情勢判断

国内経済金融

カウントダウンに入った量的緩和政策解除

～景気拡大継続ながら、マーケットは目先方向感の乏しい展開に～

南　武志

要旨

2005 年 10～12 月期の実質成長率が+5.5%成長となる等、民間最終需要の自律回復本格化と輸出増により、持続的な景気拡大が明らかとなった。06 年度にかけても、こうした状況が持続すると予測。日本銀行は量的緩和政策の枠組み解除への地均しを本格化させており、4 月にも実施すると見る。ただし、その後に予定されるゼロ金利政策を解除し、利上げに至るにはインフレ率がもう一段高まる必要があり、今しばらく時間がかかるだろう。

マーケットでは、株価・長期金利・為替レートとも方向感が乏しく、もみ合いが続いた。なお、景気拡大継続を前提にすれば、株価・長期金利とも上昇すると考えている。また、実質実効レートで見れば歴史的円安状態にある為替レートは先行き円高が進むと見る。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2006年 2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	0.001～0.010	0.001～0.015	0.005～0.020	0.005～0.050
TIBORユーロ円 (3M)	(%)	0.1055	0.10～0.15	0.10～0.17	0.10～0.20	0.15～0.25
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	(%)	1.595	1.40～1.70	1.50～1.80	1.50～1.90	1.50～2.00
為替レート 対ドル	(円/ドル)	116.64	114～120	108～118	105～115	105～115
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	138.85	135～145	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	16,118	16,200±500	16,500±500	17,000±500	17,250±500

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
(注) 実績は06年2月24日時点。

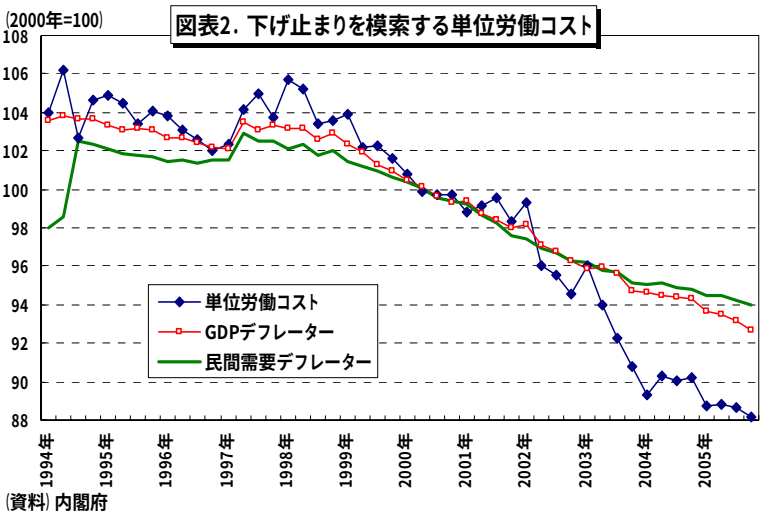
国内景気：現状・展望

2005 年初以降明確化した企業収益から民間設備投資や雇用者報酬への波及は徐々に強まりを見せ、日本経済は本格的な景気回復を実現するに至っている。2 月 17 日に発表された 2005 年 10～12 月期 GDP 第 1 次速報（1 次 QE）によれば、実質成長率は前期比年率+5.5%であり、潜在成長率（+1～2%）を大きく上回った。これは、日本経済が順調にマクロ的な需給ギャップ（GDP ギャップ）を解消させ、デフレ脱却に向けて大きく前進していることを示す内容であった。

これを受けて、当社は 06 年度経済見通しを上方改訂した。05 年度実績見込に関しては、公表済みの 3 四半期で既に+3.3%成長が確保されている。06 年 1～3 月期も前期と比べると減速する可能性は高いが、それでも前期比+0.7%という高い成長を予想、年度を通じては+3.5%成長と予測した。06 年度についても、これまでの民間最終需要の自律的回復の本格化、輸出の堅調さを阻害する要因はあまり見当たらず、06 年度末に向けてこれまで通りの景気拡大基調が持続することを見込み、年間では+2.7%成長と予測している。

ただし、06 年度末が近づくと同時に、GDP ギャップはほぼ解消し、経済は成熟度を高めていくことが予想される。こうして成長

余力が乏しくなり、景気はソフトランディングに向けて潜在成長率程度まで鈍化していくことになるだろう。ただし、そういう状況ではインフレ率が徐々に高まり始めることも予想され、マーケットでは利上げを本格的に予想し始める可能性も高い。売上高や労働生産性の伸びが賃金上昇率を下回ってくれれば、企業業績への悪影響も懸念され始める。このように、07 年度についてはやや調整色の強い展開を予想している。



