情勢判断

国内経済金融

年央以降に長期金利、株価の反転基調明確化を予想

渡部（わたなべ） 喜智（のぶとも）

（要 旨）

国内景気の減速感を払拭するにはしばらく時間を要するだろう。その間、新発10年国債利回りの下限を探る動きと上値の重い株式相場が予想されるが、景気の調整は過去に比べ短期・軽度で済む可能性が強く、年央以降は長期金利、株価の上昇基調が明らかになると予想する。

2期目のブッシュ政権でも緩やかなドル安政策の方向性は変わらないだろうが、05年の為替相場を考えれば、景気と金利（上昇）の両面で米国が日欧を上回る可能性が強く、ドル下落の抑制材料となる。

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			
		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）
無担コール　翌日物		0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.15±0.05
短期プライムレート		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.35±0.10	1.45±0.15	1.55±0.20	1.65±0.20	1.70±0.25
為替相場	円ドル	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	132.50～137.5	132.5～137.5	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価		11,000±500	11,500±500	11,500±750	12,000±1, 000	12,500±1, 000

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

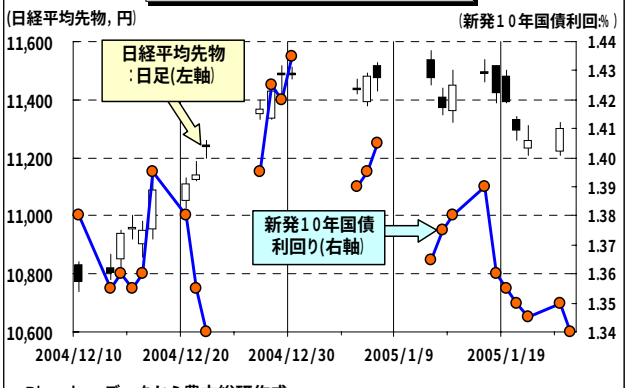
国内景気の減速感に年明け後も大きな変化は無く、政府（内閣府）と日銀は各々、1月の景気の基調判断を据え置いた。また、先行きの景気見通しについては楽観的な見解を示している。

米国では成長見通し楽観論が04年年末に強まった後、年明け以降も非農業部門雇用者数の伸び（15.7 万人増）など雇用指標の改善傾向、鉱工業生産や住宅着工の市場予想に比べた上ブレ、および消費者物価の下落など景気への好材料指標が多い。しかし、1 ﾊﾞﾚﾙ＝41 ﾄﾞﾙ台に下がったニューヨーク原油先物（WTI）が 48 ﾄﾞﾙ台に反発したことは景気圧迫材料視されている。

04 年末の東京株式市場は、米国株価の上昇を追い風に続伸し、年明けの大発会では日経平均株価が 04 年 7 月 13 日以来の 11,500 円台乗せとなった。また、新興・小型株市場には個人資金が流入し、ジャスダック株価指数は 1 月 11 日まで 16 日連続の上昇を記録した。

しかし、その後、米国株式相場が増益率鈍化観測のぶり返しや前述の原油市況の反発などから反落。さらに四半期業績発表で携帯電話や通信インフラ、ネット競売、通信および

図1　日経平均と国債利回りの動向



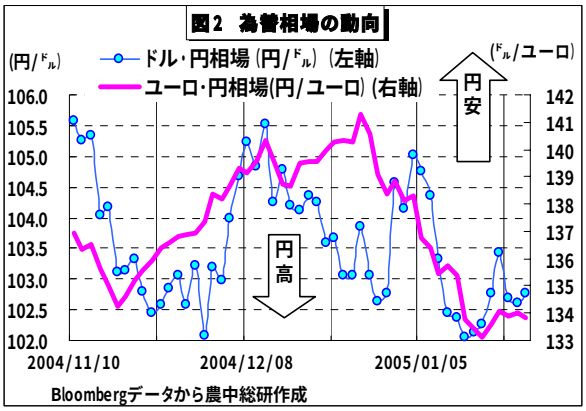
Bloombergデータから農中総研作成

自動車などの主力銘柄の業績が予想を下回ったことが嫌気され続落している。

これに連れ安する形で東京株式市場も軟調となっている。内外ともに四半期業績発表シーズンに入り、様子見気分が強いことも株式相場に影響している。

国債相場には 04 年末までは株価堅調への警戒感があったものの、機関投資家の国債買い増しニーズが好需給感をもたらし底固く推移。長期国債入札を無難に通過したことに加え、株価が軟調に転じたこともあり、新発 10 年国債利回りは 1.3%台半ばの動きとなっている。

