情勢判断

国内金融

債券、株とも相場調整は限られよう

要　　旨

国債相場の高値安定の基調が変わったとは見るのは尚早だろう。ゼロ金利政策の長期化見通しのもと、金融機関の貸出減少に伴うポート入れ替えは国債に向かいやすい。また、世界的な経済悪化リスクが薄れたことから株価の下値予想を引き上げるが、まだ業績や株価対策の内容吟味が必要であり、短期的、小幅ながら株価調整の可能性を想定する。

為替相場については、6月号で変更した予想を継続。ドル安圧力はかかるが、日本経済の相対的な弱さと通貨当局の介入姿勢から、大きく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）

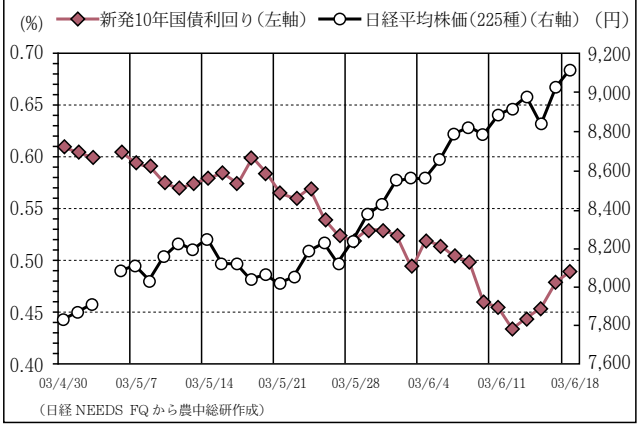
年度／月	2003年度				
	5月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）
無担コール　翌日物	0.002	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0783	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.53	0.60	0.60	0.65	0.75
為替（円ドル）相場	118.630	115～120	112.5～117.5	117.5～122.5	117.5～122.5
日経平均株価	8,424.51	8,750	8,500	8,750	9,500

（月末値。実績は日経新聞社調べ。）

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

イラク戦争終結等によって世界経済のリスクが薄れるとともに、欧米の金融緩和政策がしばらく続くとの期待から、世界的に株高、債券高（長期金利の低下）の並存状態が生じた。5月以降、米国の主要株価指数が1割前後上昇する一方、米財務省証券10年物利回りは3.1%台前半まで低下した。また、この間、欧州の株価指数も7～16%上昇し、独･10年物国債利回りは0.5%程度低下し、3.5%を割り込んだ。

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）

そのような投資環境のなか、わが国証券市場、特に株式市場には、海外投資家の資金が買い戻しを含め流入している。5月以降、外国人の週間買い越し額は7週連続して1千億円を超えている。6月17日には日経平均株価が昨年12月初旬以来の9,000円台を突破、TOPIXも安値から15%超、反発してきた。

日本国債も新発10年国債利回りが0.435%に低下するとともに、20年債利回りが0.7%台まで買い進まれたが、株価上昇や20年債入札が低調であったことで中期債ゾーンに売りが出たことをきっかけに、先物主導で相場が反落。新発10年国債利回りは一時、0.645%まで上昇、長国先物も142円台を割り込む水準まで急落したが、その後は戻している。

為替相場は、ブッシュ大統領が仏エビアン・サミットにおいて強いドル政策維持に言及。このサミットでは異例とも言える為替政策についての発言で、それまでのドル安進行不安が後退。欧州中銀（ECB）による6月5日の0.5%の利下

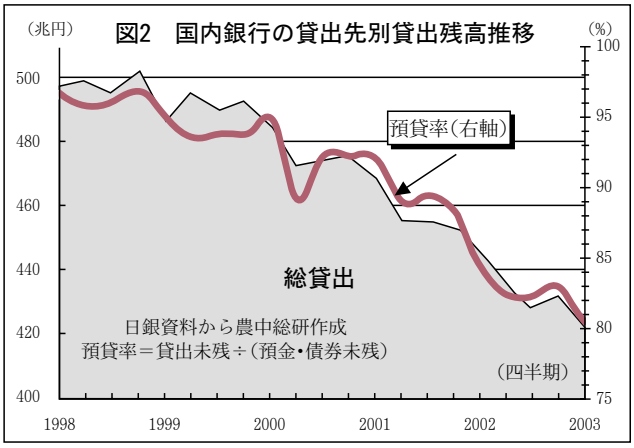
げに続き、米国の利下げ観測など材料はあったものの、ユーロ・ドル、ドル円はともに狭いレンジの動きに終始。ドル円相場では、当局の介入への警戒感も強く、116～118円台の小動きが続いている。（以上の金融証券市場の動向等は当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点
債券相場＝利回り反転も調整の域出ず

