

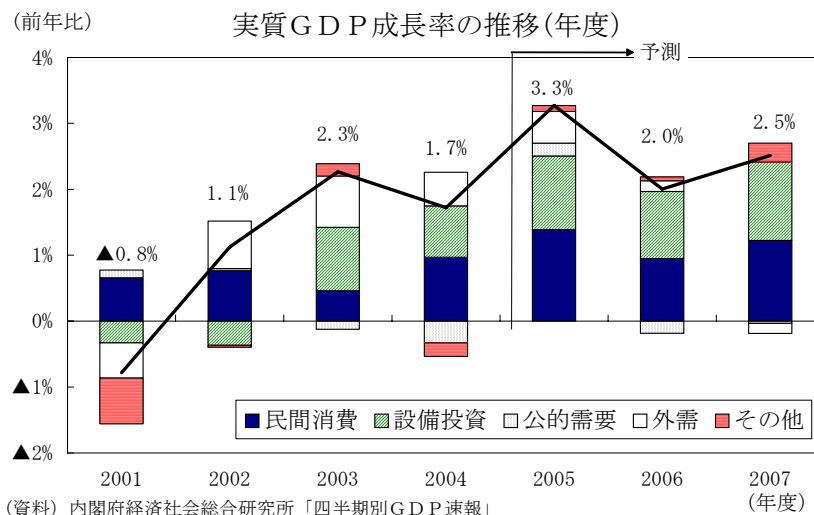
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

量的緩和解除後の経済政策～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2006年度2.0%、2007年度は2.5%に＞

1. 日銀は2001年3月以来続けてきた量的緩和政策を解除した。当面ゼロ金利が続き、その後も金利の上昇は緩やかだと考えられるが、財政赤字の縮小を図るための消費税率の引き上げによる景気変動を小さくするには、金融政策の正常化を急ぐ必要があるだろう。
2. 10-12月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比1.3%（年率5.4%）となった。2月に発表された1次速報（前期比1.4%、年率5.5%）からは下方修正となったが、高成長である。消費、設備投資の堅調は変わらず、内需中心の成長が続いている。2005年度の実質成長率は3.3%となろう。
3. 2006年度は、実質成長率が2.0%に減速するものの順調な景気回復が続くと見られる。2008年度に消費税率引き上げを想定したので、2007年度は駆け込み需要で成長率が2.5%に高まると予想される。



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一（はじ こういち）

(03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7

TEL: (03)3512-1800

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

量的緩和解除後の経済政策

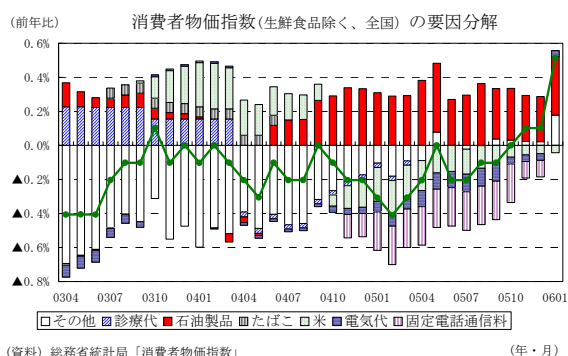
1. 10-12月期は前期比1.3%の高成長

(量的緩和政策の解除)

日銀は3月9日の金融政策決定会合で、2001年3月以来続けてきた量的緩和政策を解除することを決定した。潤沢な資金供給を行って日銀の当座預金残高を銀行等に義務付けた所要準備を大きく上回る水準に維持するという政策を、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する、との「約束」に沿って、これまで日銀は量的緩和政策を継続してきた。今後、金融市場調節の操作目標は、日銀当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更され、当面これが概ねゼロ%で推移するように誘導される。

3月3日に発表された1月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年同月比0.5%の上昇となった。これによって8月に予定されている消費者物価の基準年改定によって上昇率が下方に修正されても、2005年10月以降4ヶ月続いて前年比の上昇率がゼロ以上となることが確実となった。このため日本銀行は、これまでの「約束」に従って量的緩和政策を解除する条件が整ったと判断した訳である。

