

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 債券相場、株式相場、それぞれ懸念材料に神経質な地合

渡部 喜智

#### (要旨)

債券相場は原材料コスト転嫁による消費者物価のゼロ・フラット化や景況改善を織り込んで来たと考えられるが、長期金利には物価や景気による上ブレ・リスクが残る。一方、株式相場は04年度の二桁経常増益など好ファンダメンタルズを織り込みつつある一方、先行きの増益モメンタム鈍化の懸念も浮上しており、上値には慎重な見方を継続する。

為替相場ではドル安圧力が緩んでおり、当面小康推移を予想するが、米次期政権の通貨政策スタンス、特に民主党政権の場合のドル安リスクにも目配りをする必要がある。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2004年度				2005年度
		7月23日 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)
無担保コ - ル 翌日物		0.0010	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.005
TIBORユ - 口円(3ヶ月)		0.0833	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02
短期プライムレ - ト		1.3750	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.8000	1.95 ± 0.20	1.85 ± 0.25	1.75 ± 0.20	1.75 ± 0.15
為替相場	円ドル	109.89	105.0 ~ 110.0	107.5 ~ 112.5	105.0 ~ 110.0	105.0 ~ 110.0
	ユーロ円	134.36	130 ~ 135	135.0 ~ 140.0	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0
日経平均株価		11187.33	11,750 ± 750	11,750 ± 500	11,500 ± 500	11,250 ± 1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

#### ここ1ヶ月程度の金融市场概況

6月中旬以降広がりを見せた量的緩和(ゼロ金利)政策の解除への思惑=「出口」論議が、引き続き債券市場にとって主要な相場テーマであった。

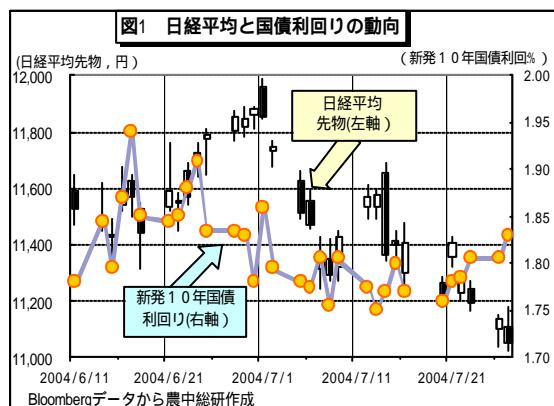
7月1日に発表された日銀の6月「短期経済観測」(短観)調査の業況判断DI企業の

業況が良い-悪いの差)は市場予想を上回る伸びとなり、足元の景況改善を確認するものとなった。

しかし、7月に入り相次いで発表された米国の経済指標の多くが、雇用、小売、生産・投資関連とともに米国の景気加速期待を弱めるものであったことから、ニューヨーク株式市場の主要株価指数は軟調。

その影響を受け、日経平均株価は参議院選後も11,000円台前半に低迷した。三菱東京FGとUFJの経営統合発表などの好材料にもかかわらず、電機、素材関連などを中心に株価は伸び悩んだ。

この株価低迷が、金利先高観が強かった債券相場を下支え長期金利の上昇を抑制し



た。新発10年国債利回りは短観発表の7月1日に1.86%に上昇したが、その後は1.75~1.85%のレンジで推移している(以上、図1)。

為替相場においては、参議院選(自民党苦戦の過大視)や米国利上げペース(前述のように米国経済指標が弱かった半面、グレンスパンFRB議長など連銀首脳は米国景気に強気・インフレ警戒のコメント)、外国人投資家の日本株買いをめぐる観測を材料にしながら、ドル円相場は108円~110円のレンジのなかで概ね推移した。

