情 勢 判 断

国内金融

年末の大詰め：土俵際押し返し、ここが歴史的ポイント？

要　　約

年末、小泉・構造改革にとって14年度予算編成と特殊法人合理化計画は重要な関門になる。重点7特殊法人の整理で合意したが、まだ予算編成や特殊法人合理化計画は年末まで予断を許さないし、構造改革実行への不安は残る。追加金融緩和期待も、必ずしも買い材料とならなくなっている。よって短期的な低下余地は別として中期的に一定程度、利回りレンジの上昇を予想する。

2002年の循環的回復から株価の反転を見込むが、構造改革の遅れは経済再生期待を損ない株式市場にとってもマイナス要因。株価の反転幅・上値を抑える方向に働く。

図表1　金利・為替・株価の予想水準　（単位：%、円／ドル）

年度／月	2001		2002		
	12月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
CDレート（3M）	0.05	0.06	0.07	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	1.35	1.45	1.65	1.65	1.50
長期プライムレート	1.70	1.70	1.75	1.80	1.80
為替（円ドル）相場	120	120	120	120	120
日経平均株価	10,000	11,000	12,000	12,500	13,000

（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

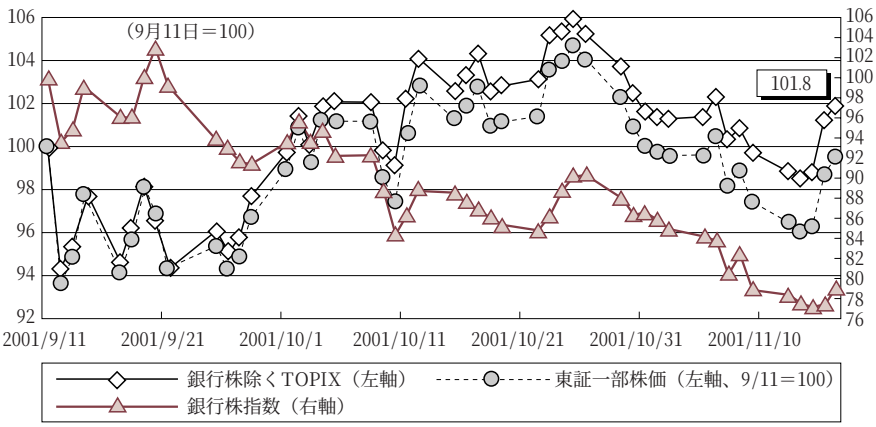
ニューヨーク株式市場は堅調推移。シスコ・システムズなどが次四半期の業績見通しに自信を示すとともに、米半導体協会が2002年度半導体売上の＋6%増加となる見通しを発表。これらによって、ハイテク銘柄に対する投資センチメントが好転した。また小売売上が戻ってきたことなどから、クリスマス消費にも強気の見方が出てきた。さらに11月13日に北部同盟がカブールを制圧するなど、アフガン情勢の予想以上の進展も支援材料となった。

このNY株式市場の動きに支えられ、東京株式市場は10月25日の場中に11,000円を回復したが、その後は軟調展開に転じた。利食い売りに加え、銀行株の下落が全体的な株式相場心理を圧迫することとなった（図表2）。特別検査で、大口要注意先の債務者区分が変更され不良債権額が大幅増額となる可能性が取り沙汰されたことや、ペイオフ再延期論議などが嫌気材料となった。これらから、11月13日には一時、日経平均株価は10,000円割れとなったが、その後、電機・精密株やサービスセクター株が上昇し、株価指数も反転。銀行の中間決算発表が悪抜けとなり、11月26日には11,000円台を回復した。

債券市場は、①（1次）補正予算が2001年度新規国債発行額：30兆円以内で編成されたこと、および②塩川財務相が2002年度当初予算編成について歳出縮減スタンスを繰り返し表明したことなどから需給不安が一時後退したことに、債券先物の踏み上げなどテクニカルな要因が加わり、長期債利回りが低下。11月7日には新発10年国債利回りは1.28%（日本相互証券調べ）となった。

しかし、その後は上値追いへの慎重スタンスが強まるとともに、与党から2次補正予算要求や行革への反対・抵抗が表面化し、構造改革実施への不安が台頭。2002年度の国債市中消化額が増加するとの観測も売り材料となり、債券相場は反落（利回りは上昇）した。

図表2　東証株価指数と銀行株指数の動き

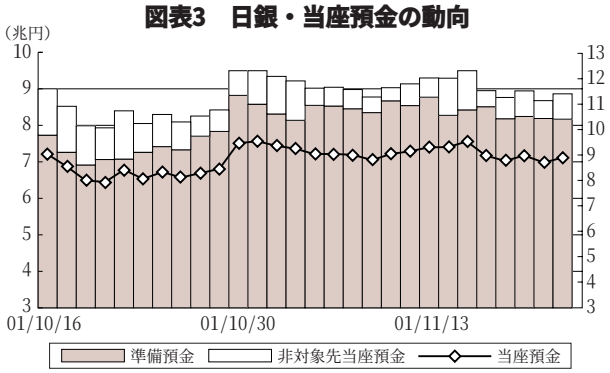


東証データから農中総研作成

なお、利付興銀債の利回りが、他の利付金融債に比べ、国債等とのスプレッド幅拡大を伴いながら、上昇した（11月23日現在、証券業協会気配で新発利興債利回りは0.829％）。