足元で債券高、株高の並存が崩れ、相違う相場の動きが生じている。このまま、国債相場下落（国債利回り上昇）と株価堅調という形で、債券、株の泣き別れが続くのだろうか？

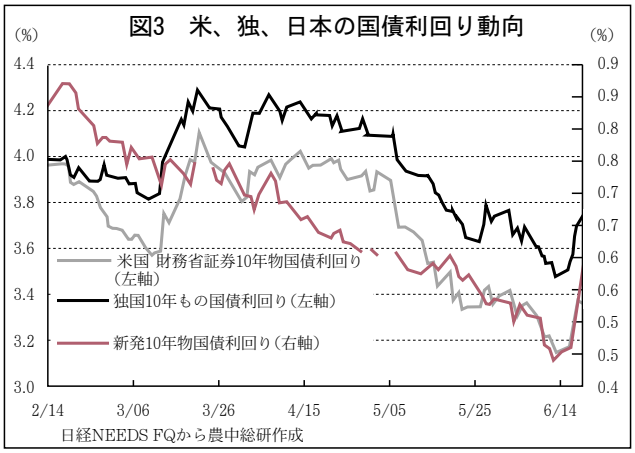
まず、わが国においては引き続き構造調整圧力が強く、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の解除は、読めない。また、銀行等金融機関では貸出減少と預貸率低下が続いている結果、発生した余剰資金の投資が必要であり、換金性や信用リスクなどの点から国債は消去法的に選択されやすい事情がある。

このようなゼロ金利政策の長期化見通しと投資難というポートフォリオ事情が、金融機関の国債買い入れを後押し、国債相場（長期金利）安定の基礎要因となっている（図2）。この投資環境の基底に当面、変わりはあるまい。



その上で国債相場（金利の大幅反転）のリスク要因として考えるべきことは、株価の持続的上昇をもたらすような世界経済のファンダメンタルズ好転が起きているか、どうかである。

ここ数ヶ月間、欧米先進国では、デフレ化懸念を背景に歴史的低水準まで長期金利の低下が進んだが、その動きがわが国債券市場において



買い安心感を補強し、国債利回りを一段と押し下げた効果は否定できない（図3）。

しかし、欧米先進国の債券相場において、足元で長期金利に下げ止まり感が出ている。ここから相場の潮目が変わり、長期金利が上昇基調に転じたとなれば、わが国の国債相場も影響は免れないだろう。

確かに、一時に比べ世界景気の下ブレのリスクは緩和されており、世界景気の悪化リスクやデフレ化懸念をあまりに当て込んで、債券を買い進む投資スタンスは変更が必要になっている、と思われる。

しかし、成長加速の重要な要素である設備投資は、03年中、世界的にIT分野を中心に力強さに欠けると予測されており、世界経済の低成長リスクとデフレ化懸念というファンダメンタルズが急速に変化し始めたと見るのは尚早だろう。

よって、利食い売りによる需給悪化などから国債相場が調整を余儀なくされるとしても、それはあくまでも突っ込みすぎた金利低下からの調整の範囲にとどまり、利回り上昇は限定的なものにとどまるだろう。

なお、9月に任期切れを迎える自民党・総裁選前後から財政出動の動きが予想される。国政選挙が視野に入って来るなか、公共投資等補正予算編成が早期におこなわれる可能性が大きいと想定するが、小泉不再選＝新首相誕生の場合でも、財政出動の規模は実際のところ限界があり、国債需給悪化懸念など国債相場への影響は小さいだろう。

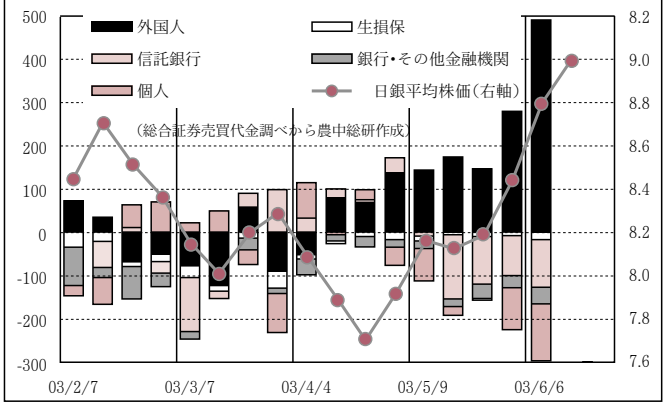
また、日銀がインフレ目標政策やETF買い入れなど非伝統的な政策手段の採用に動く可能性

