

情勢判断

国内経済金融

長期金利低下の可能性はあるが、持続性には疑問

わたなべ のぶとも
渡部 喜智

(要旨)

景気減速予想が円高進行のもと強まっている。短期的に長期金利が低下する可能性が大きい一方、デフレ脱却の境界線に近づきあるという認識も必要あり、長期金利低下をポート再編に活かす観点が重要と考える。株価は先行き景気悪化懸念、業績鈍化から軟調リスクが大きいだろう。

為替相場では第二期ブッシュ政権は緩やかなドル安ならば放置するとの観測が強く、一段のドル安・円高がありえようが、介入の可能性もあり当面のドルの下値は限定的という見方をしている。

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)	06年3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	0.001~0.01
TIBORコ-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	0.15±0.05
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.40±0.20	1.35±0.25	1.45±0.30	1.55±0.20	1.65±0.25	1.70±0.25
為替相場	円ドル	100.0~105.0	97.5~105.0	100.0~105.0	102.5~107.5	102.5~107.5	102.5~107.5
	ユーロ円	132.5~137.5	132.5~137.5	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		10,750±500	10,250±500	10,750±500	11,000±750	11,500±1,000	12,000±1,000

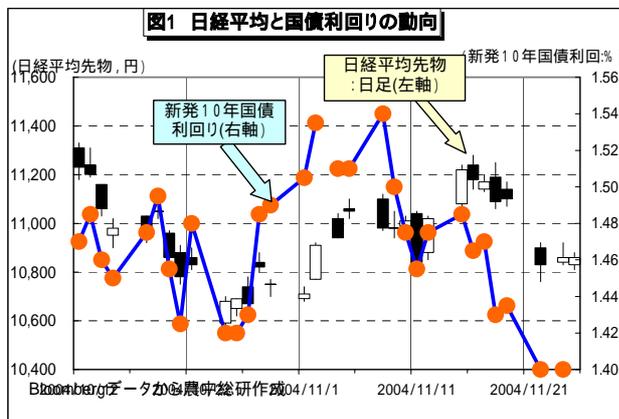
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

11月5日に発表された米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+33.7万人の大幅増加。これを受け、米国連邦準備理事会(FRB)は9日、連邦公開市場委員会で政策金利であるフェデラル・ファンドレ-ト誘導水準を0.25%引き上げ、2.0%とした。また、原油価格が10月27日を天井に反落傾向をたどるとともに、

前述の雇用統計などの好調経済指標を背景にしたFRB首脳の成長楽観コメントが好感され、米国株価指数は小売やサービスなど内需系を中心に堅調に推移した。

一方、外国為替相場ではブッシュ再選確定後もドル安が進んだ。米国の9月貿易赤字縮小などからドルが買い戻されたものの一時的なものにとどまり、スノー財務長官の一連のコメントから11月19日~21日のベルリンで開催のG20などの場でも実効性を伴うドル安是正の協議は行われぬとの見方が強まり17日には1ドル=103円台に入った。

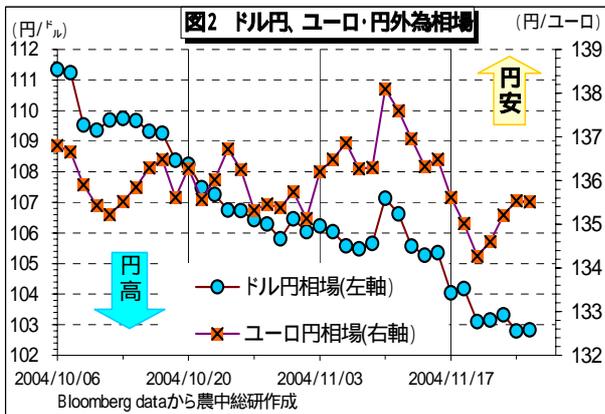
さらに、グリーンズパンFRB議長が19日講演で、「金利は上昇トレンドにある」ことを改めて示したうえ、米国資産に対する需要減退を警告。これが嫌気されて、一段のドル安となり一時1ドル=102円台に突入。米



