

## 次の相場展開の材料探しに時間

## (要 旨)

株式相場は、今期の業績回復期待から、外国人投資家などの買いに支えられて日経平均株価が 12,000 円台をうかがうところまで回復したが、ここから上値重いには、短期的に材料不足。夏場にかけては反落の可能性もある。

債券相場は底固い動きが続いてきた。改革論議で多少の錯綜があっても、構造改革をめぐる材料性が低下している現状では、ゼロ金利の時価調整効果のもと運用難からの押し目買い意欲が国債相場を支えよう。変動材料は少ないが、2003 年度財政赤字拡大や物価の下げ祭りについての可能性には注目したい。なお、小康を得ているが、金融の脆弱性には変わりはなく、金融・証券市場のリスクとして残存している。

表1 金利・為替 株価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

年度 / 月	2002年度				
	4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担コ - ル 翌日物	0.002	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBOR ユ - 口円	0.095	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15
短期プライムレ - ト	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発 10 年国債利回	1.37	1.45	1.45	1.55	1.55
長期プライムレ - ト	2.10	2.10	2.20	2.30	2.30
為替 (円ドル) 相場	127.965	125	130	125	125
日経平均株価	11,492.54	12,500	11,000	12,500	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。今月から TIBOR ユ - 口円も掲載)

## ここ 1 ヶ月の金融市場概況

日経平均株価で 11,000 ~ 11,500 円のレンジ相場が続いていた株式相場は、テクニカル的にも節目となった 5 月中旬から上抜けする展開となった。

株式市場には慎重スタンスが強かったが、日米の企業業績発表シーズンがピークを越え主要企業の業績見通しが概ね期待を高めるものとなったことや、

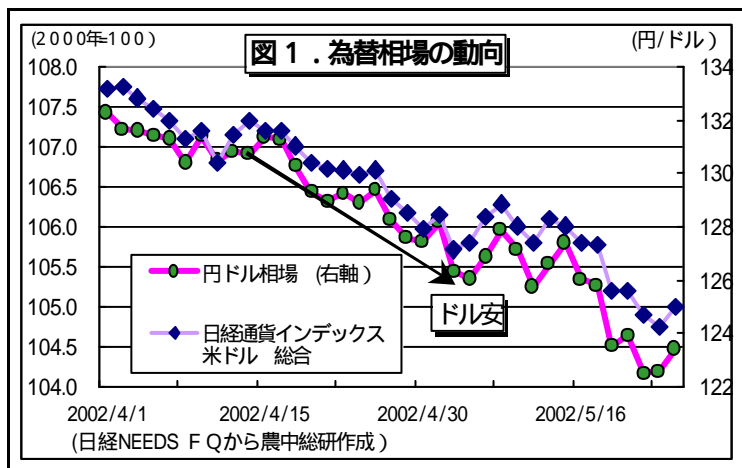
米国の小売売上高増加や半導体製造装置の受注・出荷比率の上昇などから米国経済の先行き不安が後退したことを背景に、警戒感が薄れ、外国人投資家が 5 週連続の買い越しを継続するとともに、カラ売り等の買い戻しが需給好転要因となり相場を押し上げた。

債券市場では、ム - ディ - ズ社の日本国債格下げ発表待ちのム - ドが当初は強かった。しかし、発表時期が後ズレする公算となり、さらに据え置き観測も出るに及んでからは、堅調な相場展開が続いた。新発 10 年物国債利回りは、1.3 % 台後半で推移し、債先 (10 年物) は、2001 年 12 月上旬以来の 139 円台を付けたが、その後は株高や 1 ~ 3 月期 GDP 予想の高さなど景況感の回復を材料に反落している。

なお、低格付け社債の利回り格差にも縮小し、信用リスクは小康化状態となっている。

政治的には、信書便法案等郵政関連 4 法案の国会審議、税制改革の方針策定や減税実施方法などで錯綜が見られ、小泉内閣の支持率が 3 割台に低下し支持率 - 不支持率の逆転現象が起こるなど改革の先行きに不透明感が増している。また、2001 年度の財政欠陥 (税収不足) の可能性が強まっているが、これらに対して、市場は等閑視の状態にある。

