情勢判断

国内経済金融

年後半には景気シナリオ組立直しが必要だろう

要　　旨

年前半は景気拡大期待のもとで株高と長期ゾーン国債の軟調の可能性が残るが、年後半からは景気循環の成熟（or好況継続か）と政策・政局動向を注視したシナリオの組立直しが重要となろう。とはいえ、基本的に国債はレンジ相場の域を出ないだろう。株価は業績伸長による上昇が年央にかけ期待できようが、大幅高は現状、考えにくい。

貿易赤字や地政学的リスクなどからドル安圧力が当面続こうが、暴落を誘発しかねない大幅なドル安誘導は考えにくい。当局による介入もあり、ドル円相場での円上昇は小幅にとどまると見ている。

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		
		12月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12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）		0.0950	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		1.360	1.35±0.10	1.50±0.15	1.50±0.25	1.40±0.20
為替相場	円ドル	106.970	105.0～110.0	102.5～107.5	102.5～110.0	110～115.0
	ユーロ円	133.710	130～135.0	127.5～132.5	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価		10,676.64	11,250	12,500	12,000	11,500

（月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ）

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

米国株式相場は、好調な経済指標の発表を受け先行き期待感が増したことから、クリスマス後も堅調相場が継続。株価指数は1月半ばにかけて一段高となり、ダウ平均が10,600ﾄﾞﾙを突破するとともに、ハイテク銘柄が多いナスダック総合指数も01年7月以来の高値を付けた。

これを追い風に、日本株市場も上昇基調をたどった。ドル円相場での円高が嫌気材料となったが、円高進行懸念が薄れ海外勢を中心とする買い期待が強まって、1月19日に日経平均が03年10月21日以来の11,000円台を回復。東証一部株価指数も1075ポイントを回復した。電機、精密等ハイテク関連に加え、鉄鋼を除く市況・素材関連の一角や不動産・空運の上昇が大きい（図1、（注1））。また、店頭など新興・小型株の上昇ぶりも目立った。

図１　TOPIX　業種(33)別変化率

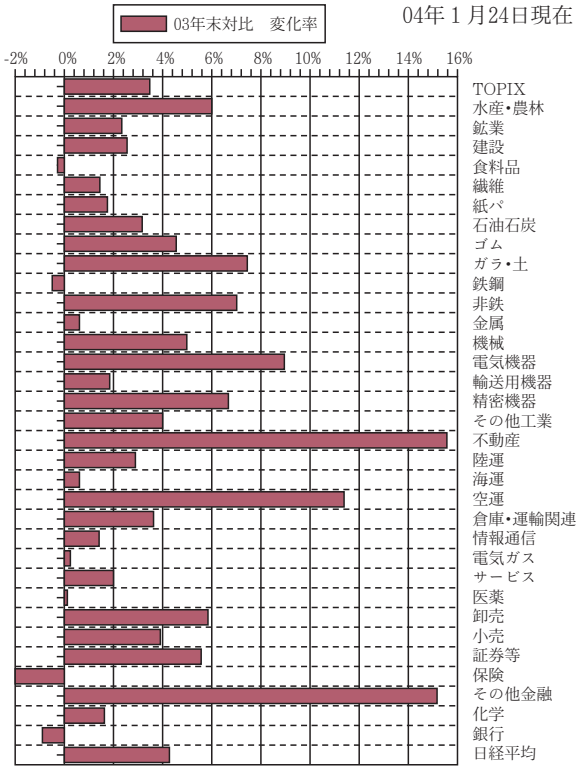
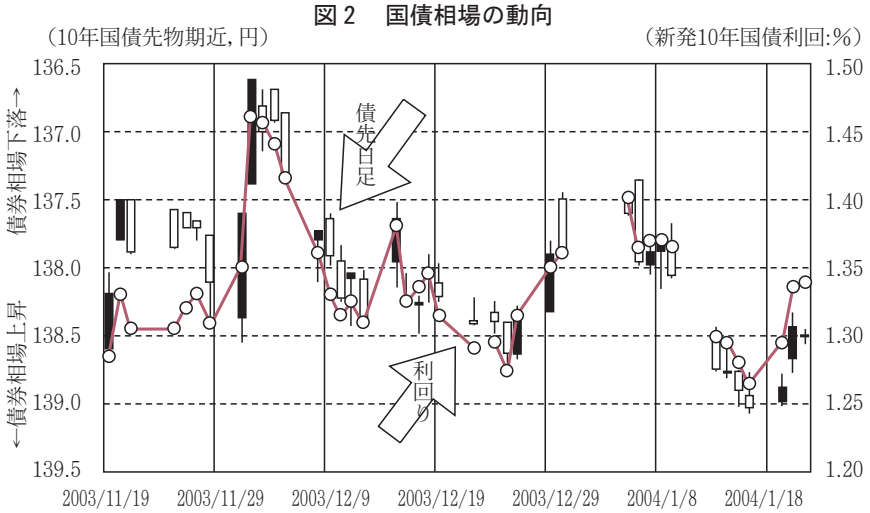


