

情勢判断

国内経済金融

04年後半の景気シナリオは両睨みで当面、対応

要 旨

当面の債券相場は景気回復動向や商品市況の上昇などにより下落（利回り上昇）リスクが高まる可能性がある。ただ、年度後半の景気については上昇持続と下降の両方の可能性が並存することから、その両方のリスクを両睨みしていくことが必要と思われる。二桁台の経常増益見通しのなかで1割程度の株価指数の上昇は可能と予想するが中期的利益成長を買い材料するほどの確固とした相場テーマや先行き見通しがあるとはいえない。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。為替介入見直し論議や米国の年間5,000億ドルペースを上回る貿易赤字によるドル安圧力によって、04年前半に円高に振れる局面があることを想定。ユーロ円相場の円上昇リスクにも注意すべきだろう。

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	1.40±0.10	1.50±0.15	1.40±0.20	1.40±0.15	1.30±0.20
為替相場	円ドル	109.080	105.0~107.5	102.5~107.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	135.850	127.0~130.0	125.0~130.0	127.5~132.5	130.0~135.0
日経平均株価	11,041.92	11,700±200	12,750±750	12,000±500	11,500±500	11,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

1ヶ月程度の金融市場概況

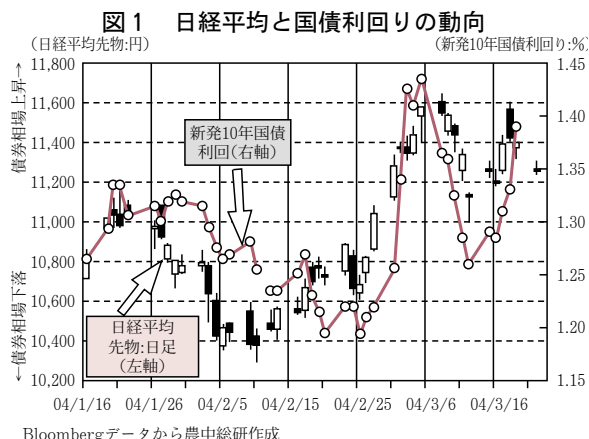
欧州首脳のユーロ高懸念発言をきっかけにユーロ・ドル相場が1€ = 1.30ドル手前で切り返したことに加え、当局による介入の強さが再認識されて、2月中旬過ぎからドル円相場で円下落（円安）が進行。3月に入ると、110円台に乗せ、

5日には112円をつけた。

しかし、3月12日のマドリッド列車テロ等に端を発した地政学リスク・テロ不安再燃や内外メディアから介入見直し論議が出てドル安へ。介入に手強さが無かったこともあり、ストップ・ロスの投げを巻き込み、18日にはドル円相場は106円台へ円が上昇。また、欧州中銀（ECB）の利下げ観測を受け、ユーロが下落し、ユーロ円相場も128円台へ円が上昇。

株価は良好な経済指標への反応に景況改善持続への期待も加わり、日経平均株価は2月27日に11,000円台を回復。一時上値が重くなる局面があったが、3月5日には02年6月以来の11,500円台をつけ、さらに26日には11,770円65銭で終わった。

一方、国債相場は、前述の株価上昇、円安のなか、3月2日におこなわれた10年国債入札も不冴えな結果だったことから急落。新発10年国債



利回りは3月4日には1.435%まで上昇した。、その後は1.3%をはさんで推移したが、株価上昇や景気回復期待から、相場は軟調（利回り上昇）となった（以上、図1）。（3月26日現在）（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

世界的な景気回復期待と金融緩和を背景に、国際商品市況の上昇が続いている。米国では、ドル安が加わり、輸入物価が緩やかながら上がりはじめた。消費者物価の上昇率も底を打ったと云って良いだろう。また、ドル安不安は、商品市場へのさらなる資金流入を誘発しやすい。

しかし、現状は米国において雇用創出の遅れが指摘され、減税などの要因が無くなった後の消費の牽引力への疑念もある。代表的な企業景況感調査であるISM指数の価格インデックスは大きく上昇しているが、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。

