情勢判断

国内金融

景気のブレと債券堅調の持続性

要　旨

株安、対ドルでの円上昇から、金融市場には景気の先行きに対し悲観的見方が強まっている。これを背景に、新発10年国債利回りが1.3%割れに低下するとともに、政・地債等の利回りも低下し債券相場は堅調な展開を示した。これに対して、株式相場は米国株価の下落に伴って、日経平均株価が1万円割れを窺う動きを見せている。

米国株式市場の不安定化に端を発する世界的な金融市場の動揺が収まるまで、株安、債券堅調の展開が見込まれる。不正会計疑惑は、決算確認書提出の期限である8月15日が一区切りとなろうが、株式相場が安定化するのは、米国の 7−9 月期業績に目途がつくとともに、わが国企業の9月中間決算の発表時期に03年の業績展望が増益見通しを描けるかを待たなければならないだろう。

03 年度予算編成は、財政赤字拡大は避けられないものの、緊縮スタンスが保たれる可能性が強い。また、消費者物価の下落も一時的に拡大する可能性がある。よって、ゼロ金利の時間軸効果のもと運用難からの消去法的買いが相場を支えよう。しかし、ペイオフ完全解禁に向けた投資姿勢の変化の可能性や利食いの動きから、国債利回りの低下も限られよう。なお、金融の脆弱性に変わりはなく、金融・証券市場のリスクとして残存している。

表1　金利・為替・株価の予想水準　(単位：円，%，円／ドル)

年度／月	2002年度				2003年度
	6月　(実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担コール　翌日物	0.001〜0.01	0.001〜0.01	0.001〜0.01	0.001〜0.01	0.001〜0.01
TIBORユーロ円(3ケ月)	0.0908	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
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	1.315	1.35	1.45	1.50	1.50
長期プライムレート	1.95	2.05	2.15	2.20	2.20
為替(円ドル)相場	119.215	120	120	115	120
日経平均株価	10,621.84	11,000	12,000	11,500	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

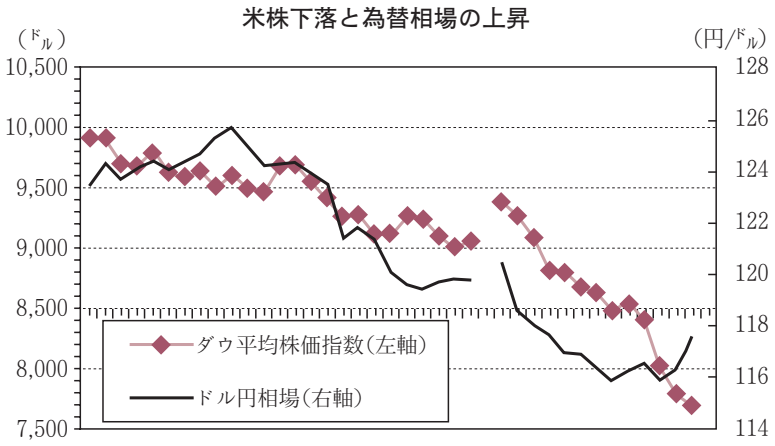
ここ1ヶ月の金融市場概況

米国では、不正会計疑惑企業の続出から投資家心理が冷え込み、株離れ的な動きも出て株式相場の下落が継続した。

大型主要銘柄で構成されるダウ平均（工業株30種)は7月22日には8,000ﾄﾞﾙを割り込んだ。7月24日現在、5月末から下落率は▲17.5%におよび、世界の株式市場に株安が波及した。

為替相場では、ドル安の進行が見られた。ドル円相場は125円前後に滞空した後、6月下旬から上昇が加速し、塩川財務相が円高の目途としていた115円/ﾄﾞﾙ台に突入した(図1)。なお、ユーロも対ドルで上昇し、1ユーロ=1ドルのパリティを2年7ヶ月ぶりに回復。円は対ユーロでは小幅な変動にとどまっており、主要通貨加重の実効レートの上昇も3%程度である。