年度末を控えた3月中に日銀が量的緩和解除を行うことについては、長期金利の上昇や円高などで金融市場が混乱することが懸念されていた。これに対して、日銀は一部の審議委員が主張していた物価の数値目標は導入しなかったものの、「中長期的な物価安定の理解」として消費者物価の前年比0~2%程度という数値を示し、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」として金融市場の安定に配慮している。



「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」(抜粋)
消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。

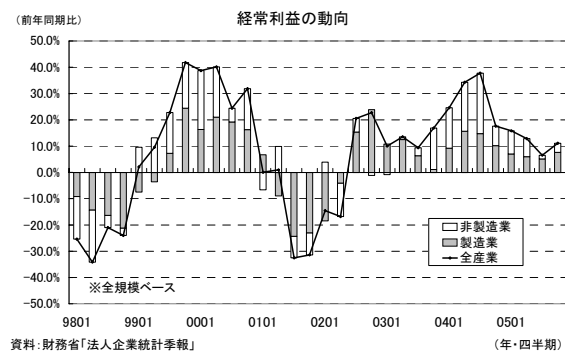
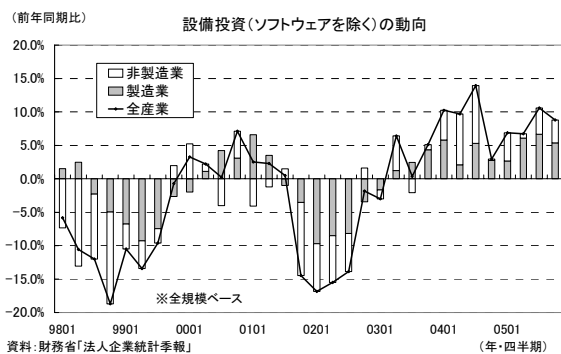
総裁記者会見(3月9日)での福井総裁の発言
当座預金残高の削減についても、現在は30~35兆円だが、おそらく3月中は削減ペースは極めて緩いだろう。30兆円前後のところで月内は推移する可能性が強いのではないかと私は一応思っている。

市場は事前に量的解除を織り込んでおり、米国の利上げ継続観測からドル先高観が根強いこともあって、解除後の市場では14日も為替レートは1ドル118円台で推移し、長期金利も安定している。福井総裁は年度末までの当座預金残高が現在の当座預金残高目標に近い30兆円程度で推移する可能性が高いと述べており、本格的に量的緩和解除が動き出すのは4月以降となる。

(10-12 月期 GDP は高成長)

内閣府が 13 日発表した 2005 年 10-12 月期の GDP 2 次速報値は、実質成長率は前期比 1.3% (年率 5.4%)、名目成長率は前期比 0.8% (年率 3.4%) となった。2 月に発表された 1 次速報値 (実質：前期比 1.4%、年率 5.5%、名目：前期比 0.9%、年率 3.5%) から名目、実質成長率ともわずかながら下方修正となったものの、年率で実質 5% を超える高成長であり、内需中心の成長が続いているという判断を変更する必要はない。

下方修正の主な要因は、民間設備投資の伸びが 1 次速報では実質 1.7% だったものが 2 次速報では 0.4% に修正されたことである。5 日に発表された 10-12 月期の法人企業統計調査では、全産業の設備投資 (ソフトウェアを除く) は前年同期比 8.8% の増加となった。設備投資の先行指標である機械受注 (船舶・電力を除く民需) は、10-12 月期は 4.1% の増加となり、1-3 月期の受注見通しも 1.3% の伸びとなっている。1 月は前月比 ▲6.2% の減少となったものの、基調としては受注額の緩やかな伸びが続いていると考えられる。法人企業統計では 10-12 月期の経常利益は前年同期比 11.1% の増加となった。経常利益の増加は続いていたものの徐々に伸び率は低下し、7-9 月期には 6.6% となっていたが、10-12 月期には製造業、非製造業ともに伸びが高まっており、企業収益の伸びから設備投資の増加がしばらく続くことが期待できるだろう。