は現状、低いという想定を継続する。一方、量的緩和政策によって金融機関の資金繰りが極めて安定していることは、債券相場のプラス要因であり、国債買い入れ増額の期待は今後も残ると見ている。

株式相場＝株価反落に短期、限定的

外人投資家の買い越しが需給を改善。株価反転が買い戻し行動を促して、株価回復をもたらしてきた。この間、銀行等の持ち合い解消売りや信託を通じた年金基金の代行返上のための換金売りが進んできたが、これまでのところ、買い主体として期待される個人投資家の売り越し基調は続いており、動きは鈍い（図4）。

図4　主要部門別株式売買動向



業績面では、金融を除く全産業ベースの03年度（04年3月期）の業績予想（会社計画集計）は15%程度の経常増益の見通しである。売上高は微増にとどまるものの、海外収益の寄与とリストラ効果によって連続増益が予想されており、現状、この業績予想への下ブレ・リスクはあまり意識されていない。

当面の注目点である米国企業決算は、7月3週以降に本格化するが、米国企業の4～6月期業績が予想を上回り、米国株価が引き続き堅調を持続すれば、わが国の株価下支え役を果たすだろう。

表2　上場企業の連結業績動向　（千億円）

		売上高	前期比	経常利益	前年比	純利益	前期比
03年3月期	金融除く全産業	4,150	1.0%	161	70.9%	52	－
04年3月期		4,180	0.7%	186	15.0%	97	85.5%
03年3月期	製造業	2,245	2.6%	98	102.4%	37	2658.7%
04年3月期		2,278	1.5%	115	17.4%	60	59.0%
03年3月期	非製造業	1,906	-0.8%	64	38.1%	15	－
04年3月期		1,903	-0.2%	71	11.4%	37	152.3%

（資料）日本経済新聞（03年6月10日朝刊）

しかし、先進国における低金利効果も限界に近い。低成長・デフレ化の懸念という世界経済についての想定を変えるには、今しばらく吟味の時間が必要であり、まだ回復期待が試される局面があると考える。

国内的には消費活動の低調が気になる。夏場にかけても、総報酬制導入後初めての賞与支給期を迎え手取り収入の減少が消費の圧迫材料になる懸念がある。

前節で述べたように世界経済の悪化リスクが薄れたことは確かであるが、景気不安がぶり返すなかで増益予想が揺らぐ可能性は今後も予想される。また、夏場以降、季節的にも株価対策の材料出尽くしや持ち合い解消や代行返上の売りが嵩んでくると予想される。

よって、株価の下値予想は引き上げるものの、株価の再下落の可能性は残ると見ている。

ただし、自民党総裁選に続き国政選挙も視野に入ってくることから、下落圧力が強まれば、小泉政権は株価対策の強化・前倒しおよび財政出動等マクロ経済対策を打ち出すと見ている。

また、家計の社会保障・税負担の増加や減損会計導入などマイナス要因もあるが、04年後半以降、イベント的にも世界景気が上昇過程に入る期待や株式需給の好転が見込まれる。

このため、株価調整はあるとしても、短期、限定的なものにとどまるだろう。

為替相場の想定レンジは前回予想を継続。ドル円で112.5～122.5円/ドルを基本的な想定レンジをとする。米国通貨当局はドル急落を引き起こす政策リスクを犯さないと考えるが、米国の経常赤字や金融緩和が材料となり、ドル安圧力は引き続き残る。したがって、円安方向には行き難い状況が続く。その一方、円高の動きには、わが国通貨当局が強い介入姿勢を示しレンジを破る動きの押さえ込みにかかると想定する。

ユーロについては欧州経済の不調と利下げ継続の見通しを前提とすれば、これ以上のユーロ高が進む材料は少なく、ユーロ円相場も今後、円安よりは円高に動く可能性に注意すべきだろう。また、ユーロが下落に転じた場合、ドル円相場にも円上昇の波及があろうが、前述のように介入によって円高幅は押さえ込まれると考える。　（03.06.20　渡部　喜智）