11月に入っての日銀当座預金残高は、「6兆円以上」というも目標を大きく超過する8兆円台後半から9兆円台前半という高水準を持続（図表2）。しかし、表面的な残高水準とは別に、実態的な残高については厳しい見方があり、前記の水準維持が短期金融市場金利の跳ね上がりを抑える必要水準との観測も根強い。加えて、コール市場の機能低下から必要資金の取り入れが十分できない状況も言われている。ゼロ金利維持と流動性供給をしていくという観点に限れば、このような操作を継続していくことで足りるが、悪化する実態経済への効果として、日銀当座預金を操作目標にした金融緩和策の限界も指摘されている（図表3）。経済財政諮問会議や日銀・政策決定会合で、デフレ阻止の政策協調の動きも出ている。

図表3　日銀・当座預金の動向



日銀資料から農中総研作成

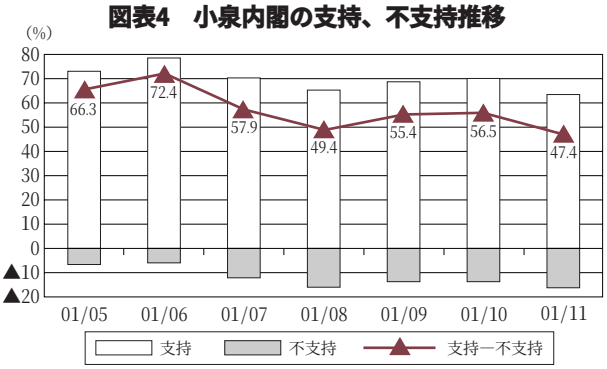
金融市場の見通しと注目点

債券相場＝小泉改革、信認維持の正念場

このような中、小泉内閣の生命線である構造改革の大きな関門となる12月を迎えた。

改革実行の遅れから、小泉首相の構造改革路線に対する失望感が市場に広がり、①2002年度当初予算の編成内容、②「特殊法人等整理合理化計画」策定という重要課題に対しても、市場は疑問姿勢に傾いてきたように思われる。小泉内閣の支持率も低下してきた。時事通信社系の中央調査社（11月16日実施）によれば、支持率が63％（前回比▲6.7％）に低下するとともに、不支持率は前回比＋2.4％上昇して16.2％となった。小泉内閣への支持率から不支持率を引いたネット支持率は47.4％まで6月に比べて25％低下したことになる。ちなみに自民党支持率も27.0％と前回比▲5.3％低下した（図表4）。

図表4　小泉内閣の支持、不支持推移



中央調査社データから農中総研作成

構造改革をめぐるこれらの課題で、曲がりなりにも市場が許容する内容を提示できなければ、今後、市場の信頼感は一層低下するとともに、政権の求心力が低下し政局の不安定化を招くリスクも考えられたが、重点7特殊法人の整理について与党合意に達して、構造改革への期待をつなぎとめた。

また、小泉首相が2次補正予算編成を決断したことは、景気悪化のリスク対応として必要だという認識を市場は持っており、結果として①規模が国費投入2.5兆円で、かつ②中身がIT関連や都市再生などの事業にも重点配分され構造改革路線にも沿うものであることから、問題は無いだろう。

重点7法人について、整理方針は固まったものの、「特殊法人合理化計画」の全容が固まる12月中旬まで予断を許さない状況が続く。市場が期待・許容する範囲で特殊法人の合理化計画を策定することは容易ではないだろう。

小泉首相は内閣主導で特殊法人廃止・民営化案をとりまとめる意向を示しているが、今後、高速道路整備計画の見直し等が第三者機関で検討される中、紆余曲折が予想される。

また、2002年度予算編成では、新聞報道されているように、財務省の税収減少予想（47.6兆円）に基づくと、新規国債発行：30兆円枠を守ろうとすれば、概算要求（8月）段階からの歳出切り込み幅は▲1.6兆円から▲4.5兆円に拡大する（図表5）。

これに対して、①予想される税収減少に対応し、当初予算段階ではとりあえず、国債整理基金への定率繰入停止等を含め歳出規模を縮減し、2002年度入り後の補正予算編成に含みを残すことも考えられる。これで表面的に「新規国債発行：30兆円以内」で編成をおこなうことも可能であるが、歳出削減策への抵抗は強い。次に、②構造改革によって将来的にもたらされる成果を担保に、時限立法で国債発行（いわゆる「小泉ボンド」構想）をおこなうことが上げられるが、構造改革実行が何も進んでいない現状では、財政への信頼はつなぎとめられるだろうか。

