

情勢判断

国内金融

織り込み進むも内外景気への不安拭えず

しかし、引き続き政策転換と財政悪化にも一定の目配り必要

要 旨

国債相場は98年後半以来の高値(利回りは低下)をつけているが、デフレ環境継続と金融機関の運用難等引き続き高値安定条件も多い。しかし、上値余地は小さくなっており、大きな相場反転にはならないとしても政策転換と財政悪化のリスクには一定の注意が必要だろう。

株式相場は、短期リバウンドの可能性があろうが、03年度の業績展望が不透明であり、需給的にも大幅な好転は期待薄であることから、反発幅は限定的との見方を継続する。

為替相場については、国際情勢の緊迫化と米国経済の不透明感が引き続きドル売り材料となるが、為替変動を抑制しようとする当局の志向から、ドル円相場もレンジを外れる可能性は小さいと考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: 円, %, /ドル)

年度/月	2002年度		2003年度			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担コール 翌日物	0.002	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)	0.0967	0.10±0.02	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	1.375
新発10年国債利回	0.900	0.85	1.05	1.00	0.90	1.15
為替(円ドル)相場	119.370	117.5	120.0	125.0	127.5	130.0
日経平均株価	8578.950	9,250	9,750	9,500	9,000	9,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

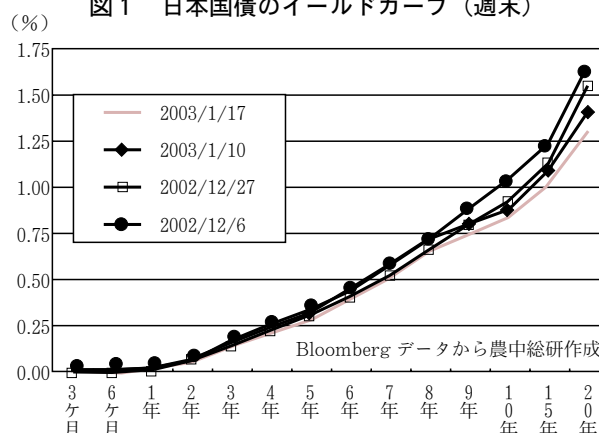
ここ1ヶ月の金融市場概況

国債相場は昨年末からの流れを引き継ぎ上昇(利回りは低下)が続いた。買い手の主役は銀行から生保に変わっていると推測されるが、新発10年国債利回りが12月末の大納会では0.90%割れから、0.8%まで一段利回りが低下するとともに、超長期債が買い進まれ、20年債利回りが1.5%超から1.3%台を割って1.28%をつけた(いずれも日本相互証券調べ、図1)。イールドカーブはブル・フラット化。また、政地債や財投機関債、高格付け社債への買いニーズも強く、利回りが低下した。

これに対して、株式相場は、8,500円をはさむレンジ相場が継続。120円を割り込む円上昇や先進国経済の先行き不安などの悪材料に対し、政府の金融危機への対応姿勢、銀行の資本増強

や企業再生の具体的な動きが好感され綱引き状態となっている。個人の売り越し縮小など需給好転も見られる。

図1 日本国債のイールドカーブ(週末)



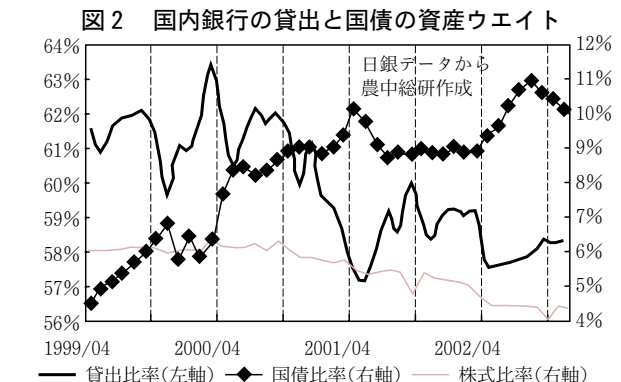
為替相場は、対イラク開戦観測など国際情勢の緊迫化がドル売り材料となっている。ユーロは99年10月以来の高値へ上昇。ドル円相場は介入警戒感が強いものの、117円台後半に円が上昇。この結果、ユーロ円は99年半ば以来の126円台に乗せとなっている。また、原油価格はニューヨークの原油先物（WTI期近）は年初には33ドル/バレルを超えた後、高値相場が続いている。（以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい）

金融市場の見通しと注目点 債券相場＝高値安定条件多し、しかし あまり突っ込みに期待するの・・・

消費者物価は足元で財価格に下げ止まり傾向が見られるものの、景気が再び悪化する懸念が残り、需給ギャップも依然大きいことからデフレ環境が変化する見通しは立ちにくい。

また、企業は内部留保＋減価償却費のキャッシュフローの範囲内で投資をおこなう姿勢であり、金融機関は新たな資金需要を期待できない。それに加え、財務改善圧力がかかる状況のもと、コミットメントラインの利用等を含め負債圧縮への動きは強く、余剰資金は返済に向けられる状態にある。

