

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 景気減速予想のもと、株価低調見通し、長期金利に下ブレも

わたなべ のぶとも  
渡部 喜智

(要旨)

景気減速予想のもと短期的には長期金利の低下要因が大きいと見るが、デフレ圧力後退という認識を基本に持続可能な金利低下なのか慎重に考える必要がある。株価は当面は先行き景気悪化懸念から軟調展開のリスクが大きいだろう。

為替相場では米国の利上げ一服感が広がる一方、双子の赤字という米国経済の問題点に市場の関心がシフトしており、新政権におけるドル安放置のリスクに目配りをする必要がある。

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		
		12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)	12月 (予想)
無担コ-ル翌日物		0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBORユ-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-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.50 ± 0.20	1.45 ± 0.25	1.45 ± 0.30	1.60 ± 0.20	1.70 ± 0.25
為替相場	円ドル	105.0 ~ 110.0	105.0 ~ 110.0	102.5 ~ 107.5	105.0 ~ 110.0	107.5 ~ 112.5
	ユーロ円	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0	127.5 ~ 132.5	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0
日経平均株価		10,750 ± 500	10,500 ± 750	10,000 ± 500	10,500 ± 750	11,000 ± 1,000

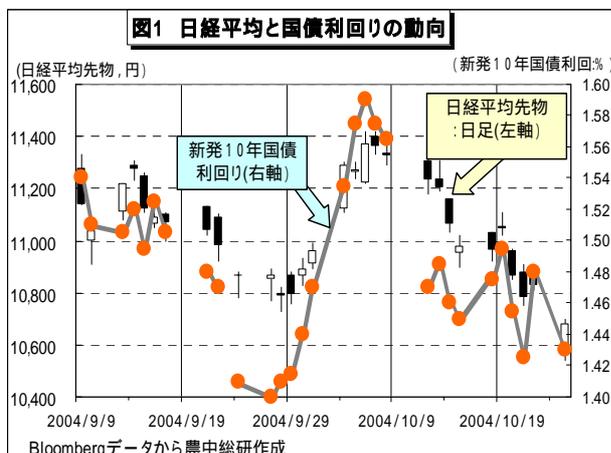
(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

#### ここ1ヶ月程度の金融市場概況

市場が景気減速の観測を織り込む一方、企業の業況好調など景気回復持続を示すものもあり、強弱材料が交錯する中、株式、債券(長期金利)ともに狭い範囲で推移した後、25日にドル安・円高、米国株安、さらに新潟県中越地震発生を受け、株価が大幅下落する一方、長期金利が低下した。

10月1日に発表された9月調査の日銀『短期経済観測調査』では企業の景況感を表す「業況判断DI」が大企業製造業を中心に事前予想を上回る改善ぶり。米国株価の反発や中間期末明けで投資家の動きが良くなったこともあり、日経平均株価は10月6日まで5営業日連続で続伸した。しかし、米国株価の反落や原油価格の上昇が止まらなかったことから、上値を追えず折り返し。米国の非農業部門雇用者の増加が予想に未達(事前予想平均+14.8万人に対し+9.8万人増)だったことやニューヨーク原油先物(WTI)の1バレル=55ドルへの接近、および中国の銅消費量減少ニュースなど景気への悪材料を嫌気し、日経平均は逆に7日からは7営業日続落した。

これに対し、国債相場は10月はじめ、株価反発をにらみながら軟調推移。新発10年国

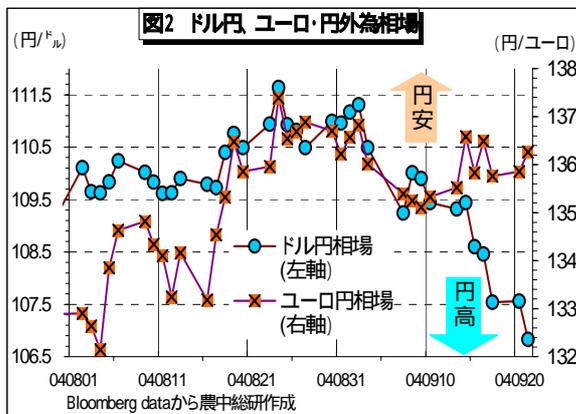


債利回りは上昇したものの、買い需要もすっかりしており、1.6%には届かなかった。その後は前述の株価続落や景気の先行き不透明材料に反応し、債券相場は底固く推移。新発10年国債利回りは1.4%台後半の動きとなった。