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・ドル銀行間直物17：00	円・ドル銀行間直物中心値	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	東京ユーロ17：00	日経平均（225種）	TOPIX終値	JASDAQ指数	NYダウ工業株30種平均	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	ドイツ連邦債10年物利回り	NY金先物・期近
03/4/30	0.610	143.60	1.142	0.240	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	119.46	119.60	119.00	1.1175	1.116	132.88	7,831.42	796.56	43.51	8,480.09	1464.31	3.84	4.06	339.4
03/5/1	0.605	143.67	1.136	0.240	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.53	118.90	118.60	1.1235	1.126	132.64	7,863.29	799.31	43.66	8,454.25	1472.56	3.84		342.4
03/5/2	0.600	143.74	1.131	0.230	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	118.88	118.60	119.05	1.1230	1.122	133.32	7,907.19	804.62	44.22	8,582.68	1502.88	3.92	4.08	341.3
03/5/5											118.60	1.1290						8,531.57	1504.04	3.88		342.6
03/5/6	0.605	143.74	1.131	0.230	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.37	118.55	117.50	1.1425	1.134	134.24	8,083.56	821.41	44.34	8,588.36	1523.71	3.78	4.07	342.8
03/5/7	0.595	143.82	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	117.66	117.68	116.40	1.1355	1.135	134.12	8,109.77	822.85	44.84	8,560.63	1506.76	3.67	3.97	342.2
03/5/8	0.590	143.81	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	116.34	116.65	117.05	1.1500	1.146	131.87	8,031.55	814.74	44.81	8,491.22	1489.69	3.68	3.92	348.7
03/5/9	0.575	143.90	1.118	0.230	0.002	0.0783	0.0594	0.0900	117.32	117.10	117.40	1.1490	1.149	135.08	8,152.16	823.52	44.68	8,604.60	1520.15	3.68	3.92	348.9
03/5/12	0.570	143.99	1.111	0.220	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	116.38	116.90	117.00	1.1560	1.155	135.11	8,221.12	829.26	44.28	8,726.73	1541.40	3.64	3.91	351.9
03/5/13	0.575	143.96	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	117.15	117.00	116.80	1.1525	1.152	134.72	8,190.26	829.20	44.51	8,679.25	1539.68	3.60	3.89	350.2
03/5/14	0.580	143.93	1.116	0.230	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	116.55	116.60	116.30	1.1495	1.149	134.35	8,244.91	832.00	44.63	8,647.82	1534.90	3.52	3.91	352.5
03/5/15	0.585	143.95	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	115.95	116.25	116.50	1.1385	1.146	132.86	8,123.40	820.08	44.26	8,713.14	1551.38	3.53	3.85	352.8
03/5/16	0.575	144.20	1.095	0.220	0.001	0.0783	0.0581	0.0900	116.36	116.30	116.00	1.1580	1.155	132.74	8,117.29	819.17	44.29	8,678.97	1538.53	3.41	3.83	352.9
03/5/19	0.560	143.97	1.113	0.230	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	115.21	115.25	117.15	1.1650	1.170	134.74	8,039.13	810.49	43.82	8,493.39	1492.77	3.49	3.74	364.4
03/5/20	0.585	144.08	1.104	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.34	117.08	116.70	1.1705	1.166	136.35	8,059.48	814.25	44.01	8,491.36	1491.09	3.36	3.73	366.5
03/5/21	0.565	144.18	1.097	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	116.68	116.67	117.45	1.1635	1.170	136.70	8,018.51	809.80	44.92	8,516.43	1489.87	3.39	3.71	372.2
03/5/22	0.560	144.21	1.094	0.210	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.62	117.65	117.20	1.1695	1.168	137.10	8,051.66	816.06	45.00	8,594.02	1507.55	3.31	3.69	368.1
03/5/23	0.570	144.21	1.094	0.220	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	117.27	117.30	116.90	1.1830	1.179	137.41	8,184.76	826.18	44.93	8,601.38	1510.09	3.33	3.63	368.8
