

# 情勢判断

## 国内金融

### 残る景気警戒感と投資の安全志向

#### 要 旨

米国の不正会計疑惑は、一部を除き決算宣誓書を提出され、ひとまず収束の気配。ダウ平均株価は9,000ドルに戻ったが、米国経済の先行き懸念はなかなか払拭できないだろう。米国株式市場の安定化と年末にかけての需要再改善および02年度増益シナリオの確度の高まりによって日本株の株価反発が見込まれるが、03年の増益継続見通しの不透明感が残り、一段高には力不足。

債券相場は、消費者物価の下落も一時的に拡大する可能性があるとともに、景気の下ブレ観測が残る。安全志向のもと、ゼロ金利の時間軸を先へとつづしていく投資スタンスが継続し、当面は安定した動きが続こう。

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
	7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	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0858	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年国際利回	1.315	1.30	1.40	1.40	1.30
長期プライムレート	1.95	1.90	2.00	2.00	2.00
為替(円/ドル)相場	119.815	120	120	115	120
日経平均株価	9,877.44	10,500	11,500	11,000	10,500

(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

会計不信に揺れる米国株式相場の軟調と米国を中心とする世界経済の先行き不安に、わが国の債券・株式市場も影響を受ける状況が続いた。

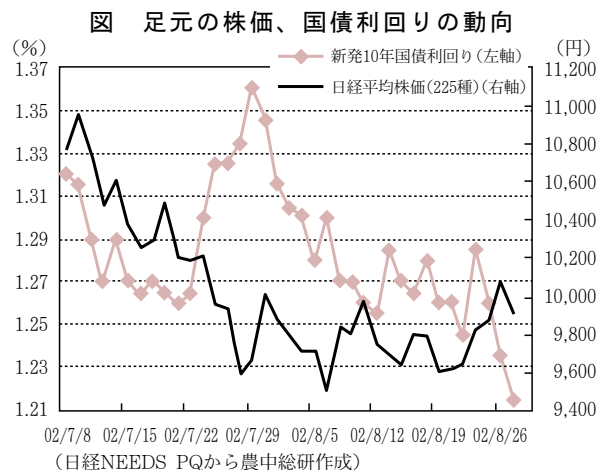
7月24日には、ダウ平均(工業株30種)が寄り付き直後、ロシア危機(98年9月)以来の7500ドルに接近。結局反発して当日取引を終わったが、その後も下値不安は残った。経済指標の悪材料に反応する不安定な展開が続く一方、利下げ期待や個別企業の好業績ニュースが相場を支えた。

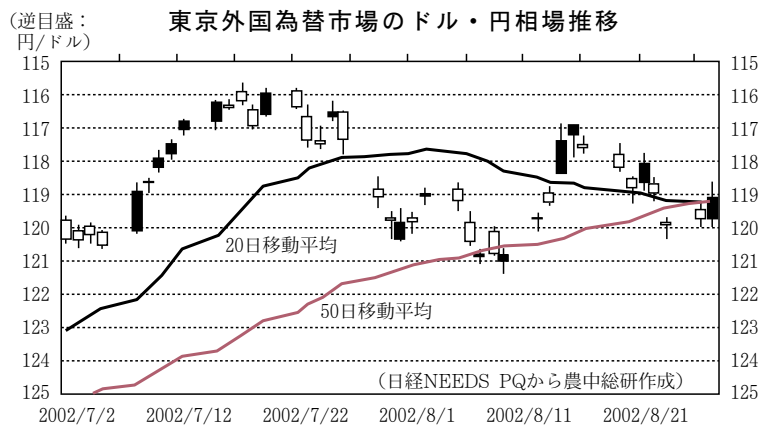
こうして8月14日に、決算宣誓書の提出期限を迎えた。宣誓書提出を求められた米国主要企業691社中、未提出等は大手通信クエスト・コミュニケーションズなど16社にとどまった。今後不正会計が発覚する可能性が消えたわけではないが、殆どの会社が宣誓書を提出したことから企業会計への不信はひとまず収束に向かった。

不正会計疑惑が第一幕を引き下値不安が後退。サウジ王子がドル資産売却の噂を否定したことに加え、小売株やハイテク銘柄の好業績材料やアナリストの格上げ推奨に反応して株への投資資金が再シフトし、ダウ平均は、8月22日に

9,000ドルを回復した。

ドル円相場は、115円/ドル超えの円上昇を試したが、撥ね返された形となった。ユーロの対ドル・平価(1ユーロ=1ドル)回復とあわせ、テクニカル的にも取りあえずのターゲット到達の達成感が出るとともに、ブラジルへのIMF融資決定で南米の経済混乱観測が鎮静化し、前述のように米国株価が反発したことなどから、ドルが買い戻され23日には120円をはさむ動き