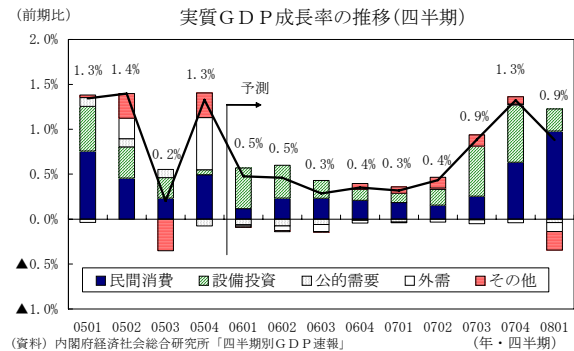
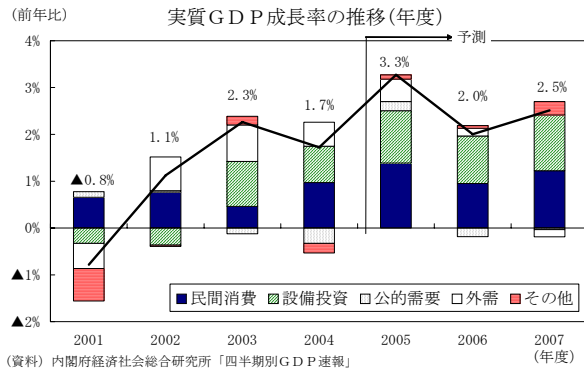
2. 2 次 QE 後の見通し

(内需中心の成長が続く)

2 次 QE では 10-12 月期の実質経済成長率が 1 次 QE から若干下方に修正されたものの、成長率自体は高く、2 月に発表した 1 次 QE 後の見通しの、景気は明確に踊り場を脱し内需中心の景気拡大が続く、という見方を修正する必要はないと考えている。

海外経済には、米国の住宅バブル崩壊、原油価格の高騰による世界経済の全体的な減速や中国経済の過熱など懸念が残っている。米国はハリケーンの復興需要などから 2006 年前半は高成長となるだろうが、その後はこれまでの利上げの効果などから緩やかな減速を続けるものと考えられる。国内では、雇用環境の改善から賃金が上昇し始めており、定率減税の縮小・廃止や公的年金保険料等の引上げによる負担増にも関わらず、可処分所得の増加から消費は堅調に推移すると予想される。ただしデフレからの脱却によって消費者物価が上昇し始めたことによって、実質では可処分所得の伸びが低下することになり、2006 年度の実質消費の伸びは 2005 年度を下回るだ

ろう。企業の設備投資は企業業績の改善を背景に増加を続けると見られるが、米国経済の緩やかな減速を受けて輸出の伸びが低下し、設備投資の伸びも鈍化して 2005 年度の実質 7.5%の増加から 2006 年度は 6.6%に低下するだろう。2006 年度の実質成長率は、2005 年度の 3.3%から 2.0%へと低下するものの、内需中心の成長が続くだろう。



(2006 年度のリスク)

足元の景気は、設備投資が企業業績の改善を背景に堅調を続け、雇用・所得環境の改善から消費も力強さを回復してきたことから、当面堅調な推移が予想される。2006 年度の景気が悪化するリスク要因としては、海外経済環境の悪化があげられる。米国の双子の赤字問題は依然として拡大したままである。量的緩和政策の解除後、為替レートは円安方向に動いたが、FRBの利上げも5月頃には打ち止めとなると見込まれる一方で、今後日本はゼロ金利解除を経て金利は緩やかながら上昇方向に向かうはずである。日米金利差は縮小に向かうという予想からドルが売られ、円高が進む可能性は高い。中間選挙を控えて米国内では中国元の切り上げを求める声が高まり易く、元の上昇をきっかけに円を含むアジア通貨が全般に上昇するという可能性は残っている。

この予測では 2008 年度に消費税率の引上げを行うことを前提としたため、2007 年度には駆け込み需要が発生して実質成長率は 2.5%に高まる。消費税率の引上げがなければ、設備投資の伸びが徐々に低下することから成長率は徐々に低下していくことになるだろう。

