情勢判断

国内経済金融

いざなぎ景気超えも視野に入った今回の景気拡大

～マーケットはゼロ金利解除の前倒しを予想～

南　武志

要旨

3 月短観や鉱工業生産など、足許でやや弱い動きも散見されるが、外需の堅調さと民間最終需要の自律回復の本格化という日本経済の牽引役の二本柱は健在であり、06 年度後半にかけて景気拡大は持続するとの見方に変更はない。今年 10 月には景気拡大期間としては戦後最長である「いざなぎ景気」と並ぶが、それを抜く可能性は十分高い。

マーケットに目を転じると、量的緩和解除後はゼロ金利解除時期の前倒しや年内複数回の利上げを織り込んだと考えられる水準まで大きく上昇した。日本銀行はこうした動きを静観しているが、長期金利の過度の変動を避けるためにも、明確な意思を表明し、金融政策運営の不透明性を除去する必要があるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項目		2006年 4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	0.001～0.025	0.01～0.25	0.01～0.25	0.25～0.50
TIBORユーロ円 (3M)	(%)	0.1320	0.130～0.180	0.140～0.200	0.150～0.300	0.300～0.650
短期プライムレート	(%)	1.375	1.375	1.375	1.500	1.625
新発10年国債利回り	(%)	1.905	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.30
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	140～150	140～150	135～145	130～140
日経平均株価	(円)	16,650	17,500±500	17,750±500	18,000±500	18,000±500

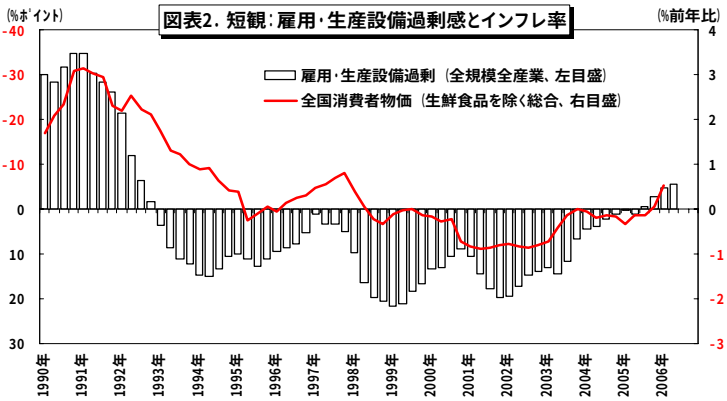
(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
(注) 実績は2006年4月21日時点。

国内景気：現状・展望

日本経済は順調に景気拡大を続けている。5 月には景気拡大期間が 52 ヶ月に達するが、バブル景気における拡大期間（1986 年 11 月～91 年 2 月の 51 ヶ月）を抜くものと判断しても差し支えないだろう。

4 月 3 日には日銀短観 3 月調査が発表された。事前には、企業経営者の景況感は改善が持続しているとのマーケットコンセンサスが形成されていたが、実際は足許の景況感が悪化すといったネガティブ・サプライズのある結果であった。これは、その直前に公表された類似のビジネスサーベイ（法人企業景気予測調査）とも整合的であり、素原材料価格の高騰に対して価格転嫁が十分ではないことが利益圧迫要因として懸念されている可能性が高い。しかし、①大企業製造業の業況判断 DI の 20 という数値は水準としては既に高いこと、②経験的に景況感が高い時は先行き悪化方向での予想が通常だが、今回は先行き改善で見込まれていたこと、③設備・雇用不足感が先行き強まっていくとの見方は需給ギャップの解消を示唆しており、それがデフレ脱却を確実なものにすると考えられたこと、④更に 06 年度設備投資計画が新年度入り前の

調査としては良い数字が公表されたこと（全規模全産業で前年度比▲1.3%）、等から、企業経営者は景気に対してかなり楽観的であると大勢は受け取ったようだ。



（資料）日本銀行、総務省などの資料より農中総研作成　（注）雇用・生産設備過剰感は2：1でウェイト付け

月次指標では鉱工業生産が 1～2 月と 2 ヶ月連続の低下となったものの、世界経済の堅調さを背景に輸出の増勢基調は維持されており、3 月以降は再び上昇する可能性は高い。2 月の機械受注も当面の設備投資の底堅さを確認させるものであった。

