

情勢判断

国内金融

年末に向け正念場迎える、財政再建と企業業績

要約

日銀の追加緩和は、当面の債券相場の支援材料となるだろう。しかし、財政再建の行方の不透明感とともに、金融政策の方向性がデフレ阻止強化であることからすれば、更なる緩和の一手の意味合いは投資家の長期債購入センチメントを後退させ、景気悪化進行や株価低迷のもとでも長期金利の低下を限定的にしよう。よって財政悪化に一定の歯止めがかかる形で予算編成が進むとの想定は継続するが、債券相場のレンジについて下方シフト（債券利回りレンジの切り上げ）を考える。

また、株式相場は業績下方修正を織り込む下落となっているが、当面、米国景気と米国株価の下ブレが見込まれる中、下値不安は継続しよう。年明け以降の米国景気の底打ち観測が浸透することが期待買の材料となろうが、国内のデフレ環境のもと、上値は限定的と考える。

金利・為替・株価の予想水準

(単位: %, 円/ドル)

年度/月	2001 6月 (実績)	2001 9月 (予想)	2001 12月 (予想)	2002 3月 (予想)	2002 6月 (予想)
CDレート(3M)	0.050	0.07	0.08	0.08	0.10
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.210	1.25	1.35	1.45	1.50
長期プライムレート	1.600	1.65	1.65	1.75	1.85
為替(円/ドル)相場	124.265	120	125	125	120
日経平均株価	12,969	12,000	11,000	13,500	14,500

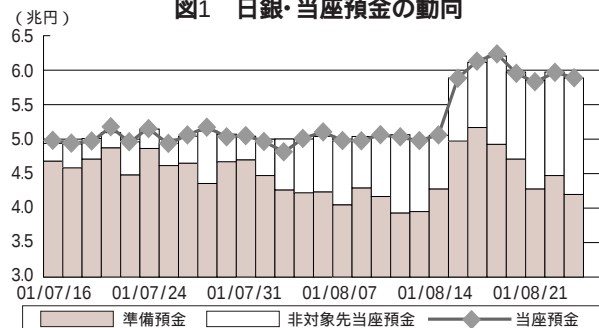
(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融情勢

参院選を経て、小泉・構造改革の財政再建路線が試される正念場に入った。7月30日の特殊法人事業見直し案提示に続き、8月3日からの3回にわたる経済財政諮問会議で2002年度当初予算の概算要求基準が検討され、10日に閣議決定された。一方、参院選直後の7月31日に与党3党政策責任者会議で補正予算検討に合意、8月6日に同会議で景気対策をまとめることを決定した。

このような財政・予算が絡む日程の中、国債相場は、財政再建論議の行方を見守りたいとの様子見気分が強く、先物主導で月初から4日続落。8月6日には新発10年国債利回りが1.4%を上回り、7日には引け際売られて142%(BB)を付けた。しかし、7日のロンドン金融先物取引所での反発をきっかけに買い戻される展開となった。

図1 日銀・当座預金の動向



(日銀資料から農中総研作成)

株価は、ハイテク企業中心に業績下方修正が相次ぐとともに、景気の先行き不透明感が強く軟調展開。投資家の慎重姿勢が継続し、夏休みシーズンもあって出来高は低水準で推移。日経平均株価は8月13日にバブル崩壊後の最安値を更新し、85年1月以来の11,500円割れ。

このような中、8月14日に日銀は追加金融緩和を決定。3月19日の緩和措置の延長線上に、日銀当座預金残高の目標額を5兆円から6兆円に引き上げるとともに、中長期債の買い切りオペを月4千億円から6千億円に増額(年間では4.8兆円から7.2兆円に2.4兆円増加、日銀券発行残高を上限とすることは同じ)をおこなうこととし、デフレと景気悪化への対応姿勢を示した(図1)。

この追加的緩和措置が加わり、国債は中期債ゾーンが買われる形でステイ・プ化しながら、新発10年国債利回り1.3%割れまで低下したが、その後は再び金利上昇。

また、国債が軟調推移する中で、政府保証債や地方債の一部が7月末から買われ、国債とのスプレッドを縮めた。政保・公営債が一時的にスプレッドがマイナスになるなど、これまでになく水準にまでスプレッドは縮小。その反面で興銀・利金債は軟調な相場展開となり、長期プライムレートは1.65%に引き上げられた。

14日の追加金融緩和措置を受けて、株価は大幅高となったが、翌15日以降は、120円を越す円高進行による輸出セクターの減額懸念が追い打ちとなり、半導体、電子部品関連に安値続出し下落。バブル後最安値更新の不安定な相場が続いている。ただし中低位の内需関連株、特に建設、不動産、電鉄など都市再生関連株銘柄は年初来高値を付ける銘柄も多く堅調展開。

為替相場は、米国景気の悪化観測が浮上する中、これまで米国当局の取ってきたドル高政策が修正される懸念が台頭。15日「米貿易収支は持続不可能で、ドルに大幅安のリスク」等とのIMFリポートから、ドルが売られ円上昇。その後、オニール財務長官から明確なドル高政策維持コメントが打ち出されなかったことから、投機筋とストップロス巻き込んだ動きで、円は119円台に突入した。その後は米国の景気指標に強いものが出て、ドルが買戻されたが、戻りは小幅にとどまっている。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

