

情勢判断

国内経済金融

景気先行き懸念が浮上する中、^{くすぶ} 燃り続ける追加利上げ観測

南 武志

要旨

年内追加利上げの帰趨を決する重要な要因として注目されていた12月短観は、総じて企業部門の堅調さを示す内容であった。しかし、「企業部門から家計部門への波及」が遅々として進まない姿が再認識され、かつ物価指標も弱い数字が出るなど、利上げを行う環境は十分整わなかった。それでもマーケットは1月にも追加利上げがあるとの予想が根強いが、07年年明け後は景気減速感が強まる可能性もあると考えられることから日本銀行には慎重な対応が求められる。

一方、マーケットでは、11月下旬以降、株価は上伸したが、長期金利は概ねもみあい推移。為替レートは12月上旬にかけて円高が進展したが、その後は元の水準に戻っている。当面は株価・長期金利・為替レート(対ドル)とも方向感の乏しい展開を予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月		2006年	2007年			
項 目		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.282	0.40~0.60	0.40~0.60	0.40~0.60	0.40~0.65
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.544	0.700~1.100	0.800~1.100	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	(%)	1.630	1.60~2.00	1.65~2.00	1.70~2.10	1.70~2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.27	110~120	105~115	105~115	105~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	155.16	150~160	150~160	150~160	150~160
日経平均株価	(円)	16,776	16,750±1,000	16,750±1,000	17,250±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12月19日時点。

国内景気・現状・展望

景気実勢を示すとされる経済指標の一つである鉱工業生産(10月分)が過去最高水準を更新するなど、好調なものも散見される中、設備投資の先行指標とされる機械受注(10月)は前月比で小幅プラスに留まり、先行き慎重論が強まった。

また、05年度GDP確報および7~9月期のGDP第2次速報(2次QE)も大幅に下方修正され、従来想定されていたほど日本経済には力強い回復力が伴っていなかったことが明らかとなった。このGDP統計の改定点としては、①05年度の実質成長率が+2.4%(速報では+3.3%)へ下方修正(実

質ベース実額で3.4兆円の下方修正)、②06年度前半の実質成長率は年率+1.0%(1次QEでは同+1.8%)、③景気拡大が始まってからの実質GDP拡大に対する輸出の寄与率が62.0%(1次QEでは52.9%)へ上方修正、逆に民間消費の寄与率は29.2%(同じく34.2%)へ下方修正、などが挙げられる。

景気が拡大し始めてからもうすぐ5年になろうというのに、「内外需の両輪揃ったバランスの取れた経済成長」は実現されていないことが意識され始めている。堅調だった鉱工業統計にも死角がないわけではない。IT関連財の出荷が頭打ちになる中、在庫水準は積み上がり傾向が続いている。

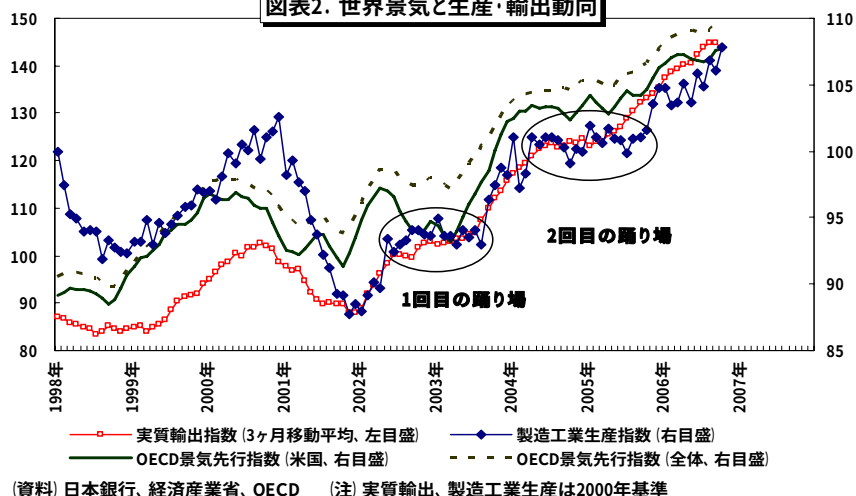
そうした中、北米地区の半導体製造装置のBBレシオ（出荷額に対する受注額の割合）はこのところ1倍を割り始めるなど、IT関連財に対する先行き需給悪化の懸念も浮上し始めている。

