情勢判断

国内経済金融

直線的な長期金利低下見通しは危険、デフレ圧力は後退

渡 部　喜 智

（要 旨）

成長鈍化予想のもと長期金利の安定･低下要因が増すと見るが、デフレ圧力後退という認識から、先行きの金利低下幅については慎重に考える。また、原油高騰の価格転嫁等から年末にかけ消費者物価のプラス化の可能性および日銀「展望レポート」の 05 年度物価見通しへの思惑から、短期的には長期金利の再上昇リスクがあるだろう。株価が一旦、好業績評価から反発する可能性があるが、先行き景気懸念があるなかで、上値について慎重な見方を継続する。

為替相場では当面小康推移を予想するが、米国経済の成長鈍化･利上げシナリオの後退、米次期政権の通貨政策スタンスなどのドル安リスクに目配りをする必要があろう。

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	
		9月(予想)	12月(予想)	05年3月(予想)	05年6月(予想)	05年9月(予想)
無担コール　翌日物		0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.005	0.001～0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.75±0.20	1.85±0.25	1.75±0.20	1.65±0.15	1.60±0.20
為替相場	円ドル	105.0～110.0	107.5～112.5	105.0～110.0	105.0～110.0	105.0～110.0
	ユーロ円	130.0～135.0	135.0～140.0	135.0～140.0	130.0～135.0	130～135
日経平均株価		11,000±500	11,500±500	11,250±500	11,000±1,000	10,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

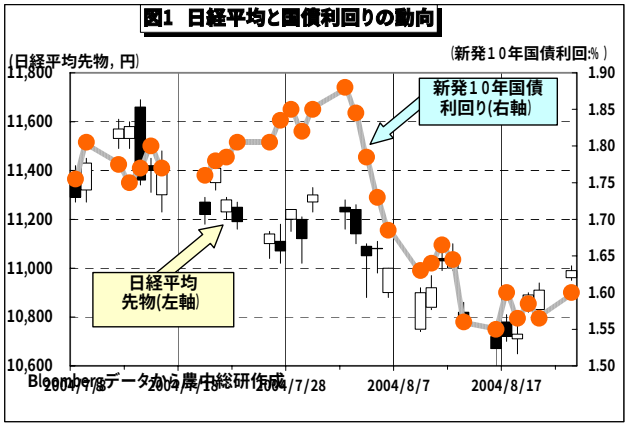
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

8月入りとともに、原油価格高騰のなかで国内外の景気の先行き不透明感が強まり、株安･債券高（長期金利低下）の展開となった。

7月後半は、量的緩和･ゼロ金利政策の出口模索を材料視した海外投資家の投機的債券先物売りに加え、国内からは金利先高観からヘッジ売りが出て、先物主導で債券相場は軟調となり、長期金利（新発10年国債利回り）は1.8%台の動きが続いた。また、株式相場は上方修正銘柄を中心に買われて日経平均株価は辛うじて11,000円台を維持した。

しかし、原油価格（WTI先物）が上昇をたどり、過去最高値を更新し1ﾊﾞﾚﾙ＝45ﾄﾞﾙを突破。さらに米国の大手小売業の売上高不調、雇用者数の低迷(7月の米国･非農業部門雇用者数は前月比:+3.5万人で予想平均の24万人を大きく下回った）などを

図1　日経平均と国債利回りの動向



Bloombergデータから農中総研作成

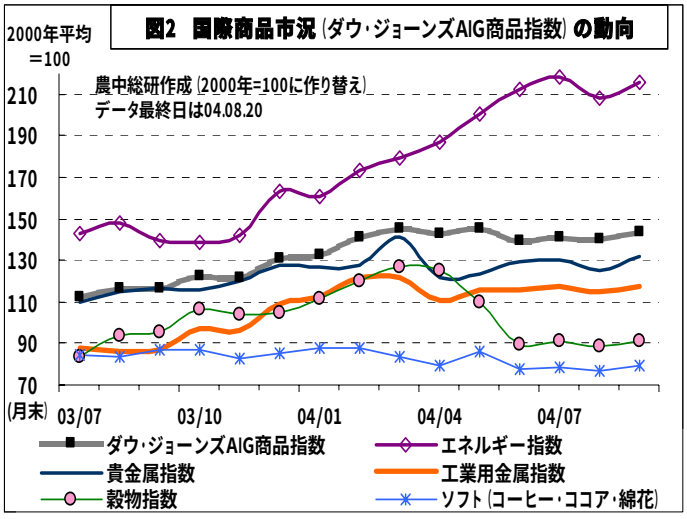
受け、米国の経済成長率の鈍化観測が強まった。これらにより、わが国景気への悪影響が意識されるなかでおこなわれた10年国債入札が順調に終わり需給不安も弱まったことから、新発10年国債利回りは8月第2週末には1.7%割れへ。さらに13日発表の4～6月期わが国GDP(一次速報値)が予想を下回る前期比:＋0.4%にとどまったことで買い戻しの動きを強まり、1.6%割れに低下している。