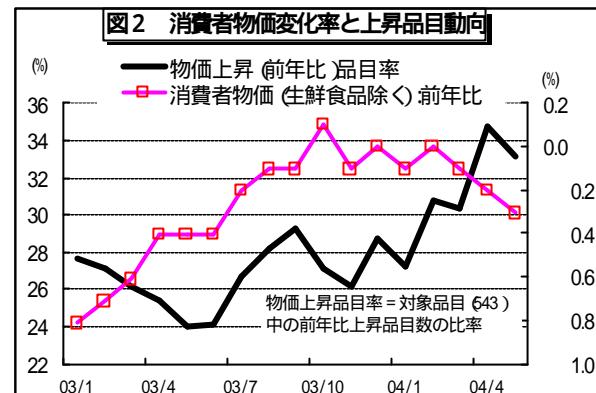
なお、ニューヨーク原油先物(WTI)が再び1バレル=40ドルを超す高値に戻しているが、他の国際商品市況は、これまで高値にとどまっていた工業用金属などでも上昇一服感が強まりつつある。(なお、金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP:『Weekly金融市场』も参照されたい。)

## 金融市场の見通しと注目点 債券相場 =長期金利の上ブレ・リスクには注意

日銀は、4月の「経済・物価情勢の展望」(以下、「展望」)の7月中間評価で、04年度消費者物価見通し(4月見通しでは0.2%下落と予想)の小幅の下落基調という見方を変更しなかった。

日銀(7月14日付け金融経済調査月報)が、企業は生産性の上昇や人件費の抑制で原材料コストの吸収を図るとみられ、消費財全体としては商品市況上昇の影響はさほど大きくない」と指摘しているように、消費者物価が上昇基調に入るほどの値上がりの広がりはない。前年比の上昇品目は増加してきたが、家電等耐久財やトイレタリー用品・医薬品、家

貨、一部家事サービスなどの値下がりの継続があり、上昇品目は全体の3割台前半にとどまっている(図2)。また、米価上昇、タバコ税引き上げ(03年7月)などの03年度の物価押し上げ要因の剥落が今後見込まれる。



しかし、政策決定会合での複数の審議委員の発言にあるように、原油高のコスト転嫁圧力・消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)への当面の波及効果を債券市場参加者は強く意識している。

また、今秋10月29日発表の日銀「展望」レポートの05年度消費者物価見通しがプラス予想になる観測をめぐって、ゼロ政策解除の改めて見方が強まり、投機売り圧力もありえる。

よって、金利予想上は消費者物価のゼロ・フラットを前提とし、実質長期金利の平均水準<sup>注1</sup>から逆算して、当面の新発10年国債利回りは引き続き1.8%±0.2%を中心レンジと予想するが、前述のような材料による上ブレ・リスクがあり、一時的な跳ね上がりを想定している。

なお、日銀・政策決定会合では、「インフレ

注1 デフレが深まった90年代後半以降、現在までの実質長期金利(=新発10年国債利回り-消費者物価前年同月比)は平均1.8%程度。標準偏差( )=0.4%である。

参考値」導入の議論はあるものの、導入意見は少数派にとどまっている。「二段階論」など手法上のバリエーションを含め、量的緩和政策継続の基準が消費者物価の前年同月比ゼロ%から変わる可能性は不透明である。

## 株式相場

### = 上値について慎重な見方継続

日本と米国など先進国の株式投資指標を比較した場合、日本株への投資価値が一様に認められるとは言えない(表2)。

また、景気・増益のモメンタムが今後、後退する可能性も想定しなければなるまい。

米国の金利上昇・流動性低下および景気・企業増益のピークアウトへの懸念は、米国の株式ファンドへの資金流入を細め、米国株価だけでなく世界的にも株式相場に悪影響をもたらす。エコノミストによる米国のGDP成長率予想は05年年明けから3%台に低下。増益率も4~6月期の2割増から年末には10%台前半に低下する予想となっている。

