情勢判断

国内金融

国債相場の安定条件にもチェックは必要

株式投資は当面のリスクに加え需給にも悪さ

要　　旨

デフレ環境と運用難など国債相場の安定条件が一変する可能性は小さく、基本的に高値相場の継続が見込まれる。ただし、堅牢・長期的と思われる安定条件が軟化するリスクにも注意が必要だろう。

株式相場は、03年度の業績展望が不透明であり、需給的にも悪さが継続する可能性がある。イラク情勢の落ち着き、世界経済の反転を待つ必要があろう。

為替相場については、ドル安材料が当面多いが、円高を抑制しようとうする当局のスタンスから、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，％，円／ドル)

年度／月	2002年度		2003年度			
	１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	0.001	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)	0.0983	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	0.810	0.85	0.95	0.90	1.10	1.20
為替（円ドル）相場	119.205	117.5	120.0	125.0	127.5	130.0
日経平均株価	8339.94	9,250	9,750	9,250	9,500	10,000

（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

1月30日に新発10年国債利回りは0.765％まで低下。しかし、政府・金融当局者の相次ぐ金利低下の行き過ぎ発言をきっかけに、国債相場は水をさされた格好となり、高値警戒感が意識されることとなった。この後、2月4日の10年国債入札が低調に終わったことから、取りあえずの上値を確認する形となった。

その半面で、0.9％レベルでは押し目買い需要も見られており、相場となっている。

ニューヨーク(ＮＹ)株式市場でダウが8,000ドル割れとなり、米国経済の先行き不安が意識される中、株価は1月末にかけて続落。外国人投資家の売りに加え、持ち合い解消売りや年金基金の代行返上に伴う換金売りも言われた。TOPIXが6日続落となるとともに、日経平均株価はバブル崩壊後の最安値（8,303円）寸前まで下げた。しかし、公的資金と見られる買いから、先物主導で反発。個人投資家の低位株物色やヘッジファンドの株の買い戻しもあり、需給好転からやや安心感を取り戻している(図1)。

図１　足元の株価、国債利回りの動向

（日経NEEDS FQから農中総研作成）

為替相場は、対イラク情勢の緊迫化がドル売り材料となっており、ユーロ・ドルは一時1.09を超え99年10月以来の高値。これに対し、ドル円相場は介入警戒感が強く、ドル売りが続かず、120円をはさむレンジ内の動きが継続。

原油価格は、NY原油先物（WTI）が37ドル/バレルまで上昇。

（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＝安定条件多いが、予断は禁物

国債相場の安定条件となっているのは、デフレ環境のもとでのゼロ金利政策の継続性と、リスク回避・流動性重視の消去法的な投資スタンスである

デフレ環境については、事態が一変する見通しは立ちにくい。当社見通しでも03年中は消費者物価の下落率は縮小こそするものの、マイナスは残ると見ている。この点から、03年度中、ゼロ金利政策に変更は無いだろう。

しかし、01年後半から02年前半にかけて物価下落が加速していたころと足元の状況は相違している。財物価が横ばい推移しており、サービス価格も公共料金的なものを除けば下落がとまりつつある。景気低迷は続こうが、海外・国際市況要因、企業の価格設定見直しなどに伴ってデフレの緩和傾向が進展する可能性には留意であろう。

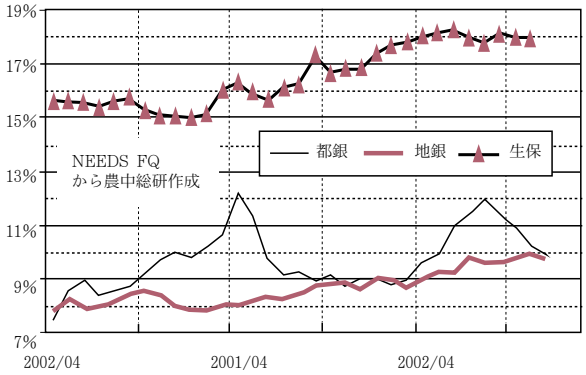
また、新発10年国債利回りが1%を大きく下回る水準に低下する中で、期待リターンが下がる一方、想定リスクが上昇することにより、国債への投資スタンスが慎重化するのは避けられない。ゼロ金利政策のもとで、消去法での国債投資に変更が生じることは当面予想しくにが、少なくとも上値買いは抑制されよう。

国債保有残高についても、地銀は02年12月まで漸増（ぜんぞう）を保っているものの、生保は減少に転じ、都銀は下期に入り残高圧縮を進めている。3業態の国債保有残高はピークであった02年8月から12月末までに▲8.3兆円減少している（図2）。残高圧縮の動きは利食い売却という側面も大きいが、保有残高が再度、増加するには、改めて投資シナリオが必要だろう。

財政悪化についても無視は。03年度内でも補正予算の早期編成による歳出増に加え、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）から国債増発リスクが注意する必要がある。

