情勢判断

国内経済金融

まだ現実味は薄いが、マーケットはデフレ脱却を意識した展開に

南　武志

要旨

景気展開は一進一退を続けながらも、徐々に先行きの回復を示唆する経済指標が散見され始めている。05 年度に入るにつれて、回復基調を強めていくと予想。同時に、素材価格の高止まりによりデフレ脱却が意識され続けるが、デフレ環境は当面継続するだろう。

こうしたファンダメンタルズの下、株価・長期金利は徐々にレンジを切り上げていく。もちろん、デフレ残存のため、上昇余地には限度がある。一方、為替レート（円／ドル）は様々な要因が交錯して、当面は現状水準で推移するものと予想。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

年度／月 ／ 項　目			2004年度	2005年度			
			05年3月（実績）	05年6月（予想）	05年9月（予想）	05年12月（予想）	06年3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.001	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.099	0.08～0.12	0.08～0.12	0.08～0.12	0.10～0.15
短期プライムレート		(%)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り		(%)	1.405	1.40～1.80	1.50～1.90	1.60～2.00	1.60～2.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	105.96	100～105	100～105	100～105	100～105
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	137.58	130～140	130～140	130～140	130～140
日経平均株価		(円)	11,739	11,800±500	12,000±500	12,250±500	12,500±500

（資料）Nikkei Financial Questデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は05年3月23日時点。

国内景気：現状・展望

2 月後半から 3 月中旬にかけて公表された経済指標は、一部に弱い動きを示すものも散見されたが、全般的に見れば 04 年後半に見られた停滞状態を脱し、緩やかに改善しつつあることを示した。

10～12 月期の法人企業統計では売上高は 10 四半期連続で前期比プラスとなったが、経常利益は 7 四半期ぶりに同マイナスとなった。仕入コストが増加したこと等が収益圧迫要因となった。この結果、これまで改善傾向が続いていた損益分岐点など各種財務指標に足踏みが見られている。また、10～12 月期 2 次 QE において実質経済経済成長率が前期比+0.1%へ上方修正（1 次 QE：同▲0.1%）されたものの、主因は民間在庫投資の増加と輸入等の減少であり、決して前向きな評価ができる内容ではない。いずれの統計も、改めて 04 年後半の景気の低調さが確認されるものであった。

一方、1 月の鉱工業生産（季節調整値で 102.5）が直近ピーク（04 年 5 月の 102.0）を上回ったこと、製造工業設備稼働率指数（105.0、概算で 77.7%）が 1997 年 5 月以来の高水準となったこと等は、景気動向が再び回復に向かいつつあることを窺わせる内容のものであった。OECD 景気先行指数も 04 年末前後から再び上昇する動きを続けており、これに牽引されて先行きの実質輸出指数（　輸出金額÷輸出物価）、製造業生産なども上昇していく可能性は十分高い。

結論として、目先の景気は世界的な半導体

市場の調整に由来する電子部品･デバイス工業などでの生産調整圧力が続く中、主要貿易相手国である米国･中国を筆頭とする海外経済の堅調さを背景とした外需が牽引する形で景気回復が実現すると判断した。

一方、物価に関しては、国際商品市況の高騰が続いており、企業物価ベースでは再び素原材料･生産財といった川上価格への上昇圧力が高まってきた。すでにリストラ効果は出尽くし感がある他、先行きの労働力不足を先取る行動を取り始める企業もあり、これまでのような人件費抑制一辺倒という姿勢も困難な状況になっている。最終財価格への価格転嫁が始まるかどうかが大いに注目されるところである。一方、消費者物価ベースでは石油製品価格が再び上昇すると見られるが、その反面、電気料金･電話基本料金などの引き下げや技術進歩による耐久消費財価格の下落基調などもあり、暫くはマイルドなデフレ状態が続くことが予想される。

なお、04 年 9 月の新潟県中越地震の記憶が醒め遣らぬうちに、3 月 10 日には九州北部で強い地震が発生した。生産活動に大きな支障は出ていないようだが、消費マインドへの影響などを注視する必要がある。