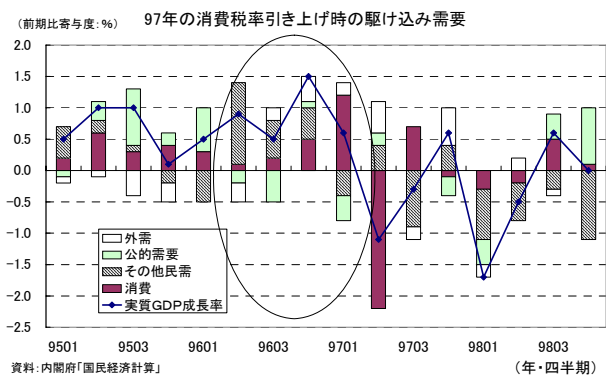
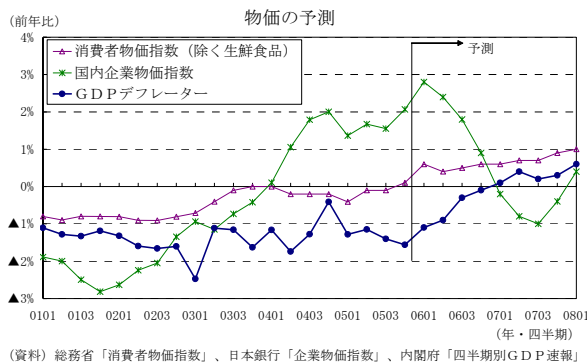
3. 量的緩和解除後の経済政策

(ゼロ金利解除のタイミング)

次の焦点はゼロ金利からの脱却のタイミングである。日銀当座預金残高は資金を吸収するようなオペレーションなしでも次第に減少していく。長期国債の購入を現在の毎月 1 兆 2000 億円の規模で続けても、3 ヶ月程度あれば所要準備の 6 兆円程度の水準に低下するだろう。しかし、コール市場ではかつては中小金融機関が資金の出し手で大手銀行が資金の取り手であったが、現在ではメガバンクは大幅な資金余剰で構造が変わっている。このため当座預金残高が所要準備をま

だかなり上回っている水準でも資金の偏在が起り、短期金利がゼロでなくなってしまう可能性がある。このため、日銀当座預金の減少は緩やかに行われると予想され、また、当座預金残高が6兆円を上回った状態でゼロ金利の解除に至る可能性も高い。本予測では原油価格の落ち着きを想定しているため、消費者物価上昇率の加速は緩やかであり、日銀がゼロ金利を解除するのは2007年初め頃と予想される。政府はデフレの判断としてGDPデフレーターを使うべきだと主張してきたが、これを変更して小泉総理の退任までにデフレ脱却宣言が行われれば、日銀はゼロ金利を変更しやすくなる。この場合にはゼロ金利政策の変更は前倒しされるだろう。

中長期的な物価安定の理解として示された消費者物価の前年比0~2%程度という数値と、今後の金融政策の関係は不透明である。どのような条件が満たされれば日銀がゼロ金利解除に踏み切るのかは現時点でははっきりしない。当面、日銀関係者の発言やその解釈を巡って市場の思惑が交錯し、長期金利や為替レートが不安定になる局面が出てくるだろう。



(消費税率引き上げとの関係)

量的緩和政策の解除によって金融政策が正常化への道を歩み出した一方で、財政政策面でも大幅な財政赤字の縮小という正常化への方向転換が既に動き出している。また社会保障制度についても、高齢化の進展によっても制度を安定的なものにするために、抜本的な制度の改革が急務である。こうした動きはそれぞれ短期的には経済成長率を低下させる方向に働くため、政府・与党からは社会保険料の引上げや財政赤字の削減を急ぐ一方で、金融政策を景気刺激的に維持すべきだという主張が強まることが予想される。

消費税率の引上げを行えば、駆け込み需要とその反動減による景気の落ち込みが起こる。97年度の消費税率引上げの際には、アジア通貨危機の発生や金融システム不安の高まりという要素はあったものの、96年度後半に駆け込み需要によって消費や設備投資が増加した一方で、97年度に入るとその反動減が生じて、その後の経済が長期に低迷する原因となったことは明らかである。金利が低ければそれだけ駆け込み・反動の規模は大きくなり、その後の経済が低迷するリスクを高めてしまうだろう。消費税率引上げに伴う景気変動を抑制するため、税率を引き上げるまでに、金融政策の正常化を先に進めておく必要性が高いと考えられる。