米国の株安に伴う米国経済の変調懸念に加え、ドル円相場の上昇によって、輸出企業を中心に業績伸び悩みが意識され、日本株市場はハイテク銘柄を中心に大幅な調整を余儀なくされた。日経平均株価は、12,000円近辺から1万円割れのところまで下落している。



（日経NEEDS FQから農業中総研作成）

これに対して、債券相場では、株安、景気の先行き悪化懸念が資金流入の呼び水となり、新発10年国債利回りは01年11月初旬以来の1.3%割れとなった。これに追随して、政府保証債や地方債も買われ、利回りが低下した。また、社債も低格付け・ＢＢＢ格まで買いが拡がり、信用リスク・スプレッドも縮小している。

（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＝短期的には安定要因増加

米国等世界経済の好転トレンドが終息したわけではないが、先行きについて加速よりは失速の予想が多いのが実状である。わが国の景気シナリオについても、外需から民需に牽引役が代われるのか、不透明感が増しているという見方に、当面は従うのが妥当だろう。

4－6月期のＧＤＰは、前期比マイナス成長を予想する調査機関も多いが、さらに7－9月期には外需と公共投資の牽引力が無くなると予想されることから、停滞感が一時的に強まる可能性がある。また、企業戦略上の必要や規制緩和を受けて、いくつかの製品・サービスで価格引き下げが秋にかけて実施される。内外の商品市況が上がっており、景気の大きな下ブレが起こらない限り、物価下落が持続的に拡大していくとは考えにくいが、しばらくは再びデフレが意識される状況となろう。

小泉構造改革への市場の人気・評価は崖っ淵にあると言っていいだろうが、小泉首相は、2003年度の予算編成について、緊縮型予算を貫く方針を見せている。円滑さを欠く政局運営が続き、赤字拡大は避けられないと考えられるものの、赤字抑制スタンスは債券相場にとってプラス材料である。

衆参院5選挙区の補選もあり、与党からは景気刺激策を求める声も高まろうが、一定規模であればデフレ継続下、ゼロ金利政策の時間軸効果のもとで、当面の国債相場は安定が続くだろう。

しかし、2003年4月に予定されるペイオフ完全解禁が視野に入ってくると、資金移動の懸念に備え、機関投資家の債券投資にも抑制姿勢への転換が予想される。また、決算対策から、下期に入れば利食い等売却スタンスが強まるだろう。

株式相場
＝景気不安を払拭できるか

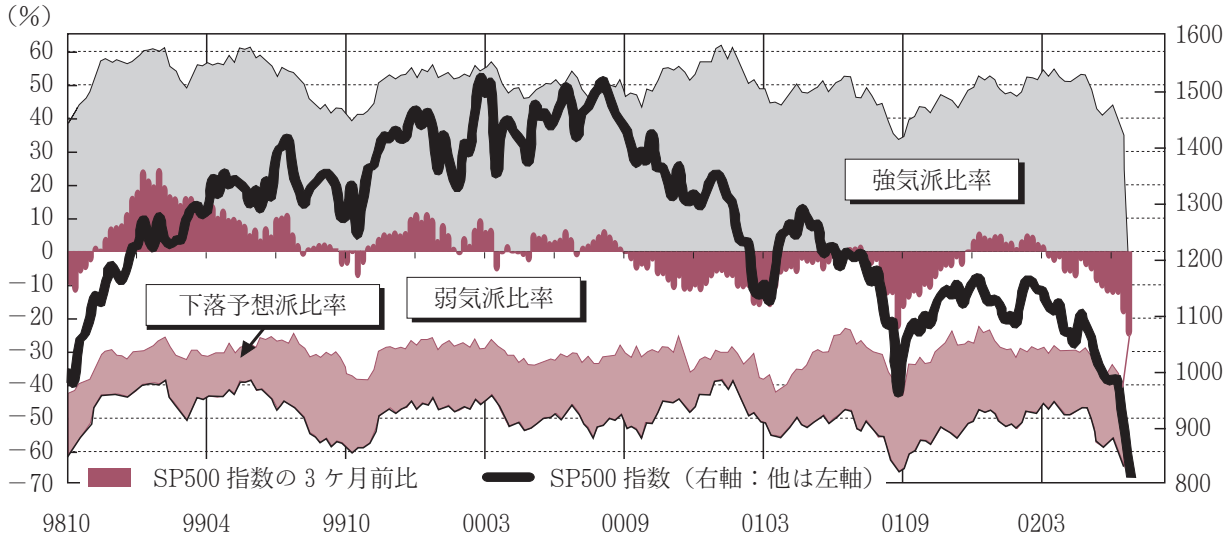
米国では02年第2四半期の業績発表が進んでいる。7月第3週末現在、主要株価指数の一つであるＳＰ500中、218銘柄の決算報告ベース・一株当たり利益は、一部ハイテク銘柄での不振はあるが、前年比＋9%と4四半期ぶりの増益となっている。また、発表利益がアナリスト予想を上回る銘柄比率も、近年の平均数字である6割程度で推移している。

