

情勢判断

国内経済金融

株価・金利は一旦調整だが、年末に向けて再度レンジ切上げへ

南 武志

要旨

国内景気は踊り場状態を脱した後、緩やかではあるが着実な回復を示している。原油高止まりによって世界経済の成長スピードが減速する懸念が残るが、牽引役が民間最終需要に移っており、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、年内にも消費者物価の前年比マイナス状態からの脱却が実現し、06 年春には量的緩和政策の解除するとの予想が強まりつつある。

マーケットでは、10 月上旬までは株高・金利高が進行したが、目先は調整色が強い展開に。一方、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が続いており、ドル高基調となっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年度 / 月 項 目		2005年		2006年		
		10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) (%)	(%)	0.0900	0.09 ~ 0.14	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 (%)	(%)	1.495	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)	115.45	108 ~ 118	105 ~ 115	102 ~ 112	102 ~ 112
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.38	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)	(円)	13,106	13,250 ± 500	13,500 ± 500	13,750 ± 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10月24日時点。

国内景気・現状・展望

景気の現状を見ると、2004 年後半から続いていた「景気の踊り場」を脱却した後、緩やかではあるが、着実に景気拡大が続いていると判断される。踊り場形成の主因であった電気機械などハイテク製品の輸出や、中国向けの輸出数量はすでに回復が始まっている。さらに、企業業績の好調継続からこれまで抑制されてきた企業設備投資の更新需要が強まったり、賃金上昇を経由して家計所得へ波及したり、と、民間最終需要の増加傾向が続いている。

02 年 1 月を「景気の谷」とする今回の景気循環上、拡大期間は 45 ヶ月程度継続して

いる計算となる。戦後日本での景気循環の平均拡大期間 33 ヶ月はすでに経過しているものの、今回の景気循環では 2 回の踊り場状態が発生し、この間は拡大が止まっていたこと、景気拡大の主役である民間最終需要の自律的回復が始まったのはつい最近であり、過熱感が乏しいこと、等、先行きの景気拡大継続は十分可能であろう。

こうした中、3 日に発表された日銀短観 9 月調査によると、企業経営者の景況感が上向していることが示された。本邦企業は数年前までは設備・雇用などの過剰感に悩まされ低収益に喘いでいたが、足許では設備・人手の不足感が生じるなど、企業を取

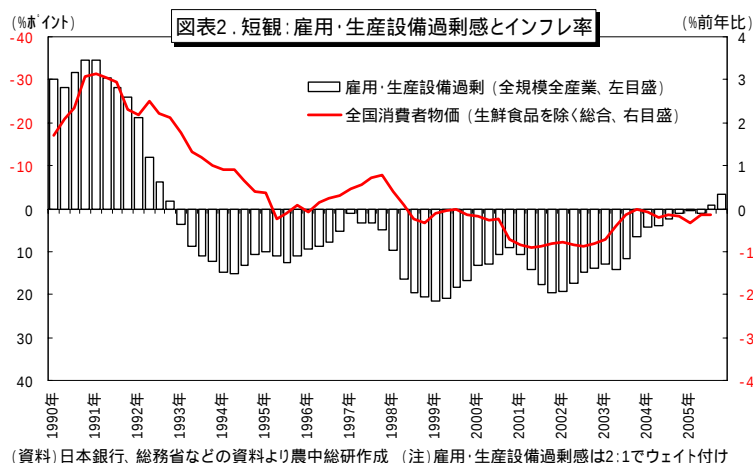
り巻く環境は改善傾向が持続している。次回調査時点（12月上旬）では景況感が小幅悪化することが見込まれているが、実際には改善する可能性もあると見る。

これまでに入手できる経済指標は、総じて堅調であった。鉱工業生産、機械受注（いずれも8月分）など企業活動

の指標は改善方向であるし、9月の百貨店販売（東京地区）も衣料品を中心に堅調である。なお、鉄鋼業・化学工業などで汎用品における在庫調整が目先強まる可能性があるが、その程度は軽微であり、高付加価値財へのシフトによって年内には終了すると見られている。