この米国における金融緩和見通しの根強さは、わが国でも同様である。ゼロ金利政策の出口論議は散見されるが、政策的・一時的な押し上げ要因が消えた後、04年の消費者物価（除く生鮮食品）下落率が水面下の動きが続くと予測されることから、ゼロ金利政策の見通しの長さ=時間軸に大きな異変が生じるとは考えにくい。

（注）04年4月からの消費税総額表示は大手流通系を中心に値頃感訴求から値下げも多い模様。上下水道、学校授業料等行政サービス関連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。

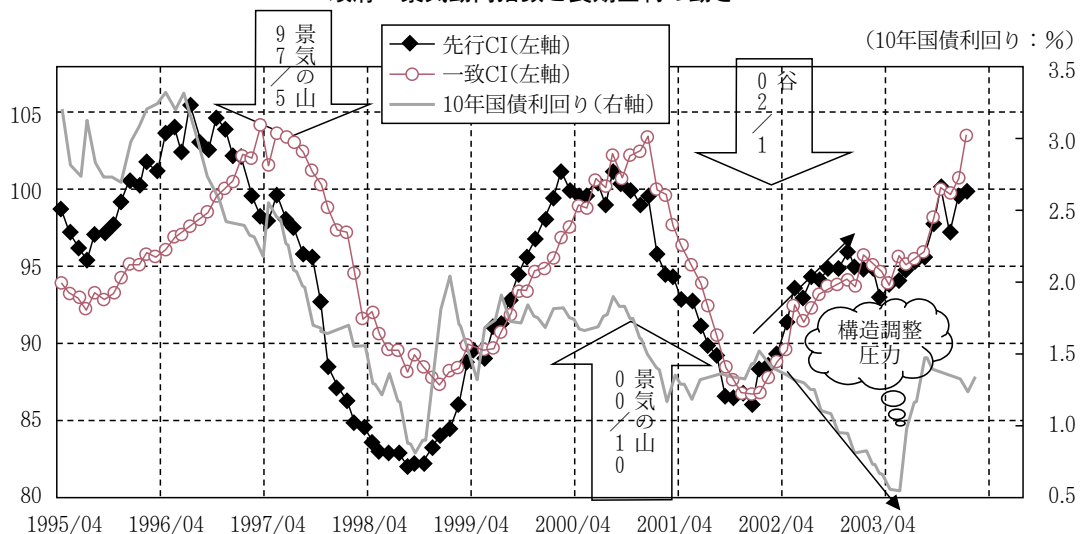
よって、わが国ではデフレ（物価下落）の残存から今次の景気回復循環では日銀によるゼロ金利政策の解除は困難と思われ、需給面も併せ長期金利が一本調子に上昇していくことは想定しにくい。

ただ、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。株価の一段上昇予想も悪材料だ。内閣府・景気先行CIも当面の景気上昇継続を示唆している（図2）。基本的には国債相場はレンジ相場内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は捨て切れない。

とはいえ、景気の底から2年をすでに経過し、景気循環の成熟化も念頭におかなくてはならない。本稿は、年度後半に景気加速感が鈍化することを基本に置いているが、現時点で一方のシナリオに傾斜することは得策ではない。

04年度後半の景気には景気回復の長期化・強まりとピークアウト顕在化の両方の可能性が並存する。当面の金利上昇リスクを慎重に見るとともに、その先の景気については上昇持続と下降の両方の可能性を両睨みしていくことが、し