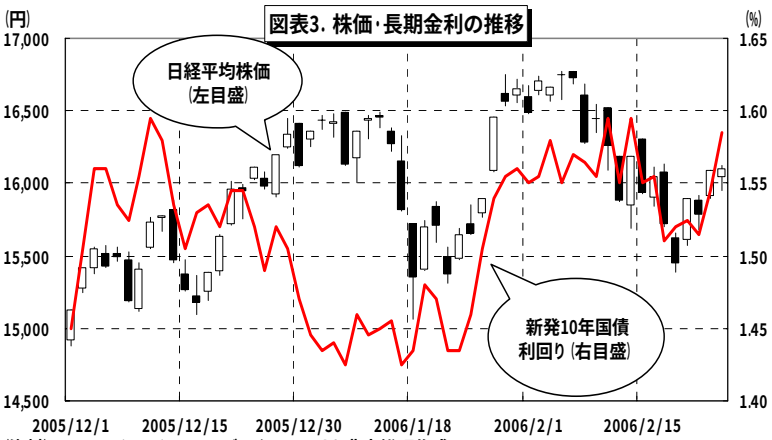
物価に関しては、12 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.1%となり、これで 3 ヶ月連続の前年比ゼロ%以上となった。一方、GDP デフレーターは前年比▲1.6%と大きめのマイナス幅が依然として残っている。原油など輸入された素原材料価格の高騰に対し、国内企業が十分に価格転嫁できなかったことが主因である。4 月以降は電力料金引下げが予定される等、物価押下げ要因は残るものの、①企業物価ベースでは国内最終消費財価格が前年比プラスに転じてきており、それらが時間差をもって消費者物価に波及していくことが見込まれること、②この 1 年ほどは GDP ギャップが縮小してきており、経験的にはそれが 1 年ほどのラグを置いてデフレーターに波及する可能性が高いこと、③賃上げを契機に企業が価格転嫁を本格化させる可能性もあること、等から 06 年度中にもデフレ脱却の実現性が高まると見られる。

金融政策の動向・見通し

上述の通り、景気拡大基調が持続しており、先行き腰折れする可能性が小さいこと、更にそれらを受けて 4 月以降に価格転嫁の動きが本格化すれば、物価上昇率が再びマイナス状態に陥る可能性も薄くなっているという見通しの蓋然性が強まりつつあることもあり、日銀は「量的緩和政策解除の条件が整いつつある」「条件が整えば即座に解除する」と、解除に向けた地均しを着実に進めつつある。この結果、マーケットでは 3～4 月という、当に「06 年度にかけて」という時期での量的緩和政策解除、更には 06 年中の利上げ実施（＝ゼロ金利政策解除）まで刷り込まれるに至っており、それらを織り込む動きが本格化している。ちなみに当社では 4 月 28 日の金融政策決定会合での解除を予想している。

現時点での最大の注目点は、ゼロ金利政策に移行した際の政策運営上の目安（もしくは‘道標’）が提示されるのか、提示されるとすればどのようなものになるか、という点であろう。現行の量的緩和政策は、消費者物価上昇率に対して強いコミットメントをすることで、条件達成までの期間に

渡ってゼロ金利状態を醸成させるといった時間軸効果を導入することに成功している。ECB はインフレ参照値を提示していること、バーナンキ FRB は将来的なインフレターゲティング導入を示唆するなど、各国中央銀行は裁量に基づいた政策運営から、緩やかなルールに基づく政策運営に移行する流れにある。もちろん、説明責任と政策の透明性さえ確保されていれば、ルールを導入せずともマーケットが政策分析・予測を行うことが可能であり、それと同じ効果が得られるが、それを実施するのは困難であり、日銀執行部としては何かしらの目安を示す仕掛けを提示する可能性が高い。



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

なお、ゼロ金利政策解除（利上げ）の時期としては、消費者物価前年比上昇率が+1%に満たない状況では行う必要はないと考える。それは、この水準以下では万一の景気悪化時にはデフレに逆戻りしかねないからである。それゆえ当社の物価見通しからは、06 年度中の利上げはないと考える。

市場動向：現状・見通し・注目点

2 月に入ってからは、株価・長期金利・為替レートとも方向感なく、もみ合う展開となった。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。

①債券市場

債券市場を含む金利マーケットでは、量的緩和政策解除を目前に控え、中短期ゾーンの金利が大きく上昇、一方で長期～超長期ゾーンの金利水準は横ばい、年限によっては低下も見られており、イールドカーブのフラットニングが起きている。こうした現象は日本だけに留まらず、既に利上げ局面に入っている欧米先進国でも観測されており、世界的な過剰流動性・過剰貯蓄の存在や中長期的な予想インフレ率の落ち着きなどを背景としたグローバル・フラットニングの一環であるともされている。