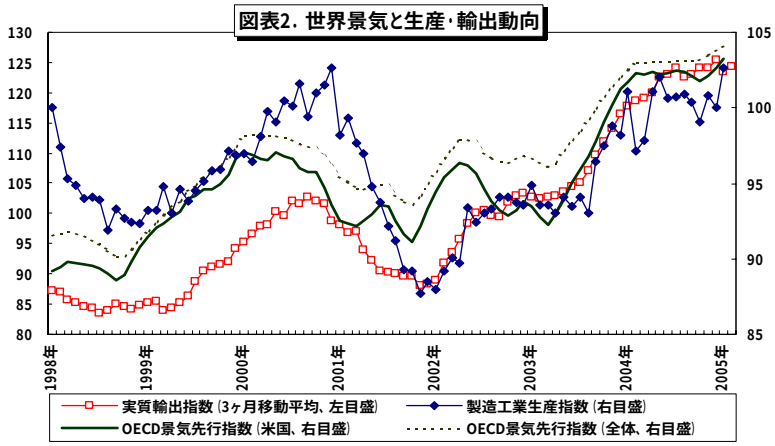
金融政策の動向

3 月 15～16 日開催の金融政策決定会合では、事前の市場予想の通り、現状維持という決定がなされた。04 年度としては金融政策の変更はなかったが、金融政策を巡る議論を振り返ってみよう。04 年度前半にかけてはデフレ脱却期待が高まり、いわゆる「出口政策」論議が盛り上がりを見せた。しかし、冒頭でも述べたように 04 年度は景気展開が低調だったこともあり、デフレ脱却観測は 04 年度後半には沈静化した。

一方、05 年に入ると、短期資金供給オペレーションにて頻発する「札割れ」によって、日銀は早晩、政策目標（日銀当座預金残高 30～35 兆円に誘導）の達成が困難になるとの思惑が高まってきた。数名の政策委員が日銀当預残高の引き下げを容認する意見を表明したこともあって金融政策変更を予想する向きも一部あったが、福井日銀総裁は 03 年 10 月に発表した通り、消費者物価上昇率が安定的にゼロ%を上回るまで根気強く量的緩和政策を続ける、と表明した。その結果、少なくとも 05 年前半までは現状維持との意見が大勢を占めるに至っている。

なお、4 月以降のペイオフ解禁を無事に乗り切れば、金融機関の資金需要は一層減退することは必至であり、現状の残高維持は困難さを増すことは確実視される。デフレ脱却が未実現な中で、金融引締めと受け止められかねない当預残高引き下げに対して根強い反発も予想される中、マーケットでは日銀の次の一手として「月間平均が目標範囲を達成」もしくは「但し書き

図表2．世界景気と生産･輸出動向



（資料）日本銀行、経済産業省、OECD　（注）実質輸出、製造工業生産は2000年基準

として一時的には目標割れを容認する」などの案が取りざたされている。今後の日銀の対応が注目される。

市場動向：現状・見通し・注目点

株式・債券・外国為替の各マーケットとも概ねレンジ内でのもみ合いに終始する場面が多かった。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

①債券市場

2 月下旬から 3 月前半にかけて、長期金利は反発し、一時 10 年国債利回りは 1.5%台まで上昇。そうした最中、2 月 28 日に福井日銀総裁は講演の中で、信用スプレッドの縮小やイールドカーブのフラット化に関して、市場が緩和の長期継続を過度に織り込むような価格形成を行っていないか見極める必要がある、との見解を表明し、一層の金利上昇を誘った。

ただし、3 月には国債の大量償還に対する手当てニーズや 10 年 1.5%台という絶対水準は一部投資家にとっては十分魅力的であったことなどもあって、3 月下旬にかけては再び 1.4%台前半で推移している。

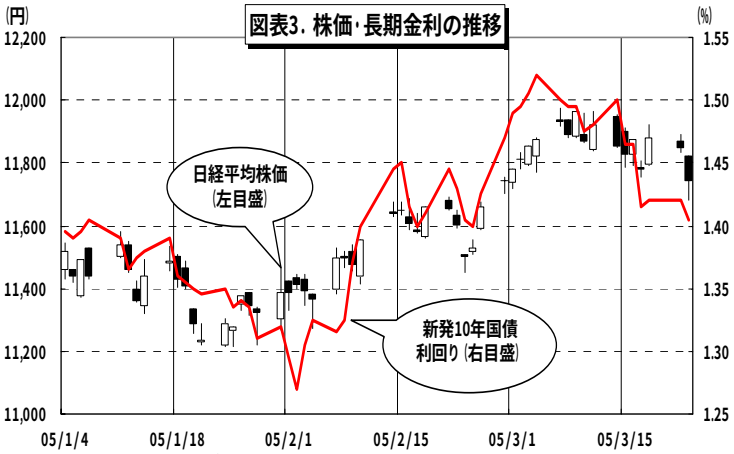
今後の展開としては、先行きの景気回復期待もある反面、デフレ環境下ではアンカーである短期金利のゼロ状態が継続することから、ある程度の金利上昇は見込むものの、その幅は限定的と見る。05 年度後半にかけて 1%台後半から 2%にかけての、ややボラタイルな展開を予想している。

②株式市場

日経平均株価は 1 万 2,000 円台を目前に足踏みする状況が続いている。世界的に半導体市場の調整が起きている中で、ハイテク株比率が高い日経平均株価は上値の重い状態となっているのは妥当といえるが、一方で東証 2 部株価指数や日経ナスダック平均株価は堅調な推移を続けている。さらに、景気回復を期待した内需関連株の物色が始まりつつある。企業体力の回復が達成されつつある中で、再び外需が強さを増してくると、内需への本格的な波及が始めるとの期待は強い。更に、05 年後半にも世界半導体市場の調整が終了すれば、ハイテク業種での生産調整圧力が解消されて株価全体の上値を抑える要因がなくなる。株価は徐々に上昇していくと見るが、デフレ状況が残存する環境下では株価の上昇余地には限度はあるだろう。

