情 勢 判 断

国内金融

居心地の良い相場継続？

要　　旨

債券、株式の両相場ともに新年度資金が入り需給の安心感がある一方、政治・改革離れの傾向が見られた。

債券では改革論議の進捗過程での失望や赤字拡大懸念が相場の下落材料となる可能性はあるが、ゼロ金利の時間軸効果のもと運用難という投資環境は、国債への押し目買い姿勢を継続させよう。また、株式では業績予想の上方修正から一段高を予想しているが、経済・金融の脆弱性に変わりはない。上値追いには世界的な成長加速などの材料が必要であり、米国景気の動向によっては下落リスクも大きい。

表１　金利・為替・株価の予想水準　（単位：%、円／ドル）

年度／月	2001年度	2002年度			
	3　月（実績）	6　月（予想）	9　月（予想）	12　月（予想）	3　月（予想）
無担コール　翌日物	0.012	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円	0.119	0.10～0.15	0.10～0.15	0.10～0.15	0.10～0.15
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	1.40	1.45	1.50	1.55	1.55
長期プライムレート	2.30	2.30	2.20	2.35	2.35
為替（円ドル）相場	132.71	130	135	130	130
日経平均株価	11,024.94	12,500	11,000	12,500	12,500

（月末値。実績は日経新聞社調べ。今月からTIBORユーロ円も掲載）

ここ１ヶ月の金融市場概況

債券、株式の両相場ともに政治・改革論議離れの傾向が見られた。特別検査結果も事前の新聞報道もあり、不良債権増加は大きな材料とならなかった。

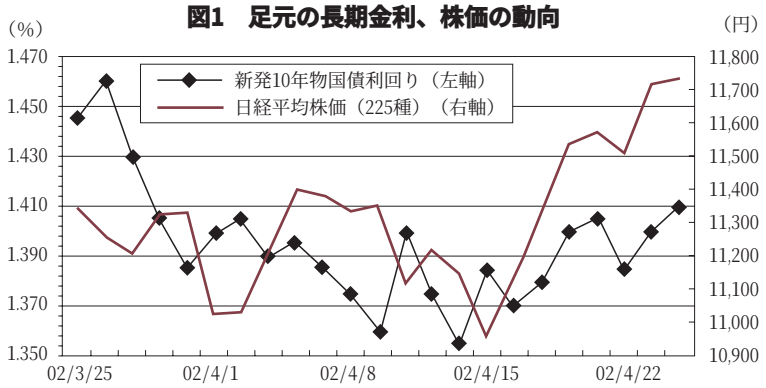
債券市場には新年度開始に当たって安定運用収益の確保を狙いとする資金が入るとともに、日銀・短期経済観測（以下、短観：4月1日発表）に示されるように景気反転ペースは極めて緩やかなものになるだろうという見通し＝ゼロ金利継続が買い安心感となり、債券相場は底固くに推移した。新発10年物国債利回りは、年度末の1.40％から4月11日には1.355％に低下し、長いものが買われる形でイールドカーブはブル・フラット化したが、上値買い意欲は乏しく相場は反落（利回りが反転）している。

株式市場でも、同様に公的資金等の新年度買いが噂され需給を下支えしたが、IBMやGEなど米主要企業の02年1～3月期業績の未達報道に反応。日経平均株価は一時11,000円割れとなったが、米国の業績発表が進むに連れ、ニューヨーク（NY）市場でハイテク銘柄などが買われた事を受け東京株式市場も株価が反発した。NY市場に連動する神経質な動きが続くとともに、電機などで業績回復を買う動きも見られている（図1）。

