

情勢判断

国内経済金融

原油高騰の間接効果で輸出再加速時期はやや後ズレへ

南 武志

要旨

与党圧勝によって小泉流「構造改革路線」は継続されるが、これまでの延長であり、短期的な景気動向への影響は特段考慮する必要はない。原油高騰による世界経済の成長スピードが減速することで輸出再加速の時期はやや後ズレするものの、民間最終需要が堅調に推移するため 06 年にかけて景気拡大が持続するとの見通しに変更はない。また、消費者物価も年内には前年比マイナス状態からの脱却が実現するとの予想が増えている。

マーケットでは、外国人投資家主導によって株高が進行したが、一方で長期金利は需給関係が安定していることもあり、概ね 1.3% 台で推移。為替レート(対ドル)は米国の金融政策を巡る思惑に左右される展開となっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年度 / 月 項 目		2005年		2006年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9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	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.17	0.10 ~ 0.17
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 (%)	(%)	1.400	1.30 ~ 1.80	1.40 ~ 1.90	1.50 ~ 2.00	1.50 ~ 2.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.17	105 ~ 115	102 ~ 112	102 ~ 112	102 ~ 112
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.4	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)	(円)	13,393	13,200 ± 500	13,300 ± 500	13,500 ± 500	13,250 ± 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9月26日時点。

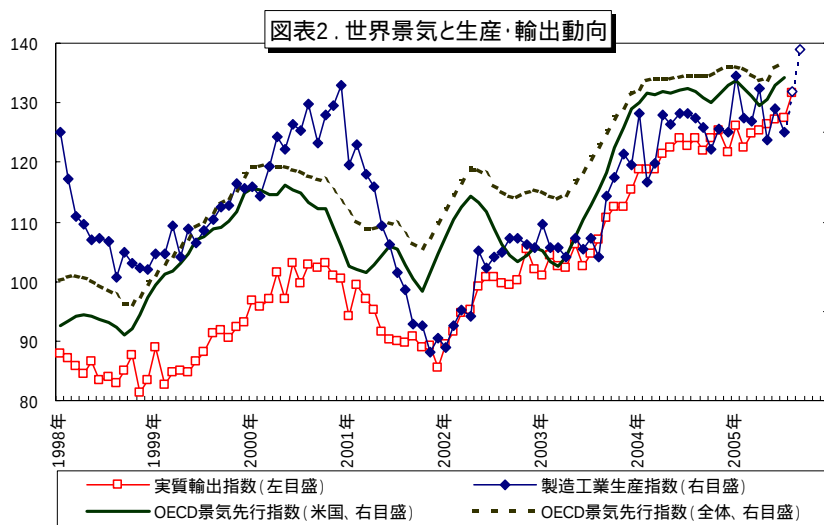
国内景気・現状・展望

郵政民営化を巡る国民投票的色彩の濃かった総選挙は、争点を民営化一点に絞り込んだ自民党が圧勝し、明確な対案を提示できなかった民主党は惨敗という結果に終わった。これにより、これまでの小泉流「構造改革路線」が継続されることになったが、これまでの路線の延長ということでもあり、景気動向への何らかの影響を考慮すべき性質のものでもないだろう。

なお、7月分の経済指標は、好調だった6月分の反動といった面も見られ、総じて「良くない」結果であった。しかし、長めの視野で見れば、景気が拡大局面にあることを

棄却するほどの悪さでもなく、かつ鉱工業生産・予測指数や8月の実質輸出などからは先行きの生産増が見込まれており、7月の停滞は一時的と判断される。

また、5日に発表された4~6月期法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベースの経常利益は過去最高益を更新していることが明らかになった。世界的に経済成長が持続する中、過去数年間に実施した徹底したリストラ努力の甲斐もあって本邦企業の経営体力は復活している。また、設備投資も更新需要が中心ではあるが、堅調に推移していることも判明。と同時に、15日に発表された4~6月期の資金循環統計から



(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

時点から 05 年度成長率見通しを小幅度ながら上方修正した (+2.1 % → +2.2%)。概要としては、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 年にかけて潜在成長力を上回る景気

は法人部門の貯蓄超過 (対名目 GDP 比率) が縮小方向に向かっていることが観察されている。企業部門の貯蓄投資バランスは投資超過であるのが本来の姿であることを考慮すると、依然としてその姿には程遠い感もあるが、今後、法人部門の「金余り」の解消に向けてどのような動きが見られるのか注視していく必要があるだろう。