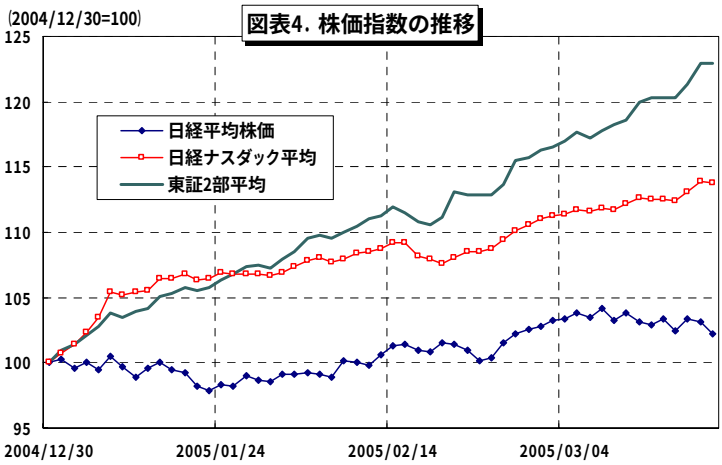
なお、この 1 ヶ月間、企業買収を巡る騒動が株式市場を賑わしていた。M&A などの動きはすでに数年前から始まっているが、傾向としては低成長・キャッシュリッチ・低い配当性向・低い PBR（1 未満）といった特徴をもつ企業が対象となりやすい。こうした企業買収への警戒感から 06 年度から予定されていた、いわゆる三角合併解禁が 1 年先送りされる公算が高まってきた。こうした規制緩和の後退が外国人投

図表3．株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成

資家の日本株離れを招くことがあれば、その損失は決して小さくはない。一方、企業買収への防衛策として、一部には株式持ち合い強化を図る動きも出ているが、大幅増配など株主還元を積極的に進める企業も出始めた。究極的な企業防衛策としては企業価値の向上につながる施策が必要であるが、後者の動きは個人金融資産の本格的な呼び込みのためにも有益であろう。

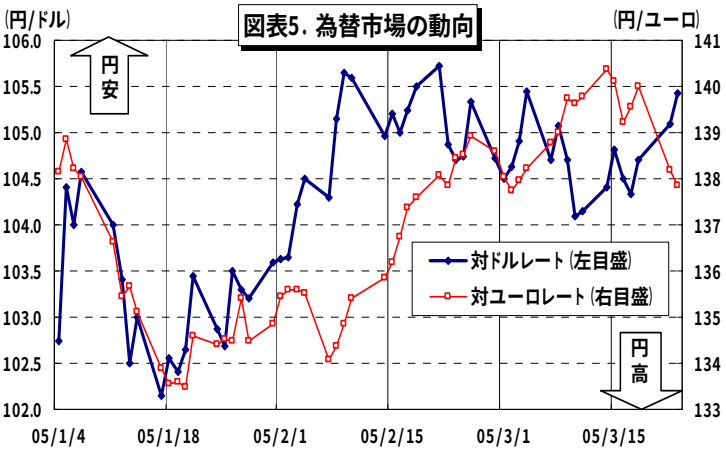


図表4. 株価指数の推移
(資料) Nikkei FinancialQuest、Bloombergより農中総研作成

③為替市場

05 年の年明け以降、対ドルレートは 102～106 円という狭いレンジ内で、方向感の乏しい展開が続いている。ドル安要因を考えると、米国の『双子の赤字』問題が筆頭に挙げられるが、現時点での重要度はあまり高くはない。たとえ引き起こされることになれば本末転倒なため、こうした動きが急激に進行することはないと見られる。

一方、米国の断続的な利上げ姿勢の継続や国際商品市況の高騰を受けて、2 月以降は「金利差」や「資源保有」に焦点が移ってきた。この点からすると、日本円にとって米ドルは価値が下がりにくい要因を持っていることになり、一方的な円高ドル安は想定しづらい。結局、為替レート(対ドルレート)は当面 100～105 円／ドルを中心レンジとした膠着した状態が続くものと考えている。また、一時的には 1 ドル＝100 円割れを試しに行く展開もあると見るが、心理的抵抗線でもある 100 円割れ阻止のため、政府・日銀が円売り介入を再開する可能性は高いだろう。(2005.3.24 現在)



図表5. 為替市場の動向
(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成

だし、突如として影響を与える可能性があるだけに注意が必要だ。その他、最近、ドルペッグ制を採用するアジア諸国における外貨準備の通貨構成変更が注目を集めている。ただし、ユーロなど他通貨への資金シフトがドル安を加速させ、大量保有するドル資産の目減りが