以上をまとめると、先行きについ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拡大局面が続くと見込んでいる。ただし、懸念材料として米国などを中心に原油価格高止まりが世界経済・貿易の伸びを減速させる可能性には留意しておきたい。

物価に関しては、原油など素原材料価格高騰が全体を牽引する構図が続いている。特に、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）ベースでは、石油製品高止まりが持続している上、燃料費調整制度による電気料金引き上げ（10月～、06年1月にも再引き上げの公算が高い）コメ要因による物価押し下げ効果が10月以降に縮小すること、更に電話基本料金引下げ効果が11月には若干縮小すること（年明け後には完全に剥落）もあり、早ければ05年末までには前年



比マイナス状態から脱却するとの見方が大勢を占めている。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っている。

金融政策の動向・見通し

前述のように、98年からほぼ一貫して続いてきた消費者物価の前年比マイナス状態から年内にも脱出するとの見通しが大勢を占めるに至り、量的緩和政策が「いつ」「どのように」解除されるのかを巡る思惑が高まっている。

この点に関して、9月以降、福井日銀総裁を筆頭に多くの政策委員が講演等を通じて、量的緩和政策からの政策転換についての意見を表明してきた。しかし、内容については委員らの個人的見解の域に留まっており、委員会としての意見が固まっているとはいいがたい。この議論を巡っては、今後も日銀などからの発言を注意深く見守っていく必要があるだろう。

なお、03年10月に発表された「量的緩和政策継続のコミットメントの明確化」に従えば、現行政策の変更時期としては、消費者物価前年比がプラスに転じてから数ヶ月経過し、かつ4月の「展望レポート」で

の物価見通しが示される
06 年 4～6 月期頃が量的緩和
政策解除のタイミングに
なるとの見方に変更はない。

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
補であるが、金融政策の正
常化に伴って超過準備保有

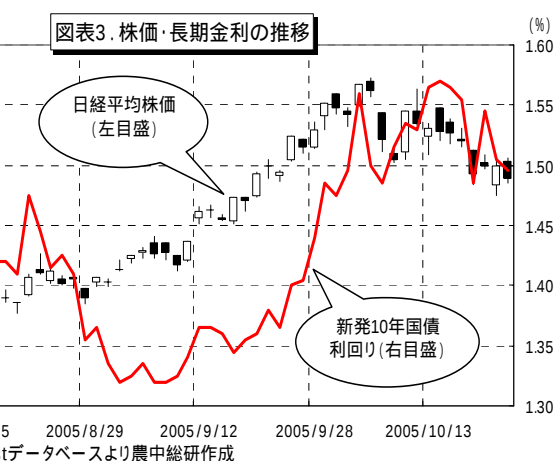
ニーズが一気に減退すれば、引き下げられ
た残高目標自体を達成できる保証はない。
それゆえ、量的目標を金利目標に変更し、
当預残高は自然に所要準備残高（4.5 兆円
強）+ α 程度に向けてマーケットなどに影
響が出ないペースで減少させていく可能性
も考えられるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

10 月上旬まで株価・長期金利とも上昇傾
向が強まっていたが、その後はスピード調
整的な相場展開となっている。一方、為替
レートは米ドルが対円・対ユーロで上昇す
る展開となった。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

9 月上旬に 1.3% 台前半であった長期金
利（新発 10 年国債利回り）は上昇傾向とな
り、10 月中旬には一時 1.585% まで上昇し
た。今回の金利上昇は、06 年前半にも量的
緩和政策解除される可能性が高まったこと
で、消費者物価前年比にコミットすること
でもたらされていた時間軸効果が剥落し、
ターム物から長期ゾーンにかけてそれを織
り込む動きの一環であった。一方で、投資



家の運用難という状況にはさしたる変化も
起きておらず、一旦は上昇した長期金利が
再び 1.5% を割り込むなど、金融緩和策か
らの転換を目前にしている割には、金利水
準としては低いままである。