為替相場は、ドルがユ - 口、円をはじめ多通貨に対して下落している。米国貿易赤字の増大懸念などから



ドル弱含み基調となっていたが、5月1日、米上院の為替に関する公聴会でオニール財務長官が為替介入・操作に対して否定的発言をおこなった後、市場ではドル高政策が若干修正されるのではないかと、との思惑が徐々に強まり、介入警戒感が薄れた5月17日の週末ニューヨーク市場でドル円相場は一気に125円台に突入。22日の東京市場では一段の円高となったことから、当局は連日、介入を実施し、円高進行阻止の姿勢を見せている。(主要な「金融市場関連データ(日次)」については、後添資料を参照されたい。)

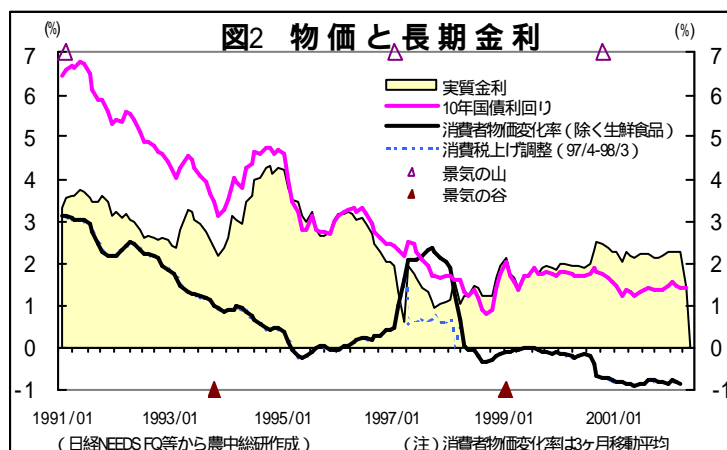
## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場 = 変調材料には注意必要

郵政関連法案審議および郵政改革答申、道路公団等民営化推進委員会の人選、特殊法人廃止・改組案の具体化、税制改革の基本方針取りまとめなどが、当面の改革論議の主要課題だが、債券市場の期待値は決して高くない。これら個別改革論議の結果に対しての評価が低いものであっても、さほどの波乱材料とはならないだろう。

2003年度概算要求段階では、財政赤字拡大が表面化する可能性があるが、財務相が従来型経費10%削減を打ち出すなど歳出抑制のアドバルンを打ち上げている。そのような財政緊縮姿勢を示すハンドリングがおこなわれれば、相場への影響は緩和される。

また、堅調相場の変化材料としては、注意したいのは景気回復に伴う物価の上げ渋りである。物価安定基調は継続し、短期金融市場でのゼロ金利政策の影響までには至らないだろうが、世界的に景気回復が強まれば、需給改善から一定の市況復元も見込め、わが国の物価への波及もありえる。



物価下げ止まりで、実質長期金利の水準維持から小幅ながら名目金利の修正リスクも想定できよう。

ゼロ金利政策の時間軸のもと機関投資家からの消去法的国債投資が継続し、改革路線の破綻懸念の高まりや財政・金融への信認低下があっても利回り上昇は限定的と見ているが、上値買い意欲も弱く低下余地も小幅なものにとどまる相場が続くと見ている(デフレ分析を本誌「デフレの生成と今後」でおこなっているので参照されたい)

## 株式相場

### = 次なる材料探しには時間

日経新聞は、2003年3月の経常増益見通し(5月24日現在1416社)について、製造業で倍増の+106.4%、非製造業で+22.1%を予想している。今期業績回復を織り込む動きがしばらく続くだろうが、ここからの株価上昇は小幅にとどまり、循環的な景気好転だけでは上値追いには無理があると考ええる。

相場テーマの柱がないことから、2003年増益展望が相場材料に入ってくる以前の時点では、上値は限定的と見ている。2002年度増益期待が一旦織り込まれた後は、材料不足の時期を迎え、好需給要因も途切れることから、夏場は軟調地合を予想する。なお、経済・金融の脆弱性が変わったわけではない。金融機関や過重債務企業の経営不安再燃などは、株価下落のリスクとして注意したい。

為替相場(ドル円)については、大きく円高に抜けていくことはないと考えているが、基本的な想定レンジを5円円高方向に修正し、120~130円/ドルとする。円高方向に修正する理由としては、米国産業界の要求を背景に米当局からドル高回避への姿勢が発せられ始めた一方、日本側は景

気底打ちであからさまな円安誘導政策を取りづらくなっていることである。また、ファンダメンタルズ上でも、日本の経済・金融の底打ち・回復期待と、米国の景気回復に伴う貿易赤字増大が想定される。

