

情勢判断

国内金融

厳しい2003年度の日本経済：政策転換はあるか？

要 旨

当総研は2003年度マイナス成長を予想しているが、このようなデフレ環境の継続は国債買い材料となる。しかし、不良債権処理加速の政策費用増加に加え、景気刺激を求める政策転換要求など財政悪化リスクには注意したい。

株式相場は、過度な業績不安や金融不安は収まりつつあり、短期的にはリバウンドの可能性があろうが、2003年度の業績ピークアウト観測をにらんで、需給的にも好転は期待薄であることから、株価の反発幅は限定的と見ている。

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		
	10月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担コール 翌日物	0.002	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ヶ月）	0.0808	0.08	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
CD（新発3ヶ月：仲値）	0.077	—	—	—	—	—
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.985	0.95	1.15	1.15	1.10	1.00
為替（円ドル）相場	122.480	125.0	120.0	125.0	125.0	127.5
日経平均株価	8,640.480	9,000	9,250	10,000	9,500	9,000

（月末値。実績は日経新聞社調べ）

10月30日の「金融再生プログラム」発表後も大手銀行の経営をめぐる不安が止まらず、銀行株が先導する形で株価指数は下落。9月末の内閣改造以来、11月22日まで銀行業株価指数が▲24%下落したほか、過重債務企業が多い建設、小売、不動産、卸売・商社の下げが目立った（表1）。日経平均株価、東証一部株価指数（TOPIX）はともに最安値を更新。東証時価総額も3月末に比べて一時、▲66兆円の大幅減少に至った。

11月18～22日週には、ダウ平均株価が7週連続高となるなど米国株価の堅調持続、国の銀行経営への関与観測が薄れたことなどを受け、買い戻しが起こりようやく反発。9月中間決算の進捗状況は、非製造業、製造業ともにコスト削減効果から経常利益、当期利益が会社予想を10%前後上回っている。払拭されたわけではないが、下半期の業績失速の悲観シナリオが後退し

表1 業種別株価指数

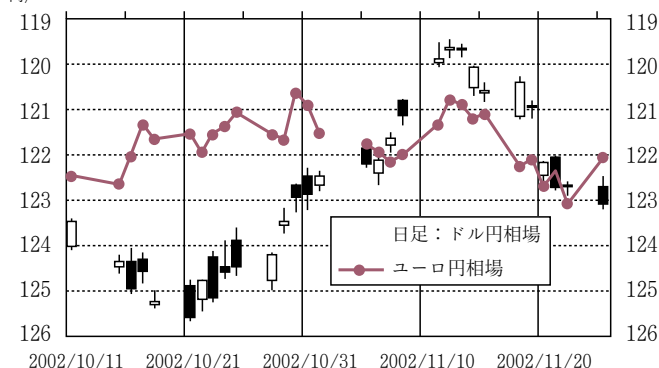
指数	9月末以来 （内閣改造以来）	前年度末比
日経平均株価	-6.7%	-19.0%
東証一部株価指数	-6.5%	-20.4%

（東証 業種別下落率上位）

銀行業	-24.0%	-18.3%
空運業	-22.0%	-33.1%
証券、商品先物業	-18.5%	-24.4%
石油・石炭製品	-16.6%	-30.4%
建設業	-14.4%	-19.2%
繊維製品	-14.3%	-22.8%
小売業	-14.0%	-13.2%
その他金融業	-13.8%	-26.9%
不動産業	-13.1%	-14.6%
鉱業	-13.1%	-23.5%
卸売業	-13.0%	-23.8%

（東証データ等から農中総研作成）

(逆目盛) 図1 ドル・円(日足)とユーロ円の為替相場推移
円/ドル
円/ユーロ



(日経NEEDS FQから農中総研作成)

国債相場は、高値安定（利回りは低位）が続いた。外国人投資家が週間で7351億円の大買入越しとなるなど好需給から、11月13日には新発10年国債利回りは0.95%まで低下。その後は、補正予算編成をめぐる国債発行増額の規模（上ブレ）や銀行の益だし売却の懸念から上値は重くなったが、結局、国債発行増額が5兆円規模にとどまる補正予算方針が決まり、ひとまず需給不安材料も収まって1%をはさんだ底固い動きとなっている。

