

# 景気不安と国際情勢緊迫が相場の主材料 :政策転換と財政悪化にも一定の目配り必要

(要 旨)

国際情勢緊迫化のもとで、世界的な心理収縮・景気悪化リスク、構造調整圧力とデフレ環境の継続は国債買い材料となる。しかし、政策転換と財政悪化のリスクには注意したい。

株式相場は、年度末に向け政策的に株価下支え期待などもあり、短期的にはリバウンドの可能性があろうが、03年度の業績展望が不透明であり、需給的にも好転は期待薄であることから、株価の反発幅は限定的と見ている。

為替相場については国際情勢の緊迫化がドル売り材料となるが、為替変動を抑制しようとする当局の志向から、ドル円相場もレンジを外れる可能性は小さいだろう。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

年度/月	2002年度		2003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-ル 翌日物	0.002	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBOR コ-ロ円(3ヶ月)	0.0967	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02
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	0.900	1.05	1.15	1.10	1.00
為替(円ドル)相場	119.370	120.0	125.0	125.0	127.5
日経平均株価	8578.950	9,250	10,000	9,500	9,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

## ここ1ヶ月の金融市場概況

株式相場は、12月初めに日経平均株価が9,200円台に戻したが、ニューヨーク(NY)株式相場の下落、日銀短観や政府・月例経済報告(基調判断の2ヶ月連続の下方修正)等に示される景気先行き不安などの悪材料に加え、需給面では個人からの売りが続き下落。日経平均株価は12月4日から9日続落を記録。これは91

年11月以来のもの。その後、需給好転期待と公的資金の買い支え観測から小幅反発したが、伸びが持続出来ず、年末株価は82年末以来の安値水準で引けた。国際情勢の緊迫化等からNY株価も不安定であり、先行き不安は消えていない。

これに対して、国債相場は高値安定(利回りは低位)が続いた。特に03年度予算編成が実質的に終わり、国債新規発行額が市場予想を下回ることが判明した12月下旬には新発10年物国債利回りが低下をたどり、12月末の大納会は0.90%(日本相互証券調べ)で終わった(図1)。年明け後も小動きながら、10年債入札の好調観測など債券需要の根強さを背景に、堅調相場が続いている。

為替相場は、わが国通貨当局者の円安誘導発言に一時、ドル円相場は125円台に乗せたが、対イラク早期開戦観測、北朝鮮情勢の緊迫化や米国経済指標の不冴えを

図1 足元の株価、国債利回りの動向



受けたドル売りに押され、円安期待は後退。シカゴMMでのファンダ筋の円売りポジションもしぼんだ。ドル売り優勢の状況のもと、ユーロも強含み3年来の高値へ上昇した。

また、原油需給の逼迫懸念から、原油価格が上昇。NYの原油先物(WTI期近)は年初には33ドル/バレルを超えた。

(以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい)

## 金融市場の見通しと注目点

構造調整圧力は数字が示す以上に景気の重しとなっている。02年7～9月期の国内総生産(GDP)は前年同期比で+1.5%となったが、わが国経済は回復軌道に乗り切れない状態にあり、景況感は低迷したまま、先行き悪化に転じている。

代表的な景況感の指標である、12月調査の「日銀 短期経済観測」の業況判断Dは、製造業で大、中、小の全規模にわたり改善が継続したものの、非製造業は大企業で悪化に転じた。

さらに、先行き(3ヶ月先)は製造業、非製造業ともに悪化の見通しである(表2)。

この業況判断Dの数字が示すように、企業の景況感が良ならず、民間設備投資が低迷したまま、わが国経済は景気悪化へ折り返すリスクがある。

02年度下半期の国内総生産(GDP)もせいぜい横ばいであり、03年度はマイナス成長と、当総研では見ている。ブッシュ米大統領が打ち出した減税前倒しを柱とする景気刺激策が早期に実施されれば、米国経済を後押しする効果は大きいが、実現には曲折も予想される。

現時点では、景気の先行きを慎重に考えざるを得ないだろう。

表2 日銀 短期の大企業 業況判断D

業種	2002年10月調査		2002年12月調査			
	最近	先行き	最近	変化 -	先行き	変化 -
製造業	14	11	9	5	10	1
素材業種	20	16	11	9	12	1
加工業種	12	9	8	4	9	1
非製造業	13	11	16	3	15	1
全産業	13	11	11	2	12	1