このようなデフレ継続のファンダメンタルズと貸出低迷等の金融機関の運用難を背景に、債

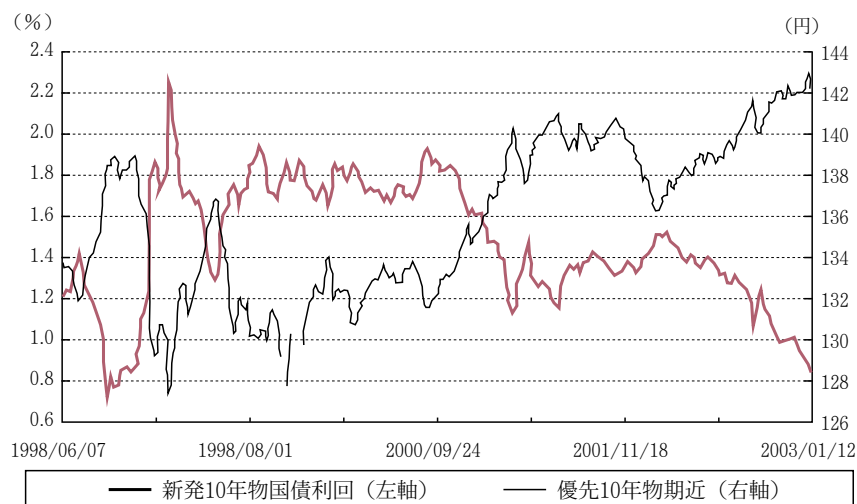


券の買いニーズは強い(図2)。足元で、銀行の国債買い増しは年度の下期に止まっているものの、前述のように銀行以外の生保等に買いの主役が移り、好需給が続いている。

10年国債利回りは98年後半以来の低位水準にあるなど国債相場の上値余地は限られていると思われるものの、02年度内について益出しやマクロヘッジ会計の終了という需給要因以外では、相場下落・下押しの材料は少ない。米国による対イラク開戦となれば、景気悪化のリスク回避資金が世界的に国債市場に向かう可能性がある(図3)。

しかし、この水準からの金利低下の効果は金融政策面から見て総合的に小さく、むしろ反動・副作用も懸念される。また、デフレ脱却に向けた政策発動が、財政、金融の両面で打ち出され

図3 国債相場の長期動向



NEEDS FQ から農中総研作成

るか、見込みにくいが一一定の目配りは必要だろう。

金融政策について言えば、日銀・総裁交代を機に高まるかに見えた「インフレ目標」設定を含む非伝統的政策手段の採否の議論も終息の気配が強い。しかし、デフレ脱却には現在取られている手段(注)の延長だけでは困難ではないか、という意見・圧力は政府・与党内で継続すると思われる。

(注) 現在の金融調節方式に移行した当初と現在との比較

項目	時期	2001年3月	現在(03年1月)
日銀・当座預金水準		5兆円程度	15~20兆円程度
国債・買い切りオペ		0.4兆円	1.2兆円

一方、財政拡張論も与党内には強い。景気悪化傾向が出てくれば、03年度補正予算の早期編成が浮上する可能性もあり、税収不足の可能性(当社試算では名目成長率が0.5%低下すると▲1.5~2兆円の税収減)とあわせ、国債増発の懸念が生じることに注意する必要がある。

政策的な閉塞感は今後も強く、債券相場にはプラス材料だが、利回り低下の突っ込みを期待することには注意が必要な段階にはいりつつある、と思われる。

株式相場 = 短期リバウンドも限定的 業績展望不透明で投資に消極的

11~12月にかけ、新証券税制開始を前にした個人の売り越し額は9.4千億円におよんだ。それが株式需給の大きな悪化要因となったが、その個人の売り越しも02年末で一区切りがつけた模様である。

また、3月の年度末に向けては、追加景気対策の発表・実施など実体経済への需要刺激策とともに、公的資金の出動など株価支持的政策対応がおこなわれやすい。貸し株返却のための買い戻しや企業の自社株・買い残し枠の実行など年度末特有

の需要もある。このため、年初に比べ3月末は通常、株価が上昇する傾向が見られ、今年も同様の反発が期待されよう(図4)。

しかし、持ち合い解消売りが継続すると見込まれる一方、外国人投資家が本格的な買いに入るとは期待薄である状況に変化はないと考えている(年明け以降、外国人投資家の買い越しニュースがあるが、投機的に売っていた海外ファンドの買い戻しの有無や所謂、「黒目の外人」と言われる国内投資家の海外LPSを通じた買い等の可能性など内容を注意して見る必要があるだろう)。