このように、民間最終需要の自律的回復の本格化や輸出増という景気牽引の二本柱は健在であり、引き続き日本経済は堅調に推移するものと考えられる。当社は 06 年度の経済成長率を+2.7%と予測しており、当面は潜在成長率を上回る成長を続けるものと予想する。なお、順調に行けば 10 月には景気拡大期間としては戦後最長であるいざなぎ景気(65 年 10 月～70 年 7 月の 57 ヶ月)に並ぶが、それを超える可能性は十分あるだろう。

また、物価に関しては、1～2 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.5%と小幅プラスの状態が継続している他、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合も同+0.2%と 3 ヶ月連続プラスとなっている。しかしながら、その他の制度的要因やラスパイレス指数に伴う上方バイアス問題などを考慮すると、まだ明確にデフレ脱却が実現できたとは言い難い状況であることに変わりはない。

ただし、景気拡大に伴う需給改善が進展している他、原油高騰や賃金の上昇なども あり、企業がそうしたコスト増分を製品・サービス価格に転嫁する動きが今後強まっている可能性は高いと見る。連鎖方式を採用しているために消費者物価よりも歪みが小さいと考えられる民間最終消費支出デフレーター等を含めて、06 年後半にはデフレ脱却が実現すると見ている。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は 3 月 9 日の量的緩和解除と同時に、「中長期的な物価の安定の理解」など政策運営に際しての目安なるものを提示したが、その後に実際の政策運営はその目安と無関係に実施するとの方針が示されたことから、マーケットの金融政策に対する見方に不透明感が強まった。

金融政策の次の一手はゼロ金利政策解除（＝利上げ）と受け止められているが、これまでのところ、日銀がどういう状況になれば利上げを行うのかについての手掛かりがほとんどない。当初は、実際の物価上昇率が平均 1%前後（「中長期的な物価の安定の理解」の中心値）に近々到達することが確実視される状況になった時点というのがコンセンサスであり、この条件を年内にクリアするのは困難との見方が多かった。しかし、上述の通り、消費者物価上昇率に関

係なく政策運営を行うと表明したことや、6月に退任予定の中原審議委員を除けばその中心値が下がる可能性が高いこともあって、マーケットではゼロ金利解除時期を前倒しにし、かつ年内に利上げが複数回あるとの見方が有力になっている。4 月中旬以降、日銀当座預金残高の圧縮が予想以上に進捗していることもこうした見方に拍車をかけている。福井日銀総裁はこうした超過準備の回収ペースと政策変更は無関係との考えを示したが、6 月中にも日銀当預残高は利上げ可能とされる 10 兆円以下まで削減されてゼロ金利政策解除の環境が整うとの見方もあり、前倒しへの警戒感は根強い。

日銀は量的緩和政策解除により大きな裁量性を手に入れたが、一方で説明責任を果たしているとは言いがたく、透明性は大きく損なわれた。近年、ほとんどの中央銀行は裁量的に政策運営をすることを放棄し、何かしらのルールやコミットメント（公約）に基づく政策運営を行うことが主流になりつつある。日銀もこうした政策運営手法のメリットを考慮し、市場に対してメッセージを発信することにより努力するべきであろう。

なお、当社としてもゼロ金利政策解除は実際の消費者物価上昇率とはほぼ無関係に実施されるものと想定した。政府のデフレ脱却宣言が出されるであろう 06 年 8～10 月にもその可能性が高まると思われる。

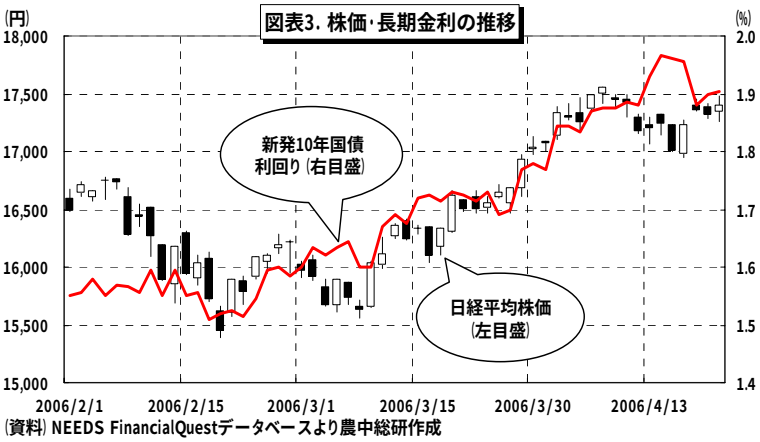
市場動向：現状・見通し・注目点

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

05 年度下期に入り、日銀が 06 年度にかけての解除を示唆した時点から、時間軸効果が剥落し始め、中期ゾーンを中心に金利上昇が顕著となっていたが、量的緩和政策解除後も継続的に長期金利の上昇圧力が高い状況が続いている。3 月 9 日の解除直後は 10 年 1.6%の水準であったが、18 日には一時的ながら節目とされる 2%に到達した。

