

# 景気成熟と政策動向に注視した運用が重要

## (要旨)

ゼロ金利政策のもとで、時間軸効果が短中期債の利回りの安定要因となろう。景気拡大期待のもとで株高と長期ゾーン国債の軟調のシナリオが年次までは残るだろう。年後半からは景気循環の成熟(景気の先行き懸念)と政策・政局動向を注視した運用がより重要となろう。基本的に国債はレンジ相場の域を出ないだろう。株価は業績伸長による上昇が期待できようが、成長政策の欠如など政策的な信頼感が上値を抑える懸念は残る。

貿易赤字や地政学的リスクなどドル安圧力が当面続こう。欧州経済の回復期待もありユーロが引き続き堅調に推移しよう。しかし暴落を誘発しかねない大幅なドル安誘導は考えにくい。当局による介入もあり、ドル円相場での円上昇は小幅にとどまる見ている。

## 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		
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物	0.001	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)	0.0950	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	1.360	1.35 ± 0.10	1.50 ± 0.15	1.50 ± 0.25	1.40 ± 0.20
為替相場	円ドル	106.970	105.0 ~ 110.0	102.5 ~ 107.5	102.5 ~ 110.0
	ユーロ円	133.710	130 ~ 135.0	127.5 ~ 132.5	130.0 ~ 135.0
日経平均株価	10,676.64	11,250	12,500	12,000	11,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

## ここ1ヶ月程度の金融市场概況

11月後半から年末にかけて国債、株式ともにもみあい相場の状態が続いた。

経済指標は、年末に入っても内外ともに景気の回復持続を示唆する内容。景況感も暖冬の悪影響はあるものの、良好さが確認された。

国内では、日銀「短観」の大企業製造業の業況判断DI(良い - 悪いの差)が+11と3年ぶりの水準。また、製造業生産も輸出に牽引されて電子部品・デバイスなどハイテク関連業種が堅

調に推移する見通しがなっている。

米国でも、代表的な景況感調査であるISM・製造業指数が3ヶ月連続で上昇。6月は83年12月以来の高水準。景気の先行き期待が高まるのか、ダウ平均は1年9ヶ月ぶりに1万ドルに乗せた。年初も10,400ドル台の動きとなっている。

しかし、外国人投資家の日本株投資の買い戻しが大きく縮小したことやドル円相場の円高から、わが国の株価は膠着状態となった。総選挙後の一連の改革論議が先送りないし与党との妥