為替相場は、基本的に狭いレンジの動きに終始。ドル円相場は米国経済の弱さを示す指標が一時暴落したこと、米利下げ観測の台頭（FF

レート誘導水準は11月6日に▲0.5%引き下げ）やファンドのドル売りやオプション絡みの動きから、10月下旬からドル売りが強まり、NY外為市場では11月12日に119円台前半まで円が上昇した。しかし、日本の通貨当局の介入警戒感も強く、折り返して123円台まで戻した。また、ユーロは堅調推移。ドルとのパリティ（1ドル＝1ユーロ）を維持し、ユーロ円も11月22日には123円台に乗ったが、その後、ユーロ買いのポジション圧縮の動きが強まり、120円台に戻した（図1）。

（以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい）

金融市場の見通しと注目点

03年度経済見通し＝マイナス成長？

2002年7～9月期GDPは前年同期比でもプラス成長（+1.7%）となったが、自律的回復には程遠い。下半期もGDPは横ばいを予想するが、テロ支援国への武力行使とそれに伴う悪影響を含め、景気加速の要素よりは減速に向かうリスクの方が大きいだろう。

さらに、当総研では2003年度のGDP成長率が再び前年度比▲0.2%のマイナス成長を予測している（詳しくは、後添「経済見通し」特集を参照）。2003年4月以降に予定されている社会

表2 国内外の当面のスケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
02年度 (H14)	10～3月		10月 デフレ総合対策発表	11月 米国中間選挙：共和勝利
			12月 「産業・企業再生基本方針」決定	〃 中国共産党大会：胡锦涛主席体制へ
			3月 日銀総裁任期切れ	
03年度 (H15)	4～9月	4月 統一地方選 (知事・政令市長、道府県議選の投票日が13日。他は27日)	4月 郵政公社設立	6月 G8サミット、仏で開催
		9月 自民党総裁任期切れ	4月～産業再生機構設立	
04年度 (H16)	10～3月	9月で「テロ対策特別措置法」失効	3月 固定資産の減損会計任意適用開始	
04年度 (H16)	4～9月	6月 衆議院任期満了	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株を基本的自己資本以内へ	5月 露大統領任期満了
		7月 参議院通常選挙		8月 アテネ夏季五輪

(農中総研作成)

保障負担の引き上げや不良債権処理の加速過程での企業整理、それに伴う失業増が景気に下方圧力を加え続けると見る。

2003年度上半期は、補正予算での公共投資追加の効果や外需の寄与で2002年度下半期比+0.2%の小幅成長となるが、下半期は、米国景気の加速、IT関連需要の回復や政府の景気てこ入れがないと、上半期比：▲0.7%の失速を予想している。

特に、国内民需は▲0.4%減と不振。民間最終消費が、雇用者報酬の減少や社会保障負担引上げなどから1997年度以来のマイナス成長（▲0.2%）となるとともに、民間企業設備も減少に転じ前年度比▲0.6%減少となる。

債券相場＝ 政局波乱で政策転換リスクの可能性も残る

このように2003年度の景気については、厳しい見方をしており、デフレ環境下、運用難のもとで好需給が続くと見ているが、それとともに景気悪化への政策対応と政局の動向が債券相場のテーマとなろう。

まず、ゼロ金利政策は継続すると想定している。2003年度に消費者物価下落は縮小に向かうと予想しているものの、構造調整の圧力は強く、前述のように景気がかばかしくない状況のもとでは消費者物価がゼロ%を安定的に上回るには至らないだろう。

この短期金利の環境のもとで、時間軸の効果は続く。また、現在のところ予想されている2003年度の新規国債発行額や借換債を含む国債発行総額の増加も、金融機関の運用難と日銀の国債買い切りオペ（月額1.2兆円から増額の可能性もある）のもとで吸収され、国債の相場は堅調推移すると基本シナリオでは見ている。

しかし、前記表2のような政治日程の中で政局変動の結果、政策転換もあり得ることには注意したい。

目先は、金融再生プログラムの具体化内容が当面の注目材料だが、仮に企業再生基準を含め甘目という評価となったとしても、不良債権処

理が加速化されることは間違いない。デフレ圧力が強まるという点では、国債相場の上昇材料だが、セーフティーネット構築を含めて、不良債権処理加速の政策費用は財政悪化の材料である。

12月末に向け、2003年度当初予算編成過程で景気対策積み増しの論議が深まることは期待薄だが、2003年4月の統一地方選前後から9月の自民党総裁任期切れの間、通常国会終了をはさんで、景気回復が順調で無いならば、与党内に小泉首相に政策転換を求め財政政策出動の論議が出てくるリスクがあろう。

