

情勢判断

国内経済金融

景気回復期待を背景に株・金利とも水準の切り上げを予想

南 武志

要旨

世界的な半導体市場の調整を背景に、輸出が伸び悩んでいるが、一方で民間消費・設備投資といった内需に堅調さが備わりつつある。一方、川上価格が上昇しても、依然として川下価格は下落基調が続いており、デフレ環境は当分の間継続することが見込まれる。

マーケットでは景気に対する見方がやや上方修正されつつあり、株・長期金利とも先行きはレンジを切り上げるものと見られる。一方、為替レート（対ドル）はドル高要因・ドル安要因が拮抗しており、当面は方向感ない展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年度／月		2005年			2006年	
項 目		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6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	0.07～0.12
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 (%)		1.200	1.20～1.70	1.30～1.90	1.40～1.90	1.30～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.04	104～110	104～110	104～110	104～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.86	128～140	130～140	130～140	130～140
日経平均株価 (円)		11,537	11,500±500	12,000±500	12,000±500	11,750±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6月24日時点。

国内景気：現状・展望

2～3月分にかけての経済指標は調整色の強いものが多く、景気の先行き不透明感がやや強まっていた。しかし、この1ヶ月以内に発表された4～5月分については、そうした一時的・短期的な停滞からの立ち直りを示すものが増えており、景気悪化懸念は徐々にではあるが、払拭される方向にある。

最近では、景気の牽引役として期待される輸出が高水準ながらも頭打ち感も強まっている中で、最近では好調な企業業績などに裏打ちされた企業設備投資や実質賃金の上昇傾向から来る個人消費などの底堅さといった、内需の堅調さが目立ち始めている。

6月6日に発表された05年1～3月期の法人企業統計季報（法季）でも、04年10

～12月期には経常利益を筆頭に多くの財務指標に悪化が見られたが、1～3月期には再び改善に向かっており、企業を取り巻く環境は依然として良好であることを示した。

また、1～3月期の資金循環統計では非金融法人部門の貯蓄超過幅（対名目GDP比率）が徐々に縮小に向かっていることも観察されており、これまで「後向きの」調整に追われていた非金融法人部門が「前向き」に行動し始めた可能性を示唆している。

なお、法季を受けて改訂された1～3月期GDP（2次QE）では、前期比成長率は+1.2%（年率換算で+4.9%）と僅かに下方修正されたものの、数字自体そのものは高いことに変わりがなく、景気再々浮上に向けた地固めは進行中である。

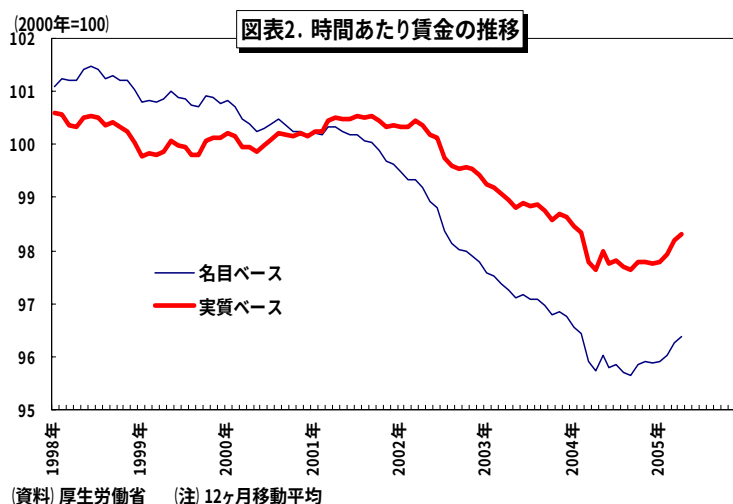
前述の通り、足許の輸出（実質ベース）には力強さが欠けているが、落ち込んでいるわけではなく、世界的な半導体市場の調整に由来する電子部品・デバイスなどの落ち込みをそれ以外の生産財や資本財の堅調さで相殺している状況である。当面の景気の見方としては、ハイテク財の生産調整圧力

