

情勢判断

国内経済金融

1月は見送られたが、年度内の追加利上げの可能性は高い

南 武志

要旨

企業部門は引き続き堅調に推移する一方、家計部門は一時の低調さから脱したものの、力強さに欠ける展開となっている。こうしたなか、金融政策の行方に注目が集まっていたが、1月の金融政策決定会合ではもう少し情勢を見極めるべきとの意見が大勢となり、「金利据え置き」となった。2月には追加利上げとの意見が根強いが、デフレ脱却・成長促進など政府の経済政策との整合性も問われており、その判断が引き続き注目される。

一方、マーケットは、株価は概ね上昇傾向を維持したが、長期金利は金融政策変更の思惑からボラティルな展開。為替レートは対ドル・対ユーロで円安傾向が強まった。先行き、株価は堅調に推移するが、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 項 目	2007年					
	1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 (%)	0.265	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.80	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.545	0.600 ~ 0.900	0.700 ~ 0.900	0.700 ~ 0.900	0.750 ~ 1.100	
短期プライムレート (%)	1.625	1.875	1.875	1.875	2.125	
新発10年国債利回り (%)	1.665	1.65 ~ 1.85	1.65 ~ 1.90	1.70 ~ 2.00	1.75 ~ 2.10	
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.24	115 ~ 125	110 ~ 120	110 ~ 120	110 ~ 120
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.1	152 ~ 162	155 ~ 165	150 ~ 160	150 ~ 160
日経平均株価 (円)	17,310	17,000 ± 1,000	17,000 ± 1,000	17,500 ± 1,000	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2007年1月19日時点。

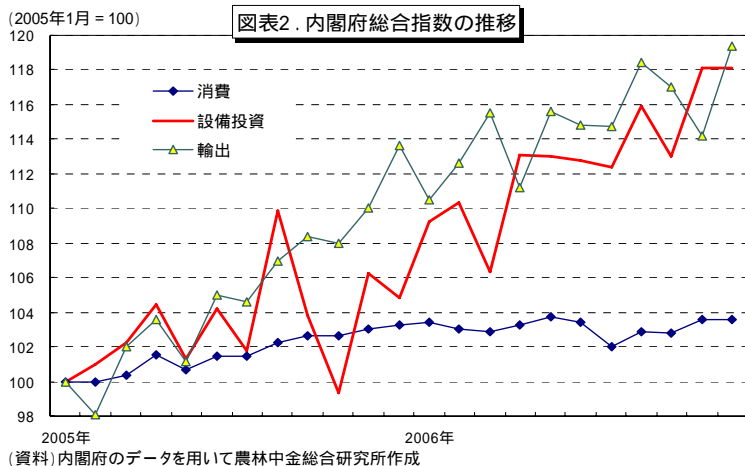
国内景気:現状・展望

2002年2月から始まった今回の景気拡大がスタートして丸5年が経過した。景気動向指数に取り入れられている鉱工業生産など、景気実勢に近いとされる経済指標は堅調に推移しており、景気拡大局面がまだ継続しているものと思われるが、一方でGDP構成項目のうち最もウェイトの高い個人消費や雇用者の賃金などに関する指標は低調なものに留まっており、企業部門と家計部門との景況感に温度差が見られている。

図表2は内閣府総合指数の動きを示しているが、設備投資、輸出が概ね堅調に推移する一方、消費は06年に入ってから低迷し

ていることが見て取れる。特に、7~9月期にかけて失速気味であることが分かる。後述するように、日本銀行が利上げ意欲を滲ませつつも、なかなか利上げを決断することができない理由として、足許の個人消費や消費者物価が想定していたほど強くないことが指摘されている。10~11月の消費総合指数の動きには持ち直しの動きも見えるが、低調な状況から脱却できているわけではなく、政策金利据え置きという政策判断は妥当というべきであろう。

また、07年の日本経済を占う上で最も注目すべき点は、日本にとって良好な輸出環境が維持されるかどうか、ということであ



ろう。BRICs・東欧など新興国は高成長を続けているが、潜在成長力を下回る成長率が続いている米国、付加価値税（VAT）引上げ後の需要反動減が懸念されるドイツなどの影響が出てこないとは言い切れない。日本の経済成長にとって輸出は重要な役割を果たしているだけに、そうした動向には注目していく必要があるだろう。

