

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 景気と金利、株価の反転をさぐる慎重姿勢が必要

わたなべ のぶとも  
渡部 喜智

(要旨)

短期的には景気減速感が続くなか、長期金利の低下余地が残り低位にとどまる可能性が大きい  
が、景気調整の期間・深度については短期・浅いという前提にとどめるのが無難だろう。米国、中国  
等海外景気に加速期待が戻れば、早期に長期金利反転の可能性もあろう。同様に株価も 05 年半  
ば以降には、景気に先行して株価の反発基調が明確になる可能性を視野におくべきと考える。

為替相場では一段のドル安・円高がありえるが、介入の可能性もあり、ドルの下値は限定的とい  
う見方をしている。

表1. 金利・為替・株価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2005年度				
		05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)	12月 (予想)	06年3月 (予想)
無担コ-ル翌日物		0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBORユ-ロ円(3ヶ月)		0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.15 ± 0.05
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.35 ± 0.25	1.45 ± 0.30	1.55 ± 0.20	1.65 ± 0.25	1.70 ± 0.25
為替相場	円ドル	97.5 ~ 105.0	100.0 ~ 105.0	102.5 ~ 107.5	102.5 ~ 107.5	102.5 ~ 107.5
	ユーロ円	135.0 ~ 140.0	132.50 ~ 137.5	132.5 ~ 137.5	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0
日経平均株価		10,750 ± 500	11,250 ± 500	11,500 ± 750	12,000 ± 1,000	12,000 ± 1,000

#### ここ1ヶ月程度の金融市場概況

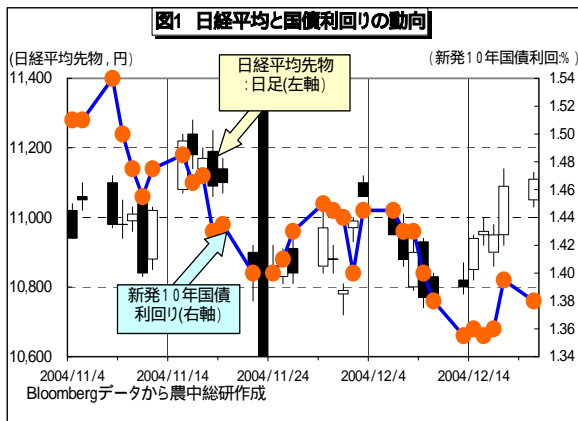
10月鉱工業生産(指数)が14ヵ月ぶりに前年比マイナス(0.8%)に転じるとともに、機械受注(除く電力・船舶ベース:季調値)が2ヵ月連続で前月比減少。内閣府「景気ウォッチャー調査」の判断DIも低下が続き、弱含みの消費関連指標が目立った。これ

を受けて、政府(内閣府)、日銀は景気の基調判断を2ヶ月連続で下方修正した。

このように冴えない国内経済指標に伴って景気減速感が広がるなか、国債相場は堅調に推移。新発10年国債利回りは1.4%台前半レベルでの膠着が続いた後、12月10日に3月下旬以来の1.4%割れ。以後、1.3%台の動きが続いている。

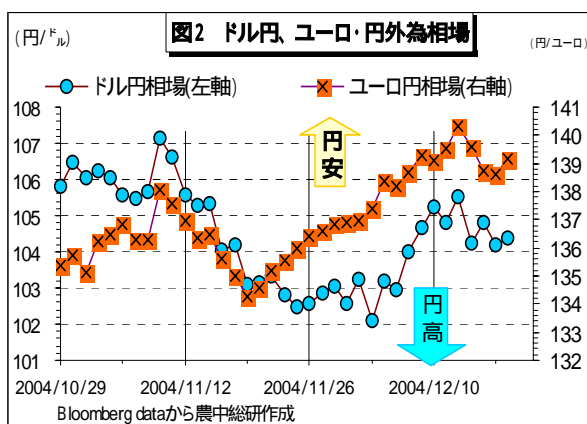
一方、株式相場は、12月2日に101円台まで進んだドル円相場の円高に加え、前述の景気減速懸念が売り材料となり、低迷。しかし、米国株式相場の堅調や石油市況の下落が下支え要因となり、下値も限定。日経平均は11,000円を挟み一進一退となった(以上、図1)。

