情勢判断

国内経済金融

目先は調整色が強いが、ポジティブサプライズに注意が必要

南　武志

要旨

早期の景気回復期待は水を注されたものの、先行きに関しては景気持ち直しを予想している。また、素原材料価格上昇は一服した感があるが、最終財メーカーの価格転嫁動向は引き続き注目される。なお、デフレ環境は当面継続すると見込んでいる。

マーケットでは景気回復時期の後ズレ観測から株安・金利低下・円安の反応となったが、1～2 月の経済指標の上振れ・下振れに反応しすぎた面もある。すでに景気停滞を織り込んだマーケットとしては、先行きのポジティブサプライズ（景気改善）にも注意が必要だろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年度／月		2005年度				
		05年4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	(%)	0.002	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.079	0.07～0.12	0.07～0.12	0.07～0.12	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	(%)	1.255	1.30～1.80	1.40～1.90	1.50～2.00	1.60～2.00
為替レート　対ドル	(円/ドル)	106.88	103～110	102～108	102～108	102～108
為替レート　対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	139.85	132～142	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	11,089	11,500±500	11,800±500	12,250±500	12,500±500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は05年4月20日時点。

国内景気：現状・展望

3 月中下旬に発表された 2 月分の経済指標は、1 月分の経済指標がかなり良かったことに対する反動が出て、軒並み弱かった。特に、春節（旧正月）の影響もあったが、2 月のアジア向け輸出数量が落ち込んだことが目先の景気牽引役が不在との印象を強め、早期の景気回復期待に水を注した。

こうした中、4 月 1 日には日銀短観 3 月調査が公表された。事前のマーケット予想では企業経営者の景況感（大企業製造業の業況判断 DI）について小幅改善が見込まれていたが、結果は 12 月調査に続く 2 期連続悪化であった。また、先行きに関しても横ばいでの予想であり、企業行動の慎重姿勢を窺わせる内容であった。

ただし、05 年度の企業業績は 04 年度ほどの勢いはないが、引き続き改善見通しである他、設備投資計画についても例年と比較してもそれほど悪くはない。雇用・設備の過剰感もかなり解消してきている。

前月比▲2.3%となった 2 月の鉱工業生産も、素直に結果を眺めれば 1 月の上昇分をほぼ相殺するほどの低下だったが、中身を詳細に見ると、懸案だったハイテク業種の生産・在庫調整が順調に進展したとの評価も可能である。

なお、このところ日本と中国・韓国など近隣諸国との間で政治的な摩擦が生じている。加えて、本年が抗日戦争勝利 60 周年であるため、戦勝記念日が目白押しとなる秋口にかけて反日感情が高まりやすいこともある。日中

両政府とも事態の早期沈静化に向けた努力をしているが、長期化すれば両国の経済活動にとって悪影響が出ることは不可避であり、暫くは動向を見守りたい。

なお、全般的な景気見通しとしては、目先の景気展開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いているが、それも年前半には終了し、後半以降は海外経済の持続的成長から派生する外需が牽引する形で景気回復が実現するとの判断を踏襲したい。

一方、物価に関しては、現状は一服しているが、国際商品市況の高値状態は続いており、企業物価ベースでは素原材料・生産財への上昇圧力は高い。まだ価格転嫁が進展していない最終財メーカーにとっても、数年先を見据えた雇用政策からは、更なる人件費抑制は困難であり、中間財価格上昇を最終財価格へ転嫁ができるかが今後のポイントとなっている。一方、消費者物価ベースでは石油製品価格が更に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下げや技術進歩に伴う耐久消費財価格の下落基調などもあり、05 年度中はマイルドなデフレ状態が続くことが予想される。

