

情勢判断

国内金融

景気動向に注意した慎重な運用が必要

要 旨

国債等長期金利の再低下余地については市場心理、経済ファンダメンタルズの両面から慎重な見極めが求められよう。また、株価は短期的な調整があっても下値は限定的。今後の景気回復シナリオを吟味する必要があるが、内外ともに成長加速の芽が出て来ており、政策的対応が大きく間違わない限り、株価上昇の確度は増している。

ドル安圧力はかかるが、当面は米国が通貨当局の介入を容認すると考えられることから、ドル円相場がレンジを大きく外れる可能性は小さいだろう。なお、ユーロは上昇局面が一旦終わったと思われ、ユーロ円相場での円上昇を予想する。

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				2004年度
	6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)	0.0892	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	0.82	0.90	1.00	1.15	1.15
為替相場	円ドル	119.815	117.5~122.5	115~120	112.5~117.5
	ユーロ円	138.750	130~135	127.5~132.5	122.5~127.5
日経平均株価	9,083.11	9,500	10,500	11,000	12,000

(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

米国等海外の長期金利低下と連動して、春先から一段の低下をたどったわが国の長期金利は、米国の長期金利の反転に連れ、6月下旬から一転、上昇した。

6月24~25日の米国・連邦公開市場委員会(FOMC)では、0.25%の利下げを決定し先行きの物価下落懸念が残ることを重視しながらも、足元における経済好転を指摘。FRBの国債買入

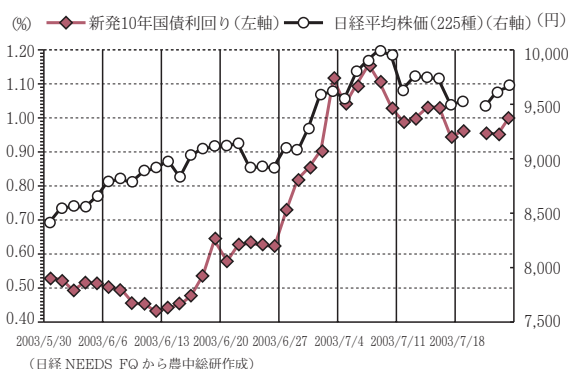
政策の可能性が薄れたとの観測も重なり、米国債相場の上昇(利回り低下)期待が後退。相場の巻き戻しが生じた。米国財務省証券10年物利回りは7月初めの3.5%から、4.2%台まで上昇している。

こうした米国債相場の流れに加え機関投資家の国債投資リスクの圧縮をはかる動きが金利上昇に拍車をかけた。新発10年国債利回りは、7月4日には一時1.4%にタッチ。同日には国債長期債券先物が138円を割り込む水準まで急落した。また、長期および超長期ゾーンの利回り上昇から、イールドカーブはベア・スティープ化(利回り上昇を伴いながら利回りカーブの勾配が急化)した。

株価は、米国ハイテク株の株価堅調のもと、外国人投資家の買い越し継続を受け上昇。日経平均株価は7月8日には場中に一時、11ヶ月ぶりに10,000円を突破した。

しかし、NY株式市場において、市場予想に比べ先行き慎重な見通し(ガイダンス)が会社

図1 足元の株価、国債利回りの動向



側から出て、米国の株価が軟調に転じるとともに、外国人投資家による買い越しが細る気配も現れ株価反落。日経平均株価を9,500円はさみ一進一退の動きとなっている。

また、機関投資家の売りが収まるとともに、現物債買いの実需が確認されたことを受け国債相場は反発。新発10年物国債利回りは7月17日以降、1%を割り込んでいます。

為替相場は、米国経済の回復と資金流入の期待が増したことから、ドルが買い戻され、ユーロは下落。6月下旬に1ドル＝1.17ユーロであったユーロ・ドル相場は7月15日には1ドル＝1.11ユーロをつけた。クロス円での円買いからユーロ円相場も一時、131円台まで上昇したが、その後は米景気回復懐疑論がぶり返えされるとともに、バーナンキFRB理事がデフレ・リスクに言及したことを受け、ドルは下落に転じている。