(日銀 短期観から農中総研作成)

## 債券相場 =

### 景気低迷のなか、年度変わり前後から政策転換リスクが高まる可能性も否定できず

国の03年度予算(政府案)は、新規国債発行額が36.4兆円、借換債を含む市中発行分は112.7兆円に決定。いずれも事前予想の範囲内に収まった(表3)。

年明け以降も債券相場をめぐる環境、材料は、

表3 国債発行計画 (億円)

区 分	02年度 補正後	03年度 予定	差引
	(a)	(b)	(a)-(b)
新規財源債	349,680	364,450	14,770
借換債	696,156	749,678	53,522
財政融資特会債 市中発行分	109,527	114,600	5,073
合 計	1,155,363	1,228,728	73,365
市中発行分計	1,097,659	1,127,309	29,650
郵便貯券販	21,000	21,000	0
日銀乗換	33,704	64,419	30,715
財政融資資金乗換	-	4,000	4,000
公的部門計	54,704	89,419	34,715
個人向け国債	3,000	12,000	9,000

(財務省資料から農中総研作成)

02年度内についてみれば金融機関の益出しやマクロヘッジ会計の終了という需給要因以外では、相場下落・下押しの材料は少ない。

新・日銀総裁の指名・両院の同意後、新総裁のもとでのデフレ脱却に向けた政府との協調策をめぐる観測は様々な形で出ようが、きちんとした形で議論されるようになるのは、3月就任以降、一定の時間を要するだろう。

米国等による対イラク開戦となれば、原油等国际商品市況の上昇懸念はあるが、むしろ一時的には景気悪化のリスク回避資金が世界的に国債買いに向かう可能性がある。

とはいえ、国債を買い上がっていくリスクテイクも限られるだろう。したがって、当面は、新発10年国債利回りで1%をはさんだ底固い国債相場展開を予想する。

また、政府自らが2003年度経済見通しで示すように、名目の国内総生産(GDP)が0.2%とデフレ環境が残る見通しであることは、債券相場の好材料だろう。

このように2003年もデフレ下、ゼロ金利

## 2003年度 政府一般会計予算の概要

(兆円,%)	2002年度予算		2003年度予算		
	当初予算	補正後	政府案	02年度当初予算 前年度比	02年度補正後 前年度比
名目GDP見通し	-0.60%		-0.20%		
<b>[歳入]</b>					
税金	46.8	44.3	41.8	5.0	2.5
その他税外収入	4.4	4.4	3.6	0.9	0.9
公債金	30.0	35.0	36.4	6.4	1.5
計 (A)	81.2	83.7	81.8	0.6	1.9
<b>[歳出]</b>					
国債費	16.7	16.1	16.8	0.1	0.7
地方交付税	17.0	16.5	17.4	0.4	0.9
一般歳出	47.5	51.1	47.6	0.0	3.6
社会保障関係費	17.6	18.3	19.0	1.4	0.7
公共投資関係費	9.3	11.0	8.9	0.3	2.0
その他	20.7	21.9	19.7	1.0	2.2
計 (B)	81.2	83.7	81.8	0.6	1.9

先行減税(1.54兆円)の影響前で43.3兆円。補正後比較では1兆円減。

(経済財政諮問会議資料等から農中総研作成・一部推計)注 四捨五入の関係で加算・差引が必ずしも一致しない

政策のもとで金融機関の運用難は続く。好需給から底固い相場展開を基本的に予想するが、それとともに政策対応と財政悪化には一定の目配りが必要と思われる。

まず、新・日銀総裁のもとで政府との連携が強化され、日銀がどこまでデフレ脱却政策に踏み込むかが注目される。インフレ目標設定を含む非伝統的金融政策採用の可否についての観測も相場材料となろう。

また、年央以降、景気悪化のなかで、税収不足の観測が強まることも考えられる。政府の0.2%の名目GDP予測のもと、03年度当初予算の税収見通しは43.3兆円。先行減税分(1.54兆円)を除いた02年度補正後税収見通し(44.3兆円)との比較では1兆円の減少となっている(表4)。

しかし、GDPの民間予測は概ね政府見通しを下回る。本誌02年12月号でお知らせ済みであるが、当総研の名目GDP予測は0.8%のマイナス成長である。

仮に景気悪化により名目GDPが政府見通しを0.5%下回れば、約1.6兆円程度の税収不足(税収弾性値1.1で試算)国債発行増という試算が出来る(表4)。

さらに、景気回復が順調で無いならば、与党内に小泉首相に財政出動を求める論議が出てくるリスクがある。

このように財政・金融両面での政策転換と財政赤字拡大のリスクを、債券相場の見通しの上で捨象することは出来ないと考えており、年度変わりの前後から動きが出てくる可能性がある。

