

情勢判断

国内金融

新政権の政策スタンスと内外景気動向の吟味

要約

新政権発足後、不良債権処理促進策の具体化が本格化し、行財政構造改革への取組みスタンスが示される。今後、数ヶ月間、参院選後の政局動向を含め政策・政治の方向性が重要な投資材料と考える。また、デフレ的状况は継続、下降リスクもあると想定し、景気・企業業績の底入れ・反転度合いは後ズレ・軟弱と見る。

現在のところは、新政権により打ち出される経済財政の構造改革的スタンスと市場の期待との間に少なからずギャップが生じ債券相場の売り材料となると考えているが、短期ゼロ金利のもとでの運用難状況から限定的調整に止まろう。なお、新政権が市場の信認を得られれば、デフレ状況への注目から再度金利低下のシナリオもある。一方、株式相場については、内外の景気モメンタム回復を先取りした期待買いから一定の好転を見込む。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			
	12月 (実績)	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M, 売り買い気配中間)	0.48	0.12	0.1	0.1	0.1	0.1
短期プライムレート	1.5	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.64	1.27	1.60	1.60	1.70	1.70
長期プライムレート	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	125	120	115	120
日経平均株価	13,785	13,000	14,000	15,500	15,000	15,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融情勢 国内は新規材料待ち

日銀が3月19日に短期市場ゼロ金利への復帰と量的緩和政策を決定し、金融面から危機的状况への対応姿勢を示す一方、政府・与党側は緊急経済対策を発表。市場は、緊急経済対策の具体化と新総理の政策内容を吟味する待ちスタンスに転じた。

また、米株相場は、証券会社ストラテジストからの株式投資ウエイト引き上げ推奨などから、不安心理が後退する一方、投資家の期待買いが入り株価反転。また、雇用指標の悪化があったものの、意外に底固い景気指標も多く緊急利下げ期待は後退、今後の利下げ幅予想も縮小していたが、FEDは4月18日に0.5%の緊急利下げを実施。これを好感し株価は急騰。DJ30

種平均株価は10,700ドル程度まで回復するとともに、ナスダック指数も直近安値から3割高以上の水準になっている。

このような中、我が国の債券相場は新年度入りに伴う買い期待もあったが、財政悪化懸念および格付引き下げ観測などを売り材料に、先物主導で売り基調となった。海外投資家も売り方に回っている模様。

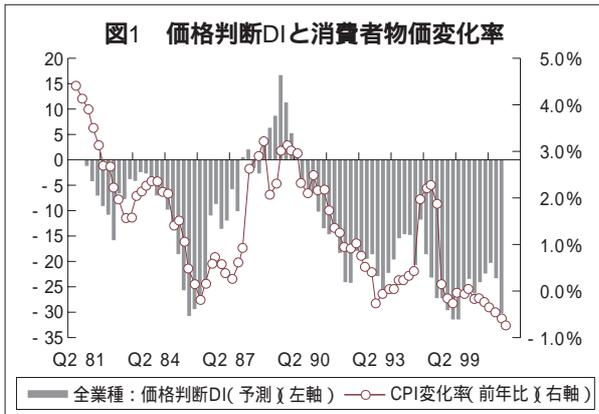
株式相場は米株相場の反発に安心感が生まれたものの、上値買い意欲は弱く13,000円台前半の動きに終始していたが、米国の4月18日の緊急利下げを受けて、19日には一時14,000円台を回復。

為替相場は、4月2日の日銀短観発表を受けて「景況悪化での日本売り加速」から円・ドル相場が126円台半ばまで売られたが、政府要人の円安進行牽制・円安誘導否定の度重なる発言等から、円買い戻しが進み、121円台まで戻っている(4月21日現在)。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 金融緩和継続の時間軸効果と新政権財政政策スタンスの両天秤