ドル円相場では、7月15日のNY外為市場で116円台に入ったところで当局が円上昇を抑え込むべく介入。介入警戒感もあり、円が119円台に下落している。（7月23日現在。また、金融証券市場動向は当社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＝長期金利の再低下余地は慎重に見る必要

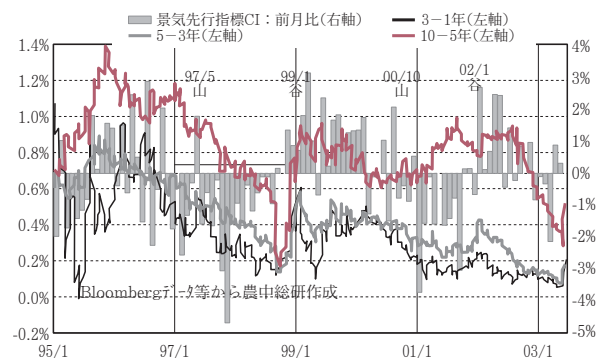
価格変動率上昇に伴うリスク圧縮をはかる売りが収まったことで、国債相場は中短期ゾーンから落ち着きを取り戻しつつある。夏場は材料難のもと、株価が軟調となりやすいことを前提にすれば、短期的に長期金利が再低下する可能性は大きい。

しかし、強気の国債相場観が一度、崩れた以上、長期金利の再低下余地は市場心理と経済ファンダメンタルズの先行き（期待）の両面から、注意深く見る必要があるだろう。

金融緩和が維持される時間軸は、国内外ともまだ相当に長いと思われる。特にわが国においては、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がなかなか読めないのは多くの市場参加者が認めるところであろう。また、貸出減少・預貸率低下のもと、消去法的に国債買いをしなければならない金融機関は多い。

とはいえ、エコノミスト予想平均（Blue chip

図2 イールド・スプレッドと景気動向



社集計）では、米国の実質GDP成長率は今年後半から3%台後半に加速する見通しとなっている。このような強気の成長見通しは期待先行という見方も否めないが、FRBが議会に提出したレポートによれば、FRB理事会メンバーも04年のGDP成長率について3.5～5.25%という高成長見通しを示し始めている。

このように米国の成長期待の高まりは、世界的にデフレ懸念を後退させる。実際、米国の成長率が持ち直すならば、輸出増加を通じ、わが国経済へのプラスの影響は大きい。

国内の個人消費は年後半も低調を脱し切れないうだろうが、日銀「短観」に現れているようにリストラがほぼ完了した大企業製造業を中心に、技術優位性があり需要増加が見込める分野への設備投資を積極化させ始めている。また、市場は、りそな銀行への公的資金投入・実質国有化の決断を政府は信用システム維持・銀行経営改善のため未然に動くと理解・解釈し始めており、この点で金融不安は後退している。（内外景気については後添「今月の情勢」を参照されたい）

02年はじめに景気が底打ちして以降も、長期債投資の視点は経済悪化のリスク要因の多さデフレの継続に集中しがちだった。しかし、景気回復継続の可能性に多少でも目が向くにつれ、国債長期投資のリスク・プレミアムが見直される可能性に注意したい。

それをイールド・スプレッドの修正という点から検討すれば、ゼロ金利政策の時間軸効果に引き続き相当の安心感を持って依存できる3年程度までの短・中期債ゾーンのイールド・スプレッドが拡大するとは考えにくい。5年程度までの中期ゾーンまでであれば、投資の意思決定

