

# 情勢判断

国内金融

## 循環的な回復局面はどこまで続くか =当面は持続を前提した方が無難

### 要 旨

世界経済の成長シナリオが強まるなか、商品市況が上昇しデフレ懸念が後退。世界的な金利上昇も生じており、かつ国債増発を前提とすれば長期金利の再低下余地には慎重な見方が必要だろう。株価は、来年の増益シナリオの織り込みを前提とする限り、下ブレは考えにくい。

ドル円相場の想定レンジを円高方向に小幅、再修正する。暴落を誘発しかねない大幅なドル安誘導は考えにくいが、ブッシュ政権が選挙をにらみ米国内のドル安要請圧力への配慮をおこなうとの思惑が当面の市場心理を左右。当面、円は堅調に推移すると考える。

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	
	9月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保コール翌日物	0.013	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)	0.0933	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年国債利回り	1.380	1.35±0.10	1.40±0.10	1.50±0.15	1.40±0.15
為替相場	円ドル	110.480	107.5～102.5	105～110	107.5～112.5
	ユーロ円	128.870	125.0～130.0	127.5～132.5	125.0～130.0
日経平均株価	10,219.05	11,000	11,250	12,500	12,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

### ここ1ヶ月程度の金融市場概況

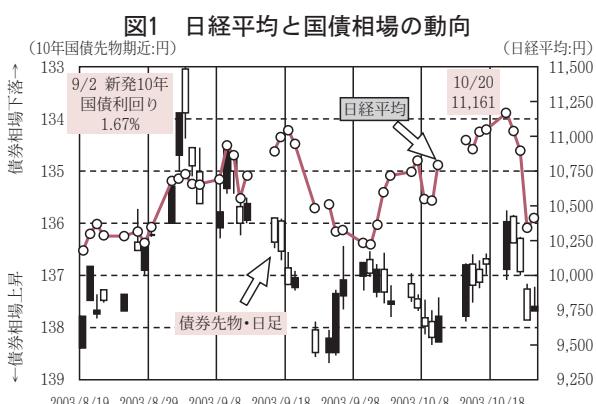
9月20日の主要7カ国財務相・中央銀行総裁会議後に発表された「為替レートの更なる柔軟性が望ましい」との声明に反応し、ドル安認観測が強まり、ドル円相場で円高が進行。

円ドル相場は、10月7日に110円を突破。10日の東京外為市場は2年11ヶ月ぶりとなる108円台で終わった。ブッシュ・小泉会談で、大統領は為替相場は市場で決まるべきとの従来の考え方

改めて述べたと伝えられと一部では円高観測が強まつたが、スノー財務長官が英國紙にドル安を志向したことは無いとコメント。ドル買い戻しが入った後、北朝鮮のミサイル発射報道が加わり、20日のニューヨーク市場ではドル相場は110円台半ばに円下落。その後は109円をはさんだ動きとなっている。ユーロも対ドルで上昇。6月18日以来の1ドル=1.18ドルをつけた後も高値推移。このためドル円相場での円高にもかかわらず、ユーロ円は127円台後半～129円台後半の動きとなった。

株価は、9月末から10月初めにかけ、円高を受け輸出銘柄を中心に下落したが、NY株式相場が年初来高値を更新するなど世界的株高のもとで、外国人投資家による買いに続き反発。中間決算の好業績報道や景気回復による先行き業績期待も強まり、投信や金融機関から資金も入り始めた。さらに米系証券の日本株を含む海外株ウエイトの引き上げ推奨などもあり、10月17日に日経平均は11,000円台を再回復した。

一方、国債相場は、円高や下半期当初の買い需要に支えられ、堅調に推移する局面もあった。



Bloombergデータから農中総研作成

また、日銀・金融政策決定会合で「ゼロ金利政策解除の3条件」が提示されゼロ金利政策の時間軸が補強されたが、景況感改善の継続期待や株高、世界的な金利上昇に加え、国債の前倒し大量発行への警戒感から、軟調な展開となり、新発10年物国債は1.4%台の動きが続いた。

