

情勢判断

国内経済金融

06 年中は景気拡大が継続、量的緩和政策は 4～6 月期に解除へ

南 武志

要旨

好調な企業業績を背景に設備投資・雇用の拡大が始まっており、民間最終需要の自律的回復プロセスが強まりを見せている。また、海外経済の順調な成長により輸出数量は増加基調となっている。06 年もこうした景気拡大は持続すると予想。また、06 年春には消費者物価の前年比プラス状態が継続し、日本銀行は量的緩和政策の枠組み解除を実施すると見るが、政策金利をプラスに引き上げるまでにはまだ時間がかかるだろう。

マーケットでは、株価は年初来高値を更新したが、長期金利は 1.5% を中心レンジとする展開となった。為替レート (対ドル) は 1 ドル = 120 円台前半まで円安が進行した後、急速に円高方向に振れる等、やや荒っぽい展開となった。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2005年	2006年				
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12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) (%)	0.0900	0.09～0.15	0.10～0.17	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 (%)	1.530	1.40～1.80	1.50～1.90	1.50～2.00	1.50～2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	115.68	112～122	110～120	105～115	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.94	135～145	130～140	130～140	130～140
日経平均株価 (円)	15,173	15,750±500	16,000±500	16,250±500	16,500±500	

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

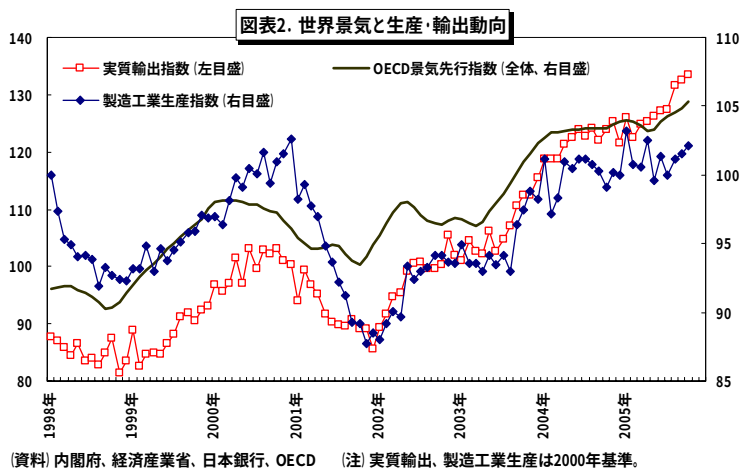
(注) 実績は05年12月16日時点。

05 年の経済・金融情勢を振り返る

04 年後半には輸出の伸び悩みに加えて、主に天候要因などにより民間消費にブレーキがかかったことで、景気拡大が一時的にストップする事態 (いわゆる景気の踊り場) に陥っていた。しかし、05 年に入ると民間消費の反動増が見られたほか、企業部門では堅調な企業業績を背景に、これまでの減量経営から、慎重ながらも前向きなスタンスへの変更が見られた。これにより、企業設備投資の他、賃金上昇を伴った雇用増がもたらされ、民間消費は恒常的に増加し始めた。つまり、今回の景気回復局面でようやく本来の主役である民間最終需要の自律

的回復プロセスが始まったのである。加えて、年央には輸出鈍化の主因であった世界的なハイテク関連財の生産・在庫調整が終了し、出荷が増加し始めた他、同じく 04 年後半以降減少していた中国向け輸出も増加に転じている。このように景気も夏場には踊り場を脱出し、その後も景気拡大が継続している。

株価に関しては、景気情勢を反映して年初から全般的に上値の重い展開が続いた。5 月には中国で反日デモが広がり、大きく調整する場面もあったが、その後は先行き景気回復期待から上昇基調となった。この動きを更に加速させたのが、「郵政民営化法案



廃案・衆院解散・総選挙突入」という政治イベントであった。市場では当初から与党勝利を見込んでいたが、予想外の圧勝という結果に対して、折からのデフレ脱却期待とともに、小泉流構造改革が進展することで内需主導での景気拡大が広がることを期待し、株価は更に上伸した。なお、05年中はいくつもの企業買収を巡るニュースが話題になる等、「企業はだれのものか」「企業価値の向上に何が必要か」などの問題意識が改めて問われていた。また、企業買収への対抗策として配当性向を高める動きも見られ、高配当企業への投資も人気を集めた。

