情勢判断

国内経済金融

早くも強まるゼロ金利解除時期の模索

～新年度入り後は株価・金利とも強含み、為替は円高方向を予想～

南　武志

要旨

持続的な景気拡大やデフレ脱却に向けた動きの進展を受けて、日本銀行はほぼ 5 年間に渡って継続してきた量的緩和政策の解除を決定し、ゼロ金利政策へと移行した。ただし、同時に示された「政策運営上の目安」の意味合いが曖昧であることが判明し、マーケットでは「次の一手」としての利上げ時期に関して、政策委員の発言に振り回されている。実際の利上げについてはインフレ率がもう一段加速していくというハードルをクリアする必要があると思われ、今しばらく時間がかかると見る。

マーケットでは、長期金利は強含んだが、株価･為替レートはもみ合いが続いた。ただし、06 年も景気は堅調に推移するとの見通しを前提にすれば、株価･長期金利とも先行き上昇が見込まれる。実質実効レートで見れば歴史的低水準にある為替レートは、日米金融政策の方向性が変化することから、先行き円高方向に推移すると見込む。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月		2006年 3月(実績)	2006年 6月(予想)	2006年 9月(予想)	2006年 12月(予想)	2007年 3月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.002	0.002～0.025	0.005～0.050	0.01～0.07	0.01～0.30
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1246	0.110～0.175	0.120～0.200	0.150～0.250	0.150～0.350
短期プライムレート	(%)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.500
新発10年国債利回り	(%)	1.690	1.50～1.80	1.70～2.00	1.80～2.10	1.80～2.20
為替レート 対ドル	(円/ドル)	116.74	108～118	105～115	105～115	100～110
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	140.27	135～145	135～145	135～145	130～140
日経平均株価	(円)	16,650	17,000±500	17,250±500	17,500±500	17,500±500

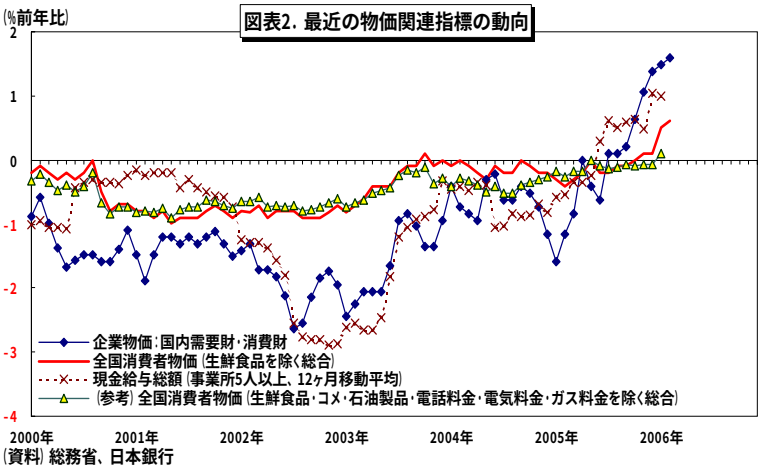
(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
(注) 実績は2006年3月27日時点。

国内景気：現状･展望

日本経済は順調な景気拡大を続けている。最近では、輸入物価上昇に加え、国内需給の改善によって物価下落が止まっており、デフレ色は徐々に弱まっている。3 月 13 日に発表された 2005 年 10～12 月期 GDP 第 2 次速報（2 次 QE）によれば、実質成長率は前期比年率+5.4%へ、1 次 QE（同+5.5%）から僅かながらも下方修正された。ただし、民間最終需要の自律的回復の本格化、世界経済の堅調さに牽引された輸出増、という景気認識に影響を与えるほどのものではない。90 年代以降続いた長期経済停滞の下での構造調整圧力が解消したことと、循環的な面での景気回復力とが重なったことが、長期間に渡る景気拡大をもたらしていると考えられる。

なお、2 次 QE に先立って発表された 10～12 月期の法人企業統計季報では、全産業全業種ベースでは増収増益が維持されたことが確認されたが、徐々に増益率が鈍化していることも同時に判明している。すでに

リストラ効果が一巡し、原材料価格高騰に加えて人件費なども上昇し始めている中で、企業は利益確保のためにそうしたコストの増加分を製品・サービス価格に転嫁せざるをえない状況に迫られている。