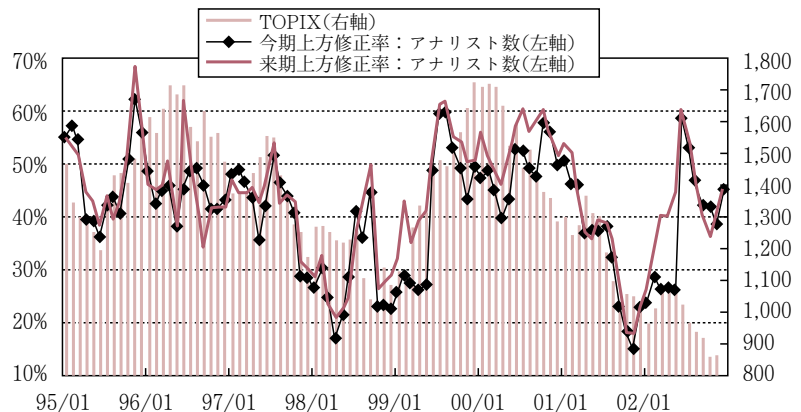
また、2003年3月に任期切れとなる次期日銀総裁に誰が就任し、どのような政策を打ち出すか、にも注目したい。

このように政局波乱と政策転換のリスクを債券相場の見通しの上で捨象することは出来ないと考えており、春先頃には早くも、そういった動きが出てくる可能性がある。長期金利が下放れるとは見ていないものの、政策対応の結果として、副次的に財政悪化、通貨信認上のリスク、さらには日銀が非伝統的な政策手段を採用するとへの懸念が投資家の上値買いを慎重化させ、長期金利の低下は継続しないと考えている。

株式相場＝03年度業績展望開けず

9月中間決算の発表が最終局面に入っているが、2002年度利益回復に余りにも悲観的シナリオは修正されつつある。株式アナリストの業績予想も上向いている（図2）。

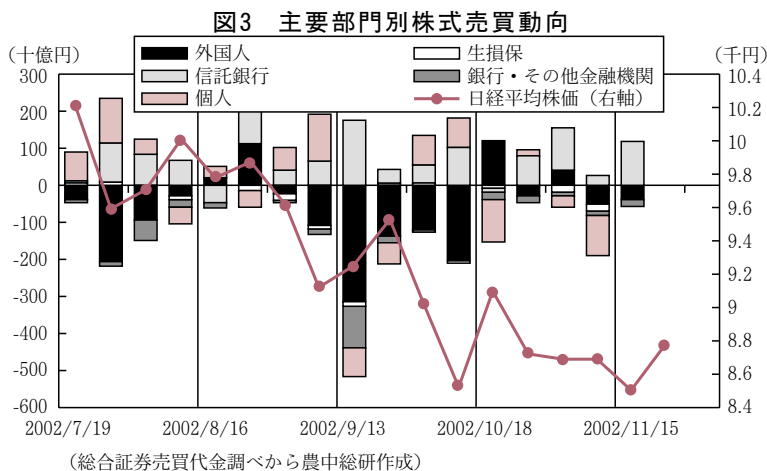
図2 東証株価指数 業績修正動向



（注）上方修正率＝上方修正数÷全体業績予想数

クリスマス商戦や対イラク武力行使などの材料の帰趨について予断は許されないが、米国景気への見方はISM等センチメント指標などの好転などから足元で和らぎつつある。米国株価が当面、堅調推移の予想が強まっていることから、日本株も短期的には株価リバウンドが見込めよう。

しかし、株式需給の面から言って、持ち合い解消売りが継続すると見込まれる一方、外国人投資家の売りの構図が変わり、本格的に買いに入ることは期待できない（図3）。



悪材料に反応しやすい地合が変わるには、日本企業の中期的な業績展望や企業戦略構築、投資家センチメントの面から材料不足である。したがって、株価反発を予想するが、証券税制の見直しなど株式市場の活性化策が個人投資家を引き付けるほどのものになるかも、不透明であることから、反発幅は限定的と予想する。

さらに、前述のようなGDPのマイナス成長見通しのもとで、2003年度の業績展望が開けな

い以上、業績ピークアウトをにらんだ慎重な投資スタンスが株価のバリエーションを上げるような上値買いを抑えるだろう。よって、2003年の景気悪化リスクをにらんで、現時点では年央以降の株価は慎重に見ておくこととしたい。為替相場については、先月作成の見通しを継続する。ドル、ユーロ、円が三すくみの状態で推移する相場力学が、大きく崩れる要素は当面小さいと考える。

三極の金融・経済が弱点をそれぞれ抱え順位付けがしにくい状況にあるとともに、為替変動がもたらすデメリットも大きい。

特に2003年前半、対イラク武力行使の可能性が無くならない状況のもとでは、3極の通貨当局は為替変動を出来るだけ抑制するスタンスであろう。

日本経済が不良債権処理の加速などによる構造調整圧力を受ける現状では、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の理解も得やすい。したがって、ドル円相場は、日本の経済動向、金融システムの方向性（悪化⇔好転）に、米国の経済状況、経

