

情勢判断

国内経済金融

設備投資の余熱もあり年内の景気拡大基調は維持

～一方で、年明け後には景気踊り場的な場面も～

南 武志

要旨

8月下旬から9月上旬にかけて弱い経済指標の発表が重なったことで、景気減速懸念が高まった。しかし、8月の貿易統計からは、一貫して景気牽引役を果たしてきた輸出が引き続き堅調さを維持していることが確認され、そうした懸念は徐々に払拭されるだろう。ただし、輸出増の源泉である世界経済の成長速度は先行き実際に減速する可能性は高く、日本経済も年末以降は景気の踊り場的な様相を強めるものと思われる。

一方、マーケットでは、8月下旬にかけて株価上昇、長期金利低下が見られた。為替レートは対ユーロでは弱含んだが、対ドルではほぼもみ合い。目先、株価・長期金利は明確な方向感が出にくい状況になっていると思われる。円は対ドルで強含みの展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2006年		2007年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.254	0.20 ~ 0.40	0.30 ~ 0.60	0.30 ~ 0.60	0.30 ~ 0.60
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.5000	0.500 ~ 0.900	0.750 ~ 1.200	0.800 ~ 1.250	0.800 ~ 1.250
短期プライムレート	(%)	1.625	1.625	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り	(%)	1.620	1.75 ~ 2.00	1.80 ~ 2.10	1.80 ~ 2.10	1.80 ~ 2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.56	110 ~ 118	108 ~ 115	100 ~ 110	100 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	149	143 ~ 153	140 ~ 150	135 ~ 145	135 ~ 145
日経平均株価	(円)	15,635	16,250 ± 1,000	16,250 ± 1,000	16,250 ± 1,000	16,250 ± 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9月22日時点。

国内景気・現状・展望

8月下旬から9月上旬にかけて発表された主要経済指標のいくつかは、足許から既に景気減速が始まったかのような印象を与えたために、それがマーケット参加者の景気認識に少なからず影響を与えている。

発端は、先月号でも若干触れた7月全国の消費者物価および2005年基準への基準改定であり、事前の市場予想以上に物価上昇率が下方修正された(06年1~7月の平均で▲0.5%pt)のために、既に後ズレしていた追加利上げ予想時期が更に後退した(CPIショック)。また、8月末に発表された7月の鉱工業生産が製造工業生産予測指数(前

月比+2.2%)や市場予想(同小幅上昇)を大きく下回る同▲0.9%と低下したことが「生産ショック」として広がった。更に追い打ちをかけたのが7月の機械受注(9月11日発表)であり、代表的な船舶・電力を除く民需は事前予想(前月比で小幅マイナス)を大きく下回って同▲16.7%と統計史上最大の下落率を記録した(機械受注ショック)。

しかしながら、9月下旬にかけてはそうした落ち込みが一時的である可能性を示すものが経済指標も出始めている。21日に発表された貿易統計(およびそれを加工した日銀の実質輸出入指数)では、引き続き輸

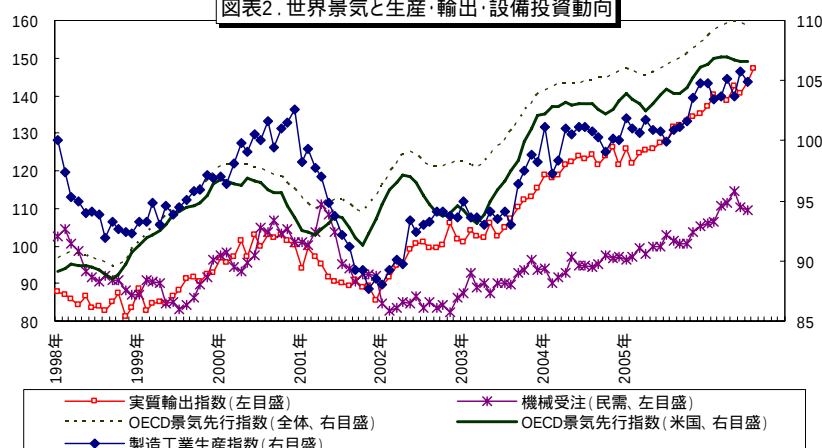
出が堅調さを維持しており、少なくとも現時点までは海外経済や輸出面が国内景気に悪影響を与えているわけではないことが判明している。また、7～9月期の法人企業景気予測調査では、それまで頭打ちとなっていた企業経営者の景況感が大幅に