上、リスク・テイクにそれほど問題は生じないかもしれない。

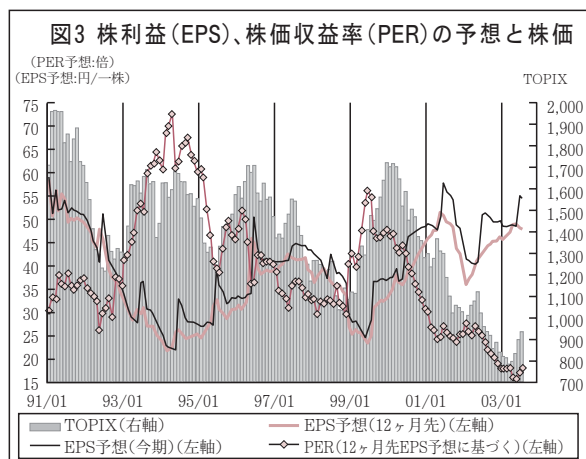
問題は中・長期ゾーンのイールド・スプレッドである。5-10年のイールドスプレッドは0.3%を切って縮小した後、0.6%程度に戻してきた。しかし、95年以降の平均は0.8%強（標準偏差0.2%）。なお低位である。景気回復期待のもと、このスプレッドが拡大するリスクに注意が必要だろう。

株式相場 = 04年度増益シナリオを織り込めば、一段上昇の相場展開へ

外人投資家は7月11日週まで12週連続の買い越し。全体として売り越しが続いていた個人投資家も、ようやく買い越しに転じた。

ただし、米国企業の4～6月期業績発表は予想を上回るPositive surpriseが目立つ半面、7～9月期業績見通しについて慎重な見方をする企業も見られる。このため、米国株価は上げが一服し、短期的にもみ合うことが予想される。したがって、自民党総裁選を前に景気対策や株価対策が表面化しなければ、夏場の材料難のもと、株価は短期的には軟調推移することが考えられる。

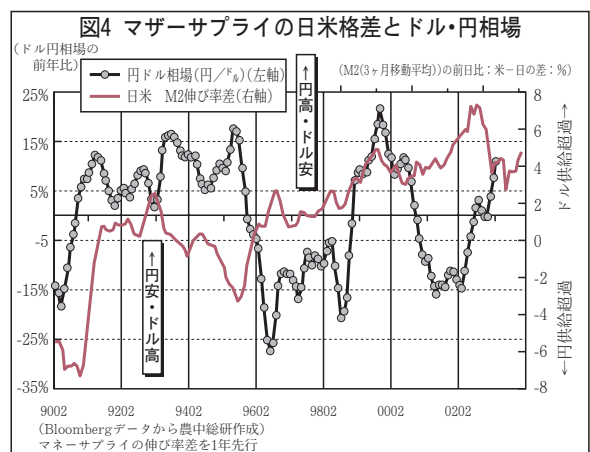
しかし、04年以降のマクロ見通しと増益を織り込むなかで、次第に一段の株価上昇期待が高まるだろう。04年度は家計の社会保障・税負担の増加や減損会計導入などデフレ要因が残る一方、世界経済の成長加速に作用するイベントが多い。また、銀行保有株の圧縮や年金基金の代行返上が峠を越し株式需給の好転が見込まれる。



04年利益予想に基づくPER予想(TOPIXベース)は16倍台である。ハイテク銘柄の一部にPERの高止まりするものもあるが、他の先進国株式市場との比較から言ってもバリュエーション的に魅力的で上値余地の大きい銘柄が増えている。

内外ともに成長加速の芽が出て来ており、政策的対応が大きく間違わない限り、株価は上昇の確度を増していくと考える。

為替相場について、ドル円で112.5～122.5円/ドルを基本的な想定レンジとする。米国経済の成長加速期待が強まりはドル高(円安)材料である半面、米国の経常赤字増加やドル通貨の超過供給によって引き起こされるドル安圧力は引き続き残る(図4)。したがって、円安方向



には行きにくい状況が続くと見ている。ただし、米国が当面、わが国通貨当局による為替介入を容認すると見られ、当局は介入によって今後も円上昇の動きの抑え込みにかかると想定する。

