

情勢判断

国内金融

小泉のリカバリーショットはあり？ = 危機感欠如が売り材料

要 旨

構造改革論議の迷走の中で、格下げ検討報道は、改めて国債保有リスクを意識させることとなった。改革路線の継続により一定の財政信認は維持され、消去的投資によって相場は下支えされと考えているが、財政悪化への危機意識欠如が投資リスク要因としてこれまでよりも意識され、小幅ながら国債利回り上昇も予想される。

株式市場は、短期的に下値探りの動きもあるが、政策的サポートと短期循環的な景気回復入りから株価の反転を見込む。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: %、円/ドル)

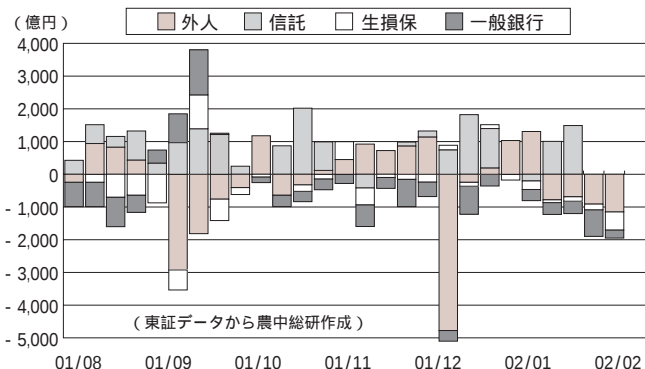
年度/月	2001年度		2002年度			
	1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M)	0.985	0.07	0.07	0.07	0.08	0.10
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り	1.475	1.50	1.65	1.50	1.50	1.60
長期プライムレート	2.000	2.30	2.30	2.20	2.20	2.20
為替(円/ドル)相場	132.935	135	135	130	130	130
日経平均株価	9997.80	11,000	12,000	13,000	13,000	13,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ、CD売り買いの気配の中間)

ここ1ヶ月の金融市場概況

2月の株式市場は、季節的に、機関投資家の決算対策売りや持合解消売りが嵩むのが通常であり、需給的に見て軟調相場になる傾向がある。外国人投資家も1月第3週から4週売り越し(東証等3市場: 合計3600億円強)を継続した(図1)。

図1 三市場の主要部門別株式売買動向



これに加えて、田中外相更迭をきっかけに、小泉内閣の支持率が急低下し政局流動化リスクが浮上。与党内反対勢力が勢いを増し、構造改革路線が立ち枯れ状態に陥る懸念が高まり、相

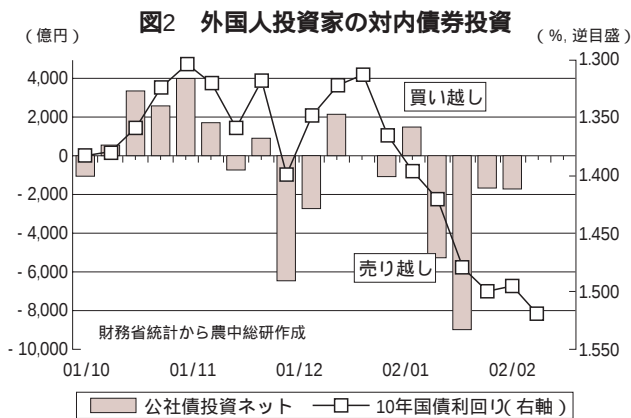
場心理は冷え込むこととなった。

これに、ニューヨーク株式市場でのエンロン社会計疑惑問題からの株価不安も重なって、1月末から株価が続落。日経平均株価、東証一部株価指数(TOPIX)ともにバブル崩壊後の最安値を更新した。特に、TOPIXは2月6日には同時多発テロ直後の安値(9月12日)に比べて、10%近い下落となった。

この結果、大手主要銀行グループの保有株式評価損は、9月中間期末の3兆円から5兆円超(試算)に拡大したと見られ、それが金融不安に拍車をかけることとなった。

しかし、2月8~9日のG7を前に、総合デフレ対策を打ち出すことを決定。その中で、株価対策として、株式取得機構(特別勘定)の買入実施の前倒し(2月15日から開始)、カラ売り規制の強化方針の表明によって、買戻しが生じた。