このような中、郵政公社関連法案をめぐり、小泉首相と自民党内の対立が表面化。国会提出後の審議が注目される。

日銀は3月末に27.6兆円に積み上がった当座預金の資金吸収姿勢を見せたが、みずほ銀行の

図1　足元の長期金利、株価の動向



（日経NEEDS FQから農中総研作成）

システム障害や地銀等のペイオフ対策に伴なう資金の抱え込み・偏在に対応、金利の跳ね上がりを起こさないようにゆっくりした吸収スピードで進められている。

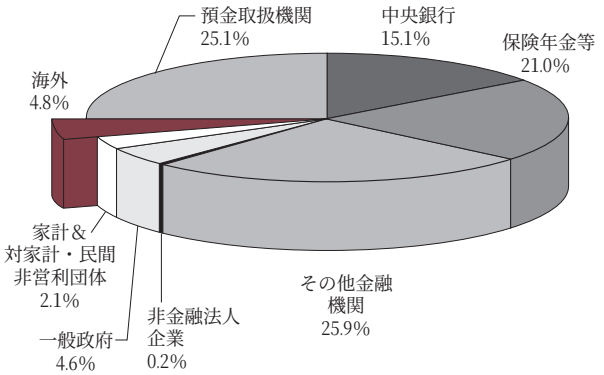
（主要な「金融市場関連データ（日次）」については、後添資料を参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点
債券相場＝政治離れ相場に安心感？

S&P社が格下げ（AA⇒AA－）を実施したが、織り込み済みのものである。中進国レベルのシングルA格直前まですでに格下げされて来ており、日本の経済金融が当面の最悪期を脱しつつあることから格下げも下限に到達しつつあるいう見方も出来よう。

民間の貯蓄超過のもと、余剰資金が銀行等預金取扱機関や郵貯、さらに年金基金等を通じて間接的に国債市場に向かう国債投資システムの継続性が、ゼロ金利の時間軸の中で、当面揺るぐことはないだろう。今年度は公的部門の買い余地が大きいと言われ、さらに、毎月1兆円規模の日銀の買い切りオペがある。格下げが直接的に投資行動に影響を与えるのは海外投資家だが、その国債保有比率は約5%に過ぎない（図2）。

図2　日本国債等の保有者構造

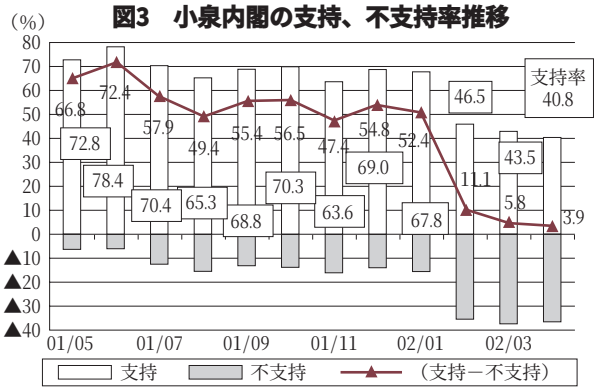


（日銀「資金循環統計」から農中総研作成）

株や信用リスク商品など国債以外の円投資を大きく増大させる選択は、リスクの観点から決して容易ではない。これに対して、資産の価格変動リスクや信用リスク、および流動性リスクから、国債投資が消去法的に選択されるところは大きい。ゼロ金利の時間軸効果のもとで、機関投資家の前述のような資産選択行動が国債の市場需給を支えるだろう。

構造改革の具体化論議は現在、税制改革を中心におこなわれている。前半国会では「告発ゲーム」とまで言われたように、秘書問題等をめぐる一連の議員招致等に多くの時間が割かれた。後半国会では、有事法制関連三法案などが与野党対決の重要法案となる。これに対し、小泉内閣の4割そこそこに落ち込んだ支持率低下に示されるように、国民の改革への期待・関心が後退している感は否めない（図3）。その反面で、改革の遅れへの国民の失望も小さくなっている。

図3　小泉内閣の支持、不支持率推移



（中央調査社データから農中総研作成　02/04月現在）

しかし、債券相場の政治・改革離れを楽観していいのだろうか。

総合デフレ対策の一環での補正予算策定や2001年度歳入欠陥（税収不足）の可能性を別にしても、今後、道路公団等民営化推進委員会の人選、郵政公社法案の内容審議および郵政改革答申、特殊法人廃止・改組案の具体化、税制改革の個別論議入りなど構造改革の具体化論議が市場にとって不十分なものとなる可能性が否定できない。

また、概算要求取りまとめ頃には、2003年度の財政赤字拡大の可能性も取り沙汰されよう。財務省は「国債投資家懇談会」の設置等国債管理政策の改善に動いているが、中期的に年間150兆円に達すると見込まれる国債（借換債＋新規財源債＋財投債）発行への対応を含め、「持続可能な財政運営」への不安は、債券の売り材料として伏在する。