金融政策の動向

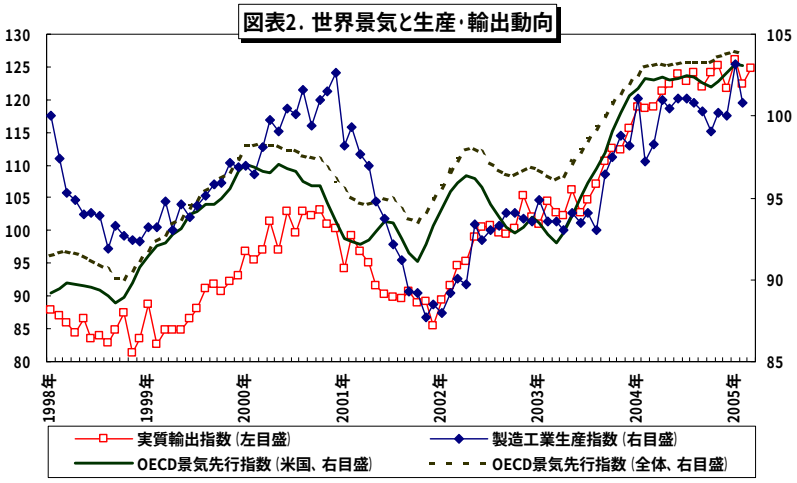
ペイオフ解禁後、初の会合となった 4 月 5～6 日開催の金融政策決定会合では、事前の市場予想の通り、現状維持という決定がなされたが、反対が 1 票入り「賛成多数」という結果であった。

05 年に入ってからは短期資金供給オペレーションにて札割れが頻発しており、現在設定している政策目標（日銀当座預金残高 30～35 兆円に誘導）をどのように取扱うかが今後の金融政策を巡る最大の注目点である（これに関しては本誌掲載の拙稿『頻発する「札割れ」と金融政策の行方』を参照されたい）。

目先については、5 月下旬以降には大幅な資金不足期に入ることもあり、現状の残高維持は困難さを増してくる。ただし、4 月 28 日に公表予定の「展望レポート」では 05 年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率見通しはマイナスとなるとの見方が有力であり、デフレ脱却が未実現なまま金融引締めと受け止められかねない当預残高引下げは先送りされるとの予想が大勢を占めている。当面は現行の量的緩和政策の枠組みは維持される、との見方に変更はない。

なお、4 月 8 日には任期切れとなった植田審議委員の後任として、西村清彦氏が新審議委員として就任した。就任会見では、量的緩和政策のコミットメントは守るべき、との見解を示しており、早期解除派ではないことが確認された。つまり、早期解除にあまり抵抗を示さない政策委員の数（3 名）には変化はない模様である。

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

市場動向：現状・見通し・注目点

景気持ち直しの時期が想定よりも後ずれするとの思惑が高まり、3 月下旬からマーケットは概ね株安・金利低下・円安という方向で推移した。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

3 月中下旬以降、弱めの経済指標が立て続けに発表されたこともあり、先行きに対する景気楽観論は萎んでいる。その結果、3 月 4 日には一時 1.535%まで上昇した 10 年国債利回りも、4 月中旬にかけて 1.2%台半ばまで低下した。この現状水準は、年度上期の資金運用計画での前提となる想定金利水準としては、ほぼ下限に近いのだろうが、景気の先行き警戒感があるために押し目を待ちきれない投資家が買いを入れているものと見られる。ただし、現状水準は目先の景気停滞を既に織り込んでいると思われ、想定よりも良い指標が出た際の、いわゆるポジティブサプライズによる金利上昇リスクにも警戒が必要であろう。

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 年度後半に向けては 1%台後半を中心とするややボラタイルな展開を予想している。