が年央に解消すれば、年度後半以降は内需の底堅さに加え、海外経済の持続的成長から派生する外需が加わる形で景気回復力が強まると予想する。

一方、物価に関しては、4月中旬から5月中旬にかけて国際商品市況、特に原油市況が反落したこともあり、国内企業物価（国内需要財）の素原材料価格は若干上昇したものの、中間財・最終財はいずれも下落した。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。ただし、最近になって原油価格が再騰していることもあり、国内企業物価上昇率は引き続き高めに推移する可能性が高い。一方、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の影響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19～20日に開催された金融政策決定会合では、日銀当座預金残高目標の一時的な下振れを容認する決定がなされたが、実



際に6月2～3日と法人税揚げに伴う資金不足状態^(注)に際して、日本銀行は無理な資金供給を行わなかったため、2日続けて目標の下限割れとなった。日銀ではこれは金融政策の転換を意味するものではないと繰り返し説明しているが、目標割れを回避しようとするれば可能だったはず、との見方が有力であり、本音ベースでは量的緩和政策によって失われた短期金融市場の機能回復を図りながら、残高目標引下げのタイミングを見極めつつある可能性も否定できない。

ただし、量的緩和政策継続に関してコミットメントしている消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は依然として前年比マイナス状態が続いていることや、銀行経営・不良債権問題が一応収拾されたことで優先順位が繰り上がった財政再建問題を考える上で無視できない長期金利が上昇するリスクなどを考慮した場合、どのタイミングで、どういう手順で出口政策を導入していくべきか、については十分慎重に行動していく必要があるのは言うまでもないだろう。

また、4月の展望レポートでは政策委員による05年度の消費者物価（生鮮食品を除

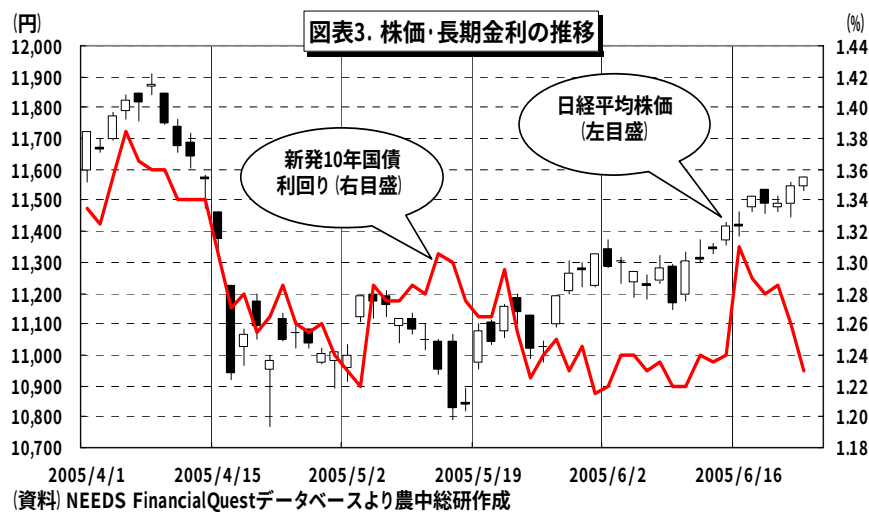
く総合)の上昇率見
通しは▲0.1%だっ
たが、足許の物価下
落率(4月:同▲
0.2%)や電話料金
などの要因を考慮
すると、日銀では
06 年年明け直後
には統計の上でデフ
レ脱却が実現する
と予想していると
見られる。また、最

近の金融政策決定会合では福間・水野の両
審議議員が残高目標引下げを主張している
が、景気回復が今後も続くのであればこう
した議論は続くと思われる。ただし、当面
は量的緩和政策の枠組み(超過準備が発生
するような資金供給を行うという意味)は
維持される、との見方に変更はない。