図２　国債相場の動向



Bloombergデータから農中総研作成

（注1）「その他金融」の年初来上昇率が高いのは03年末にかけての消費者金融銘柄の大幅下落からの反発のため。また、主要行について追加引当観測が浮上したことから、銀行株指数が下落している。

国債等債券相場は、株価や景況改善を気にしつつも、小動きの中、底固い展開。1月8日の10年国債入札（256回：表面利率1.4%）では一定の投資家需要が確認されたことを好感。需給に安心感が出たこともあり、現物債、債先ともに相場堅調（金利低下）。1月13日以降、新発10年国債利回りは1・3%前後で推移(図2)。なお、日銀の量的追加緩和等などから、固定受けニーズが高まりスワップ金利（5年）が低下をたどった。

為替市場では、03年末に1€＝1.25ドルを突破したユーロの先高観測は年明け後も強く、1月8日に一時1€＝1.28ドル台に乗せた。この水準からは、トリシェ総裁など欧州中銀首脳からユーロ高進行による景気悪化懸念コメントが相次いで出されことで切り返し1€＝1.23ドル台半ばまでユーロは下落。しかし、19日のユーロ圏財務相会議後に具体的なユーロ高対策が打ち出されなかったことから、再びユーロが反発している。

ドル円相場でもドルが下落し、1ドル＝105円台に円高が進む局面があったが、当局による介入をきっかけに戻し、106～107円台前半で推移している。（なお、市場動向などについては、当総研HP：「Weekly 金融市場」も参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点

債券相場

＝ゼロ金利政策下、レンジ相場予想

国際情勢としては主権移譲をめぐるイラク情勢の不安定化などの懸念要因はあるものの、IT関連投資の回復やデジタル家電の需要拡大が期待される。さらに8月のアテネ五輪や11月初めの米国大統領選挙などイベント的にも心理、需要効果の両面から世界的に景気拡大の見通しが強い。

内外ともに少なくとも04年の前半は、景気の拡大期待が持続する可能性を前提とすべきだろう。相場の大崩れの可能性は低いが、当面は債券相場の下落（利回り上昇）リスクに留意した運用に片足をおきたい。

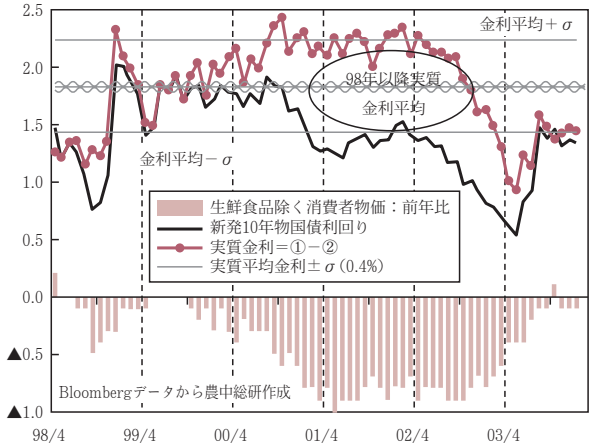
しかし、長期金利が一本調子に上昇していくことは想定しにくいことも事実。わが国ではデフレ（物価下落）の残存から日銀によるゼロ金利政策が続き、基本的にはレンジ相場での推移にとどまると見ている。