外国為替相場では、1 月 4 日発表の米国・連邦公開市場委員会（FOMC）の 12 月 14 日議事録によって利上げ継続観測が強まり、ドルが買い戻されドル円相場は一時 105 円台までドル高・円安となった。しかし、米国の 11 月貿易赤字の増加、イラク暫定議会選挙を前にした地政学リスクの懸念に続き、欧州中銀（ECB）首脳などによる相次ぐアジア通貨の柔軟性拡大の必要性を指摘するコメントにより、ユーロが下落。ユーロとのクロス円で円高となり 1 ユーロ＝133 円割れ寸前まで行くとともに、ドル円相場でも一時 1ドル＝101 円台に円が上昇したが、その後、為替相場はもみあい推移となっている。（図 2）。（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：緩やかな上昇基調予想

日銀が緩和政策継続の判断基準としている消費者物価(生鮮食品を除くベース)は、国際石油市況の高止まりにもかかわらず、家電等耐久財の値下がり傾向という構造的要因のほか、電話料金や電力料金の値下げなどから、05 年中は小幅な下落基調が続くという見方が金融市場に受け入れられて来ており、物価への安心感が強まっている。

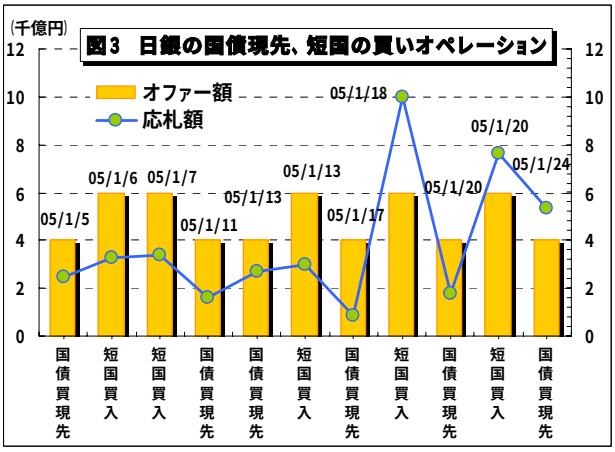
また、筆者自身は短期・軽度の景気調整の予想を持っているが、景気の減速感を払拭できるには暫く時間を要しよう。当面、景気減速感が払拭されない限り、国債の買い安心感を背景に好需給期待が継続し、底固い債券相場の展開（低位の利回り継続）が予想される。

とはいえ、デフレが再び進行するような見方は少数派にとどまる。素材関連の市況が高値圏を維持している影響は消費者物価の押し下げをくい止める要因となろう。むしろ、高炉メーカーなどからの鋼板価格の値上げ要請によって家電、自動車など耐久財価格に一部転嫁される心配もある。また、ビール・発泡酒などでメーカーからのリベート廃止により末端小売価格引き上げの動きもある。大局的にはデフレ終局という見方に立つべきだろう。

景気についてはハイテク製品需要の立ち直りがポイントになるが、ハイテクでの在庫調整は比較的早いペースで進んでいる。過去に比べハイテク関連の生産能力の積み上がりは小さく、かつ需要分野は広がり、デジタル家電の新製品需要も旺盛である。また、重要な輸出相手先である米国、中国の経済見通しも楽観的な見方が増えている。05 年半ば以降の景気持ち直しは十分、期待できると思われる。

