

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 2006 年度後半にかけて成熟度を高めていく日本経済

～ ゼロ金利解除は 9～10 月と予想～

南 武志

#### 要旨

機械受注など足許でやや弱い経済指標も散見されるが、外需の堅調さと民間最終需要の自律的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 年度中は景気拡大が持続するとの見方に変更はない。年度後半にかけてデフレ脱却は確実なものになり、日本経済は完全雇用天井に接近していくだろう。

マーケットに目を転じると、5 月に入ってから株価が大きく調整した他、為替レートも急激に円高方向に振れている。長期金利は一時 2% 超まで上昇したが、足許では低下する動きも見られた。先行きは、上述の景気シナリオを前提にすれば、株価・長期金利には上昇圧力がかかると思われる他、為替レートも円高気味に推移するだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2006年				2007年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.035	0.01～0.10	0.01～0.25	0.01～0.25	0.25～0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2000	0.150～0.350	0.200～0.600	0.300～0.800	0.350～1.000	
短期プライムレート (%)	1.375	1.375	1.500	1.500	1.750	
新発10年国債利回り (%)	1.825	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.40	
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.94	105～115	105～115	105～115	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	144.02	138～148	138～148	135～145	130～140
日経平均株価 (円)	15,907	17,000±800	17,500±800	18,000±800	18,000±1,000	

(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5月24日時点。

#### 国内景気: 現状・展望

日本経済は順調に景気拡大局面を辿っている。最近になって、政府・日本銀行とも景気水準が「平均的なレベル」へ回帰するフェーズは終了しているとの認識を示しているが、それは需給ギャップの超過供給状態は終了し、デフレ圧力はほぼ解消しているとの判断である。しかし、小泉内閣の主要経済閣僚は依然として「マイルドなデフレが続いている」としており、デフレ脱却が達成できたかどうかについては慎重な姿勢を続けている。

5月19日には1～3月期のGDP第一次速

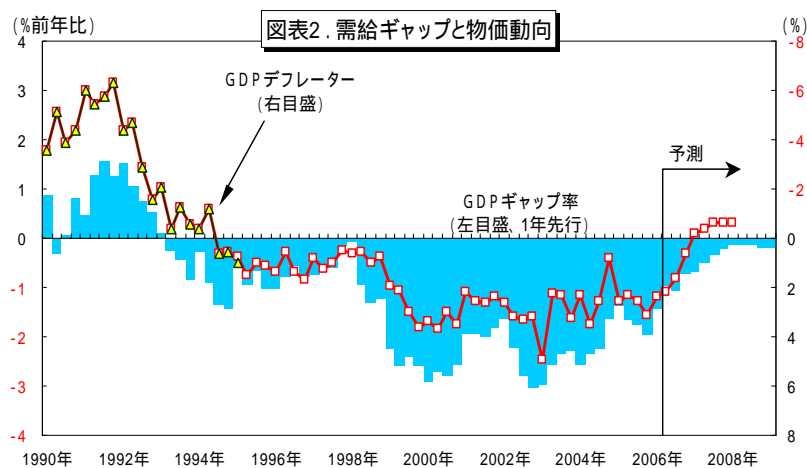
報(1次QE)が公表された。これによると、前期比+0.5%、同年率+1.9%と、10～12月期(前期比+1.1%、同年率+4.3%)と比べると成長率が鈍化していることは否めない。他、マクロ的な需給ギャップの縮小に貢献したような数字でもない。しかし、民間最終需要がブレーキになると見込んでいた事前の市場予想とは逆に、高成長だった10～12月期(前期比+0.5%)よりも高い伸びを示す結果(同+0.6%)となったこともあり、民間部門の堅調さが再確認できた。また、前期比成長率(+0.5%)に対する外需寄与度はゼロであったが、輸出寄与度は+0.4%

と海外経済の好調さが引き続き輸出増につながっている姿が明らかとなっている。一方、輸入も2四半期ぶりに増加しており、見かけ上成長率の押し下げ要因となったが、輸入増は内需の堅調さを反映したものであり、懸念するには値しない。

一方、月次指標では先行きの景気の足踏みを予感させるものへの注目が集まっている。特に、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は1～3月期：前期比 0.4%と3四半期ぶりに減少、4～6月期も同 2.5%とやや足踏みするような見通しとなっている。この通りになれば、年央にかけて設備投資増勢が一服する可能性もある。しかし、機械受注の中で船舶・電力も含めた「民需」というカテゴリーでは、6四半期連続での極めて堅調な推移をしていること、短観の06年度設備投資計画や設備判断DIなどからは企業の設備投資意欲が強いことが示されること、引き続き06年下期にかけても世界経済の成長が持続する可能性が高く、日本経済への波及効果が続くことが予想されること、等から、06年内に設備投資が調整入りすることは杞憂に過ぎないと思われる。

以上のように、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1次QE公表を受けて06年度の経済成長率見通しを+2.8%へ上方修正しており、引き続き潜在成長率を上回る成長を実現していくも

図表2. 需給ギャップと物価動向



(資料)内閣府、総務省などの資料より農中総研作成  
(注)GDPギャップ産出の際の潜在GDPは最大値概念。

のと予想する。その結果、06年度後半には高雇用状態に接近するだろう。

物価に関しては、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。原油高騰の影響もあり、ガソリン価格などの値上がり著しい。しかし、国内企業物価では、年初にかけて上昇幅を拡大させた最終財価格に弱含みの動きが見られた他、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前年比 1.1%（1～3月期）と大きめのマイナスが続いている。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コストも高まっているが、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りを見せるかどうか注目が集まっている。