当社は04年中盤以降に、政策的・一時的要因が相次いで剥落すれば消費者物価（除く生鮮食

品、以下同じ）は前年比下落ゾーンに潜ると見ており、04年度の消費者物価の前年比を上・下半期ともに▲0.3%の下落を予測している。

この物価と金利の関係を見ると、デフレ基調が明確になった98年以降、現在までの「長期金利（新発10年国債利回り）－消費者物価変化率」との差である実質金利の平均は1.8%で、その標準偏差（1σ）は±0.4%（図3）。

図３　消費者物価変化率と長期金利



景気サイクル等によって違いはあるが、ここから単純試算すると、04年度の消費者物価下落率の予測は▲0.3%であるので、新発10年国債利回りは1.8%＋（▲0.3%）＝1.5%±σ（0.4%）が予想範囲の一つの目安となる。

04年の前半は景気や株価などの先行き期待から、前述予想の中心水準からの上ぶれリスクにも目配りが必要だろう。しかし、景気サイクルの成熟が年後半に意識されるになるにつれ景気先行き懸念も相場材料になってくると考えられることから、前述の利回り範囲の下方方向に向かう可能性が出てこよう。

なお、米国の消費者物価上昇率が低位（注2）にあることから、米国の政策金利引上げ観測が遠退き、米・国債相場の上昇（利回り低下）要因にもなっている。ただし、その物価上昇率の低下を相場は過大評価し過ぎていると見る市場関係者も多い。03年前半と同じように、米国のディスインフレ・データ⇒米・国債利回りの低下⇒世界的な長期金利の低下連動への連想は慎重に見るべきだろう。

（注2）米国労働省の発表する食料・エネルギーを除くコア消費者物価の前年同月比は03年12月に+1.1%に低下。別の代表的コア消費者物価指数であるクリーブランド連銀のMedian コアCPIも前年比＋1.9%。ただし、季節調整後のコア物価指数は昨年央以降、底打ち傾向。また、ドル安や国際商品市況の上昇など米国物価にも先行きの上昇要因がある。

株式相場
＝好材料織り込み後の展開は用心

自動車メーカーは円高による利益の目減りが見込まれるものの、世界景気の失速や円独歩高とならない限り、デジタル家電などの新製品需要の拡大や世界的な設備投資の回復から、大企業製造業は、04年度も二桁の経常増益の確度が高いだろう。また、非製造業上場企業も景気回復のもとで緩やかな増益を確保できるだろう（表2、（注3））。

（注3）東洋経済新報社・四季報の予測（03年1月20日現在）によれば、日経平均株価の構成銘柄（225社のうち銀行を除く）の04年度の経常増益率は＋10.5%(うち、製造業は＋12.2%)であり、全体としては緩やかな上方修正傾向が継続中である。

表２　日経平均構成銘柄の業績予想(%)

項目	区分＼年度	03年度	04年度
増収率 前年度比	銀行除く日経平均構成銘柄	0.3	2.8
	うち製造業	1.2	3.0
経常増益率 前年度比	銀行除く日経平均構成銘柄	22.7	10.5
	うち製造業	21.4	12.2

（東洋経済・四季報データから農中総研作成）04.01.21現在

このような業績の伸長が見込まれるなか、株価のバリュエーション（投資価値尺度）も海外主要市場に比べて決して遜色はない。04年の市場平均の予想PER（株価÷一株利益）は現状、

約17倍であり、独など大陸欧州の株式市場の次に位置し、米英両国よりは割安である。長期債との関係でのイールド・ギャップや利益成長性を加味したPEG（＝PER÷利益成長予想率）で見ても、割安感がある。

よって、04年度の二桁台の経常増益見通し（注3）を織り込みにいくなかで、1割程度の株価指数の上昇を予想する（表1）。

ただし、銀行の保有株式圧縮や持ち合い解消売り、および年金基金の代行返上に伴う換金売りなどの需給圧迫要因が薄れるものの、海外投資家の買いに依存しなくてはならない構図は変わらない。

投資家が評価できるような競争力強化や経済活性化に向けた中期的成長政策は欠如したままであり、景気循環的な利益回復の域を出ない。また、相場テーマもデジタル家電の需要拡大や中国関連があげられようが、バリエーションを度外視した買いを誘うほどの「熱さ」はない。

むしろ、年央以降には今回景気ピーク、景気停滞の先取りに注意したい。株価は実物経済面の景気の山に数ヶ月先行する。好材料が織り込み済みとなると一方、先行きの不透明感が意識されるようになると、株価は腰折れを起こすリスクがあるだろう。年央以降の相場調整に用心したい。