図表2. 最近の物価関連指標の動向
(資料)総務省、日本銀行

これらを受けて、当社は06～07 年度経済見通しの改訂を行ったが、05 年度（実績見込）、06 年度（予測）の経済成長率に関しては、2 月に発表した+3.5%、+2.7%という見通しを修正する必要はないとした。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、これまで通りの景気拡大基調が持続することを見込んでいる。

ただし、潜在成長率を上回る成長を長期間続ける結果、06 年度後半にはそれまで大きな乖離が存在していた GDP ギャップが解消してしまう。これは経済がいわゆる「完全雇用状態」になることを示すものであるが、同時に成長余力がほぼ枯渇することも意味している。つまり、それ以降の経済成長率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するだろう（07 年度は+1.8%との見通し）。

物価に関しては、1 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.5%と、4 ヶ月連続で前年比ゼロ%以上を達成したことに加え、明確なプラス幅を達成した。参考系列である食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合も同+0.1%と小幅ながら 2 ヶ月連続プラスとなっている。川上の企業物価ベースでの国内消費財も上昇傾向が強まっており、石油製品や輸入財など海外要因に留まらず、国内需給改善に伴う物価上昇も徐々に始まっていることを窺わせる内容である。

一方で、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。これは原油など輸入された素原材料価格高騰に対して国内企業の価格転嫁が不十分であることが主因である。ただし、前述の通り、企業側にしてみれば利益確保のためには価格転嫁が不可欠であることもあり、先行きはこの動きが強まっていく可能性がある。また、経験的には GDP ギャップ縮小に対して 1 年ほどのタイム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等もあり、GDP デフレーターも 06 年度後半には前年比プラスとなる可能性もあるだろう。

金融政策の動向・見通し

上述の通り、足許まで景気拡大が持続しており、それらに伴う需給改善を受けて先行き物価が徐々に上昇するとの見通しが強まってきた。昨秋あたりから日銀は、06 年度にかけて量的緩和政策解除の条件が整いつつあると繰り返しており、解除に向けた

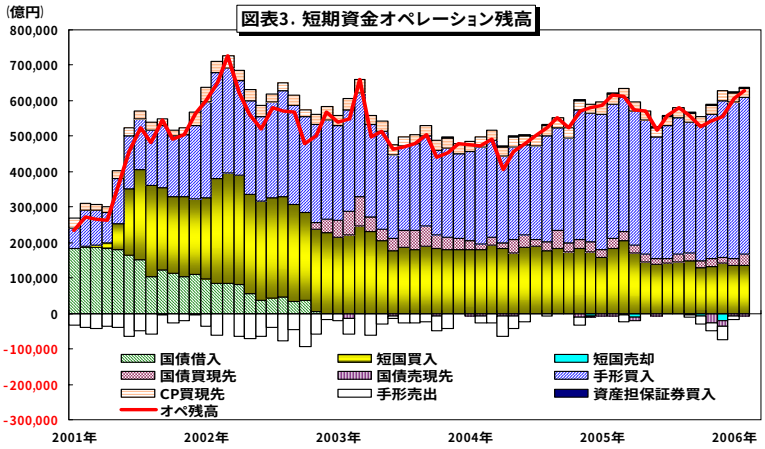
地均しを進めてきた。加えて、3 月 3 日に発表された 1 月分の消費者物価が事前予想よりも上振れたことも手伝って、4 月解除と見ていた大方のマーケット参加者は 3 月解除の可能性を急速に織り込み始めた。

実際に、3 月 8～9 日に開催された金融政策決定会合では、01 年 3 月から約 5 年にわたって採用されてきた量的緩和政策の枠組みは解除されることが決定された。同時に、操作目標として無担保コールレートというかつての政策金利を復活させ、それを概ねゼロ%になるような金融調節を行うことが示された。解除時点で 30 兆円超もの残高があった日銀当座預金残高は、短期金融市場の状況を見極めながら数ヶ月かけて所要準備額（約 6 兆円）に向けて削減する、としている。なお、実際に利上げ（ゼロ金利政策の解除）を行うには、超過準備額がほぼゼロとなっている必要がある。そのため、4 月以降に本格化する当預残高削減のペースや超過準備が解消する時期がいつになるのか、といった点に注目が集まってくる。ちなみに、直近の短期資金オペレーション残高のうち、7 割が手形買入、2 割が短期国債買入という構成になっている。削減に向けては、こうした金融商品を対象とした買いオペが激減すると同時に、06 年度入り後のマネタリーベースが前年比二桁減となることは必至である。