政府・景気動向指数と長期金利の動き



ばらく必要と思われる。

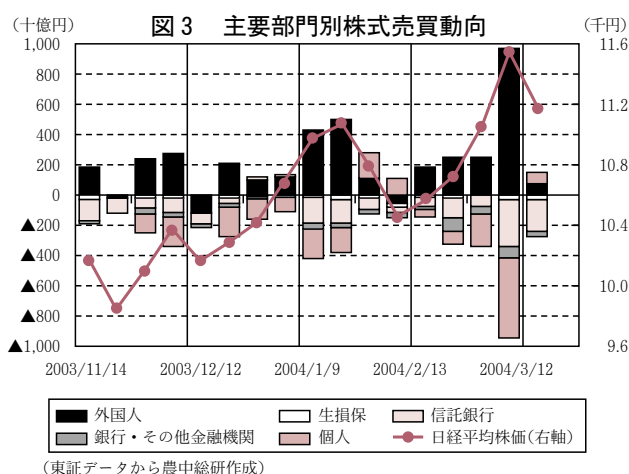
株式相場

=中期的利益成長までは買えないだろう

04年度の内外景気拡大の確度が高まり、材料として相場に織り込まれてきている。円高による利益の目減りはあるものの、足元の上場会社の04年度業績予想は上方修正傾向を維持している。

二桁台の経常増益見通しと3割弱の最終利益増益を織り込みにくくなかで、1割程度の株価指数の上昇は可能と予想する。

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。持ち合い解消や年金代行返上に伴う売りは小さくなるが、個人投資家はデイトレーダーを代表に短期的な動きをおこなう傾向が強まっており、その売買はブレやすい。個人など国内投資家の買いの厚みは小さいとみるのが妥当だろう（図3）。



また、05年度の二桁最終利益の予想が出ているが、相場材料として織り込むには尚早だ。また、中期的利益成長を買い材料するほどの確りした相場テーマや先行き見通しが、現状、あるとも云えない。

むしろ、一段高の後、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。為替の円高や原料高・製品安による収益圧迫の懸念もある。

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。年央以降の相場調整には用心したい。

為替相場

=ドル安圧力、介入見直し論議で円高局面も予想されよう

景気回復基調のもと、巨額にのぼった為替介入の見直し論議は今後も続くだろう。

また、当面、米国の年間5,000億ドルペースを上回る貿易赤字によるドル安圧力は残る。よって、04年前半に100円に接近する円高に振れる局面があることを想定している。

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、04年半ば以降、経常赤字の拡大も鈍化することが予想される。

また、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。ただ、次期政権でも緩やかなドル安政策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係する布陣に注目したい。

一方、4月以降、欧州中銀がどの程度の利下げに踏み切るか、はユーロ相場の重要材料だが、大幅なものになるとは考えていない。仮に一旦、利下げがおこなわれた後は1€ = 1.20ドル割れて大きくユーロ安に進む可能性は小さく、安定すると見ている。

