

情勢判断

国内金融

04年度の景気シナリオをどのように織り込むか

～ 円高が長期しないならば株価調製、金利再低下余地は限定的 ～

要 旨

株価は短期的に調整の可能性があるものの、04年度の世界経済の成長シナリオを織り込む中で業績拡大予想から再反発すると予想。国債相場は需給悪化が薄れ安定を取り戻そうが、株価、景気の見通しと絡め、利回りの再低下余地には慎重な見方が必要だろう。

ドル円相場の小幅想定レンジを円高方向に修正する。ドル資産離れを誘発しかねない大幅なドル安誘導は考えにくい。ブッシュ政権が大統領および連邦議会の選挙をにらみ米国内のドル安要請圧力への配慮をおこなうことも必要。当面、円は底固く推移すると考える。

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			2004年度	
	8月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担コール 翌日物	0.001	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0883	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	1.470	1.25±0.10	1.20±0.10	1.30±0.15	1.35±0.15
為替相場	円ドル	117.130	110~115	110~115	112.5~117.5
	ユーロ円	127.780	125.0~130.0	122.5~127.5	125.0~130.0
日経平均株価	10,343.55	10,750	11,250	12,000	11,500

(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

外国人投資家は日本株を大幅に買い越し。買い越しは、9月19日週まで24週連続となっている。ニューヨーク株式相場に連動する動きが続いた後、有力米系証券会社による日本株投資ウエイトの引き上げ推奨および東京都との税訴訟和解など好材料を背景にした大手銀行株の棒上げともいえる大幅上昇から、株価指数は一段高

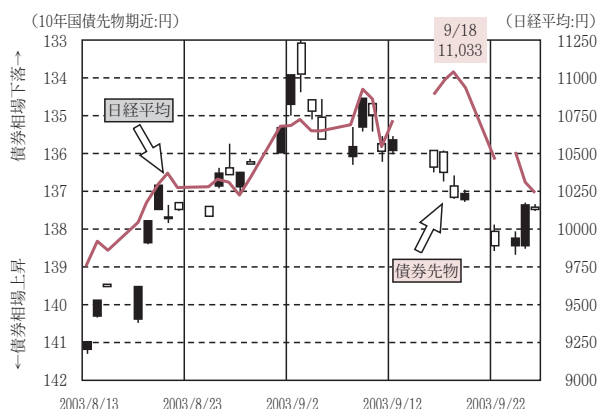
となり、日経平均株価は9月18日に1年3ヶ月ぶりに11,000円台を回復した。

しかし、後述のドル円相場の円高進行から輸出関連株の下落が相場全体に波及。9月22日の日経平均は4%を越す大幅下落となった。その後も軟調推移している。

一方、国債相場は中間期末を前に機関投資家の国債投資リスク圧縮をはかる動きが続くとともに、景気回復(デフレ緩和)期待のもと、ヘッジファンドによる株先買い・債先売りも噂された。10年国債入札を前にした需給不安の高まりから9月2日に新発10年国債利回りは1.67%に上昇、債先も133円台に下落した。

その後も利回り上昇余地を探る動きが続いたが、福井日銀総裁が17日の会見で「簡単にマイナスの物価の世界に逆戻りしないと判断できるようになるまで」ゼロ金利政策を維持することを説明。短期金利安定へオペ等も積極活用したことなどもあり、ゼロ金利政策の時間軸への不安がひとまず後退し国債相場は安定を取り戻した。さらに、ドル円相場での円上昇、株価下落

図1 日経平均と国債相場の動向



の動きも出て、新発10年国債利回りは9月22、23日に1.2%台前半に低下した。

為替市場では、9月19～20日のG7財務相・中央銀行総裁会議（以下、G7）を前に、全米製造業協会など米国内のドル安誘導圧力からブッシュ政権が軟調誘導に向かうのではという観測が広がり、ドル円相場で円がジリ高。G7終了後の声明は「為替レートの更なる柔軟性が望ましい」と明記。これが、景気回復基調にある日本は為替介入を行いにくくなるだろう、という思惑・解釈となったことから、ドル円は、2000年12月中旬以来となる110円/ドル台まで円が上昇した。また、ユーロ・ドル相場でも、G7を受け同様にドルに対してユーロが上昇し、6月20日以来の1・＝1.16ドル台に乗った。この結果、ユーロ円相場は129円台に乗った。（以上、当社HPの「Weekly 金融市場」も参照されたい。）

