情勢判断

国内金融

「まだ」なのか、「もう」なのか

～ 見極めには時間、短期的調整の可能性あり ～

要　　旨

短期的には株価のもみあい・調整や政局・政治の不安定化から長期金利低下の可能性もあろうが、04年度の世界経済の成長継続、世界的な株価の一段高のシナリオもとで、国債相場は今後も神経質な動きが予想される。利回りの再低下余地には慎重な見方が必要だろう。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が、米国の大統領選等をにらめば、米国が介入容認姿勢にも変化のリスクを考慮すべきだろう。なお、ユーロ圏経済が回復軌道に乗るまで、ユーロ高基調への復帰の可能性は小さく、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	
		7月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9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）		0.0892	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		0.925	1.15±0.1	1.00±0.10	1.15±0.10	1.25±0.15	1.25±0.15
為替相場	円ドル	120.105	117～120	115～120	115～120	112.5～117.5	112.5～117.5
	ユーロ円	136.060	127.5～130	127.5～130.0	122.5～127.5	122.5～127.5	125.0～130.0
日経平均株価		9,563.21	9500～10,000	10,500	11,000	12,000	12,000

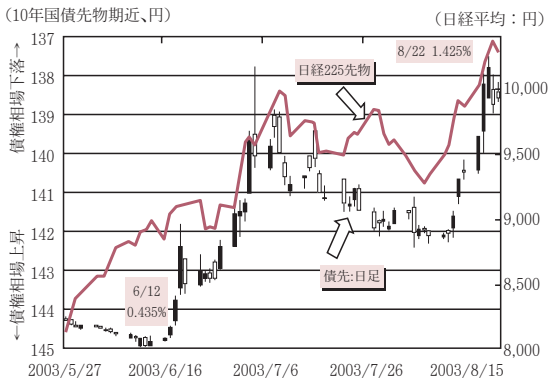
（月末値。実績は日経新聞社調べ。）

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

米国株価は7月中旬から8月上旬までもみあった。しかし、四半期業績発表がほぼ予想どおりの業績回復を確認する形で終わった後、受注増加や小売売上の堅調などの経済指標が、米国経済の成長加速期待を強める内容となったことから、8月2週からは切り返し堅調を持続。ダウ平均、S&P500ともに8月6日から5日続伸。ハイテクの多いナスダック総合指数も後を追って続伸した。この米国株式市場の堅調を受け、東京株式市場では外国人投資家の日本株投資が継続。これに個人投資家も追随買いし、15日の小幅安をはさんで、8月8日から21日まで上昇が続いた（図1）。

一方、国債相場には8月5日の10年国債入札をこなし需給不安が後退して、相場上昇（利回りは低下）の期待も一時あったが、前述のような株価上昇のなか、再び国債投資のリスク圧縮をはかる動きも出て相場が崩れた。8月19日入札の20年国債の販売不調が伝わると、8月20日に新発10年国債利回りが1.425%に上昇。20年国債利回りも2%台乗せとなり、債先も137円台に下落した。中期債ゾーンにも金利上昇圧力がかかり、ほぼ1年半ぶりの金利水準となった。新発5年物金融債利回り（みずほコーポ）は一時0.87%まで上昇した。

図１　日経平均と国債相場の動向



また、この債券相場の動きは短期金融市場にも波及。日銀・国債現先オペの落札金利が上昇するとともに、円・金利先物が下落（利回り上昇）。東京金融先物取引所の円金利先物・中心限月（04年6月限）は利回りベースで21日に0.245%をつけた。

為替相場は、米国経済の回復期待が強まる一方、独仏のGDPマイナス成長などユーロ圏のファンダメンタルズ低調が鮮明化したことを材料にユーロの下落が進んだ。ユーロは8月21日には1¥＝1.10ドルを割り込み、4月22日以来の1€＝1.08ドル台入り。ユーロ円相場も127円台後半レベルまで円が上昇・ユーロが下落した。なお、イラク・パレスチナ等中東情勢の不穏化は大きなドル売り材料とはならなかった。

ドル円相場は、117円台から120円台半ばでのレンジ相場が続いたが、8月29日のニューヨーク外為市場では117円を割り込んだ。

なお、スノー米・財務長官が訪中。9月2日に金融・中銀首脳と会談予定であることから、中国元の変動幅拡大・実質切り上げ論が喧伝されているが、当面、制度変更がおこなわれる可能性は小さい。（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。）