短期的に長期金利が一段低下する可能性は残るが、景気反転とともに長期金利が緩やかに上昇するシナリオを基本にする。

なお、日銀は「日銀・当座預金残高」を現行の量的緩和・ゼロ金利政策の操作目標とし、「同残高を 30～35 兆円」に維持すべく金融調節をおこなっている。しかし、短期国債の買いオペを中心に日銀のオファー額に対し民間金融機関の応札額が満たない「札割れ」が頻発（図3）。現行の量的緩和政策では潤沢な資金供給を通じ金融システムの安定化をはかることを目指しているが、国債発行、税揚げなどによる特定日を除けば、札割れ頻発から見て民間金融機関の資金ニーズは既に満たされており、量的緩和政策は当座預金残高の水準等枠組み見直しの段階に入ったのではないか、むしろゼロ金利下の金融機関の運用難こそが問題であるという議論も金融関係者から出ている。



株式相場：05 年半ば以降の反発基調の明確化をメイン・シナリオに

強めの経済指標が出て、減速感の方向性を変えるにはしばらく時間を要すると見ている。さらに、円高や米国景気、ハイテク製品需要および金利（上昇）動向など株価にとってのリスクも残る。

しかし、05 年年央には景気反転⇒05 年度の業績の不透明感が払拭され、内外投資家心理の盛り返しから、株価の反発基調が明確になる可能性を考えておいていいだろう。05 年度の企業業績は増益率の鈍化は避けられないが、経常利益で1割程度、一株（純）利益(EPS)で2割程度の増益の確度が高まれば、PER、配当利回りなど投資指標などの観点から、海外投資家、個人を中心に株式投資が活発化すると見ている。

表2　世界主要国の株式指標比較　05.01.21 現在

国名＼指標	PER（予想）（倍）	一株利益増益率（%）	配当利回り実績（倍）	イールド・ギャップ（%）
日本　(TOPIX)	16.1	21.8	1.07	▲ 4.9
米国　(S&P500)	16.0	10.5	1.88	▲ 2.1
英国　(FT100)	16.9	11.0	3.62	▲ 1.5
独国　(DAX100)	13.1	20.6	1.98	▲ 4.1

（注）①PER予想＝株価指数÷１２ヶ月先一株利益予想
②一株利益・増益率＝先行き１２ヶ月先予想
③イールド・ギャップ＝10年国債利回り－益利回り（PERの逆数）（I/B/E/Sデータから農中総研作成）

為替相場：一段のドル安リスク残るが、下値限定

2 期目のブッシュ政権でも、強いドルの標榜・コメントとは裏腹に、ホワイトハウスが主導する米国の内政政策の延長＝米国の貿易、財政の『双子の赤字』是正のため、緩やかなドル安政策を採る方向性は変わらないだろう。

とはいえ、ドル安の下値は限定的と考えている。まず、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、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。

また、05 年を考えれば、景気と金利（上昇）の両面で、米国が日欧を上回る動きとなる可能性が強く、ドル下落の抑制材料となる。米国の成長率が潜在成長率（3～3.5%）程度に軟着陸する見通しが確度を増せば、米国の政策金利（フェデラル・ファンドレート）の引き上げが継続する。名目金利差の拡大はドル買い材料となり、ドルの下支え要因となる。（05.1.25）