債券：年末の予算編成に向け神経質な展開

8月10日に閣議決定された概算要求基準では、国債発行額30兆円以下の達成に向け、一般歳出要求を2001年度当初予算に対して▲0.9兆円削減し47.8兆円に設定、また、構造改革を後押しする観点から従来分野で5兆円を削る一方、「重点7分野」に2兆円を配分するメリハリを付けることとした。

表2 14年度概算要求基準と今後の要処理額

(単位：兆円)	13年度 予算	14年度	
		中期展望	概算要求 基準
[歳入]			
税収	50.7	50.4	50.4
その他収入	3.6	3.6	3.6
公債金	28.3	33.3	30.0
計(A)	82.7	87.3	84.0
[歳出]			
国債費	17.2	18.4	18.4
地方交付税	16.8	19.5	19.5
一般歳出	48.7	49.5	47.8
社会保障関係費	17.4	18.4	18.1
公共事業関係費	10.4	9.4	9.3
その他	20.9	21.6	20.4
計(B)	82.7	87.3	85.7
要減額処理額 (33.3 - 30.0) - (49.5 - 47.8) = 1.6			

(経済財政諮問会議資料から作成)

各省庁が8月末に予算要求を提出(なお「構造改革特別枠」については通常予算要求より1ヶ月延ばし9月末まで提出)した後、年末に向け減額査定がおこなわれる。「財政の中期展望」(2001年2月)との比較で言うと、新規国債発行を30兆円に抑制するためには、▲3.3兆円の歳出削減が必要となるが、この概算要求段階でその半分の▲1.7兆円が減額された。しかし、年末に向け、さらに▲1.6兆円を切り込まなければならぬ(表2)。

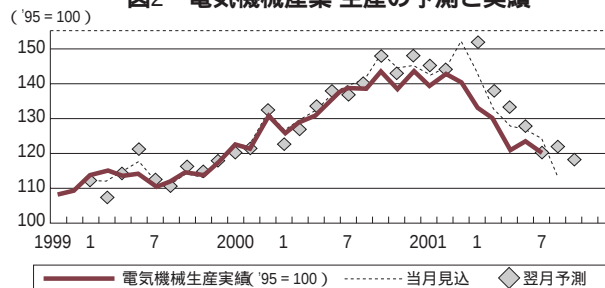
中期展望の国債金利想定(32%)と現状の金利水準の乖離から、少なくとも0.7兆円前後の国債費減少の余地など予算編成上の腰だめがある。また、特殊法人の事業見直しによる一般会計からの支出削減が期待できるとともに、地方単独事業の減額(▲1.75兆円規模)方針に基づく地方交付税の減額も見込める。景気悪化の進行のもとで、与党等から減額査定の過程でデフレ的予算編成との反発が強まろうが、▲1.6兆円の減額査定は可能であり、財政悪化に歯止めがかかった予算編成が達成され则认为する。

なお、与党3党政策責任者会議で8月6日に同会景気対策をまとめることを決定したが、2兆円規模の補正予算を債券市場は織り込みつつある。その規模であれば、決算純剰余金(0.23兆円)の繰入や公共事業予備費(0.3兆円)の充当により1.5兆円程度の国債追加発行で済み、2001年度新規国債発行額は30兆円以内に収まる。構造改革との関係が整合的に整理されれば、債券相場に与える問題は少ないと思われる。

しかし、14年度予算編成の先に期待される本格的財政再建の行方は、特殊法人改革を含め不透明である。また、日銀の更なる緩和の一手がデフレ阻止の内容をさらに強めるものであることは、債券投資のセンチメントを後退させる要因となろう。加えて、与党からインフレ目標設定等の議論が出ていることは、将来金利の上昇期待をいたずらに攪乱し債券相場にとって好材料でない。確かにデフレの状況脱却には当面程遠いが、景気悪化やデフレが債券の買い材料となる程度は小さくなっていく。財政悪化に一定の歯止めがかかる形で予算編成が進むとの想定は継続するが、債券利回り予想レンジを切り上げ(債券相場レンジは切り下げ)方向を想定する。株：反転への見極め時期後ズレし軟弱相場継続

日経新聞報道のように、ここに来てハイテク関連の製造業を中心に業績下方修正が相次いでおり、2002年度3月期決算が減益となる可能性が改めて認識されるようになってきた。

図2 電気機械産業 生産の予測と実績



(経済産業省：鉱工業生産予測調査から農中総研作成)

特に電機では生産の減少・下ブレに加え(図2)製品単価の下落が激しく、総合電機に続き、家電、電子部品や半導体製造装置の企業に大幅な業績下方修正が広がっている。

これからもハイテク銘柄の下方修正が続き、中間決算発表が再度売り材料となるリスクも高い。さらに景気悪化の波及が内需関連のディヘンシブ銘柄に広がる可能性も否定できない。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く下値不安が残る。また、政府・与党の株式市場活性化対策の遅れも失望材料である。証券税制改正作業が後ろ倒しとなっているほか、その内容も抜本的な活性化に程遠い。

今後は、米国景気が年明け以降、底打ち・反転するとの観測が強まることが期待買いの材料となろう。見極めの時期は年末前後からになるうが、国内のデフレ環境継続のもとで一本調子の上げは期待しにくい。

為替相場は、日本の景気悪化等ファンダメンタルズの悪さが円安材料となる一方で、米国景気の悪化が続く中ではドル高政策修正懸念が継続しよう。為替相場はユ・ロの評価との関係も併せ、円安方向のレンジがやや狭まった動きが見込まれる。

(2001.8.23 渡部 喜智)