

情勢判断

国内経済金融

04年後半には景気のギヤ・チェンジもありえよう

要 旨

当面は、内外景気の拡大を基本シナリオとした運用がベースとなる。年央にかけ、04年度の二桁経常増益予想が織り込まれていくなかで、バリューション的にも1割程度の株価上昇は可能だろうし、債券相場も長期ゾーンの利回り跳ね上がりリスクが残る。しかし、デフレ継続のもと、ゼロ金利政策の長期化見通しに加え、年後半には景気サイクルの成熟が意識され先行きの不透明感が相場材料として強まることも視野に置くべきだ。年後半には景気に対する見方の変化とともに、相場の方向観が変わる可能性がある。

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				
	04年2月(実績)	04年3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)	05年3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	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	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	1.220	1.30±0.10	1.45±0.15	1.40±0.25	1.40±0.15	1.30±0.20	
為替相場	円ドル	109.080	105.0~110.0	102.5~107.5	1.25~1.075	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	135.850	132.5~137.5	132.5~137.5	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価	11,041.92	11,250	12,500	12,000	11,500	11,000	

(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・連邦公開市場委員会が、1月28日の会合後声明文で、「相当の期間、低金利を維持」の一節を削除。一時的なショック要因とはなかったものの、持ち直して、米国国債相場は上昇(利回り低下)。米国財務省証券10年物利回りは4.0%強に張り付いて推移した。

国内的にも、03年10~12月期実質GDPの年率: +7.0%の成長や04年1月完全失業率の4.9

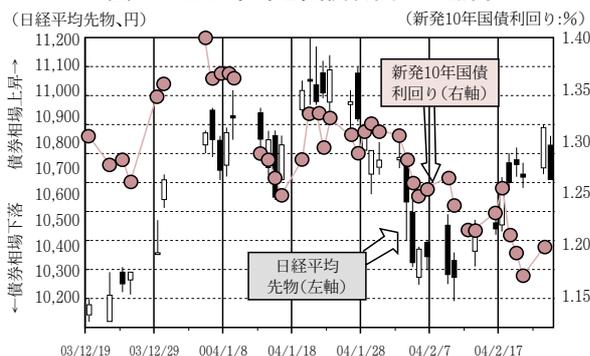
%への低下など、経済指標の発表では景気の回復基調が改めて確認されたものが多かった。

しかし、金融緩和の長期化観測が、株価のもたつきやドル円相場の円高進行懸念もあり、材料としてぶり返された。長期国債入札も順調な応札となったことから、投資家の買い安心感が強まり、国債相場は上昇(利回りは低下)をたどった。2月20日には新発10年国債利回りが約6ヶ月ぶりの1.2%割れとなり、長期国債先物も140円台乗せとなった。

一方、株式市場では、四半期業績開示などにおいて好業績を示すものが多かったものの、円高懸念が足かせとなるとともに、信託等の売りと海外投資家の買い越し後退による需給悪化から、2月10日に日経平均株価は10,300円台に下落した。しかし、その後は円高の一服、米国株式相場の堅調などを背景に持ち直し、2月27日は11,000円台を回復。