となっている(図2)。

日本株相場の下げを誘ってきた要因には、米株下落や円高、景気の先行き懸念などファンダメンタルズ要因のほかに需給上の問題が噂されている。外人勢の8週連続の売り越しや持ち合い解消売りのほか、上場株式投信(ETF)絡みの先物ヘッジ売りが裁定解消売りを誘発し、現物株指数を下げていると言われた。しかし、米株相場が戻ったことを受け、日経平均株価は8月26日に10,067円74銭をつけ、1万円台を19日ぶりに回復した。

債券相場では、デフレ環境の根強さに加え、ペイオフ完全解禁に当たって懸念されていた銀行の流動性確保の問題が決済性預金の保護によって緩和されるのではという期待や日銀の量的緩和が先行き拡大する思惑の拡がり、買い材料となった。短期債から中期ゾーンに買い進まれ、5年物の利回りは8月27日に0.3%を割り込んだ。新発10年国債利回りは1.25%が抵抗線となっていたが、8月21日に01年7月初旬以来の1.25%割れ(日本相互証券調べ:1.245%)となり、債券先物は年初来高値を連日更新した。(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

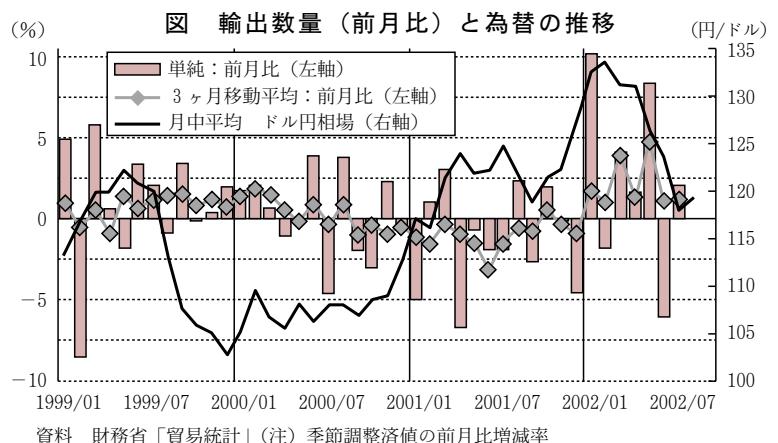
米国経済の変調懸念は、今後もスッキリとは払拭されないだろう。週次発表の大手チェーン小売売上高(BTM-UBS、インスティ・ネットレッドブック)では直近、猛暑のマイナス効果

もあり前週比マイナスとなる頻度が増え、前年比も低下基調を示している。また、景気の先行きを示すと言われるセンチメント調査では、CB・消費者信頼感指数やISM景況指数、フィラデルフィア連銀指数が下降続きである。また、住宅バブル論争の決着が直ぐに着くとは思えない。

このような米国経済への懸念・見方の中で、日本への直接的影響は対米輸出と為替がポイントとなる。米国経済への視点は、年末年始の消費動向に移っていくが、当面は米国経済

の二番底リスクをにらんで輸出の鈍化・落ち込みや円高の懸念 企業業績の未達・悪化への不安がジクジクと残るだろう(図4)。

また、国内的には一部サービスを除き、消費指標が冴えない。台風接近や猛暑での秋物買い控えもあるが、7月の小売販売は減少幅が拡大した。8月は回復していると言われるが、個人消費は所定内給与(基本給)と賞与の減少による悪影響を受けやすい状況にある。



### 株式相場

#### = 03年の業績展望見えず、迷走も

とはいえ、足元の米国経済論は悲観論に振れていたところがある。

米国政府が取り得る政策メニューには利下げ等発動余地が残り、世界経済が大きく下ブレする可能性は決して大きくないと考える。

株価収益率(PE)などの投資尺度上、割安感が乏しいことから、米国株価の上値は限定的だろうが、悲観論の修正に伴って安定化に向か

うだろう。

また、日本の株価も、相当な悪材料、悲観シナリオを織り込んでいられる。

7月以降進んだ対ドルでの円高に伴う業績デメリットは否定できないが、ドル以外の通貨に対し、為替相場は比較的安定している。通貨加重平均では7月初めから3%台半ばの円上昇にとどまっている。全体では中間決算への影響も限定的と思われる。

10月下旬から本格化する9月中旬決算の発表が視野に入ってくるが、業績計画の達成、未達を織り交ぜながら改善方向は確認されるだろう。コスト削減効果が主因となろうが、2002年度の増益シナリオの確度が高まり、企業向け減税等デフレ対策が明確になる中で、年末にかけて株価は反発していくと思われる。