為替相場
＝ユーロも上値余地限定、ドル下落は限られよう

為替相場については、米国の経常赤字などドル超過供給からのドル安圧力や米国の地政学的リスクが意識されるなかで、ドル資産離れ懸念は根強い。さらにブッシュ政権が米国内製造業等からのドル安要求へ一定の配慮するとの思惑が04年11月はじめの大統領選および連邦議会選挙の帰趨が見えるまでは市場心理に引き続きのしかかろう。

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、米国への資金流入が不可欠。ドル暴落リスクをおかすような大幅な軟調誘導は考えにくい。一方、わが国通貨当局による介入は継続される。よって、ドル・円相場での円の上昇は小幅にとどまるだろう。

なお、大統領選挙の前後から米国次期政権の通貨政策の骨格が市場に浸透・理解されるまでの間、一時的にドル安進行が弱まると見ている。しかし、ブッシュ大統領の再選が有力視される中、次期政権でも産業界配慮・緩やかなドル安が継続される可能性も捨て切れない。米大統領選後、年末年始にかけ、米国の通貨政策に関係する布陣に注目するべきだろう。

ユーロ圏経済が回復基調にあることは、3極通貨のなかで消去法的にユーロが買われる要素である。ただ、1€ ＝1.30ドルを超す水準は、ドイツ・マルクや仏フランを通貨統合時の固定換算レートで延伸試算した場合、割高水準に入ってくる。為替介入や欧州中銀の利下げなどユーロ高阻止の対応策が出て来ることが見通しにくいことから、ユーロ・ドル相場の先高観は残るだろうが、ユーロの上値余地は限られたものとなると思われる。なお、ユーロがドルに対し引き続き高値水準にとどまることから、ユーロ円相場において円は円安圏で推移するだろう。