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け
り続けることが見込まれる。しかし、物価
面でもデフレーション状態が定着し、量的
緩和政策後も当分の間は政策金利のゼロ金
利状態は続くことが想定される。つまり、
長期金利は上昇するが、それは上昇局面入
りを意味するものではなく、レンジの上方
シフトに限定され则认为る。年度下期は
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

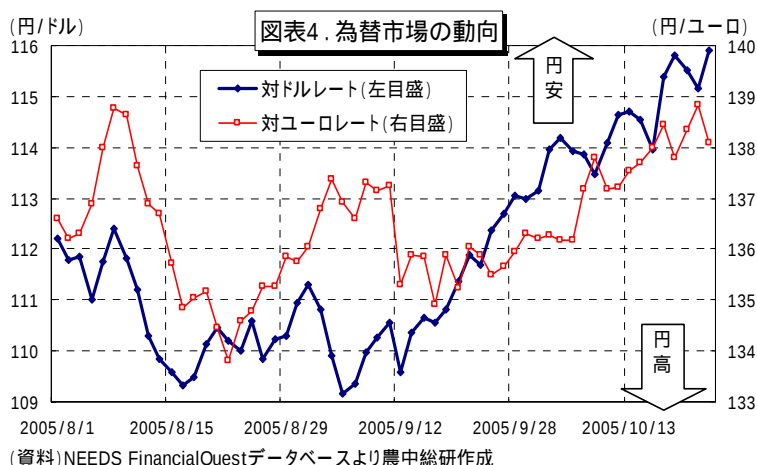
10 月初頭まではほぼ一貫した上昇が続い
てきた株式市場であるが、それ以降はやや
スピード調整的な展開が強まっている。21
日には約 1 ヶ月ぶりに 1 万 3,000 円台を割
り込む場面もあった。夏場以降のピッチの
早い上昇に対し、テクニカル的な過熱感を
指摘する意見が出ていたことに加え、主役
であった外国人投資家（特にヘッジファン

ド)では期末決算のために買い持ちのポジションを一旦アンwindする動きも出ていた可能性があるだろう。

先行きに関しては、目先は引き続き調整色が色濃い展開を余儀なくされると見るが、基本的には比較的良好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、内需関連株などが中心となって、相場全体を牽引するものと考えている。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、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。少なくとも来年半にかけて株価上昇傾向は継続すると予想する。

為替市場

米国内の石油精製施設が集中するメキシコ湾岸にハリケーンが相次いで襲来していることもあり、原油価格が高止まった状態が続いている。一方で、一部経済指標にはそれに伴う悪影響も出ているものの、基本的には経済の堅調さが示されている。また、インフレ率もコア部分の上昇は抑制されているが、全体ではかなり高めの推移しており、インフレ懸念はむしろ高まる方向にあるようだ。こうした状況を反映して、米国では金利先高観が根強く、次回 FOMC (11月1日開催) に続いて、次々回 (12月13日) までは利上げが継続するとの見方がコンセ



ンサスとなりつつある。

一方で、日本でも金融緩和策からの転換が焦点となっているものの、政策金利を引き上げるところまでは見通すことはできない状況であり、日米金利格差はまだ拡大すると見られている。その結果、為替レートはドル高方向に振れている。

一方、対ユーロレートを見ると、ドイツの総選挙の結果を受けてユーロが弱含んだが、欧州中央銀行 (ECB) 首脳の利上げを示唆する発言から再びユーロ高気味に推移している。

先行きの為替レートは、対ドルについては目先ドル高気味に推移する可能性があるが、その後は再び円高ドル安方向に戻ると考える。その理由としては、今後、石油需要期を迎えるが、米国内での原油価格高止まりが実質所得を目減りさせ、その結果消費減速を明確化させれば利上げ観測を冷まし、金利先高観を解消させる可能性を指摘しておきたい。

一方、対ユーロについては、ユーロ圏経済は景気底入れしたとはいえ、ECB が利上げを実施するには至らないものと予想、円の対ユーロレートは 130 円 / ユーロ台での展開が続くと見る。 (2005.10.25 現在)