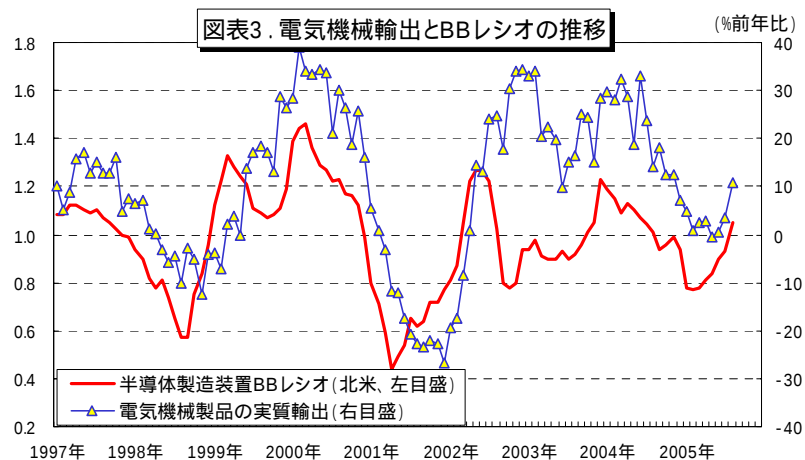
上記の法季を受けて発表された 05 年 4～6 月期 GDP 第二次速報 (2 次 QE) によれば、実質成長率は前期比 +0.8% (同年率換算 +3.3%) となり、1 次 QE (前期比 +0.3%) から大きく上方修正されている。内容的には、民間消費・民間設備

投資といった民間最終需要に加え、輸出増が成長を牽引しており、いわばバランスの取れた経済成長を達成していると言っても差し支えないだろう。

先行きについては、後掲『改訂 2005・2006 年度経済見通し』で示しているが、8 月の 1 次 QE 公表

拡大局面が続くと見込んでいる。ただし、米国でのハリケーン被害が年度下期の原油価格高止まりをほぼ決定的なものとしたことから、05 年末にかけて世界経済・貿易の伸びが一時的に減速する可能性が高い。この結果、日本からの輸出も事前想定よりはやや鈍化するの否めない。

物価に関しては、原油高騰が全体を牽引する構図が続いている。国内企業物価ベースでは素原材料、中間財に加え、消費財 (国内品) もようやく前年比プラスに転じており、川上から川下方向への価格波及が始まりつつあるように見受けられる。また、消



(資料) 財務省、日本銀行、国際半導体製造装置協会

(注) 電気機械製品の実質輸出は、名目額 (財務省) を輸出物価 (日銀) で除して作成

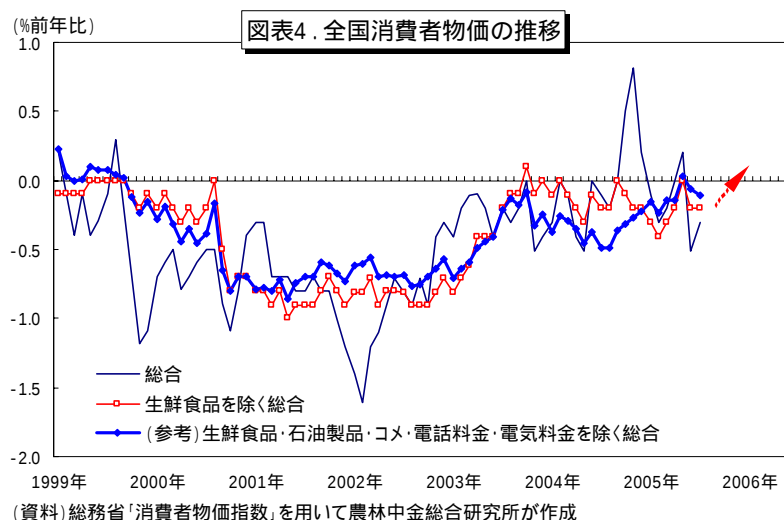
費者物価ベースでも、当初一時的と見られていた石油製品高騰が半恒久的なものに変化してきた上、原油高騰に伴う燃料費調整制度により電気料金が10月以降に値上げされることが確実である他、この1年間は物価押し下げに寄与してきたコメ要因が10月以降に、更に電話基本料金引下げ効果は年