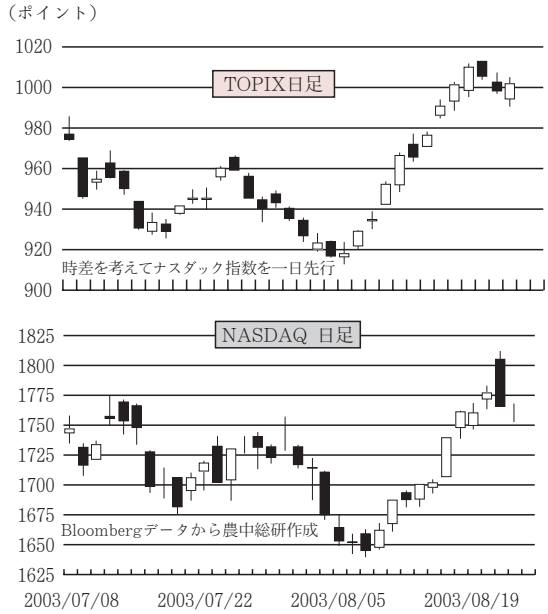
金融市場の見通しと注目点
株式相場
＝一段高には04年度増益シナリオを織り込むことが必要。当面はもみ合い相場

6月30日の東証による売買手口非開示に続き、外国人投資家の寄り付き前・売買動向のメディア配信も中止された（サイト上等で幾つか情報源はある）。

投資家動向を探る手掛かり材料の減少が、相場へどのように影響するかが注目されたが、結果を見れば、米国経済の成長期待が強まるなか、米国株価の堅調に引っ張られて日本株も動くという買い安心感が、現状は強い（図2）。（なお、株式ディーラーからは手口非開示により、かえって好材料の品薄銘柄への買い注文が出しやすくなったというコメントも散見される）。

冷夏という悪材料にもかかわらず、特段の株価調整も無く夏場を経過しそうであるが、日本株堅調の背景としては、米国株価の上昇だけでない。今のところ業績予想もポジティブであり、8月中の証券会社アナリストによる業績予想修正は、上方修正比率（上方修正社数÷業績予想修正社数合計、I/B/E/S社・情報）が今期：54%、来期：61%と、上方修正が分岐点の5割を上回っている。

図2　米国ナスダック総合指数と東証一部（TOPIX）指数の連動性



しかし、ここからの株価上昇には、04年以降のマクロ成長見通しと増益継続を織り込むことが必要だろう。当社の改訂経済見通し（後添参照）では、デフレ要因は残るものの、世界経済の成長加速に作用するイベントも多いことから、03年度に続き04年度も緩やかな成長を予測しているが、そのような投資シナリオの確度が高まっているとは言えない

04年度利益予想に基づくPER予想（IBES社予想：TOPIXベース）は17倍台に低下するが、03年度のPER予想は21.7倍。ハイテク銘柄を中心に03年度中の利益水準が低く、PERが高い銘柄もある。

また、政策的にも、自民党総裁選に続き、取り沙汰されている解散⇒衆院選挙の有無、さらに選挙実施となれば新政権の政策内容が定まらないうちは、政策・政治の実質的空白が株価の不安定材料となることも懸念される。

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ているが、その投資シナリオが確度を増し、政局・政治的にも不透明感が取り払われて安定を取り戻すのは年末近くとなろう。

債券相場
＝経済成長・株価上昇シナリオのもとでは、慎重な対処が必要

足元の国債相場の下落は、金利低下の突っ込み過ぎからの巻き戻しの範囲を越え、国債投資圧縮をはかる機関投資家の動きがやや過剰に出ているきらいがある。

今後、9月末にかけ発表される経済指標は、天候不順・災害などから夏場の経済活動が低調に終わったことを示すものが多いと予想される。政治的にも、自民党総裁選に続き、取り沙汰されている解散⇒衆院選挙の帰趨が定まらないうちは、少なからずとも景気回復を後押しするような景気対策は打ち出されないだろう。

また、米国経済のセンチメント改善が続いているが、回復実態が明確に見えてこないうちはバリューエーションの点から見て米国株価が一段高する可能性は小さく、連れて上げて来たわが国の株価も、もみ合いが予想される。