ユーロについては、欧州経済<米国経済のいう見方が強まるなか、02年初めからのユーロ高進行は、取り合えず調整局面入りしたと見るべきだろう。よって、クロス円の動きは絡むものの、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。

(03.07.24 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	S&P 500	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	WTI ・期近
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	963.59	1595.91	3.37	3.69	365.6	29.56
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	967.00	1590.75	3.40	3.75	367.1	30.71
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	971.56	1603.56	3.33	3.61	366.3	30.67
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	986.24	1634.65	3.29	3.65	363.6	30.05
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	990.14	1646.01	3.34	3.63	369.5	30.74
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	987.76	1627.42	3.35	3.65	364.5	31.28
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	975.93	1603.97	3.27	3.58	362.8	31.45
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	984.84	1627.67	3.19	3.52	352.8	31.73
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	997.48	1646.02	3.20	3.52	356.2	32.36
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	998.51	1653.62	3.16	3.51	353.9	31.51
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	998.61	1626.49	3.11	3.46	357.2	30.65
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	1,010.74	1666.58	3.17	3.52	359.7	31.18
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	1,011.66	1668.44	3.26	3.59	363.8	31.07
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	1,010.09	1677.14	3.36	3.68	357.8	30.36
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	994.70	1648.64	3.33	3.65	361.8	29.96
03/6/20	0.580	143.35	1.161	0.250	0.002	0.0783	0.0000	0.0900	118.34	118.25	118.40	1.1600	1.163	138.39	9,120.39	898.73	48.63	9,200.75	995.69	1644.72	3.36	3.72	356.7	30.82
03/6/23	0.630	143.00	1.188	0.270	0.001	0.0783	0.0575	0.0900	118.06	118.30	117.80	1.1555	1.153	136.82	9,137.14	904.32	48.85	9,072.95	981.64	1610.75	3.31	3.67	353.4	29.17
03/6/24	0.635	143.10	1.180	0.280	0.002	0.0783	0.0519	0.0900	117.75	117.65	117.90	1.1510	1.152	135.94	8,919.26	882.83	48.48	9,109.85	983.45	1605.61	3.24	3.66	346.7	28.78
03/6/25	0.630	143.21	1.172	0.280	-0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.47	117.50	118.00	1.1540	1.157	135.37	8,932.26	884.53	49.03	9,011.53	975.32	1602.66	3.41	3.63	349.6	29.95
03/6/26	0.625	143.19	1.173	0.270	0.000	0.0783	0.0575	0.0900	118.23	118.25	119.40	1.1425	1.145	136.08	8,923.41	887.86	49.23	9,079.04	985.82	1634.01	3.54	3.81	344.2	29.01
03/6/27	0.730	142.40	1.235	0.330	-0.004	0.0892	0.0588	0.0992	119.77	119.45	119.60	1.1435	1.142	136.68	9,104.06	903.06	50.09	8,989.05	976.22	1625.26	3.54	3.88	345.5	29.27
03/6/30	0.820	141.56	1.302	0.410	0.001	0.0892	0.0563	0.0992	119.82	119.85	119.75	1.1505	1.149	137.25	9,083.11	903.44	51.26	8,985.44	974.50	1622.80	3.51	3.79	346.3	30.19
03/7/1	0.855	141.49	1.308	0.430	0.002	0.0892	0.0563	0.0992	119.72	119.65	119.40	1.1560	1.160	138.17	9,278.49	916.26	51.34	9,040.95	982.32	1640.13	3.54	3.81	351.7	30.40