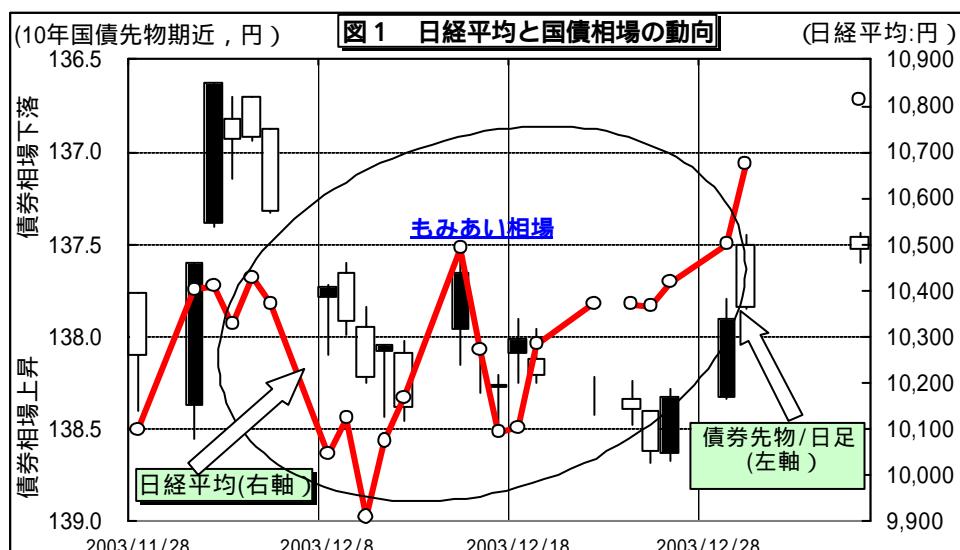


表1 国債発行計画の概要

区分	03年度 予定 (b)	04年度 予定 (a)	(億円)
			差引 (a)-(b)
新規財源債	364,450	365,900	1,450
借換債	749,678	844,507	94,829
財政融資特会債			
市中発行分	114,600	117,000	2,400
合 計	1,228,728	1,327,407	98,679
市中発行分計	1,127,309	1,146,214	18,905
郵貯窓販	21,000	23,000	2,000
日銀乗換	64,419	132,193	67,774
財政融資資金乗換	4,000	10,000	6,000
公的部門計	89,419	165,193	75,774
個人向け国債	12,000	16,000	4,000

(財務省資料から農中総研作成)

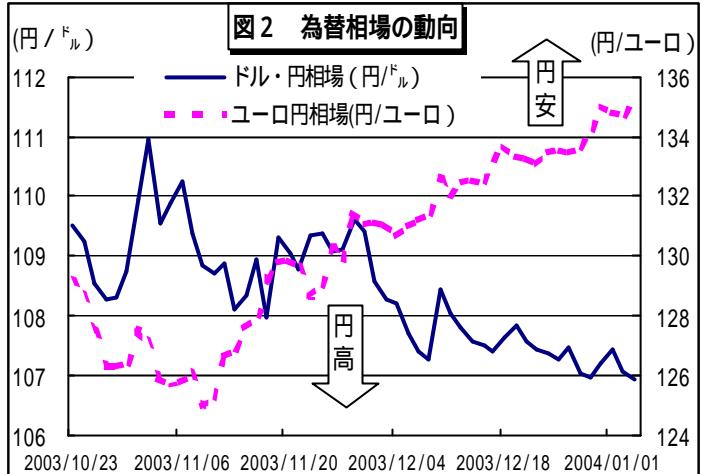
協との否定的評価が多かったことも、買い上げ意欲を削いだ。しかし、年末は前述の米国株高に連れ、10,676円64銭で大納会を終わった。

国債等債券相場は、景況感改善への警戒感と需給不安から買い上げ意欲は乏しく、小動きが続いた。

04年度の新規国債発行額が36.6兆円に絞り込まれ、借換え債を含む国債の市中発行額が市場の事前予想を下回る約114.6兆円にとどまるとの報道(表1)が好感され動意づいて、新発10年国債が約1ヶ月ぶりに1.3%割れに低下したが、年末からの株高が嫌気されて利回りは反転。年明けも軟調な相場で始まっている。

為替相場は、ドル、ユーロ、円の3通貨間でユーロ買い優勢。テロ不安やイラク情勢など米国の地政学的リスクが意識され、ドル資産離れ観測が根強く、ユーロは高値更新。年末にかけて1€=1.25ドルを突破した。このドル安の動きに対し、ドル円相場でも円買いが優勢であり、12月30

図2 為替相場の動向



日には一時106円台に上昇した。しかし、介入観測も強く東京市場が休場だった正月連休中、107円台に戻した。また、ユーロ上昇を受け、ユーロ円相場は133円を超えて円安方向に動いた(図2)。