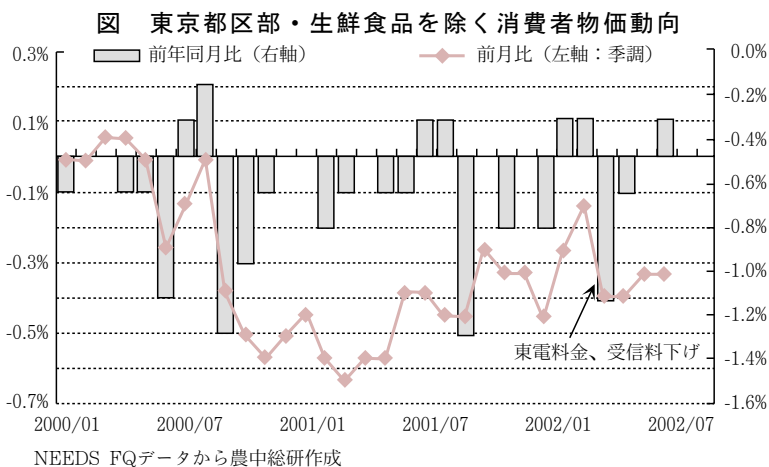
しかし、同時に2003年の増益継続展望が年末にかけて開けるかは不透明といわざるとえない。現在のところ、小泉内閣が2003年に実施しようとしている政策は家計を中心に負担増を伴うデフレ的政策メニューが多い。このままでは、景気循環的にも景気腰折れ懸念が残る。需要喚起の政策がセットとならない限り、株価反発の上値は限定的だろう。なお、景気停滞と不良債権処理および金融機関の経営悪化の連鎖が及ぼす株価リスクには、注意したい。

### 債券相場 = ゼロ金利時間軸をどこまで先へと押しつづけていけるか

国債相場では短期ゾーンから中期ゾーンへ、さらに長期ゾーンへと利回り低下が波及している。これを称してゼロ金利の時間軸を先へと押しつづけていく投資の動きという、相場コメントが見られる。

ゼロ金利政策の決定要因である消費者物価（生鮮食品を除く）は、2000年9月以降前年比1%以上のマイナスが続いた後、足元ではやや下落が緩和されてきた。しかし、年後半にかけて電力料金引き下げ等から前月比で低下が続き、前年比でもマイナス幅が拡大する可能性がある（図4）。

また、牽引役不在の中、前述のように景気失



速のリスクは消えない。停滞感が一時的に生じる可能性もある。

デフレの持続性を年頭にゼロ金利の時間軸を先へと伸ばして投資できる年限は限られるはずだが、構造的な需要不足や規制緩和での競争圧力、技術革新の成果が重なり、物価が安定的にゼロ%以上に戻る状況は当面、見えにくく、国際商品市況の上昇も消費物価の最終段階にまで届きにくいのが現状である。

需給的にも日銀の買い切りオペが月額1兆円を吸収するとともに、銀行は年度初めから国債保有を増やしている。銀行等が01年度のように今年度末に向かって保有圧縮に動くのか？が問題だが、貸出減少の中、安全資産としての国債保有が高止まりする可能性がある。

このように当面、債券相場の安定要因は多い。11月5日が米国・中間選挙の総選挙日に当たる。それまでは、ブッシュ政権の選挙対策としてドル安政策観測は市場に根強いだろう。さらに米国の利下げ期待も、それ自体は金利差縮小から円高材料である。

しかし、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。ホワイトハウスを含め、米国当局にドル安政策を取る意識は無いだろう。

また、日本経済も決して盤石でない。仮に小幅の円高進行でもファンダメンタルズ悪化の可能性は大きく、円買い材料は消滅しやすい。

よって、米国側にドル安要因が発生しても、円高余地は限定的。基本的な想定レンジは、115~125円/ドルを継続する。

(02.08.27 渡部)

最近の金融市場関連データ一覧

(調査第二部 国内経済金融半)