一方、長期金利（10年国債利回り）に関しては、年前半までは景気停滞の影響もあり、1.2%割れとなる場面もあった。しかし、年後半には景気再浮上・株価上伸・デフレ脱却などを背景に日銀による量的緩和と政策解除の思惑が高まり、中短期ゾーン主導での金利上昇が引き起こされた。一方で、政府・与党から日銀に対する政策変更への牽制や06年度にかけて物価上昇圧力は高くないとの見方や、政府による国債管理政策の強化など、長期金利には再度

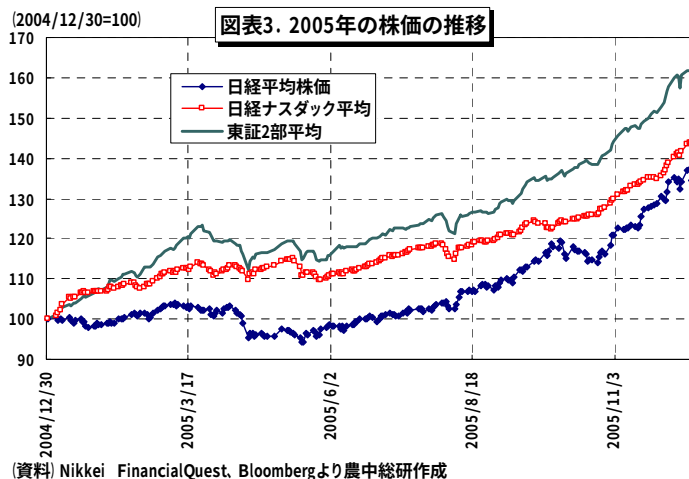
抑制する力が働いている。年末にかけては1.5%を中心とした展開となっており、上昇局面入りは先送りされている。

為替レートは、年初は1ドル＝100円割れも想定される状況であったが、その後は米国金利先高観による日米金利格差拡大予想を根拠に、緩やかに円安が進行した。一方、

04年後半にかけて上昇していたユーロは、05年に入ると一転、弱含んだものの、年後半になるとECBによる利上げ意欲が表明されたこともあり円に対して上昇した。ちなみに、実質実効レートという観点から円レートを見ると、過去20年間で最も減価されている状況となっている。その他、人民元が管理フロート制へ移行、非常に緩やかなペースだが増価し続けている。

国内景気：現状・展望

冒頭で触れたように、日本経済の足腰が非常に強固なものになっている。7～9月期のGDP2次速報（2次QE）によると、実質成長率は前期比+0.2%（同年率+1.0%）と、1次速報から下方修正されたものの、その要



因が民間在庫の大幅減であり、そのこと事態は在庫調整の順調な進展を意味しており、将来的な生産拡大（＝景気拡大）を予想させる内容であった。なお、推計方法の一部変更に伴い、民間設備投資や民間在庫品増加など投資系列の水準が下方修正されたが、それまでの増勢基調が変化したわけでない。

一方で、7～9 月期の法人企業統計季報、12 月短観からは今後の課題も浮き彫りになった。それは、投入コスト上昇分の価格転嫁が実現できている製造業素材業種では比較的増益率も高く、業況感の改善度合いも大きいのにに対し、それが実現できていない同加工業種や非製造業では増益幅が小さい、もしくは減益しており、かつ業況感の改善も小さくなっていることである。素原材料など変動費の上昇に加え、足許では人件費など固定費も増加する傾向にある。そのため、利益確保のためには価格転嫁の本格化が不可避となっている。これらはデフレ脱却の行方とも密接な関係があるだけに、今後の動向に注意していく必要がある。

その他、月次指標などからも概ね景気拡大継続が読み取れるが、設備投資の先行指標（機械受注や資本財出荷など）が足許でやや弱い動きをしていることは注意していく必要がある。ただし、設備投資環境の良好さからすれば、下方屈折のリスクは小さいと判断しているが、06 年初には GDP ベースの設備投資がやや鈍化する可能性もあるだろう。

