国内経済金融

戦後最長となった今回の景気拡大局面

～ただし、年明け後には景気踊り場的な場面も～

南　武志

要旨

夏場にかけて弱めの経済指標の発表が重なったことで、景気に対する悲観論が高まったが、その後発表された経済指標からはそうした見方が杞憂に過ぎなかったことを示された。なお、今回の景気拡大は 11 月には「いざなぎ景気」を抜き戦後最長の拡大期間となる見込み。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減速する可能性があり、年明け後の日本経済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、9 月下旬以降、株価・長期金利の上昇が見られた。為替レートは北朝鮮の核実験の影響で一時的に円安が進展。目先は株価・長期金利とも強含むものと思われるが、円（対ドルレート）は明確な方向感なくもみ合う展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2006年 10月（実績）	2006年 12月（予想）	2007年 3月（予想）	2007年 6月（予想）	2007年 9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.244	0.20～0.40	0.30～0.60	0.30～0.60	0.30～0.60
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.4430	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	1.625	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り	(%)	1.835	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)	119.34	110～120	108～118	105～115	100～110
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	149.80	143～153	140～150	135～145	135～145
日経平均株価	(円)	16,788	16,750±1,000	16,500±1,000	16,250±1,000	17,000±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2006年10月23日時点。

国内景気：現状・展望

8 月下旬から 9 月中旬にかけて弱めの経済指標が立て続けに発表された際には、既に日本経済は頭打ち状態に陥っているのではないか、と危惧する意見が一時浮上した。しかし、その後は 8 月の鉱工業生産が過去最高値を更新するなど、発表された経済指標が堅調な内容を示すものが多かっただけに、悲観論は急速に後退している。

こうした中、日本銀行の金融政策に大きな影響力を持っていると思われる日銀短観（9 月調査）が 10 月 2 日に発表された。代表的な大企業製造業の景況感は、「前回からほぼ横ばい」との大方の予想に反して、大きく改善する様子が見られた。同様に、注目度が高い 06 年度設備投資計画調査については、大企業はほぼ前回調査並みであったが、中小企業において大きく上方修正されるなど、途中経過ながらもバブル期（1988～90 年度）に劣らぬ勢いが保たれている。

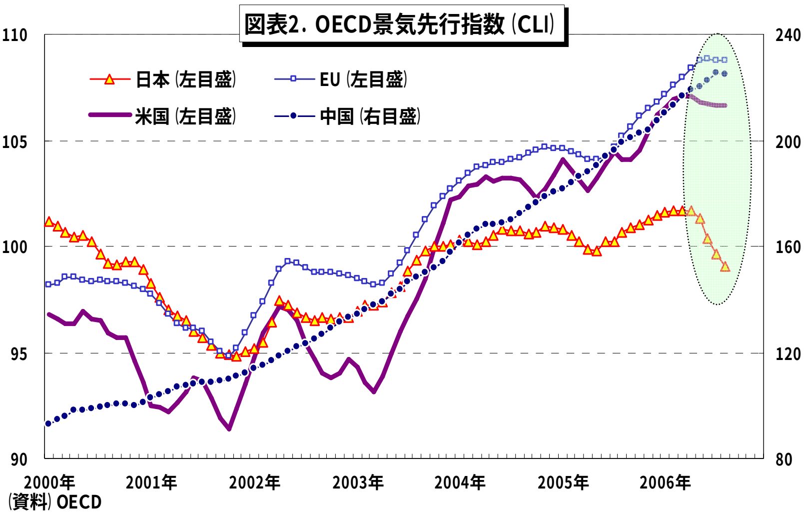
なお、機械受注だけは 6 月に統計開始以来の最高値を記録した後、7、8 月とやや軟調な推移となったが、上述の短観・設備投資計画調査では、大企業で年度上期分を下期に先延ばしにする動きもあったことから、先行き減少に向かう可能性は今のところ低いのではないか、と思われる。

ちなみに、今回の景気拡大期間は 11 月に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

は「いざなぎ景気（1965年10月〜70年7月）」を抜き、戦後最長となることが確実視されている。現在の景気はどこまで順調に拡大し続けるかが目下の焦点である。

一方、OECD景気先行指数などを見ると、米国をはじめとして、世界経済全体の成長鈍化を示唆する動きが出始めていることがわかる。近年の日本経済は輸出に対する依存度が極めて高い状況が続いているだけに、輸出鈍化は成長率の低下につながりやすい。上述の通り、民間設備投資は堅調な動きを続けているが、輸出鈍化に直面すれば、輸出製造業を中心に下期の設備投資計画を下方修正する動きが本格化する可能性が高いだろう。