為替相場では、スノー米財務長官の米国財政赤字懸念の発言がドル売りのきっかけを作った後、米国の8月貿易赤字の540億ドルへの再拡大、米国への証券投資買い越し額縮小がドル売りに油を注ぐ形となり、ドル安が進んだ。

22日の米国主要株価指数の下落に加え、新潟県中越地震が相場心理を圧迫。さらにドル円相場は25日に106円台後半までドル安・円高が進んだことから、株価下落。日経平均株価は10659円15銭で終わった。一方、債券相場は上昇し、新発10年国債利回りは1.43%まで低下した(以上、図1、2)。

なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は10月1日に50ドル/バレル台に乗った後もジリ高を続け、22日には56.17ドルまで上昇。他の国際商品市況については、穀物やコーヒーが下落基調を継続しているほか、工業用金属市況が前述の中国銅消費減少報道に反応し反落したが、石油化学製品市況は高止まり。金な



ど貴金属もインフレ懸念を背景に反発基調を継続している。(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」(金曜夕刻更新)も参照されたい。)

## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場 =

### 長期金利の下ブレありうるが・・・

当総研は04年度下半期以降の景気の先行きに対しては慎重な見方を持っているが、年末にかけ景気の白黒がはっきりするとは限らない。05年明け以降の方向性を指し示す材料を拾い出していくことが大切だ。

まず、本誌刊行時点ですでに明らかになっているが、10月29日発表の日銀政策委員による『経済・物価情勢の展望』の解釈・消化である。05年度の消費者物価(除く生鮮食品)見通しについては、米穀類、石油製品などの一時的な押し下げ・押し上げ要因(後添レポート参照)を除けば、多少の上下の差異はあっても消費者物価の「前年比ゼロ・フラット化」という捉え方をすべきだろう。したがって、ゼロ金利政策の解除は視野に入っていないものの、デフレ圧力は大きく後退しているという認識を基本的な前提にすべきだと考える。

この点から長期金利の大幅低下は予想しにくい。景気下降観測が強まれば、短期的には金利低下の可能性も捨て切れない。

その材料となりうる経済指標として、11月11日発表の『機械受注(電力・船舶除く)』の9月実績と10~12月期見通しに注目したい。設備投資の先行指標である「機械受注」は7月実績が二桁減少(11.3%減)した後、8月実績も戻り(前月比+3.1%)が鈍かった。設備投資の屈曲リスクがうかがわれる。9月実績および見通しの数字次第では設備投資のスピード調整の見方が強まり、景気の先行き不透明観測からの国債買いを刺激することもある。

よって、1.45~1.55%を新発10年国債

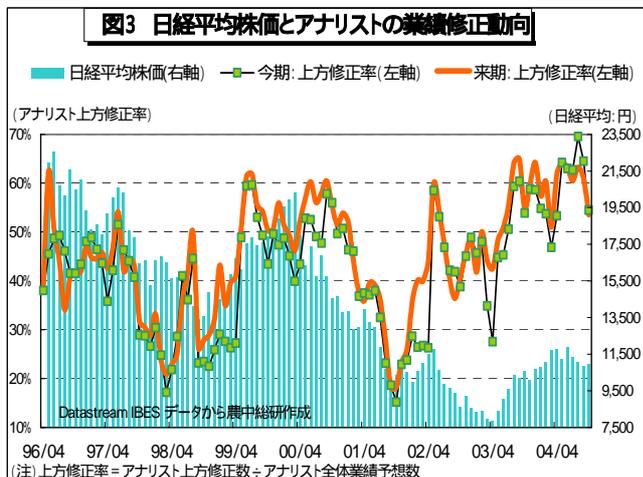
利回りの中心レンジとしながらも、景気減速材料が増えれば、これよりも下目の動きも予想される。