外国為替相場では、米国の「双子の赤字」とその資金ファイナス懸念が主要な相



場材料となり、ドル先安感が強まった。ユーロ・ドル相場で 1 ユーロ = 1.3469 ドルをつけ心理的節目の 1.35 ドルに接近。ドル円相場でも 1 ドル = 101 円台まで円高・ドル安が進んだ。

しかし、日欧の景気調整懸念やドル安の達成感などから、外国人勢がクリスマス休暇入り前にドルを買い戻し、ポジション整理したことでドル安は一服。もみ合いの状態となっている。なお、ユーロ円相場はユーロ高の関係から 1 ユーロ = 140 円台に一時乗った(図2)。

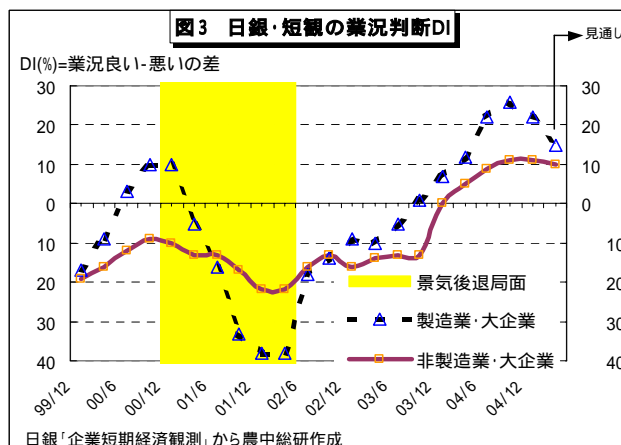


ニューヨーク原油先物(WTI)は反落基調をたどったが、冬期需要増加見通しから下げ止まり。ヒーティング・オイル在庫の減少やOPECの実質生産削減(05年1月から日量100万バレル生産減少)方針および石油関連施設へのテロ不安などからWTIは12月17日には1バレル=46ドル台に反発した。(金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP:「Weekly 金融市場」(毎金曜・夕刻更新)も参照されたい。)

## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場 = 景気反転

年末を控え、05年の米国景気については株価堅調もあり強気観が再び台頭しているが、日銀の12月調査「企業短期経済調査」(以下、日銀・短観)の業況判断DIの頭打ちに示されるように、国内景気の減速感是否めない(図



3)。

電子部品・デバイスの生産調整実施など業種間で景況感のバラつきは拡大しており、自然災害・天候不順による心理圧迫、さらには今秋以後始まった租税公課の負担増加から、わが国の景気については年明け後もしばらくは冴えない経済指標の発表が続くだろう。

このような景気減速感が払拭されない限り、国債買いを刺激することになり、底固い相場展開(低位の利回り継続)が予想される。

しかし、景気調整の期間、深度については慎重に見るべきだろう。ハイテク製品の需要増加のスピード調整など国内景気にとってマイナス要因はあるが、『三つの過剰』の解消に伴う企業部門の体力・体質の改善は景気の深押しを抑える。また、中国の景気過熱抑制策の継続により04年前半までのような「中国特需」の勢いは無くなるかもしれないが、引き続き中国が8%程度の経済成長を持続するなか堅調な中国向け輸出が期待でき、鉱工業生産の刺戟要因となる。また、内外ともに設備の積み上がりはITブームに比べて大きく無いことから、ストック調整の程度も限定的と見てよからう。

したがって、景気調整が短期かつ浅いものとなるという前提にとどめるのが投資上、無難と思われる。

また、景気減速のもとでも、デフレが再び

進行するような見方は少数派にとどまる。素材関連の市況が高値圏を維持している影響もあるが、日銀・短観の「価格判断 DI」も業況判断 DI のピークアウトのもとでもほとんど低下せず、必ずしも改善基調は崩れていない。消費者物価(除く生鮮食品)の構造的安定性は大きい、需給悪化からのスパイラル的な下落圧力は明らかに後退している。

