

情勢判断

国内経済金融

超過準備の回収が終了、ゼロ金利解除は経済・物価動向次第に

～ゼロ金利解除は早くとも9月と予想～

南 武志

要旨

6月中旬にかけて世界同時株安が進行したが、海外経済の基礎的条件に基調変化があったわけではなく、当面は外需の堅調さは維持されるだろう。また、民間最終需要の自律的回復も本格化しており、06年度中は景気拡大が持続するとの見方に変更はない。年度後半にもデフレからの完全な脱却が実現し、日本経済は完全雇用天井に接近するだろう。

マーケットに目を転じると、株安には歯止めがかかったが、その後の反発は小幅なものに留まった他、為替レートもやや円安気味に推移。長期金利は1.8%台を中心にもみ合う展開。目先は株価・長期金利・為替レートとも方向感が出にくいと見るが、先行き株価・長期金利は再び上昇する場面が想定される他、為替レートも再び円高方向に推移すると予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月		2006年			2007年	
項 目		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.055	0.03 ~ 0.25	0.05 ~ 0.25	0.25 ~ 0.50	0.45 ~ 0.60
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.3290	0.300 ~ 0.600	0.500 ~ 0.900	0.750 ~ 1.200	0.900 ~ 1.300
短期プライムレート (%)		1.375	1.500	1.500	1.800	2.150
新発10年国債利回り (%)		1.900	1.80 ~ 2.20	1.90 ~ 2.30	1.90 ~ 2.40	1.90 ~ 2.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.27	108 ~ 118	105 ~ 115	105 ~ 115	100 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	146.28	140 ~ 150	140 ~ 150	135 ~ 145	135 ~ 145
日経平均株価	(円)	15,152	16,500 ± 1,000	17,000 ± 1,000	17,500 ± 1,000	17,500 ± 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6月26日時点。

国内景気・現状・展望

5月上旬から6月中旬にかけて世界同時株安が進行し、景気先行きに対する不安感が高まった。ただし、足許はとりあえず歯止めがかかったことや、最近発表された月次経済指標が堅調さを取り戻したことから、そうした不安感は払拭される方向にある。

6月12日に公表された1～3月期のGDP第二次速報(2次QE)によれば、実質成長率は前期比+0.8%(1次QE: +0.5%)、同年率+3.1%(同: +1.9%)と、民間設備投資を中心に上方修正された。これまでの日本経済を牽引してきた民間最終需要の自律回

復の本格化と、順調な世界経済を背景とする輸出増勢という姿は維持されており、日本経済は順調に景気拡大局面を辿っているとの見方を修正する必要はない。

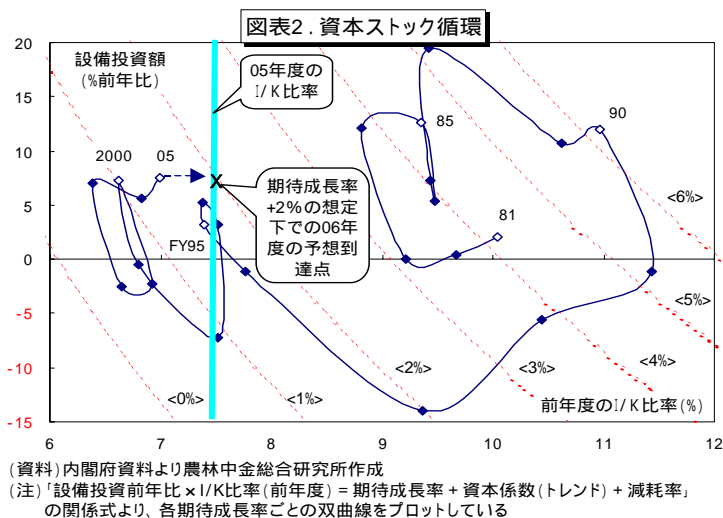
一方で、6月5日に発表された1～3月期の法人企業統計季報(法季)は、これまでの堅調に推移してきた企業業績動向に若干の変化が起きつつあることを示す内容であった。全規模・全産業ベースでの売上高は前期比+0.9%と10四半期連続で増加しているものの、経常利益は同1.2%と5四半期ぶりに悪化している。過去に行ったりストラによって企業体質は大きく改善してきた