	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	N Y 工業株30種平均終値	ナスダック株価指数	N Y 金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
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	1,037.26	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
02/7/25	1.325	139.16	1.497	0.45	0.002	0.0900	0.0669	0.1008	116.520	116.35	116.40	1.0045	1.002	9,929.91	967.99	47.74	8,186.31	1,240.08	309.7	26.77
02/7/26	1.335	139.38	1.510	0.46	0.002	0.0900	0.0675	0.1008	117.370	117.40	118.80	0.9870	0.990	9,591.03	943.07	47.22	8,264.39	1,262.12	303.3	26.54
02/7/29	1.360	138.85	1.523	0.47	0.002	0.0900	0.0681	0.1008	119.110	119.18	119.70	0.9805	0.979	9,666.67	951.91	46.97	8,711.88	1,335.25	302.4	26.55
02/7/30	1.345	138.99	1.511	0.46	0.002	0.0875	0.0669	0.1000	119.740	120.12	120.20	0.9835	0.987	10,003.72	974.96	47.27	8,680.03	1,344.19	303.7	27.36
02/7/31	1.315	138.35	1.481	0.45	0.001	0.0858	0.0681	0.1000	119.815	119.85	119.90	0.9775	0.981	9,877.94	965.00	47.50	8,736.59	1,328.26	305.2	27.02
02/8/1	1.305	139.36	1.481	0.44	0.002	0.0833	0.0669	0.1000	119.815	119.75	119.30	0.9845	0.985	9,793.51	958.59	47.37	8,506.62	1,280.00	306.0	26.47
02/8/2	1.300	139.60	1.461	0.43	0.001	0.0825	0.0669	0.1000	118.940	118.95	118.95	0.9865	0.987	9,709.66	955.81	47.09	8,313.13	1,247.92	309.0	26.84
02/8/5	1.280	139.93	1.434	0.41	0.002	0.0817	0.0663	0.0992	119.190	118.80	119.70	0.9800	0.985	9,704.93	955.36	46.62	8,043.63	1,206.01	309.6	26.58
02/8/6	1.300	139.80	1.444	0.42	0.002	0.0817	0.0656	0.0983	120.455	119.80	120.75	0.9660	0.964	9,501.02	939.42	45.89	8,274.09	1,259.55	307.3	27017
02/8/7	1.270	140.00	1.428	0.41	0.002	0.0817	0.0675	0.0983	120.765	120.85	120.30	0.9755	0.971	9,834.40	962.28	46.36	8,456.15	1,280.90	316.1	26.50
02/8/8	1.270	139.96	1.431	0.41	0.002	0.0808	0.0663	0.0975	120.795	120.15	121.00	0.9670	0.969	9,799.57	959.98	46.24	8,712.02	1,316.52	312.2	26.67
02/8/9	1.260	140.16	1.415	0.41	0.002	0.0800	0.0656	0.0950	120.820	121.05	120.10	0.9705	0.973	9,999.79	980.79	46.47	8,745.54	1,306.12	316.0	26.86
02/8/12	1.255	140.25	1.408	0.40	0.002	0.0792	0.0663	0.0942	119.685	119.90	119.05	0.9790	0.978	9,747.82	959.90	46.48	8,688.89	1,306.84	315.8	27.86
02/8/13	1.285	140.05	1.424	0.42	0.001	0.0792	0.0681	0.0942	119.240	118.90	118.45	0.9835	0.978	9,688.61	954.88	46.29	8,482.39	1,269.28	315.9	27.90
02/8/14	1.270	140.40	1.396	0.40	0.001	0.0783	0.0675	0.0942	117.345	117.05	117.30	0.9800	0.987	9,638.41	952.55	46.18	8,743.31	1,334.30	313.5	28.15
02/8/15	1.265	140.38	1.397	0.40	0.001	0.0775	0.0675	0.0933	116.905	117.55	117.35	0.9820	0.980	9,795.57	961.74	46.38	8,818.14	1,345.01	316.1	29.06
02/8/16	1.280	140.30	1.404	0.40	0.002	0.0767	0.0675	0.0925	117.590	117.60	117.70	0.9850	0.982	9,788.13	961.12	46.49	8,778.06	1,361.01	315.4	29.33
02/8/19	1.260	140.43	1.393	0.39	0.002	0.0758	0.0675	0.0925	118.210	117.90	118.60	0.9760	0.977	9,599.10	944.41	46.37	8,990.79	1,394.54	307.7	29.84
02/8/20	1.260	140.33	1.401	0.39	0.002	0.0758	0.0663	0.0925	118.795	119.00	118.90	0.9790	0.976	9,620.69	945.63	46.35	8,872.07	1,376.59	310.4	30.11
02/8/21	1.245	140.46	1.391	0.39	0.002	0.0750	0.0650	0.0925	118.035	118.10	118.55	0.9805	0.981	9,642.41	947.37	46.21	8,957.23	1,409.25	309.3	29.24
02/8/22	1.285	140.54	1.384	0.38	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.005	119.00	119.90	0.9690	0.973	9,814.02	941.01	46.31	9,053.64	1,422.95	308.3	28.84
02/8/23	1.260	140.70	1.371	0.37	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.875	120.05	119.60	0.9730	0.973	9,867.45	963.28	46.61	8,872.96	1,380.62	308.3	28.63
02/8/26	1.235	140.75	1.367	0.37	0.002	0.0750		0.0917	119.725	119.68	119.75	0.9715		10,067.74	981.22	46.60	8,919.01	1,391.74	311.0	29.28
02/8/27	1.215	140.95	1.351	0.36	0.002	0.0750	0.0656	0.0917	119.055	118.85	118.15	0.9835	0.980	9,907.30	962.84	46.42	8,824.41	1,347.78	313.9	28.83

(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)

※空欄は原則休日日でデータなし