よって、ゼロ金利政策の時間軸が揺るがない間は機関投資家からの消去法的国債投資が継続し、改革路線の破綻懸念の高まりや財政・金融への信認低下があっても利回り上昇は限定的と見ているが、逆に上値買い意欲も弱く長期金利の低下も小幅なものにとどまるだろう。

なお、PC等耐久財や繊維製品の価格に下げ止まりの傾向が出ており、都区部の生鮮食品を除くコア消費者物価は2、3月と前月比でプラス（＋0.1%）となっている。景気回復ペースは緩やかだが、デフレ緩和の兆候も出てきた。WSJの4月19日記事も指摘するように、このデフレ

緩和の動きにも注意したい。

株式相場
＝下値は固し、上値は米国次第

米国経済の回復基調は確かなものとなっている。米国の鉱工業生産が3ヶ月連続で増加、稼働率も上昇した。今後は企業在庫の積み上げが見込めよう。設備投資の弱さ、先行き不透明感を指摘する声も多いが、2002年前半は設備投資主導での成長加速が難しいことは強気筋の多くの予測でも明らかである。米国での在庫調整終了と個人消費の堅調によって世界的に生産活動が上向き、日本経済も外需に引っ張られるというのが当面期待されるところだ。

米国企業の四半期業績発表が本格化しているが、02年4～6月期の業績見通しについて決して強い利益回復を示唆していない。業績（営業利益）が前年比で増益に向かうのは7～9月期にズレ込む可能性もあるが、業績の回復局面入りの確度は増している。

このような海外経済の動きを受けて、わが国の株式市場でも業績の上方修正傾向が高まっている。02年度業績の上方修正比率は、社数ベースで3月の36％から4月38％へ上昇した。電子部品メーカーの受注が前年比でプラスに転じたところが出始め、製品市況も回復し採算ラインを上回り始めた。大手証券系調査機関の2002年度業績予想では50％台半ばという経常増益予想が出されたが、日銀・短観でも主要企業・製造業が＋42.6％、同じく非製造業が＋23％の経常増益を計画している（表2）。リストラや事業再編により、前年同期比で固定費は減少し、限界利益率は反転している。増収幅は微増でも、高い増益が可能な収益体質が形成されつつある。

表2　日銀・短期経済観測の経常利益計画

		2002年度（計画）	2002/上期（計画）	2002/下期（計画）
大企業	製造業	36.8	6.4	74.8
	うち素材業種	9.7	−4.5	25.8
	加工業種	54.7	13.1	2.1倍
	非製造業	12.1	6.8	18.1
中堅企業	製造業	31.3	22.1	38.1
	非製造業	18.3	6.4	28.8
中小企業	製造業	58.4	58.6	58.2
	非製造業	17.4	5.7	27.8
全規模合計	全産業	22.6	9.0	36.3
主要企業	製造業（除く石油精製）	42.6	7.3	88.1
	非製造業（除く電力・ガス）	23.0	16.0	30.4

したがって、2002年3月期決算発表に前後してアナリスト予想の上方修正がおこる可能性を見込み、一段高の株価予想を継続する。しかし、2002年度増益期待が一旦織り込まれた後は、景気や業績について材料不足の時期を迎え、好需給要因が途切れることから、夏場は反落商状が強まるという見方をしている。

