情勢判断

国内金融

テロ・ショックで後景に引っ込む構造改革、その向こう側にあるもの

要　　約

米国同時多発テロは米国を中心に世界的な景気悪化要因となると考えられ、当面、世界の金融市場、特に株式市場の不安定化要因となろう。よって東京株式市場の連動安リスクが当面継続するとともに、業績悪化も悪材料となろう。

景気悪化は債券相場にプラス材料だが、財政再建の可能性は中長期的に不透明さを増している。また市場は金融緩和にデフレ緩和としての意味合いを強めており、追加緩和が必ずしも買い材料とならなくなっている。

図表１　金利・為替・株価の予想水準　（単位：%、円／ドル）

年度／月	2001			2002	
	6月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
CDレート（3M）	0.050	0.05	0.06	0.07	0.07
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	1.35	1.45	1.60	1.60
長期プライムレート	1.600	1.65	1.75	1.75	1.75
為替（円ドル）相場	124.3	115	115	120	120
日経平均株価	12,969	9,000	11,000	12,000	12,500

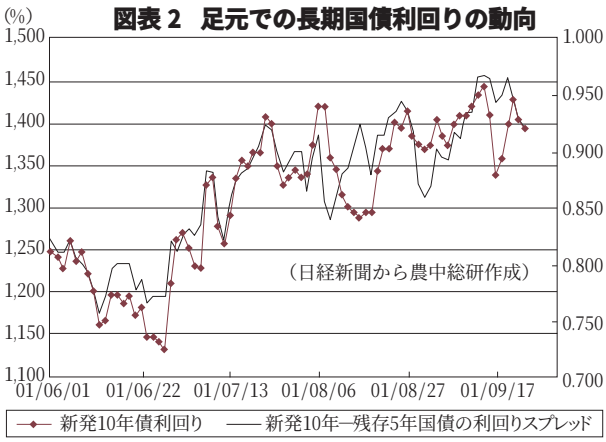
（月末値。実績は日経新聞社調べ）

ここ１ヶ月の金融市場概況

世界経済に不透明感が増し、先進国の金融市場、特に株式相場に不安定化の懸念が高まっていた矢先、NY世界貿易センタービル等への同時多発テロというアクシデントが世界を襲った。

NY株式市場では8月下旬から続落し、ダウ工業株指数が10,000ドル割れ、ナスダック指数（総合）も1800ポイント割れとなっていたが、東京株式市場もこれに連動する形で下落をたどり、8月末に日経平均株価は11,000円割れという、惨状を呈していた。

図表２　足元での長期国債利回りの動向



一方、債券市場では株安、景気悪化を示す経済指標の続出となったものの、財政再建路線への疑問増大と改革実行の遅れへの失望、さらに「インフレ目標」導入論議が絡み合って、イールドのスティープ化を伴いながら利回りが上昇する展開となった（図表2）。2002年度当初予算の概算要求提出こそ基準に沿っておこなわれたが、構造改革の具体的実施項目とそのスケジュールを示す「改革工程表」作りが遅れるとともに、補正予算論議では2001年度も新規国債発行額：30兆円枠を守るかを巡り官邸と与党の考え方が噛み合わないまま、景気悪化から補正予算規模の拡大を迫られるのではないか、との懸念が台頭した。ムーディーズ社の日本国債格付けの引き下げ方向での見直しも加わった。また、銀行等金融法人には株安の中、9月中間決算をにらんで債券投資のリスクを落とす動きが見られた。

為替相場は米国の景気悪化が進行する中、全米製造業協会等米国内からドル高政策修正を求める声が高まってきていることを背景に、円高方向に振れやすい情勢となっていた。

このように米国景気の先行きに神経質になる度合いが高まっていた状況の中、9月11日朝（現地時間）、NY世界貿易センタ-ビルへハイジャック機が激突⇒NY金融市場がダウンするテロ・ショックがおこった。

明けて12日に日経平均株価は84年8月以来の1万円割れの9610円で引けた。債券相場は12、13日は世界的景気悪化よりも景気悪化等に伴う国債増発懸念に目が行き続落。10年新発国債利回りは1.445％へ上昇。14日には大手流通の一角「マイカル」が民事再生法申請を決定したが、株式、債券両市場ともに不良債権処理や構造改革が進捗するとの思惑から相場は上昇した。

9月17日に再開されたNY株式市場は下げ幅が小さかったS&P500指数で▲4.9％の下落。大幅下落ではあったが、開場前のFRBによる金利引下げ決定（FFレートは3.5％から3.0％へ）が機先を制した形となり最悪予想の範囲内におさまった。その週は下落展開が続いたが、24日の週初からは反発している。

日銀は12日から潤沢な資金供給に動き当座預金は8兆円水準に積み上げ、資金ショートなどの不安心理の除去に動いた。また円急騰に対応して介入を実施するとともに買入資金を市場

に放置するスタンスを示し、27日には当座預金は10.9兆円に達した。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

テロ･ショックの影響が金融市場を不安定化

テロ・ショックによる世界的金融市場の混乱や軍事的緊張の高まりは、構造改革をめぐる関心を後景に退かせることとなろう。臨時国会（27日召集）でも米国支援関連法案に論議の時間を取られる可能性が高い。一方、テロ・ショックによって米国のマインド面での後退は避けらず、世界的景気悪化がどう進展するのか、を注視する必要が生じている。