更に、世界経済全体の約3割を占める

米国経済の実質成長率が07年前半までは低調な状態が続くと予想されており、直接・間接的に、輸出が減速する可能性は強まっている。実際のところ、実質輸出指数（日銀）は8月をピークに頭打ち状態となっているが、それが国内経済全般に悪影響が広がる懸念が強まっている。

当総研では、07年の年明け以降、日本経済はやや停滞感が強まると予想しており、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、雇用・債務・資本設備のいわゆる「3つの過剰」

図表2. 世界景気と生産・輸出動向



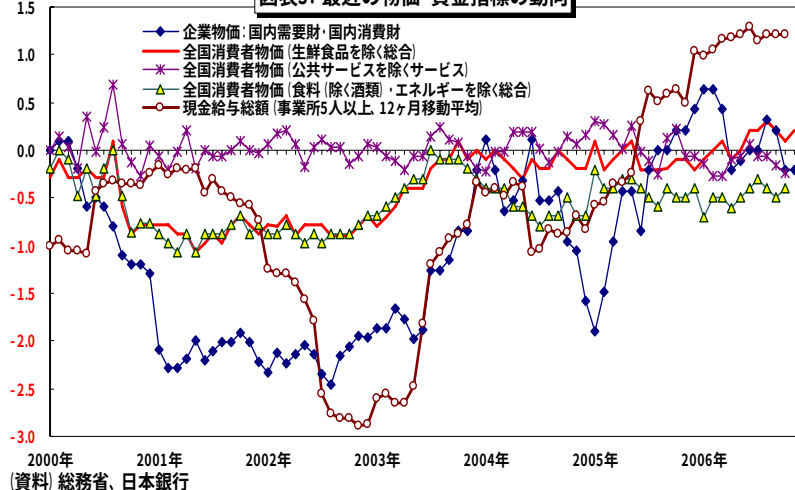
を克服した企業の財務内容は極めて健全で、調整すべき項目がほとんどないこともあり、マイナス成長に陥るような景気後退局面に突入することはないだろう。こうした踊り場的な状況は一時的なもので、07年度下期以降は海外経済の成長加速に牽引される格好で再び拡大傾向を強めるものと思われる。

なお、前述した通り、GDP統計が大きく遡及改定されたこともあり、2006～07年度の日本経済見通しについて、実質成長率を06年度+2.0%（前回11月時点は+2.5%）、07年度+1.7%（前回11月と変わらず）と修正している（シナリオ自体は変更せず）。

一方、物価に関しては、10月の消費者物

価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比+0.1%と、プラス幅を2ヶ月連続で縮小させている。さらに、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で見ると、同▲0.4%と相変わらず水面下で推移している。やや川上に位置す

図表3. 最近の物価・賃金指標の動向



る国内企業物価・国内需要財の非耐久消費財（国内品）も10、11月と弱含む動きが見られるなど、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再確認されている。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既に下落しており、国内企業物価への押し上げ効果がほぼ剥落した他、消費者物価に対する波及効果も先行き縮小していくことが予想される。原油再騰などといったことがない限り、07年度も物価上昇圧力が高まらない状態が続くだろう。

ちなみに、内閣府が試算したGDPギャップ（平均的なGDPと実際のGDPとの差）によれば、06年1～3月期にインフレギャップに転じたとされていたが、7～9月期に再びデフレギャップが発生したとのことである。内閣府試算の潜在成長率は+1.4%とやや低めだが、そうした想定の下でも物価下落圧力が発生している可能性が示唆されたことには留意すべきであろう。

金融政策の動向・見通し

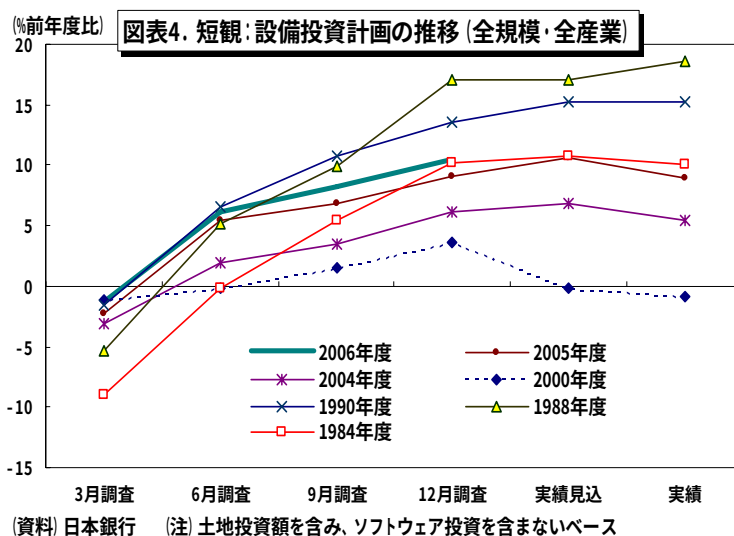
上述してきたように、景気に対する先行き懸念が浮上し、かつ当面は物価上昇率が加速的に上昇することはないと予想される中、年内追加利上げに関する見方が大きく揺れ動いた。