（資料）OECD

そのため、年明け後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」に近い状況と考えている。その後、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予想される。

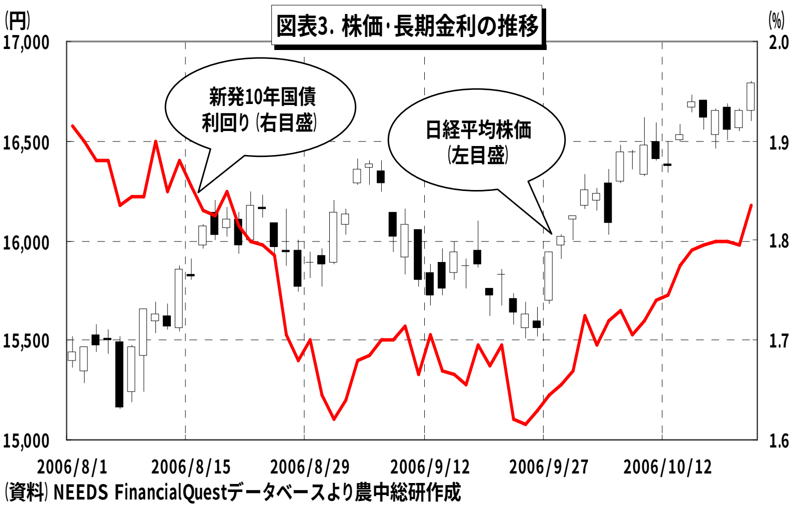
なお、9月下旬に安倍新内閣が発足したが、徐々に経済政策の骨格が明らかとなってきた。中川自民党幹事長が提唱してきた経済成長促進を最優先する「上げ潮戦略」がベースとなるものと思われ、高い名目成長率を目指すことで諸問題を解決に導く構えである。今後、新メンバーとなった経済財政諮問会議や政府税制調査会などの場で、具体策が検討されることになる予定である。

一方、物価に関しては、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）の上昇率は前年比小幅プラスで推移している。国内企業物価・国内需要財の非耐久消費財（国内生産）上昇率もこのところ高まる傾向にあり、価格転嫁が徐々に進展していることが窺える。ただし、8月上旬をピークに下落に転じた原油価格動向には注意を払う必要があるだろう。ガソリンなど石油製品価格は、コアCPI全体を+0.3〜0.4%pt程度押し上げるなど、物価上昇の主因となっているが、10月に入ってガソリン小売価格が下落に転じるなど、物価が先行きそれほど上昇しない可能性も浮上している。

金融政策の動向・見通し

8月下旬の消費者物価指数の基準改定に伴うCPIショック以来、マーケットの追加利上げ予想時期は大きく後ズレした状況が続いていた。しかし、日銀短観の内容が引き続き本邦企業の堅調さを示す内容であったことに加え、福井総裁・武藤副総裁ら日銀首脳が10月以降、年内の利上げの可能性はないとするマーケットの見方とは一線を画す姿勢を見せている。こうしたことを受けて、マーケットでは再び利上げの可能性

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。



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

を意識する動きも出始めている。

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 的な要素を取り入れている。それは、金融政策には発動から効果発揮までにラグがあるため、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っていく、という考え方である。これに基づけば、足許の物価上昇率が低くても、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こと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っている、ということであろう。

なお、日銀の景気シナリオは、先行きも息の長い景気拡大が持続し、07 年度にかけてソフトランディングするという「物価安定の下での持続的な安定成長経路」とほぼ同じ姿を描いている。10 月末に公表される新しい展望レポートにおいても、こうした基本的な見方は踏襲されるであろう。これに対するリスク要因として、日銀は引き続き「企業設備投資の上振れ」を指摘する可能性が高い。実際に、次回日銀短観（12 月調査）の内容が更に強いものとなれば、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。

