

# 今月の金融マーケット

## 景気回復は債券から株式への資金シフトを促すか

経済調査部 鳥峰 義清



### 世界経済は循環的拡大局面へ移行しつつある

2004年以降、世界経済は拡大基調を保ちながらも、そのペースは鈍化傾向をたどった。これを米国に見ると、非製造業の景況感が比較的高水準を保つ一方で、製造業景況感の鈍化が目立っている。日本でも同様に、04年夏場頃から製造業の景況感が鈍化傾向を辿り始めた一方で、非製造業は相対的に底堅く推移した。製造業の鈍化は、まずハイテク部門での需給悪化から生じ、昨年末頃からは中国の在庫積み上がりなどによる非ハイテク分野での生産調整も加わることにより、世界的に生産活動が停滞することとなった。一方で、世界的な低金利が最終需要を支えたことにより、消費に負うところの大きい非製造業が相対的に堅調さを保ったと言える。

足元へきて、ようやく製造業に回復の兆候が出始めてきた。いち早く調整局面を迎えたハイテク分野では、日本の電子部品・デバイス工業の在庫調整進展や、北米半導体製造装置BBレシオの改善など、改善が明確化しつつある。その他分野では、中国における在庫調整に完了のめどは立っていないものの、中国国内需要の力強さが継続していることなどから、10~12月期頃には在庫調整は概ね完了すると予想される。米国の製造業の景況感もようやく低下に歯止めがかかり始めた感がある。このようなことから、04年から05年前半にかけての世界的な景気減速局面は、失速を回避しながら新たな拡大循環へと向かう公算が大きくなっている。

### これまでの金利低下に終止符も、株価上昇余地はそれほど大きくないか

米国を中心に、債券市場には景気減速期待などを背景に資金が集まり、長期金利の低下傾向が目立った。しかし、今後世界的に景況感が改善するにつれて金利低下には歯止めがかかると見込まれる。一方で、景気持ち直しは企業業績の拡大期待から株価の上昇に繋がるのが一般的だ。実際、いち早く改善しているハイテク分野では、世界的に株価の上昇が他の業種に比べて目立ち始めている。

ただし、米国では02年以降、株価が債券に対してかつてないほど割安な状態にとどまっている。言い換えれば、米国の株価は金利に対して極めて脆弱な状態が続いている。その背景として、ハイテクバブル崩壊の後遺症や地政学的リスクの増大、企業収益に対する不信感などが、株に対するリスクを高めていると考えられる。こうした要因が今後直ちに払拭するとは見込み難いため、景況感が改善しても、それに伴って金利が上昇すれば、株価の上昇余地はあまり大きくないものにとどまろう。過去の市場の傾向から見れば、景気回復・業績上方修正の動きが先行して株価は一旦上昇するものの、やがて金利の上昇による株価押し下げ圧力に足を引っ張られることとなろう。

問題は、業績を抑制、すなわち景気を押し下げるほどの金利上昇が起こりうるのかどうかだが、これはひとえに中央銀行の金融政策にかかってくる。慎重な政策が内外から強く求められている日銀は別であろうが、欧米の今後の金融政策に関しては、景気浮揚とともにインフレリスクを意識した形へと転換していこう。それがいつ見えてくるかは定かではないが、世界経済が大幅な調整を経ることなく、01年末~02年初をボトムとして拡大に転じたことを勘案すれば、過熱リスクを中央銀行が意識するまでそれほどの猶予はないのではないかと考えられる。そうであれば、株式市場の盛夏も比較的短いものとなる可能性が高い。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）

第一生命経済研レポート 2005.8