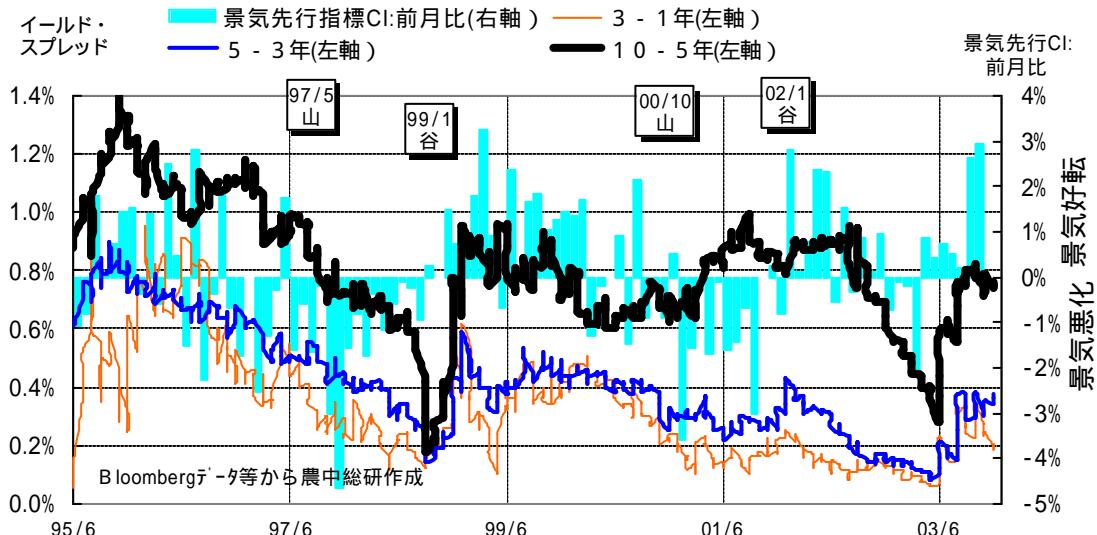
(市場動向などについては、当社HP:Weekly 金融市場も参照されたい。)

## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場 = 金利上昇リスクはあるが、基本的にゼロ金利政策下でのレンジ相場を予想

わが国ではデフレ(物価下落)の残存からゼロ金利政策が続こう。依然、需給ギャップは残り、ドル円相場での円高のもとで海外からの安値輸入品との競合状態も基本的に解消していない。04年中盤以降、政策的・一時的要因が剥落すれば消費者物価も再び下落に転じると見ている。03年10月10日に日銀政策委員会から発表された「ゼロ金利解除の3条件」によって、日銀のゼロ金利政策継続の考え方方がより明確化したこ

図3 イールド・スプレッドと景気動向



ともあり、デフレが残る国内経済のファンダメンタルズからは、当面のところ、ゼロ金利政策の継続が見通される。

このようにゼロ金利政策の時間軸効果により、短中期債ゾーンまでの金利上昇は抑制される公算が大きい。

これに対し、長期金利は、景気回復期待が継続するなかでは長期債投資のリスク・プレミアムが当面、意識され、中期と長期ゾーン間のイールド・スプレッドは高止まりし、長期債相場は弱含む(金利が小幅上昇する)局面があると見ていく(第3図)。

ただし、長期金利が一本調子に上昇していくことは想定しない。景気循環の成熟のなかで、景気が良くなるよりは、先行き懸念が意識される方向に動くと考えられることから、基本的にはレンジ相場での推移にとどまる予測している。

なお、04年度の国債市中発行額は前述のとおり小幅増加におさまったが、財政赤字の累増は進んでおり、04年度末の政府長期債務は720兆円に及ぶ見通しである。さらに、05年度以降、国債の市中発行額は大きく増加し、消化の荷もたれ感が大きくなる懸念が04年年末からは意識される可能性があることに注意が必要だろう。また、自衛隊のイラク派遣や04年7月の参議院選挙など政局動向にも一定の注意を払いたい。

## 株式相場

### = 業績相場期待はあるが、中期的成長力への懐疑が上値を限定

東洋経済新報社の予測(03年末現在)によれば、日経平均株価の構成銘柄(225社)の04年度の経常増益率は、03年度の3割増益に続き、約+10%である。大企業製造業は、大幅な円高や国際情勢の再緊迫化などが生じない限り、世界経済の成長と新製品需要の拡大から、04年度も二桁の経常増益の確度が高いだろう。