国株価、米国国債も下落し、トリプル安となった。

東京株式市場は、米国株価の堅調は下支え要因となったものの、円高進行が先行きの景気、企業業績の懸念材料となり、経済指標でも9月機械受注の減少、7～9月期実質GDP¹の前期比+0.1%の低成長など不冴えな材料が多く、輸出関連銘柄が不調で盛り上がり欠ける展開が続いた。

また、国債市場では景気減速・景況感後退の見方が大勢を占め、潜在的な買い需要を背景にした押し目買い意欲も強く底固い相場展開となり、新発10年国債利回りは11月10日以降、1.5%割れが続いた。前述の19日のグリーンスパン議長講演を受けた週明けの21日は為替の円高進行観測を受けて株安、債券高となり、22日に新発10年国債利回りは1.40%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27日の1バレル = 55.17ドルを天井に原油在庫減少ニュースに反応し反落基調をたどった

¹ 11月18日、内閣府はGDPの実質化手法を04年7～9月期GDP2次速報(12月8日発表予定)から基準年を毎年変更する「連鎖方式」に変更すると発表。これに伴う当総研の予測改訂は12月10日頃を目途に行う予定である。なお、本稿中のGDPに関する数字は現行『基準年固定方式』に基づくデータである。

が、冬期需要増加見通しから下げ止まり。また、ドル安懸念からの逃避資金が流入している金など貴金属は上昇が継続している。(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』(毎金曜・夕刻更新)も参照されたい。)

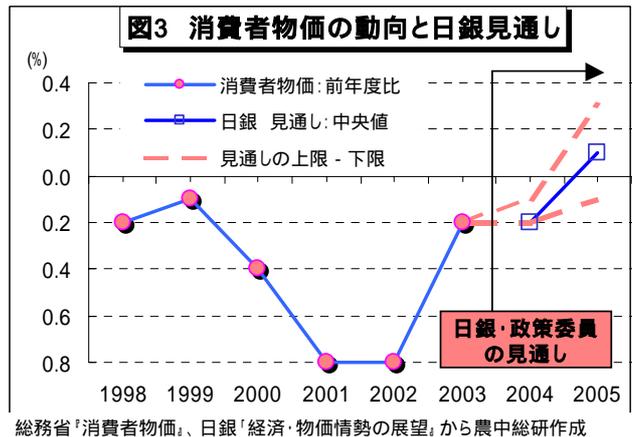
金融市場の見通しと注目点

債券相場 = 長期金利低下はポート再編の好機会と捉えるべき

当総研は11月17日の見通し改訂でも、04年度下半期以降の景気の先行きに対し慎重な見方を継続。05年度のGDP成長予測¹は+1.3%から+1.2%へ小幅な下方修正だが、災害復旧事業に伴う公的固定資本形成の積み増し増加を除けば前回見通しに比べ0.3%の引き下げである。また、05年度の消費者物価は通年で0.1%下落と小幅の下落を見込んでいる。

調査機関の大方の見通しも同様な成長率予測の下方修正となった模様である。今後も景気の不透明観測が強まれば、国債買いを刺激することになる。

しかし、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05年度の消費者物価見通し(除く生鮮食品:中央値)が+0.1%になったことに示されるように、米類や石油製品などの一時的な押し下げ・押し上げ要因を除けば、消費者物価がほぼデフレ脱却の境界線に達しつつあるという見方をすべ



きではなからうか。

量的緩和政策の解除が必ずしもしっかりと視野に入って来ているわけではないものの、同政策解除へのシミュレーションがそろそろ必要な段階になっているという認識が必要でないかと思われる(図3)。景気下降観測が強まれば、短期的には長期金利が一段低下する可能性は大きいですが、中期的に持続可能な(低)利回り水準なのかは疑問である。新発10年国債利回りの予想中心レンジを1.40～1.60%をとし、景気減速材料が増えればそれより下目の動きもあると予想するが、むしろ一段の長期金利低下を中期的な国債ポートフォリオの構築という観点から活かすべきだと考える。

