

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 経済環境好転に伴って株価・金利とも水準切上げの継続を予想

南 武志

#### 要旨

4～6月期 QE によれば、内外需の両輪揃った成長が始まり、かつ在庫調整の目処もついたことが確認され、06 年にかけて景気拡大が継続する環境が整っている。長年続いた消費者物価のマイナス状態も 05 年末から 06 年初には終焉を迎える可能性が高まっている。

こうした景気回復や金融政策の転換予想を背景に、株価・長期金利とも水準を切り上げる動きが続いており、先行きもこうした動きが継続すると予想。為替レート(対ドル)は金利差拡大への歯止めや景況感格差縮小もあり、現状より円安が進展することは想定せず。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年度 / 月	2005年			2006年		
	8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) (%)	0.0892	0.08 ~ 0.13	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15	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 (%)	1.415	1.20 ~ 1.70	1.30 ~ 1.80	1.40 ~ 1.90	1.50 ~ 2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.22	105 ~ 115	105 ~ 115	102 ~ 112	102 ~ 112
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.26	128 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)	12,502	12,200 ± 500	12,300 ± 500	12,500 ± 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8月24日時点。

#### 国内景気:現状・展望

8月9日に政府・日本銀行はともに「景気の踊り場」からの脱却宣言を行った。実際に、現時点で利用可能な6月分までの経済指標を見る限り、景気 directional が明確な上向きに変わったとの確証は得られないが、そう遠くない将来にそれが実現しそうな予感を感じさせるものが多くなっている。実際、景気ウォッチャー調査などでは経営者や消費者の景況感は改善傾向が続いている。

こうした中、12日に公表された05年4～6月期 GDP 第一次速報(1次QE)によると、実質成長率は前期比+0.3%(同年率換算+1.1%)であり、表面的には事前のマーケットコンセンサス(同+0.5%程度)よりは若干弱めの数値であった。

しかし、詳細に中身を精査すると、決して悪い内容ではない。具体的には、民間消費・企業設備投資という民間最終需要が02年初からの景気拡大局面においてようやく自律的な回復傾向が強まってきたことが確認できたこと、1～3月期には前期比マイナスとなった輸出に再び増加が見られたこと等、好材料は多い。更に、今回やや低めの成長率になっている最大の原因は民間在庫投資の減少であるが、それは在庫調整の進展を示すものであり、先々の景気展開にとってプラスに働く可能性が高い。

景気の先行きについては、後掲『2005年度・2006年度改訂経済見通し』で示している通り、世界経済全体として緩やかな成長が持続するとの前提の下で、民需の自律的

回復プロセスは日本経済の景気拡大を息の長いものにすると考えられ、06年末にかけて潜在成長力を上回る景気拡大局面が続くものと予想している。

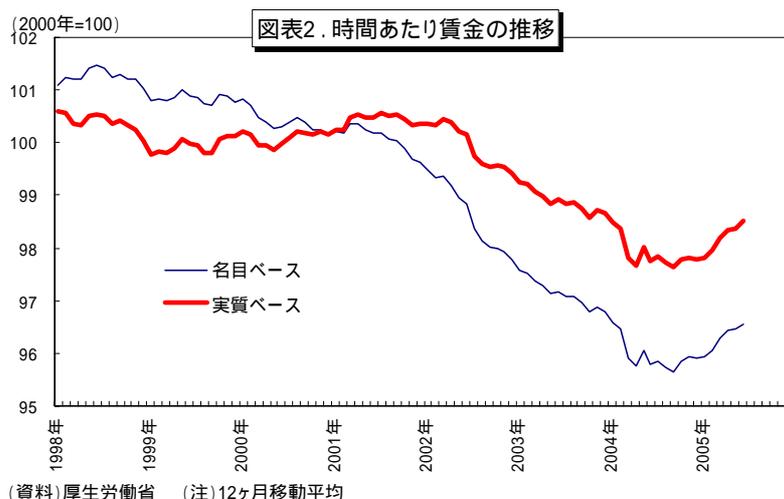
物価に関しては、国内企業物価ベースでは素原材料、中間財価格の上昇に加え、長年にわたって下落が続いていた最終財

価格に最近では下げ止まり感が出てきている。国内企業物価の前年比上昇率は、4月(+1.9%)をピークに低下気味であるが、川上から川下方向への価格波及が徐々に始まった可能性もある。