当社としても、12 月短観が引き続き強い内容になることを前提に、日銀が 12～1 月の金融政策決定会合で追加利上げを決定する可能性は高いと予想する。一方で、前述した通り、世界経済の動向にも留意する必要がある。日銀は輸出減の可能性自体をあまり重視しているようには見えないが、輸出減速は設備投資の下方修正を引き起こす可能性は否定できない。その場合には、「景気の踊り場入り」と「利上げ」が重なり、踊り場脱却の障害になりかねないだろう。

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

年度上期末の約 1 ヶ月間に渡り、長期金利は量的緩和政策解除前の水準である 1.6%台で安定推移したが、下期に入ってからは上昇基調となっている。この背景には、足許の景気悲観論の修正、米国経済の景気失速懸念や早期利下げ観測が後退したこと、そして大きく後退していたマーケットが予想する日銀の追加利上げ時期がやや前倒しになってきたこと、が挙げられるだろう。

7 月のゼロ金利政策解除までの動きと同様に、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他、低下基調であった海外長期金利が

 ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

足許でやや上昇に転じているため、今しばらくは長期金利も強含みで推移すると見るが、07 年前半の経済状況は足踏み感が強まる可能性を考慮すれば、長期金利が即上昇トレンド入りすることはなく、2%前後でのもみ合いに移行するものと思われる。

②株式市場

日経平均株価は 9 月下旬にかけて 15,500 円近くまで下落した後、過去最高値を更新し、12,000 ドル台に到達した米国株価（NY ダウ）に牽引される格好で、上伸した。同時に、底堅い経済指標の発表により一部で囁かれていた景気悲観論が解消されたことも後押ししたものと思われる。

今後、7～9 月期の企業決算が明らかとなってくるが、円安などを背景に業績見通しに対する上方修正が行われる可能性も高い。そのため、株価は目先強含むものと予想される。しかしながら、年明け以降は景気拡大テンポが鈍化するとの見通しの下では、株価の上昇余地は限定的であろう。

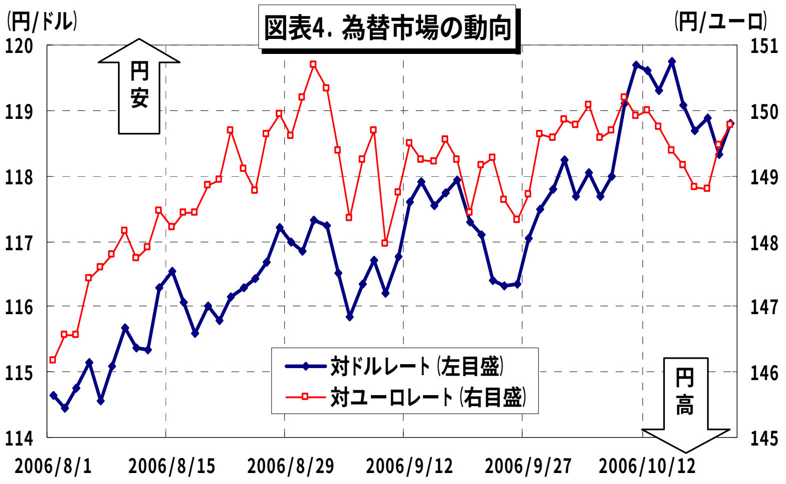
③為替市場

為替レートは、対ドルでは 114～118 円のボックス圏相場が続いていたが、10 月 9 日に北朝鮮が核実験を実施したとの報道を受けて、東アジア地域の地政学的リスクが高まり、円は年初来安値を更新、120 円／ドルに迫った。この後は、やや円高方向に戻ったが、北朝鮮情勢は当面は予断を許せないだけに、円安リスクは意識せざるを得ないだろう。

なお、短期的な為替レートの方向性については、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い状況には変わりはないだろう。米国では夏場にかけては年明け後の利下げを予想する意見が高まっていたが、最近は景気のソフトランディング期待とインフレ懸念の再燃により、利下げ期待が後退している。日本では大きく後ズレしていた追加利上げ時期が再び前倒しになってきた。一方、欧州では 9 月のユーロ圏消費者物価上昇率は前年比+1.7%とインフレ参照値（1%台後半）程度まで低下したが、景気回復が本格化し、同時にマネーサプライの伸びも高いため、ECB はインフレ警戒の姿勢を崩していない。そのため、12 月にも追加利上げがほぼ規定路線とされている。

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、来年以降は日米金利差縮小への思惑から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展開が続くだろう。

（2006.10.24 現在）



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。