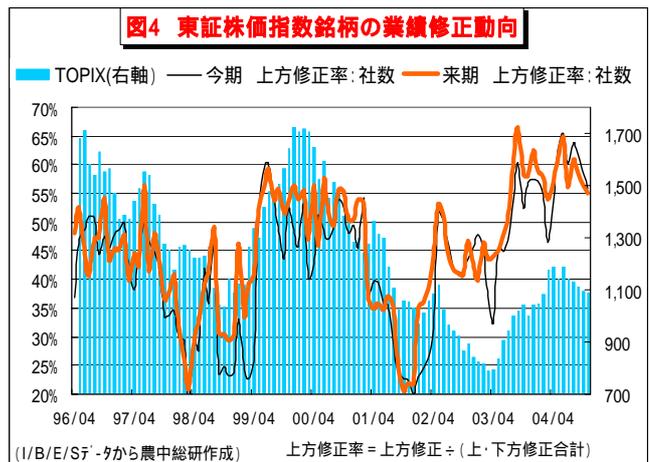
株式相場

= 05 年 前半は相場低迷を予想

新聞報道によれば、9月中間決算発表は全体で前年同期比4割近い経常増益となっている。しかし、下半期は売価ダウンが急激なエレクトロニクス関連業種の一部や売上が不調な消費関連などを中心に増益率に急ブレーキがかかる予想が強まっている。

また、証券会社アナリストの05年度業績予想では上方修正が弱まる傾向が続いており、11月の来期一株利益予想の上方修正率(上方修正数÷全体修正数)は54%まで下がっている(図4)。

現状は製造業が牽引して05年度も経常増益予想であるが、景気不透明感が増すなか、為替の円高シナリオが定着すれば、業績修正が下方修正方向に一挙に振れ、経常増益予想が崩れるリスクがある。年明け以降、内外景気の減速兆候が鮮明となり投資家心理が後退する可能性を念頭に、引き続き05年前半の相場の低迷を予想する。

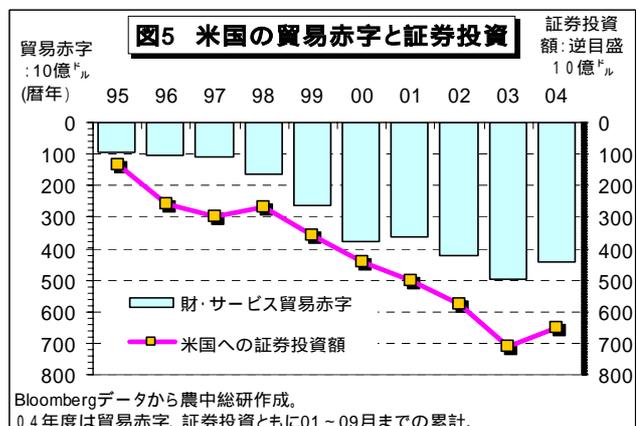


為替相場 = 一段のドル安はありえるが、当面のドル下値は限定的

第2期ブッシュ政権での主要政権スタッフの陣容が固まり、スノー財務長官を当面、留任すると見られている。

米国の貿易、財政の『双子の赤字』をファイナンスする上で海外からの資金流入は必須であり、そのファイナンス・リスクを高めドル資産からの逃避心理をかきたてるような大幅なドル安はありえないだろう。

しかし、双子の赤字是正へ向け緩やかなドル安ならば、放置するという見方が市場には強い(図5)。ドル暴落シナリオは取らないが、一段のドル安の可能性は残る。ただし、一定レベルからは日本の通貨当局による為替介入も米国からは是認されると考えており、ドルの下値は限定的だろう。



(04.11.24)