わが国株式市場の米国をはじめとする外国人投資家に支えられた構造を考える時、海外からの資金流入低下は、今後の株式相場へのマイナス材料として注意を要する。

また、デジタル家電関連の過剰供給や中国需要の緩みが取り沙汰されるようになっており、足元の好調に比べ年度後半の増益ペー

表2 世界主要国の株式指標比較

04.07.22現在

指標 国名	PER (予想) (倍)	一株利益 成長率 (%)	配当利回り 実績 (倍)	イールド・ ギャップ (%)
日本 (TOPIX)	17.6	31.1	1.00	3.9
米国 (S&P500)	15.9	13.1	1.84	1.7
英国 (FT100)	16.9	11.1	3.73	1.4
独国 (DAX100)	13.4	33.0	2.01	3.3

(注) PER予想 = 株価指標 ÷ 12ヶ月先一株利益予想

一株利益増益率 = 先行き 12ヶ月先予想

イールド・ギャップ = 各国10年国債利回り - 益利回り (PERの逆数) (I/B/E/Sデータから農中総研作成)

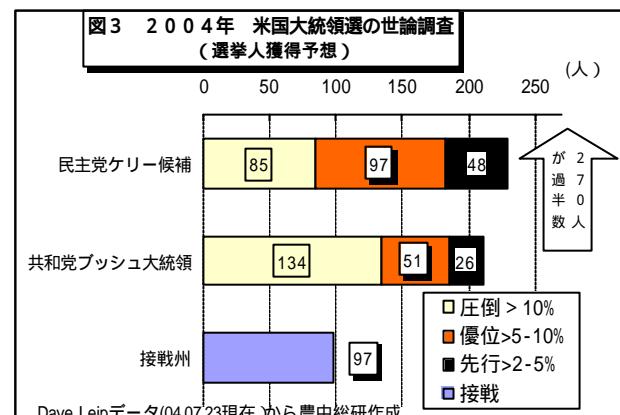
スの鈍化も視野に置くべきと考える。

よって、上値は引き続き慎重に見ている。景気の天井の先取りする株価の動きには改めて注意が必要だろう。

## 為替相場

### = 次期政権の為替政策も視野に

金利上昇観測や米国経済の足元での堅調がドル下落(円高)の抑制要因となっている。また、従来、大統領選前には為替相場の変動幅が縮小する傾向があることから、今後しばらくはレンジ相場の動きを続けることを基本的な見方としている。



しかし、大統領選の先行きは不透明ながら、ケリー・エドワーズ民主党陣営の優勢に傾いていく(図3)とすれば、同陣営の現時点での主張から見て、通商強硬・国内産業保護のスタンスが為替相場にはドル安政策として受け止められる可能性がある。

米国経済の先行き鈍化懸念が、雇用低迷などに端的に現れるならば、早期にドル安・円高に動くことも警戒しなければならない。(04.07.27)