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年物中心限月	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
04/12/01	1.440	138.73	0.719	0.706	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.155	102.78	1.335	136.93	10,784.25	1,087.36	10,590.22	2,138.23	4.365	2.42	3.776	454.00	45.49	38.03
04/12/02	1.400	139.06	0.696	0.682	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.03	1.327	136.45	10,973.07	1,105.38	10,585.12	2,143.57	4.406	2.44	3.827	450.40	43.25	35.42
04/12/03	1.445	139.03	0.696	0.689	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.150	103.52	1.345	137.34	11,074.89	1,110.53	10,592.21	2,147.96	4.250	2.44	3.752	456.00	42.54	34.53
04/12/06	1.445	139.01	0.698	0.689	0.002	0.0850	0.053	0.107	0.150	102.37	1.341	137.43	10,981.96	1,103.70	10,547.06	2,151.25	4.221	2.44	3.711	454.20	42.98	34.89
04/12/07	1.430	139.07	0.698	0.686	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.76	1.342	138.03	10,873.63	1,093.68	10,440.58	2,114.66	4.221	2.45	3.681	452.00	41.46	34.21
04/12/08	1.430	139.10	0.692	0.676	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.145	103.73	1.334	138.37	10,941.37	1,099.69	10,494.23	2,126.11	4.118	2.46	3.648	437.20	41.94	33.78
04/12/09	1.400	139.55	0.656	0.641	0.001	0.0850	0.053	0.107	0.135	104.01	1.331	138.74	10,776.63	1,087.56	10,552.82	2,129.01	4.166	2.47	3.623	435.80	42.53	34.29
04/12/10	1.380	138.85	0.651	0.628	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	105.22	1.323	139.43	10,756.80	1,083.79	10,543.22	2,128.07	4.149	2.48	3.612	433.90	40.71	33.92
04/12/13	1.355	139.02	0.641	0.614	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	104.88	1.331	139.21	10,789.25	1,085.84	10,638.32	2,148.50	4.147	2.49	3.597	438.90	41.01	33.99
04/12/14	1.360	139.00	0.651	0.623	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.83	1.330	139.57	10,915.58	1,099.55	10,676.45	2,159.84	4.122	2.50	3.596	435.90	41.82	34.72
04/12/15	1.355	138.88	0.662	0.635	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	105.09	1.339	140.02	10,956.46	1,101.72	10,691.45	2,162.55	4.074	2.50	3.538	440.80	44.19	36.47
04/12/16	1.360	138.80	0.666	0.641	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.29	1.324	139.94	10,924.37	1,101.07	10,705.64	2,146.15	4.184	2.51	3.574	436.90	44.18	36.84
04/12/17	1.395	138.59	0.683	0.659	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.180	104.49	1.331	138.57	11,078.32	1,111.35	10,649.92	2,135.20	4.199	2.52	3.619	441.60	46.28	37.87
04/12/20	1.380	138.78	0.663	0.644	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.180	104.44	1.340	139.25	11,103.42	1,109.76	10,661.60	2,127.85	4.183	2.52	3.598	442.40	45.64	38.34
04/12/21	1.355	139.08	0.638	0.622	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.175	104.09	1.337	139.20	11,125.92	1,116.34	10,759.43	2,150.91	4.162	2.53	3.625	441.80	45.76	38.26
04/12/22	1.340	139.11	0.638	0.624	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.175	104.21	1.339	139.41	11,209.44	1,122.47	10,815.89	2,157.03	4.193	2.53	3.629	440.30	44.24	37.41
04/12/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.052	休場	休場	休場	1.351	休場	休場	休場	10,827.12	2,160.62	4.224	2.55	3.598	441.90	44.18	36.71
04/12/24	1.350	139.03	0.648	0.631	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.180	103.75	1.353	140.16	11,365.48	1,134.59	休場	休場	4.214	2.55	3.601	休場	休場	36.58
04/12/27	1.395	138.63	0.676	0.661	0.001	0.0850	休場	0.107	0.185	103.75	1.362	140.43	11,362.35	1,134.61	10,776.13	2,154.22	4.296	休場	3.619	445.20	41.32	35.30