株式相場は、四半期業績発表が好調だったにもかかわらず、前述の原油高、米国経済の先行き懸念が悪材料となり、日経平均株価は11,000円割れの軟調が続いている(以上、図1)。

為替相場では、ドル円が110円/ﾄﾞﾙを挟む狭い範囲での方向感に乏しい動きが続いた。ユーロが足元の景気回復を示す指標発表もとで消去法的に買われ、1ユーロ＝1.20ﾄﾞﾙ台前半から1.24ﾄﾞﾙ台目前までユーロ高･ドル安となった。

なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は上場以来の最高値の更新を繰り返し、8月20日には終値(47.86ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ)は下落したものの、一時49.40ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙをつけた。わが国の原油輸入価格の指標となる中東ドバイ産原油価格も40ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙを突破した。他の国際商品市況については、穀物は下落基調をたどって来たが、石油化学製品が上昇をたどり、貴金属も反発。工業用金属市況も高止まりしている。米国景気の先行き悪化⇒需要鈍化の可能性があるにもかかわらず、国際商品市況は高値･高止まり状態が続いている(図2)。

(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。)



金融市場の見通しと注目点

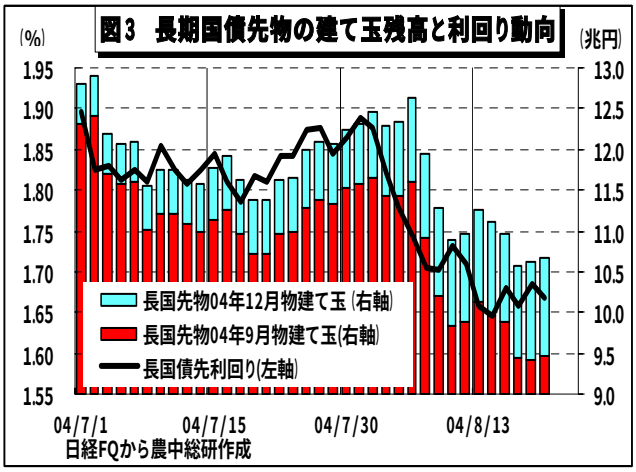
債券相場
＝長期金利の再上昇材料残る

当総研は、04年度下半期以降の景気の先行きに対して慎重な見方を持っている。原油高騰が国内外を通じ、①企業収益の悪化要因となり、賃金抑制や投資選別などの企業行動につながリスク、②家計の実質購買力を低下させるリスクが想定される。また、景気循環的には③デジタル家電関連の生産能力が増し需給バランスが崩れて(在庫増)、設備投資拡大にブレーキがかかる可能性、④米国や中国の成長鈍化⇒わが国の輸出の伸びが鈍化し生産ピークアウト品目が増加する可能性などが理由である。

わが国の実質GDP成長率は04年度上半期の前年同期比:＋4.4%から下半期には同:＋2.4%に低下すると予測。さらに05年度には一段と成長率が低下(年度通算で＋1.3%)すると見ている(後添「改訂経済見通し」参照)。

その点では、長期金利の安定･低下要因になると考えられる。また、消費者物価についても前年比プラス基調の持続には至らないと見ており、05年度には原油価格の反落などから、小幅な下落基調が続くと予測している。

ただ、足元の長期金利低下には、海外ヘッジファンド筋から出ていた債券先物の投機的売りと国内機関投資家からの出ていたヘッジ売りの買い戻しが、現物債利回りの低下に相当程度関わっていると見る必要がある。長期国債先物の建て玉残高（合計）は積み上がりピークの12.6兆円から足元では10.6兆円まで限月交代を睨みながら減少してきた。買い戻しが一巡し、「巻き戻し」相場が終った後は、需給面からの金利低下圧力は弱まると思われる(図3)。



また、04年10～12月期には、米価など03年度中の押し上げ要因が剥落するにもかかわらず、原油高騰の価格転嫁から消費者物価は一時的ながらプラスに浮上すると予想している。さらに10月末の日銀「経済・物価情勢の展望」(「展望レポート」)発表前後にかけては、05年度の消費者物価見通し（プラス化）への思惑が再度、債券先物の投機的売りを誘い、長期金利が再上昇する懸念が残ることに注意したい。