円高は景気回復に冷水を浴びせかねないことから、当局の円高牽制スタンスは強いと考えるが、あまりに強いドル高政策への修正観測など、ドル安材料には注意したい

(02.05.23 渡部)

# 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					商品価格	
	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	TBORユーロ円3ヵ月	LBOR円・3ヵ月	TBORユーロ円6ヵ月	円・ドル銀行間直物17:00	円・ドル相場銀行間直物中心値	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	日経平均(225種)	TOPIX終値	JASDAQ指数	NYダウ工業株30種平均終値	ナスダック株価指数	NY金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/5/13	1.360	138.87	1.521	0.50	0.002	0.0875	0.0766	0.1033	127.420	127.30	127.85	0.9115	0.911	11,336.95	1,074.79	49.86	10,109.66	1,652.54	310.9	28.38
02/5/14	1.360	138.95	1.514	0.50	0.001	0.0858	0.0775	0.1025	128.315	128.25	128.55	0.9025	0.902	11,356.19	1,071.89	49.46	10,298.14	1,719.05	307.6	29.36
02/5/15	1.355	139.04	1.507	0.49	0.001	0.0842	0.0788	0.1017	128.045	128.40	127.60	0.9125	0.907	11,642.97	1,087.00	49.53	10,243.68	1,725.56	309.0	28.15
02/5/16	1.350	139.00	1.510	0.49	0.001	0.0833	0.0769	0.1008	127.400	127.70	128.10	0.9120	0.909	11,738.69	1,105.16	49.93	10,289.21	1,730.44	310.1	27.95
02/5/17	1.355	139.00	1.510	0.50	0.001	0.0833	0.0769	0.1008	127.335	127.65	125.95	0.9210	0.921	11,847.32	1,108.54	50.30	10,353.08	1,741.39	310.9	28.18
02/5/20	1.380	138.77	1.529	0.53	0.002	0.0833	0.0775	0.1000	125.625	125.80	125.40	0.9210	0.922	11,856.54	1,117.13	50.87	10,229.50	1,701.59	316.0	28.33
02/5/21	1.385	138.63	1.541	0.54	0.001	0.0825	0.0781	0.1000	125.635	125.90	124.15	0.9200	0.919	11,801.16	1,116.36	50.89	10,105.71	1,664.18	316.1	27.33
02/5/22	1.375	138.58	1.545	0.54	0.001	0.0825	0.0760	0.1000	124.725	125.00	124.20	0.9255	0.927	11,961.98	1,129.67	50.86	10,157.88	1,673.45	318.3	26.37
02/5/23	1.430	138.26	1.572	0.56	0.001	0.0808	0.0746	0.1000	124.265	124.30	125.00	0.9215	0.921	11,979.85	1,136.88	50.92	10,216.08	1,697.63	322.8	26.15
02/5/24	1.420	138.42	1.559	0.56	0.001	0.0808	0.0744	0.1000	125.035	125.05	124.70	0.9210	0.923	11,976.28	1,139.43	50.83	10,104.26	1,661.49	320.7	25.88
02/5/27	1.420	138.35	1.564	0.56	0.002	0.0808	0.0744	0.1000	124.815	124.80			0.920	11,976.35	1,131.93	51.19				
02/5/28	1.400	138.70	1.535	0.54	0.001	0.0808	0.0725	0.1000	124.645	124.75	124.60	0.9285	0.929	11,936.08	1,131.14	51.43	9,981.58	1,652.17	324.1	25.27
02/5/29	1.415	138.70	1.535	0.52	0.001	0.0808	0.0697	0.1000	124.555	124.64	124.45	0.9355	0.932	11,853.00	1,125.75	51.76	9,923.04	1,624.39	325.5	25.76
02/5/30	1.390	139.04	1.507	0.51	0.001	0.0792	0.0697	0.0983	124.065	124.25	123.40	0.9370	0.938	11,770.03	1,121.30	51.77	9,911.69	1,631.92	326.7	24.67
02/5/31	1.385	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0775	0.0725	0.0967	123.960	124.40	124.30	0.9335	0.934	11,763.70	1,120.08	51.91	9,925.25	1,615.73	327.5	25.31
02/6/3	1.380	139.10	1.502	0.51	0.002	0.0767		0.0958	124.285	124.35	123.65	0.9405		11,901.39	1,132.22	52.07	9,709.79	1,562.56	327.7	25.08