とはいえ、長期金利の低下があったとしても中期的に持続可能な(低)利回り水準なのか、という視点が必要と考える。

### 株式相場 = 05 年 前半にかけ低調な相場予想

9 月中間決算発表での明暗は分かれている。足元、製造業では素材関連を中心に自社予想を上回る好業績会社が多いことは確かだが、「暗」の業績予想未達企業ではエレクトロニクスなどで製品価格低下の速さが大きく収益性の悪化が生じている。さらに、エレクトロニクス関連業種で在庫増加による生産調整懸念が残る。さらに、『景気ウォッチャー調査』では、台風などの天候不順が加わり消費関連の景況感悪化傾向が表れている。

証券会社アナリストの業績予想の上方修正傾向も弱まっている。来期予想の上方修正率は53%まで下がっており、業績修正が一方に動きやすいことを考えると、要注意である(図3)。景気不透明感が増す可能性も残るなかでは、05年度の増益シナリオが現状では描き切れず、投資家心理を前向きにする条件は整っていない。むしろ、年末にかけて、内外景気の悪化兆候が一段と鮮明になれば、

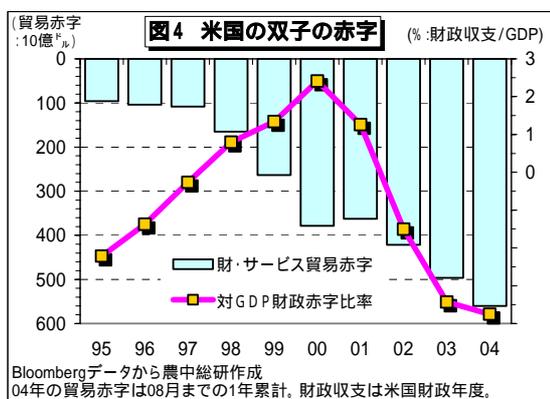


下落リスクが高まることもありえる。引き続き05年前半にかけ低調な相場展開を予想する。

### 為替相場 = ドル安への警戒を

米国景気の先行き警戒感が増しているなかで、政策金利(フェデラルファンドレート誘導水準)引上げ一服感の広がりを背景に、日米金利差の拡大期待というドル下支え材料は早くも小さくなっている。

その一方、外為市場の関心は米国の貿易、



財政の『双子の赤字』へシフトしつつある。米国の8月まで過去12カ月間の財・サービス貿易赤字は5600億ドル(前年比:17%増)に膨らみ、対GDPの財政赤字比率は3.7%を超えている(図4)。

大統領選の帰趨は予断を許さないが、ブッシュ、ケリーどちらの候補が政権に就こうが、双子の赤字是正は政策課題としてクローズアップされよう。そのなかで、景気浮揚・輸出競争力向上のために、緩やかなドル安放置は新政権の消極的な政策選択肢となり得る。05年年明け以降、一段のドル安・円高に動く可能性を警戒する必要があると思われる。(04.10.25)