が、足許ではそのテンポも落ちており、もはや収益の押し上げ要因ではなくなった。一方で、素原材料価格の高騰や人件費の増加も見られ始めており、粗利が頭打ちとなっている。既に企業部門では、生産性向上努力によって投入コストを吸収することが困難になっており、収益確保のためにはコスト増分の価格転嫁を実施する必要に迫られていることが推測される。

なお、冒頭で触れたように最近発表される月次経済指標は、機械受注・資本財出荷（4月）、輸出（5月分）などを代表に、1～3月期の低調状態から再び増勢に転じているものが多い。このうち、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）の4～6月分は事前予想対比で上振れする可能性が高く、更に企業の設備投資意欲も良好さを保っていることから、景気拡大の牽引役を続ける可能性が高いだろう。

以上のように、民間消費や民間設備投資、輸出が牽引する格好で、日本経済は引き続き底堅く推移するものと考えられる。当社は2次QE公表を受けて06年度の経済成長率見通しを+2.9%（5月時点では+2.8%）へ小幅上方修正、引き続き潜在成長率を上回る成長を実現していくものと予想する。その結果、06年度後半には完全雇用状態にかなり接近するだろう。

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%程度のプラス状態が継続している。GW休暇中には国際商品市況での原油高騰の影響もあり、ガソリンなど石油製品価格が引き上げられ



たが、その余波は依然として一部の財・サービスに限定されており、物価上昇が加速している様子はない。ただし、消費財の中でも川上に位置するものについては値上げの動きも散見されるようになりつつある。GDP統計上でも、ホームメイド・インフレを示すGDPデフレーターは前年比1.2%（1～3月期）と大きめのマイナスが残っているが、民間設備投資デフレーターや民間需要デフレーターはようやく下げ止まった。投入価格の高騰に加え、雇用者増や夏季賞与の増加など先行きの人件費は増加要因が多いが、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るかどうか注目が集まっている。

金融政策の動向・見通し

6月15日の福井日銀総裁定例会見では「日銀当座預金残高の削減プロセスはほぼ終息したと言っていい状況」との認識を示しており、量的緩和政策からの「出口政策」としての期間は終了し、解除（＝利上げ）は経済・物価情勢次第ではいつでも可能というゼロ金利政策の最終局面に入った、と考えてもよいだろう。

前述の通り、経済・物価動向の現状・先行きについては、景気は当面堅調な拡大局面を迎えることが見通せるとはいえ、需給が逼迫し、物価上昇率が加速的に高まる可能性は低い。足許+0.5%程度のインフレ率は「中長期的な物価の安定の理解」として示された0~2%の範囲内に十分入っていることから、たとえゼロ金利政策は異例の措置とはいえ、物価面から利上げを断行するような積極的な理由はない。

そこで、日銀サイドとしては、利上げをする根拠として「超低金利状態が長期間続くことにより、本来であれば投下されることのなかった設備投資が過剰に行われ、それが結果的に経済変動を激しくさせてしまう」可能性をリスクとして認識していることを表明している。最近発表された日本経済新聞社や内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」での06年度設備投資計画調査によれば、途中経過とはいえ05年度よりも設備投資の伸びが高まる可能性を示す内容であった。それゆえ、7月3日に発表される日銀短観6月調査などの内容がゼロ金利政策解除の可能性を大きく左右するものと思われる。設備投資計画が3月調査時点よりも大きく上方修正されれば、7月解除の可能性が再び強まることも考えられる。

しかし、ここに来て、福井日銀総裁による村上ファンドへの資金拠出問題が明るみになったことで、野党やマスコミ等から道義的責任を追求する声が高まっている。政府筋は、総裁は辞任する必要はないと擁護しているものの、それがかえって金融政策の判断に対して