なお、マーケットが大きな関心を示していたのは、ゼロ金利政策に移行した際の政策運営上の目安が提示されるのか、提示されるとすればどのようなものになるか、という点であった。近年の金融政策は、中央銀行によって裁量的に政策運営をすることを放棄し、数年後に設定したインフレ目標に向けてルールやコミットメント（公約）に基づく政策運営が主流となっている。実際、量的緩和政策も消費者物価上昇率に強いコミットメントを与えることで、日銀の行動に制約を与え、時間軸効果をもたらしてきた。インフレ目標非導入国である米国や欧州でもそういう考え方を取り入れた政策運営は重視されている。米国 FRB は「市場との対話」などを通じてマーケット参加者に物価安定を意味するインフレ率がほぼ伝わっており、かつバーナンキ議長は将来的なインフレ目標導入の可能性を示唆している。欧州 ECB ではインフレ参照値を提示しており、政策変更に関する予想形成に寄与している。

一方、日銀は今回の量的緩和政策解除と同時に、今後の政策運営上の目安の提示を行った。大きく分けて 2 点あるが、1 つは、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（中長期的な物価の安定の理解）をレンジで示したことである。もう 1 つは、①1～2 年後に最も蓋然性が高い「経済・物価見通し」が「望まし

図表3. 短期資金オペレーション残高



(資料) 日本銀行資料より農中総研作成

い経路」を辿るように政策運営をする、②より長期的な視点も踏まえ、物価安定の下での持続的経済成長を実現する上で、重視すべきリスク要因を点検し、必要なら対応を行う、ということであり、要するにforward-looking 的な運営を行う、ということである。

このうち、中長期的な物価の安定の理解として、消費者物価上昇率（全国総合）で前年比 0～2%（中心値は概ね 1%を中心に分散）という数値が示された。当初、マーケットではインフレ参照値的な位置付けであると解釈し、物価上昇率が+1%程度まで上昇してこないと利上げはしないとの予想が形成された。しかし、後日、実際の政策運営はこれには捕われず、あくまで日銀独自の総合判断で行うとの運営方針が示されたことで、ほとんど「目安」としての役割を果たさないとの評価に変わってきている。福井総裁は当面ゼロ金利政策を継続すると述べているが、ある政策委員からは政策金利には糊しろが必要との意見も出ており、既に早期利上げの可能性が意識されている。

なお、当社としては+1%未満のインフレ率は景気後退局面ではデフレに逆戻りしかねないと考えているが、06 年末にかけてようやくインフレ率が+1%に向けて高まっていくとの物価見通しを基に、利上げは早くとも 07 年入り後と考えている。

市場動向：現状・見通し・注目点

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。

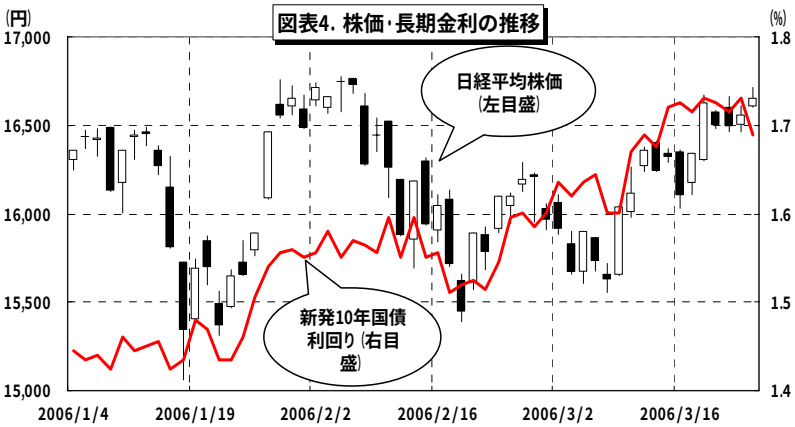
①債券市場

債券市場を含む金利マーケットでは、中短期ゾーンの金利が大きく上昇したのに対し、長期～超長期ゾーンの金利水準はほぼ横ばいで推移しており、イールドカーブのフラットニングが起きた。もちろん、こうした現象は日本だけではなく、グローバル・フラットニングの一環であると捉えられている。また、日本特有の理由としては、時間軸効果の完全な剥落によりそれまで押し下げられていたイールドカーブが本来の水準に戻る過程だったとも考えられる。