# 内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	長期金利				短期金利				外国為替			内外株価指数				海外金利			その他			
	新発10年国債利回	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回	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円3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ円・スポットレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格
04/09/01	1.510	136.81	0.791	0.768	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.170	109.43	1.219	133.51	11,127.35	1,135.62	10,168.46	1,850.41	4.113	1.80	4.040	409.30	44.00	38.81
04/09/02	1.490	136.90	0.793	0.759	0.001	0.0842	0.052	0.098	0.170	109.43	1.218	133.27	11,152.75	1,137.59	10,290.28	1,873.43	4.213	1.81	4.071	406.50	44.06	39.68
04/09/03	1.550	136.77	0.808	0.774	0.001	0.0842	0.052	0.098	0.180	109.63	1.206	133.21	11,022.49	1,124.65	10,260.20	1,844.48	4.295	1.82	4.148	401.00	43.99	39.12
04/09/06	1.605	136.34	0.850	0.818	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.190	110.11	1.206	132.88	11,244.37	1,143.04	休場	休場	4.291	1.85	4.136	休場	休場	38.66
04/09/07	1.645	136.01	0.870	0.842	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.190	109.74	1.211	132.39	11,298.94	1,144.70	10,342.79	1,858.56	4.238	1.86	4.142	397.90	43.31	38.13
04/09/08	1.620	136.13	0.854	0.833	0.001	0.0842	0.051	0.098	0.185	109.49	1.218	133.19	11,279.19	1,144.13	10,313.36	1,850.64	4.159	1.86	4.136	399.90	42.77	38.19
04/09/09	1.540	136.83	0.797	0.779	0.001	0.0833	0.051	0.098	0.170	109.60	1.221	133.95	11,170.96	1,133.12	10,289.10	1,869.65	4.195	1.87	4.080	398.90	44.61	38.74
04/09/10	1.510	137.15	0.778	0.758	0.001	0.0817	0.052	0.098	0.160	110.09	1.226	134.46	11,083.23	1,126.36	10,313.07	1,894.31	4.186	1.87	4.057	402.30	42.81	38.82
04/09/13	1.505	137.26	0.782	0.759	0.001	0.0800	0.053	0.098	0.160	109.62	1.226	134.90	11,253.11	1,138.84	10,314.76	1,910.38	4.135	1.88	4.071	404.50	43.87	38.30
04/09/14	1.520	137.21	0.789	0.768	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.235	109.76	1.225	134.36	11,295.58	1,141.70	10,318.16	1,915.40	4.124	1.88	4.058	406.00	44.39	39.07
04/09/15	1.495	137.37	0.770	0.746	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.220	109.46	1.215	133.67	11,158.58	1,128.43	10,231.36	1,896.52	4.164	1.89	4.063	405.30	43.58	39.02
04/09/16	1.525	137.18	0.782	0.760	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.225	109.72	1.218	133.50	11,139.36	1,122.01	10,244.49	1,904.08	4.072	1.91	4.053	405.00	43.88	38.44
04/09/17	1.505	137.46	0.759	0.736	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.215	109.75	1.219	133.83	11,082.49	1,118.55	10,284.46	1,910.09	4.106	1.91	4.025	406.10	45.59	39.50
04/09/20	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.218	休場	休場	休場	10,204.89	1,908.07	4.056	1.92	4.010	405.50	46.35	40.20
04/09/21	1.480	137.73	0.742	0.721	0.002	0.0792	0.053	0.098	0.215	109.97	1.234	135.27	11,080.87	1,116.02	10,244.93	1,921.18	4.035	1.93	4.017	408.50	47.10	40.71
04/09/22	1.470	137.90	0.732	0.711	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.220	110.03	1.227	135.67	11,019.41	1,114.08	10,109.18	1,885.71	3.978	1.94	3.979	407.40	48.35	41.75
04/09/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.227	休場	休場	休場	10,038.90	1,886.43	4.016	1.95	3.948	411.00	48.36	42.27
04/09/24	1.410	138.29	0.711	0.693	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.210	110.66	1.228	135.78	10,895.16	1,102.37	10,047.24	1,879.48	4.027	1.96	3.947	408.10	48.83	42.31
04/09/27	1.400	138.25	0.711	0.694	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	110.85	1.229	136.80	10,859.32	1,095.24	9,988.54	1,859.88	3.989	1.97	3.942	409.10	49.64	42.90