加えて、やや長めの視点から言えば、「消費者物価が安定的にゼロ%以上」という日銀の量的緩和・ゼロ金利政策の解除条件に抵触しないことから、05年度中の解除は想定しないものの、マクロ的需給ギャップの縮小、世界的な一次産品・素材需給の引き締り傾向などから、デフレ圧力は後退、物価引き下げ要因は減少しているという認識を持っている。「消費者物価がゼロ%」＝デフレ境界水準にほぼ到達しつつあることは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却の可能性は十分にあり、景気の先行き懸念から、過度な金利低下期待を抱くことにはリスクがある。よって、消費者物価のゼロ・フラットを前提とし、実質長期金利の平均水準[注1]から逆算して、当面の新発10年国債利回りは引き続き1.8%±0.2%を中心レンジと予想する。

05年には、実際に景気の悪化・後退局面に入りに伴い、中期債ゾーンと長期債ゾーンのイールドスプレッドの平坦化（利回り差縮小）などから、前述の長期金利の予想レンジから低下の下ブレ（▲0．4%前後）が起こり得ることは否定できない。しかし、仮にそうなっても、一時的な突っ込みとして対応し、相場の後追いはしないことが重要であるまいか。

株式相場
＝05 年度の景気・増益不透明感から現状、上値について慎重

日本と米国など先進国の株式投資指標を比較した場合、日本株への投資価値が一様に認められるとは言えないが、業績好調銘柄を中心に年末にかけて、投資価値評価から

注1　デフレが深まった90年代後半以降、現在までの実質長期金利（＝新発10年国債利回り－消費者物価前年同月比）は平均1.8%程度。標準偏差(σ)＝0.4%である。

買い直される可能性は大きいと考える。

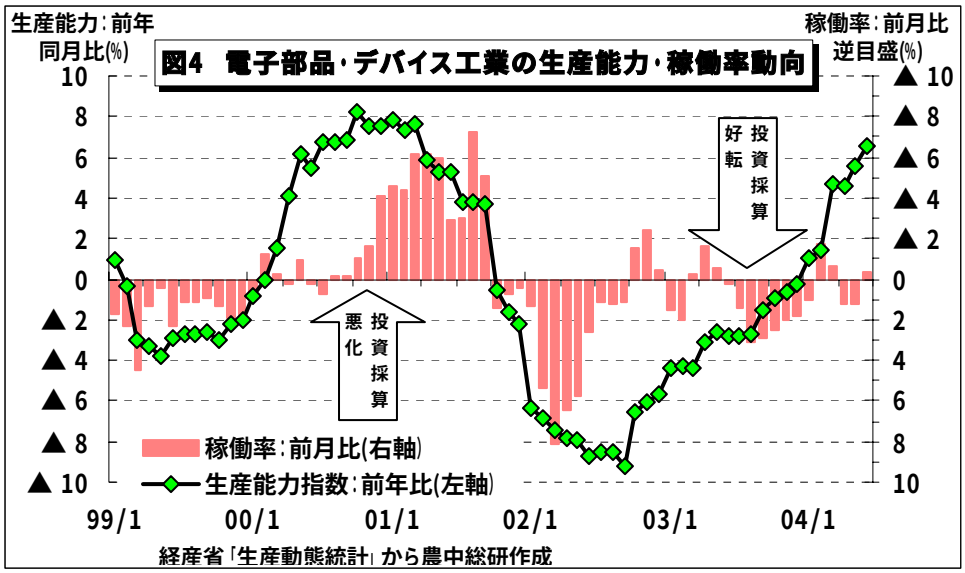
しかし、景気モメンタムが今後、後退する可能性から、足元の4～6月期の増益幅に比べ、04年度後半の増益ペースはかなり鈍化することを視野に置くべきだろう。

また、デジタル家電関連の供給過剰懸念が取り沙汰されるようになっているが、電子部品・デバイス工業では生産能力が増強される一方で稼働率は停滞局面に入っており、投資採算性はすでに低下しているといえよう(図 4)。前述の設備投資動向に関しても、マイナス材料として注意を要する。

短期的に株価反発はあると予想するが、上値は引き続き慎重に見ている。さらに、前述の05年度の経済見通し・成長率予測に照らして、05年度前半の軟調な相場展開を予想する。