## 内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	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							
	新券10年国債利回	債先10年物期近価格	みずほコーポ新券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5年物翌日物	TIBORユーロ円3ヶ月	LIBOR円3ヶ月	TIBORユーロ円6ヶ月	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ円・スポットレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30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ヶ月	独国10年物国債利回	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格		
04/06/02	1.565	136.54	0.831	0.774	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	110.64	1.222	134.23	11,242.34	1,136.87	10,262.97	1,988.98	4.738	1.34	4.383	391.60	39.96	36.80		
04/06/03	1.580	136.51	0.827	0.781	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	110.75	1.223	135.51	11,027.05	1,119.56	10,195.91	1,960.26	4.710	1.36	4.387	388.10	39.28	35.86		
04/06/04	1.595	136.28	0.848	0.794	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.150	111.06	1.228	136.55	11,128.05	1,124.97	10,242.82	1,978.62	4.772	1.37	4.395	390.90	38.49	34.94		
04/06/07	1.675	135.48	0.917	0.862	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.150	110.10	1.232	134.96	11,439.92	1,151.67	10,391.08	2,020.62	4.760	1.40	4.383	393.70	38.66	34.64		
04/06/08	1.695	135.17	0.959	0.899	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	109.67	1.227	134.51	11,521.93	1,157.92	10,432.52	2,023.53	4.762	1.41	4.365	391.00	37.28	34.45		
04/06/09	1.745	134.65	1.023	0.957	0.000	0.0792	0.049	0.098	0.215	108.73	1.205	133.04	11,449.74	1,152.77	10,368.44	1,990.61	4.805	1.43	4.396	384.50	37.54	33.91		
04/06/10	1.760	134.50	1.052	0.999	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.265	110.15	1.211	132.28	11,575.97	1,162.06	10,410.10	1,999.87	4.793	1.47	4.403	385.90	38.45	34.59		
04/06/11	1.780	134.63	1.035	0.976	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.235	110.22	1.201	132.13	11,526.82	1,160.30	休場	休場	4.799	1.52	4.426	休場	休場	34.59		
04/06/14	1.845	133.95	1.108	1.056	0.001	0.0792	0.049	0.099	0.290	110.89	1.206	133.87	11,491.66	1,158.54	10,334.73	1,969.99	4.870	1.54	4.423	383.60	37.59	34.29		
04/06/15	1.795	134.47	1.047	0.998	0.000	0.0792	0.051	0.099	0.360	110.94	1.216	133.17	11,387.70	1,151.30	10,380.43	1,995.60	4.676	1.56	4.346	388.10	37.19	33.72		
04/06/16	1.870	133.90	1.092	1.041	0.001	0.0792	0.050	0.098	0.360	109.65	1.201	132.21	11,641.72	1,167.09	10,379.58	1,998.23	4.722	1.53	4.373	384.60	37.32	33.93		
04/06/17	1.940	133.43	1.125	1.075	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.375	109.64	1.205	132.14	11,607.90	1,166.78	10,377.52	1,983.67	4.678	1.55	4.385	388.90	38.46	34.69		
04/06/18	1.850	133.71	1.088	1.051	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.360	109.53	1.214	132.14	11,382.08	1,149.88	10,416.41	1,986.73	4.710	1.55	4.353	395.10	38.75	35.19		
04/06/21	1.845	133.95	1.058	1.029	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.345	108.72	1.211	131.95	11,600.16	1,165.25	10,371.47	1,974.38	4.684	1.56	4.342	394.00	37.63	34.65		
04/06/22	1.850	133.90	1.065	1.030	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.345	108.49	1.211	132.30	11,581.27	1,162.31	10,395.07	1,994.15	4.717	1.56	4.362	395.00	38.11	34.36		
04/06/23	1.880	133.80	1.075	1.049	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.350	108.71	1.209	131.21	11,580.56	1,156.16	10,479.57	2,020.98	4.696	1.57	4.363	395.00	37.44	34.24		
04/06/24	1.910	133.70	1.074	1.051	0.002	0.0792	0.051	0.098	0.340	107.97	1.217	130.36	11,744.15	1,168.96	10,443.81	2,015.57	4.644	1.59	4.299	403.10	37.80	34.10		
04/06/25	1.835	134.45	0.999	0.981	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.310	107.70	1.218	131.00	11,780.40	1,172.44	10,371.84	2,025.47	4.646	1.58	4.325	402.90	37.42	33.95		