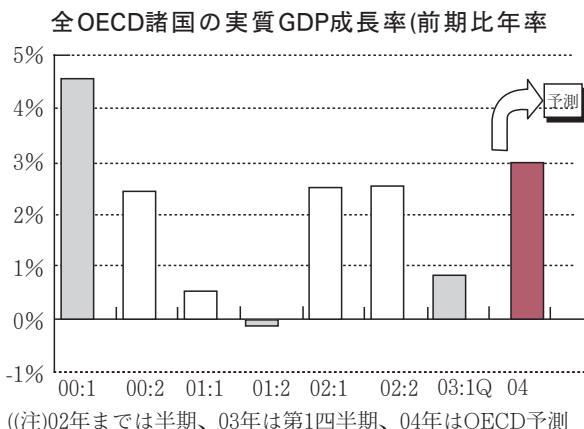
## 金融市场の見通しと注目点

### 債券相場

#### = 世界的な成長期待のもと、デフレ懸念後退

世界経済の成長が反転(図2)。米国の成長加速見通しが強まり、日本が景気底離れの可能性を高めるなか、EUも底打ちが期待される状況となっている。ブラジル(B)、ロシア(R)、インド(I)、中国(C)のBRICs4カ国成長率も高い。

世界的な金融緩和、潤沢な流動性の存在も無視しがたい。需給がタイト化し、国際商品市況は高止まりしている。物価安定は続いているが、春先に比べれば世界的にデフレ的因素は後退している。世界景気は明るさを増しており、世界的に金利が反転、上昇が生じている。



また、わが国の9月全国消費者物価（生鮮食品除く総合）は前年比 0.1%の見込みである。政策的・一時的要因が剥落すれば、物価は再下落に転じる可能性があるが、景気回復のもと、わが国でもデフレ圧力は後退している。

消費者物価が一時的に前年比ゼロ% + の状態になったとしても、ゼロ金利解除の3条件のハードルは高く、当面、ゼロ金利が続くことは確かだろう。しかし、世界経済の成長継続と世界的な株高シナリオのもとでは、長期金利の再低下余地は、機関投資家の心理や投資スタンスの面から慎重に見るべきだろう。なお、税収増加は期待あるものの、04年度財政赤字の増加の可能性が強い。とはいっても、40兆円程度の赤字は

市場に織り込まれておらず大きな波乱要因となるだろう。

### 株式相場

#### = 04年度増益シナリオで再上昇基調へ

日銀の9月「短観」によれば、03年度下期の経常増益率は、二桁増益見通しが継続(表1)。10月中の業績予想修正(社数ベース)は、上方修正比率(上方修正社数 ÷ 業績予想修正社数合計、I/B/E/S社情報)は6割を引き続き超えている。製造業の想定為替レートは118円程度で、現状の円ドル為替水準は減収要因となるが、国内景気や輸出数量の上ぶれによってカバーできる範囲のものと思われる。

また、04年の3年連続増益予想のもとで来期予想PERは約16倍台に低下。バリュエーション(投資価値)水準にも割安感が出てくる。

米国主導で世界経済が04年も成長をたどる投資シナリオが、年末年始にかけて視野に入り、バリュエーション(投資価値)水準からも買い直しが入ると予測。株価の再上昇を予想する。

米国の経常赤字などドル超過供給によって引き起こされるドル安圧力は大きい。また、米国が04年11月に大統領選および連邦議会選挙を控え、米国内製造業等からのドル安要求へ一定の配慮が考えられる。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。ドル下落は小幅にとどまる見ている。

ユーロ圏経済の底打ちはユーロ堅調の要素。順調に回復軌道に乗るか不透明感は残るが、ユーロ円相場でもユーロは底堅く推移する可能性が出てきた。(当社HPの「Weekly金融市场」も参照されたい。)

(03.10.24 渡部 喜智)

表1 日銀・短観の経常利益見通し(03年9月調査)  
(前年度<前年同期>比)

区分	2003年度 (計画)		2003/上期 (計画)		2003/下期 (計画)	
	修正率	修正率	修正率	修正率	修正率	修正率
大企業	製造業	15.4	3.5	20.3	8.3	11.9
	うち素材業種	17.9	3.9	22.5	5.0	14.5
	加工業種	14.2	3.2	19.3	10.0	10.7
	非製造業	3.0	-0.9	-12.3	-1.4	17.6
中堅企業	製造業	17.0	1.2	27.0	4.2	11.3
	非製造業	11.2	-0.5	9.5	-2.5	12.3
中小企業	製造業	26.9	-1.8	33.0	-6.0	23.4
	非製造業	5.8	2.6	1.6	1.5	8.9
全規模合計	全産業	10.4	0.9	6.1	1.4	13.7
						0.5