さないが、大統領選挙後を視野に置けば民主党ケリー・エドワーズ陣営の現時点での主張が通商強硬・国内産業保護のスタンスから為替政策的にはドル安政策として受け止められることに留意しておきたい。

また、米国経済の成長鈍化懸念が次第に確度を増し、それに伴って米国の政策金利引き上げ継続というシナリオが後退(利上げターゲット見通しが低下)していくならば、日米金利差の拡大というドル下支え材料が小さくなる。代って米国の貿易赤字増加⇒ドル供給過多という基本的な問題がクローズアップされ、早期にドル安・円高に動く可能性も警戒しなければならないだろう。(04.08.20)



為替相場
＝しばらく小康と見るが・・・・

従来のパターンでは、大統領選前には為替相場の変動幅が縮小する傾向があることから、年末にかけてはしばらくレンジ相場の動きが続くという見方を基本にしている。

ただし、大統領選の帰趨は現状、予断を許

最近の金融市場関連データー覧

（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	債先10年物期近価格	債券先物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
2004/7/9	1.805	134.97	1.854	0.94	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.27	108.40	108.20	1.2415	1.239	134.11	11,423.53	1,146.92	10,213.22	1,112.81	1946.33	4.460	4.220	407.9	39.96
2004/7/12	1.775	135.30	1.825	0.91	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	107.73	107.90	108.25	1.2405	1.241	133.80	11,582.28	1,161.68	10,238.22	1,114.35	1936.92	4.440	4.200	408.4	39.50
2004/7/13	1.750	135.50	1.808	0.90	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.53	108.70	108.65	1.2330	1.233	134.30	11,608.62	1,166.47	10,247.59	1,115.14	1931.66	4.460	4.260	402.3	39.44
2004/7/14	1.770	135.32	1.823	0.93	▲0.003	0.0900	0.0513	0.1050	109.26	109.13	109.15	1.2380	1.240	135.12	11,356.65	1,151.49	10,208.80	1,111.47	1914.88	4.470	4.250	405.6	40.97
2004/7/15	1.800	135.09	1.843	0.95	0.001	0.0900	0.0513	0.1050	109.58	109.35	109.80	1.2355	1.237	135.15	11,409.14	1,151.12	10,163.16	1,106.69	1912.71	4.480	4.250	404.4	40.77
2004/7/16	1.770	135.49	1.808	0.92	0.001	0.0900	0.0500	0.1050	109.62	109.60	108.70	1.2450	1.245	135.64	11,436.00	1,151.16	10,139.78	1,101.39	1883.15	4.350	4.190	406.8	41.25
2004/7/19						0.0000	0.0513	0.0000			108.25	1.2440	1.243				10,094.06	1,100.90	1883.83	4.350	4.190	405.8	41.64
2004/7/20	1.760	135.76	1.785	0.90	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.44	108.50	108.70	1.2330	1.238	135.00	11,258.37	1,139.53	10,149.07	1,108.67	1917.07	4.440	4.210	402.1	40.86
2004/7/21	1.780	135.39	1.817	0.94	▲0.005	0.0900	0.0513	0.1050	108.61	108.55	109.80	1.2260	1.223	134.07	11,433.86	1,153.76	10,046.13	1,093.88	1874.37	4.470	4.290	397.3	40.58
2004/7/22	1.785	135.47	1.810	0.94	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.67	109.80	109.80	1.2255	1.228	134.51	11,285.04	1,144.31	10,050.33	1,096.84	1889.06	4.450	4.250	395.3	41.36
2004/7/23	1.805	135.10	1.843	0.97	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.89	109.75	110.15	1.2090	1.212	134.36	11,187.33	1,135.29	9,962.22	1,086.20	1849.09	4.430	4.240	390.5	41.71
2004/7/26	1.805	135.10	1.843	0.97	0.000	0.0900	0.0525	0.1050	109.64	109.65	109.95	1.2145	1.215	133.37	11,159.55	1,126.93	9,961.92	1,084.07	1839.02	4.480	4.260	390.3	41.44
2004/7/27	1.835	134.74	1.874	1.00	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.69	109.88	110.95	1.2055	1.207	133.25	11,031.54	1,114.39	10,085.14	1,094.83	1869.10	4.610	4.290	387.0	41.84
2004/7/28	1.850	134.71	1.877	1.01	0.001	0.0900	0.0513	0.1050	111.03	111.00	111.60	1.2055	1.204	134.06	11,204.37	1,129.64	10,117.07	1,095.42	1858.26	4.580	4.280	389.0	42.90