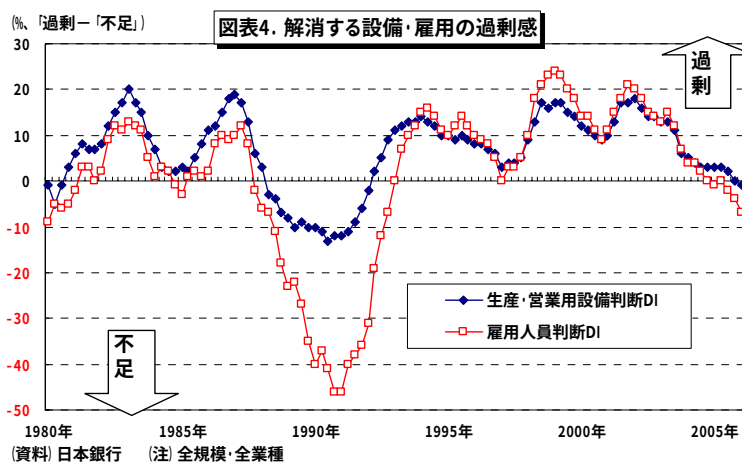
以上、景気の拡大スピードは大きく加速しているわけではないが、着実に潜在成長

率を上回る息の長い経済成長を持続しており、先行きに関してもそれを阻害するような材料は特に見当たらない。2 次 QE 発表後に経済見通しを主に足許の水準調整により改訂したが、05 年度+2.9%成長、06 年度+2.0%成長と前回 11 月公表の数字から微修正に留めている。

また、物価に関しては、11 月分の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）から前年比プラスとなることが見込まれている。一時的・政策的な要因を除く部分でも下げ止まっている状況である。先行き暫くは小幅なプラス状態が続く可能性が高い。しかし、原油価格が現状程度に留まれば、06 年度に入ってから物価押し上げ効果は大きく軽減される他、電力料金・医療費などが値下がりする公算が高い。06 年度には物価上昇率が加速的に高まるように見通せるわけではない。

金融政策の動向・見通し

現行の量的緩和政策の解除に関して、政府・与党と日本銀行との間で意見が対立している。日銀は消費者物価の前年比上昇率が安定的にプラスで推移し、先行きもその状況が続くことが見通せる状況を「デフレ



脱却」とし、その時点で速やかに量的緩和解除に踏みきる意向である。一方、量的緩和政策の解除は時期尚早とする政府・与党サイドは、たかだか 1%未満のインフレ率では今後の展開次第では再びマイナスになる可能性があることや、ホームメイドインフレを示す GDP デフレーターは依然として大きな下落が続いている点を重視し、デフレ脱却が実現できるまでは現行の政策を粘り強く続けて欲しいとの要請を行っている。01 年 3 月の量的緩和政策導入時には、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率が安定的にゼロ%になるまで続けるというコミットメントをしたが、そもそもその基準は妥当であったのか、ということが問われているのである。

一般的には消費者物価前年比が+1%に満たない状況はデフレ警戒水域である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見るが、既に解除の意向を宣言している以上、実際に 06 年 4～6 月期には量的緩和政策を解除する可能性は依然高いと言える。一方で、その後の金融政策については政府の意向も十分組み入れたものにならざるを得ないだろう。消費者物価上昇率がある程度のプラス幅を確保するまではゼロ金利政策を続けることや、

現行 1 兆 2,000 億円の国債買入オペは当面継続し、日銀当座預金残高の減額は緩やかなペースで行わざるを得ないだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

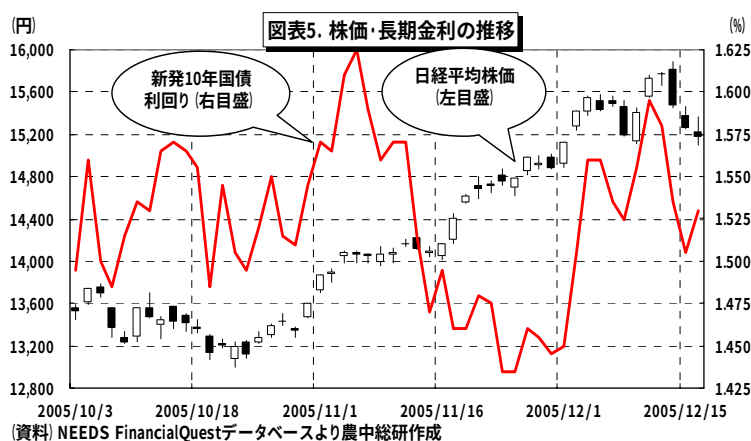
11 月末にはザラ場で日経平均株価が 15,000 円台を付けるなど、株価は中旬まで堅調に推移。一方、長期金利（新発 10 年国債利回り）は 1.5%台前半を中心としたボックス相場となっている。為替レートは 1 ドル＝120 円台前半まで円安が進行した後、急速に円高方向への揺れ戻しが入った。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