短期的には長期金利が一段低下する可能性は残るが、中期的に持続可能な(低)利回り水準なのかは疑問である。短期的な長期金利の突っ込みには慎重な相場対応が求められるよう。

### 株式相場 = 05 年半ば以降、株価の反発基調が明確化する可能性も視野に

年明け以降も、すぐに景気減速感が解消することは見通しにくい。経済指標もしばらくは冴えない発表が予想される。

しかし、景気が短期・小幅な調整にとどまるという想定のもとで、景気循環と株価の関係を想定すれば、株価の先行性から、05 年年央には株価の反発基調が明確になる可能性を考えておく必要がある(表2)。

円高や米国景気、ハイテク製品需要および金利(上昇)動向など株価にとっての逆風・リスクも予想されるが、05 年度中の業況反転 = 業績の不透明感が払拭されれば、内外投

資家心理の盛り返しから、反発基調がはっきりするのは意外に早いかもしれない。

### 為替相場 = 一段のドル安リスク残るが、下値限定

04 年 12 月中旬以降、ドル安進行が一服しているが、05 年年明け以降のドル安リスクが後退したと速断するのは危険だろう。

一時、更迭報道も出たスノー米財務長官を当面留任すると見られており、同長官の就任以来、強いドルの標榜・コメントとは裏腹に、緩やかなドル安となってきた為替の方向性は変わらないだろう。

短期的に景気だけを考えれば、日欧の景気が米国に劣る動きをする可能性も強く、ドル売りの抑制材料となる。しかし、米国の貿易、財政の『双子の赤字』是正のため、ドル安放置という観測は根強い。ただし、赤字をファイナンスする上で海外からの資金流入は必須であり、ドル資産からの逃避心理をかきたてるような大幅なドル安はありえないだろう。一定レベルからは日本の通貨当局による為替介入も米国からは是認されると考えており、ドルの下値は限定的だろう。

(04.12.21)

表2 景気の山・谷と株価の変化(1970年以降)

景気の谷 年/月	景気の山 年/月	景気後退 期間 カ月	株価のボトム		株価のピーク		株価下落 期間 カ月	株価 上昇率 %	株価 下落率 %
			年/月	円	年/月	円			
71/12	73/11	16	71/08	2,162.8	73/01	5,359.7	21	147.8	37.4
75/03	77/01	9	74/10	3,355.1	77/09	5,287.7	2	57.6	13.1
77/10	80/02	36	77/11	4,597.3	81/08	8,019.1	14	74.4	14.6
83/02	85/06	17	82/10	6,849.8	86/08	18,996.1	2	177.3	17.8
86/11	91/02	32	86/10	15,624.3	89/12	38,957.4	32	149.3	63.6
93/10	97/05	20	92/08	14,194.4	96/06	22,750.7	28	60.3	43.8
99/01	00/11	14	98/10	12,787.9	00/04	20,833.2	36	62.9	63.5
02/01	04/12現在		03/04	7,603.8	04/04	12,195.7	8	60.4	13.3
(平均)		<b>18</b>			(平均)		<b>18</b>	<b>98.8</b>	<b>32.0</b>

