

# 情勢判断

## 国内金融

### 短期循環：回復に向かうが、デフレ圧力は継続

#### 要約

2002年度予算編成と特殊法人合理化計画は取りあえずクリアしたが、改革の不徹底や結論の先送りという評価も多く、具体的論議は年明けに持ち越された。論議の過程では紆余曲折が予想されるとともに、景気悪化に伴う信用不安等もあり、小幅の長期債利回り上昇を想定するが、基本的には改革路線は継続され、一定の財政信認は維持されると考えている。なお、信用リスクへの意識の高まりには引き続き注目したい。

株価は、景気悪化や信用リスク高進から当面、軟調局面もあるうが、短期循環的回復から株価の反転を見込む。しかし、持続的経済回復は現在のところ期待薄であり、株価の反転幅・上値を抑える方向に働く。

#### 金利・為替・株価の予想水準

(単位：%、円/ドル)

年度/月	2001年度		2002年度			
	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M)	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.10
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	1.35	1.45	1.60	1.50	1.50	1.60
長期プライムレート	1.85	1.90	2.00	1.90	1.90	1.90
為替(円/ドル)相場	130	130	130	125	125	125
日経平均株価	10,000	11,000	12,000	13,000	13,000	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

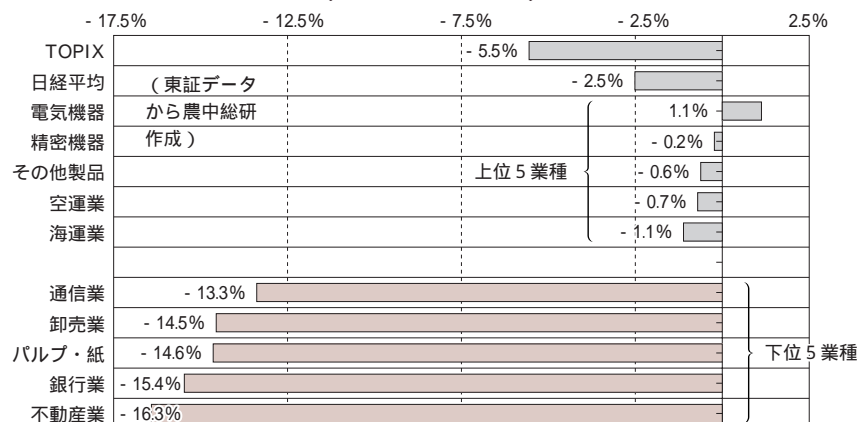
債券市場では、有力海外格付け会社からの日本国債(長期債務)の格付け引き下げが相次いだ。事前予想の範囲内という市場の認識で直後の売りも限定的。スワップがらみと噂される動きから新発10年国債利回りが1.4%に突っかける局面もあったが、景気悪化のもとでの運用難から投資家の消去法的買いが継続し、利回り

はジリジリと低下してきた。

むしろ、この1ヶ月間の債券市場で特徴付けられるのは、信用リスクへの意識が厳しさを増していること。信用リスクの面から国債への投資選好が強まっている側面も否定できない。直接的には、米大手エネルギー・企業 エンロン社の破綻からはじまったMMF大量解約に伴うキャッシュ化売りが、低格付け社債や一部利付

図1 2001年12月の業種別株価動向

(11/30 - 12/18の変化率)



金融債等の利回り上昇を生じさせているところも大きいと推測されるが、大手銀行が中間決算発表時に、2001年度下期における大口問題先処理計画を明示し、それに沿った動きが今後、予想されることも背景にあらう。12月に入り、準大手ゼネコン等の民事再生法申請があり、業況不振企業の先行きへの投資家の目は厳しくなっている。

また、MMF解約売りや企業破綻懸念が波及する形で、利付興銀債の利回りも上昇。12月10日に12月募集債が+20BP引き上げられ、0.95%で決まった（長期プライムレ－トは1.85%へ）後も、国債等とのスプレッド幅拡大を伴いながら、利回り上昇が続いた。12月19日現在、新発5年利付興銀債と国債（残存5年）とのスプレッドは、60BP超まで拡大し、1.073%（証券業協会気配）となっている。

12月19日に、日銀は政策決定会合で日銀当座預金の限度引き上げ国債買い切りオペの増額、CP現先オペの積極的活用等金融調節手段拡充などの追加金融緩和策を決定。期待どおりもので金利安定化や信用システム安定に一定の効果を持つだろう。

ニュ－ヨ－ク（NY）株式市場では半導体市場の反転やハイテク関連企業の業績見通しの好転から底固い動きを示したが、それに連動する形で東京株式市場でも電機株指数が堅調推移。電機株指数は12月18日現在、11月末比+1.1%上昇しているが、株式相場全般の動きとしては、信用リスク懸念の増大や国内景気の悪化が相場心理を圧迫し、東証株価指数が11月末比で5.5%、日経平均株価が同25%下落。銀行株指数に至っては同154%下落し、一部大手銀行は額面割れ寸前まで値を下げることとなった。

為替市場では、国内景気悪化や信用リスク懸念を背景に、追加金融緩和策として外債購入採用等の期待が高まったことに加え、財務相はじめ当局高官等からの円安容認発言によって、円

