

情勢判断

国内金融

分水嶺に立つ債券相場と好転模索続く株式相場

要約

参院選後、補正予算や2002年度概算要求をめぐって小泉内閣の財政再建路線が試される。予算編成論議の中で債券相場は神経質な動きを見せようが、財政悪化に一定の歯止めがかけられた形での予算編成が進むとの想定を継続し、運用難のもと債券利回りは低下、安定化に向かうと考える。なお、金融緩和がドル買いの非不胎化の形でおこなわれた場合、債券相場にはマイナス材料となる可能性。

また、株式相場は、業績下方修正報道が出る時期となり、下値不安は継続しよう。早急に持ち合い株の受け皿となる個人の株式保有優遇税制等証券市場活性化対策の具体化が必要であり、米国景気の底打ち観測が今後の好材料となろうが、景気低迷のもと上値は限定的と考える。

表1 金利・為替・株値の予想水準 (単位: %, 円/ドル)

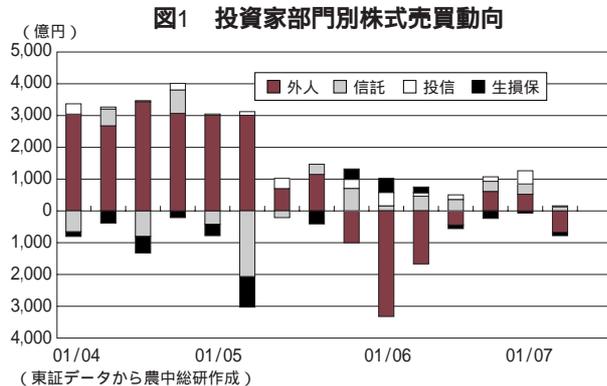
年度/月	2001(実績)			2001		2002
	3月(実績)	6月(実績)	9月(予想)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)
CDレート(3M)	0.12	0.050	0.05	0.05	0.05	0.05
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.27	1.210	1.20	1.20	1.20	1.30
長期プライムレート	1.9	1.600	1.55	1.55	1.50	1.60
為替(円/ドル)相場	124.6	124.265	130	125	125	120
日経平均株価	13,000	12,969	13,000	14,000	14,000	16,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融情勢

日経平均株価は7月18日(水)に12,000円割れ。前日(17日)の米国NY株式市場引け後に発表された半導体最大手:インテルの売上総利益率低下見通しなことから、ハイテク関連の先行き懸念が高まったことが要因。

さらに、3連休明けの23日には3月13日につけたバブル崩壊後:11,819円70銭を割り込み、11,609円63銭で引け。ハイテク株の下落に加え、株価下落に伴う保有株損失増大を売り材料に銀



行株が下げ、内需株にも売りが広がった。内外の景気悪化に伴い業績回復が後ズレする様相となってきたことに加え、薄商いの中、外人投

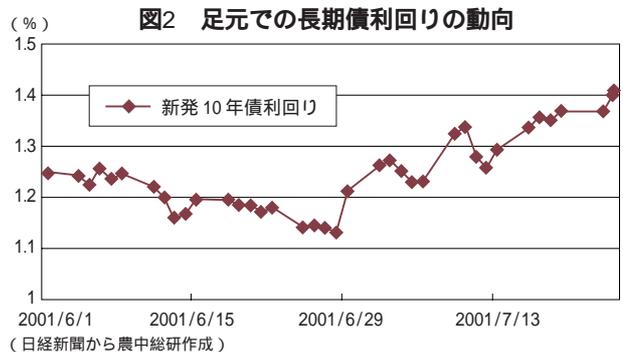
資家の売り転化や年金等信託部門の買いが引っ込むなど買い手不在の状態となっている(図1)。

債券相場は、6月後半の景気悪化を示す指標続出や構造改革に関しての小泉内閣首脳の前向きな主張を背景に利回り低下。6月28日に新発10年国債利回りが1.13%をつけた。

しかし、通常国会終了後は参院選に向け、景気重視からの補正予算策定観測が浮上するとともに、財政改革後退の発言も出て財政悪化懸念が浮上。マスコミからも構造改革実行を疑問視する報道が出始めた。

証券各社の債券ストラテジ - も強弱感交錯。1.13%が今年の最低長期金利とする潮目転換派が増加。減産等業況悪化を示す報道も多いが、景気悪化は織り込み済みとの見方とともに機械受注などエコノミスト予想を上回る経済指標もあり、債券市場の景気悪化に関しての感度も鈍くなってきた。

これらの状況変化を受け、7月第3週には1.3%台後半まで利回り上昇、10年国債入札日の24日にはヘッジ売りも出て1.4%台乗せとなった。



なお、ム・ディーズ社の日本国債価格付け定期レポート(7月12日)はネガティブ・ウォッチ継続という内容。不安定な経済と財政状況について引き続き懸念を表明。

為替相場は、景気悪化の中、円売りから7月5日に125円を突破し126円に迫る円安方向の動

きも見せたものの、ドル円は上値を破れず。南米情勢悪化や全米製造業協会からのドル高修正要求などドル高政策変更懸念に加え、FRB議長の議会証言での米景気先行き慎重発言から、ドルはNY市場で122円台後半まで下落。ジェノバサミットでは為替の言及なく、とりあえず米国はドル高政策維持という市場の受け止め方となっている。