**最近の金融市场関連データ一覧** (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 利回り	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)	TOPIX 終値	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	
03/9/1	1.585	136.15	1.751	0.93	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.69	116.65		0.0000	1.098	128.15	10,670.18	1,027.01	57.16			0.000	4.240				
03/9/2	1.670	134.82	1.867	1.08	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.87	116.70	116.50	1.0810	1.087	127.06	10,690.08	1,028.91	58.00	9,523.27	1,021.99	1841.48	4.590	4.370	374.3	29.41	
03/9/3	1.600	135.10	1.843	1.10	0.001	0.0875	0.0529	0.1000	116.06	116.30	115.95	1.0845	1.083	125.12	10,715.69	1,033.28	57.79	9,568.46	1,026.27	1852.90	4.590	4.380	375.0	29.49	
03/9/4	1.475	136.16	1.750	1.02	0.001	0.0867	0.0529	0.1000	116.86	116.80	116.75	1.0945	1.090	126.66	10,646.95	1,030.23	58.05	9,587.90	1,027.97	1868.97	4.500	4.330	374.0	28.98	
03/9/5	1.440	136.79	1.696	0.91	0.001	0.0858	0.0529	0.1000	116.87	116.82	116.95	1.1100	1.104	127.87	10,650.77	1,026.21	58.18	9,503.34	1,021.39	1858.24	4.350		378.7	28.88	
03/9/8	1.455	137.00	1.678	0.89	0.002	0.0858	0.0541	0.1000	117.12	117.32	116.85	1.1070	1.110	129.66	10,683.76	1,027.94	58.31	9,586.29	1,031.64	1888.62	4.420	4.250	376.2	28.85	
03/9/9	1.600	136.10	1.756	0.96	0.002	0.0842	0.0566	0.1000	116.37	116.65	116.85	1.1230	1.119	129.08	10,922.04	1,045.71	58.75	9,507.20	1,023.17	1873.43	4.350	4.300	382.8	29.18	
03/9/10	1.550	136.33	1.736	0.94	0.002	0.0817	0.0554	0.1000	116.73	116.80	117.10	1.1210	1.122	131.04	10,856.32	1,043.98	58.84	9,420.46	1,010.92	1823.81	4.270	4.250	381.1	29.35	
03/9/11	1.480	136.00	1.764	0.86	0.001	0.0808	0.0541	0.1000	117.17	117.17	117.10	1.1210	1.120	131.87	10,546.33	1,023.93	58.51	9,459.76	1,016.42	1846.09	4.310	4.270	380.8	28.82	
03/9/12	1.520	135.63	1.796	0.87	0.001	0.0808	0.0550	0.1000	117.07	117.06	117.25	1.1290	1.130	130.93	10,712.81	1,042.64	59.26	9,471.55	1,018.63	1855.03	4.250	4.140	376.9	28.27	
03/9/15	0.000					0.0000	0.0531	0.0000			117.50	1.1285	1.130						9,448.81	1,014.81	1845.70	4.260	4.170	375.6	28.14
03/9/16	1.455	136.38	1.731	0.82	0.001	0.0800	0.0556	0.1000	116.57	117.18	116.15	1.1180	1.119	131.33	10,887.03	1,062.07	60.24	9,567.34	1,029.32	1887.25	4.270	4.190	374.6	27.56	
03/9/17	1.425	136.55	1.717	0.82	0.001	0.0800	0.0541	0.1000	116.23	116.15	116.15	1.1285	1.124	129.96	10,990.11	1,072.57	61.14	9,545.65	1,025.97	1883.10	4.180	4.160	377.3	27.03	
03/9/18	1.370	137.19	1.662	0.79	0.002	0.0800	0.0544	0.1000	115.81	116.07	115.25	1.1255	1.127	130.40	11,033.32	1,075.73	62.64	9,659.13	1,039.58	1909.55	4.160	4.170	377.7	27.17	
03/9/19	1.380	137.05	1.674	0.80	0.001	0.0800	0.0525	0.1000	115.24	115.43	114.05	1.1375	1.135	129.86	10,938.42	1,070.03	62.65	9,644.82	1,036.30	1905.70	4.160	4.150	382.9	27.03	
03/9/22	1.225	138.50	1.552	0.71	0.002	0.0800	0.0519	0.1000	112.31	112.20	112.15	1.1465	1.148	128.77	10,475.10	1,043.20	62.17	9,535.41	1,022.82	1874.62	4.220	4.100	388.3	26.96	
03/9/23	0.000					0.0000	0.0543	0.0000			112.35	1.1445	1.149						9,576.04	1,029.03	1901.72	4.200	4.100	387.0	27.13