日本銀行は、現行の超低金利政策を長期間続ければ、将来的に経済・物価が「物価安定の下での持続的な安定成長」という望ましい姿から上振れしてしまい、結果的に政策金利の急上昇を招く恐れ

があるとし、forward-looking的手法に則った予防的な利上げの効用を強調し続けてきた。また、「発表される経済指標を丹念に点検しながら、適切と思われる時期に政策判断（利上げ）を行う」ことを繰り返し述べたこともあり、12月短観の内容さえ良ければ年内利上げの可能性も高いと考えられてきた。

そういう状況下で発表された日銀短観（12月調査）の内容は、①企業の景況感が大企業から中小企業に至るまで製造・非製造業とも総じて改善、②06年度設備投資計画が更に上方修正され、12月時点では1990年度以来16年ぶりの前年度比二桁増加（+10.5%）、③資本設備・雇用人員の不足感が高まったこと、など、全般的に改善傾向が見られた。ただし、冒頭で述べたように、年内最後の金融政策決定会合（12月18～19日）に至るまでに発表された経済指標の中に、景気の足腰の脆弱さを示唆するものが多く見られたこともあり、年内追加利上げに関しては見送られることとなった。

一方、最近では福井総裁などからも個人消費の弱さに関するコメントも出ているが、景気全般的としては10月下旬に示された



『展望レポート』に示された基本シナリオ「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もとで、息の長い拡大を続ける」という線に概ね沿った動きを今なお続けているとの認識も見て取れる。12月短観の内容は、日銀にとってみれば追加利上げを正当化する内容と評価することも可能であり、実際、短観発表を受けてマーケットでは1月利上げの可能性を織り込む動きも見せた。日銀が先行き景気拡大シナリオを堅持する以上、今後発表される経済指標が現状広まっている景気慎重論を後退させる内容となれば、利上げを決断する可能性は高い。

ただし、前述した通り、世界経済の動向や輸出の行方も十分慎重に見極める必要があることは言うまでもない。現段階における追加利上げは、景気減速感の高まりと重なる可能性があるため、日銀には慎重な政策判断が求められる。

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

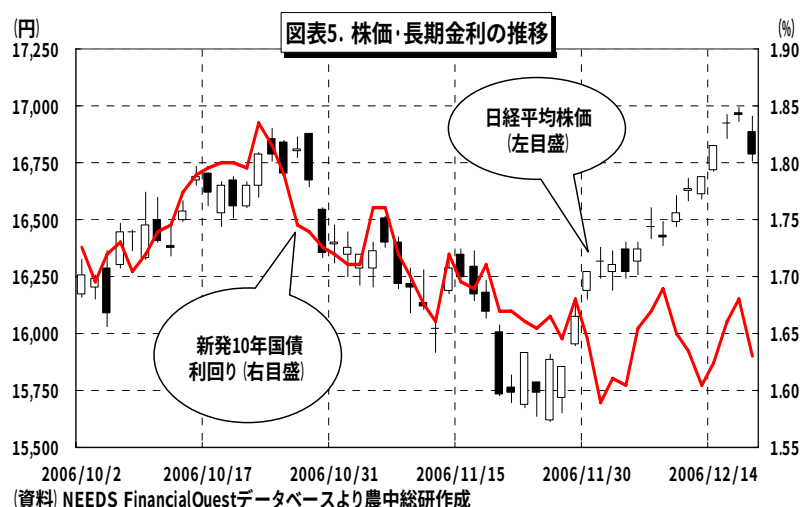
10月中旬には1.8%台まで上昇した長期金利（新発10年国債利回り）も、その後は景気の先行き不透明感が強まりから再び低下に転じ、12月上旬には一時1.6%割れとなった。その後、年内追加利上げの可能性が取り沙汰されたことから中短