安ム－ドが広がった。ユ－ロの上昇も手伝って、ドル円相場は円安が進行し、130円に迫る動きとなった。

## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場＝

### 改革の具体化論議は2002年に持ち越し

「特殊法人整理合理化計画」は163の特殊・認可法人のうち、廃止17、民営化45の方針を決定した。

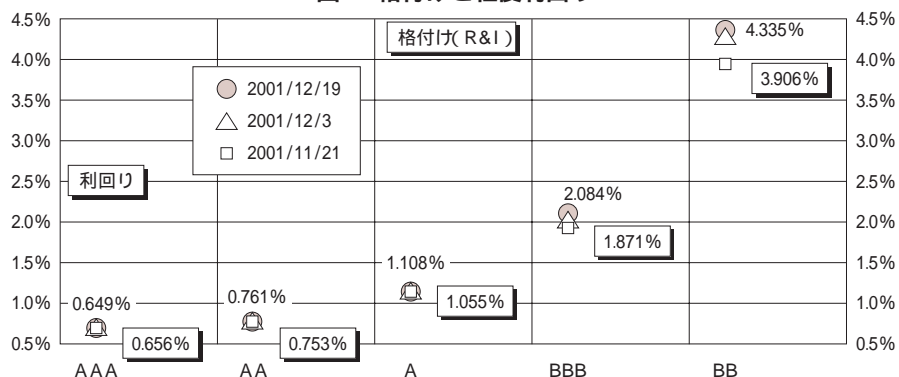
また、20日に内示された2002年度当初予算の財務省原案では、一般歳出を概算要求段階から0.3兆円減額し前年度比47.4兆円、地方交付税交付金も概算要求段階に比べて2.4兆円減額し17.1兆円にとどめるなどによって一般会計総額は81.2兆円に切り詰め、新規国債発行：30兆円以内という基本方針を守った。

構造改革をめぐる年内のハ－ドルは取りあえず越えたが、これらに対する評価は、基本的に厳しい。早速、S&Pは構造改革の遅れを指摘し、一段格下げの公算が大きいとのコメントが報道されている。

特殊法人改革では、廃止・民営化が4割弱にとどまるとともに、道路4公団の民営化形態や高速道路整備計画の第三者機関での検討、政府系金融機関の年明け以降、経済財政諮問会議での検討など、具体的論議は持ち越された。また、経済財政諮問会議主導で進んだ2002年度の当初予算編成では、特殊法人への財政支出1兆円削減や自動車重量税の一般財源化等一部、改革の成果は出たものの、医療制度改革、年金の物価スライド凍結維持などで改革の不徹底という声がある。

2002年には公共投資数値目標や税制抜本改正など中長期的財政改革の論議も予定されており、前述の特殊法人改革の具体化と併せ、論議の先行きには紆余曲折が予想される。しかし、改革路線は継続され、一定の財政信認は維持される

図2 格付けと社債利回り



(利回りの内は11/21、他は12/19)

(日本証券業協会HPの「格付けマトリックス」から作成)

と考えている。

また、金融政策の動向としては、2002年度も依然、構造調整圧力は強く、消費者物価（除く生鮮食品）は下落（下落率は縮小するものの、0.5%と予想）が継続すると見込んでおり、日銀の短期金融市場でのゼロ金利政策は継続されると想定している。

よって、小幅の長期債利回り上昇局面もあるが、ゼロ金利政策の継続のもとで、長短スプレッドの確保が可能な状況が2002年度中は続くと予想されることから、消去法的な投資が債券相場を支えることとなろう。ただし、構造改革の動向とそれに対する評価リスクには注意を払うべきだろう。

なお、信用リスクへの意識の高まりによって、低格付け債ほど利回りが上昇している（図2）。格付け（R&I）と社債（5年）利回りを描いたイールドを、海外での大型倒産や銀行の不良債権処理計画が発表となった、11月21日から直近の12月19日のほぼ1ヶ月間で比較すると、A格の社債利回りがほとんど変わらなかったのに対し、BBB格では約0.2%上昇した。2002年早々から大手金融グループ内の銀行再編が予定されているが、大手優良企業においても、財務改善等を通じた格付け戦略を着実に実行していくことが、銀行貸出を含め低コストの資金調達を取り入れるためにますます重要となるだろう。

金融庁の特別検査結果は、年明け以降に示されようが、中間決算発表時の不良債権処理計画はほとんど特別検査を反映していない模様である。検査結果によって一段の大口問題先の処理コスト積み増しもありえよう。その場合、金融システム不安を抑制するため公的資金投入や金融再々編が浮上するかもしれない。

株式相場 = 米国株価の底固さが支援要因  
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しているが、米国株式市場は底固さを増してきた。

当社の米国経済見通しでは2002年第1四半期から前期比プラス成長に転じていくことを予想しているが、アナリストによる業績予想においても2001年第3四半期を底に悪化傾向が止まり、2002年第1四半期以降、反転傾向が出てくることが予測されている（図3）。

株価収益率（PER）と長期金利による株価モデル上は割高感があるものの、業績予想の反発は、悲観見通しが遠退きつつあることを示していよう。

このような米国経済の底入れ、NY株式相場の安定化は、東京株式市場の支援要因となる。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く、2002年3月期決算でも業績下ブレのリスクが有り得ると考えている。よって、当面の株価に対して慎重スタンスを取る必要があるが、米国景気の回復に後追いして、わが国も2002年の年央にはプラス成長に反転する期待が強まってこよう。

ミクロ的には電機セクターの受注が前月比で小幅ながら増加推移をたどり始めている。半導体や液晶パネルなどIT製品の市況も回復傾向が見られる。また、東芝の汎用DRAM撤退など抜本的な事業再編へ踏み出す動きも注目される。

これらの動きから、東京株式市場でも、2002年の春先頃から相場の反発基調が出てくると想定する。

半面で、構造改革のスピードと内容が、市場の要求するものと乖離が生じる状況が続くことは、中期的な経済再生への期待と投資家センチメント好転を削ぎ、値を抑えることとなろう。

為替相場は、景気悪化傾向が続くことを背景に、円安期待が強い。当面は125～135円のレンジで推移すると予想する。（12.12.20 渡部）

図3 米国S&P500指数 営業利益（四半期）予想変化