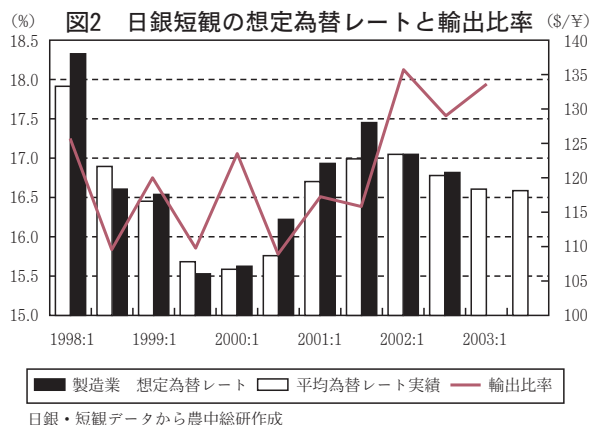
金融市場の見通しと注目点

株式相場

＝04年度増益シナリオを織り込みへ

G7を受けた為替相場の変動は、当面の株式相場の波乱要因となろう。

日銀「短観」によれば、03年度の製造業の想定為替レートは118円程度。輸出比率は18%弱で前年度比上昇が見込まれていた。他の条件一定とすれば、5円の円高は製造業において▲0.8%の減収要因となる（図2）。



また、バリュエーション（投資価値）水準も今期予想PERは約22倍。ハイテク銘柄を中心にPERが高い銘柄も多い。円高という業績下方修正材料が出ている現状では、このPER水準に割安感は薄い。信用買い残も膨らんでおり、短期的に利食い売りも予想されることから、需給悪化から株価調整は避けられないだろう。

しかし、ユーロ円相場での円高に波及せず、かつドル円相場での円上昇も短期・限定的なものにとどまる限り、企業業績への影響は二桁増益シナリオを覆すほどのものにはならないと見ている。

冷夏という内需にとっての悪材料が生じたにもかかわらず、業績修正は上方修正方向に動いてきた。9月中の業績予想修正（社数ベース）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% 61%へ、来期：61% 67%へと8月から一段上昇（前が8月、後が9月）。業績は期初想定されていたより上ブレ傾向にあると言える。

また、04年度利益予想に基づく予想PER（IBES社集計：TOPIXベース）は16.5倍台に低下。04年度も米国に先導されて世界経済が緩やかな成長をたどる投資シナリオの確度が、年末年始にかけて強まってくれば、バリュエーション（投資価値）水準からも買い直しが入り株価は再上昇すると予想する。

なお、取り沙汰されている衆議院解散 同選挙が予想される11月中旬までの政治的空白が株価の不安定材料となることも懸念される。しかし、衆院選挙による選挙結果が、政権の枠組みや政策内容に大きな影響をもたらさないと考える。年末には、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こととなろう。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。

債券相場

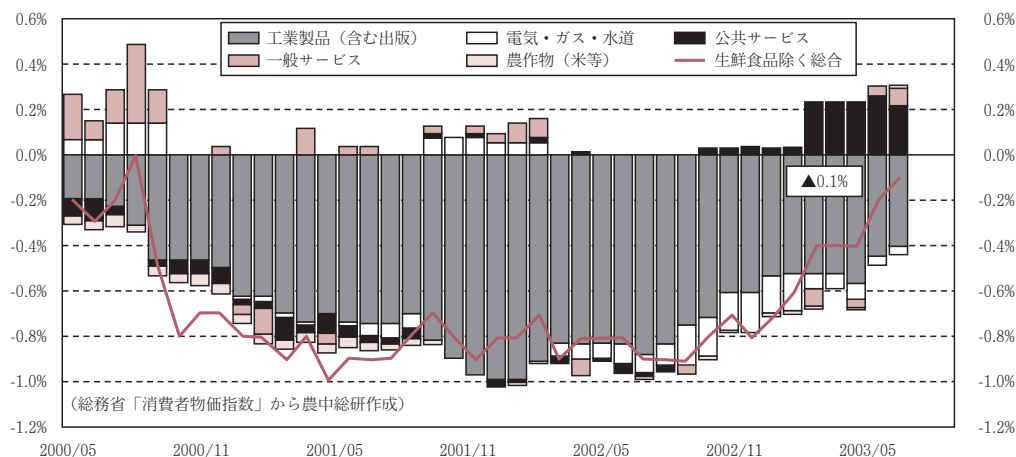
＝ゼロ金利政策の時間軸と景気回復シナリオの綱引き

今後、機関投資家の国債投資リスク圧縮と株価上昇の動きが一段落すれば、国債をめぐる需給悪化はひとまず平静を取り戻すだろう。

また、ドル円相場の円上昇は、円建て輸入物価の安定化を通じデフレ要因となる。また、一時、高値懸念が強まった原油相場も反落すると予想。OPECの減産よりもイラクなどの増産による需給緩和への影響の方が強く、原油価格は安定的に推移すると思われる。

