

情勢判断

国内経済金融

マクロ環境好転のサポートから株・金利とも「しっかり」と予想

南 武志

要旨

国内需要の堅調さに加えて、半導体市場の調整も終了目処がつきつつあり年前半に落ち込みも見られた輸出に回復する動きが見え始めている。また、長年続いてきた消費者物価のマイナス状態もようやくプラス圏への移行が現実味を増しつつある。

マーケットでは、金利は低位安定ながら、株価は堅調に推移している。目先は政治リスクから来る調整もありうるが、先行きは株・金利ともレンジ切り上げを予想。一方、為替レート(対ドル)は足許は円安気味に推移しているが、当面は現状レベルでのみみ合いを予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年度/月 項目 | 2005年 | | | 2006年 | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | 7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 ~ 0.12 | 0.08 ~ 0.12 | 0.08 ~ 0.12 | 0.08 ~ 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 (%) | 1.250 | 1.20 ~ 1.70 | 1.30 ~ 1.80 | 1.30 ~ 1.80 | 1.20 ~ 1.70 | |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 111.49 | 105 ~ 115 | 105 ~ 115 | 105 ~ 115 | 105 ~ 115 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 134.46 | 128 ~ 140 | 130 ~ 140 | 130 ~ 140 | 130 ~ 140 |
| 日経平均株価 (円) | 11,763 | 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7月25日時点。

国内景気:現状・展望

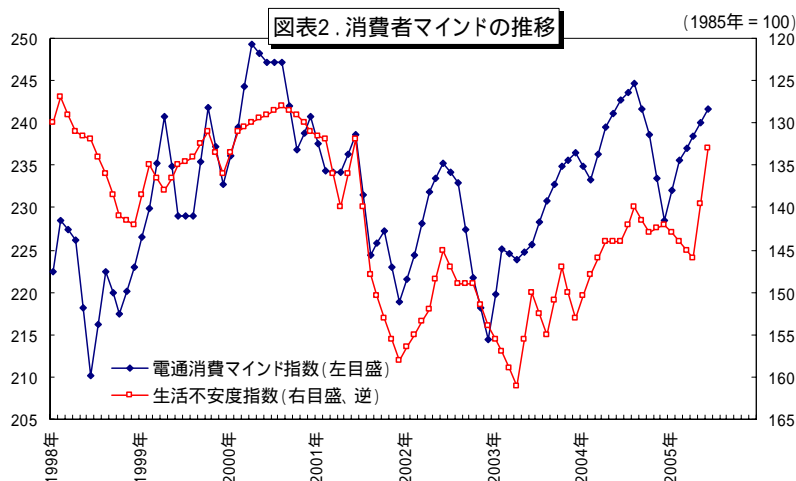
このところ発表される経済指標からは景気が踊り場を脱出したことを確認するには至っていないものの、それに向けた動きが次第に強まっていることを窺わせるものも増えてきている。

7月1日に公表された日銀短観6月調査では、企業経営者の景況感が3期ぶりに改善したことが示された。05年度企業業績も04年度ほどの勢いはないものの、増収増益が続くとの見通しである。また、雇用・資本設備の過剰感がほぼ解消されており、05年度設備投資計画にも全般的に堅調さが維持されている。特に、中小企業などでは期を追うごとに上方修正される傾向が強い。金融機関の貸出態度も大幅な「緩い」超と

なるなど資金面からの制約もないため、先行きは一段と上方修正される公算が強い。

本誌7月号でも指摘したが、足許の景気動向は、輸出が事前の想定よりも勢いに欠ける面が否めないものの、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、上述の短観に見られるように、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内需の堅調さが目立ち始めている。02年1月をボトムに回復が始まった現在の景気回復も、3年余りが経過してようやく内需への波及が見られるところまで辿り着いたといえるだろう。

ちなみに、図表2では主要調査機関による消費者マインド調査の結果を示している。



市況が落ち着いた動きとなったこともあり、国内企業物価(6月)は前月比0.1%と2ヶ月連続のマイナス、前年比も上昇率を縮小させた。ただし、6月下旬以降は原油価格が強含んでいることもあり、国内企業物価も引き続き高めに推移する可能性が高い。

消費者マインドは04年末から05年初にかけて悪化が見られたが、その後は賃金やボーナスなど雇用面で改善が見られたこともあり、足許では00年(ITバブル期)に匹敵する水準まで上昇している。これらは内閣府「景気ウォッチャー調査」などとも整合的であり、内需の足腰を強める役割を果たすことが期待される。

また、消費者物価ベースでは石油製品価格上昇の影響もあり下落率がやや縮小している。技術進歩に伴う耐久消費財価格の下落基調があるものの、電気料金が燃料費調整制度に伴って10月以降に値上げされることが確実視されている他、コメ価格要因が10月以降に、電話基本料金引下げ効果は年明け後には剥落するなど、年度後半には消費者物価のマイナス状態からの脱却が実現するとの見方が増え始めている。

一方、前述の通り、足許の輸出には力強さが欠けていることは否めないが、6月の貿易統計からは05年前半に落ち込みを見せた輸出数量(もしくは実質輸出)も最近では回復に向けた動きが始まっていることも見て取れる。また、足許では半導体製造装置のBBレシオ(出荷(billing)に対する受注額(booking)の割合)が底打ちする動きを見せるなど、半導体市場の調整も終了する兆しが見え始めている。

金融政策の動向

7月下旬から8月上旬にかけて資金不足期(日銀当預が減少する時期)が到来するが、日銀は自然体の資金供給スタンスを続けていることもあり、残高目標の下限30兆円を再び割り込むとの見方が広がっている。消費者物価のマイナス状態からの脱出実現が見通せるところまで到達していることもあり、無理な資金供給によって資金需要の先取りをすることで市場を歪めることなしに、逆に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は否定できない。