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年国債利回り	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回り	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年物国債利回り	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回り	NY金先物・期近	WTI 期近	OPECバスケット価格
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	0.000	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	54.47	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	55.17	46.52
04/10/25	1.420	138.65	0.689	0.677	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.180	106.61	1.281	136.72	10,659.15	1,075.12	9,749.99	1,914.04	3.970	2.11	3.825	429.00	54.54	46.06
04/10/26	1.420	138.61	0.693	0.681	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.89	1.277	136.26	10,672.46	1,073.20	9,888.48	1,928.79	3.999	2.12	3.829	426.80	55.17	45.48
04/10/27	1.430	138.55	0.702	0.690	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.81	1.271	135.32	10,691.95	1,074.29	10,002.03	1,969.99	4.082	2.13	3.845	424.80	52.46	44.75
04/10/28	1.485	138.13	0.729	0.721	0.001	0.0867	0.053	0.109	0.185	106.06	1.275	135.46	10,853.12	1,090.25	10,004.54	1,975.74	4.049	2.16	3.890	426.10	50.92	43.59
04/10/29	1.490	138.15	0.723	0.720	0.002	0.0867	0.053	0.109	0.190	105.87	1.280	135.38	10,771.42	1,085.43	10,027.47	1,974.99	4.023	2.17	3.873	429.40	51.76	43.39
04/11/01	1.505	138.01	0.752	0.727	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.190	106.39	1.275	135.74	10,734.71	1,080.50	10,054.39	1,979.87	4.070	2.18	3.866	428.20	50.13	43.31
04/11/02	1.535	137.57	0.787	0.762	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.195	106.47	1.274	135.13	10,887.81	1,094.88	10,035.73	1,984.79	4.047	2.19	3.905	420.80	49.62	41.98
04/11/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.282	休場	休場	休場	10,137.05	2,004.33	4.074	2.20	3.894	425.40	50.88	41.44
04/11/04	1.510	137.90	0.764	0.741	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.34	1.287	136.49	10,946.27	1,101.89	10,314.76	2,023.63	4.072	2.21	3.843	430.80	48.82	40.53
04/11/05	1.510	137.81	0.774	0.749	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.10	1.296	136.86	11,061.77	1,112.13	10,387.54	2,038.94	4.173	2.22	3.903	434.30	49.61	38.56
04/11/08	1.540	137.63	0.795	0.770	0.003	0.0867	0.052	0.108	0.190	105.43	1.292	136.27	10,983.83	1,102.71	10,391.31	2,039.25	4.216	2.26	3.898	433.40	49.09	38.67
04/11/09	1.500	137.96	0.766	0.740	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	105.71	1.290	136.30	10,964.87	1,100.33	10,386.37	2,043.33	4.226	2.27	3.862	436.20	47.37	38.03
04/11/10	1.475	138.15	0.758	0.723	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.180	105.99	1.289	138.09	10,994.96	1,100.74	10,385.48	2,034.56	4.239	2.28	3.866	434.50	48.86	37.73
04/11/11	1.455	138.42	0.743	0.705	0.002	0.0867	0.053	0.108	0.165	106.93	1.291	137.60	10,846.92	1,091.13	10,469.84	2,061.27	4.252	2.29	3.817	435.40	47.42	37.16
04/11/12	1.475	138.21	0.764	0.724	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.170	106.10	1.297	136.96	11,019.98	1,104.02	10,539.01	2,085.34	4.179	2.29	3.778	438.30	47.32	36.96
04/11/15	1.485	138.10	0.766	0.730	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.170	105.32	1.295	136.32	11,227.57	1,123.47	10,550.24	2,094.09	4.186	2.30	3.772	437.30	46.87	36.11
04/11/16	1.465	138.30	0.755	0.719	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.47	1.296	136.49	11,161.75	1,120.37	10,487.65	2,078.62	4.206	2.31	3.747	440.50	46.11	35.94
04/11/17	1.470	138.30	0.751	0.718	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.06	1.303	135.61	11,131.29	1,114.61	10,549.57	2,099.68	4.129	2.33	3.763	445.10	46.84	35.49
04/11/18	1.430	138.64	0.722	0.697	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.76	1.296	135.02	11,082.42	1,110.25	10,572.55	2,104.28	4.113	2.34	3.808	442.90	46.22	36.20
04/11/19	1.435	138.72	0.714	0.695	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.155	104.18	1.302	134.27	11,082.84	1,109.77	10,456.91	2,070.63	4.204	2.35	3.785	447.00	48.44	37.53
04/11/22	1.400	138.95	0.695	0.674	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.19	1.305	134.60	10,849.39	1,089.77	10,489.42	2,085.19	4.178	2.36	3.760	449.00	48.64	38.62
04/11/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.309	休場	休場	休場	10,492.60	2,084.28	4.182	2.38	3.743	447.90	48.94	38.69
04/11/24	1.400	138.96	0.694	0.677	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.29	1.319	135.54	10,872.33	1,090.93	10,520.31	2,102.54	4.198	2.38	3.798	449.30	49.44	N.A.

(Bloomberg データから作成)

最終日(為替レート)は15:30現在。