

情勢判断

国内金融

我慢の先：漠然とした不安と漫然とした楽観の向こう側

要約

米国をはじめとして世界的に年末年始の消費が不調に終わる可能性が想定され、企業業績の下ブレから株価が再び軟調化することも予想される。しかし、テロ報復行動に一定の達成感が出てくる状態となり、それに伴って消費者等心理の好転が見通される中において、世界的な景気回復を織り込む形で株価の反転基調が現れてくると予想する。

債券相場にとって、当面の景気悪化はプラス材料だが、財政再建など構造改革の行方は不透明さを増している。また市場は金融緩和政策にデフレ緩和としての意味合いを意識しており、追加緩和が必ずしも買い材料とはなくなっている。よって中期的に相場レンジは上昇していくと考える。

図表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位：%、円/ドル)

年度/月	2001			2002	
	9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
新発10年国債利回	1.420	1.35	1.45	1.60	1.60
長期プライムレート	1.650	1.65	1.70	1.75	1.80
為替(円/ドル)相場	119.3	120	120	120	115
日経平均株価	9,775	10,000	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

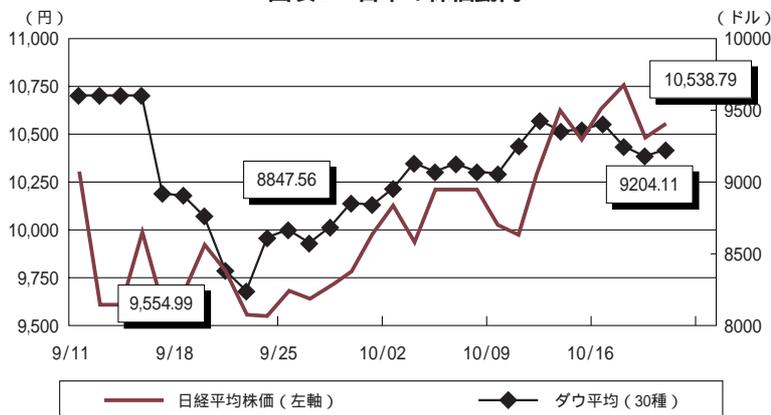
株価と債券の同時安や信用決済の麻痺など世界的規模での金融資本市場の混乱が米国同時多発テロの発生直後に危惧されたが、各国金融当局による金融緩和策の積極的協調が威力を發揮し、とりあえず混乱は回避された。

また、テロ報復の軍事攻撃とテロ再発に絡む二重の緊張がマインドを悪化させ、世界的に消費抑制など経済活動の萎縮が見られるが、報復軍事行動が順調に進んでいることもあり、先行きについての極端な悲観論は後退している。

ニューヨーク(NY)株式市場は9月17日(月)の再開直後の週間(17~21日)にダウ平均(30種)で14.2%下落。この間、世界的な株同時安懸念が高まり、東京株式市場も連動安となって、日経平均株価は同じ週間では4.2%下落し、21日(金)には9,554円99銭を付けた。

翌週も、米国企業の業績ニュースとしては原材料が支配的だったが、有力株式情報誌Barron'sの強気コメントや大物ストラテジストの推奨などから、センチメント悪化に歯止めがかかるとともに、買戻しによって反発した。このNY株の反発にも支えられ、東京市場も9月末には反発し、株不安が後退した。10月に入ると薄商いながら、中間期末明けの需給好転とNY株式市場の戻り歩調から、日経平均株価は1万円台をキープ。電機などの業績下方修正の発表および観測報道は続出したものの、底固い動きとなっている(図表2)。また、本格化時期を迎えた米国の7~9月期業績発表で、半導体大手のインテル、IBM等ハイテク主力銘柄の利益が市場の業績予想に対して下ブレせず、かつ先行き見通しを下方修正しなかったことから、日本企業の業績の先行きについて同様の期待が連想されることも手伝っている。