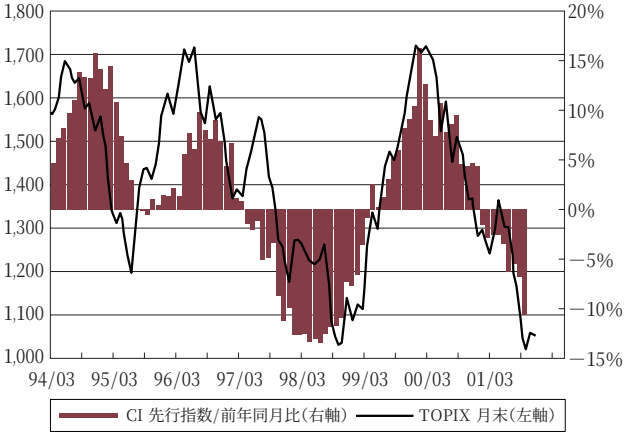
以上のように、経済財政諮問会議で11月末ま

図表5　14年度予算の歳出削減必要額

（単位：兆円）	13年度予算	14年度予算	
		概算要求	財務省試算
［歳入］			
税収	50.7	50.4	47.60
その他収入	3.6	3.6	3.60
公債金	28.3	30.0	30.00
計（A）	82.7	①　84.0	③　81.2
［歳出］			
国債費	17.2	18.4	税収減少見通しに基づく要減額額
地方交付税	16.8	19.5	
一般歳出	48.7	47.8	
社会保障関係費	17.4	18.1	
公共事業関係費	10.4	9.3	
その他	20.9	20.4	①－③
計（B）	82.7	②　85.6	▲4.5

概算要求段階
①－②＝要減額額　84.0－85.6＝▲1.6
（経済財政諮問会議資料、日経新聞から作成）
（注）財務省試算は日経新聞11月17日の報道による

図表6　景気先行指数（CI）と株価



内閣府「景気先行指数」等から農中総研作成

でに編成方針の取りまとめをおこなわれた後、2002年度予算が最終的にどのような形になるか、予断を許さないし、特殊法人合理化計画も策定まで評価をしずらい。

さらに、海外格付け会社の日本国債格付け見直しの発表が近々見込まれる。発表時にネガティブ・ウォッチ（再引き下げ検討）が付けば、AA格中の最低格付けに下がる可能性が生じる。国際的に日本国債投資への信頼は動揺しかねない。

また、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す日銀のコミットメントをより強く打ち出したものなろう。

よって、景気悪化や運用難から消去法的な国債投資による下支えはあるとしても、来年以降の中期的に利回りレンジは上昇していく可能性を当面慎重に見たい。

株式相場＝米国景気の回復に後追い

米国株式市場の反発は、早期回復への期待買いの域を出ない。景気回復への確信度はまだ低く、年末に向かい米国のクリスマス消費に神経質になる度合いが高まってこよう。しかし、テロリスト掃討の軍事行動が順調に進んできたことは、消費者心理を好転させている。また、金融緩和⇒金利低下が消費面に効いてきている。これまで考えられていたほど、年末年始の米国の個人消費は悪化しない可能性が出てきた。

一方、国内景気に関しては、リストラや設備投資抑制などの要因から、もうしばらく低迷するという見方に変わりはない。景気先行指数の動きから考ええても、年明けまでは悪化傾向を示すだろう（図表6）。

したがって、下期の企業業績への見方を慎重に見る考え方に変わりはないし、当面の株価に対して慎重スタンスを取る必要がある。

しかし、米国景気が2002年半ばから回復に向かう可能性を高めるとともに、国内的には補正予算の集中執行が年明け以降、需要を支える。よって、景気悪化は限定的となり、株価の二番底の深さも浅いと予想する。

以上、米国におけるクリスマス消費等世界的な年末年始の消費活動は不透明感を残す。また、国内景気も悪化傾向が当面継続することが予想され、業績の下ブレ・リスクもあることから、株価は再度、軟調化のリスクが想定される。

しかし、電機セクターの受注が前月比で増加基調をたどり始めている。米国をはじめとして先進国の企業在庫は調整過程を進んでおり、これまでの金融緩和効果に各国の財政支出拡大による需要創発効果が加わる。これによって、米国景気の回復に後追いし、わが国も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出てくると想定する。半面で構造改革が進まない状況が続くことは、中期的な経済再生への期待と投資家センチメントを削ぎ、株価の上値を抑えることとなろう。

なお、金融庁は大手行への特別金融検査を実施しているが、大口要注意先企業の取り扱い方が今後問題となる。債務者区分変更⇒不良債権処理の積み増しや支援打ち切りという事象だけがクローズアップされれば、短期的に銀行株価の悪影響は免れないだろう。

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、ファンダメンタルズ上では、米国経済の回復期待が日本経済のそれを上回ることから、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。

（11.22　渡部）