明け後にそれぞれ剥落することもあり、早ければ05年末までには消費者物価（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

前述のように、消費者物価上昇率の見通しが水面上に浮上してきたこともあり、量的緩和政策が「いつ」「どのように」解除されるのかに関する思惑が高まっている。9月中旬には複数の政策委員が講演等を通じて、量的緩和政策からの転換についての意見を表明している。

一方で、量的緩和政策解除の思惑が高まると金利先高観が醸成されることから、今のうちにほぼゼロ金利で資金調達しようというインセンティブが働いて、資金供給オペレーションに対する応札需要が回復する、といったような本来あるべき姿と相反する事態も発生している。この結果、札割れの事態は回避されている。



基本的には現行政策の変更時期については、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）へのコミットメントとの整合性を考慮すると06年4～6月期頃がそのタイミングになるとの見方に変更はない。06年8月には消費者物価指数の基準年改訂が実施予定であり、その際には上昇率が圧縮される可能性が高い^(注1)が、その影響を事前に考慮することはないと見る。

また、その手法としては「量的目標の逐次引き下げ」か「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、金融政策の正常化に伴って超過準備保有二重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）+ α 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、景気やマーケットに無用の混乱を与えないかどうか、十分に見極める必要があるだろう。

（注1）現行の2000年基準への改訂時には前年比

変化率が約 0.2%pt 下方修正されている。

市場動向:現状・見通し・注目点

景気回復の継続・小泉続投による構造改革路線維持ということから株式市場は活況を呈したが、長期金利は安定した需給環境から 10 年国債利回りは概ね 1.3%台で推移。為替レートも対ドル・対ユーロとも方向感が乏しい展開となった。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

債券市場

8 月中～下旬にかけて、景気踊り場からの脱却期待が強まる中で長期金利は強含む展開となり、10 年国債利回りは一時 1.485%まで上昇した。しかし、その後は 9 月を控えて、投資家のポートフォリオからは今となっては高いクーポンの債券が大量に償還されていくため、消去法的ながらも買わざるを得ない面が、需給を安定的なものにした。さらに、米ハリケーン被害を受けて原油が高騰、その余波から米国の景気減速懸念が浮上し、米長期金利が再び低下するというのも、国内長期金利の低下に寄与したと思われる。その結果、9 月に入ってから概ね 1.3%台での推移となってい

る。ただし、中短期ゾーンは量的緩和政策の解除がどうやらカウントダウンに入っているとの思惑もあり、長期～超長期ゾーンに比べて利回りの上昇が目立つ。

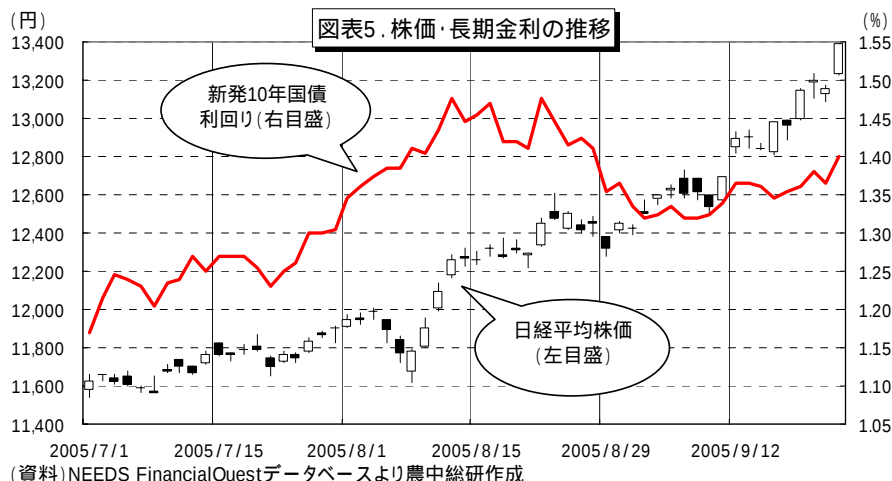
なお、マクロ経済面では先行きも景気拡大が続き、デフレ脱却まであと少しという地点まで辿り着いたことから近い将来の金融政策正常化が予想されている割に金利水準としては低いままである。これについては、原油高を背景にしたオイルマネーが流入している可能性を指摘する向きもある。