また、わが国でも電機メーカー等の四半期業績開示は、リストラ効果の上乗せもあり計画を超過達成している。

このように、内外ともに足元の業績推移は決して悪くはない。

しかし、米国株式市場で投資心理が好転するにはしばらく時間を要すると予想され、日本株

図２　米国の株式投資センチメント動向



Barron's 社調べデータから農中総研作成

にとっても軟調材料となる。Barron's 社の投資家センチメント調査で見ても、弱気・下落予想派が増加する余地がある。強気派は相当減少してきたが、弱気への転換に伴う売りがまだ出る可能性がある（図 2）。

今後は、米証券取引委員会（ＳＥＣ）が主要 1,000 社に求めている決算確認書の提出期限である 8 月 15 日が、不正会計疑惑の一つの区切りとなることが期待されるが、それまでは引き続き不正会計の発覚・露呈が懸念され、売り材料となろう。

なお、円高デメリットの懸念は大きいが、英ポンドを含めユーロやアジア通貨に対しては円上昇は殆ど生じていない。予断は許さないが、現状程度であれば今期決算への影響は限定的と思われる。

むしろ、問題は夏場以降の内外景気動向である。金融市場は景気先行き悪化の可能性が大きいと見ている。政策的には、臨時国会召集までの間に即効かつ実効性のある追加景気対策が取りまとめられることを期待したいが、前述のように財政再建が優先され、内容的には期待薄だろう。

このように、米株の不安定化の中で、買い材料も欠くことから、日本株相場も当面は軟調地合が続く、という見方を継続する。

しかし、米国政府の市場の信頼回復に向けた素早い政策対応能力は信頼しても良いだろうし、世界経済が緩やかな回復軌道を外れる可能性は決して大きくないと考える。

米国株相場の安定化とともに、10 月下旬からの 9 月中間決算発表で 2002 年度の増益シナリオが確度を増し、さらに 2003 年の増益継続展望が開けるかが、株価反発のポイントとなろうが、現在は、年末に向けた再反発シナリオを予測する。