図表2 日本の株価動向



この間、金融当局の対応も危機を防いだ大きな力となった。FRBは、9月12日に信用供与を前週末に比べ約1000億ドル増加させ緊急対応をおこなったが、日銀もオペ等（14.5兆円）を通じて潤沢な資金供給に動くとともに、後述の為替介入の買入資金をそのままに放置（2.3兆円）する「非不胎化」スタンスをとり、9月末の日銀当座預金は1248兆円（前月末から+655兆円増加）に上った。このような各国金融当局の行動が資金ショートなどの不安心理の除去に働き、金融資本市場を安定させた（図表3）。

図表3 2001年9月：日銀の金融調節（億円）

（当座預金変動要因）		実績	前年実績
銀行券要因		-6,735	-13,762
財政等要因		-72,688	-24,929
内訳	一般財政	-11,181	-17,240
	国債	-58,965	-28,449
	政府短期証券	-25,725	19,575
	外為	22,657	1,436
	その他	526	-251
資金過不足（-）		-79,423	-38,691
金融調節計		144,923	40,705
内訳	貸出	370	1,181
	オペレーション	144,553	39,524
当座預金増加		65,505	2,014

（日銀公表資料から作成）

また、円高進行が招く景気等への悪影響を憂慮した金融当局は、ドル安への動きをくい止めるため、粘り強く為替のドル買い介入等をおこない、120円台に押し戻した。

一方、債券市場では、テロ直後に新発10年国債利回りが1.445%（BB）を付けた後、9月17日に一旦1.34%まで低下した。その後、景気悪化材料による上値買いには慎重な投資スタンスが強く、中間期末を前に軟調展開となり売買高も低迷したが、中間期末明けで国内投資家が投資を再開するとともに、海外投資家も10月第二週には8週ぶりに債券買い越しに転じた。これに伴って、1.3%台半ばまで低下してきた。

金融市場の見通しと注目点

株式相場

= 二番底探りも底は浅く、株価反転へ

世界的な消費需要の重要な要素を占める米国のクリスマス商戦の動向は予断を許さない。多くのセンチメ

ント調査でも既にテロ・ショックの影響が出ており、レジャー含め米国の消費者は慎重な姿勢を示す可能性が現時点では強い。景気悪化にテロ・ショックが加わって、年末年始の消費に対し抑制的になる傾向は、世界的に共通と考えることが妥当だろう。

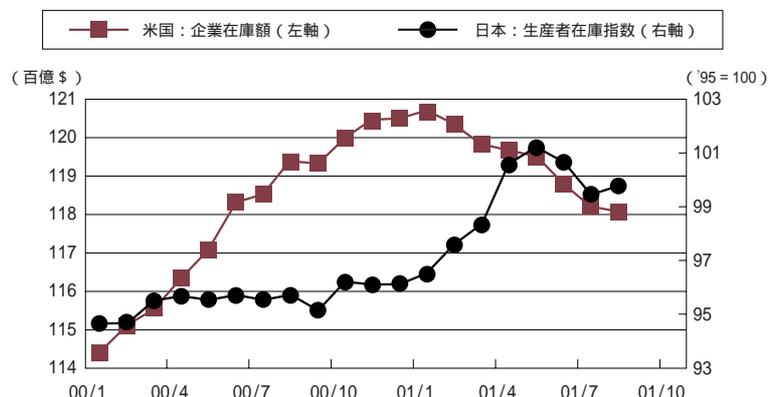
この点で、企業業績への見方はもう少し厳しく見るべきかもしれない。一部電機で受注が前月比で増加に転じるなど底入れ気配が見られるが、本格化した9月中間決算発表でも、先行きには慎重姿勢が多い。これまでもソニーや松下電器など大手電機メーカーが再下方修正をおこなっているが、再々下方修正も視野に置く必要があるだろう。