なお、景気シナリオとしては、07年前半は引き続き低調な展開が続くと想定しており、これは04年後半から05年前半にかけて発生した「景気の踊り場」に近い状況と考えている。ただし、現状の日本経済にとって調整すべき余地が皆無であることもあり、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。また、こうした踊り場的な状況は、海外経済が再び成長率を加速させていくことに牽引される格好で07年後半には脱却すると予想して入る。2006～07年度の日本経済見通しについては、実質成長率を06年度+2.0%、07年度+1.7%との見方に変更はない。

一方、物価に関しては、11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、10月（同+0.1%）からプラス幅を小幅拡大させたが、ほぼ横ばいと言って

いい状況である。過去の原油高騰や円安に伴う価格転嫁の動きは徐々に進展しつつあるが、消費弱含みの中で国内需給バランスの改善があまり進展しない様子を反映しているものと思われる。また、年明け以降、国際原油市況が下落しているが、現状物価押上げ要因である石油製品価格が、5

月以降は押下げ要因に転じる可能性もあるなど、先行きの消費者物価にとって懸念材料は多い。07年度も物価上昇圧力が高まらない状態が続くだろう。

金融政策の動向・見通し

福井総裁は11月頃から早期利上げを示唆するニュアンスの発言を繰り返しており、また年明け後は複数のメディアから利上げ観測報道が出るなど、直前までマーケットは利上げを織り込む動きを見せていた。しかし、上述したように、日銀が下した判断は「政策金利の据え置き」であり、その背景や影響を巡って様々な憶測を呼んでいる。

1月の決定会合では展望レポート（10月）の中間評価も行われたが、個人消費・消費者物価が想定したより「幾分下振れている」が、先行きは「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、「（10月の展望レポートで示した）見通し」に概ね沿って推移する」としている。利上げに対する意欲を表明し続け、かつ先行きの景気シナリオを修正せずに利上げを見送ったことから、日銀は予見的に政策判断を行ったというより、足許の状況に影響されたような印象をマーケットに与えてしまった。

また、政府・与党から、名目成長率を高めようという成長促進策との整合性を求められており、経済閣僚や与党幹部から利上げを牽制する意見が相次いでいた。表面的にはそうした動向に配慮した格好となっており、本当に日銀は利上げをできるのか疑問視する意見も浮上している。

このように、マーケットが日銀行動を予測することについて混乱が見られているが、その背景には、量的緩和政策解除後の金融政策運営では日銀の裁量性が高まった反面、何を判断基準に利上げを行っていくかについての説明が不足していることが指摘される。日銀は forward-looking 的手法に則った予防的な政策変更を行いたい意向を繰り返しているが、それを遂行するに当たって重要な「市場の信認」を十分に得ているわけではない。また、現時点を「平時の政策運営」に至る移行期と捉えるとしても、「物価の安定」を確保しない中で「正常化」を最優先する理由はどこにあるかも十分説明できていない。

マーケットでは、政策委員 9 名のうち利上げ派が 3 名いること、2 月に発表予定の 10～12 月期 GDP 速報が強めの数字が予想されること、等から、2 月利上げの可能性は高いと予想する意見が多く、実際そうなる