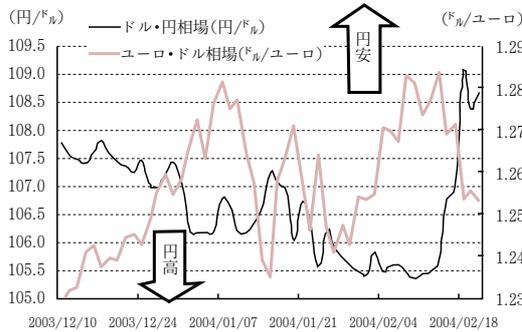
注目された、2月6~7日の米国・フロリダに

図1 日経平均と国債利回りの動向



Bloombergデータから農中総研作成

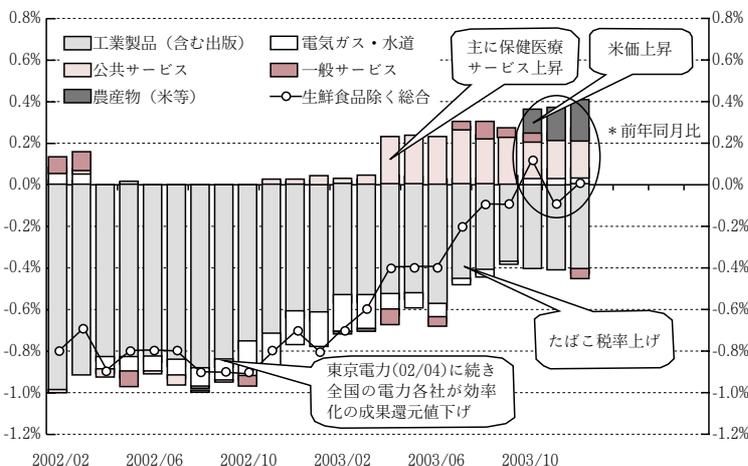
図2 為替相場の動向



おける先進7カ国（G7）財務相・中銀総裁会議後の共同声明は、事前に予想されたとおりドル安観測を打ち消すものでなく、円高進行の懸念が残った。しかし、ドル円相場に限れば、わが国通貨当局によるドル買い介入への警戒感から、1ドル = 105円台の膠着相場が続いた。一方、ユーロ高は止まらず、2月18日に一時1€ = 1.29ドル台に乗せた。しかし、同日の英独仏首脳会談を前にシラク仏大統領がユーロ高の欧州経済への悪影響を表明したこと等を受け、反転。ユーロは1.24ドル台に戻した。ドル円相場でも、円が連れて109円台に下落した（以上、図1）。（なお、市場動向や経済指標の解説などについては、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

図3 生鮮食品除く総合（財・サービス別）消費者物価の変化



（総務省「消費者物価指数」から農中総研作成）

内外ともに金融緩和継続への安心感は強い。米国においても景気拡大基調を示す経済指標が多く、かつドルが下落しているにもかかわらず、インフレ・リスクは小さく、性急な利上げはなかなか難しいという見方が多数派だろう。わが国でも、消費者物価（除く生鮮食品）下落率がこの一年ほどの間、縮小。前年比：0%前後となってきた。その理由として、政策的・一時的要因によるところが大きいですが、これらの押し上げ要因が剥落（注）していく04年半ばからは消費者物価は再び前年比で水面下に下落すると見ている（図2）。

（注）04年は上下水道、学校授業料や行政サービスなどの値上げは物価押し上げ要因であるが、耐久財は足元で4%以上下落が継続。また、円高も物価抑制要因となる。

ただし、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。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、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。また、世界的金融緩和のもと、国際商品市況の上昇傾向が止まっていない。

わが国ではデフレ（物価下落）の残存から今後の景気回復循環では日銀によるゼロ金利政策の解除は困難と思われ、景気回復によって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。基本的にはレンジ相場での推移にとどまると見ているが、当面は景気回復動向や商品市況の上昇などにより債券相場の下落（利回り上昇）リスクが高まる可能性も捨て切れない。金利上昇懸念にも片足を残しておきたい。