なお、景気腰折れで不良債権の増加や株価下落による金融機関経営への悪影響＝赤字決算による金融システム不安も市場に想起される。株価下落のリスクとして注意したい。

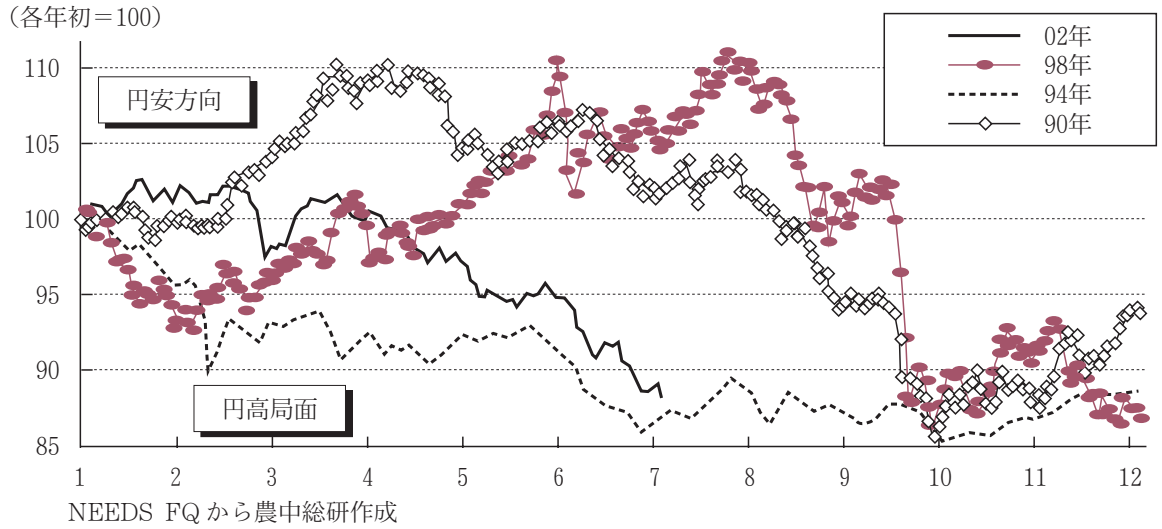
米国・中間選挙年の円高相場パターンがあるとは単純には言えないだろうが、米国景気が万全でない状況では米国産業界の要求を背景に、当面は米当局のドル高回避への姿勢が続くと予想される。ドル円については、115 円台まで円が上昇してきたが、当面の戻りも鈍いと考えられる。

しかし、米国当局にとってもドル安心理を徒に高めることは、ドル暴落懸念⇒米国からの資金逃避のデメリットにつながりかねない。

また、円ドル相場のドル高修正はこれまで相当進んできた。既に年初来高値から14%上昇している。通貨当局は、タイミングをはかって市場介入をおこない、ドル円相場の上昇を抑える行動に出よう。したがって、基本的な想定レンジは、115～125 円/ドルに再修正せざるを得ないが、日本経済が決して盤石でない現状を鑑みれば、ここからの円高余地は限定的だろう。