2004/7/29	1.820	135.09	1.843	0.98	0.001	0.0900	0.0513	0.1042	111.68	111.65	112.00	1.2045	1.208	134.71	11,116.84	1,121.98	10,129.24	1,100.43	1881.06	4.570	4.260	387.0	42.75
2004/7/30	1.850	134.85	1.865	1.01	0.001	0.0892	0.0513	0.1042	111.67	112.08	111.35	1.2020	1.205	134.52	11,325.78	1,139.30	10,139.71	1,101.72	1887.36	4.470	4.210	391.0	43.80
2004/8/2	1.880	134.58	1.888	1.03	0.001	0.0892	0.0513	0.1033	110.96	111.25	110.75	1.2030	1.204	133.97	11,222.24	1,135.64	10,179.16	1,106.62	1892.09	4.450	4.190	394.4	43.82
2004/8/3	1.845	134.73	1.875	1.02	0.001	0.0892	0.0513	0.1008	110.92	110.58	110.55	1.2055	1.207	133.33	11,140.57	1,127.03	10,120.24	1,099.69	1859.42	4.420	4.180	396.5	44.15
2004/8/4	1.785	135.36	1.820	0.97	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	111.32	111.25	111.15	1.2050	1.206	133.83	11,010.02	1,114.76	10,126.51	1,098.63	1855.06	4.420	4.170	394.7	42.83
2004/8/5	1.730	135.84	1.778	0.94	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	111.04	111.20	111.80	1.2055	1.205	133.90	11,060.89	1,116.85	9,963.03	1,080.70	1821.63	4.400	4.150	394.8	44.41
2004/8/6	1.685	136.25	1.743	0.91	0.002	0.0892	0.0513	0.1000	111.62	111.63	110.45	1.2275	1.226	134.62	10,972.57	1,107.12	9,815.33	1,063.97	1776.89	4.220	4.070	402.1	43.95
2004/8/9	1.630	136.71	1.703	0.87	0.002	0.0892	0.0500	0.1000	110.38	110.24	110.65	1.2275	1.226	135.35	10,908.70	1,101.57	9,814.66	1,065.22	1774.64	4.260	4.070	403.0	44.84
2004/8/10	1.640	136.72	1.702	0.87	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	110.63	110.55	111.30	1.2235	1.232	135.82	10,953.55	1,105.02	9,944.67	1,079.04	1808.70	4.290	4.060	402.3	44.52
2004/8/11	1.665	136.38	1.731	0.90	▲0.002	0.0892	0.0500	0.1000	111.25	111.28	110.90	1.2220	1.221	136.08	11,049.46	1,121.11	9,938.32	1,075.79	1782.42	4.270	4.090	397.9	44.80
2004/8/12	1.645	136.64	1.709	0.88	0.002	0.0892	0.0500	0.1000	110.63	110.62	110.95	1.2255	1.223	135.53	11,028.07	1,117.22	9,814.59	1,063.23	1752.49	4.250	4.060	396.6	45.50
2004/8/13	1.560	137.23	1.659	0.83	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	111.94	111.70	110.70	1.2370	1.235	136.42	10,757.20	1,096.81	9,825.35	1,064.80	1757.22	4.220	4.030	401.2	46.58
2004/8/16	1.550	137.40	1.644	0.81	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	110.92	110.63	110.50	1.2365	1.235	136.95	10,687.81	1,084.64	9,954.55	1,079.34	1782.84	4.260	4.080	405.2	46.05
2004/8/17	1.600	137.00	1.678	0.84	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	110.36	110.45	110.10	1.2355	1.233	136.34	10,725.97	1,089.93	9,972.83	1,081.71	1795.25	4.190	4.070	406.7	46.75
2004/8/18	1.565	137.24	1.658	0.82	0.001	0.0892	0.0500	0.1000	109.93	109.95	109.35	1.2340	1.231	135.47	10,774.26	1,094.88	10,083.15	1,095.17	1831.37	4.240	4.070	406.6	47.27
2004/8/19	1.585	136.93	1.684	0.84	0.002	0.0892	0.0513	0.1000	109.51	109.50	109.35	1.2365	1.236	135.29	10,903.53	1,107.48	10,040.82	1,091.23	1819.89	4.210	4.060	409.3	48.70
2004/8/20	1.565	137.13	1.667	0.83	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	109.12	109.15	109.10	1.2320	1.233	135.01	10,889.14	1,109.84	10,110.14	1,098.35	1838.02	4.230	4.050	415.5	47.86

（日経NEEDS FQ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。）