

情勢判断

国内経済金融

徐々に不透明感が高まる年明け後の国内景気動向

～輸出減の影響により、年前半は踊り場的な状況へ～

南 武志

要旨

景気拡大継続を予測する日銀展望レポートとは裏腹に、10月下旬以降に発表された経済指標の多くが弱かっただけに景気慎重論が高まっていた。しかし、底堅い内容となった7～9月期GDPが発表されたことで、そうした悲観論は後退するとともに、日銀による追加利上げも意識され始めている。12月中旬までに発表される経済指標の内容次第では年内にも利上げされる可能性もあるだろう。

一方、マーケットでは、10月下旬以降、株価・長期金利とも低下傾向。為替レートは北朝鮮要因が剥落し、対ドルではもみあい。目先は株価・長期金利とも一時的に強含む場面も想定されるが、円(対ドルレート)は明確な方向感なくもみ合う展開が続くと予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2006年		2007年		
		11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	(%)	0.26	0.20～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.4900	0.450～0.800	0.700～1.100	0.800～1.100	0.800～1.100
短期プライムレート	(%)	1.625	1.875	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り	(%)	1.670	1.60～2.00	1.70～2.00	1.70～2.00	1.70～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.13	110～120	110～120	105～115	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	115.51	147～153	145～155	145～155	145～155
日経平均株価	(円)	15,734	16,500±1,000	16,500±1,000	16,750±1,000	17,250±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11月21日時点。

国内景気：現状・展望

11月14日に発表されたGDP第1次速報(1次QE)によると、7～9月期の実質経済成長率は前期比+0.5%、同年率+2.0%と、底堅い伸び率を示した。その中身を見ると、民間設備投資、民間在庫増、輸出は堅調だったが、民間消費、公共投資は大幅な落ち込みを示した。在庫増の一部は民間消費の低調さに起因している可能性が高く、先行き在庫調整的な動きが始まる可能性も否定できない。また、相変わらず輸出依存の経済成長を続けていることも、先々の懸念材料として留意しておく必要があるだろう。数字的にも、06年度入り後は+2%程度と目

される潜在成長率前後の伸びに留まっており、景気拡大局面では潜在成長率を継続的に上回ることを考慮すれば、思うように景気改善が進まなかったといえるだろう。ただし、景気拡大局面が継続していることは示すことができる数字であったと思われる。

なお、1次QE発表前には弱めの経済指標が立続けに発表されていたこともあり、景気は既に足許から停滞状況に陥っているのではないかと、その雰囲気マーケットに蔓延していた。列举すると、9月の実質輸出指数は前月比▲2.5%、同じく鉱工業生産指数は同▲0.7% (10月の製造工業生産予測指数も同マイナスの見通し)、同じく機械受

図表2. 電子部品・半導体工業の生産・在庫循環

在庫 (%前年比)

出荷 (%前年比)

01Q1

00Q4 (山)

06Q3

06Q1

03Q1

04Q1

05Q1

02Q1 (谷)

(資料) 経済産業省

注(船舶・電力を除く民需)は同▲7.4%と、足許の景気停滞を意識させるような数字が多かった。しかし、1次QEの数字はこうした悲観論を払拭するには十分なものであったようである。

一方で、景気の先行きに対する懸念は依然として根強く残っている。その背景として、①米国をはじめとする世界経済全体の成長率が鈍化する可能性があり、それが実現した場合には日本経済では停滞感が強まる可能性が高いこと、②次世代ゲーム機の中には一部の製品不足によって生産活動が滞っていると報じられているほか、携帯電話の MNP（番号ポータビリティ制度）による需要は事前に想定されたほど強まっていない模様であり、IT 関連財で生産調整的な動きが出てくる可能性があること、などを指摘することができるだろう。

そのため、07 年の年明け以降、日本経済はやや停滞感が強まる可能性が高いとの予想をしているが、これは IT 関連財の世界的な在庫調整や中国向け輸出の停滞を背景に 04 年後半から 05 年前半にかけて発生した「景気の踊り場」に近い状況と考えている。

ただし、この状況は一時的で、07年度下期以降は海外経済の成長加速に牽引される格好で再び拡大傾向を強めるものと思われる。

一方、物価に関しては、9月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.2%と、8月（同+0.3%）からプラス幅を縮小させた。また、より需給要因を反映する食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合は同▲0.5%と相変わらず水面下で推移している。このところプラス

幅を拡大させつつあった国内企業物価・国内需要財の非耐久消費財（国内生産）も10月分では逆にプラス幅が縮小するなど、価格転嫁の動きは徐々に進展しつつあるとはいえ、その動きは決して強くないことが明らかとなった。なお、物価上昇の牽引役であったガソリンなど石油製品価格も10月以降下落しており、これらの消費者物価押し上げ効果も先行き縮小することが予想される。07年度にかけて物価上昇圧力が高まらないまま推移する可能性も出始めている。