可能性は十分あると思われるが、多くの課題を抱えたままでは、益々日銀の意図がマーケットに伝わりにくくなり、適切な政策運営が困難になっていくことが予想される。

市場動向:現状・見通し・注目点

以下、債券・株式・為替レート of 各市場の現状・見通し・注目点について述べる。

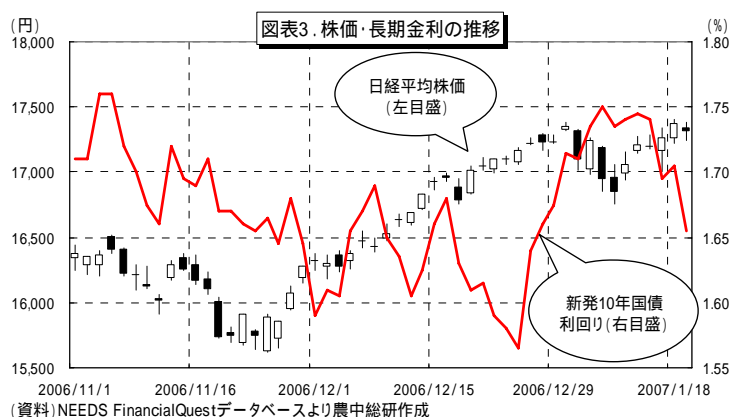
債券市場

12 月下旬にかけて長期金利（新発 10 年国債利回り）は一時 1.6% 割れとなったが、その後、早期利上げ観測が強まり、年末年始にかけて 1.7% 台半ばまで上昇。しかし、1 月の利上げ見送りという報道を契機に、一旦利上げを織り込んだ中期ゾーンを中心に再び金利が低下するなど、金融政策変更の思惑に振らされる展開が続いている。

このように日本では追加利上げが想定される状況であるにも関わらず、06 年 4～7 月に見られたような 2% 前後の水準まで金利が上昇するような兆しは全くない。こうした背景には、当面は景気・物価の改善テンポは非常に緩やかなままで、加速的に改善することはないとの見方が広がっていること、07 年度国債発行額の大幅減額など良好な需給環境が続くことへの期待感を反映

していると思われる。

実際に利上げの確度が高まった際には長期金利水準もやや上昇することが見込まれるが、日銀の利上げペースは緩やかであるとマーケットが認識していることもあり、長期金利が明確な上昇トレンド入りすることは当分ないだろう。



株式市場

株価は年明け直後にやや調整する動きを見せたが、世界的な株価上昇の流れに沿ってその後は底堅く推移している。このところ、M&A 絡みの動きが増えているが、07年の株式市場のテーマとして、5月に解禁となる三角合併^(注1)により、外国企業などからの買収を含め、M&A が一段と増加するのか、それに対する企業防衛の動きはどうか、といった点が挙げられる。更に、資金循環統計では企業部門の資金余剰状態が顕著であるが、それが自社株買いや配当還元などにどの程度振り向けられるのか、なども注目材料である。

一方、06、07年度とも企業業績は増収増益が続くことが見込まれているが、その勢いは鈍化していくことも同時に予想されている。ただし、既に説明したように、マクロ全体としては07年前半まではやや低調な状態が続くが、年後半にかけては再び輸出主導の成長プロセスが強まることが見込まれる。株価も一旦は調整局面入りすることは十分想定すべきであるが、年末にかけて再び上昇傾向が強まるものと思われる。

(注1) M&A などの場合、被買収会社の株主等に対して、買収会社等の株式の代わりに、買収会社の

親会社株式等を交付することを認めた制度。

為替市場

為替レートは、11月下旬から12月上旬にかけて一旦円高が進展したが、その後は日銀の早期利上げ観測が残る中、07年についてもなかなか内外金利格差は縮小しないとの予想が強まり、03年3月以来の1ドル=121円台後半まで円安が進展した。

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く、当面は内外金利格差要因で動きやすい状況が続くと見られる。以下、日米欧の動向を見ていくと、米国では住宅関連指標の下げ止まりやインフレ指標が再び高まっていることを受け、早期利下げ観測が大きく後退した感が強い。当面は現状の政策金利が据え置かれるだろう。日本では年度内の追加利上げの可能性は高いと思われるが、一方で当面利上げが困難との意見も根強い。07年度にかけてスムーズに「金融政策の正常化」が進められるとの見方は少ない。一方、欧州では欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁が利上げ意欲を示すなど、当面は利上げが断続的に実施される可能性が大きい。

以上から、当面、対ドルレートはやや円安気味に推移するものと見られるが、07年半ばにかけて金利差縮小への思惑が高まればやや円高方向にシフトする可能性もあるだろう。一方、対ユーロでは引き続き弱含む方向で推移する可能性が高いと予想する。

(2007.1.22 現在)