（04.01.26現在　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)	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
03/12/ 1	1.350	138.00	1.594	0.75	0.001	0.0800	0.0588	0.0992	109.21	109.75	109.40	1.1980	1.196	131.15	10,403.27	67.31	9,899.05	1,070.12	1989.82	4.380	4.480	403.8	29.95
03/12/ 2	1.460	137.07	1.672	0.81	0.002	0.0800	0.0588	0.0992	109.59	109.26	108.60	1.2080	1.209	131.15	10,410.15	67.24	9,853.64	1,066.62	1980.07	4.380	4.460	404.6	30.78
03/12/ 3	1.455	137.40	1.644	0.79	0.001	0.0800	0.0575	0.0992	108.64	108.75	108.25	1.2110	1.211	131.25	10,326.39	67.10	9,873.42	1,064.73	1960.25	4.400	4.470	404.8	31.10
03/12/ 4	1.440	137.40	1.644	0.79	0.001	0.0800	0.0588	0.0992	108.18	108.30	108.20	1.2085	1.207	130.77	10,429.99	66.77	9,930.82	1,069.72	1968.80	4.360	4.420	404.2	31.26
03/12/ 5	1.415	137.80	1.611	0.76	0.001	0.0800	0.0575	0.0992	108.34	108.35	107.65	1.2165	1.215	130.97	10,373.46	66.09	9,862.68	1,061.50	1937.82	4.230	4.320	407.3	30.73
03/12/ 8	1.360	138.20	1.577	0.72	0.001	0.0800	0.0563	0.0992	107.59	107.65	107.40	1.2220	1.222	130.82	10,045.34	64.48	9,965.27	1,069.30	1948.85	4.270	4.350	407.5	32.10
03/12/ 9	1.330	138.36	1.564	0.70	0.002	0.0800	0.0563	0.0992	107.19	107.15	107.05	1.2255	1.220	131.08	10,124.28	64.24	9,923.42	1,060.18	1908.32	4.350	4.350	408.9	31.76
03/12/10	1.315	138.70	1.535	0.66	0.001	0.0800	0.0538	0.0992	108.63	108.65	108.45	1.2215	1.225	132.22	9.910.56	63.40	9.921.86	1,059.05	1904.65	4.310	4.350	407.0	31.88
03/12/11	1.325	138.68	1.537	0.68	0.001	0.0800	0.0550	0.0992	108.27	108.20	108.45	1.2225	1.215	131.85	10,075.14	63.10	10.008.16	1,071.21	1942.32	4.230	4.360	405.4	31.85
03/12/12	1.310	138.39	1.561	0.65	0.001	0.0800	0.0563	0.0992	107.93	108.00	108.05	1.2275	1.227	132.17	10,169.66	63.13	10.042.16	1,074.14	1949.00	4.240	4.300	410.1	33.04
03/12/15	1.380	137.65	1.623	0.71	0.001	0.0800	0.0569	0.0992	107.95	108.03	107.90	1.2320	1.229	131.94	10,490.77	64.63	10.022.82	1,068.04	1918.26	4.250	4.270	409.9	33.18
03/12/16	1.325	138.25	1.573	0.67	0.001	0.0800	0.0563	0.0992	107.77	107.75	107.55	1.2330	1.233	132.79	10,271.60	63.98	10.129.56	1,075.13	1924.29	4.210	4.300	408.4	32.89
03/12/17	1.335	138.26	1.572	0.67	0.001	0.0800	0.0563	0.0992	107.52	107.50	107.50	1.2410	1.238	132.39	10,092.64	63.80	10,145.26	1,076.48	1921.33	4.180	4.250	412.7	33.35
03/12/18	1.345	138.01	1.593	0.68	0.001	0.0800	0.0563	0.0992	107.55	107.45	107.35	1.2425	1.238	133.44	10,104.00	63.41	10,248.08	1,089.18	1956.18	4.120	4.260	411.1	33.71
03/12/19	1.315	138.22	1.575	0.68	0.001	0.0792	0.0563	0.0983	107.62	107.64	107.65	1.2375	1.239	133.70	10.284.54	63.35	10,278.22	1,088.66	1951.02	4.130	4.270	409.9	33.02
03/12/22	1.290	138.40	1.560	0.67	0.001	0.0792	0.0569	0.0983	107.63	107.62	107.80	1.2400	1.241	133.34	10,372.51	63.39	10,338.00	1,092.94	1955.80	4.170	4.260	411.3	31.87
03/12/23	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.0000	0.0588	0.0000	0.00	0.00	107.55	1.2395	1.242	0.00	0.00	0.00	10,341.26	1,096.02	1974.78	4.260	4.240	411.6	31.95
03/12/24	1.295	138.40	1.560	0.68	0.001	0.0783	0.0569	0.0983	107.33	107.48	107.40	1.2445	1.244	133.23	10.371.27	63.79	10,305.19	1,094.04	1969.23	0.000	0.000	412.8	32.86
03/12/25	1.275	138.63	1.541	0.66	0.001	0.0783	0.0000	0.0983	107.19	107.21	107.35	0.0000	0.000	133.51	10,365.35	64.85	0.00	0.00	0.00	4.140	0.000	0.0	0.00
03/12/26	1.315	138.32	1.567	0.68	0.001	0.0783	0.0000	0.0983	107.09	107.05	0.00	1.2430	0.000	133.42	10,417.41	65.71	10,324.67	1,095.89	1973.14	4.240	0.000	0.0	0.00