一方、国債相場も、同様に小泉首相の求心力低下によって、構造改革が頓挫するのではないかという懸念が売り材料となった。需給的にも、



外国人投資家の公社債売り越し額は、1月21～25日の週に0.9兆円に増大。1年半ばかりの売り越しが2月に入っても続いた(図2)。

マクロヘッジ会計の延長の噂(実際には、2月13日に公認会計士協会がマクロヘッジ会計廃止し新ルール提示。システム等対応の出来ない銀行について一年延長の経過措置を認めることを発表)もあり、国債の買戻しも一時見られたが、ムーディーズ社が2月13日に、日本政府の国内長期債務の格下げ検討を発表。新発10年国債利回りは1.545%(日本相互証券)にまで上昇した。

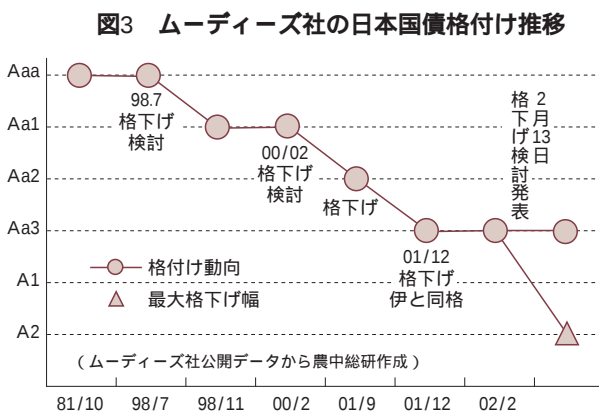
なお、副次的な金利上昇の動きとして、長期プライムレートが2月10日から22%(+0.2%)になるとともに、住宅金融公庫の貸付金利が2.75%へ引き上げられた。また、低格付け社債銘柄の利回りが引き続き上昇している。

金融市場の見通しと注目点

債券相場

= 国債は誰が買い続けるのか？

ムーディーズ社は前述の格下げ検討の発表コ



メントで、わが国の「多額の財政赤字を生み出しているポリシーミックスは、既に中期的に維持不可能になっている」にもかかわらず、「景気後退圧力への対応策としてある程度の財政出動を維持していかなければならないことから、政府債務の方向性は、早期に反転の兆しがみられない限り、将来、深刻な問題に発展する可能性」があると指摘する。

今後、現在の「Aa3」から一段階でも下がれば、チェコなどの中欧諸国やチリと同ランクになる(図3)。確かに、わが国はデフレと不良債権処理に苦しんでいるとはいっても、前記の諸国とは違い、世界最大の債権国であり、2001年も11兆円の経常黒字を計上。経済事情は全く違う。それでは、コメントに言うところの「将来、深刻な問題に発展する可能性」とは何か。

それは、政治が財政悪化に歯止めをかけることをしないまま、国の債務が増大していくならば、そんな国債を誰が買い続けるのか、ということであろう。

郵貯等によって集められたおカネを財政投融資計画を通じ、財投機関や国債に流す制度的な枠組みが改革され、郵貯資金の運用が市場原理に基づく運用に変化するとともに、長期的には高齢化に伴い蓄積された金融資産は取り崩されていくことが予想される。それにもかかわらず、財政赤字の累増という形のフリーランチはもはや食することができない状況を認識できない、危機意識の欠如が見られる。

民間金融資産の急激な海外逃避をはやすことは、論外としても、相次ぐ格下げは、日本国債の保有リスクへの感覚を深層から表面に押し出した。財政再建への国家戦略不在が続けば、将来大きな相場変動を引き起こす可能性が皆無とはいえない、ということを警告している。

追加景気対策が安易な妥協の結果として、出てくるならば、財政規律の弛緩という指弾を受ける。重点分野の絞り込みと改革成果を担保にするなどの償還財源の明確化が最低条件である。

とはいえ、デフレ下の運用難のもとで、金融機関の消去法的な国債投資のスタンスは継続するだろう。よって、ゼロ金利政策の時間軸が揺るがない間、利回り上昇は限定的と見ている。