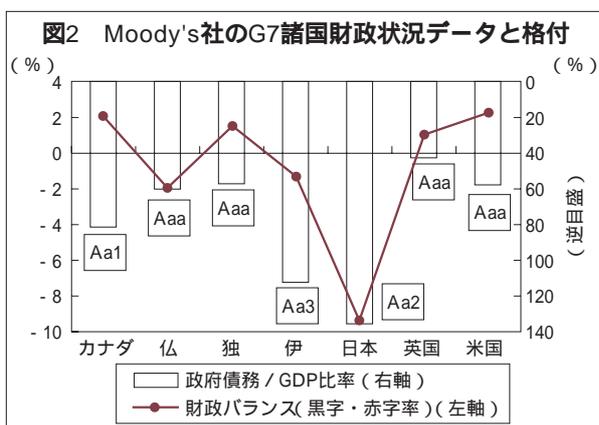
日銀は、金融緩和発表以降、当座預金水準を5兆円以上に増額し、資金余剰も高水準を維持。無担コ-ル・オ-バ-ナイト金利は実質ゼロ水準で推移。

また、「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」ゼロ金利を維持するという金融緩和スタンスは、現在の景気見通し・物価状況のもとで、一定の時間軸効果期待を生む。日銀短観の「製品価格DI」から消費者



物価を推計すれば、当面は一段の低下（0.8程度へ）も予測される。さらに消費者物価の12年度基準への移行（8月発表分）や小売物価統計調査の改善等のテクニカルな低下効果（0.2 - 0.3%）も加わる。デフレ的状况は継続、下降リスクも想定される面からは、長期金利が再低下する誘因は大きい（図1）。

しかし、新政権は、市場が期待する行財政構造改革プランを打ち出せるか。政権成立後、緊急経済対策の具体化が本格化するが、同時に現在の連立政権の性格上、参院選を前に景気対策策定もおこなわれよう。現在のところ、新政権が打ち出す構造改革プランと市場が期待する行財政構造改革（財政再建）イメージとのギャップが生じる可能性がある。



また、構造改革推進への税金投入の可能性があり、財政再建計画がワン・セットとなる必要がある。新首相のもとでも市場の期待するようなプランが打ち出せず、G7諸国中でも格段に劣る財政指標の悪化がさらに進行する懸念は残る。

足元の債券相場の下げ理由には、我が国の財政悪化状況を念頭にした、海外ファンド筋による売りも言われているが、格付け会社の日本国債格下げの思惑も債券買いの慎重化ないし売り材料となろう（図2）。中長期のリスクプレミアムを意識しつつ、財政悪化懸念が売り材料になり一定幅の調整が生じる債券相場の展開を予想するが、前述のようなゼロ金利下の運用難状況および日銀による買い切りオペ出動余地等量的緩和政策という支援要因から調整幅は限定的と見る。上期が底説だが景気回復モメンタムは軟弱

景気、企業業績は上期・底説に立つが、回復モメンタムは軟弱と考えている。

米国経済は、金利低下効果の浸透と減税実施効果によって、ゼロ成長近辺からの底打ちが見込めよう。また、米国相場では、アナリスト予想から判断して4 - 6月期までの業績悪化は、既に相当織込まれたと考える。当面は弱気業績見通しも散発的に出ようが、業績底入れ時期を巡る期待・先取りと投資推奨によって、センチメントは好転に向かっており、米株場の下値は固まったと考える。しかし米国個別企業の決算ガイダンスを見ても米国の設備投資関連の立ち上がりは弱いだろう。

よって、我が国景気も米国を中心とした外需に反転傾向が強まるにつれ、国内景気の本物悪化にも歯止めがかかろう。株式相場は、米国経済の底打ち、米株相場の反発という海外要因への連動と年度後半以降の我が国景気の本物悪化を見越した期待買いによって、下値を切り上げていく好転を見込む。しかし、不良債権処理を背景に構造調整圧力が需要増加を抑えることから、回復度合いは軟弱で業績の伸びは抑えられる。また、MSCIの流動性指数移行（5月末発表）や大型上場・売出、持ち合い解消売りなど需給悪要因もあり、本格的上昇軌道入りは時間を要すると見込む。

新政権が構造改革と財政再建のワンセットプランを提示し、市場の信認を得ることができれば、消費者物価の1%程度へのマイナスも予想できることから、金利の大幅低下も可能性も十分想定できる。一方、従来どおりの選挙対策での財政出動での政策不信の増大とともに、政局混乱 = 政策不在の政界再編騒動・政治的空白と景気低迷が重なれば、債券安、株安、円安のトリプル安もありえよう。（2001.4.20 渡部 喜智）