押しであり、デジタル家電への需要が高まれば、出遅れ感の強いハイテク関連への株式投資が本格化する可能性もある。

先行きに関しても、基本的には比較的良好な内外経済環境が持続する中では、企業業績も堅調に推移することが見込まれることから、物色対象が循環しながら、引き続き株式相場を押し上げていく可能性が高いだろう。

## 為替市場

9月上旬までは1ドル=110円割れの水準で推移していた為替レートは、その後ほぼ一本調子で円安ドル高が進行、足許では120円/ドルに迫る水準となっている。なお、今回の円安は日米金利差が更に拡大するとの見通しに基づくものと見ていいだろう。

米国経済は夏場のハリケーン被害は一時的かつ限定的で、06年に入れば復興需要が見込まれているなど、当面は堅調に推移すると見られている。一方で、足許のコアインフレ率は抑制されているが、全体としては高めの推移が続いており、12回に渡る合計3%の利上げにも関わらず、インフレ懸念は解消されずに残っている。こうした状況を受けて、米

国では少なくとも次々回のFOMC(1月31日)までは利上げを継続すると見られている。一方、日本では日銀のシナリオどおりには金融政策正常化が進行しないとの見方もあり、日米金利差は更に拡大する可能性が高い。

そのため、先行きの対ドルレートはもう少しドル高方向に推移する可能性がある。しかし、その後は再び円高ドル安方向に戻ると考える。その理由としては、既に国際原油市況はピークを付けて下落に転じており、エネルギー価格の物価押し上げ効果が徐々に剥落し、先行きインフレ率が抑制される可能性が高いことが挙げられるだろう。

一方、対ユーロレートを見ると、フランスでの暴動などの影響からユーロが一時弱含む場面もあったが、欧州中央銀行(ECB)首脳が利上げを示唆する発言を繰り返しており、基調としてユーロ高気味に推移している。06年にかけてユーロ圏経済は景気拡大が進行し、インフレ率も高まるとの見方が浮上している。そのため、ECBは06年年明け後にも予防的な利上げを実施する可能性が高い。円の対ユーロレートは、当面140円/ユーロ絡みでの展開が続くと見る。

(2005.11.24 現在)