日本経済新聞社「日経平均株価」、内閣府「景気動向指数」より農中総研作成 (注)直近は12.21現在

# 内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	長期金利				短期金利					外国為替			内外株価指数				海外金利			その他		
	新発10年物 国債利回	債先10年物 中心限月	みずほコーポ 新発5年 金融債 利回	金利スワップ レート 5年物 (円・円) 仲値	無担保 コール 翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR円 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	金利先物 (利回り) 中心限月	円ドル ・スポ ット レート 東京 17:00 現在	ユーロ ・ドル ・スポ ット レート	ユーロ 円 ・ス ポ ット レート 東京 17:00 現在	日経平均 (225種)	TOPIX 終値	NYダウ 工業株 30種平均	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回	LIBOR ドル 3ヵ月	独 国 10年物 国債利回	NY 金先物 期近	WTI 期近	OPEC バス ケット 価格
04/10/27	1.430	138.55	0.702	0.690	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.81	1.271	136.29	10,691.95	1,074.29	10,002.03	1,969.99	4.082	2.13	3.845	424.80	52.46	44.75
04/10/28	1.485	138.13	0.729	0.721	0.001	0.0867	0.053	0.109	0.185	106.06	1.275	134.88	10,853.12	1,090.25	10,004.54	1,975.74	4.049	2.16	3.890	426.10	50.92	43.59
04/10/29	1.490	138.15	0.723	0.720	0.002	0.0867	0.053	0.109	0.190	105.87	1.280	135.17	10,771.42	1,085.43	10,027.47	1,974.99	4.023	2.17	3.873	429.40	51.76	43.39
04/11/01	1.505	138.01	0.752	0.727	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.190	106.39	1.275	135.93	10,734.71	1,080.50	10,054.39	1,979.87	4.070	2.18	3.866	428.20	50.13	43.31
04/11/02	1.535	137.57	0.787	0.762	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.195	106.47	1.274	135.54	10,887.81	1,094.88	10,035.73	1,984.79	4.047	2.19	3.905	420.80	49.62	41.98
04/11/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.282	休場	休場	休場	10,137.05	2,004.33	4.074	2.20	3.894	425.40	50.88	41.44
04/11/04	1.510	137.90	0.764	0.741	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.34	1.287	136.35	10,946.27	1,101.89	10,314.76	2,023.63	4.072	2.21	3.843	430.80	48.82	40.53
04/11/05	1.510	137.81	0.774	0.749	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.10	1.296	136.59	11,061.77	1,112.13	10,387.54	2,038.94	4.173	2.22	3.903	434.30	49.61	38.56
04/11/08	1.540	137.63	0.795	0.770	0.003	0.0867	0.052	0.108	0.190	105.43	1.292	136.71	10,983.83	1,102.71	10,391.31	2,039.25	4.216	2.26	3.898	433.40	49.09	38.67
04/11/09	1.500	137.96	0.766	0.740	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	105.71	1.290	136.64	10,964.87	1,100.33	10,386.37	2,043.33	4.226	2.27	3.862	436.20	47.37	38.03
04/11/10	1.475	138.15	0.758	0.723	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.180	105.99	1.289	136.58	10,994.96	1,100.74	10,385.48	2,034.56	4.239	2.28	3.866	434.50	48.86	37.73
04/11/11	1.455	138.42	0.743	0.705	0.002	0.0867	0.053	0.108	0.165	106.93	1.291	137.84	10,846.92	1,091.13	10,469.84	2,061.27	4.252	2.29	3.817	435.40	47.42	37.16
04/11/12	1.475	138.21	0.764	0.724	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.170	106.10	1.297	137.21	11,019.98	1,104.02	10,539.01	2,085.34	4.179	2.29	3.778	438.30	47.32	36.96
04/11/15	1.485	138.10	0.766	0.730	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.170	105.32	1.295	136.84	11,227.57	1,123.47	10,550.24	2,094.09	4.186	2.30	3.772	437.30	46.87	36.11
04/11/16	1.465	138.30	0.755	0.719	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.47	1.296	136.65	11,161.75	1,120.37	10,487.65	2,078.62	4.206	2.31	3.747	440.50	46.11	35.94
04/11/17	1.470	138.30	0.751	0.718	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.06	1.303	136.44	11,131.29	1,114.61	10,549.57	2,099.68	4.129	2.33	3.763	445.10	46.84	35.49
04/11/18	1.430	138.64	0.722	0.697	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.76	1.296	135.47	11,082.42	1,110.25	10,572.55	2,104.28	4.113	2.34	3.808	442.90	46.22	36.20
04/11/19	1.435	138.72	0.714	0.695	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.155	104.18	1.302	134.98	11,082.84	1,109.77	10,456.91	2,070.63	4.204	2.35	3.785	447.00	48.44	37.53