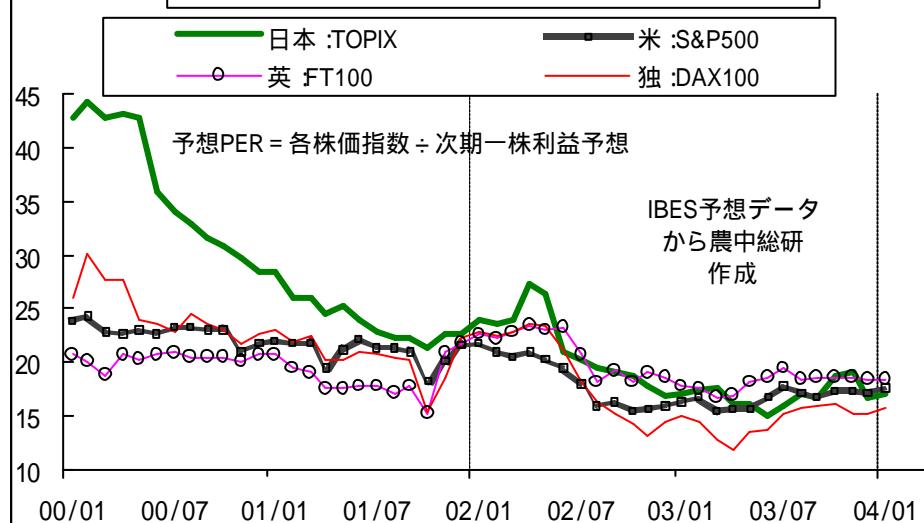
このような業績の伸長が見込まれるもとで、株価のバリュエーション(投資価値尺度)は低位にある。海外主要市場に比べても遜色はない。04年の市場平均の予想PER(株価÷一株利益)は現状、約17倍であり、独など大陸欧州の株式市場の次に位置し、米英両国よりは割安である(図4)。長期債との関係でのイールド・ギャップや利益成長性を加味したPEG(=PER÷利益成長予想率)で見ても、割安感がある。

また、銀行の保有株式圧縮や持ち合い解消売り、および年金基金の代行返上に伴う換金売りなどの需給圧迫要因は大きく後退する。

株価は、このような業績の成長継続と低位なバリュエーション面の評価から買い直され、年次にかけ緩やかに上昇すると予測する。

しかし、中期的に経済再生を可能とし、投資家が評価できるような競争力強化や経済活性化に向けた中期的成長政策の提示は欠如したままである。むしろ、衆院選挙前後の具体化論議でも政府・与党間の対立点および経済界等の反

図4 日本および主要国のPER倍率推移



発、野党との相違が浮かび上がる形となった。このように投資家が評価できる具体・個別的な政策が打ち出せない状況のもとでは、中期的な成長性に期待して買い上することは困難である。これに加え、地政学的リスクの再燃などの悪材料には注意が必要であり、株価の上値については限定的と見ている。

## 為替相場 = ドル安材料は多いが、ドル下落は限られよう

為替相場については、米国の経常赤字などドル超過供給からのドル安圧力が大きい。また、イラク情勢など米国 地政学的リスクが意識されるなかで、ドル資産離れ懸念は根強い。さらにブッシュ政権が米国内製造業等からのドル安要求へ一定の配慮するとの思惑が04年11月はじめの大統領選および連邦議会選挙の帰趨が見えるまでは市場心理に圧し掛かろう。

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。一方、わが国通貨当局による介入は継続される。よって、ドル・円相場での円の上昇は小幅にとどまると思っている。

ユーロ圏経済が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。欧洲経済の回復の足取りに不透明感は残るなか、 $1\text{€} = 1.25\text{ドル}$ を超す高値更新をしたユーロの上値余地は当面、大きく無いと思われるが、ユーロ堅調に支えられて、ユーロ円相場において円はユーロに対し、安値水準で推移すると見ている。

(04.01.05 現在) (渡部 喜智)