03/9/24	1.265	138.20	1.577	0.73	0.002	0.0800	0.0530	0.1000	111.81	112.15	111.75	1.1495	1.147	128.11	10,502.29	1,043.66	62.84	9,425.51	1,009.38	1843.70	4.130	4.080	388.4	28.24	
03/9/25	1.380	137.35	1.649	0.80	0.001	0.0800	0.0530	0.1000	112.19	111.90	112.20	1.1495	1.153	128.73	10,310.04	1,017.39	63.53	9,343.96	1,003.27	1817.24	4.080	4.090	385.9	28.29	
03/9/26	1.395	137.09	1.671	0.84	0.001	0.0800	0.0543	0.1000	112.04	112.00	111.85	1.1470	1.147	128.54	10,318.44	1,021.06	63.08	9,313.08	996.85	1792.07	4.000	4.030	381.8	28.16	
03/9/29	1.440	136.77	1.689	0.85	0.001	0.0950	0.0593	0.1075	111.39	111.25	110.80	1.1600	1.157	127.08	10,229.57	1,010.82	64.13	9,380.24	1,006.58	1824.56	4.070	4.050	383.2	28.40	
03/9/30	1.380	136.98	1.680	0.83	0.013	0.0933	0.0618	0.1075	110.48	111.20	111.50	1.1660	1.165	128.87	10,219.05	1,018.80	66.04	9,275.06	995.97	1786.94	3.940	4.000	386.1	29.20	
03/10/1	1.425	136.89	1.688	0.80	0.001	0.0892	0.0619	0.1067	111.24	111.20	110.65	1.1720	1.171	129.83	10,361.24	1,029.94	67.18	9,469.20	1,018.22	1832.25	3.930	4.000	385.0	29.39	
03/10/2	1.390	137.32	1.651	0.75	0.001	0.0883	0.0606	0.1067	111.05	111.00	110.75	1.1695	1.170	130.11	10,593.53	1,057.24	67.77	9,487.80	1,020.24	1836.22	3.990	4.110	383.7	29.84	
03/10/3	1.380	137.50	1.636	0.74	0.001	0.0883	0.0600	0.1067	110.43	111.93	110.85	1.1570	1.163	129.34	10,709.29	1,066.86	67.58	9,572.31	1,029.85	1880.57	4.200	4.230	370.0	30.40	
03/10/6	1.410	137.44	1.641	0.74	0.001	0.0883	0.0590	0.1067	110.96	111.10	110.95	1.1705	1.170	128.48	10,740.14	1,068.84	68.50	9,594.98	1,034.35	1893.46	4.170	4.170	373.3	30.47	
03/10/7	1.385	137.64	1.624	0.72	0.001	0.0883	0.0590	0.1067	110.65	111.00	109.95	1.1760	1.178	129.97	10,820.33	1,075.01	69.69	9,654.61	1,039.25	1907.85	4.250	4.190	377.8	30.41	
03/10/8	1.335	137.98	1.595	0.70	0.001	0.0883	0.0614	0.1067	109.77	109.65	109.60	1.1810	1.181	129.65	10,542.20	1,054.75	69.34	9,630.90	1,033.78	1893.78	4.240	4.190	376.0	29.81	
03/10/9	1.280	138.19	1.578	0.68	0.000	0.0883	0.0576	0.1067	109.07	109.05	109.10	1.1745	1.174	129.12	10,531.44	1,057.54	39.65	9,680.01	1,038.73	1911.90	4.290	4.250	369.8	31.01	
03/10/10	1.350	137.79	1.611	0.70	0.001	0.0883	0.0551	0.1067	108.74	109.15	108.65	1.1800	1.181	127.60	10,786.04	1,073.88	71.39	9,674.68	1,038.06	1915.31	4.250	4.200	374.1	31.97	
03/10/13						0.0551	0.0000					1.169							9,764.38	1,045.35	1933.53		4.280	375.7	31.95
03/10/14	1.485	136.80	1.695	0.76	-0.003	0.0883	0.0538	0.1067	109.74	109.20	108.85	1.1725	1.170	127.73	10,966.43	1,087.31	73.15	9,812.98	1,049.48	1943.19	4.340	4.280	376.2	31.82	
03/10/15	1.410	137.20	1.661	0.75	0.002	0.0883	0.0563	0.1067	109.09	109.10	109.55	1.1635	1.164	127.85	10,899.95	1,080.30	74.56	9,803.05	1,046.76	1939.10	4.400	4.340	373.1	31.77	
03/10/16	1.435	137.15	1.666	0.75	0.002	0.0883	0.0550	0.1067	110.13	109.61	109.95	1.1585	1.169	127.72	11,025.15	1,090.85	77.89	9,791.72	1,050.07	1950.14	4.460	4.350	373.2	31.54	
03/10/17	1.435	136.80	1.695	0.79	0.001	0.0883	0.0538	0.1067	109.81	109.85	109.35	1.1680	1.164	127.28	11,037.89	1,094.59	78.20	9,721.79	1,039.32	1912.36	4.390	4.320	372.2	30.68	
03/10/20	1.495	135.98																							