

情勢判断

国内経済金融

景気上昇と物価安定化の観測から長期金利は高止まり

渡部 喜智

(要旨)

当面の景気上昇と消費者物価の安定化の観測から長期金利は高止まりが予想される。更なる上ブレ・リスクも残るが、一定の物価(=ゼロ・フラット化)や景気上昇の条件を織り込んで来たと考えられる。

株式相場は二桁経常増益など好ファンダメンタルズから堅調推移を予想するが、上値には慎重な見方を継続する。

為替は米国の金利上昇や米国景気の堅調からドル安圧力は緩んでいるが、米国の貿易赤字増大などドル安リスクも残る。当面は小康を予想するが、大統領選後の米次期政権の政策スタンプや通貨政策スタンスに徐々に視点を移していくことも重要だろう。

表 1 金利・為替・株価の予想水準

(単位:円、%,円/ドル)

項目	年度/月	2004年度				2005年度
		6月23日 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)
無担コ-ル翌日物		0.0010	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005
TIBORコ-ロ円(3ヶ月)		0.0792	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレ-ト		1.3750	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.8800	1.85±0.25	1.75±0.25	1.75±0.20	1.70±0.15
為替相場	円/ドル	108.71	105.0~110.0	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ/円	132.14	130~135	135.0~140.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		11580.56	11,750±750	11,750±500	11,750±500	12,000±1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

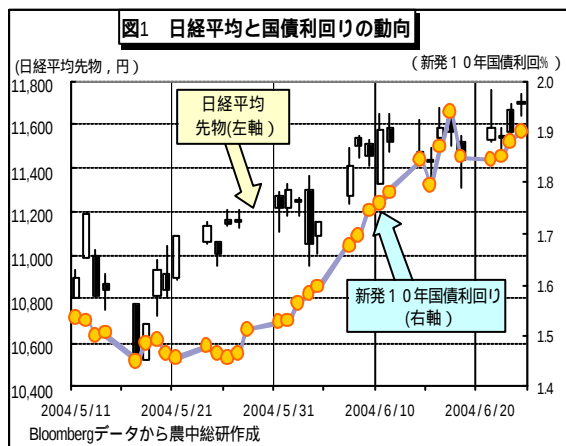
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

景気が上昇基調を継続するとともに、商品市況高からの転嫁を受け、消費者物価も安定化するのではないという期待から、量的緩和政策の早期解除への思惑が浮上した。

その思惑は、金利先物の利回り上昇に端的に現れた。6月初めまで0.15%程度で推移していたユーロ円3ヶ月金利先物(中心限月:05年3月限)の利回りは、出来高を伴って6月9日には0.2%台に上昇し、15日には0.36%まで跳ね上がった。

この結果、債券利回り上昇が短期から中期、さらには長期ゾーンへ波及。また、金融機関による、スワップを含めたヘッジ・ツール利用の増大が国債相場下落に拍車をかけた。

福井日銀総裁は6月16日の会見で、長期金利上昇の「足取りが少し速い」としながらも長い目でみると将来の経済や物価に対する



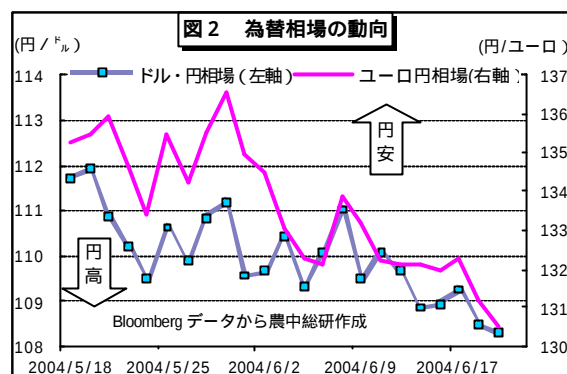
人々の見方を反映」とコメント。長期金利上昇に一定の寛容姿勢を示したと受け止められたことから、同日に長期金利は一段上昇。17日には新発10年国債利回りは1.94%をつけた。ただし、その後は小幅低下している。

一方、株式相場は戻り基調をたどった。日経平均が5月17日に10,505円05銭をつけた後、信用買いの損切り一巡や海外投資家の売り越しが止まったこと、および経済指標の好調や米国株式相場の反転につれ、6月8日には11,500円台を回復した。しかし、内外金利上昇に伴う資金シフト懸念やデジタル関連の先行き需給悪化観測もあり、上値の重い展開となっている(以上、図1)。