04/12/28	1.425	138.34	0.697	0.681	0.001	0.0850	休場	0.107	0.190	103.07	1.361	140.37	11,424.13	1,140.19	10,854.54	2,177.19	4.291	休場	3.677	444.30	41.77	34.81
04/12/29	1.420	138.44	0.686	0.678	0.001	0.1017	0.053	0.106	0.185	103.22	1.361	140.69	11,381.56	1,139.41	10,829.19	2,177.00	4.322	2.56	3.712	437.00	43.64	35.54
04/12/30	1.435	138.36	0.698	0.685	0.002	0.1000	0.053	0.105	0.185	103.78	1.364	141.39	11,488.76	1,149.63	10,800.30	2,178.34	4.253	2.56	3.688	438.40	43.45	36.19
04/12/31	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.355	休場	休場	休場	10,783.01	2,175.44	4.218	2.56	3.683	休場	休場	36.43
05/01/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	1.347	休場	休場	休場	10,729.43	2,152.15	4.210	休場	3.639	429.70	42.12	35.67
05/01/04	1.395	138.79	0.672	0.654	0.001	0.1000	0.053	0.105	0.180	102.57	1.328	138.15	11,517.75	1,153.38	10,630.78	2,107.86	4.289	2.57	3.653	429.20	43.91	36.57
05/01/05	1.390	138.73	0.679	0.660	0.001	0.1000	0.053	0.104	0.180	104.74	1.326	138.87	11,437.52	1,143.36	10,597.83	2,091.24	4.281	2.59	3.654	427.30	43.39	37.24
05/01/06	1.395	138.68	0.685	0.660	0.001	0.1000	0.054	0.103	0.180	104.59	1.317	138.21	11,492.26	1,147.97	10,622.88	2,090.00	4.261	2.61	3.625	421.60	45.56	38.19
05/01/07	1.405	138.75	0.677	0.658	0.001	0.1000	0.054	0.103	0.180	104.59	1.305	138.03	11,433.24	1,145.76	10,603.96	2,088.61	4.269	2.61	3.610	419.50	45.43	39.35
05/01/10	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.054	休場	休場	休場	1.307	休場	休場	休場	10,621.03	2,097.04	4.269	2.62	3.592	419.70	45.33	40.12
05/01/11	1.390	138.93	0.662	0.644	0.001	0.1000	0.053	0.102	0.175	104.03	1.311	136.62	11,539.99	1,157.30	10,556.22	2,079.62	4.236	2.63	3.598	422.40	45.68	39.45
05/01/12	1.365	139.16	0.641	0.626	0.001	0.1000	0.053	0.101	0.170	103.24	1.326	135.44	11,453.39	1,147.89	10,617.78	2,092.53	4.234	2.64	3.602	426.60	46.37	39.81
05/01/13	1.375	139.12	0.654	0.633	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.170	102.35	1.322	135.65	11,358.22	1,140.04	10,505.83	2,070.56	4.163	2.66	3.561	425.10	48.04	41.08
05/01/14	1.380	139.01	0.662	0.648	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.180	102.985	1.311	135.12	11,438.39	1,145.69	10,558.00	2,087.91	4.208	2.66	3.560	423.00	48.38	41.80
05/01/17	1.390	138.90	0.673	0.654	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.185	102.060	1.307	133.89	11,487.10	1,150.30	休場	休場	4.208	2.67	3.545	休場	休場	41.81
05/01/18	1.360	139.16	0.656	0.634	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.175	102.610	1.302	133.57	11,423.26	1,145.21	10,628.79	2,106.04	4.185	2.67	3.542	423.50	48.38	41.97
05/01/19	1.355	139.26	0.654	0.629	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.175	102.350	1.301	133.58	11,405.34	1,144.30	10,539.97	2,073.59	4.171	2.68	3.523	423.30	47.55	41.52
05/01/20	1.350	139.30	0.650	0.625	0.001	0.1000	0.053	0.100	0.170	102.715	1.296	133.48	11,284.77	1,133.37	10,471.47	2,045.88	4.161	2.69	3.574	422.60	46.91	40.68
05/01/21	1.345	139.43	0.645	0.619	0.002	0.1000	0.053	0.100	0.170	103.620	1.304	134.58	11,238.37	1,132.18	10,392.99	2,034.27	4.140	2.70	3.573	426.90	48.53	41.63
05/01/24	1.350	139.45	0.643	0.616	0.002	0.1000	0.053	0.100	0.170	102.790	1.306	134.39	11,289.49	1,139.18	10,368.61	2,008.70	4.120	2.70	3.546	427.10	48.81	N.A.
05/01/25	休場	139.58				0.1000		0.100	0.165	102.770	1.303	133.86	11,253.03	1,135.23			4.124					N.A.

（Bloomberg データから作成）　　最終日は13:30現在。