当面、国債相場の安定条件は多く高値相場の可能性が大きいが、デフレ環境と金融機関の投資スタンス、財政状況についての判断に予断を持ち過ぎるリスクも考えたい。

図２　都銀等の国債運用ウエイトの動向



注：国債運用ウエイト＝各業態の国債残高÷資産合計

株式相場＝業績不透明＋需給悪継続

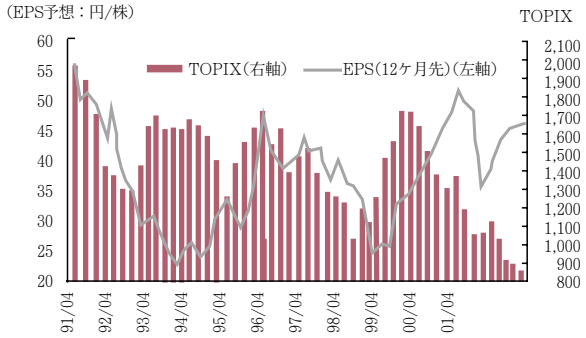
アナリスト予想による03年度業績予想は、2割以上の増益見通しである(図3)。

しかし、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。

需給的にも、持ち合い解消売りが継続すると見込まれることに加え、代行返上する年金基金は03年度も多いだろう。さらに郵政公社は株式投資を見送る計画である。個人をのぞけば、売りの受け皿となる投資主体が見出せず、需給の悪さが投資家心理を圧迫するだろう。

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。イラク攻撃など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、米国内でもドル安政策への圧力は確かに強いが、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。(03.02.19　渡部　喜智)

図３　一株利益（EPS）予想の推移



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	NY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	NY　金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
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
03/1/29	0.775	142.93	1.194	0.300	0.002	0.0975	0.0606	0.0983	118.14	118.15	118.35	1.0840	1.087	8,331.08	825.72	8,110.71	1358.06	4.02	366.3	33.63
03/1/30	0.765	143.11	1.180	0.290	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	118.77	118.60	119.00	1.0815	1.076	8,316.81	825.16	7,945.13	1322.35	3.96	369.7	33.85
03/1/31	0.810	142.79	1.205	0.300	0.001	0.0975	0.0613	0.0983	119.21	118.95	119.90	1.0770	1.074	8,339.94	821.18	8,053.81	1320.91	3.96	369.1	33.51
03/2/3	0.825	142.83	1.202	0.300	0.001	0.0975	0.0613	0.0983	120.49	120.15	120.25	1.0785	1.074	8,500.79	837.70	8,109.82	1323.79	3.99	371.6	32.76
03/2/4	0.850	142.56	1.223	0.310	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	120.15	120.30	119.70	1.0890	1.087	8,484.90	844.26	8,013.29	1306.15	3.92	379.9	33.58
03/2/5	0.870	142.48	1.229	0.320	0.001	0.0975	0.0625	0.0983	119.32	119.60	120.05	1.0780	1.083	8,549.85	845.29	7,985.18	1301.50	3.99	377.2	33.93
03/2/6	0.855	142.50	1.228	0.320	0.001	0.0975	0.0625	0.0983	119.82	120.00	119.85	1.0825	1.084	8,484.19	839.95	7,929.30	1301.73	3.94	370.7	34.16
03/2/7	0.840	142.63	1.217	0.310	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	120.16	119.70	120.25	1.0820	1.082	8,448.16	839.11	7,864.23	1282.47	3.92	370.5	35.12
03/2/10	0.820	142.78	1.206	0.300	0.002	0.0975	0.0581	0.0983	120.33	120.45	121.30	1.0730	1.077	8,484.93	842.69	7,920.11	1296.68	3.97	364.2	34.48
03/2/11							0.0581				121.05	1.0735	1.072			7,843.11	1295.46	3.95	363.0	35.44
03/2/12	0.840	142.52	1.226	0.320	0.001	0.0975	0.0581	0.0983	120.81	120.75	121.40	1.0710	1.074	8,664.17	857.23	7,758.17	1278.97	3.91	353.0	35.77
03/2/13	0.835	142.56	1.223	0.310	0.001	0.0975	0.0569	0.0983	120.77	120.95	120.60	1.0830	1.083	8,599.66	853.01	7,749.87	1277.44	3.87	357.7	36.36
03/2/14	0.835	142.64	1.217	0.310	0.001	0.0975	0.0594	0.0983	120.41	120.40	120.62	1.0790	1.079	8,701.92	858.05	7,908.80	1310.17	3.95	352.2	36.80
03/2/17	0.870	142.35	1.239	0.330	0.002	0.0967	0.0594	0.0975	120.43	120.50			1.074	8,771.89	861.70					
03/2/18	0.870	142.39	1.236	0.320	0.001	0.0967	0.0588	0.0975	119.37	119.25	119.05	1.0690	1.069	8,692.97	856.70	8,041.15	1346.54	3.94	344.3	36.96
03/2/19	0.865	142.48	1.229	0.320	0.001	0.0967	0.0575	0.0975	119.03	119.05	118.75	1.0745	1.074	8,678.44	853.59	8,000.60	1334.32	3.88	350.0	37.16
03/2/20	0.855	142.63	1.217	0.310	0.001	0.0967	0.0575	0.0975	118.92	118.90	118.30	1.0825	1.082	8,650.92	849.35	7,914.96	1331.23	3.86	353.1	36.79
03/2/21	0.825	142.85	1.200	0.300	0.001	0.0958	0.0600	0.0975	118.34	118.37	118.65	1.0775	1.081	8,513.54	840.11	8,018.11	1349.02	3.89	351.8	35.58

（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