なお、経済・金融の脆弱性が変わったわけではない。金融機関や過重債務企業の経営不安再燃、構造改革論議のモタツキによる失望は、株価下落のリスクとして注意したい。

なお、現状、年末にかけては世界景気の加速継続や2003年増益展望へ期待感から、株価再反発のシナリオを描いている。

為替相場では、大きくレンジを抜けていく動きはないと引き続き見ている。

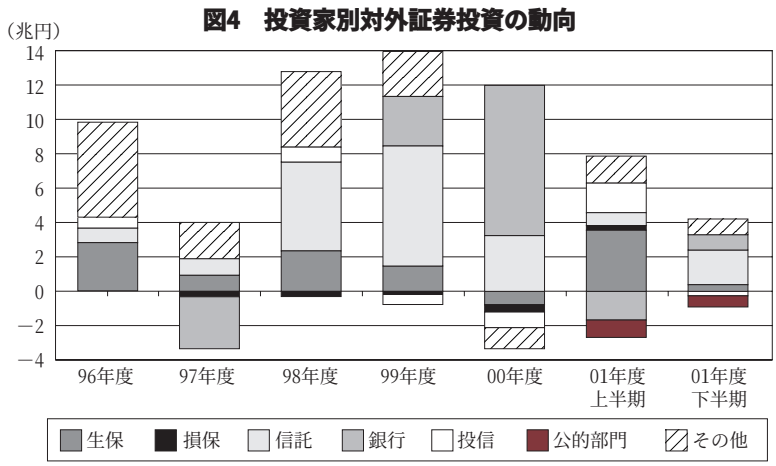
ファンダメタルズ上の相対的な変化では、日本の経済・金融の最悪期からの底打ち・回復期待の強まりと、米国の景気回復に伴なう貿易赤字増大が想定される。これらの円高要素に対して2001年度に縮小した簡保等公的部門や機関投資家などの対外証券投資が再拡大に転じる可能性がある（図4）。米国金利に目途がつけば、対外投資に本腰が入ると考える。さらに、日本の金融緩和効果（物価調整後の実質通貨供給は日本が上回る）は円安要因である。