とはいえ、04年後半になれば、景気サイクルの成熟が意識され、景気先行き懸念も相場材料になってくると可能性がある。

景気の当面の上昇と、04年後半からは先行きの下降の両睨みが必要と思われる。

株式相場

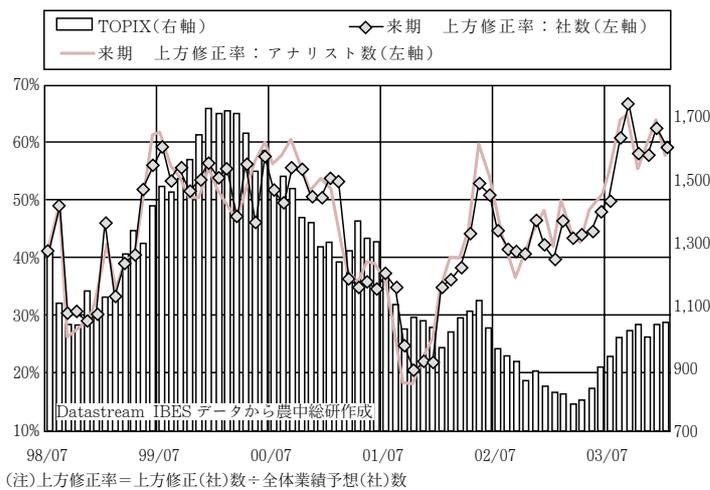
= 年央以降の好材料織り込みには用心

パソコンが04年も二桁台の出荷増加見通し。デジタル家電や携帯電話などの製品需要の拡大が予想されるとともに、IT関連を含め世界的な設備投資回復の期待が強まっている。

上場企業のうち、製造業は04年度も二桁の経常増益の見通しである。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。

ドル円相場の円高による利益の目減りは見込まれるものの、足元の04年度業績予想は上方修正傾向である。アナリストによる04年度の業績予想は、足元でも上方修正率が6割近い水準をキープしている（図3）。

図3 東証株価指数と業績修正動向



よって、04年度の二桁台の経常増益見通し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。

ただし、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。経済活性化に向けた中期的成長政策も欠如したままであり、循環的な利益回復の域を出たとは判断できにくいのが現状である。

むしろ、年央以降の相場展開においては、今次景気循環の天井を先取りする動きに注意したい。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

= ドル下落は限られよう

介入もあり大幅な円高には至らないと見ているが、当面、ドル安圧力は残る。

しかし、ドル下落が価格競争力のアップを通じ米国の輸出増加に寄与し始める一方、米国経済の成長速度が鈍化するなか、経常赤字の加速的増加も止まる可能性があるだろう。

また、当面は米国内製造業等へのプッシュ政権のドル安配慮の思惑が継続しようが、大統領選・連邦議会選挙の帰趨が見えてくるにつれ、国内政策としてのドル安政策も相場材料として弱まっていくと見ている。

よって、04年後半にはドル安は一旦、緩和に向かうと予想するが、次期政権でも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、04年末～05年年始にかけ、米国の通貨政策に関する布陣に注目すべきだろう。

一方、ユーロ圏経済が緩慢ながら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ユーロ = 1.30ドルを越す水準は、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でも割高水準に入ってくる。ユーロの上値余地は限られたものとなると思われる一方、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130円以上の円安圏内で推移すると予想する。