期ゾーンではそれを織り込む動きが見られたものの、長期金利は概ね1.6%台でのみあいとなるなど、イールドカーブはフラット化の動きとなった。このように、追加利上げが意識される中、長期金利が基本的に低位安定の状態が続いているのは、07年入りの景気減速を先読みしている可能性や、07年度国債発行額が大幅に減額されるなど良好な需給環境が続くことに対する好感を反映したものと思われる。

実際のところ、06年度内に追加利上げが行われる可能性は十分あり、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、海外の長期金利に再び低下圧力がかかっていること、07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、07年中も概ね2%を下回る水準での展開が続くだろう。

②株式市場

米国株価（NYダウ）が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するなど世界的に株価高騰を続けた中で独歩安となっていた国内株価も、ようやく11月下旬をボトムに回復する動



きが見られた。それでも、年初の水準と比較して日経平均株価は 105%、日経ジャスダック平均は 80%の水準に留まっており、06 年を通じてのパフォーマンスはあまり良くなかったといえるだろう。この背景には、05 年後半の株価急騰の反動、相変わらず慎重な企業業績見通し、低調な民間消費に起因する経済見通しの下方修正などが影響しているものと思われる。

なお、海外株価に比べての出遅れ感や M&A 期待も材料となって株価は年末年始にかけて上値を試す展開が予想されるが、12 月短観の 06 年度下期業績見通しでは小幅ながら下方修正の動きも見られており、上昇一服後は再び調整局面入りすることも十分想定すべきであろう。

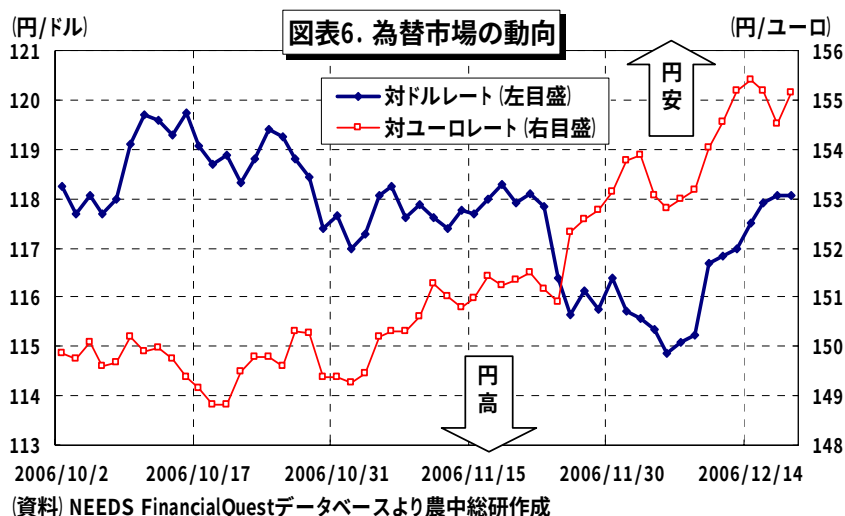
③為替市場

為替レートは、11 月下旬から 12 月上旬にかけて日銀の追加利上げの可能性が高まったとして、内外金利差に注目した円キャリートレードの解消と見られる動きによって、円高が急激に進展する場面もあった。しかし、その後発表された経済指標が早期利上げを牽制する内容であったことから、

07 年もあまり金利格差の縮小ペースは速まらないとの認識が広まり、元の水準（118 円/ドル近辺）まで戻っている。

このように、短期的な為替レートの方向性については、引き続き日米欧の金融政策の現状及び先行き見通しに影響を受けやすいと思われ、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だろう。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。なお、最近では早期利下げ観測がやや後退した感が強い。日本では年度内の追加利上げを意識する展開が続いており、マーケットでは年度内の利上げが織り込まれる状況になっているが、更に「その次」については不透明感が強い。一方、欧州では 12 月にも追加利上げが実施されたが、欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁は、ユーロ圏では物価上昇に伴うインフレ圧力が強く、その影響を未然に防ぐ必要があると発言するなど、今後利上げに対する意欲が衰えていないことを示唆している。ECB は 07 年入り後も利上げを継続する可能性が大きい。

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、対ユーロでは引き続き弱含むことが予想される。

(2006.12.20 現在)