これら双方の要因の綱引きに加え、通貨政策上では、米国製造業界からのドル高回避の要請（⇒円安の許容限度）と日本の通貨当局の円高牽制・介入スタンスが壁となる。

よって、ドル円の為替相場は125～135円を基本的なレンジとする動きが当面続くと考えている。

（02.04.23　渡部）

図4　投資家別対外証券投資の動向



（財務省資料から農中総研作成）
（注）01年度に「その他」から「公的部門」が分離

最近の金融市場関連データ一覧　（調査第二部　国内経済金融班）

	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数						商品価格	
	新発10年物国債利回り	債券先物10年物期近価格	債券先物10年物期近利回り	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	円・ドル相場銀行間直物17：00	円・ドル相場銀行間直物中心値	N.Y.日本円・終値・仲値	N.Y.ユーロ・終値仲値	ロンドンユーロ(米ドル)仲値	日経平均株価(225種)	TOPIX終値	JASDAQ指数	NYダウ工業株30種平均終値	S＆P500種終値	ナスダック株価指数	NY金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/3/1	1.515	137.28	1.655	0.61	0.001	0.1367	0.1138	0.1238	133.610	133.55	133.40	0.865	0.866	10,812.00	1,030.17	46.94	10,368.86	1,131.78	1,802.74	298.4	22.40
02/3/4	1.500	137.57	1.630	0.60	0.001	0.1358	0.1138	0.1275	132.795	132.75	132.20	0.8695	0.870	11,450.22	1,079.04	47.34	10,586.82	1,153.84	1,859.32	297.1	22.45
02/3/5	1.475	137.64	1.624	0.59	0.001	0.1350	0.1138	0.1275	132.375	132.35	132.15	0.8715	0.869	11,348.45	1,075.31	47.54	10,433.41	1,146.14	1,866.29	294.4	23.17
02/3/6	1.460	137.80	1.611	0.59	0.002	0.1350	0.1113	0.1283	131.865	132.05	130.70	0.8765	0.875	11,358.53	1,073.36	47.72	10,574.29	1,162.77	1,890.40	293.9	23.15
02/3/7	1.450	138.12	1.584	0.58	0.002	0.1350	0.1100	0.1283	129.215	129.95	127.35	0.8815	0.881	11,648.34	1,098.33	48.61	10,525.37	1,157.54	1,881.63	290.5	23.71
02/3/8	1.465	137.72	1.617	0.59	0.002	0.1358	0.1113	0.1292	127.815	127.65	128.60	0.875	0.876	11,885.79	1,108.13	49.40	10,572.49	1,164.31	1,929.67	290.3	23.84
02/3/11	1.500	137.32	1.651	0.61	0.002	0.1375	0.1050	0.1308	129.025	128.95	128.40	0.875	0.877	11,919.30	1,125.43	50.14	10,611.24	1,168.26	1,929.49	291.3	24.31
02/3/12	1.470	137.13	1.667	0.60	0.002	0.1375	0.0975	0.1308	128.555	128.60	128.90	0.876	0.873	11,607.33	1,098.56	49.74	10,632.35	1,165.58	1,897.12	293.8	24.20
02/3/13	1.445	137.23	1.659	0.59	0.002	0.1383	0.1013	0.1308	129.285	129.30	129.55	0.8755	0.876	11,415.31	1,075.70	49.20	10,501.85	1,154.09	1,862.03	293.8	24.16
02/3/14	1.425	137.58	1.629	0.57	0.002	0.1392	0.0994	0.1308	128.880	128.85	129.15	0.8825	0.883	11,568.82	1,083.88	48.73	10,517.14	1,153.04	1,854.14	291.2	24.56
02/3/15	1.455	137.45	1.640	0.58	0.002	0.1400	0.0988	0.1308	129.060	129.25	129.05	0.8825	0.884	11,648.01	1,097.24	48.94	10,607.23	1,166.16	1,868.30	290.1	24.51
02/3/18	1.445	137.69	1.620	0.58	0.002	0.1400	0.1013	0.1308	130.435	130.45	131.30	0.8825	0.882	11,498.38	1,088.14	49.08	10,577.75	1,165.55	1,877.06	292.3	25.11
02/3/19	1.440	137.64	1.624	0.59	0.002	0.1400	0.1038	0.1300	131.445	131.15	132.05	0.8825	0.883	11,792.82	1,112.79	49.47	10,635.25	1,170.29	1,880.87	293.0	24.88
02/3/20	1.430	137.68	1.621	0.58	0.001	0.1358	0.1000	0.1300	132.205	132.26	131.45	0.8855	0.885	11,526.78	1,097.85	49.25	10,501.57	1,151.85	1,832.87	292.4	24.90
02/3/21							0.1025				132.10	0.8825	0.882				10,479.84	1,153.59	1,868.83	293.1	25.61
02/3/22	1.445	137.59	1.628	0.59	0.001	0.1350	0.1050	0.1300	132.315	132.35	132.85	0.877	0.880	11,345.08	1,076.63	49.05	10,427.67	1,148.70	1,851.39	297.6	25.35
02/3/25	1.460	137.35	1.649	0.60	0.001	0.1333	0.0975	0.1300	133.000	132.75	133.40	0.8775	0.877	11,261.09	1,073.20	49.07	10,281.67	1,131.87	1,812.49	297.7	24.99
02/3/26	1.430	137.52	1.634	0.60	0.001	0.1317	0.0975	0.1292	132.835	133.10	133.05	0.877	0.877	11,207.92	1,064.15	48.87	10,353.36	1,138.49	1,824.17	296.8	25.36
02/3/27	1.405	137.79	1.611	0.59	0.001	0.1300	0.0925	0.1292	132.815	132.80	132.55	0.8725	0.873	11,323.68	1,077.32	49.19	10,426.91	1,144.58	1,826.75	302.2	25.87
02/3/28	1.385	138.06	1.589	0.56	0.001	0.1242	0.0875	0.1283	132.630	132.60	132.80	0.8705	0.873	11,333.11	1,082.43	49.48	10,403.94	1,147.39	1,845.35	303.4	26.31