当面の景気の見方としては、こうしたハイテク財の生産調整圧力が年央に解消することにより、年度後半以降は足許の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。

物価に関しては、4月中旬以降、国際商品

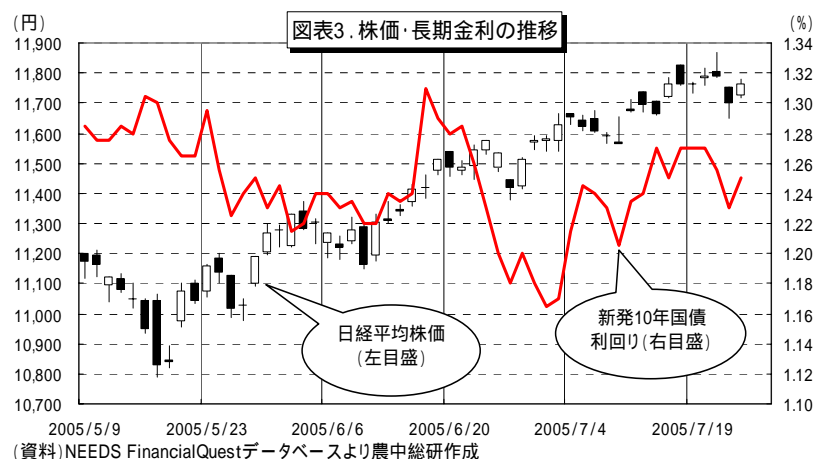
なお、焦点の量的目標自体の引下げといった現行政策の変更時期については、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)にコミットメントしている関係もあって、それが少なくとも数ヶ月間プラス圏内で推移し始めてから、

ということになるものと思われる。ただし、当然のことながら、その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が上昇するリスクなどを考慮した場合、どのタイミング・手順で実施すべきか、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。

また、7月の金融経済月報で示された展望レポート(4月)の中間評価では、05、06年度とも消費者物価(生鮮食品を除く総合)の上昇率は予想に沿った動きをしている(それぞれ0.1%、+0.3%)との評価であり、日銀としては05年末から06年初にかけて統計の上でデフレ脱却が実現するとの見通しである。少なくとも年度内は現状維持で推移するものと見られるが、その後残高目標を引き下げたとしても政策金利のゼロ誘導は長期間維持されると見られる。

市場動向:現状・見通し・注目点

マーケットでは、世界的な現象である長期金利の低位安定と株価堅調さが、そのまま日本にも当てはまる展開が見られている。一方、為替レートは対ドル・対ユーロとも円安方向へ推移したが、中国人民元の為替制度変更の影響もあって、一転円高が進行



する場面もあった。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

景気の踊り場状態からの上入れ予想が強まりつつあるマクロ経済環境下で、債券相場はボラタイルではあるが、概ね10年国債利回りで1.2%台という地合の強い状態が続いている。最近では米国長期金利との連動性がより意識されているが、グリーンSPAN米FRB議長も「謎」というように、断続的な利上げ・株価の戻り基調・景気の堅調さにも関わらず、米国長期金利は4%前後で低位安定している。投資家動向としても10年1.3%台ではこれまで買えていない投資家の押し目買いニーズは非常に強く、需給関係が良好な状態が続いている。

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まれるが、デフレから脱却できたとしてもインフレ加速が予想される状況ではないこともあり、短期金利のゼロ状態が続くことが見込まれるため、長期金利の上昇幅は限定的だろう。それゆえ、05年度後半について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。

株式市場

5月中旬をボトムに、全般的に株価はじり高傾向が続いている。最近では国内経済の回復継続期待による内需株に加えて、円安進行によって輸出関連株も買い進まれる、といった面も見られていた。なお、世界を見回しても、株式市場の上昇は共通しており、目先の世界経済の堅調さは既定路線と見られる。

ただし、目先に関してはやや注意しておくべき点が浮上している。郵政民営化といった政治リスクの顕在化と、中国人民元改革に伴う中国リスクの見直しである。前者は、参院で自民党から18名の反対が出れば関連法案が否決され、「衆院解散 総選挙」といったシナリオも現実味を帯びる。後者は、補完関係にある日中経済関係を考慮すれば、対円での人民元切上げは本邦企業にとってはコスト高になる、との懸念である。こうした2点を考慮すれば、目先は株価上昇も一服する可能性もある。

ただし、基本的には内外のマクロ経済環境の好転は株価上昇を支援することが見込まれるため、年末に向けては再び堅調さを取り戻すだろう。

為替市場

米国経済が一時のソフトパッチから抜け出して底堅く推移していることもあり、利上げは当面継続されとの見方が増えている。こうした金利先高感を背景に、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』という構造問題は手付かずのままであり、潜在的なドル安圧力は存在している。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今後とも注意が必要である。

一方、21日夜には中国人民銀行が人民元の2%切上げと管理フロート制への移行を発表し、日本円を含む東アジア通貨が大きく買われた。暫く前から米国を中心に人民元切上げ要求が高かったが、サミット終了後で、秋に集中する国際会議までまだ時間がある、ちょうど「風」の期間であり、中国政府として自主的な改革を行ったことを印象づけるには都合の良いタイミングだったのであろう。2年前から中国政府は景気過熱抑制策を実施しているが、足許でも前年比+9.5%と高めの成長率が続いており、こうした通貨価値切上げは景気抑制効果として機能することも期待される。

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105～115円/ドルを中心レンジとする展開が続くと予想する。また、ユーロはEU憲法批准に関する国民投票結果を巡り、ユーロ安が進行したが、足許ではその分を戻している。円の対ユーロレートは引き続き130円/ユーロ台での展開が続くと予想する。
(2005.7.25現在)