好転したことが明らかとなった。設備投資計画も小幅ながら上方修正されるなど、全般的に良好な内容であった。

生産・機械受注とも6月分が統計開始以来の最高値を記録するなどバブル崩壊後の長期停滞状態を抜け出している。特に機械受注では4～6月期にかけて大型案件の発注が増えるなど、慎重姿勢を保ち続ける企業行動にも多少は積極的な様子も窺えるようになってきている。機械受注はそもそも振れの大きい統計であるが、7月には4～6月期に集中してしまった大型案件発注の一巡や、たまたま通常の発注自体も少なかったことが重なり、大幅な下落率となったものと解釈すべきであろう。

一方で、米国経済の景気減速感が強まりつつあることには今後注意が必要である。米国は4～6月期以降グロース・リセッション（マイナス成長には至らずとも、潜在成長率（+3%台半ばと想定）に満たない成長が継続すること）の状態が少なくとも07年前半までは持続するとの予想が根強い。こうした影響が直接的・間接的に受けて輸出減速が現実化すれば、輸出依存度が高い状態である日本経済に対して悪影響が及ぶ可

図表2. 世界景気と生産・輸出・設備投資動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行、OECD

(注) 実質輸出、製造工業生産は2000年基準。機械受注は2000年=100とした指数化。

能性は十分あるだろう。足許はまだ堅調な民間最終需要もラグを伴いながら徐々に鈍化するものと思われる。

なお、当社では9月11日の2次QEを受けて日本経済見通しの改訂作業を行ったが、2次QEの修正が小幅なものに留まったこともあり、06～07年度成長率はそれぞれ+2.6%、+1.7%と据え置いた。06年内は、設備投資の余熱もあるため、景気拡大傾向は維持されると思われるが、年明け後はやや停滞感が強まるものとの見方に変更はない。ただし、この状態は04年後半から05年前半にかけて発生した「景気の踊り場」に近い状況であり、07年度下期以降は再び成長率が高まっていくものと考えている。

物価に関しては、冒頭で触れたように消費者物価の上昇率は圧縮されたものの、前年比小幅プラスである状況は維持されている。また、このところ国内企業物価・国内需要財の非耐久消費財（国内生産）上昇率が高まる傾向にあり、価格転嫁が徐々に進展していることが窺える。内閣府では、デフレ脱却については、消費者物価、GDPデフレーター、GDPギャップ、単位労働コスト、の4指標を判断材料とするとし

ているが、06 年末あたりにはこれらのデフレ色は解消される可能性が高いだろう。

金融政策の動向・見通し

前述のとおり、マーケットでは消費者物価の基準改定により、物価上昇率が大幅に下方修正されたことから、次回利上げ時期は大きく後ズレしたとの予想が強まっている。これに対して、福井日銀総裁は「今回の改定は、物価を巡る基本的な判断に変更を迫るものではなく、改定後の指数もプラス基調で推移しており、マクロ的な需給バランスが需要超過方向で推移していくとみられること等を踏まえると、先行きも、プラス基調を続けていく」と評価しており、マーケットの受け止め方とは多少異なる評価を行っている。

さらに、先行きの金融政策運営についても「ゼロ金利政策解除後の経済・物価動向は、日本銀行の見通しに概ね沿って推移しているが、先行きもそれに沿った展開が見込まれるならば、政策金利の水準の調整は、経済・物価情勢の変化に応じて、ゆっくりと進めていくことになる」とこれまでの考え方を繰り返している。

日銀のシナリオは、07 年度にソフトランディングすることを想定したものであるが、と同時に、究極の政策目標である物価安定の下での安定成長経路でもある。それに対するリスク要因として最も日銀が警戒しているのは、企業設備投資の上振れリスクであり、その確度が高まれば、日銀は追加利上げに向けたシグナルを発する可能性が高いだろう。それゆえ、日銀短観 9 月調査での設備投資計画の修正具合や 10 月末に公表予定の次回展望レポートで示す日銀の景気・物価シナリオの内容を精査することで、金融政策の変更時期を探ることになる。状況しだいでは、利上げ予想も再び前倒し方向に修正されることにも注意したい。

市場動向：現状・見通し・注目点

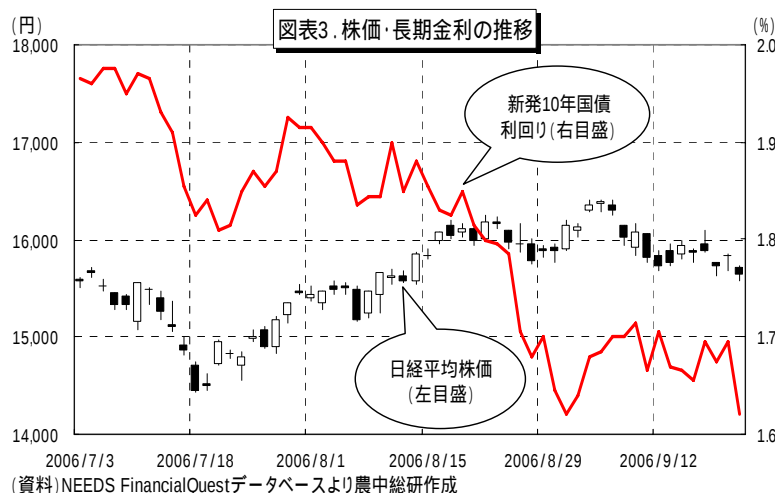
以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。