また、8月に入ってから再び原油価格が最高値を更新するなど国際商品市況は強含みで推移しており、ガソリンなどエネルギー価格への波及が進行している。これに伴う燃料費調整制度により電気料金が10月以降に値上げされることが確実である他、この1年間は物価押し下げに寄与してきたコメ要因が10月以降に、更に電話基本料金引下げ効果は年明け後にそれぞれ剥落することもあり、05年末から06年初にかけて消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)の前年比マイナス状態に終止符が打たれるとの見方が増え始めている。このように、物価指数の面での「デフレ状態」からの脱却は目前に迫りつつある。

### 金融政策の動向・見通し

6月上旬に続いて、7月下旬から8月上旬にかけての資金不足期(日銀券の還流、財政資金の揚げ超によって準備預金が減少す



る時期)には再び日銀当座預金は残高目標の下限である30兆円を再び割り込んだ。しかし、8月中旬以降、日銀による踊り場脱却宣言や消費者物価のプラス転換時期が接近しているとの認識から金利先高観が醸成、資金供給オペレーションに対する応札需要が回復している。また、日銀サイドも自然体での資金調節意向を強めており、資金供給も長めのものが減少する傾向にある。

一部では、年内にも量的緩和策からの転換があるとの見方も残っているが、基本的には現行政策の変更時期について消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)に対して強力にコミットしている関係もあり、プラスのインフレ率が少なくとも数ヶ月間持続した後、との見方が大勢を占めているものと思われる。もちろん当然のことながら、それが実現した時点での景気情勢には影響を受けるはずであり、かつ財政再建問題を考える上で無視できない長期金利の上昇リスクなどを考慮した場合、どのタイミング・手順で量的緩和策からの転換を実施すべきか、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。

基本シナリオとして、その時期は06年4

～6月期と見ている。その手法としては「量的目標の逐次引き下げ」が「ゼロ金利政策という金利目標への復帰」が候補として挙げられるが、金利先高観や民間非金融部門の資金需要の強まり等から超過準備保有二一ズが一気に減退すれば、引き下

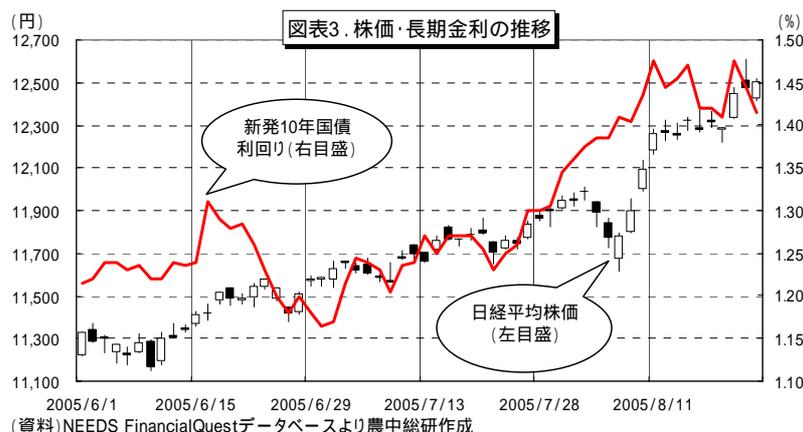
げられた残高目標自体を達成できる保証はない。それゆえ、量的目標を金利目標に変更し、当預残高は自然に所要準備残高（4.5兆円強）＋程度まで減少していくのを黙認する可能性も考えられる。いずれにせよ、06年度についてはマネタリーベースの減少は不可避であるが、政策効果の非対称性にも留意し、景気を腰折れさせないか、十分に見極める必要があるだろう。

### 市場動向：現状・見通し・注目点

ようやくマーケットにもファンダメンタルズ改善への認識が十分に浸透してきたようであり、長期金利・株価とも上昇基調が続いている。一方、円安気味に推移してきた為替レートは8月に入ってから対ドル・対ユーロとも再び円高方向へ動いている。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

#### 債券市場

景気の踊り場からの脱却期待が強まる中で、05年度に入ってから低位安定が続いてきた長期金利にも転機が訪れている。6月末に一時1.165%まで低下した10年国債利回りは8月に入って新年度入り後の最高値



を記録、下旬には1.485%まで上昇した。

ただし、民需の本格回復が始まり、近い将来の金融政策正常化が予想されている割には低水準で留まっているとも捉えられ、世界的に長期金利上昇が抑制されていることが影響している可能性が高い。