よって、短期的には、前述のような国債投資リスク圧縮の売りが収まれば、国債相場は落ち着きを取り戻すと見られよう。

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、注意深く見ることが必要だろう。

04年度の世界経済の成長継続、世界的な株価の一段高シナリオのもとでは、債券相場には慎重な対処が必要と思われる。

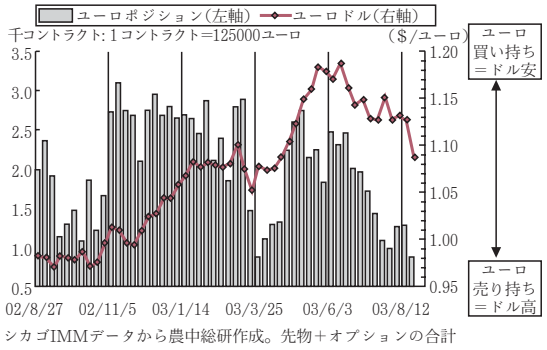
なお、金融緩和の時間軸は、まだ長いと思われる。日銀のゼロ金利政策の前提となる消費者物価は、足元で下落率が縮小している。しかし、その下落率縮小には政策的要因ないし一時的要因が多いことは本誌8月号で述べたとおりである。世界経済の回復期待のもとで国際商品市況は高止まるものの、耐久消費財を中心に財（モノ）物価の下落は続くだろうし、原油はイラクが本格輸出再開すれば下落が見込まれる。04年度中は消費者物価のマイナスが残ると予測しており、安定的に前年比ゼロ%以上の状況となるのは05年以降のこととなろう。経済指標の先読みは必要であるが、前述のように円金利先物の下落は、市場心理のやや先走りという感じが強い。(内外景気については後添「今月の情勢」を参照されたい)

為替相場については、ドル円で引き続き112.5～122.5円/ドルを基本的な想定レンジをとする。

米国経済の成長加速期待の強まりは、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が引き続き残る。介入警戒感も相変わらず強い。よって、円高、円安材料の綱引きから、レンジを外れにくい状況が続くと見ている。なお、日本経済の回復動向とも絡むが、米国が04年11月に大統領選および議会選挙を迎えることを考えると、米国の為替介入容認姿勢にも、変化のリスクを考慮しておくことが必要だろう。

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、調整局面入りしたと見るべきだろう。足元ではユーロ買いのポジションに縮小傾向も見られる（図2）。ユーロ圏経済が底打ちから回復軌道に乗るまでユーロ高基調への復帰の可能性は低いだろう。よって、クロス円の動きは絡むものの、ユーロ円相場も当面、円安よりは円高に動く可能性に注意すべきだろう。