為替相場においては、米国の金利上昇観測に伴うドル還流などから5月中旬にドル円相場で円が114円台に下落。その後、米国の利上げペースが慎重なものになる見通しとなったことや、米国の地政学的リスクおよび貿易赤字がドル安要因として意識され、円は緩やかに上昇基調をたどった。

同様に、ユーロ円相場ではユーロ圏経済の成長が米、日に比べ相対的に劣ることがユーロ安材料となり、円は上昇をたどった(図2)。

ニューヨーク原油先物(WTI)は6月1日に



1 バレル = 42ドル台に上昇後、3日のOPECの増産決定から反落。穀物や綿花・コーヒー、銅など他の国際商品市況も概ね、米国の金融政策転換を睨みながら反落状態にある。ただ、原油先物が37ドル/バレル台にとどまるなど、高値水準にとどまっている産品も多い。

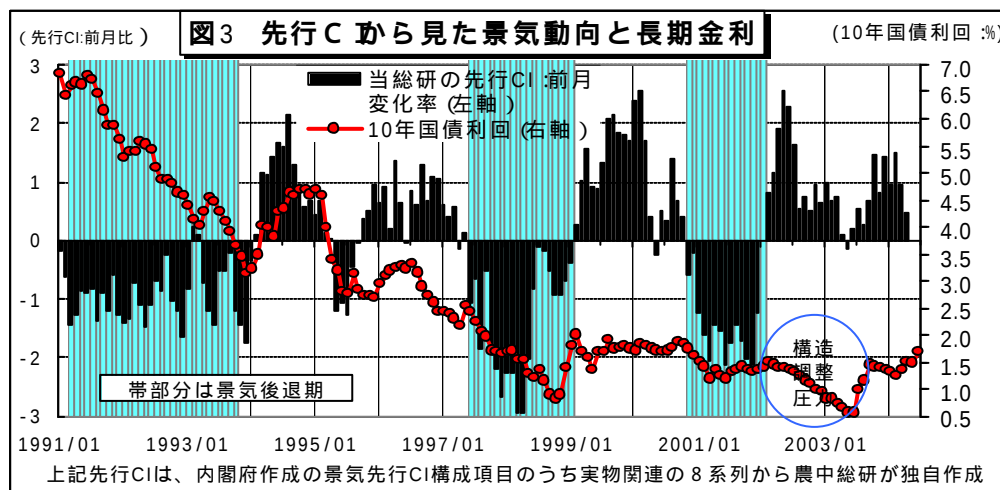
金融市場の見通しと注目点

債券相場

= 長期金利には当面上昇リスク

改めて、ゼロ金利政策の基底をなす消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)と名目長期金利(新発10年国債利回り)の関係を確認しておこう。

新発10年国債利回り - 消費者物価の「変化率」の差 = 実質長期金利は、デフレが深まった90年代後半以降、平均1.8%程度。標準偏差 = 0.4%である。



まず、物価についてであるが、筆者は需給ギャップ残存や国際商品市況の上昇一服などから、今後大幅な円安進行でも無い限り、転嫁圧力がさらに強まり、最終製品・サービスの値上げが目白押しとなる可能性は小さいと考える。家電等耐久財やトイレタリー用品などの値下がり傾向の継続に加え、03年の米価上昇、タバコ税引き上げなどの一時的物価押し上げ要因の剥落もあることから、今年度中に消費者物価の前年比が安定的にプラス圏で推移するようになるとは見ておらず、むしろマイナス局面の局面が残るだろう。

しかし、需給ギャップ縮小のもと、原油等市況高に伴うコスト転嫁が多くの商品・サービスの値上げの後押し要因になるのではと、市場参加者が意識するのは否定しがたいところである。よって、金利予想上は消費者物価のゼロ・フラット化を前提とするのが妥当だろう。

また、実質金利の変動（ボラティリティ）は名目金利のそれに比べ小さいが、金利の乱高下期には、どうしても変動幅が大きくなる。

景気上昇局面では中・長期ゾーンのスプレッド拡大などにより長期金利が上昇しやすい。景気先行指標の動きから見て、わが国の景気は秋口までは上昇感を維持する公算が大きい。（図3）。

よって、当面の新発10年国債利回りは、消費者物価の前年比・ゼロ％を前提に、景気上昇過程での上プレ圧力を考慮、前述の実質長期金利の平均水準から逆算して1.8％±0.2％を中心レンジと予想する。