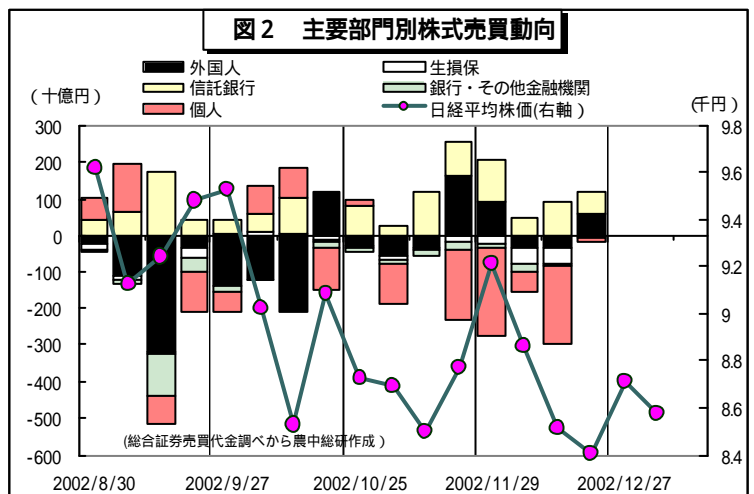
長期金利が低位水準から下放れるとは見ていないものの、政策対応の結果として、副次的に財政悪化、通貨信認上のリスク、さらには日銀が非伝統的な政策手段を採用することへの懸念が投資家の上値買いを慎重化させる結果、利回り低下は続かないと予想する。

## 株式相場 = 03年度業績展望開けず、投資リスクに消極的

新証券税制導入を控え個人からの売り越しは11~12月にかけて8千億円を超えた。これが02年末の株式相場の需給を悪化させ、足元の業績状況に比べて株価を下ブレさせた可能性がうかがわれる。しかし、個人の売りにも02年末で一区切りがつけた気配がある(図2)。

また、3月年度末に向けては、公的資金の出動など政策的な株価支持とともに、貸し株返却のための買い戻しや自社株買い残し枠の実行など年度末特有の需要も期待される。

しかし、株式需給の面から言って、年金の代



行返上に伴う現物株売りや持ち合い解消売りが継続すると見込まれる一方、外国人投資家が本格的な買いに入ることは期待薄である。

また、対イラク武力行使による世界経済の心理圧迫 景気悪化の不安も残る。加えて03年度の業績展望が不透明であり、株式投資のリスクに対して、投資家の消極的スタンスが続くだろう。

短期的な株価リバウンドも極めて限定されたものにとどまろう。

さらに、前述のようなGDPのマイナス成長見通しのもとで、2003年度の業績展望が開けない以上、上値買いを抑えられるだろう。よって、2003年の景気悪化リスクをにらんで、現時点では年央以降の株価は慎重に見ておきたい。

為替相場については、ドル円で基本的な想定レンジを115~125円/ドルとする予想を継続する。

国際情勢の不安定化と米国の財政・貿易の「双子の赤字」懸念を背景に、日米の通貨当局者交代もあり、当面はドル売りが強まるリスクはあるが、日本、米国、ユーロの三極の金融・経済が弱点をそれぞれに抱えて順位付けがしにくい状況にあるとともに、為替変動が世界経済にもたらすデメリットも大きい。2月にG7財務相・中央銀総裁会議があるが、2003年前半、対イラク武力行使の可能性が無くならない状況のもとでは、3極の通貨当局は現状の為替相場水準からの変動を出来るだけ抑制する方針を取ろう。

日本経済が強い構造調整圧力を受ける現状では、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の一定の理解も得やすい。したがって、ドル円相場は、日本の経済動向、金融システムの方向性(悪化 好転)に、米国の経済状況、経常赤字問題や米国内のドル高修正の圧力が絡んで変動するとしても、大きな変動幅にはなりにくいと考える。

なお、125円を大きく越える円安があれば、政治混乱も絡んだ日本経済の相当な悪化、外債購入等による非伝統的金融政策

採用への政策転換が生じた場合だろう。

(03.01.07 渡部)