## 内外金融市場データ

	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	債先 10年物 期近価格	みずほ コーポ 新発5年 金融債 利回	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	金利先物 (利回り) 中心限月	円ドル ・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 0種平均	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回	LIBOR ドル 3ヵ月	NY 金先物 ・期近	WTI 期近	OPEC バスケット 価格	
03/11/14	1.345	137.36	0.830	0.751	0.0010	0.0858	0.0563	0.1017	99.680	108.35	1.1779	127.60	10,167.06	1,006.77	9,768.68	1,930.26	4.217	1.17	398.00	32.37	29.26	
03/11/17	1.290	138.07	0.755	0.693	-0.0010	0.0833	0.0563	0.1000	99.700	108.92	1.1749	127.97	9,786.83	971.89	9,710.83	1,909.61	4.194	1.17	391.50	31.73	28.90	
03/11/18	1.320	137.70	0.806	0.731	-0.0010	0.0808	0.0563	0.1000	99.695	107.95	1.1973	129.25	9,897.05	973.44	9,624.16	1,881.75	4.142	1.17	397.60	33.28	29.21	
03/11/19	1.285	137.95	0.810	0.724	0.0010	0.0800	0.0563	0.1000	99.715	109.32	1.1878	129.83	9,614.60	953.19	9,690.46	1,899.65	4.236	1.17	394.90	32.92	29.79	
03/11/20	1.330	137.51	0.840	0.756	0.0020	0.0800	0.0563	0.1000	99.710	109.03	1.1911	129.85	9,865.70	971.69	9,619.42	1,881.92	4.152	1.17	393.70	32.86	29.45	
03/11/21	1.305	137.90	0.815	0.734	0.0020	0.0800	0.0563	0.1000	99.720	108.77	1.1914	129.63	9,852.83	974.45	9,628.53	1,893.88	4.159	1.17	396.00	32.11	29.41	
03/11/24	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	#N/A.N.	0.0563	#N/A.N.	#N/A.N.	109.35	1.1771	128.69	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	9,747.79	1,947.14	4.229	1.17	391.50	29.89	28.29		
03/11/25	1.305	137.86	0.815	0.740	0.0010	0.0800	0.0563	0.1000	99.715	109.40	1.1792	129.01	9,960.20	988.11	9,763.94	1,943.04	4.184	1.17	391.10	29.77	27.98	
03/11/26	1.320	137.71	0.820	0.755	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.715	109.08	1.1941	130.23	10,144.83	1,002.02	9,779.57	1,953.31	4.246	1.17	396.80	30.41	28.15	
03/11/27	1.330	137.71	0.820	0.750	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.715	109.09	1.1908	129.90	10,163.38	1,006.11	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	4.246	1.17	#N/A.N.	#N/A.N.	28.39	
03/11/28	1.310	138.11	0.785	0.719	0.0010	0.0800	0.0575	0.0992	99.735	109.63	1.1995	131.50	10,100.57	999.75	9,782.46	1,960.26	4.332	1.17	#N/A.N.	#N/A.N.	28.45	
03/12/01	1.350	137.60	0.820	0.753	0.0010	0.0800	0.0588	0.0992	99.730	109.41	1.1978	131.08	10,403.27	1,020.52	9,899.05	1,989.82	4.385	1.18	402.70	29.95	27.92	
03/12/02	1.460	136.63	0.890	0.809	0.0020	0.0800	0.0588	0.0992	99.715	108.57	1.2081	131.16	10,410.15	1,023.50	9,853.64	1,980.07	4.379	1.18	403.70	30.78	28.43	
03/12/03	1.455	136.94	0.875	0.791	0.0010	0.0800	0.0575	0.0992	99.720	108.29	1.2111	131.12	10,326.39	1,016.07	9,873.42	1,960.25	4.402	1.18	403.90	31.10	28.68	
03/12/04	1.440	136.93	0.885	0.790	0.0010	0.0800	0.0588	0.0992	99.720	108.21	1.2085	130.74	10,429.99	1,023.43	9,930.82	1,968.80	4.365	1.18	403.30	31.26	29.02	
03/12/05	1.415	137.33	0.830	0.758	0.0010	0.0800	0.0575	0.0992	99.730	107.68	1.2171	131.04	10,373.46	1,019.42	9,862.68	1,937.82	4.230	1.18	406.40	30.73	28.69	
03/12/08	1.360	137.73	0.805	0.720	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.755	107.40	1.2220	131.26	10,045.34	995.28	9,965.27	1,948.85	4.267	1.17	406.60	32.10	29.47	
03/12/09	1.330	137.92	0.805	0.698	0.0020	0.0800	0.0563	0.0992	99.770	107.26	1.2254	131.42	10,124.28	997.39	9,923.42	1,908.32	4.351	1.17	408.20	31.76	29.73	
03/12/10	1.315	138.23	0.785	0.662	0.0010	0.0800	0.0538	0.0992	99.795	108.45	1.2219	132.53	9,910.56	980.58	9,921.86	1,904.65	4.316	1.17	406.20	31.88	29.64	