なお、市場参加者には、今秋10月発表の、日銀・政策委員による「経済・物価情勢の展望」において、05年度消費者物価見通しがプラス圏予想になり、ゼロ政策解除の観測が一段と強まる懸念があると思われる。

確かに日本経済の構造調整圧力が後退していることに異論はないが、デフレ脱却から本格的リフレ・ション（緩やかな物価上昇）へ移行するにはまだ時間を要するだろう。消費者物価が安定的にプラス圏の状況になった後、「インフレ参照値」導入などにより、日銀が現状のままの量的緩和・ゼロ金利政策を継続するかは不透明だが、日銀はデフレへの後戻りリスクや景気循環上の先行き下降を見極めた慎重な政策判断がおこなうと考える。

株式相場

= 上値については慎重な見方

04年度の成長持続および前年比二桁の経常増益など好ファンダメンタルズ評価に沿った堅調な相場予想を引き続き基本シナリオとする。

しかし、「逆金融相場」には至らないとしても、内外金利上昇の落ち着きどころが見えないなかで資金流入への不安はつきまとう。また、05年度の増益予想を織り込むことも今年末年始までは基本的に難しい。世界景気の好調に支えられ、デジタル家電・情報機器、デバイスの需要増加について年内は不透明感が台頭する可能性は小さいだろうが、ハイテク関連の中期的な過剰供給・需給の緩み懸念は弱気筋から取り沙汰されるだろう。

よって、上値は慎重に見ている。また、景気モメンタム（上向き感）停滞・景気の天井の先取りする、株価の動きにも注意することが必要だろう。

為替相場

= 当面小康か、ドル安リスク残る

図4はシカゴIMM市場でのファンドなど非業者等のドル円ポジションである。強弱材料

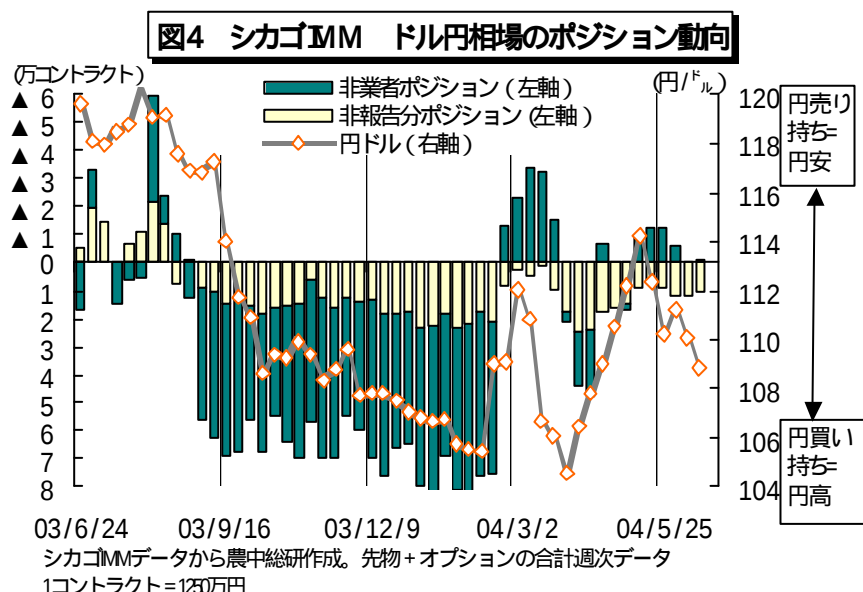
が交錯するなかでは、市場参加者も為替ポジションを一方向に傾けにくくなっている現状を示している。

米国の金利上昇はドル下落の抑制要因となっており、大統領選挙が視界に入ってくるなかで米国経済が4%台のGDP成長を継続、企業業績も2割台の増益予想であることから、産業界からのドル安圧力も以前に比べ後退している。

その半面で、米国の好景気は貿易赤字の拡大＝ドルの供給過剰に歯止めをかけにくくしている。また、テロ不安やイラク等中東情勢悪化などの地政学的リスクも無視できない。これらのドル安材料には今後も用心する必要があり、ドル安・円高リスクは残るが、前述のような強弱材料の綱引きから、しばらくはレンジ相場の動きが続くだろう。

今年末には米次期政権の経済・通貨スタフがほぼ決まるのが通例である。その主流が産業界出身者か、金融・学会出身者か、どのような政策を指向しそうか、中期的な為替政策を考える上でも注視することが重要だろう。