この結果、サミット明けには、124円台に押し戻される展開になっている。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 債券：予算論議経て債券相場安定へ

参院選を経て、補正予算編成と2002年度当初予算の論議が本格化する。小泉内閣発足以来の構造改革に関する主張の具体化が試される。

8月10日頃に2002年度予算の概算要求基準が決定される見通しであるが、8月末の要求取りまとめ、9月中旬に予定される秋の臨時国会に向け、与党内のせめぎ合いが、金融市場での材料となろう。また、補正予算編成の必要性も一段と叫ばれるようになろう。

小泉首相は、2002年度予算編成を経済財政諮問会議を通じ内閣主導でおこなう意向を示しており、2002年度新規国債発行の30兆円以内抑制が第一の注目点となろう。それに加え、廃止される特殊法人債務の承継国債等での処理や不良債権処理の徹底に伴う銀行への公的資金再投入に関しての懸念なども債券の売り材料となっており、債券市場が財政再建を評価するハドルは高くなっている。

また、9月中旬決算に向けて、これまで積み上がってきた債券ポットを金融機関が圧縮へ動く懸念が高まった。6月、すでに都銀・長信銀が公社債の売り越しに転じており、7月も同様の動きが生じていることが推測されるが、株安が債券投資のリスク許容度の低下に波及している。このように債券相場をめぐり売り材料が増えていることは間違いなく、予算編成論議の中で、債券相場は神経質な動きを見せよう。

補正予算編成がおこなわれる可能性も高く、セーフティネット形成等の痛み緩和の措置も必要であるが、財政悪化に一定の歯止めがかけられた形で2002年度予算編成が進むとの想定を継続。「経済財政運営の基本方針」に示された重点的推進分野への予算傾斜配分を含め、市場の財政再建路線の評価は確保できると考える。

また、日銀による金融緩和が遠のいたとの観測も悪材料となっているが、金融緩和の可能性は継続すると想定。

表2 日銀政策委員会の経済見通し(大勢見通し)(%)

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数(除く生鮮食品)
2001年度	+0.3~+0.8	-0.9~-0.6	-0.8~-0.4

4月26日に日銀政策委員会は政策委員の想定した経済見通し(表2)を公表しているが、景気後退過程に入り、上表見通しから、下ブレす

る可能性が高まっている。引き続き、長期債買切りオペ増額等を通じた金融緩和期待が金利低下材料となろう。ただし、デフレ対応としての金融緩和実施が、ドル買いの非不胎化の形でおこなわれた場合、必ずしも金利低下をもたらす保証はない(一方で円安進行)。債券相場にとってはマイナス材料となるリスクもある。

以上から、運用難のもと債券利回りは再び低下、安定化に向かうと考える

株：業績悪化ニュー・ス反応の軟弱相場継続

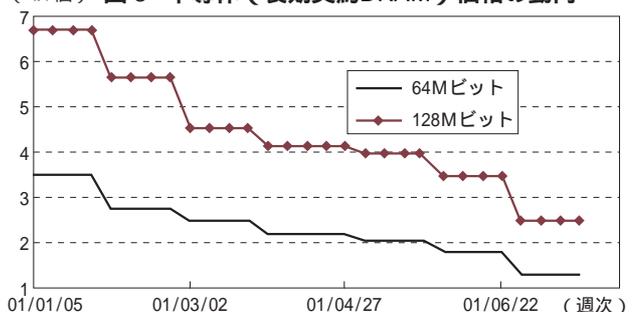
自動車産業等の円建て輸出割合が高い業種を除き、9月中間決算について業績はハイテクを中心に厳しいものとなろう。

業績下方修正のニュー・スが具体的に報道される時期となっており、下方修正は相場に織り込まれてきているといっても、実際に悪いニュー・スが出た時点では、再度、売り材料となるリスクが高い。

電機などハイテク関連銘柄は、生産水準の予想以上の低下に加え、製品市況でも悪化に苦しんでいる。たとえば、国内の半導体集積回路生産は、6月までに前年同月比27%低下したが、一方、製品価格は128MビットDRAMで年度当初(4月)4ドルだったが2.5ドルに下がっている。生産性上昇を差し引いても、赤字採算の状態に陥っている(図3)。

また、消費・サービス関連銘柄は、現在のところ景気悪化の直撃は受けていないが、このまま悪化が進行すれば、業績の下方修正懸念が波及することも想定される。

(円/個) 図3 半導体(長期契約DRAM)価格の動向



当面は、先行き、業績の底打ちを推測するための材料は乏しい。景気の一段の悪化を想定するリスクの方が多い。

しかし、今後、中間決算発表頃までに生産の下ブレが縮まる方向に動きが出て、米国景気の見通しに目途が立てば、株価の底打ち観からの期待買い出動も出てくると考える。

政府・与党の株式市場活性化対策の遅れも失望されてきたが、ようやく証券税制改正作業も進捗する状況になってきた。さらに構造改革具体化の中で成長分野重視の予算配分も期待要因である。以上のような材料が出てくれば、外人等の買い出動によって、年末前後から株価の回復を見込むことができるだろう。(2001.7.25 渡部 喜智)