04/06/28	1.835	134.33	1.022	0.999	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.315	107.77	1.219	131.51	11,884.06	1,186.60	10,357.09	2,019.82	4.735	1.59	4.370	401.00	36.24	33.07		
04/06/29	1.830	134.55	1.001	0.976	0.001	0.0908	0.053	0.104	0.295	108.61	1.208	130.76	11,860.81	1,187.01	10,413.43	2,034.93	4.686	1.60	4.371	392.80	35.66	32.50		
04/06/30	1.780	135.10	0.995	0.929	0.002	0.0908	0.053	0.104	0.285	108.69	1.220	132.67	11,858.87	1,189.60	10,435.48	2,047.79	4.581	1.61	4.318	393.00	37.05	32.68		
04/07/01	1.860	134.50	0.947	0.980	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.305	108.07	1.216	131.83	11,896.01	1,188.42	10,334.16	2,015.55	4.563	1.60	4.320	396.40	38.74	34.00		
04/07/02	1.795	135.30	0.990	0.905	0.002	0.0900	0.053	0.105	0.270	109.02	1.232	133.43	11,721.49	1,173.55	10,282.83	2,006.66	4.459	1.60	4.262	398.70	38.39	34.75		
04/07/05	1.780	135.25	0.918	0.910	0.001	0.0900	0.051	0.105	0.255	108.70	1.229	134.03	11,541.71	1,156.53	休場	休場	4.455	1.58	4.259	休場	休場	34.88		
04/07/06	1.775	135.45	0.925	0.896	#####	0.0900	0.051	0.105	0.245	109.40	1.228	134.51	11,475.27	1,148.99	10,219.34	1,963.43	4.474	1.58	4.259	393.00	39.65	35.58		
04/07/07	1.805	135.32	0.906	0.909	#####	0.0900	0.053	0.105	0.255	108.65	1.237	134.39	11,384.86	1,139.88	10,240.29	1,966.08	4.474	1.58	4.236	402.70	39.08	35.47		
04/07/08	1.755	135.49	0.890	0.900	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.255	108.89	1.239	134.99	11,322.23	1,135.00	10,171.56	1,935.32	4.470	1.59	4.232	408.20	40.33	35.91		
04/07/09	1.805	134.97	0.885	0.933	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.265	108.27	1.242	134.30	11,423.53	1,146.92	10,213.22	1,946.33	4.456	1.59	4.235	407.90	39.96	36.05		
04/07/12	1.775	135.30	0.885	0.913	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	107.73	1.241	134.35	11,582.28	1,161.68	10,238.22	1,936.92	4.445	1.60	4.220	408.40	39.50	35.83		
04/07/13	1.750	135.50	0.885	0.903	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	108.53	1.233	133.95	11,608.62	1,166.47	10,247.59	1,931.66	4.470	1.60	4.267	402.30	39.44	35.13		
04/07/14	1.770	135.32	0.885	0.929	#####	0.0900	0.051	0.105	0.270	109.26	1.238	135.17	11,356.65	1,151.49	10,208.80	1,914.88	4.480	1.61	4.258	405.60	40.97	35.79		
04/07/15	1.800	135.09	0.885	0.948	0.001	0.0900	0.051	0.105	0.285	109.58	1.236	135.65	11,409.14	1,151.12	10,163.16	1,912.71	4.480	1.62	4.258	404.40	40.77	36.58		
04/07/16	1.770	135.49	0.885	0.920	0.001	0.0900	0.050	0.105	0.270	109.62	1.245	135.33	11,436.00	1,151.16	10,139.78	1,883.15	4.349	1.63	4.197	406.80	41.25	36.81		
04/07/19	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	10,094.06	1,883.83	4.351	1.63	4.196	405.80	41.64	36.89
04/07/20	1.760	135.76	0.885	0.900	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	108.44	1.233	134.01	11,258.37	1,139.53	10,149.07	1,917.07	4.444	1.63	4.214	402.10	40.86	36.49		
04/07/21	1.780	135.39	0.885	0.937	#####	0.0900	0.051	0.105	0.270	108.61	1.226	134.60	11,433.86	1,153.76	10,046.13	1,874.37	4.466	1.65	4.283	397.30	40.73	36.16		
04/07/22	1.785	135.47	0.885	0.939	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.275	109.67	1.226	134.55	11,285.04	1,144.31	10,050.33	1,889.06	4.444	1.66	4.251	395.30	41.46	36.60		
04/07/23	1.805	135.10	0.885	0.973	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.290	109.89	1.209	133.23	11,187.33	1,135.29	9,962.22	1,849.09	4.430	1.66	4.247	390.50	41.76	36.96		
04/07/26	1.805	135.10	0.885	0.971	0.000	0.0900	0.053	0.105	0.300	109.64	1.214	133.52	11,159.55	1,126.93	9,961.92	1,839.02	4.485	1.66	4.270	390.30	41.44	N.A.		
04/07/27	1.835	134.74																						