一方、低格付け債の利回り上昇傾向も止まらない。発行市場へ影響と社債の大量償還を控え、カネ詰まりの懸念さえも出てきた。この面からも、総合デフレ対策で、実効的対策を期待したい。

株式相場 = 春よ、来い

米国経済は、回復への信頼を強めている。自動車購入のゼロ金利ローンなどのカンフル剤は切れたが、1月の個人消費は予想を上回り昨年12月対比、自動車を除いて+1.2%の増加となった。また、失業保険申請件数の動向から見て、失業率の低下傾向も期待できる状況になっている。

一方、設備投資では、通信関連分野で過剰投資のツケが2002年中も残り、2年連続減少は避けられないと見込まれている。また、パソコンや携帯電話の世界市場見通しも低い伸びの回復予想が一般的である。

しかし、パソコンについては、年後半の回復から、通年では+4%増加すると、有力調査会社ガートナー社は予想している。通信機器でも、地域ネットワーク（メトロ・アクセス）では年後半の回復期待が出てきた。半導体売上も2002年中は数%の伸びにとどまる予想が多いが、市況は回復に向っており、半導体製造装置の受注も底入れ期待が強まっている。

これに対して、国内的には、2002年3月期決算の下ブレが見込まれる。この売り材料が下方修正の新聞報道などで悪抜けし、かつ需給的にも決算対策売りが途切れる春先までは、まだ下値探りの局面が続くと見る必要がある。

しかし、1月下旬から2月初めの日本売りの相場感、株式取得機構の買取前倒し実施やカラ売り規制などもあり、歯止めがかかるだろう。また、信用売買動向では、売りが減り、買いが増加に転じるなど、反転してきた。

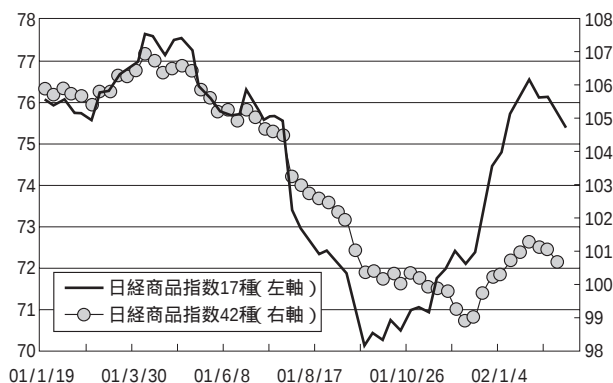
また、実態経済的にもアジア経済が先行して回復していることから、素材需給が好転し、市況が改善している。これは企業の収益改善につながる（図4）。

今回の循環局面での回復も米国向けを中心に外需依存にならざるを得ない。企業の海外立地

の進展から、世界経済の回復に伴う、わが国への波及効果は低下している、と指摘されるが、米国のGDPが1%増加すれば、わが国の輸出数量は3%程度の増加が見込める。これによって、民間設備投資も2002年度後半には回復への起動が出てこよう。

これらの動きから、東京株式市場でも、2002年の春頃から、景気回復を先取りした相場の反発基調が出てくるといふ、想定を継続する。

図4 日経商品指数（17種および42種）



なお、総合デフレ対策では、日銀との金融政策協調や金融機関への資本注入、不良債権処理の加速が期待されるが、市場や米国の信認が得られないものにとどまるならば、格好の売り材料を提供することになる。

為替相場については、構造改革の進捗で強まるデフレ効果の緩和や輸出の採算性向上を通じた景気下支え効果をゆるやかな円安進行に求めたい日本の通貨当局の政策スタンスを、ブッシュ訪日後の米国当局も基本的に容認するだろうと、考えている。

よって、レパトリエーション（期末の資金還流）による円買い需要が減少した後は、135円越えの円安に進んでいく局面もあると予想する。

とはいえ、年央には、わが国経済の先行きに一定の底入れ感が出てくる可能性があるとともに、米国の円安容認には、米国側産業資本からの反発もあり、限度があろう。

よって、金融不安のような状況がおこらず、先行き回復シナリオを前提とすれば、円ドル相場は、基本的には125～135円のレンジで推移すると予想する。（14.02.020 渡部）