消費者物価（生鮮食品除く総合）が年末にかけて一時的に前年比ゼロ%＋αとなることも考えられるが、耐久財を中心にデフレ圧力は相変わらず残存しており、リフレ段階にスナナリと移行することは考えにくい。前述のような円高、

図3 全国(生鮮食品除く)消費者物価変化率(前年比)



原油価格下落という下落要因もあり、政策的・一時的な要因が剥落すれば、物価は再び下落に転じる可能性は大きい(図3)。

また、消費者物価が前年比ゼロ%の状態になったとしても、前述のような日銀総裁によるゼロ金利政策継続の考え方の表明を受け、ゼロ金利政策の長期化の安心感が戻った。これが、短中期ゾーンの国債投資意欲を支え、短中期ゾーンまでの国債相場安定が長期ゾーンの金利跳ね上がりを抑制するだろう

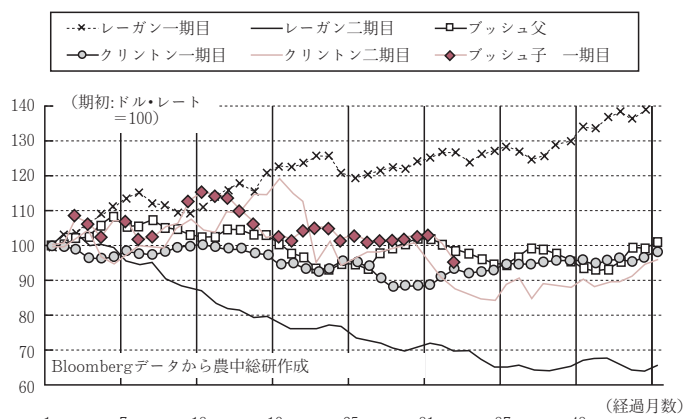
よって、短期的には、国債相場はしばらく安定を取り戻すと予想する。

しかし、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、国債相場には引き続き慎重な対処が必要と思われる。長期金利の再低下余地は、機関投資家の心理や投資スタンスの面から注意深く見る必要があるだろう。(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、ドル円で予想を小幅円高方向に修正。基本的な想定レンジを110～120円とする。

米国の経常赤字増加などドル超過供給によって引き起こされるドル安圧力は大きい。また、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連邦議会選挙を迎えることから、米国内製造業等からのドル安要求へ一定の配慮が考えられる(図4)。

図4 米政権の通貨政策(ドル円相場の推移)



とはいえ、米国の金融・証券市場の安定(株高、長期金利安定)のためには、米国への資金流入が不可欠。ドル暴落のリスクをおかすような大幅な軟調誘導は考えにくい。よって、ドルの下落は小幅にとどまると見ている。

なお、ユーロについては、ドル弱含みからのユーロ反発はあるが、大幅なユーロ高進行は、景気動向などファンダメンタルズから考えにくい。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。