常赤字問題や米国内のドル高修正の圧力が絡んで変動するとしても、大きな変動幅にはなりにくいと考える。

基本的な想定レンジは、115～125円/ドルを継続するが、短期的には小幅円安方向に動く可能性を想定。しかし、130円を大きく越える円安があるとすれば、政治混乱も絡んだ日本経済の相当な悪化が生じた場合だろう。

(02.11.26 渡部)

「金融市場」2003年1月号に関するお知らせ

次回発行の「金融市場」2003年1月号では、情勢判断（国内金融・国内経済・海外経済金融）が掲載されません。2003年1月時点での最新の金利・為替・株価見通しとその説明は、(株)農林中金総合研究所のホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) に掲載されますので、こちらをご参照ください。

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				その他		
	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	N Y ダウ工業株30種 平均終値	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	N Y 金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/10/1	1.130	140.70	1.371	0.35	0.002	0.0825	0.0688	0.1033	121.88	122.10	122.55	0.9830	0.985	9,162.26	903.37	7,938.79	1213.72	3.66	322.2	30.83
02/10/2	1.135	140.70	1.371	0.35	0.002	0.0825	0.0688	0.1033	123.03	122.95	122.90	0.9870	0.985	9,049.33	893.23	7,755.61	1187.30	3.61	322.8	30.49
02/10/8	1.160	140.65	1.375	0.35	0.002	0.0808	0.0700	0.1000	124.26	124.25	124.35	0.9790	0.979	8,708.90	860.79	7,501.49	1129.21	3.63	319.4	29.48
02/10/9	1.145	140.85	1.359	0.33	0.002	0.0808	0.713	0.1000	124.16	123.90	123.30	0.9895	0.987	8,539.34	844.29	7,286.27	1114.11	3.56	320.8	29.35
02/10/10	1.120	141.15	1.335	0.31	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	123.53	123.48	123.60	0.9865	0.986	8,439.62	835.61	7,533.95	1163.37	3.65	317.4	28.97
02/10/11	1.095	141.36	1.318	0.31	0.002	0.0808	0.0713	0.1000	124.04	124.00	124.05	0.9870	0.986	8,529.61	848.43	7,750.29	1210.47	3.81	317.2	29.37
02/10/14							0.0725						0.987			7,877.40	1220.53		318.6	30.03
02/10/15	1.060	141.69	1.292	0.30	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.49	124.35	124.65	0.9820	0.983	8,836.73	876.57	8,255.68	1282.44	3.99	313.4	29.72
02/10/16	1.050	141.65	1.295	0.30	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.38	124.75	124.45	0.9815	0.983	8,884.87	881.45	8,036.03	1232.42	4.04	314.7	29.47
02/10/17	1.070	141.52	1.305	0.32	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.29	124.35	125.05	0.9170	0.973	8,959.88	884.46	8,275.04	1272.29	4.20	312.2	29.62
02/10/18	1.085	141.37	1.317	0.32	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	125.32	125.20	125.50	0.9720	0.972	9,086.13	893.95	8,322.40	1287.86	4.11	313.3	29.60
02/10/21	1.065	141.53	1.305	0.32	0.001	0.0808	0.0700	0.1000	124.89	124.95	124.95	0.9735	0.974	8,978.41	889.08	8,538.24	1309.67	4.25	311.5	28.37
02/10/22	1.085	141.10	1.339	0.33	0.002	0.0808	0.0706	0.1000	125.22	125.20	125.15	0.9775	0.977	8,689.39	862.54	8,450.16	1292.80	4.26	313.6	27.92
02/10/23	1.075	141.38	1.317	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.28	124.30	124.60	0.9765	0.977	8,714.52	866.14	8,494.27	1320.23	4.22	312.6	28.11
02/10/24	1.070	141.40	1.315	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.46	124.05	124.45	0.9780	0.974	8,614.30	859.45	8,317.34	1298.71	4.11	311.2	28.20
02/10/25	1.070	141.40	1.315	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	123.87	124.00	124.30	0.9760	0.978	8,726.29	871.89	8,443.39	1331.13	4.09	313.9	27.05
02/10/28	1.040	141.60	1.299	0.32	0.001	0.0808	0.0731	0.1000	124.80	124.80	123.60	0.9845	0.983	8,757.51	872.13	8,368.04	1315.83	4.08	315.6	27.29
02/10/29	1.035	141.63	1.297	0.32	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	123.57	123.55	123.15	0.9830	0.986	8,708.76	862.73	8,368.94	1300.54	3.93	318.1	26.86