債券市場

「CPI ショック」による追加利上げ観測の後退に加え、「生産ショック」によって少なくとも年内は安泰とされてきた景気動向に対する懸念が広まったことで、それまで 1.8～2.0%のレンジ内で動いていた長期金

利は大きく低下、一時は量的緩和政策解除前の水準である 1.6%をつけた。その後も、景気の先行き懸念を抱えたまま、中間決算期末を迎え、概ね 1.6%台後半を中心とする小動きとなっている。

ただし、前述の通り、日銀がこれまでと変わらず、設備投資動向に対する警戒



を持ち続けている以上、「金融政策の正常化」という名の下に、「ゆっくり」ながらも利上げを行っていく方針であることは間違いないだろう。それゆえ、この1ヶ月の景気の先行き懸念が解消されるようなイベントリスクには十分注意が必要だろう。また、追加利上げが目前に迫れば、長期金利水準も現状水準からは上昇する可能性は高い。

しかし、連動性の高い海外長期金利が足許でピークアウトする動きとなっている他、海外経済動向も不透明感を増しつつあるのも実際のところである。それゆえ、長期金利は当面、上昇トレンド入りする可能性はあまり高くないと思われる。

株式市場

8月中旬に日経平均株価は16,000円台を回復し、9月上旬にかけて強含んだものの、その後は概ね16,000円を挟んだもみ合いが継続。4～6月期の企業決算は堅調だったものの、「生産ショック」「機械受注ショック」による景気に対する先行き警戒感が株価の上値を抑えた格好になっている。

ただし、足許の景気悲観論が徐々に解消され、またマクロ的な需給改善から企業の

価格設定力が高まってくれば、業績見通しに対する上方修正予想も強まる可能性があり、株価は再び上昇する場面もあるだろう。一方で、年度下期にかけて景気拡大テンポが徐々に鈍化していくとの見通しの下では、株価の上昇余地もそれほど大きくはないと見られる。

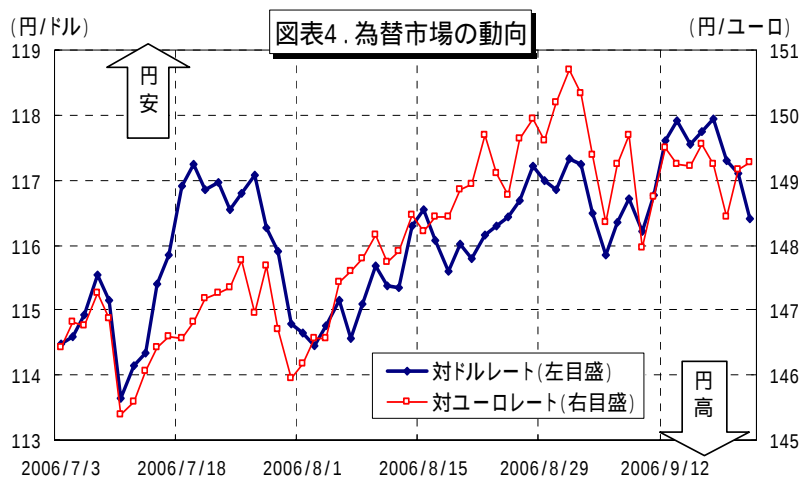
為替市場

引き続き、為替市場が注目しているのは各国の金融政策の方向性であろう。日米欧の金融政策の現状及び先行きについては、米国では既に利上げ局面は終了と見なされ、いつ利下げが行われるかが焦点になりつつある。一部には年内利下げ観測も出始めている。また、日銀としては「金融政策の正常化」に向けて淡々と利上げを行いたいところであるが、マーケットでは年内の追加利上げは困難と見る向きが大勢を占めている。一方、欧州では景気回復が本格化しつつある上に、物価上昇率がインフレ参照値（1%台後半）より高い状態が継続しており、07年前半にかけて複数回の追加利上げが見込まれる状況である。

以上から、当面、円レートは利上げ先送

り観測から弱含むと見られるが、対ドルレートについては先行き日米金利差縮小への思惑も再浮上する可能性もあり、円高圧力が再び高まるとの見方を修正する必要はないだろう。一方、対ユーロでは当面は弱含む状況が続く可能性が高い。

（2006.9.25現在）



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