04/11/22	1.400	138.95	0.695	0.674	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.19	1.305	134.54	10,849.39	1,089.77	10,489.42	2,085.19	4.178	2.36	3.760	449.00	48.64	38.62
04/11/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.309	休場	休場	休場	10,492.60	2,084.28	4.182	2.38	3.789	447.90	48.94	38.69
04/11/24	1.400	138.96	0.694	0.677	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.29	1.319	135.38	10,872.33	1,090.93	10,520.31	2,102.54	4.198	2.38	3.798	449.30	49.44	38.95
04/11/25	1.410	138.86	0.705	0.689	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.160	102.54	1.327	135.19	10,900.34	1,094.45	休場	休場	4.194	2.39	3.774	休場	休場	39.06
04/11/26	1.430	138.80	0.719	0.708	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	102.52	1.330	136.20	10,833.75	1,091.21	10,522.23	2,101.97	4.246	2.40	3.773	休場	休場	38.89
04/11/29	1.450	138.55	0.736	0.724	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.165	103.00	1.328	136.45	10,977.89	1,103.60	10,475.90	2,106.87	4.318	2.40	3.816	453.70	49.76	39.46
04/11/30	1.445	138.64	0.724	0.718	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.160	103.17	1.328	136.65	10,899.25	1,098.79	10,428.02	2,096.81	4.349	2.41	3.793	451.30	49.13	39.77
04/12/01	1.440	138.73	0.719	0.706	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.155	102.78	1.335	136.93	10,784.25	1,087.36	10,590.22	2,138.23	4.365	2.42	3.776	454.00	45.49	38.03
04/12/02	1.400	139.06	0.696	0.682	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.03	1.327	136.45	10,973.07	1,105.38	10,585.12	2,143.57	4.406	2.44	3.827	450.40	43.25	35.42
04/12/03	1.445	139.03	0.696	0.689	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.150	103.52	1.345	137.34	11,074.89	1,110.53	10,592.21	2,147.96	4.250	2.44	3.752	456.00	42.54	34.53
04/12/06	1.445	139.01	0.698	0.689	0.002	0.0850	0.053	0.107	0.150	102.37	1.341	137.43	10,981.96	1,103.70	10,547.06	2,151.25	4.221	2.44	3.711	454.20	42.98	34.89
04/12/07	1.430	139.07	0.698	0.686	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.76	1.342	138.03	10,873.63	1,093.68	10,440.58	2,114.66	4.221	2.45	3.681	452.00	41.46	34.21
04/12/08	1.430	139.10	0.692	0.676	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.145	103.73	1.334	138.37	10,941.37	1,099.69	10,494.23	2,126.11	4.118	2.46	3.648	437.20	41.94	33.78
04/12/09	1.400	139.55	0.656	0.641	0.001	0.0850	0.053	0.107	0.135	104.01	1.331	138.74	10,776.63	1,087.56	10,552.82	2,129.01	4.166	2.47	3.623	435.80	42.53	34.29
04/12/10	1.380	138.85	0.651	0.628	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	105.220	1.323	139.43	10,756.80	1,083.79	10,543.22	2,128.07	4.149	2.48	3.612	433.90	40.71	33.92
04/12/13	1.355	139.02	0.641	0.614	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	104.880	1.331	139.21	10,789.25	1,085.84	10,638.32	2,148.50	4.147	2.49	3.597	438.90	41.01	33.99
04/12/14	1.360	139.00	0.651	0.623	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.830	1.330	139.57	10,915.58	1,099.55	10,676.45	2,159.84	4.122	2.50	3.596	435.90	41.82	34.72
04/12/15	1.355	138.88	0.662	0.635	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	105.090	1.339	140.02	10,956.46	1,101.72	10,691.45	2,162.55	4.074	2.50	3.538	440.80	44.19	36.47
04/12/16	1.360	138.80	0.666	0.641	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.285	1.324	139.94	10,924.37	1,101.07	10,705.64	2,146.15	4.184	2.51	3.574	436.90	44.18	36.84
04/12/17	1.395	138.59	0.683	0.659	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.180	104.490	1.331	138.57	11,078.32	1,111.35	10,649.92	2,135.20	4.199	2.52	3.619	441.60	46.28	37.87
04/12/20	1.380	138.78	0.663	0.644	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.180	104.440	1.340	139.25	11,103.42	1,109.76	10,661.60	2,127.85	4.183	2.52	3.598	442.40	45.64	N.A.

(Bloomberg データから作成)