また、金利の変動状況もちょうど年度末を境に違った動きも見えている。上述の通り、年度末までは金融政策変更への思惑に伴う中短期ゾーンの金利水準が上昇する反面、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、イールドカーブはベア・フラットニングしていた。それが、新年度入り後は行き過ぎたフラットニングの修正という側面もあるだろうが、デフレ脱却の現実性が強まったこともあり、長期～超長期ゾーンでの金利上昇が本格化し始めている。こうした現象は日本だけではなく、世界的に進行したフラットニングは終焉したとの見方が強まっている。



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

なお、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はどうしても長期金利には上昇圧力がかかり続けるものと考えられる。ただし、足許の金利形成には年内複数回の利上げが織り込まれている可能性があり、当社の想定どおり利上げは年内 1 回との見方が強まれば、一旦は金利水準が低下する可能性も否定できない。ただし、長期金利は既に上昇局面入りしている可能性は高いと見られる。年度末にかけて長期金利は緩やかに上昇し、2%台前半での推移が常態化するものと予想される。

②株式市場

日銀が量的緩和解除に踏み切ったことは日本経済が本格的にデフレ脱却するとの確信が得られたからであるとの認識が強まり、それまで調整していた株価は再び上昇傾向を強めた。冒頭で触れた 3 月短観も将来的な需給ギャップの縮小を示唆する内容であり、こうした見方をサポートしている。

4 月 7 日には日経平均株価は 00 年 7 月以来の 17,500 円に到達したが、その後は割高感も強まったこともあり、再び調整的な動きが続いている。ただし、冒頭で示した通り、日本経済・企業の成長性に対する見方は維持されており、株価は引き続き上昇経路を辿るものと予想する。なお、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

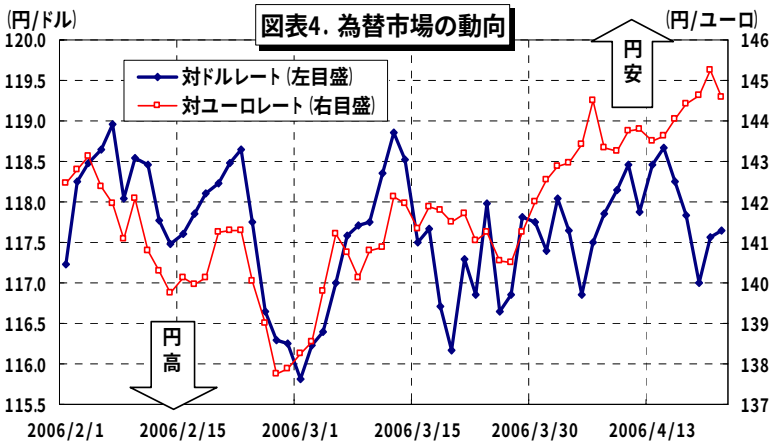
内外金利格差要因は依然として為替レート変動への影響度が大きく、各国中央銀行の金融政策変更への思惑が為替動向を予想する上で重要な要素である状態が続いている。既に述べたように、日本は金融政策の正常化が進むが、消費者物価上昇率の加速感は緩やかであり、利上げのテンポはさほど速くはないだろう。また、米国についても既に利上げ最終局面に入っており、早晩打ち止め感が強まる可能性が高い。一方、ユーロランドは景気回復の強まりに加え、物価上昇率もインフレ参照値（1%台後半）より高い状況であり、断続的に利上げが実施される可能性が高い。

以上の想定から、当面の三極通貨間の力関係は「ユーロ＞円＞ドル」と見ている。

対ドルレートは、1 ドル＝117 円台を中心にもみ合う方向感の乏しい展開が続いているが、米国で政策金利引上げに打ち止め感が強まれば、円高方向に動きやすくなると予想する。

一方、対ユーロについては、円はやや弱含む可能性もある。円の対ユーロレートは、当面は現状の 1 ユーロ＝140 円台での展開が続くだろう。

（2006.4.24 現在）



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