### 金融政策の動向・見通し

4月中旬以降、日本銀行はそれまで30兆円前後で推移していた日銀当座預金残高の削減を本格的に開始した。ただし、そのペースは当初マーケットが想定していたものよりもやや早かったこともあり、ゼロ金利政策解除予想時期を前倒しにし、超過準備

回収作業がほぼ終了すると見られる6月解除説が強まった。

当初、日銀はこうしたマーケットの思惑に対して静観姿勢を続けていたが、5月中旬になってようやく「6月解除説は極めて穿った見方」であり、改めて「過剰流動性の吸収とゼロ金利の解除時期のタイミングは

別問題」との見解を示した。これを受けてマーケットでは解除予想時期を後ズレしたようだが、それでも7~9月には解除されるとの見方は依然根強い。

なお、5月19日の福井日銀総裁の定例会見では、今後の金融政策運営は日銀が示す中期的な経済シナリオとそれに関する価値判断に対して、実際の経済がそれに沿っているかどうか判断し、その情報を市場と対話しながら適正な政策措置および時期を探っていく、という方針を示している。こうした点を注視して4月の展望レポートを読んでもみると、景気の上振れ要因として「企業の投資行動の一段の積極化」が指摘されていることから、超低金利状態を長期間続けることで過度の経済変動を引き起こされることを懸念していると思われる。つまりは、今後の設備投資関連指標（短観の設備投資計画やGDP統計など）の状況を見極めながら、ゼロ金利解除の時期を探っていく可能性が考えられるだろう。

なお、当社では9~10月にゼロ金利政策が解除されるものと予想している。

### 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。



### 債券市場

4月中旬から5月中旬にかけて長期金利（新発10年国債利回り）は概ね1.9~2.0%のボックス圏でもみ合いとなったが、その後は1.8%前後まで低下した。こうした金利変動の要因は概ね金融政策の先行きに対する思惑が変化したことで説明できるだろう。

5月中旬になって福井日銀総裁は6月解除説を打ち消した他、利上げに関してはゆっくりと、しかし景気・物価の後追い（behind the curve）にならないように、行っていく姿勢を示した。これにより、過度の前のめりになっていた利上げ時期に関する思惑はやや沈静化し、それがイールドカーブの下方シフトという格好で現れたと見ることができる。

ただし、先行きも景気拡大が継続し、デフレ脱却を確実なものにしていくとの景気シナリオの下では長期金利に上昇圧力がかかり続けるものと考えざるをえない。ゼロ金利政策解除が間近に迫ってくる夏場以降、長期金利は再び上昇し始め、年度後半にかけては2%台前半での推移が常態化するものと予想される。

### 株式市場

ライブドア問題に端を発した会計不信や監査不信、急激な円高、米国経済・金融政策の不透明感、海外市場と比較して割高なバリュエーション、主要経済指標の足踏み感、などの影響を受け、GW 連休明け後の株価は大きく調整した。加えて、22日にはインドを始めとするアジア株が全面安になる等、世界的な過剰流動性の回収によって国際資金フローが変化しつつあるとの思惑が高まり、日経平均株価は16,000円を割り込むなど、軟調な地合が続いている。

しかし、今回の円高の実体はドル安であり、実質実効レートは歴史的低水準であるため、多少円高に振れても企業収益を大きく圧迫するとは考えづらい。IMF・OECDなど国際機関の世界経済見通しも先行き堅調に推移するとの見通しが大勢を占めており、そうした中で本邦企業の増益傾向も持続する可能性が高いだろう。目先調整が続く可能性もあるが、年後半にかけて株価は再び上昇傾向を強めるだろう。

## 為替市場

4月下旬に開催された国際会議（G7 財務大臣・中央銀行総裁会合、IMF 国際通貨金融委員会）において国際的不均衡に対する懸念が表明されたことで、米国の経常収支赤字（とその背景にある米国の過剰消費体質）に対する注目度が高まり、一気にドル全面安の様相となった。円/ドル相場は1ドル=116~119円でのみみ合い状態から、1ヶ月で10円ほど円高に振れている。

ただし、ドル安が米国の過剰消費体質を改善するかどうかは定

かではないし、目下のところ対米黒字が最も大きい国は中国であるが、現状のように人民元の為替レートがほとんど動かない状況ではそもそも経常収支赤字削減効果は期待できないと見るのが妥当である。折にふれて、こうした構造的なドル安要因が注目されることがあるが、やはり短期的には各国中央銀行の金融政策変更に対する思惑が為替レート変動の主役であるだろう。

日本については先行きゼロ金利政策解除が見込まれるが、利上げのテンポはさほど速くないだろう。米国については追加利上げの可能性が残っているが、年後半にかけては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。

以上から、引き続き、三極通貨間の力関係は「ユーロ>円>ドル」と見る。対ドルレートは一旦ドル安修正が入ると見るが、先行きの日米金利差縮小への思惑から円高圧力が再び高まってくるだろう。また、対ユーロについては、円はやや弱含む可能性もあるが、当面は現状の1ユーロ=140円台での展開が続くだろう。（2006.5.24現在）