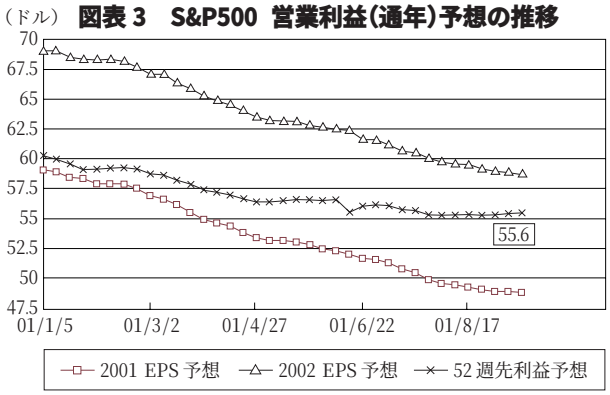
まず、テロ報復の軍事行動がどのような体勢・国際的支援のもとでおこなわれ、どれ位の期間で収束するのか、によって今後の展開は変わってくる。

国連常任理事国の（暗黙も含め）承認のもと多国籍軍の編成がおこなわれアラブ穏健派の理解が得られることが前提。91年の湾岸戦争のように戦闘の短期終結が期待されるが、①テロ首謀者の潜伏するアフガンの峻険な山岳高地で集中総力戦展開が可能か、②テロ支援国も攻撃対象に入り戦闘地域が拡大することはないか、いうリスクがある。さらにテロ再発リスクも捨てきれない。

①について、テロ首謀者捕縛のためにはトマホーク、空爆などによる空からの拠点攻撃だけでは不十分であり、特殊部隊投入を含む地上戦が山岳地帯で困難をきたすという観測もある。また②は米国のスタンスも影響するが、周辺国への攻撃拡大の可能性も想定される。決してテロ掃討の軍事行動の長期化リスクは低くないと見るべきだろう。長期化によって金融市場だけでなく、原油はじめ商品市況の変動リスクも増す。

米国景気には2002年半ばには遅くとも自律反発に向かうだろうという期待があったが、このテロ・ショックにより消費者マインドが低下し景気を下押しする懸念が強くなった。湾岸戦争時、消費者信頼感指数は▲47低下しており、イベント・ショック効果は大きい。テロ報復への軍事行動が長期化すれば、一部の特需効果を除いて世界的な景気をさらに悪化させよう。

（ドル） **図表3　S&P500 営業利益(通年)予想の推移**



資料：IBEデータから農中総研作成

米国株価はバリエーション的にグリーンスパンFRB議長が示した「益利回り＝長期債金利」の株価水準（金利5%としてS&P500ベースで1100程度）を下回り割高感は後退していたが、予想される業績下方修正ラッシュが株価を下押す要因になると見込まれる（図表3）。

これにより東京株式市場は先行き好転の視界が不透明さを増した感が強い。米国株価へ連動し東京株式市場の不安定化は当面続き、9月中間決算後には下方修正が悪材料となる。好転模索の展開をしばらく覚悟しなければならないだろう。

また、為替相場は介入によって結局は押し戻されると想定するが、米国経済の悪化のもとでドル高政策修正懸念が円高に振れ易い地合を作ろう。

テロ・ショックの向こう側にあるもの

しかし、テロ・ショックの向こう側に目を向けておくべきだろう。18日の金融政策決定会合は国際的金融協調への対応スタンスを示したが、テロ・ショックはより強力な金融緩和を促している。現状、「インフレ目標」設定という手段をすぐに取ることは想定していないが、深まった経済危機への対応＝デフレ緩和策として、日銀が一段の金融緩和やより強いコミットメントを打ち出す可能性は高いと考える。一方で短期金融市場はすでにジャブジャブの状態にあり、マネタリーベースは前年同月比で10%に到達することが見込まれる。マネタリーが＋10%増加となれば、マネ-サプライ増加率は信用乗数の低下を斟酌しても5%程度まで上がってくることが考えられる。これまでに金融緩和は着実に進行してきている。

これらの金融緩和策は景気悪化と相俟って短期的には名目金利の低下をもたらす側面が大きいと予想するが、中長期ではデフレ緩和⇒インフレ期待上昇への思惑が債券投資の抑制要素となろう。

また、小泉首相は2002年度当初予算の「新規国債発行額：30兆円」枠を守るだろうが、市場は、米国のテロ報復を支援するため財政的支出拡大に加え、景気悪化での税収減や景気刺戟策のため2002年度早期の補正予算の必要性を見ていくだろう。25日には今年度補正予算編成では「30兆円」枠にこだわらないとの報道がおこなわれた。増してや本格的財政再建の行方は不透明だ。

また、竹中経済財政担当相が「骨太の方針において、今後2～3年を集中調整期間としたが、その後のIT不況や米テロ事件で、大幅にシナリオが狂いつつある」と述べるなど、構造改革への取り組みスタンスの後退を印象付けている。また識者の中に構造改革のための財政負担を別枠で調達する「小泉ボンド」構想が支持を集めつつあるが、結果的に財政再建路線の緩みにつながると言えなくもない。

これらの状況から、債券相場については短期的に利回り低下局面はあろうが、中長期では利回りレンジは上昇していくと考える。

（2001.09.25　渡部）