また、対イラク武力行使による世界経済の心理圧迫 景気悪化の不安も残り、世界的に株式投資リスクには敏感になる期間が続く。

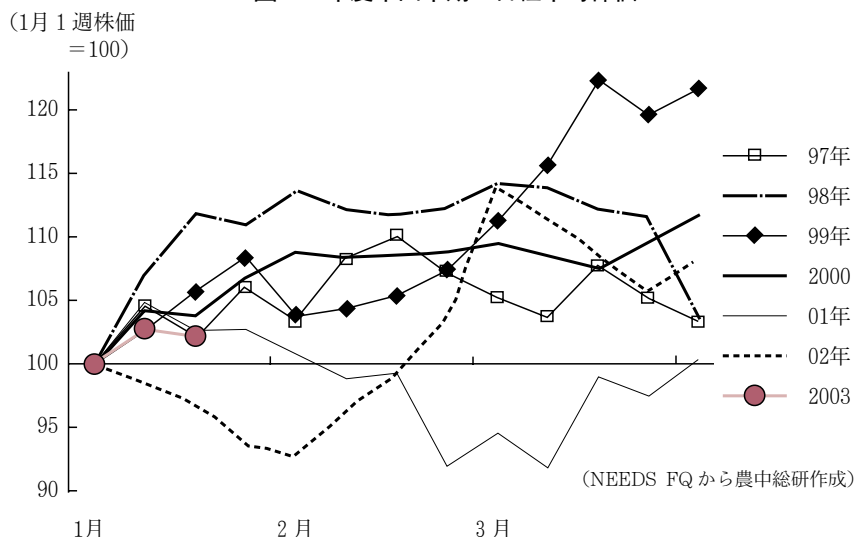
加えて03年度の業績展望(増益)が不透明であり、株式投資のリスクに対して、投資家の消極的スタンスが続くだろう。したがって、短期的な株価リバウンドも極めて限定されたものととどまろう。

為替相場については、ドル円で基本的な想定レンジを115~125円/ドルとする予想を継続する。

国際情勢の不安定化と、米国の財政・貿易の「双子の赤字」懸念を背景に、ドル安観測は強いが、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の一定の理解も得やすい。円の上値は限定的と考える。

(03.01.22 渡部 喜智)