02/10/30	1.030	141.58	1.301	0.32	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	122.69	122.88	122.95	0.9835	0.984	8,756.59	870.23	8,427.41	1326.73	3.96	316.9	26.81
02/10/31	0.985	141.98	1.269	0.30	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	122.48	122.45	122.55	0.9905	0.990	8,640.48	862.24	8,397.03	1329.75	3.89	318.4	27.22
02/11/1	0.975	141.12	1.258	0.30	0.002	0.0808	0.0750	0.1000	122.68	122.65	122.55	0.9965	0.998	8,685.72	866.89	8,517.64	1360.70	4.00	319.2	27.13
02/11/4							0.0738				122.20	0.9980	0.995			8,571.60	1396.54	4.04	318.7	26.95
02/11/5	0.955	142.15	1.255	0.30	0.002	0.0808	0.0738	0.0992	121.87	121.90	121.85	1.0000	1.001	8,937.56	885.34	8,678.27	1401.17	4.07	318.6	26.14
02/11/6	0.975	141.97	1.269	0.31	0.002	0.0792	0.0750	0.0983	122.45	122.15	121.80	1.0035	0.998	8,983.29	883.23	8,771.01	1418.99	4.03	317.9	25.77
02/11/7	1.005	141.93	1.273	0.31	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	121.79	121.70	121.20	1.0095	1.008	8,920.44	880.57	8,586.24	1376.71	3.88	320.9	25.38
02/11/8	0.990	142.02	1.266	0.31	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	120.82	120.95	119.80	1.0135	1.013	8,690.77	862.49	8,537.13	1359.28	3.85	321.7	25.78
02/11/11	0.955	142.26	1.247	0.30	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	119.91	119.55			1.011	8,460.37	837.19	8,358.95	1319.19		321.6	25.94
02/11/12	0.955	142.21	1.250	0.30	0.002	0.0783	0.0681	0.0983	119.64	119.75	119.65	1.0125	1.011	8,464.77	839.62	8,386.00	1349.56	3.85	324.7	25.90
02/11/13	0.950	142.19	1.252	0.30	0.002	0.0783	0.0656	0.0983	119.69	119.77	120.10	1.0085	1.009	8,438.52	836.43	8,398.49	1361.34	3.84	318.9	25.19
02/11/14	1.010	141.75	1.287	0.32	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	120.52	120.35	120.45	1.0045	1.005	8,303.39	823.89	8,542.13	1411.52	4.06	318.1	25.29
02/11/15	1.005	141.73	1.289	0.33	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	120.67	120.65	120.45	1.0095	1.007	8,503.59	839.34	8,579.09	1411.14	4.03	320.9	25.51
02/11/18	1.020	141.62	1.297	0.33	0.002	0.0783	0.0731	0.0983	121.19	120.95	121.05	1.0090	1.009	8,346.01	823.84	8,486.57	1393.69	3.99	319.4	26.71
02/11/19	0.985	141.88	1.277	0.32	0.002	0.0783	0.0669	0.0983	120.99	120.95	122.30	1.0035	1.012	8,365.26	817.09	8,474.78	1374.51	3.98	318.8	26.42
02/11/20	1.000	141.78	1.285	0.33	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	122.47	122.32	122.60	1.0020	1.004	8,459.62	830.82	8,623.01	1419.35	4.06	317.6	26.98
02/11/21	1.005	141.25	1.327	0.36	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	122.07	122.40	122.60	1.0020	1.001	8,668.06	847.85	8,845.15	1467.55	4.15	317.6	26.35
02/11/22	1.025	141.66	1.294	0.33	0.002	0.0783	0.0694	0.0983	122.72	122.77	122.90	0.0970	0.999	8,772.56	859.05	8,804.84	1468.74	4.17	320.9	26.76
02/11/25	0.995	142.08	1.261	0.32	0.002	0.0783	0.0700	0.0983	122.72	122.62	122.15	0.9920	0.993	8,944.44	874.39	8,849.40	1481.90	4.17	317.9	26.11
02/11/26	0.975	142.32	1.242	0.31	0.002	0.0783	0.0706	0.0983	122.03	122.05	121.60	0.9935	0.993	8,823.99	864.00	8,676.42	1444.43	4.06	317.7	26.40
02/11/27	0.995	142.23	1.249	0.32	0.001	0.0783	0.0669	0.0983	121.84	121.70	122.30	0.9905	0.990	8,875.88	869.26	8,931.68	1487.94	4.26	317.8	26.89

(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