03/7/2	0.905	141.28	1.325	0.430	0.001	0.0892	0.0569	0.0992	119.22	119.20	118.10	1.1540	1.152	137.52	9,592.24	945.24	51.56	9,142.84	993.75	1678.73	3.53		351.6	30.15
03/7/3	1.115	139.65	1.457	0.520	0.002	0.0892	0.0569	0.0992	118.24	118.25	118.20	1.1495	1.152	135.63	9,624.80	952.44	50.85	8,985.44	974.50	1622.80	3.65	3.80	346.3	30.19
03/7/4	1.045	140.06	1.423	0.500	0.002	0.0892	0.0538	0.0992	118.15	118.40			1.149	135.68	9,547.73	948.67	50.94	8,985.44	974.50	1622.80		3.80	346.3	30.19
03/7/7	1.095	139.80	1.444	0.510	0.001	0.0892	0.0531	0.0992	118.09	118.10	118.20	1.1320	1.135	134.79	9,795.16	967.04	51.89	8,985.44	974.50	1622.80	3.73	3.80	346.3	30.19
03/7/8	1.155	139.30	1.486	0.530	0.001	0.0892	0.0519	0.0992	118.23	118.18	118.20	1.1315	1.130	133.80	9,898.72	976.30	53.10	8,985.44	974.50	1622.80	3.71	3.80	346.3	30.19
03/7/9	1.105	140.00	1.428	0.490	0.001	0.0892	0.0506	0.0992	118.24	118.35	117.90	1.1345	1.132	133.89	9,990.95	979.38	53.83	8,985.44	974.50	1622.80	3.68	3.80	346.3	30.19
03/7/10	1.030	140.60	1.379	0.440	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	117.80	117.80	117.65	1.1380	1.135	133.76	9,955.62	974.14	52.90	8,985.44	974.50	1622.80	3.66	3.80	346.3	30.19
03/7/11	0.990	140.78	1.365	0.420	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	117.77	117.90	117.85	1.1295	1.131	133.48	9,635.35	945.78	51.62	8,985.44	974.50	1622.80	3.62	3.80	346.3	30.19
03/7/14	1.000	140.56	1.383	0.430	0.001	0.0892	0.0469	0.0992	117.57	117.73	117.85	1.1275	1.128	132.44	9,755.63	945.03	52.81	8,985.44	974.50	1622.80	3.72	3.80	346.3	30.19
03/7/15	1.030	140.36	1.399	0.450	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	117.59	117.75	118.00	1.1175	1.125	132.68	9,751.00	954.83	52.75	8,985.44	974.50	1622.80	3.99	3.80	346.3	30.19
03/7/16	1.030	140.11	1.419	0.490	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	118.32	118.25	118.10	1.1215	1.122	131.68	9,735.97	949.27	52.51	8,985.44	974.50	1622.80	3.91	3.80	346.3	30.19
03/7/17	0.945	141.00	1.347	0.430	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	118.22	118.15	118.80	1.1205	1.119	132.86	9,498.86	929.59	51.72	8,985.44	974.50	1622.80	3.92	3.80	346.3	30.19
03/7/18	0.965	141.14	1.336	0.420	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	118.97	118.93	118.45	1.1270	1.122	133.59	9,527.73	933.10	52.80	8,985.44	974.50	1622.80	3.99	3.80	346.3	30.19
03/7/21						0.0000	0.0456	0.0000			118.45	1.1355	1.132				0.00	8,985.44	974.50	1622.80	4.20	3.80	346.3	30.19
03/7/22	0.955	141.26	1.326	0.410	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	119.21	119.20	119.15	1.1325	1.134	135.35	9,485.97	928.18	54.18	8,985.44	974.50	1622.80	4.12	3.80	346.3	30.19
03/7/23	0.955	141.30	1.323	0.410	0.002	0.0892	0.0481	0.0992	118.86	119.05	118.80	1.1480	1.145	135.35	9,615.34	941.26	53.98	8,985.44	974.50	1622.80	4.10	3.80	346.3	30.19
03/7/24	1.000	140.90	1.355	0.430	0.002	0.0892	0.0494	0.0992	118.59	118.80	118.95	1.1475	1.149	136.49	9,671.00	945.27	53.56	8,985.44	974.50	1622.80	4.16	3.80	346.3	30.19

（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