02/3/29	1.400	137.96	1.597	0.56	0.012	0.1192		0.1250	132.710	133.20	132.75	0.8715		11,024.94	1,060.19	49.82					
02/4/1	1.405	137.90	1.602	0.57	0.002	0.1150		0.1242	133.180	133.25	133.45	0.8805		11,028.70	1,053.46	49.89	10,362.70	1,146.54	1,862.62	304.2	26.88
02/4/2	1.390	138.08	1.587	0.56	0.001	0.1133	0.0838	0.1242	133.275	133.40	133.40	0.8795	0.881	11,204.49	1,068.69	50.36	10,313.71	1,136.76	1,804.40	307.0	27.71
02/4/3	1.395	138.15	1.581	0.54	0.001	0.1092	0.0800	0.1208	132.855	132.70	132.75	0.881	0.881	11,400.71	1,084.36	50.38	10,198.29	1,125.40	1,784.35	303.5	27.56
02/4/4	1.385	138.28	1.570	0.53	0.001	0.1050	0.0825	0.1183	132.430	132.45	132.35	0.878	0.883	11,379.20	1,091.63	50.53	10,235.17	1,126.34	1,789.75	302.0	26.58
02/4/5	1.375	138.30	1.569	0.52	0.001	0.1025	0.0840	0.1167	132.020	132.30	131.65	0.8785	0.880	11,335.49	1,087.71	50.80	10,271.64	1,122.73	1,770.03	301.0	26.21
02/4/8	1.360	138.43	1.558	0.52	0.002	0.1017	0.0825	0.1167	131.300	131.45	131.55	0.8745	0.875	11,352.89	1,090.16	50.81	10,249.08	1,125.29	1,785.87	301.3	26.54
02/4/9	1.400	138.18	1.579	0.53	0.002	0.1017	0.0831	0.1167	131.610	131.75	131.00	0.8805	0.877	11,114.49	1,071.66	50.53	10,208.67	1,117.80	1,742.57	299.5	25.82
02/4/10	1.375	138.39	1.561	0.52	0.003	0.1017	0.0838	0.1158	130.420	130.30	130.75	0.8805	0.879	11,218.58	1,078.09	50.28	10,381.73	1,130.47	1,767.07	302.5	26.13
02/4/11	1.355	138.51	1.551	0.51	0.002	0.1017	0.0813	0.1150	131.460	131.45	131.50	0.883	0.884	11,147.27	1,069.07	50.44	10,176.08	1,103.69	1,725.24	303.0	24.99
02/4/12	1.385	138.23	1.574	0.52	0.001	0.1008	0.0813	0.1133	131.990	132.10	131.95	0.8795	0.880	10,962.98	1,056.29	49.84	10,190.82	1,111.01	1,756.19	302.9	23.47
02/4/15	1.370	138.50	1.552	0.51	0.001	0.0992	0.0825	0.1100	131.620	131.65	132.05	0.8795	0.881	11,137.30	1,065.51	49.60	10,093.67	1,102.55	1,753.78	300.7	24.57
02/4/16	1.380	138.38	1.562	0.51	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	131.605	131.45	131.20	0.883	0.883	11,346.66	1,078.15	49.67	10,301.32	1,128.37	1,816.79	299.5	24.75
02/4/17	1.400	138.24	1.574	0.52	0.001	0.0992	0.0788	0.1092	131.050	131.05	130.65	0.8905	0.888	11,543.71	1,089.60	49.80	10,220.78	1,126.07	1,810.67	302.8	25.94
02/4/18	1.405	138.12	1.584	0.53	0.001	0.0992	0.0775	0.1092	130.405	130.62	130.00	0.891	0.891	11,575.73	1,095.29	49.98	10,205.28	1,124.47	1,802.43	305.2	26.18
02/4/19	1.385	138.16	1.580	0.52	0.001	0.0992	0.0813	0.1092	130.170	130.10	130.30	0.892	0.889	11,512.01	1,092.30	49.94	10,257.11	1,125.17	1,796.83	303.0	26.38
02/4/22	1.400	138.14	1.582	0.52	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	130.150	130.12	129.95	0.8895	0.889	11,721.64	1,105.91	49.92	10,136.43	1,107.83	1,758.68	303.6	26.27
02/4/23	1.410	138.04	1.590	0.53	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	129.950	129.88	130.20	0.889	0.890	11,736.83	1,104.50	49.76	10,098.24	1,100.96	1,730.29	304.6	26.62
02/4/24	1.440	137.84	1.607	0.54	0.002	0.0992	0.0788	0.1092	130.150	130.23	129.65	0.8925	0.892	11,672.88	1,098.72	50.31	10,030.43	1,093.14	1,713.34	304.8	26.38
02/4/25	1.435	137.75	1.615	0.54	0.002	0.0983	0.0775	0.1092	129.055	129.50	128.70	0.8975	0.899	11,648.72	1,098.32	50.09	10,035.06	1,091.48	1,713.70	308.6	26.73
02/4/26	1.415	138.05	1.590	0.53	0.002	0.0950	0.0753	0.1092	128.535	128.77	127.85	0.902	0.895	11,541.39	1,087.23	50.17	9,910.72	1,076.32	1,663.89	312.1	27.11
02/4/29							0.0806				128.05	0.9035	0.902				9,819.87	1,065.45	1,656.93	311.5	27.57
02/4/30	1.370	138.63	1.541	0.50	0.002	0.0950	0.0825	0.1083	127.965	128.00	128.55	0.9000	0.901	11,492.54	1,082.06	50.04	9,946.22	1,076.92	1,688.23	309.2	27.29

（日経NEEDS FQから農中総研作成）　※空欄は原則休場日でデータなし