金融政策の動向・見通し

日銀は、3 月の量的緩和政策解除後、政策運営の枠組みとして forward-looking 的な考え方を導入している。この考え方は、金融政策には発動から効果発揮までにラグがあるため、適切な政策運営をするには先行きの景気・物価動向を予想しながら、予防的な政策判断を行う必要がある、という点からきたものである。つまり、足許の経済・物価情勢には利上げが必要なくとも、先行き何らかのリスク要因が顕在化し、それがインフレにつながる事が予見される

のであれば、現時点で利上げを行うのは理にかなう、ということだ。

そういう面から、日銀の政策判断を知る上で重要な「展望レポート」が10月末に発表された。これによると、日銀は07年度にかけても息の長い景気拡大が継続し、徐々に

ソフトランディングに向けた動きが始まるとの見通しが提示されており、日本経済にとって望ましい「物価安定の下での持続的な安定成長経路」が描かれている。日銀は「内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進む」と表現しているが、そうした景気シナリオに対するリスク要因としては引き続き「企業設備投資の上振れ」を意識せざるを得ないだろう。なお、展望レポートでは「金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある」としており、日銀の利上げ意欲が十分伝わってくる。

マーケットでは、冒頭で触れた7～9月期GDPの内容によって追加利上げへのハードルを一つクリアできたとし、12月～1月の利上げ観測が高まってきている。実際、12月短観（12月14日発表）までに発表される経済指標が景気拡大の継続を示し、かつ12月短観の内容が引き続き堅調なものとなれば、日銀は12月の金融政策決定会合（18～19日）にも追加利上げを決定する可能性は高いと予想する。もちろん、前述した通り、世界経済の動向には十分慎重に見極める必要があるだろう。日銀は外需の増加を見込むなど輸出減の可能性をあまり重視し



ていないが、その確度は決して低いわけではなく、また輸出減速は設備投資の下方修正につながる可能性も否定できない。なお、この追加利上げ時期は「景気踊り場入り」と重なる可能性があり、タイミングとしては好ましくないほか、「上げ潮戦略」を目論む政府からの反発も十分予想される。

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

年度下期に入ってから長期金利（新発10年国債利回り）は上昇傾向が強まり、10月中旬には1.8%を突破。しかし、その後は景気の先行き不透明感が強まっていることもあり、再び低下圧力が強まっている。ただし、金融政策の影響を受けやすい中短期ゾーンにはやや強含む動きも散見される。

少なくとも年度内に追加利上げが行われる可能性は高く、それが目前に迫れば、長期金利水準もやや上昇する可能性は高い。ただし、①海外の長期金利に再び低下圧力がかかっていること、②07年前半の国内経済状況は足踏み感が強まる可能性があること、などを考慮すれば、長期金利が即上昇

トレンド入りすることはなく、07 年にかけても 2%を下回る水準でのみ合いが続くものと思われる。

②株式市場

米国株価（NY ダウ）が、原油下落などインフレ圧力の緩和を背景として米 FRB が先行き利下げに転じるとの期待感の高まりや、企業の自社株買いや M&A などの資金流入などを追い風に史上最高値を更新しているのに対し、日経平均株価など国内株価は 10 月下旬をピーク（戻り高値）に、このところは軟調な展開が続いている。

年度上期までの企業決算は比較的好調に推移したが、年間ベースでの業績予想が保守的なものに留まっていることや低調な個人消費、更には 07 年度税制改正において株式取引に対する軽減税制全廃の可能性などが影響しているものと思われる。

なお、現状の為替水準の下では企業業績がやや上振れする可能性があること、決算を迎えたヘッジファンドなどの手仕舞い売りの一巡などにより、株価はもう一度上値を試す展開も予想される。しかし、年明け以降は景気拡大テンポが鈍化すると見込まれるため、その場合でも上昇余地は限定的だろう。

③為替市場

為替レートは、10 月中旬にかけて北朝鮮リスクの高まりにより円安圧力が高まったが、同下旬以降はそうした要因が徐々に解消され、117～118 円を中心レートとするもみ

合いに移行している。

短期的な為替レートの方角性については、05 年あたりから日米欧の金融政策の現状及び先行き動向に影響を受けやすくなっており、当面はこうした内外金利格差要因で動きやすい状況が続くと思われる。以下、日米欧の動向を見ていくと、米国では既に利上げ局面は終了し、年明け後の利下げの可能性を模索する状況が続いている。日本では年度内の追加利上げを意識する状況になっているが、その後の利上げについては不透明感が強まっている。欧州では 10 月のユーロ圏消費者物価上昇率は前年比+1.6%と落ち着いているものの、景気回復の本格化や、マネーサプライ・民間貸出の高めの伸びを背景に、ECB は 07 年にかけてのインフレ警戒姿勢を崩していない。そのため、ほぼ確実視される 12 月の追加利上げ後も、利上げが継続されとの見方が根強い。

以上から、当面、対ドルレートは方向感なくもみ合うものと見られるが、来年以降は金利差縮小への思惑からやや円高方向にシフトするだろう。一方、対ユーロでは当面弱含むことが予想される。

（2006.11.22 現在）