(なお、金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP:「Weekly 金融市場」も参照されたい。)



(04.06.23)

最近の金融市場関連データ一覧

(調査第二部 国内経済金融班)

	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数					その他				
	新発 10年物 国債利回	償先 10年物 期近 価格	償券先物 10年物 期近 利回り	金利 スワップ レート 5年物 (円・円) 仲値	無担保 コール 翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR ユーロ円 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	円・ドル 銀行間 直物 17:00	円・ドル 銀行間 直物 中心値	N.Y. 日本円 終値 仲値	N.Y. ユーロ・ ドル 終値仲値	ロンドン ユーロ・ ドル 仲値	東京 ユーロ・円 17:00	日経平均 (225種)	TOPIX 終値	NYダウ 工業株 30種 平均	S & P 500	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回	ドイツ 連邦債 10年物 利回り	NY金 先物・ 期近	WTI ・期近
04/5/10	1.505	138.00	1.594	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.18	112.60	113.95	1.1850	1.186	134.04	10.884.70	1.085.54	9.990.02	1.087.12	1896.07	4.790	4.280	378.7	38.93
04/5/11	1.535	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.32	113.50	113.20	1.1870	1.181	134.60	10.907.18	1.088.89	10.019.47	1.095.45	1931.35	4.740	4.290	377.2	40.06
04/5/12	1.530	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.57	112.65	113.00	1.1900	1.190	133.60	11.153.58	1.122.31	10.045.16	1.097.28	1925.59	4.810	4.320	377.7	40.77
04/5/13	1.500	138.10	1.585	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.85	114.00	114.55	1.1820	1.184	135.03	10.825.10	1.095.93	10.010.74	1.096.44	1926.03	4.860	4.350	374.9	41.08
04/5/14	1.505	138.06	1.589	0.73	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	114.66	114.40	114.25	1.1885	1.186	135.38	10.849.63	1.091.51	10.012.87	1.095.70	1904.25	4.760	4.300	377.1	41.38
04/5/17	1.450	138.74	1.532	0.68	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.44	113.70	114.35	1.2030	1.201	136.68	10.505.05	1.053.77	9.906.91	1.084.10	1876.64	4.690	4.270	379.6	41.55
04/5/18	1.485	138.31	1.568	0.72	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.76	114.30	114.25	1.1955	1.196	136.61	10.711.09	1.076.21	9.968.51	1.091.49	1897.82	4.730	4.290	375.9	40.54
04/5/19	1.490	138.30	1.569	0.72	▲ 0.003	0.0792	0.0475	0.0983	112.83	113.25	113.15	1.2005	1.204	135.57	10.967.74	1.106.16	9.937.71	1.088.68	1898.17	4.770	4.340	383.0	41.50
04/5/20	1.465	138.56	1.547	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.47	113.25	112.80	1.1970	1.193	135.40	10.862.04	1.104.89	9.937.64	1.089.19	1896.59	4.700	4.320	378.5	40.92
04/5/21	1.455	138.61	1.543	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.97	112.75	112.20	1.1985	1.202	134.52	11.070.25	1.125.21	9.966.74	1.093.56	1912.09	4.750	4.330	384.9	39.93
04/5/24	1.480	138.49	1.553	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.53	112.50	112.90	1.2005	1.196	134.57	11.101.64	1.130.89	9.958.43	1.095.41	1922.98	4.730	4.320	385.7	41.72
04/5/25	1.465	138.69	1.536	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.76	113.05	111.70	1.2110	1.211	135.76	10.962.93	1.115.66	10.117.62	1.113.05	1964.65	4.720	4.310	388.4	41.14
04/5/26	1.455	138.67	1.538	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.50	111.75	111.75	1.2110	1.210	135.28	11.152.09	1.127.24	10.109.89	1.114.94	1976.15	4.650	4.320	388.3	40.70
04/5/27	1.465	138.64	1.540	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.41	111.40	110.85	1.2260	1.226	135.31	11.166.03	1.126.64	10.205.20	1.121.28	1984.50	4.600	4.270	394.9	39.44
04/5/28	1.510	138.07	1.588	0.74	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.44	110.50	110.20	1.2215	1.222	135.69	11.309.57	1.142.38	10.188.45	1.120.68	1986.74	4.640	4.310	394.9	39.88