図2　シカゴIMMのユーロ売買ポジションとユーロ・ドル相場



シカゴIMMデータから農中総研作成。先物＋オプションの合計

（03.08.25　　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&P500	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
03/7/3	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	9,070.21	985.70	1663.46	3.65	3.92	351.3	30.42
03/7/4	1.045	140.06	1.423	0.500	0.002	0.0892	0.0538	0.0992	118.15	118.40		0.0000	1.149	135.68	9,547.73	948.67	50.94					3.91		
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	9,216.79	1,004.42	1720.71	3.73	3.97	348.4	30.13
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	9,223.09	1,007.84	1746.46	3.71	3.99	344.4	30.22
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	9,156.21	1,002.21	1747.46	3.68	3.96	343.9	30.88
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	9,036.04	988.70	1715.86	3.66	3.89	344.6	31.06
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	9,119.59	998.14	1733.93	3.62	3.90	345.1	31.28
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	9,177.15	1,003.86	1754.82	3.72	3.88	347.8	31.27
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	9,128.97	1,000.42	1753.21	3.99	4.06	342.2	31.62
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	9,094.59	994.09	1747.97	3.91	4.05	343.2	31.05
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	9,050.82	981.73	1698.02	3.92	4.04	344.3	31.41
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	9,188.15	993.32	1708.50	3.99	4.03	347.3	31.96
03/7/21						0.0000	0.0456	0.0000			118.45	1.1355	1.132				0.00	9,196.69	978.80	1681.41	4.20	4.08	351.0	31.78
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	9,158.45	988.11	1706.10	4.12	4.09	350.7	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	9,194.24	988.61	1719.18	4.10	3.98	358.7	29.67
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	9,112.51	981.60	1701.42	4.16	4.06	362.3	30.22
03/7/25	0.955	141.45	1.311	0.400	0.002	0.0892	0.0494	0.0992	118.95	119.15	118.80	1.1515	1.154	136.71	9,648.01	945.28	54.22	9,284.57	998.68	1730.70	4.170	4.02	362.8	30.17
03/7/28	0.915	141.90	1.275	0.370	0.002	0.0892	0.0513	0.0992	119.14	119.10	119.45	1.1495	1.149	136.74	9,839.91	959.69	54.55	9,266.51	996.52	1735.36	4.280	4.11	364.9	30.11
03/7/29	0.960	141.78	1.285	0.380	0.001	0.0892	0.0506	0.0992	119.27	119.30	119.90	1.1440	1.151	137.33	9,834.31	958.18	54.71	9,204.46	989.28	1731.37	4.430	4.11	361.7	30.24
03/7/30	0.950	141.70	1.291	0.380	0.002	0.0892	0.0513	0.0983	120.00	119.88	120.30	1.1350	1.139	137.15	9,632.66	944.31	54.46	9,200.05	987.49	1720.91	4.300	4.12	356.2	30.68
03/7/31	0.925	141.85	1.279	0.370	0.002	0.0892	0.0525	0.0983	120.11	120.10	120.55	1.1230	1.126	136.06	9,563.21	939.40	54.05	9,233.80	990.31	1735.02	4.410	4.19	355.8	30.54
03/8/1	0.960	141.46	1.310	0.400	0.001	0.0892	0.0538	0.0983	120.39	120.40	120.20	1.1275	1.126	134.95	9,611.67	942.41	54.47	9,153.97	980.15	1715.62	4.380	4.19	347.8	32.31
03/8/4	0.975	141.48	1.309	0.410	0.001	0.0892	0.0513	0.0983	119.80	19.80	120.30	1.1360	1.135	135.52	9,452.79	934.52	54.26	9,186.04	982.82	1714.06	4.280	4.19	350.9	31.84
03/8/5	0.925	142.03	1.265	0.380	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	120.52	120.35	119.85	1.1390	1.135	137.06	9,382.58	925.47	53.76	9,036.32	965.46	1673.50	4.380	4.19	351.2	32.22
03/8/6	0.915	141.93	1.273	0.390	0.001	0.0892	0.0513	0.0983	119.94	119.90	120.25	1.1335	1.138	136.79	9,323.91	922.57	53.13	9,061.74	967.08	1652.68	4.260	4.19	352.4	31.70
03/8/7	0.900	141.93	1.273	0.390	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	120.11	120.14	118.95	1.1375	1.141	136.37	9,265.56	915.91	52.84	9,126.45	974.12	1652.18	4.210	4.19	354.1	32.39
03/8/8	0.870	142.12	1.258	0.370	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	118.92	119.22	119.10	1.1310	1.133	134.84	9,327.53	917.47	52.92	9,191.09	977.59	1644.03	4.270	4.19	357.9	32.18
03/8/11	0.885	142.07	1.262	0.380	0.001	0.0892	0.0538	0.0983	118.62	118.90	118.60	1.1360	1.133	133.79	9,487.80	928.52	52.65	9,217.35	998.59	1661.51	4.350	4.19	363.3	32.01
03/8/12	0.895	142.06	1.262	0.380	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	118.64	118.68	118.70	1.1285	1.130	134.81	9,564.81	934.59	53.17	9,310.06	990.35	1687.01	4.420	4.19	360.0	31.92
03/8/13	0.940	141.59	1.300	0.410	0.001	0.0892	0.0544	0.0983	119.08	119.13	119.15	1.1320	1.130	133.87	9,752.75	951.78	54.50	9,271.76	984.03	1686.61	4.560	4.19	363.7	30.78
03/8/14	1.055	140.65	1.375	0.470	0.001	0.0892	0.0531	0.0983	119.33	119.30	119.15	1.1265	1.126	135.17	9,913.47	965.94	54.83	9,310.56	990.51	1700.34	4.490	4.19	367.5	31.09
03/8/15	1.095	141.44	1.392	0.490	0.001	0.0892	0.0530	0.0983	118.98	119.00	119.20	1.1260	1.126	134.02	9,863.47	964.78	54.84	9,321.69	990.67	1702.01	4.530	4.19	364.7	31.05
03/8/18	1.210	139.55	1.465	0.560	0.001	0.0892	0.0543	0.0983	119.32	119.36	119.45	1.1150	1.116	133.92	10,032.97	976.00	55.28	9,412.45	999.74	1739.49	4.450	4.19	359.9	30.89
03/8/19	1.370	138.22	1.575	0.660	0.001	0.0892	0.0528	0.0983	119.51	119.35	118.35	1.1140	1.109	132.56	10,174.10	990.64	55.92	9,428.90	1,002.35	1761.11	4.360	4.19	363.0	30.70
03/8/20	1.425	137.79	1.611	0.750	0.002	0.0892	0.0540	0.0983	118.32	118.65	118.05	1.1120	1.113	131.71	10,292.06	1,001.08	56.53	9,397.51	1,000.30	1760.54	4.430	4.19	367.0	30.95
03/8/21	1.345	138.74	1.532	0.670	0.002	0.0892	0.0540	0.0983	118.02	118.10	117.80	1.0925	1.097	129.88	10,362.69	1,009.58	56.47	9,423.68	1,003.27	1777.55	4.480	4.19	361.8	31.88
03/8/22	1.345	138.54	1.549	0.680	0.001	0.0892	0.0553	0.0983	117.84	117.82	117.55	1.0875	1.086	128.73	10,281.17	1,004.20	56.08	9,348.87	993.06	1765.32	4.470	4.19	364.3	31.84
03/8/25	1.335	138.30	1.569	0.700	0.002	0.0892	0.0000	0.0983	117.56	117.58	117.35	1.0875	0.000	127.94	10,276.64	997.80	55.88	9,317.64	993.71	1764.31	4.520	4.19	362.4	31.56

（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