もちろん、中短期債利回り上昇が徐々に長・超長期債利回りに波及しないとも限らないが、先行き 3 月は国債償還が多い月でもあり、その手当てが見込まれる他、手厚い国債管理政策によって供給悪化懸念は皆無であり、長期金利は最近の天井 1.6%を大きく超えて上昇する状況でもないようだ。

しかし、先行きも景気拡大が継続するという景気シナリオの下、企業部門は資金余剰状態を徐々に解消させ、借入需要が回復していけば、長期金利に対して上昇圧力がかかり続けると見る。もちろん、06 年度にかけても物価上昇率はそれほど高まらないことが予想され、ゼロ金利政策は解除されないと見る。長期金利の水準は現状+1%台後半での推移となるが、それは上昇局面入りを意味するものではなく、レンジの上方

シフトに限定されるだろう。

②株式市場

株価はライブドアショックなどをこなして１月末から２月初めにかけて昨年来高値を更新した後、調整局面入りした。今後も日本経済・企業の成長性に対する見方に変わりはないが、これまでの急上昇によって割高感が出ていること、景気回復が本格化し始めたユーロ市場の魅力度が増したことで日本市場の相対的魅力度が低下したこと、各国中央銀行の利上げ方針によってこれまで相場下支えをしてきたと目される世界的過剰流動性が解消に向かうと見られていること、等が株価の上値を重くさせている。

ただし、冒頭で触れたように、ファンダメンタルズ面からは、民間最終需要の本格的な自律回復を背景に、これまで景気波及効果の小さかった非製造業を中心に引き続き相場全体を牽引するというシナリオを変更する必要はないだろう。また、デフレ脱却の実現の可能性も含めて、06 年は企業サイドが価格設定力を獲得できるかどうかが企業業績の好調さを維持する上でも注目されるだろう。

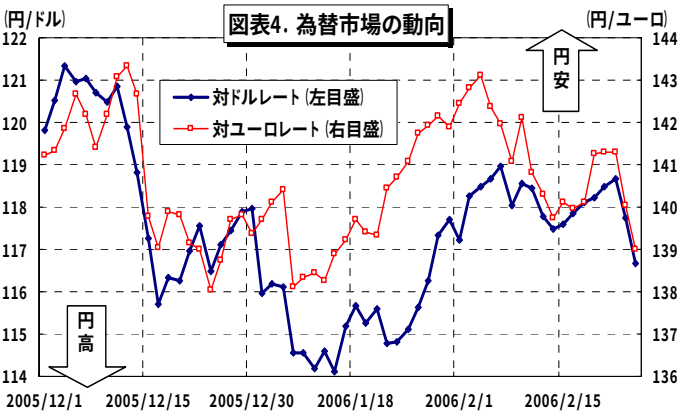
③為替市場

12 月上旬まで為替レートは対ドル･対ユーロで円安が進行したが、その後は方向感もなく、もみ合う展開が続いている。基本的に、各国中央銀行による金融政策の方向性への思惑から為替変動が生み出されている状況に大きな変化は見られない。

米国ではバーナンキ氏が FRB 議長に就任したが、マーケットでは複数回の利上げの可能性を既に織り込み済みである。しかし、その思惑は月次経済指標（物価関連、雇用関連など）の発表の度に揺れ動いている状況である。実際に、日本と同様に原油高騰による直接的なインフレ率押し上げ効果は先行き漸減していくと見られるが、代わって労働市場逼迫がインフレ懸念につながるとの見方が増えつつある。これを解消するには景気拡大スピードを減速させる以外にはないが、一方で個人消費を下支えしてきた住宅建設のピークアウトを指摘する意見もあり、米国金融政策の運営は単純には行かない可能性もある。為替レート動向にとって今後とも注目していく必要があるだろう。なお、先行きは利上げ打ち止め感がほぼ確実なものになるまでは現状水準でのもみ合い継続、打ち止め感が強まり、代わって日本の利上げ観測が高まれば円高ドル安基調が強まると見る。

一方、対ユーロレートに関しては、3 月初旬にも ECB が利上げを実施するとの予想が高まっていること、景気回復も本格化する兆しを見せていることもあり、ユーロが弱含む余地は小さい。円の対ユーロレートは、当面は現状の 140 円／ユーロ絡みでの展開が続くと見る。　（2006.2.24 現在）

図表4. 為替市場の動向



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