よって、円が消去法的に選好され、円高に向かうリスクも残るが、ユーロ円相場でも大幅な円高は予想していない。

(04.04.26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
04/02/04	1.275	139.45	1.473	0.57	0.001	0.0883	0.0513	0.0883	105.43	105.39	105.45	1.2540	1.252	132.16	10,447.25	71.71	10,470.74	1,126.52	2014.14	4.110	4.190	401.7	33.10
04/02/05	1.265	139.69	1.453	0.56	0.001	0.0883	0.0515	0.0883	105.47	105.53	105.85	1.2545	1.261	132.32	10,464.60	71.60	10,495.55	1,128.59	2019.56	4.160	4.180	398.8	33.08
04/02/06	1.270	139.72	1.451	0.57	0.001	0.0883	0.0515	0.0883	106.05	106.15	105.45	1.2710	1.272	133.17	10,460.92	72.44	10,593.03	1,142.76	2064.01	4.080	4.130	404.2	32.48
04/02/09	1.280	139.78	1.446	0.56	0.001	0.0883	0.0528	0.0883	105.55	105.70	105.60	1.2690	1.268	134.53	10,402.61	72.48	10,579.03	1,139.81	2060.57	4.050	4.130	407.4	32.83
04/02/10	1.255	139.83	1.442	0.56	0.001	0.0883	0.0538	0.0883	105.41	105.45	105.60	1.2670	1.269	134.66	10,365.40	72.53	10,613.85	1,145.54	2075.33	4.110	4.140	407.0	33.87
04/02/11							0.0528				105.45	1.2830	1.268				10,737.70	1,157.76	2089.66	4.030	4.100	410.7	34.00
04/02/12	1.235	139.89	1.437	0.55	0.001	0.0883	0.0513	0.0883	105.36	105.34	105.35	1.2805	1.283	135.06	10,459.26	72.84	10,694.07	1,152.11	2073.61	4.040	4.110	414.2	33.98
04/02/13	1.235	139.69	1.453	0.57	0.001	0.0883	0.0525	0.0883	105.39	105.39	105.50	1.2740	1.279	134.98	10,557.69	72.83	10,627.85	1,145.81	2053.56	4.040	4.100	410.8	34.56
04/02/16	1.250	139.64	1.458	0.57	0.001	0.0883	0.0513	0.0883	105.51	105.45		0.0000	1.278	134.41	10,548.72	72.64				0.000	4.110		
04/02/17	1.270	139.38	1.479	0.59	0.001	0.0883	0.0513	0.0883	105.64	105.67	105.70	1.2845	1.283	135.50	10,701.13	72.48	10,714.88	1,156.99	2080.35	4.030	4.080	416.5	35.19
04/02/18	1.230	139.90	1.436	0.56	-0.003	0.0883	0.0500	0.0892	105.59	105.56	106.65	1.2690	1.283	136.06	10,676.81	72.53	10,671.99	1,151.82	2076.47	4.050	4.080	412.8	35.45
04/02/19	1.215	139.95	1.432	0.56	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	106.73	106.60	107.15	1.2715	1.270	135.68	10,753.80	72.74	10,664.73	1,147.06	2045.96	4.030	4.090	410.3	36.00
04/02/20	1.195	140.18	1.413	0.53	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	107.91	107.50	109.10	1.2535	1.256	136.45	10,720.69	72.64	10,619.03	1,144.11	2037.93	4.090	4.140	398.0	35.60
04/02/23	1.220	139.99	1.429	0.55	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	108.21	108.80	108.40	1.2555	1.256	135.73	10,868.96	73.18	10,609.62	1,140.99	2007.52	4.030	4.120	399.3	34.35
04/02/24	1.220	140.09	1.421	0.54	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	108.43	108.65	108.15	1.2685	1.269	136.16	10,644.13	73.15	10,566.37	1,139.09	2005.44	4.020	4.080	404.8	34.58
04/02/25	1.195	140.35	1.400	0.52	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	108.27	108.20	109.00	1.2505	1.253	137.36	10,658.73	72.82	10,601.62	1,143.67	2022.98	4.000	4.070	396.1	35.68
04/02/26	1.210	140.23	1.409	0.52	0.001	0.0883	0.0513	0.0900	109.18	108.90	109.60	1.2440	1.243	136.37	10,815.29	73.29	10,580.14	1,144.91	2032.57	4.030	4.080	395.5	35.51
04/02/27	1.220	140.01	1.427	0.54	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	109.08	109.00	109.15	1.2485	1.243	135.85	11,041.92	74.15	10,583.92	1,144.94	2029.82	3.970	4.030	396.8	36.16
04/03/01	1.255	139.64	1.458	0.56	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	109.23	109.25	108.95	1.2455	1.245	136.85	11,271.12	75.13	10,678.14	1,155.97	2057.80	3.970	4.040	399.6	36.86
04/03/02	1.340	138.94	1.515	0.62	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	109.38	109.03	110.10	1.2215	1.229	135.61	11,361.51	75.37	10,591.48	1,149.10	2039.65	4.040	4.080	393.8	36.66