何かしらの影響が出るのではないかと、といった憶測を呼ぶ事態に陥っている。

ちなみに、当社としては短期金融市場の機能回復がまだ十分ではないことを考慮し、ゼロ金利政策解除は9月以降になるとの予想を維持している。

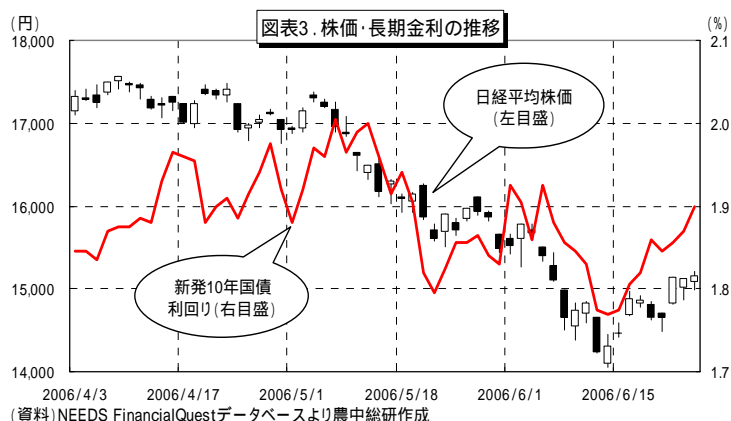
市場動向:現状・見通し・注目点

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

5月上旬には2%まで上昇した長期金利（新発10年国債利回り）であるが、その後は徐々に低下、5月下旬以降は概ね1.8%台半ばを中心レートとしてもみ合う展開が続いている。一方で、中短期ゾーンに関しては、現行ゼロ金利政策の解除時期の思惑を巡り、ややボラタイルな変動が続いている。

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。すでにゼロ金利政策解除は間近に迫っているが、これが現実味を帯びるにつれて長期金利は再び上昇し始め、年度後半にかけては2%台前半で推移するものと予想される。



株式市場

5月以降に進行した世界同時株安も、6月中旬にはひとまず歯止めがかかったものの、小幅反発の域に留まっており、依然として株価は調整局面にある。

バリュエーション的に日本市場（東証一部）はPER20倍超から18倍程度まで低下したと見られるが、世界市場も同様に低下して14倍程度であることから依然として割高感がある他、会計不信・監査不信、米国経済・金融政策の不透明感などは引き続き解消されているわけではない。その他、世界的に中央銀行は利上げを断続的に行っており、過剰流動性が回収され、リスクマネーの供給が先細るとの懸念もある。

しかし、株価は景気の先行指標とはいえ、世界経済は当面は堅調に推移する可能性が高く、様々な不透明感が払拭され、本邦企業の増益傾向が確保されさえすれば、株価は再び上昇傾向を強めるものと思われる。

為替市場

5月中旬にかけて米ドルの対主要通貨レートが下落したこともあり、円/ドル相場も一時1ドル＝108円程度まで円高方向に振れる場面もあった。しかし、その後は米FRBがアンチインフレ姿勢を明確にしたことを受けて8月以降も利上げが継続されるとの観測が再浮上したこともあり、それまでのドル安の修正が起きている。こうした米国での利上げ継続予想が沈静化するまではドル高圧力が強い状況は続

く可能性が高い。一方で、米国の対外不均衡に目を向けると、潜在的なドル安要因であることには何ら変化がないことから、一方的なドル高進行は想定しづらい。

なお、先行きに関しては、短期的には各国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状況に変わりはないと思われる。日本については今後数ヶ月以内にゼロ金利政策が解除される可能性は高いが、その後の利上げのテンポはさほど速くないだろう。米国については先行きも利上げ継続との思惑が高まっているが、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、三極通貨の力関係は「ユーロ＞円＞ドル」と見る。対ドルレートは足許ドル高気味の推移ながら、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るだろう。また、対ユーロについては、円は更に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。（2006.6.27現在）