(米国、欧州の経済見通しは今週末3月17日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)



日本経済の見通し (2005年10-12月期2次QE(3/13発表)反映後)

(単位、%)

	2005年度 見込	2006年度 予測	2007年度 予測	前回予測 (2006.2)											
				05/10-12 実績	06/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	08/1-3 予測	2006年度	2007年度
実質GDP	3.3	2.0	2.5	1.3 5.4 4.0	0.5 1.9 3.6	0.5 1.9 2.5	0.3 1.1 2.6	0.4 1.4 1.4	0.3 1.3 1.5	0.4 1.7 1.4	0.9 3.6 2.0	1.3 5.4 2.8	0.9 3.6 3.8	2.0	2.5
内需寄与度	(2.8)	(1.8)	(2.7)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.4)	(1.0)	(1.8)	(2.7)
内、民需	(2.6)	(2.0)	(2.7)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.9)	(1.4)	(1.0)	(2.0)	(2.7)
内、公需	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.5)	(0.2)	(▲0.2)	(0.6)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.5	1.7	2.2	0.9	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	1.1	1.8	1.6	2.2
民間住宅投資	▲0.4	1.5	6.2	2.1	0.4	0.0	▲0.3	▲0.3	0.8	2.6	2.5	3.0	▲1.3	1.8	6.2
民間企業設備投資	7.5	6.6	7.4	0.4	3.0	2.3	1.2	0.8	0.6	1.1	3.4	3.8	1.4	6.3	7.3
政府最終消費支出	1.5	0.7	0.8	0.3	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	▲0.0	0.8	0.9
公的固定資本形成	▲1.6	▲6.4	▲4.1	▲2.7	▲1.2	▲2.1	▲1.7	▲1.7	▲1.0	▲0.9	▲0.8	▲1.2	▲0.9	▲6.2	▲4.1
輸出	8.8	6.4	2.9	3.5	1.9	1.2	0.9	0.8	0.7	0.5	0.8	1.0	0.8	6.4	2.7
輸入	6.5	6.7	5.0	▲0.9	2.7	2.0	1.8	1.2	0.9	1.0	1.3	1.5	1.8	6.9	4.6
名目GDP	2.0	1.7	2.9	0.8	0.5	0.4	0.6	0.0	0.5	0.7	1.0	1.1	1.2	1.6	2.9

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2005年度	2006年度	2007年度	前回予測 (2006.2)											
				05/10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	4-6	7-9	10-12	08/1-3	2006年度	2007年度
鉱工業生産 (前期比)	1.8	4.1	4.3	2.6	1.0	1.1	0.8	0.4	0.5	0.9	1.4	1.7	2.3	4.0	4.2
国内企業物価 (前年比)	2.0	1.2	▲0.4	2.1	2.8	2.4	1.8	0.9	▲0.2	▲0.8	▲1.0	▲0.4	0.4	1.0	▲0.6
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.5	0.8	▲0.5	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.4	0.7
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.5	0.8	0.1	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.4	0.7
経常収支 (兆円)	18.9	18.3	17.8	20.3	20.1	18.1	18.8	17.9	18.3	17.8	18.1	17.5	17.7	18.3	18.2
(名目GDP比)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(4.0)	(3.9)	(3.5)	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.6)	(3.4)
失業率 (%)	4.4	4.0	3.8	4.5	4.3	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	3.8	3.7	3.5	4.1	3.8
住宅着工戸数(万戸)	124	122	127	125	125	124	123	121	122	124	127	130	128	122	127
コールレート (無担保・翌日物)	0.001	0.25	0.50	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.25	0.50
10年国債利回り (原簿基準年配)	1.4	1.9	2.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	1.9	2.3
為替 (円/ドル)	113	112	107	117	117	115	112	110	110	108	108	106	106	112	107
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	56	57	52	57	60	60	57	56	54	54	52	52	50	57	52
経常利益 (前年比)	8.9	2.3	3.8	11.1	5.7	4.0	3.0	1.5	1.0	1.3	2.4	3.6	7.1	2.7	3.7

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp	
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)