04/5/31	1.525	137.97	1.596	0.75	0.002	0.0792		0.0983	109.56	109.50				133.89	11.236.37	1.139.94				0.000	0.000		
04/6/1	1.530	137.62	1.626	0.77	0.001	0.0792	0.0500	0.0983	109.35	109.75	110.65	1.2245	1.222	133.71	11.296.76	1.144.27	10.202.65	1.121.20	1990.77	4.700	4.360	395.5	42.33
04/6/2	1.565	137.76	1.614	0.77	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.64	110.80	110.10	1.2210	1.227	135.83	11.242.34	1.136.87	10.262.97	1.124.99	1988.98	4.740	4.380	392.5	39.96
04/6/3	1.580	137.75	1.615	0.78	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.75	110.70	110.80	1.2230	1.225	135.02	11.027.05	1.119.56	10.195.91	1.116.64	1960.26	4.710	4.370	388.9	39.28
04/6/4	1.595	137.55	1.632	0.79	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	111.06	111.07	111.05	1.2285	1.224	135.48	11.128.05	1.124.97	10.242.82	1.122.50	1978.62	4.770	4.390	391.7	38.49
04/6/7	1.675	136.75	1.700	0.86	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.10	110.15	109.60	1.2320	1.231	135.64	11.439.92	1.151.67	10.391.08	1.140.42	2020.62	4.760	4.360	394.5	38.66
04/6/8	1.695	136.54	1.718	0.90	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	109.67	109.70	109.65	1.2270	1.227	135.32	11.521.93	1.157.92	10.432.52	1.142.18	2023.53	4.760	4.350	391.8	37.28
04/6/9	1.745	135.86	1.776	0.96	0.000	0.0792	0.0488	0.0983	108.73	109.40	110.45	1.2050	1.210	132.92	11.449.74	1.152.77	10.368.44	1.131.33	1990.61	4.800	4.390	385.2	37.54
04/6/10	1.760	135.64	1.795	1.00	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.15	109.95	109.30	1.2105	1.210	132.85	11.575.97	1.162.06	10.410.10	1.136.47	1999.87	4.800	4.390	386.6	38.45
04/6/11	1.780	134.63	1.884	0.98	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.22	110.00	110.10	1.2005	1.202	132.14	11.526.82	1.160.30					4.430		
04/6/14	1.845	133.95	1.944	1.06	0.001	0.0792	0.0488	0.0992	110.89	110.90	111.10	1.2055	1.208	132.77	11.491.66	1.158.54	10.334.73	1.125.29	1969.99	4.870	4.420	384.2	37.59
04/6/15	1.795	134.47	1.898	1.00	0.000	0.0792	0.0513	0.0992	110.94	110.87	109.45	1.2160	1.208	133.68	11.387.70	1.151.30	10.380.43	1.132.01	1995.60	4.680	4.310	388.7	37.19
04/6/16	1.870	133.90	1.949	1.04	0.001	0.0792	0.0500	0.0983	109.65	109.45	110.05	1.2005	1.200	133.13	11.641.72	1.167.09	10.379.58	1.133.56	1998.23	4.720	4.360	385.2	37.32
04/6/17	1.940	133.43	1.991	1.08	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	109.64	110.05	109.60	1.2060	1.204	132.13	11.607.90	1.166.78	10.377.52	1.132.05	1983.67	4.680	4.370	389.5	38.46
04/6/18	1.850	133.71	1.966	1.05	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	109.53	109.50	108.85	1.2140	1.213	131.40	11.382.08	1.149.88	10.416.41	1.135.02	1986.73	4.710	4.340	395.7	38.75
04/6/21	1.845	133.95	1.944	1.03	0.001	0.0792	0.0525	0.0983	108.72	108.50	108.90	1.2115	1.209	131.53	11.600.16	1.165.25	10.371.47	1.130.30	1974.38	4.680	4.320	394.5	37.63
04/6/22	1.850	133.90	1.949	1.03	0.001	0.0792	0.0525	0.0983	108.49	108.60	109.25	1.2105	1.209	131.16	11.581.27	1.162.31	10.395.07	1.134.41	1994.15	4.720	4.350	395.5	38.11
04/6/23	1.880	133.80	1.958	1.05	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	108.71	108.75	108.60	1.2095	1.209	132.14	11.580.56	1.156.16	10.479.57	1.144.06	2020.98	4.690	4.350	395.5	37.57

(日経NEEDS F Qから農中総研作成。 当社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます。空欄は基本的に休場を示します。)

2004 年 7 月号

農林中金総合研究所