04/03/03	1.425	138.51	1.551	0.67	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	110.19	110.20	110.05	1.2205	1.214	134.38	11,351.92	76.15	10,593.11	1,151.03	2033.36	4.050	4.110	392.7	35.80
04/03/04	1.410	138.63	1.541	0.66	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	110.16	110.15	111.10	1.2200	1.221	134.37	11,401.79	77.26	10,588.00	1,154.88	2055.11	4.010	4.080	393.2	36.64
04/03/05	1.435	138.30	1.569	0.69	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	111.17	111.20	112.10	1.2365	1.241	135.53	11,537.29	77.71	10,595.55	1,156.86	2047.63	3.850	3.980	401.6	37.26
04/03/08	1.365	138.85	1.523	0.66	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	112.19	112.12	111.20	1.2410	1.236	138.52	11,502.86	78.24	10,529.48	1,147.20	2008.78	3.770	3.920	400.9	36.57
04/03/09	1.360	139.14	1.499	0.63	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	111.21	111.12	111.20	1.2325	1.241	138.25	11,532.04	79.25	10,456.96	1,140.58	1995.16	3.720	3.910	404.5	36.28
04/03/10	1.325	139.50	1.469	0.59	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	111.39	111.25	110.85	1.2235	1.222	136.74	11,433.24	80.24	10,296.89	1,123.89	1964.15	3.730	3.910	400.3	36.10
04/03/11	1.285	139.92	1.435	0.58	0.001	0.0883	0.0513	0.0900	110.74	110.80	110.75	1.2355	1.225	135.11	11,297.04	80.67	10,128.38	1,106.78	1943.89	3.690	3.910	401.0	36.78
04/03/12	1.260	139.44	1.474	0.56	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	111.36	111.10	110.95	1.2195	1.219	136.74	11,162.75	80.19	10,240.08	1,120.57	1984.73	3.770	3.900	395.6	36.19
04/03/15	1.290	139.10	1.502	0.59	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	110.83	110.85	110.30	1.2270	1.223	135.96	11,317.90	81.35	10,102.89	1,104.49	1939.20	3.760	3.890	399.6	37.44
04/03/16	1.285	139.23	1.491	0.58	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	109.62	110.15	108.80	1.2275	1.232	135.10	11,242.29	81.56	10,184.67	1,110.70	1943.09	3.680	3.920	402.6	37.48
04/03/17	1.310	139.03	1.508	0.60	0.000	0.0892	0.0525	0.0900	108.27	108.25	108.25	1.2235	1.220	132.53	11,436.86	82.13	10,300.30	1,123.75	1976.76	3.700	3.890	407.1	38.18
04/03/18	1.330	138.85	1.523	0.62	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	107.08	107.20	106.75	1.2390	1.238	131.44	11,484.28	81.69	10,295.78	1,122.32	1962.44	3.750	3.880	411.3	37.93
04/03/19	1.390	138.25	1.573	0.66	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	106.81	107.20	106.75	1.2285	1.234	132.21	11,418.51	81.99	10,186.60	1,109.78	1940.47	3.770	3.890	412.7	38.08
04/03/22	1.370	138.45	1.556	0.66	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	106.97	107.35	106.85	1.2325	1.238	131.29	11,318.51	82.84	10,064.75	1,095.40	1909.90	3.710	3.870	417.6	37.11
04/03/23	1.330	138.79	1.528	0.63	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	106.76	106.74	106.75	1.2335	1.230	131.97	11,281.09	82.89	10,063.64	1,093.95	1901.80	3.690	3.880	420.0	37.45
04/03/24	1.310	138.96	1.514	0.61	-0.002	0.0892	0.0506	0.0900	106.73	106.72	106.25	1.2135	1.221	131.30	11,364.99	83.56	10,048.23	1,091.33	1909.48	3.710	3.850	417.4	37.01
04/03/25	1.310	139.04	1.507	0.61	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	105.96	106.05	106.15	1.2130	1.218	128.46	11,530.91	83.47	10,218.82	1,109.19	1967.17	3.740	3.830	416.9	35.51
04/03/26	1.400	138.00	1.594	0.68	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	105.69	106.10	105.95	1.2125	1.210	127.68	11,770.65	84.02	10,212.97	1,108.06	1960.02	3.830	3.880	422.2	35.73

（日経NEEDS FQから農中総研作成。 当社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます。空欄は基本的に休場を示します。）