03/12/11	1.325	138.04	0.775	0.675	0.0010	0.0800	0.0550	0.0992	99.795	108.03	1.2225	132.04	10,075.14	990.93	10,008.16	1,942.32	4.230	1.17	404.60	31.85	29.42	
03/12/12	1.310	138.39	0.715	0.651	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.805	107.78	1.2276	132.49	10,169.66	998.70	10,042.16	1,949.00	4.238	1.17	409.40	33.04	29.90	
03/12/15	1.380	137.65	0.770	0.714	0.0010	0.0800	0.0569	0.0992	99.790	107.55	1.2322	132.52	10,490.77	1,022.95	10,022.82	1,918.26	4.257	1.17	409.20	33.18	30.04	
03/12/16	1.325	138.25	0.725	0.670	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.810	107.50	1.2329	132.51	10,271.60	1,004.82	10,129.56	1,924.29	4.213	1.17	407.70	32.89	30.34	
03/12/17	1.335	138.26	0.785	0.665	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.815	107.40	1.2412	133.29	10,092.64	989.95	10,145.26	1,921.33	4.182	1.17	412.00	33.35	30.45	
03/12/18	1.345	138.01	0.755	0.680	0.0010	0.0800	0.0563	0.0992	99.815	107.63	1.2426	133.73	10,104.00	995.57	10,248.08	1,956.18	4.126	1.17	410.40	33.71	30.73	
03/12/19	1.315	138.22	0.750	0.678	0.0010	0.0792	0.0563	0.0983	99.810	107.82	1.2374	133.39	10,284.54	1,008.61	10,278.22	1,951.02	4.133	1.17	409.20	33.02	30.71	
03/12/22	1.290	138.40	0.745	0.674	0.0010	0.0792	0.0569	0.0983	99.820	107.57	1.2397	133.34	10,372.51	1,015.26	10,338.00	1,955.80	4.168	1.17	410.60	31.72	29.62	
03/12/23	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.	0.0588	#N/A.N.	#N/A.N.	107.43	1.2394	133.15	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	10,341.26	1,974.78	4.259	1.17	411.00	31.80	29.13		
03/12/24	1.295	138.40	0.750	0.676	0.0010	0.0783	0.0569	0.0983	99.815	107.36	1.2448	133.52	10,371.27	1,011.96	10,305.19	1,969.23	4.183	1.17	412.30	32.76	29.91	
03/12/25	1.275	138.63	0.730	0.660	0.0010	0.0783	#N/A.N.	0.0983	99.825	107.26	1.2453	133.58	10,365.35	1,012.93	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	4.183	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	
03/12/26	1.315	138.32	0.785	0.678	0.0010	0.0783	#N/A.N.	0.0983	99.825	107.46	1.2429	133.55	10,417.41	1,018.47	10,324.67	1,973.14	4.150	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	
03/12/29	1.350	137.90	0.780	0.712	0.0010	0.0950	0.0600	0.0975	99.815	107.03	1.2491	133.64	10,500.62	1,026.24	10,450.00	2,006.48	4.242	1.16	414.80	32.40	29.53	
03/12/30	1.360	137.85	0.780	#N/A.N.	0.0010	0.0950	0.0600	0.0967	99.810	106.97	1.2551	134.26	10,676.64	1,043.69	10,425.04	2,009.88	4.257	1.16	417.20	32.79	#N/A.N.	
03/12/31	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.	0.0613	#N/A.N.	#N/A.N.	107.22	1.2595	135.00	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	10,453.92	2,003.37	4.246	1.15	416.10	32.52	#N/A.N.		
04/01/01	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	107.45	1.2547	134.82	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	4.246	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.		
04/01/02	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	107.06	1.2585	134.72	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	10,409.85	2,006.68	4.379	1.15	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.
04/01/05	1.400	137.48	0.801	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.A.	0.0942	#N/A.N.	0.0958	99.800	106.94	1.2668	135.45	10,825.17	1,058.99	#N/A.N.A.	#N/A.N.A.	4.358	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.	#N/A.N.

Bloomberg データから農中総研作成。最終日は午後3時30分更新