(注) マネーマーケットを見る上で、資金不足(余
剰)とは、準備預金が減少(増加)する状況を指
すが、その要因として①銀行券増発(還流)、②財
政資金の揚げ超(払い超)、③日銀信用の吸収(供
与)、が挙げられる。日常用いられる意味合いとは
異なることに注意が必要。

市場動向:現状・見通し・注目点

6月中旬にかけて、先行き景気停滞を織
り込んだ債券市場は堅調に推移したが、一
方で米国株式市場の上昇に牽引される格好
で国内株式市場も持ち直すなど、金利・株
価で相反する動きが見られた。一方、為替
レートは金利先高感から対ドルでは円安気
味に推移したが、仏蘭で EU 憲法批准が国民
投票で拒否された影響もあって対ユーロで
は逆に円高が進行した。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

冒頭でも触れたが、5月下旬以降はそれ
なりに強めの経済指標が発表されていたが、
債券相場は景気の先行きに対して慎重姿勢
を崩さず、6月上旬には10年国債利回りが
一時1.2%を割り込むなど、地合の強い状
態が続いた。しかし、16日に発表された4
月の機械受注が前月比マイナスながらも増
勢が維持されていることが明らかになると
ともに、相場は大きく調整し、10年1.3%
台まで上昇する場面もあった。しかし、こ
の水準ではこれまで思うように買えなかっ
た投資家の押し目買いや償還資金のロール
オーバーもあり、下旬にかけては再び10年
1.2%台前半へ戻るなど、需給は良好である
ようだ。

今後の展開としては、先行きの景気回復
期待からの金利上昇はある程度は見込んで
いるが、デフレ環境からの脱却は実現でき
ていない中で短期金利のゼロ状態が継続す
ることが見込まれるため、長期金利が上昇
してもその幅は限定的だろう。05年度後半
に向けては10年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

5月中旬にかけて日経平均株価は11,000円を割り込む水準で推移していたが、米国株式市場の戻りに促されるかたちで、国内株式市場も持ち直しの動きが強まっている。

1～3月期の法季などに見られるように、国内企業を取り巻く環境は引き続き良好であり、05年度も04年度ほどではないものの増益が見込まれていること、米ナスダック指数が半導体市場の調整終了を先取りした格好で上昇に転じているなど、好材料は多い。また、国内での実質賃金上昇に見られるように、内需の持続的回復への期待感も強く、銀行セクターなど内需株の堅調さが目立っている。実際に世界半導体市場での調整が終了し、再び輸出が強さを増してくると、内需への本格的な波及も予想され、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。

③為替市場

金利先高感や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の影響もあって、5月上旬以降はドル高傾向が強まった。ただし、米国の『双子の赤字』問題が一向に解決する目処が立たないなど、潜在的なドル安要因として居残っている。これは、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。

また、折にふれて主に米国による人民元切り上げ要求がマーケットの注目を集めるが、仮に人民元を切り上げても、米国の経常収支にはほとんど影響がないとの意見が主流であり、ドル安リスクは残る可能性は強い。また、中国政府が外圧に押し切られる格好で元切り上げを実施すれば、中国国内の政治リスクが高まることが予想される。現行の景気過熱抑制策の一環として、人民元切り上げを採用するという姿が現実的な選択であると考えられる。

さて、先行きの為替レートに関しては、現状水準が日米両国の（貿易可能財で測った）物価格差から算出される購買力平価に見合った水準であることを考慮すれば、当面の為替レート（対ドルレート）は105～110円／ドルを中心レンジとする展開が続くと予想する。また、5月下旬にかけて対円・対ドルでユーロ全面安となったが、足

許ではそれが一巡している。政治統合の困難さが再確認されたが、ファンダメンタルズの悪化には直接つながるわけではないため、円の対ユーロレートも130円／ユーロ台での展開が続くと予想。

（2005.6.24現在）