（02.07.24　　渡部）

図３　米国中間選挙年の円ドル相場



NEEDS FQ から農中総研作成

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	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	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（225種）	TOPIX 終値	JASDAQ 指数	NYダウ工業株30種　平均終値	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
02/5/31	1.385	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0775	0.0725	0.0967	123.960	124.40	124.30	0.9335	0.934	11,763.70	1,120.08	51.91	9,925.25	1,615.73	327.5	25.31
02/6/3	1.380	139.10	1.502	0.51	0.002	0.0767		0.0958	124.285	124.35	132.65	0.9405		11,901.39	1,132.22	52.07	9,709.79	1,562.56	327.7	25.08
/02/6/4	1.395	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0767		0.0950	123.410	123.60	124.15	0.9395		11,653.07	1,117.94	51.90	9,687.84	1,578.12	328.8	25.33
02/6/5	1.395	138.94	1.515	0.52	0.001	0.0767	0.0738	0.0942	124.250	124.05	124.40	0.9395	0.938	11,663.87	1,116.27	52.01	9,796.80	1,595.26	322.1	24.89
02/6/6	1.375	139.06	1.505	0.51	0.002	0.0758	0.0725	0.0933	124.865	124.95	124.10	0.9476	0.945	11,574.94	1,108.08	51.96	9,624.64	1,554.88	325.8	24.79
02/6/7	1.365	139.31	1.485	0.50	0.001	0.0750	0.0725	0.0933	124.300	124.40	124.40	0.9440	0.945	11,438.53	1,101.87	51.45	9,589.67	1,535.48	325.4	24.75
02/6/10	1.360	139.41	1.476	0.50	0.001	0.0750	0.0713	0.0925	124.760	124.85	124.70	0.9445	0.945	11,370.21	1,093.03	51.46	9,645.40	1,530.69	319.5	24.29
02/6/11	1.360	139.35	1.481	0.50	0.001	0.0742	0.0713	0.0925	124.515	124.60	125.30	0.9485	0.943	11,449.44	1,101.31	51.43	9,517.26	1,497.18	320.5	24.12
02/6/12	1.375	138.20	1.577	0.51	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.475	125.45	125.70	0.9440	0.947	11,327.06	1,093.68	51.32	9,617.71	1,519.12	321.1	24.64
02/6/13	1.375	138.26	1.572	0.50	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.660	125.75	124.90	0.9435	0.946	11,144.84	1,074.52	51.09	9,502.80	1,496.86	318.5	25.64
02/6/14	1.365	138.42	1.559	0.49	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	124.880	124.80	124.20	0.9455	0.948	10,920.63	1,054.26	50.62	9,474.21	1,504.74	319.8	25.94
02/6/17	1.375	138.40	1.560	0.49	0.002	0.0750	0.0681	0.0925	124.180	124.30	124.35	0.9445	0.944	10,664.11	1,025.70	49.66	9,687.42	1,553.29	318.1	26.09
02/6/18	1.365	138.52	1.550	0.48	0.001	0.0750	0.0675	0.0925	124.535	124.35	124.35	0.9520	0.949	10,839.93	1,041.40	49.72	9,706.12	1,542.96	319.7	25.43
02/6/19	1.375	138.31	1.568	0.49	0.002	0.0750	0.0675	0.0925	124.260	124.25	123.90	0.9572	0.956	10,476.18	1,012.22	49.25	9,561.57	1,496.83	320.3	25.31
02/6/20	1.360	138.50	1.552	0.47	0.002	0.0750	0.0700	0.0925	123.810	124.00	123.50	0.9650	0.965	10,612.98	1,022.97	49.16	9,431.77	1,464.75	323.7	25.53
02/6/21	1.320	138.84	1.524	0.45	0.002	0.0742	0.0688	0.0917	123.250	123.40	121.40	0.9715	0.971	10,354.35	1,002.35	48.93	9,253.79	1,440.96	325.1	25.82
02/6/24	1.315	138.81	1.526	0.46	0.001	0.0742	0.0688	0.0917	121.450	122.70	121.85	0.9705	0.978	10,471.32	1,013.23	48.80	9,281.82	1,460.34	324.7	26.47
02/6/25	1.300	138.89	1.519	0.46	0.001	0.0742	0.0669	0.0917	121.665	121.60	121.35	0.9795	0.971	10,496.67	1,016.43	49.17	9,126.82	1,423.99	320.5	26.32
02/6/26	1.305	139.07	1.504	0.46	0.001	0.0742	0.0650	0.0917	120.320	121.00	120.05	0.9805	0.990	10,074.56	984.28	48.65	9,120.11	1,429.33	320.8	26.76