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で、企業部門の資金余剰状態が徐々に解消し、借入需要が回復する可能性がある他、90 年代後半以降の長期金利の低位安定を支えてきた過剰流動性も縮小する動きが明確すれば、長期金利の上昇圧力は徐々に高まっていくことが予想される。実際に、最近では中短期ゾーンの利回り上昇が徐々に長・超長期債利回りに波及し始めている動きも見られている。

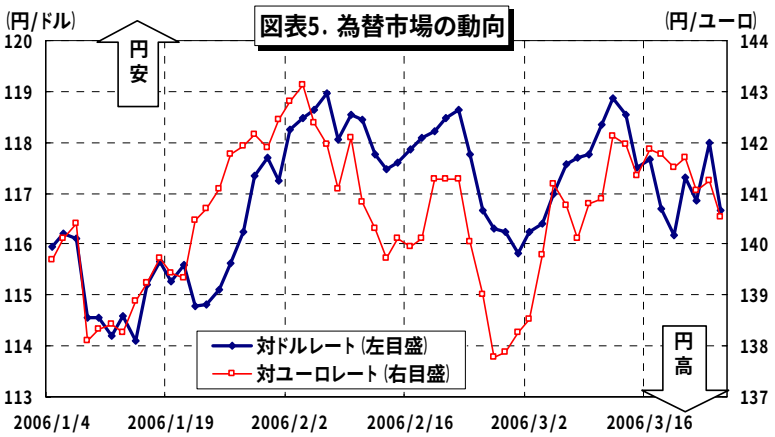
もちろん、06 年度にかけても物価上昇率はそれほど高まらないことが予

図表4. 株価・長期金利の推移



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

想され、ゼロ金利政策は維持されると見る。それゆえ、総じて長期金利の上昇テンポは緩やかなものに留まるだろう。



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

②株式市場

2 月以降、株価は調整局面入りしている。1 月中旬に表面化したライブドア問題に端を発して新興市場を中心に大きく下落しているが、基本的には昨年夏以降の急騰によって割高感が出ていたことのスピード調整的な意味合いもあったと見る。冒頭で示した通り、日本経済・企業の成長性に対する見方に変わりはなく、輸出製造業の好調さが非製造業などへも波及している。また、06 年公示地価では下落が続いた地価にも下げ止まりや一部には上昇する動きも散見されており、資産デフレにも終焉の兆しが見えていることも株価にとっては大きなサポート要因であろう。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。

③為替市場

06 年入り後の為替レートは、基本的に対ドル・対ユーロでとも方向感なく、もみ合う展開となっている。05 年の為替レート変動の主因であった「金利格差」要因は依然として影響が大きいため、各国中央銀行の金融政策変更への思惑が為替動向を予想する上で重要な状態が続いている。

日本の金融政策は先行き引締め方向に向かうことはほぼ確実であるが、米国では利上げ打ち止めがいつであるか、に注目が集まっている。原油高騰による直接的なインフレ押し上げ効果はすでに沈静化しており、決してコアインフレ率も高いわけではない。個人消費を牽引してきた住宅建設のピークアウトを指摘する意見もある。一方で、労働市場の需給逼迫や設備稼働率の上昇が将来的なインフレ圧力につながるとの懸念は根強く存在する。米国経済・物価動向がどういう経路を辿るか慎重に見極める必要があり、主要経済指標の発表のたびに米国金融政策の見通しは振れやすくなっている。なお、先行きは米国での利上げ打ち止めがほぼ確実なものになるまでは現状水準でのもみ合いが継続、その後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、実際のインフレ率がインフレ参照値（ほぼ 1%台後半）を上回った状況が続いている限り、利上げを継続する可能性が強い。景気回復も徐々に本格化する兆しを見せていることもあり、ユーロは対ドル・対円ともに弱含む余地は小さいだろう。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。　（2006.3.28 現在）