04/09/28	1.410	138.37	0.698	0.689	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	111.65	1.233	137.29	10,815.57	1,090.37	10,077.40	1,869.87	4.002	1.98	3.950	412.50	49.90	43.54
04/09/29	1.415	138.25	0.708	0.701	0.001	0.0908	0.054	0.109	0.215	111.13	1.233	136.74	10,786.10	1,089.02	10,136.24	1,893.94	4.087	2.01	3.989	413.00	49.51	43.13
04/09/30	1.440	137.97	0.723	0.718	0.005	0.0875	0.053	0.109	0.220	110.92	1.244	136.85	10,823.57	1,102.11	10,080.27	1,896.84	4.119	2.02	3.991	418.70	49.64	43.39
04/10/01	1.470	137.66	0.740	0.740	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.225	110.39	1.242	137.22	10,985.17	1,117.29	10,192.65	1,942.20	4.187	2.03	4.023	419.50	50.12	43.29
04/10/04	1.535	137.17	0.786	0.781	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.245	110.59	1.229	136.36	11,279.63	1,139.45	10,216.54	1,952.40	4.164	2.03	4.034	414.00	49.91	43.28
04/10/05	1.575	136.83	0.815	0.811	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.240	110.87	1.231	136.86	11,281.83	1,140.12	10,177.68	1,955.50	4.173	2.04	3.996	418.20	51.09	43.80
04/10/06	1.590	137.05	0.790	0.788	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.230	111.27	1.229	136.80	11,385.38	1,147.69	10,239.92	1,971.03	4.220	2.05	3.994	418.40	52.02	44.26
04/10/07	1.575	137.05	0.786	0.783	0.001	0.0875	0.052	0.109	0.220	111.22	1.229	136.65	11,354.59	1,141.84	10,125.40	1,948.52	4.242	2.06	4.017	418.00	52.67	45.08
04/10/08	1.565	137.15	0.781	0.771	0.002	0.0875	0.052	0.109	0.210	110.39	1.241	135.90	11,349.35	1,140.06	10,055.20	1,919.97	4.129	2.06	3.947	423.10	53.31	45.19
04/10/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.052	休場	休場	休場	1.239	休場	休場	休場	10,081.97	1,928.76	4.131	2.05	3.955	422.00	53.64	46.04
04/10/12	1.470	138.05	0.722	0.705	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.185	109.84	1.233	135.22	11,201.81	1,126.80	10,077.18	1,925.17	4.098	2.06	3.913	415.10	52.51	46.49
04/10/13	1.485	137.88	0.737	0.720	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.88	1.235	135.52	11,195.99	1,123.46	10,002.33	1,920.53	4.055	2.07	3.915	413.20	53.64	44.99
04/10/14	1.460	138.23	0.713	0.699	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.190	109.56	1.239	135.85	11,034.29	1,109.64	9,894.45	1,903.02	4.024	2.07	3.890	418.10	54.76	45.48
04/10/15	1.450	138.25	0.713	0.695	0.002	0.0883	0.054	0.109	0.190	109.64	1.247	136.29	10,982.95	1,105.39	9,933.38	1,911.50	4.053	2.07	3.900	418.70	54.93	46.14
04/10/18	1.475	138.04	0.728	0.710	0.001	0.0875	0.054	0.109	0.195	109.29	1.249	136.49	10,965.62	1,101.11	9,956.32	1,936.52	4.041	2.08	3.890	416.20	53.67	45.47
04/10/19	1.495	137.95	0.739	0.723	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.31	1.251	135.61	11,064.86	1,108.65	9,897.62	1,922.90	4.032	2.08	3.912	420.30	53.29	44.98
04/10/20	1.455	138.29	0.713	0.703	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	108.31	1.259	136.28	10,882.18	1,093.94	9,886.93	1,932.97	3.980	2.09	3.865	423.50	54.92	45.87
04/10/21	1.425	138.50	0.698	0.687	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	107.69	1.262	135.57	10,789.23	1,085.11	9,865.76	1,953.62	3.995	2.10	3.867	424.40	55.27	46.61
04/10/22	1.480	138.01	0.732	0.724	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.190	107.59	1.268	136.02	10,857.13	1,090.84	9,757.81	1,915.14	3.974	2.11	3.862	424.60	56.17	N.A.
04/10/25	1.430	138.65		0.677	0.001	0.0875		0.109	0.180		1.277		10,659.15	1,075.12			3.945		3.828			N.A.