なお、ユーロが下落に転じた場合、景気等の条件にもよるが、円が消去法的に選好され、小幅円高に向かうリスクも残る。

(04.02.24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				海外金利			その他			
	新発10年国債利回り	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回り	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	LIBOR3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	金利先物(利回り)中心限月	円・ドル・スポットレート	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ円スポットレート	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回り	LIBORドル3ヵ月	独国内10年物国債利回り	NY金先物・期近	WTI・期近	OPECバスケット価格
04/01/05	1.400	137.48	0.801	0.747	0.001	0.094	0.060	0.096	0.200	106.20	1.268	134.62	10,825.17	1,058.99	10,544.07	2,047.36	4.377	1.15	4.325	424.80	33.78	39.85
04/01/06	1.365	137.97	0.765	0.714	0.001	0.093	0.060	0.095	0.195	106.18	1.273	135.17	10,813.99	1,055.50	10,538.66	2,057.37	4.271	1.15	4.262	423.20	33.70	30.33
04/01/07	1.370	137.89	0.775	0.712	0.001	0.092	0.061	0.094	0.190	106.17	1.263	134.10	10,757.82	1,051.59	10,529.03	2,077.68	4.242	1.14	4.245	422.30	33.62	30.23
04/01/08	1.370	137.83	0.775	0.713	0.001	0.089	0.060	0.093	0.185	106.19	1.277	135.58	10,837.65	1,056.92	10,592.44	2,100.25	4.255	1.14	4.229	424.40	33.98	30.41
04/01/09	1.365	138.07	0.775	0.702	0.001	0.089	0.060	0.092	0.175	106.79	1.282	136.90	10,965.05	1,065.78	10,458.89	2,086.92	4.080	1.14	4.141	426.80	34.31	30.88
04/01/12	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.060	休場	休場	106.64	1.275	135.96	休場	休場	10,485.18	2,111.78	4.086	1.12	4.123	426.60	34.72	30.96
04/01/13	1.300	138.76	0.775	0.649	▲0.006	0.089	0.061	0.090	0.160	106.21	1.277	135.67	10,849.68	1,058.40	10,427.18	2,096.44	4.011	1.12	4.141	424.00	34.43	31.08
04/01/14	1.295	138.75	0.775	0.656	▲0.012	0.089	0.061	0.089	0.160	106.17	1.265	134.26	10,863.00	1,057.95	10,538.37	2,111.13	3.944	1.12	4.154	422.00	34.50	30.53
04/01/15	1.280	138.90	0.715	0.632	0.001	0.089	0.059	0.089	0.155	106.35	1.265	133.77	10,665.15	1,044.57	10,553.85	2,109.08	3.969	1.12	4.148	408.70	33.44	30.37
04/01/16	1.265	139.03	0.700	0.620	0.001	0.089	0.056	0.089	0.150	106.63	1.258	132.16	10,857.20	1,058.97	10,600.51	2,140.46	4.030	1.12	4.152	407.00	35.07	30.27
04/01/19	1.295	138.88	0.685	0.630	0.002	0.089	0.056	0.089	0.155	107.25	1.239	132.45	11,036.33	1,072.17	休場	休場	4.030	1.12	4.163	休場	休場	30.73
04/01/20	1.335	138.44	0.745	0.657	0.001	0.089	0.059	0.089	0.150	107.06	1.235	134.68	11,103.10	1,075.94	10,528.86	2,147.98	4.055	1.12	4.137	412.90	36.20	31.01
04/01/21	1.335	138.57	0.730	0.647	0.001	0.089	0.055	0.089	0.140	106.90	1.258	135.17	11,002.39	1,070.35	10,623.62	2,142.45	4.018	1.12	4.157	411.20	34.88	30.74
04/01/22	1.305	138.79	0.720	0.626	0.001	0.088	0.055	0.088	1.130	106.04	1.264	134.86	11,000.70	1,074.45	10,623.18	2,119.01	3.953	1.12	4.138	410.10	34.88	30.71
04/01/23	1.330	138.68	0.720	0.620	0.001	0.088	0.053	0.088	0.135	106.75	1.272	134.32	11,069.01	1,076.93	10,568.29	2,123.87	4.072	1.12	4.095	408.00	35.04	30.74
04/01/26	1.315	138.98	0.695	0.591	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	106.39	1.258	132.57	10,972.60	1,068.85	10,702.51	2,153.83	4.130	1.12	4.166	406.70	34.47	30.17
04/01/27	1.300	139.04	0.695	0.595	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	105.55	1.246	133.47	10,928.03	1,063.36	10,609.92	2,116.04	4.074	1.12	4.150	410.10	34.12	29.99