(03.09.24 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
03/8/4	0.975	141.48	1.309	0.410	0.001	0.0892	0.0513	0.0983	119.80	119.80	120.30	1.1360	1.135	135.52	9,452.79	934.52	54.26	9,186.04	982.82	1714.06	4.280	4.190	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		1.1390	1.135	137.06	9,382.58	925.47	53.76					4.190		
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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	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	4.190	363.0	30.70
03/8/20							0.0540				118.05	1.1120	1.113					9,397.51	1,000.30	1760.54	4.430	4.190	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	4.190	361.8	31.88
03/8/22	1.345	143.00	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	4.190	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	4.190	362.4	31.56
03/8/26	1.445	137.60	1.627	0.760	0.001	0.0892	0.0528	0.0983	117.78	117.53	117.35	1.0855	1.088	127.91	10,332.57	1,001.74	55.74	9,340.45	996.73	1770.65	4.470	4.160	366.8	31.95
03/8/27	1.370	137.80	1.611	0.760	0.001	0.0892	0.0540	0.0992	117.68	117.60	117.45	1.0885	1.090	127.85	10,308.99	1,000.67	56.30	9,333.79	996.79	1782.13	4.530	4.200	374.1	31.21
03/8/28	1.440	137.51	1.635	0.780	0.001	0.0892	0.0540	0.0992	117.56	117.50	117.30	1.0885	1.091	127.62	10,225.22	993.51	56.03	9,374.21	1,002.84	1800.18	4.410	4.160	371.6	31.50
03/8/29	1.470	137.40	1.644	0.810	0.001	0.0883	0.0553	0.1000	117.13	117.05	116.95	1.0980	1.098	127.78	10,343.55	1,002.01	57.01	9,425.82	1,008.01	1810.45	4.450	4.160	376.8	31.57
03/9/1	1.585	136.15	1.751	0.930	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.69	116.65		0.0000	1.098	128.15	10,670.18	1,027.01	57.16				0.000	4.190		
03/9/2	1.670	134.82	1.867	1.080	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.87	116.70	116.50	1.0810	1.087	127.06	10,690.08	1,028.91	58.00	9,523.27	1,021.99	1841.48	4.590	4.190	374.3	29.41
03/9/3	1.600	135.10	1.843	1.100	0.001	0.0875	0.0529	0.1000	116.06	116.30	115.95	1.0845	1.083	125.12	10,715.69	1,033.28	57.79	9,568.46	1,026.27	1852.90	4.590	4.190	375.0	29.49
03/9/4	1.475	136.16	1.750	1.020	0.001	0.0867	0.0529	0.1000	116.86	116.80	116.75	1.0945	1.090	126.66	10,646.95	1,030.23	58.05	9,587.90	1,027.97	1868.97	4.500	4.190	374.0	28.98
03/9/5	1.440	136.79	1.696	0.910	0.001	0.0858	0.0529	0.1000	116.87	116.82	116.95	1.1100	1.104	127.87	10,650.77	1,026.21	58.18	9,503.34	1,021.39	1858.24	4.350	4.190	378.7	28.88
03/9/8	1.455	137.00	1.678	0.890	0.002	0.0858	0.0541	0.1000	117.12	117.32	116.85	1.1070	1.110	129.66	10,683.76	1,027.94	58.31	9,586.29	1,031.64	1888.62	4.420	4.190	376.2	28.85
03/9/9	1.600	136.10	1.756	0.960	0.002	0.0842	0.0566	0.1000	116.37	116.65	116.85	1.1230	1.119	129.08	10,922.04	1,045.71	58.75	9,507.20	1,023.17	1873.43	4.435	4.190	382.8	29.18
03/9/10	1.550	136.33	1.736	0.940	0.002	0.0817	0.0554	0.1000	116.73	116.80	117.10	1.1210	1.122	131.04	10,856.32	1,043.98	58.84	9,420.46	1,010.92	1823.81	4.270	4.190	381.1	29.35
03/9/11	1.480	136.00	1.764	0.860	0.001	0.0808	0.0541	0.1000	117.17	117.17	117.10	1.1210	1.120	131.87	10,546.33	1,023.93	58.51	9,459.76	1,016.42	1846.09	4.310	4.190	380.8	28.82
03/9/12	1.520	135.63	1.796	0.870	0.001	0.0808	0.0550	0.0000	117.07	117.06	117.25	1.1290	1.130	130.93	10,712.81	1,042.64	59.26	9,471.55	1,018.63	1855.03	4.250	4.190	376.9	28.27
03/9/15	0.000				0.000	0.0000	0.0531	0.1000			117.50	1.1285	1.130				0.00	9,448.81	1,014.81	1845.70	4.260	4.190	375.6	28.14
03/9/16	1.455	136.38	1.731	0.820	0.001	0.0800	0.0556	0.1000	116.57	117.18	116.15	1.1180	1.119	131.33	10,887.03	1,062.07	60.24	9,567.34	1,029.32	1887.25	4.270	4.190	374.6	27.56
03/9/17	1.425	136.55	1.717	0.820	0.001	0.0800	0.0541	0.1000	116.23	116.15	116.15	1.1285	1.124	129.96	10,990.11	1,072.57	61.14	9,545.65	1,025.97	1883.10	4.180	4.190	377.3	27.03
03/9/18	1.370	137.19	1.662	0.790	0.002	0.0800	0.0544	0.1000	115.81	116.07	115.25	1.1255	1.127	130.40	11,033.32	1,075.73	62.64	9,659.13	1,039.58	1909.55	4.160	4.190	377.7	27.17
03/9/19	1.380	137.05	1.674	0.800	0.001	0.0800	0.0525	0.1000	115.24	115.43	114.05	1.1375	1.135	129.86	10,938.42	1,070.03	62.65	9,644.82	1,036.30	1905.70	4.160	4.190	382.9	27.03
03/9/22	1.225	138.50	1.552	0.710	0.002	0.0800	0.0519	0.1000	112.31	112.20	112.15	1.1465	1.148	128.77	10,475.10	1,043.20	62.17	9,535.41	1,022.82	1874.62	4.220	4.190	388.3	26.96
03/9/23	0.000				0.000	0.0000	0.0543	0.0000			112.35	1.1445	1.149						1,029.03	1901.72	4.200	4.190	387.0	27.13
03/9/24	1.265	138.20	1.577	0.730	0.002	0.0800	0.0530	0.1000	111.81	112.15	111.75	1.1495	1.147	128.11	10,502.29	1,043.66	62.84	9,425.51	1,009.38					

（日経NEEDS FQから農中総研作成ホームページ上の「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