03/12/29	1.350	137.90	1.602	0.71	0.001	0.0950	0.0600	0.0975	107.04	107.03	107.45	1.2495	1.248	133.22	10,500.62	66.64	10,450.00	1,109.48	2006.48	4.250	4.260	415.3	32.40
03/12/30	1.360	137.85	1.606	0.72	0.001	0.0950	0.0600	0.0967	106.97	107.10	107.00	1.2555	1.253	133.71	10,676.64	67.51	10,425.04	1,109.64	2009.88	4.250	4.300	417.2	32.79
03/12/31	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.0000	0.0613	0.0000	0.00	0.00	107.00	1.2590	1.262	0.00	0.00	0.00	10,453.92	1,111.92	2003.37	4.250	0.000	416.1	32.52
04/ 1/ 2	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.0000	0.0613	0.0000	0.00	0.00	107.30	1.2585	1.259	0.00	0.00	0.00	10,409.85	1,108.48	2006.68	4.360	4.320	0.0	0.00
04/ 1/ 5	1.400	137.48	1.638	0.75	0.001	0.0942	0.0600	0.0958	106.92	106.90	106.95	1.2675	1.267	135.62	10,825.17	68.07	10,544.07	1,122.22	2047.36	4.380	4.320	424.8	33.78
04/ 1/ 6	1.365	137.97	1.596	0.71	0.001	0.0933	0.0600	0.0950	106.36	106.25	106.20	1.2725	1.275	135.19	10,813.99	68.21	10,538.66	1,123.67	2057.37	4.270	4.250	423.2	33.70
04/ 1/ 7	1.370	137.89	1.603	0.71	0.001	0.0917	0.0613	0.0942	106.28	106.24	106.15	1.2635	1.270	135.06	10,757.82	69.14	10,529.03	1,126.33	2077.68	4.240	4.240	422.3	33.62
04/ 1/ 8	1.370	137.83	1.608	0.71	0.001	0.0892	0.0600	0.0925	106.17	106.15	106.15	1.2765	1.272	133.74	10,837.65	69.83	10,592.44	1,131.92	2100.25	4.250	4.220	424.4	33.98
04/ 1/ 9	1.365	138.07	1.588	0.70	0.001	0.0892	0.0600	0.0917	107.04	107.55	106.20	1.2820	1.286	136.18	10,965.05	70.40	10,458.89	1,121.86	2086.92	4.080	4.140	426.8	34.31
04/ 1/12	0.000	0.00	0.000	0.00	0.000	0.0000	0.0600	0.0000	0.00	0.00	106.75	1.2750	1.281	0.00	0.00	0.00	10,485.18	1,127.23	2111.78	4.080	4.120	426.6	34.72
04/ 1/13	1.300	138.76	1.530	0.65	−0.016	0.0892	0.0613	0.0900	106.54	106.53	106.65	1.2770	1.279	135.80	10,849.68	70.15	10,427.18	1,121.22	2096.44	4.010	4.130	424.0	34.43
04/ 1/14	1.295	138.75	1.531	0.66	−0.012	0.0892	0.0606	0.0892	106.21	106.22	106.25	1.2645	1.268	134.96	10,863.00	70.59	10,538.37	1,130.52	2111.13	3.990	4.130	422.0	34.50
04/ 1/15	1.280	138.90	1.591	0.63	0.001	0.0892	0.0588	0.0892	106.22	106.25	106.15	1.2580	1.261	134.43	10,665.15	70.66	10,553.85	1,132.05	2109.08	3.970	4.140	408.7	33.44
04/ 1/16	1.265	139.03	1.508	0.62	0.001	0.0892	0.0563	0.0892	105.97	106.10	106.35	1.2375	1.241	132.92	10,857.20	71.11	10,600.51	1,139.83	2140.46	4.030	4.160	407.0	35.07
04/ 1/19	1.295	138.88	1.520	0.63	0.002	0.0892	0.0563	0.0892	106.89	106.55	0.00	0.0000	1.238	132.45	11,036.33	72.09	0.00	0.00	0.00	0.000	4.170	0.0	0.00
04/ 1/20	1.335	138.44	1.557	0.66	0.001	0.0892	0.0588	0.0892	107.12	107.50	107.05	1.2580	1.257	133.46	11,103.10	72.54	10,528.86	1,138.77	2147.98	4.050	4.130	412.9	36.20
04/ 1/21	1.335	138.57	1.546	0.65	0.001	0.0892	0.0550	0.0892	107.03	107.18	106.85	1.2640	1.263	135.03	11,002.39	72.32	10,623.62	1,147.62	2142.45	4.020	4.150	411.2	34.58
04/ 1/22	1.305	138.79	1.528	0.63	0.001	0.0883	0.0550	0.0883	106.78	106.88	106.05	1.2715	1.271	135.23	11,000.70	72.20	10,623.18	1,143.94	2119.01	3.950	4.130	410.1	34.93
04/ 1/23	1.330	138.68	1.537	0.62	0.001	0.0883	0.0525	0.0883	106.05	106.20	106.75	1.2585	1.269	135.36	11,069.01	72.29	10,568.29	1,141.55	2123.87	4.070	4.130	408.0	34.94
04/ 1/26	1.315	138.98	1.512	0.59	0.001	0.0883	0.0525	0.0883	106.24	106.22	106.35	1.2460	1.256	133.16	10,972.60	72.08	10,702.51	1,155.37	2153.83	4.130	4.160	406.7	34.47

（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 ）