しかし、米国をはじめとして先進国の企業在庫は減少スピードこそ鈍いものの、ピークアウト感が生産者在庫を中心に現れてきている（図表4）。消費悪化を吸収できる余力が生まれていると見てよかるう。景気刺激効果としては、米国でテロ対策を含めて2002年（会計年）に1200億ドル以上の財政支出拡大が見込まれている。また日本でも補正予算執行の効果が年明け以降、多少なりとも出る。

また、アフガンで一部地上部隊の投入が始まったが、実効政権：タリバンの内部分裂も既に見られており、本格的地上戦への道ならしは十分に出来たと言えよう。炭疽菌感染などバイオ・テロの恐怖が広がっているが、今後報復の軍事行動に一定の達成感が出てくれば、心理面の低迷は薄れていくと考えられる。

以上のように、足元の株式相場はNY株式市場の堅調を映した動きを見せているが、米国におけるクリスマス商戦等世界的な年末年始の消

図表4 日米の企業在庫動向



費活動の不調によって、業績の下ブレから株価には二番底を探る軟調化のリスク・シナリオを想定している。しかし、すでに在庫等調整過程が進んでいることから、世界的に財政からの景気支援効果が金融緩和効果に加わることによって、遅くとも2002年の年央には景気が反転する期待を織り込みながら2002年の春先頃には株式相場の反発基調が明確になっていくと考える。

なお、金融庁は大手行への特別金融検査を10月中に前倒しして開始するが、債務者側、特に直近の株価やレーティング等から見た大口問題企業に着目して、その融資先、メイン、準メインを重点的に検査する。この検査を通じ大口要注意先企業の状況把握が深まり、それらの企業の取り扱い方が今後問題となり、銀行の株価に影響を与えよう。官邸筋で主張されたとおり、これらの貸出債権の処理が進むかは別として、透明感が増すことは重要である。

債券相場 =

財政規律回復への期待低下で慎重スタンス

10月末の取りまとめを目指し、補正予算編成の具体的論議が進んできた。財務省は小泉首相や塩川財務相の主張する「新規国債発行30兆円」枠内（27兆円規模で、国債発行は1.8兆円）での編成案を作った。これにより、債券市場では安心感も出ているが、与党3党政策責任者会議では再検討を求めており、2次補正編成の方向性をにじませた形で10月末の補正予算編成は決着すると考えられる。財界からも大型補正を求める声が上がっており、2段階編成という形となれば景気対策と税収減の両面から2001年度の新規国債発行額を30兆円以下へ抑制するこ

とは困難となる。

投資家は夏場以降、一段の景気悪化 デフレの進行と金融緩和措置の追加が起こったにもかかわらず、上値追いに慎重である。イールドカーブは6月末を底に上方シフトしており、財政再建への疑問姿勢から国債投資へのリスクプレミアムを高めていると考えられる（図表5）。

2000年度一般会計歳出80兆円未満への抑制方針を財務相が述べるなど、政府首脳は、財政規律の維持を重視する予算編成の考え方を変えていないと思われるが、景気悪化は一連の構造改革への抵抗と障害を引き起こしやすくしている。2002年度の当初予算編成での「新規国債発行額：30兆円以内への抑制」が形式的に実現したとしても、2002年度の早期に補正予算論議が浮上することも考えておく必要がある。増してや中期的な財政再建への道筋をつけることは容易ではない。

また今後、金融緩和措置が追加されるとすれば、これまで以上にデフレからの脱却 経済の正常化を目指したものと債券市場は意識し、長期的なインフレへのリスクプレミアムを求めていくことも考える必要がある。

よって、前月の見方を継続し、景気悪化や運用難から、短期的に債券利回りの低下局面はあったとしても、中期的に利回りレンジは上昇していくと考える。

為替相場は、わが国当局の円高阻止のスタンスが強いことを背景に手がかり材料難の状態が続くと見込まれる。テロ報復を巡る動向なども絡むが、当面は120円をはさんだ狭いレンジで推移すると予想する。（9001.10.24 渡部）

日本国債のイールドカーブ