02/6/4	1.395	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0767		0.0950	123.410	123.60	124.15	0.9395		11,653.07	1,117.94	51.90	9,687.84	1,578.12	328.8	25.33
02/6/5	1.395	138.94	1.515	0.52	0.001	0.0767	0.0738	0.0942	124.250	124.05	124.40	0.9395	0.938	11,663.87	1,116.27	52.01	9,796.80	1,595.26	322.1	24.89
02/6/6	1.375	139.06	1.505	0.51	0.002	0.0758	0.0725	0.0933	124.865	124.95	124.10	0.9475	0.945	11,574.94	1,108.08	51.96	9,624.64	1,554.88	325.8	24.79
02/6/7	1.365	139.31	1.485	0.50	0.001	0.0750	0.0725	0.0933	124.300	124.40	124.40	0.9440	0.945	11,438.53	1,101.87	51.45	9,589.67	1,535.48	325.4	24.75
02/6/10	1.360	139.41	1.476	0.50	0.001	0.0750	0.0713	0.0925	124.760	124.85	124.70	0.9445	0.945	11,370.21	1,093.03	51.46	9,645.40	1,530.69	319.5	24.29
02/6/11	1.360	139.35	1.481	0.50	0.001	0.0742	0.0713	0.0925	124.515	124.60	125.30	0.9485	0.943	11,449.44	1,101.31	51.43	9,517.26	1,497.18	320.5	24.12
02/6/12	1.375	138.20	1.577	0.51	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.475	125.45	125.70	0.9440	0.947	11,327.06	1,093.68	51.32	9,617.71	1,519.12	321.1	24.64
02/6/13	1.375	138.26	1.572	0.50	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.660	125.75	124.90	0.9435	0.946	11,144.84	1,074.52	51.09	9,502.80	1,496.86	318.5	25.64
02/6/14	1.365	138.42	1.559	0.49	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	124.880	124.80	124.20	0.9455	0.948	10,920.63	1,054.26	50.62	9,474.21	1,504.74	319.8	25.94
02/6/17	1.375	138.40	1.560	0.49	0.002	0.0750	0.0681	0.0925	124.180	124.30	124.35	0.9445	0.944	10,664.11	1,025.70	49.66	9,687.42	1,553.29	318.1	26.09
02/6/18	1.365	138.52	1.550	0.48	0.001	0.0750	0.0675	0.0925	124.535	124.35	124.35	0.9520	0.949	10,839.93	1,041.40	49.72	9,706.12	1,542.96	319.7	25.43
02/6/19	1.375	138.31	1.568	0.49	0.002	0.0750	0.0675	0.0925	124.260	124.25	123.90	0.9575	0.956	10,476.18	1,012.22	49.25	9,561.57	1,496.83	320.3	25.31
02/6/20	1.360	138.50	1.552	0.47	0.002	0.0750	0.0700	0.0925	123.810	124.00	123.50	0.9650	0.965	10,612.98	1,022.97	49.16	9,431.77	1,464.75	323.7	25.53
02/6/21	1.320	138.84	1.524	0.45	0.002	0.0742	0.0688	0.0917	123.250	123.40	121.40	0.9715	0.971	10,354.35	1,002.35	48.93	9,253.79	1,440.96	325.1	25.82
02/6/24	1.315	138.81	1.526	0.46	0.001	0.0742	0.0688	0.0917	121.450	122.70	121.85	0.9705	0.978	10,471.32	1,013.23	48.80	9,281.82	1,460.34	324.7	26.47
02/6/25	1.300	138.89	1.519	0.46	0.001	0.0742	0.0669	0.0917	121.665	121.60	121.35	0.9795	0.971	10,496.67	1,016.43	49.17	9,126.82	1,423.99	320.5	26.32
02/6/26	1.305	139.07	1.504	0.46	0.001	0.0742	0.0650	0.0917	120.320	121.00	120.05	0.9805	0.990	10,074.56	984.28	48.65	9,120.11	1,429.33	320.8	26.76
02/6/27	1.340	138.81	1.526	0.47	0.001	0.0908	0.0713	0.1008	119.585	120.10	119.55	0.9885	0.984	10,261.60	994.05	48.64	9,269.92	1,459.20	319.6	26.86

(日経NEEDS FQから農中総研作成)

空欄は原則休場日でデ・タなし