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ライン状態が続くことが想定されるため、量的緩和政策後もしばらくは政策金利のゼロ金利状態は続くと思われる、長期金利の上昇幅は限定的との見方に変更はない。05 年度後半にかけて徐々に水準を切上げ、1%台後半を中心レンジとする展開になると予想している。

株式市場

外国人投資家は選挙結果を見る前から、小泉政権継続を確信し、構造改革進展への期待感から日本の株式市場への資金流入を

積極化していた。選挙後はその勢いが増幅しており、日経平均株価は 4 年 3 ヶ月ぶりに 13,000 円台を回復している。



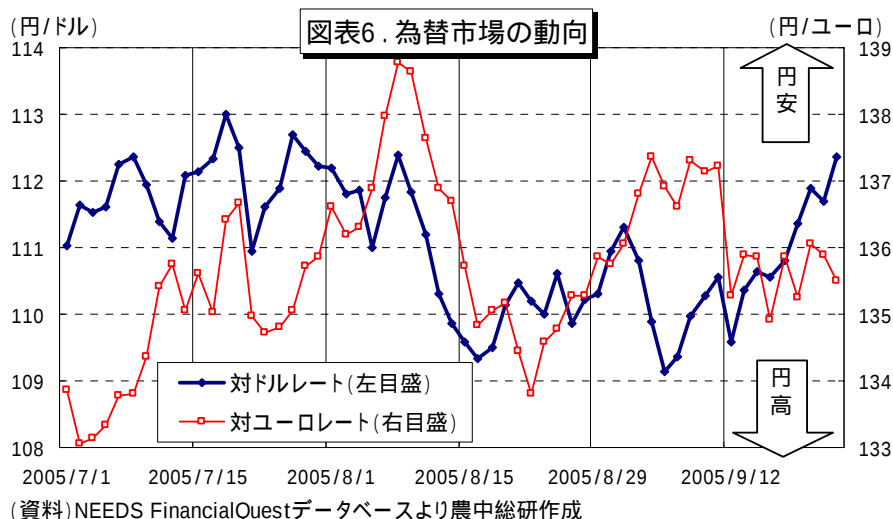
基本的には比較的良好的な内外経済環境が持続する中では、企業業績も堅調に推移することが見込まれ、かつ「構造改革」進展の期待も根強いことから、これまで敬遠され割安感の

高かった内需関連の低位大型株などへの投資が相場全体を牽引している。一方、ハイテクなど輸出関連の「国際優良銘柄」はそもそも外国人投資家の保有比率が高いこともあり出遅れ感もあるが、半導体製造装置の BB レシオが 1 を超える（図表 3）など、半導体市場では調整が終了していること、今後は欧州・アジアなどでの PC・携帯電話などの需要増が見込まれること等から、先行き業績回復の足掛かりを掴めれば、徐々に物色の対象になってくると見られる。

なお、5 月中旬以降の一貫した上昇相場に対して、一部にはテクニカル的に過熱感のある業種・銘柄もあり、調整を余儀なくされる可能性もあるが、ファンダメンタルズ面を見る限り、来年半にかけて株価上昇傾向が続くと予想される。

為替市場

8 月中旬以降、円の対ドルレートは 110 円 / ドルを挟んでもみ合う展開が続いていたが、足許ではハリケーン襲来に伴うガソリン価格高騰を受けて米国でのインフレ懸念が再燃している。そのため、次回 FOMC（11 月 1 日開催）でも利上げ継続という予想が



根強く、為替レートはややドル高方向に振れている。上述のように、日本経済のファンダメンタルズは堅調さを増しつつあり、海外から本邦株式市場への資金流入が続いている一方で、米国金融政策への思惑が為替変動を導きやすい状況となっている。

一方、対ユーロレートを見ると、18 日に実施されたドイツ総選挙の結果が与野党伯仲で、どの政党も過半数を獲得できなかったことで政治的リスクが高まり、9 月後半にかけてユーロは弱含んだ。

なお、先行きの為替レート（対ドル、対ユーロとも）は現状水準から大きくどちらかに動きことは想定しない。米国内で消費停滞が明確化すれば利上げ観測を冷まし、ドル高が一服する可能性もあるだろう。対ドルレートはこれまでと同様 110 円 / ドル近辺を中心とする展開が続くと予想する。ユーロ圏経済も基調としては景気底入れが始まっており、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だろう。

（2005.9.26 現在）