①債券市場

長期金利は 11 月下旬にかけて、06 年春と考えられていた量的緩和政策解除の時期が後ズレするとの思惑が浮上する中、1.4%台前半まで低下する場面もあった。しかし、株価が節目の 15,000 円台を回復し、その後も急ピッチで上伸したこともあり、長期金利は再度反転し、1.6%まで上昇した。ただし、12 月は償還も多く、その手当てに向けた需要が見込まれること、小泉首相が 06 年度の新規発行債を 30 兆円以下に抑えたい意向を示したこと、買入消却（バイバック）

を活用して発行残高削減を実施すること、など政府による国債管理政策への評価もあり、それ以上の金利上昇は進行せず、1.5%台でのみあい相場となっている。

もちろん、先行きも景気拡大が想定されること、近い将来の物価下落が終わり、06 年



春にも日銀が量的緩和策からの政策変更の意志を固めていること、など、長期金利にとっては上昇圧力が高い状態であるのに対し、実際には長期金利は 1%台半ばでの展開が続いており、明らかに低い水準であるとも言える。米国など先進国の債券市場では長期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。

しかしながら、先行きも景気拡大が継続することにより、長期金利に対して多少ながらも上昇圧力がかかると見る。もちろん、06 年度にかけても物価上昇率は抑えられた状態であるといえ、当面は政策金利のゼロ金利状態は続くと思われる。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だろう。06 年中も概ね 1%台後半での展開を予想する。

②株式市場

株価は 11 月上旬に日経平均株価は 14,000 円、同月末には 15,000 円を回復するなど 12 月中旬にかけて年初来高値を更新し続け、16,000 円台に迫る勢いが見られた。基本的に貸出回復の兆しや設備投資需要拡大を受けた銀行株・機械株など内需関連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、12 月中旬には 1 ドル＝120 円台まで円安が進行したこともあり、出遅れ感の目立つハイテク関連株への物色も観察された。

ただし、その上昇ピッチが早かったこともあり、中旬以降には調整も見られた。これまでの上げ相場では外国人投資家の買いが目立ったが、今後もそうした資金が流入

してくるかどうか大いに注目される。

そのためには、少なくとも現在の増益基調は維持すべきであろうが、足許の投入コスト上昇により、価格転嫁は不可避な状況になりつつある。この実現の有無が今後の動向の鍵を握ると考えられる。

また、本邦企業の ROA、ROE は国際的に比較すると低水準であり、経営努力によって資本効率を向上させる余地は十分ある。一方で、非金融法人部門の資金フローは依然として貯蓄超過状態にある。企業が資本効率を高めるためには、十分収益性の高い設備投資や事業展開が不可欠である。場合によっては M&A による事業取得も検討すべきであろう。

先行きの株価に関しても、基本的には比較的良好な内外経済環境が持続する中で、物色対象を循環させながら、引き続き底堅い展開が続くものと予想する。

③為替市場

9 月上旬以降、為替レートはほぼ一本調子で円安ドル高が進行、一時 1 ドル＝121 円台まで円が売られた。この円安進展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。

一方で、その後は急速に円高の巻き返しがあり、115 円台まで戻している。この背景として指摘されていることは、①13 日の FOMC において現状の米金融政策を「緩和的」とは見なさなくなり、利上げ最終局面に入ったとの見方が強まったこと、②米国において海外子会社の利益を米国内の投資に振り向ける企業に限り今後 1 年間、税率を軽減することを認める「2004 年雇用創出法」の期限切れ前の駆け込み送金の動きが一服

したこと、③クリスマス休暇を前に大量に積み上がった円ショートポジションを一旦アンワインドしていること、等である。

なお、米国内のインフレ圧力も、原油価格が8月末をピークに下落していることもあり、エネルギー価格高騰から来るインフレ懸念は解消される方向にあると見られるが、一方で堅調な景気動向を背景とするデマンドプル型のインフレ圧力が徐々に高まっていく可能性もある。前述の通り、日本では当分の間、政策金利のゼロ状態が続くと見られるため、日米金利差の拡大は米国金融政策次第であり、今後とも注目していく必要があるだろう。

それゆえ、先行きの対ドルレートは再びドル高方向に反転する可能性は残されているだろう。しかし、利上げ継続が予想されている次回1月のFOMC後に、打ち止め感が出れば、基調として円高ドル安になる可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートも同様に、1ユーロ＝143円台まで円安が進展した後、急速に円高方向に振れている（139円台）。円安の背景は12月1日に欧州中央銀行（ECB）は約5年ぶりに利上げを行ったことにあると

見るが、米国と異なり利上げ継続との見方は決して多くない。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。

（2005.12.19 現在）