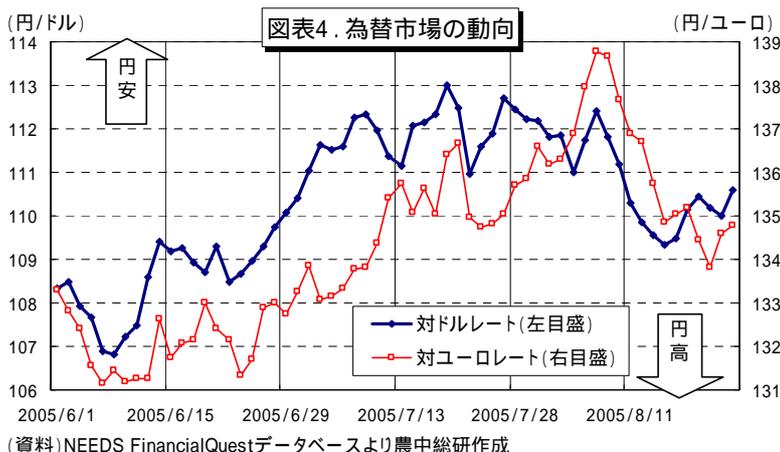
今後の展開としては、先行きの景気回復継続期待から長期金利には上昇圧力がかかることが見込まれるものの、物価上昇率という面ではデフインフレ状態が続くことが想定されるため、政策金利のゼロ金利状態は当面続くものと思われ、長期金利の上昇幅は限定的だろう。05年度後半にかけて徐々に上昇、1%台後半を中心レンジとする展開を予想している。

なお、9月にかけては償還も多く、インデックス筋の年限長期化の動きが予想されるため、需給環境は改善が見込まれるとの指摘もあり、金利上昇は一時的ながら一服する可能性が高い。

#### 株式市場

内需、特に民間最終需要の堅調さを背景として、株価は5月中旬以来、回復傾向を強めている。ただし、8月8日の郵政民営化法案の参院本会議での議決を巡り政局が混沌とする中では一旦ポジションを落とす

動きが強まったが、直後の衆院解散強行などのイベントを経て、小泉続投・改革路線続行という可能性が濃厚となったことにより、元々国際的に見て割安感が強かった国内株に対する外国人投資家主導による買いが本格化し、相場を支えている。

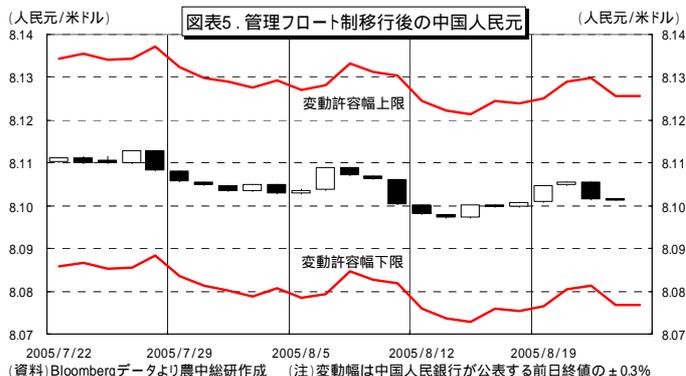


物色の対象も国際商品市況の高騰を背景とした資源・エネルギー株、景気回復・デフレ脱却期待による内需関連(銀行、機械)といった大型株も買われやすくなっている。一方、ハイテクなど輸出関連の「国際優良銘柄」は業績不振から冴えないが、半導体市場の調整終了やPC・携帯電話などの需要回復が進めば、下押し圧力は解消される可能性が高い。

先行きも、基本的には内外のマクロ経済環境の好転が株価上昇を支援することから年末に向けて上昇傾向が続くと見るが、テクニカル的に過熱感が出ている他、総選挙の結果如何では外国人投資家の失望売りを誘いかねず、上昇テンポがやや鈍る可能性も考慮する必要があるだろう。

7月下旬までは、中国人民元切上げ直後を除き、対ドル・対ユーロでは円安が進展したが、対内株式投資の活発化も手伝って再び円高方向に振れている。なお、7月22日から管理フロート制へ移行した中国人民元であるが、その後も中国人民銀行によって為替変動が抑え込まれた状況が続いている(図表5)。9月7日には胡錦涛国家主席が訪米、米中首脳会談が予定されているが、秋に集中する国際会議などを前に貿易摩擦問題などを背景に、米議会や産業界などからは更なる切上げや為替変動の確保を求める要求が高まる可能性もあるだろう。ただし、小刻みな通貨価値切上げはマーケットに再切上げ予想を残してしまい、中国政府にとっては得策ではないことから、年内の再切上げはないと見る。

## 為替市場



さて、先行きに関しては、当面の為替レート(対ドルレート)は現状の110円/ドル近辺を中心とする展開が続くと予想する。また、ユーロ圏経済は底入れ感が出始めており、日欧間の景況感・金利格差が発生しにくいことから円の対ユーロレートは130円/ユーロ台での展開が続くと予想する。(2005.8.25現在)