04/01/28	1.320	139.03	0.695	0.593	0.001	0.088	0.052	0.088	0.130	106.23	1.265	132.43	10,852.47	1,058.15	10,468.37	2,077.37	4.189	1.12	4.147	414.60	33.62	29.49
04/01/29	1.325	138.85	0.715	0.605	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	105.95	1.247	131.47	10,779.44	1,050.13	10,510.29	2,068.23	4.173	1.13	4.264	398.50	32.81	28.98
04/01/30	1.320	139.05	0.715	0.585	0.001	0.088	0.053	0.088	0.125	105.71	1.241	131.89	10,783.61	1,047.51	10,488.07	2,066.15	4.132	1.13	4.240	402.20	33.05	28.68
04/02/02	1.315	139.12	0.700	0.585	0.001	0.088	0.053	0.088	0.125	105.61	1.248	131.21	10,776.73	1,049.46	10,499.18	2,063.15	4.145	1.13	4.229	398.70	34.98	29.06
04/02/03	1.295	139.13	0.700	0.591	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.49	1.242	132.33	10,641.92	1,043.28	10,505.18	2,066.21	4.097	1.13	4.206	399.20	34.10	29.19
04/02/04	1.275	139.45	0.675	0.571	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.43	1.254	132.15	10,447.25	1,022.61	10,470.74	2,014.14	4.112	1.13	4.195	401.00	33.10	28.55
04/02/05	1.265	139.69	0.710	0.557	0.001	0.088	0.052	0.088	0.125	105.83	1.255	132.79	10,464.60	1,025.48	10,495.55	2,019.56	4.167	1.13	4.177	398.10	33.08	28.20
04/02/06	1.270	139.72	0.675	0.567	0.001	0.088	0.052	0.088	0.125	105.49	1.271	134.01	10,460.92	1,028.83	10,593.03	2,064.01	4.077	1.13	4.144	403.60	32.48	28.20
04/02/09	1.280	139.78	0.700	0.561	0.001	0.088	0.053	0.088	0.120	105.59	1.270	134.08	10,402.61	1,024.77	10,579.03	2,060.57	4.052	1.13	4.132	406.80	32.83	28.09
04/02/10	1.255	139.83	0.700	0.560	0.001	0.088	0.054	0.088	0.120	105.62	1.267	133.82	10,365.40	1,025.25	10,613.85	2,075.33	4.112	1.13	4.138	406.40	33.87	28.75
04/02/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	105.47	1.283	135.34	休場	休場	10,737.70	2,089.66	4.031	1.13	4.115	410.20	34.00	29.13
04/02/12	1.235	139.89	0.690	0.552	0.001	0.088	0.051	0.088	0.115	105.37	1.281	134.99	10,459.26	1,030.91	10,694.07	2,073.61	4.044	1.12	4.119	413.70	33.98	28.96
04/02/13	1.235	139.69	0.705	0.568	0.001	0.088	0.053	0.088	0.120	105.46	1.273	134.32	10,557.69	1,041.03	10,627.85	2,053.56	4.040	1.12	4.103	410.30	34.56	29.74
04/02/16	1.250	139.64	0.705	0.572	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.47	1.277	134.71	10,548.72	1,045.02	休場	休場	4.040	1.12	4.109	休場	休場	29.72
04/02/17	1.270	139.38	0.720	0.591	0.001	0.088	0.051	0.088	0.120	105.67	1.284	135.67	10,701.13	1,054.61	10,714.88	2,080.35	4.038	1.12	4.083	416.00	35.19	30.08
04/02/18	1.230	139.90	0.695	0.561	▲0.003	0.088	0.050	0.089	0.120	106.75	1.269	135.47	10,676.81	1,052.98	10,671.99	2,076.47	4.048	1.12	4.080	412.30	35.45	30.52
04/02/19	1.215	139.95	0.675	0.558	0.001	0.088	0.051	0.089	0.120	107.01	1.272	136.08	10,753.80	1,059.51	10,664.73	2,045.96	4.031	1.12	4.122	409.80	36.00	30.44
04/02/20	1.195	140.18	0.695	0.533	0.001	0.088	0.051	0.089	0.120	109.04	1.254	136.69	10,720.69	1,058.76	10,619.03	2,037.93	4.096	1.12	4.135	397.50	35.60	30.17
04/02/23	1.220	139.99	0.675	0.545	0.001	0.088	0.053	0.089	0.120	108.38	1.256	136.07	10,868.96	1,068.02	10,609.62	2,007.52	4.036	1.12	4.128	399.00	35.57	N.A.
04/02/24	1.225	140.09		0.540		0.088		0.089	0.125	108.46	1.254	135.99	10,644.13	1,048.88			4.044		4.117			N.A.

(Bloombergデータから作成) 最終日は15:30現在。