02/6/27	1.340	138.81	1.526	0.47	0.001	0.0908	0.0713	0.1008	119.585	120.10	119.55	0.9885	0.984	10,261.60	994.05	48.64	9,269.92	1,459.20	319.6	26.86
02/6/28	1.315	139.06	1.505	0.45	0.002	0.0908	0.0713	0.1008	119.215	119.45	119.45	0.9915	0.987	10,621.84	1,024.89	49.52	9,243.26	1,463.21	313.9	26.86
02/7/1	1.345	138.65	1.539	0.48	0.001	0.0908	0.0719	0.1008	119.560	119.50	119.70	0.9915	0.988	10,595.44	1,028.63	49.70	9,109.79	1,403.80	314.4	26.81
02/7/2	1.330	138.77	1.529	0.47	0.002	0.0908	0.0731	0.1008	120.345	120.00	119.85	0.9860	0.986	10,622.32	1,029.05	49.57	9,007.75	1,357.82	313.2	26.77
02/7/3	1.320	138.77	1.529	0.47	0.001	0.0908	0.0738	0.1008	120.400	120.15	119.80	0.9810	0.981	10,812.30	1,044.21	49.84	9,054.97	1,380.17	311.3	26.80
02/7/4	1.310	138.97	1.513	0.46	0.002	0.0908	0.0744	0.1008	120.225	120.25			0.980	10,632.81	1,033.31	49.81				
02/7/5	1.315	139.03	1.508	0.46	0.001	0.0908	0.0744	0.1008	120.555	120.40	120.40	0.9740	0.973	10,826.09	1,042.95	49.87	9,379.50	1,448.36		
02/7/8	1.320	139.03	1.508	0.46	0.002	0.0908	0.0719	0.1008	118.860	119.20	118.55	0.9905	0.987	10,769.20	1,033.99	49.90	9,274.90	1,405.61	312.5	26.07
02/7/9	1.315	139.00	1.510	0.47	0.002	0.0908	0.0713	0.1008	118.575	118.75	118.05	0.9935	0.993	10,960.25	1,050.14	49.86	9,096.09	1,381.12	316.5	26.09
02/7/10	1.290	139.27	1.488	0.45	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	117.840	118.18	117.65	0.9885	0.989	10,752.66	0,037.26	49.62	8,813.50	1,346.01	315.1	26.77
02/7/11	1.270	139.38	1.479	0.44	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	117.395	117.70	116.90	0.9890	0.990	10,485.74	1,017.17	49.43	8,801.53	1,374.43	317.6	26.83
02/7/12	1.290	139.30	1.486	0.45	0.002	0.0908	0.0725	0.1008	116.715	116.90	116.85	0.9915	0.990	10,601.45	1,019.51	49.56	8,684.53	1,373.50	315.9	27.48
02/7/15	1.270	139.56	1.464	0.43	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	116.185	116.30	116.40	1.0035	1.006	10,375.15	1,000.48	49.32	8,639.19	1,382.62	319.9	27.07
02/7/16	1.265	139.56	1.464	0.43	0.001	0.0900	0.0713	0.1008	116.335	116.25	115.85	1.0120	1.009	10,250.42	984.53	49.07	8,473.11	1,375.26	317.5	27.75
02/7/17	1.270	139.63	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0706	0.1008	116.225	115.95	116.30	1.0070	1.008	10,296.02	988.10	48.45	8,542.48	1,397.25	317.7	27.88
02/7/18	1.265	139.64	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	116.985	116.58	116.60	1.0110	1.009	10,498.26	1,010.12	48.55	8,409.49	1,356.95	317.1	27.57
02/7/19	1.260	139.63	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	115.915	115.90	115.85	1.0115	1.015	10,202.36	989.71	48.20	8,019.26	1,319.15	323.9	27.83
02/7/22	1.265	139.58	1.462	0.43	0.002	0.0900	0.0725	0.1008	116.385	116.15	116.30	1.0085	1.007	10,189.01	991.44	47.79	7,784.58	1,282.65	323.5	26.60
02/7/23	1.300	139.25	1.490	0.45	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	117.410	116.95	117.55	0.9885	0.992	10,215.63	992.83	47.88	7,702.34	1,229.05	312.6	26.31
02/7/24	1.325	139.10	1.502	0.46	0.002	0.0900	0.0688	0.1008	117.405	117.50	116.75	0.9955	0.993	9,947.72	976.63	47.58	8,191.29	1,290.23	311.4	26.87

（日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly　金融市場」で更新されます ）

※空欄は原則休場日でデータなし