図4 年度末四半期の日経平均株価



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
02/12/9	1.010	141.89	1.276	0.330	0.002	0.0783	0.0656	0.0983	122.59	123.20	123.45	1.0105	1.008	8,828.05	854.90	8,473.41	1367.14	4.03	326.5	27.20
02/12/10	1.010	141.98	1.269	0.320	0.002	0.0783	0.0638	0.0983	123.52	123.55	123.75	1.0080	1.010	8,804.52	856.48	8,574.26	1390.76	4.05	324.2	27.74
02/12/11	1.010	142.11	1.258	0.320	0.002	0.0783	0.0638	0.0983	123.27	123.90	123.60	1.0085	1.009	8,727.66	851.93	8,589.14	1396.59	4.02	325.5	27.40
02/12/12	1.000	142.56	1.302	0.320	0.002	0.0783	0.0600	0.0983	123.28	123.37	122.75	1.0185	1.015	8,708.69	851.32	8,538.40	1399.55	4.02	332.1	28.01
02/12/13	1.000	141.58	1.301	0.320	0.002	0.0783	0.0644	0.0983	122.54	122.65	120.55	1.0240	1.022	8,516.07	835.77	8,433.71	1362.42	4.07	333.8	28.44
02/12/16	0.960	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0575	0.0983	120.60	122.65	121.30	1.0225	1.020	8,450.94	827.82	8,627.40	1400.33	4.15	337.6	30.10
02/12/17	0.950	142.00	1.267	0.320	0.002	0.0783	0.0588	0.0983	120.74	120.75	121.35	1.0285	1.030	8,510.73	831.92	8,535.39	1392.05	4.12	338.0	30.10
02/12/18	0.945	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0513	0.0975	121.25	121.35	121.15	1.0270	1.027	8,344.01	815.74	8,447.35	1361.51	4.04	342.7	30.44
02/12/19	0.945	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0563	0.0975	121.28	121.15	120.55	1.0275	1.026	8,387.57	822.89	8,364.80	1654.10	3.94	346.5	30.56
02/12/20	0.945	141.85	1.279	0.330	0.002	0.0783	0.0613	0.0975	120.88	120.77	120.55	1.0270	1.027	8,406.88	822.46	8,511.32	1363.05	3.95	341.0	30.30
02/12/23							0.0563				120.40	1.0263	1.027			8,493.29	1381.69	3.97	345.6	31.75
02/12/24	0.935	141.97	1.269	0.330	0.002	0.0783	0.0575	0.0975	120.44	120.40	120.30	1.0300	1.032	8,512.37	829.81	8,448.11	1372.47	3.94	347.3	31.97
02/12/25	0.920	142.00	1.267	0.330	0.002	0.0783	0.0000	0.0975	120.43	120.40	0.00	0.0000	0.000	8,501.14	827.00					
02/12/26	0.930	141.86	1.278	0.330	0.002	0.0783	0.0000	0.0975	120.12	120.25	119.95	1.0380	0.000	8,700.10	842.96	8,432.61	1367.89	3.89	349.4	32.49
02/12/27	0.910	141.99	1.268	0.330	0.001	0.0958	0.0638	0.0983	119.99	120.00	119.85	1.0440	1.041	8,714.05	849.25	8,303.78	1348.31	3.80	349.7	32.72
02/12/30	0.900	142.06	1.262	0.330	0.002	0.0967	0.0650	0.0983	119.37	119.90	118.50	1.0490	1.046	8,578.95	843.29	8,332.85	1339.54	3.79	344.1	31.37
02/12/31							0.0650				118.75	1.0495	1.050			8,341.63	1335.51	3.81	348.2	31.20
03/1/2							0.0688				121.35	1.0355	1.037			8,607.52	1384.85	4.03	346.5	31.85
03/1/3							0.0638				119.70	1.0425	1.042			8,601.69	1387.08	4.01	351.6	33.08
03/1/6	0.905	1.42	1.267	0.330	0.002	0.0967	0.0600	0.0983	119.26	119.30	119.20	1.0465	1.048	8,713.33	860.07	8,773.87	1421.32	4.05	352.1	32.10
03/1/7	0.900	141.99	1.268	0.340	0.002	0.0967	0.0625	0.0983	119.56	119.45	120.45	1.0410	1.042	8,656.50	853.93	8,740.59	1431.57	4.00	347.7	31.08
03/1/8	0.885	142.07	1.262	0.330	0.002	0.0967	0.0606	0.0983	120.14	120.15	119.10	1.0495	1.039	8,517.80	839.55	8,595.31	1401.07	4.01	354.3	30.56
03/1/9	0.845	142.07	1.262	0.340	0.002	0.0967	0.0644	0.0983	118.84	118.90	119.30	1.0490	1.048	8,497.93	839.33	8,776.18	1438.46	4.17	353.7	31.99
03/1/10	0.865	142.81	1.282	0.350	0.002	0.0967	0.0650	0.0983	119.72	119.54	119.20	1.0585	1.054	8,470.45	837.70	8,784.89	1447.72	4.13	354.9	31.68
03/1/13							0.0650				118.10	1.0540	1.056			8,785.98	1446.04	4.12	355.1	32.26
03/1/14	0.870	141.71	1.290	0.350	0.002	0.0975	0.0638	0.0983	118.90	118.90	118.10	1.0555	1.059	8,553.06	845.90	8,842.62	1460.99	4.08	352.4	32.37
03/1/15	0.855	142.25	1.247	0.330	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.08	118.05	118.15	1.0565	1.059	8,611.75	855.66	8,723.18	1438.80	4.06	351.1	33.21
03/1/16	0.830	142.35	1.239	0.330	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.04	118.20	117.75	1.0620	1.058	8,609.17	856.30	8,697.87	1423.75	4.08	358.1	33.66
03/1/17	0.825	142.41	1.235	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	117.99	118.00	117.80	1.0670	1.066	8,690.25	859.25	8,586.74	1376.19	4.01	356.8	33.91
03/1/20	0.825	142.45	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.15	118.20			1.067	8,558.82	853.90					
03/1/21	0.820	142.44	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0613	0.0983	119.02	118.80	118.10	1.0730	1.068	8,708.58	863.90	8,442.90	1364.25	3.97	357.5	34.61
03/1/22	0.805	142.54	1.224	0.310	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.17	118.15	118.25	1.0735	1.071	8,611.04	863.64	8,318.73	1359.48	3.91	359.9	32.85
03/1/23	0.800	142.58	1.221	0.310	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.22	118.70	118.15	1.0745	1.076	8,790.92	854.06	8,369.47	1388.27	3.94	364.7	32.25
03/1/24	0.810	142.72	1.210	0.300	0.001	0.0975	0.0575	0.0983	117.85	117.98	117.80	1.0830	1.082	8,731.65	854.43	8,131.01	1342.14	3.92	368.4	33.28
03/1/27	0.795	142.84	1.201	0.300	0.001	0.0975	0.0594	0.0983	117.83	117.85	118.50	1.0850	1.083	8,609.47	850.03	7,989.84	1325.27	3.96	369.4	32.29
03/1/28	0.785	142.88	1.198	0.300	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.84	118.57	118.65	1.0825	1.084	8,525.39	841.12	8,088.84	1342.18	3.97	370.0	32.67

(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)

※空欄は原則休日でデータなし