03/5/26	0.540	144.46	1.075	0.210	0.002	0.0783		0.0900	116.89	116.88				138.13	8,227.32	826.97	45.28					
03/5/27	0.525	144.52	1.071	0.210	0.001	0.0783	0.0594	0.0900	116.84	116.65	117.30	1.1810	1.188	138.85	8,120.24	814.86	45.02	8,781.35	1556.69	3.41	3.67	367.8
03/5/28	0.520	144.70	1.057	0.200	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	117.50	117.25	118.60	1.1765	1.175	138.32	8,234.18	822.31	45.74	8,793.12	1563.24	3.42	3.76	365.2
03/5/29	0.530	144.77	1.052	0.200	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	119.06	118.95	118.00	1.1905	1.183	139.44	8,375.36	834.12	45.82	8,711.18	1574.95	3.33	3.69	369.6
03/5/30	0.530	144.80	1.049	0.200	0.002	0.0783	0.0563	0.0900	118.63	118.35	119.30	1.1785	1.176	140.65	8,424.51	837.70	45.93	8,850.26	1595.91	3.37	3.69	365.6
03/6/2	0.525	144.74	1.054	0.200	0.002	0.0783	0.0583	0.0900	118.69	119.00	118.60	1.1755	1.172	138.75	8,547.17	846.55	45.92	8,897.81	1590.75	3.40	3.75	367.1
03/6/3	0.495	144.80	1.049	0.200	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	118.67	118.40	119.15	1.1735	1.172	139.72	8,564.49	849.42	45.76	8,922.95	1603.56	3.33	3.61	366.3
03/6/4	0.520	144.82	1.048	0.200	0.002	0.0783	0.0588	0.0900	118.68	118.75	118.85	1.1640	1.170	139.31	8,557.86	850.94	45.77	9,038.98	1634.65	3.29	3.65	363.6
03/6/5	0.515	144.89	1.042	0.200	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.24	118.45	117.70	1.1840	1.185	137.95	8,657.23	859.21	46.12	9,041.30	1646.01	3.34	3.63	369.5
03/6/6	0.505	144.94	1.039	0.190	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	117.99	117.80	118.65	1.1700	1.170	139.65	8,785.87	869.61	46.71	9,062.79	1627.42	3.35	3.65	364.5
03/6/9	0.500	144.93	1.039	0.190	0.000	0.0783	0.0581	0.0900	118.50	118.45	118.20	1.1715	1.175	138.43	8,822.73	874.36	46.75	8,980.00	1603.97	3.27	3.58	362.8
03/6/10	0.460	144.98	1.036	0.190	0.000	0.0783	0.0569	0.0900	118.20	118.15	117.80	1.1675	1.169	138.40	8,789.09	869.56	46.65	9,054.89	1627.67	3.19	3.52	352.8
03/6/11	0.455	145.25	1.015	0.180	0.001	0.0783	0.0575	0.0900	117.86	117.77	117.80	1.1755	1.176	137.97	8,890.30	874.70	46.62	9,183.22	1646.02	3.20	3.52	356.2
03/6/12	0.435	144.95	1.038	0.180	0.001	0.0783	0.0579	0.0900	117.61	117.88	117.70	1.1770	1.173	138.84	8,918.60	875.71	46.47	9,196.55	1653.62	3.16	3.51	353.9
03/6/13	0.445	144.83	1.047	0.180	0.001	0.0783	0.0585	0.0900	117.70	117.60	117.45	1.1860	1.180	138.57	8,980.64	881.30	46.75	9,117.12	1626.49	3.11	3.46	357.2
03/6/16	0.455	144.76	1.052	0.190	0.001	0.0783	0.0569	0.0900	117.55	117.70	117.70	1.1825	1.186	140.20	8,839.83	872.53	46.61	9,318.96	1666.58	3.17	3.52	359.7
03/6/17	0.480	144.47	1.074	0.200	0.001	0.0783	0.0575	0.0900	117.64	117.60	118.15	1.1785	1.182	139.20	9,033.00	885.18	47.30	9,323.02	1668.44	3.26	3.59	363.8
03/6/18	0.540	143.76	1.129	0.240	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.31	118.10	117.80	1.1690	1.170	139.19	9,092.97	893.58	47.85	9,293.80	1677.14	3.36	3.68	357.8
03/6/19	0.645	142.40	1.235	0.310	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.68	118.65	118.30	1.1725	1.170	137.88	9,110.51	895.65	48.72	9,179.53	1648.64	3.33	3.65	361.8
03/6/20	0.580	143.35	1.161	0.250	0.002	0.0783	0.0000	0.0900	118.34	118.25	0.00	0.0000	0.000	138.39	9,120.39	898.73	48.63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0

（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