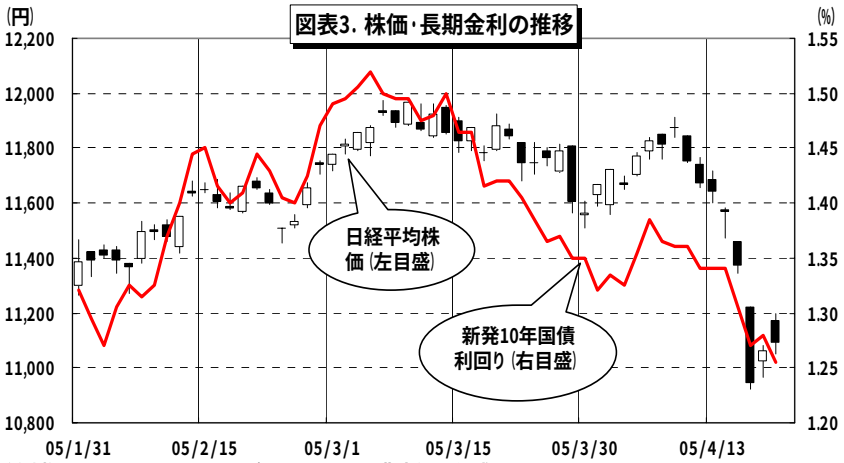
②株式市場

日経平均株価は 4 月上旬までは再び 12,000 円台にトライする動きが見られた。しかし、米国でのインフレ懸念急浮上と金利上昇テンポが加速するとの思惑から米国株が続落し、更にそれに追い討ちを掛けるように中国で反日デモが激化したことなどで、日本経済の牽引役と期待された米中経済への先行き懸念が高まり、日本株も大幅な調整を余儀なくされた。18 日には 11,000 円割れとなり、年初来安値を更新している。今後、5 月後半にかけて 04 年度企業決算が公表されるが、それ次第ではもう一段の調整も想定していく必要があるだろう。

一方、ハイテク株比率の高い日経平均株価に比べて、小型株は比較的堅調な推移を続けている。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依然根強い。また、世界半導体市場の調整が終了すれば、株価全体の上値を抑えていた要因もなくなる。先行きの株価は再び堅調さを取り戻すと見るが、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。

ちなみに、2 月以降、株式市場並びに

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

世間を賑わしたニッポン放送を巡る騒動も、18日にフジサンケイグループとライブドアの両者が和解することで、ひとまず幕引きがなされた。これをめぐっては、企業買収･防衛などを巡る法制度の不備や経営者側の対応不足など、諸問題が浮かび上がってきた。キャッシュリッチだったり、割安に放置され続けていたりする企業の経営者にとっては、買収される脅威が高まった。本来は企業価値を高める経営努力こそが重視されるべきであったが、過剰な防衛策、安定株主比率の上昇（＝株式持ち合いの強化）や 2006 年に解禁されるはずだった三角合併（外国株を使った株式交換による企業買収）解禁の 1 年延期など、後ろ向きと受け止められかねない対策が採用されたことは残念とも言え、今後の外国人投資家動向に影響を与える可能性も指摘される。

③為替市場

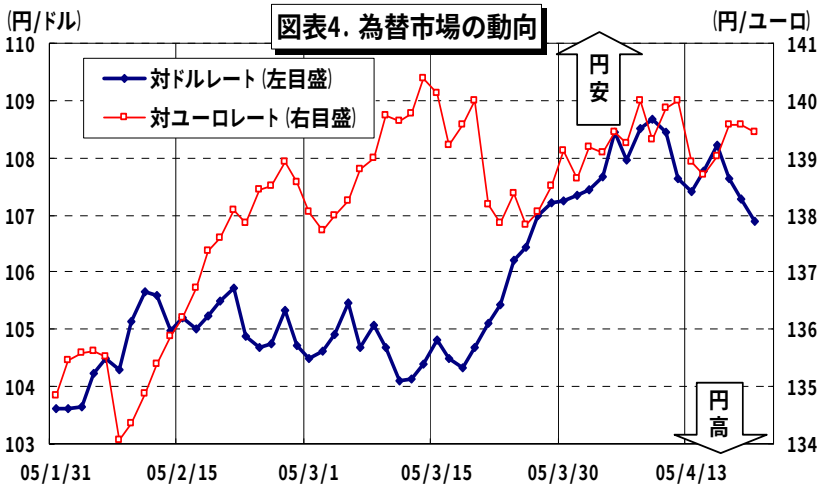
米国の金利先高観が強まり、3 月中旬以降は徐々に円安ドル高が進行、4 月上旬には 1 ドル＝108 円台後半で推移した。この背景として、米国内でのインフレ率が加速するとの予想から、現状の緩やかな利上げテンポが高まるのでは、という金利先高観に影響されたものと考えられる。ただし、同時に原油高･金利高が景気の順調な回復を阻害するとの思惑も急浮上しており、足許ではドル高が一旦は修正されている。

一方、先行きはドル安に転じるとの予想も根強い。ドル安要因を考えると、米国の『双子の赤字』問題が挙げられ、何かの拍子に影響を発揮し始める可能性があるだけに注意が必要だ。その他、アジア諸国を中心に膨張してい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。

今後の展開としては、為替レート（対ドルレート）は当面 105 円／ドルを中心とした展開が続くと予想する。

（2005.4.21 現在）

図表4. 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