情勢判断

国内経済金融

目先は低迷状態も残るが、先行きは株・金利とも小反発を予想

南　武志

要旨

現状は景気足踏みが続いているが、主因である世界的な半導体市場の調整とともに年後半にかけては持ち直しを予想している。一方、素原材料価格は上昇しているが、最終財メーカーの価格転嫁は進展しておらず、デフレ環境は当面継続すると見込んでいる。

マーケットでは当面景気停滞が続くことを十分織り込んでいることもあり、株・長期金利とも低調だったが、先行きのポジティブサプライズ（景気改善）には引き続き注意が必要だろう。また、為替レートは当面は方向感なく、もみ合うものと予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年度／月		2005年度				
		05年5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）	(%)	0.080	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	1.20～1.50	1.30～1.80	1.40～2.00	1.40～2.00
為替レート　対ドル	(円/ドル)	107.64	103～110	102～108	102～108	102～108
為替レート　対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	135.45	130～140	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	11,134	11,300±500	11,500±500	12,000±500	12,000±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5月24日時点。

国内景気：現状・展望

このところ発表される月次の経済指標は一進一退を続けており、先行きの景気悪化懸念を払拭することができない状況となっている。特に、2002年初から始まった今回の景気拡大局面において牽引役として機能してきた輸出が実質ベースで横ばいとなっており、それが国内生産などに停滞感をもたらしている。この主因は、世界的に半導体市場の調整が発生していることを挙げることができるだろう。

こうした中、5月17日には、05年1～3月期のGDP速報が公表された。1月に民間消費が急増したことなどもあり、前期比+1.3%（年率換算で+5.3%）という極めて高い成長が実現された。ただし、中身を詳細に分析していくと、必ずしも好ましくはない事実も浮かび上がり（なお、詳細は後掲「2005年度・2006年度経済見通し」をご覧ください）、民需主導の高成長の持続性には疑問を呈する意見が根強い。なお、6月6日に公表される1～3月期法人企業統計季報の発表を受けて、改定値（2次QE）が公表されるが、その際に数字が修正される可能性に十分留意しておきたい。

ただし、先行きについてはそう悲観的になる必要はないように思われる。企業収益はすでにバブル期の水準を上回っていることもあり、増益率で見れば鈍化する可能性は否めないが、引き続き高水準で推移するとの見通しが有力である。その影響もあって、各調査機関の05年度設備投資計画では、

引き続き増加するとの見通しである。また、すでに賃金は下げ止まっており、雇用問題が消費行動の制約になる事態からは遠のいている。それゆえ、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、4月上旬にかけて国際商品市況が上伸した影響もあって、企業物価ベースで素原材料価格が高騰した。また、為替レートが円安気味に推移したこともあって、輸入消費財価格の前年比がやや高まった（+3.4%）プラスとなったが、国内生産の消費財は依然としてマイナスの状態である。投入価格の上昇に直面する最終財メーカーでは依然として価格転嫁が実現できていない。また、消費者物価ベースでは石油製品価格が暫くは高止まりすると見られるが、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と予想する。

金融政策の動向

5月下旬から6月上旬にかけて金融市場は大幅な資金不足期となることを直前に控え、5月19～20日に開催された金融政策決定会合では、量的目標に関しては現状維持（日銀当座預金残高を30～35兆円に誘導）という決定がなされたが、なお書きに「また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」との一文を付加、微修正を行った。直後の福井日銀総裁の記者会見では、あくまで資金不足期における一時的な目標割れという技術的な問題に対応して行った、との説明をしており、金融政策の転換を意味するものではないと強調した。

短期資金供給オペレーションでの札割れ頻発は、金融機関の超過準備保有ニーズの減退が主因であり、これに日銀がどのような対応をするかが目下最大の焦点だったが、依然として消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）が前年比マイナスが続いていること、決定会合前には政治サイドからの牽制があったこと等が影響してか、現行の量的目標の達成は通常期であれば十分可能との認識を改めるにはいたらなかった。ただし、今回の「技術的対応」によって、当面

は仮に景気回復が進行して金融機関の資金ニーズが更に減退したとしても、余程の説明がなければ量的目標の引下げはできなくなった可能性も高い。

なお、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▲0.1%のマイナスだったが、06 年度には+0.3%を見込むなど、先行きのデフレ脱却を示唆する内容となった。複数の政策委員が量的目標の引下げを主張していることもあり、今後ともそうした議論が続くと見られるが、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。

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

市場動向：現状・見通し・注目点

事前予想を上回る経済成長率が発表されたにも関わらず、マーケットでは景気の先行き明るい展望を描き切れていない。その結果、4 月下旬の大型連休前後からマーケットでは株価・長期金利とも年初来安値近辺でのもみ合いとなった。また、一時円高に振れた為替レートも、足許では再び円安方向へシフトしている。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

景気の先行きに対する警戒感が強いこともあり、極めて強い GDP や金融政策の微修正といった債券相場にとってのマイナス材料にも関わらず、長期金利は概ね 1.3%割れの水準が続いている。先月号でも指摘したように、この水準は、今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ものの、キャリー確保のために押し目を待ちきれない投資家が仕方なく買っているものと推測される。ただし、この水準は先行きの景気停滞、もしくは悪化を織り込んだ水準と思われるため、輸出や設備投資などの指標に、予想外の良い数字が発表された際の、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は引き続き警戒が必要と見る。

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、その幅は限定的だろう。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

日経平均株価は大型連休を挟んで 11,000

円を中心にもみ合う展開が続いた。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冴えない動きを続けたことや、GM・フォードなどの社債の格下げに伴う flight to quality（米国内への資金還流、特に米国債市場への資金流入）の影響を受けたものと考えられる。また、世界的な半導体市場の調整の影響を受けて、ナスダック指数が軟調な動きを続けていたことも影響が大きかった。

ただし、このところインフレ懸念は徐々に沈静化する方向にあり、過度の金利先高観も抑制されつつある他、半導体市場の調整を先取りしたせいかハイテク企業の比率が多いナスダック指数が持ち直しの動きを見せ始めている。世界半導体市場の調整が終了すれば、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く、株価全体を押し上げる可能性は高い。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のは言うまでもない。

った。また、米国内でのクレジットリスクの高まりに伴うリパトリエーションも一助となっている可能性が指摘されている。

ただし、このところ原油価格が下落気味に推移していること、コア消費者物価の前年比上昇率が 2 ヶ月連続して縮小していること等、全般的にインフレの加速を懸念する状況でもなくなりつつある。

一方、先行きはドル安に転じるとの予想も依然根強い。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である。その他、各国の外貨準備の通貨構成変更問題が注目を集めている。しかし、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。

（2005.5.25 現在）

③為替市場

4 月中旬にかけて米国経済のソフトパッチ入りが懸念されたことで一旦はそれまでのドル高が修正される動きとなった。しかし、4 月末以降にはインフレ懸念の高まりが意識されるようになり、金利先高感から再びドルが買い戻される展開とな

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