

# 情勢判断

## 国内金融

### デフレ圧力と危機管理的政策モードの綱引き

#### 要 旨

株価の下落不安が強まるとともに、世界経済に先行き懸念が広がっている。日銀が世界の中央銀行史上に例の無い、銀行・保有株式の買い取りを決めたが、今後は、政府の総合デフレ策定が待たれる。本格的にデフレ対応の危機管理モードに入ったかの判断は、慎重に見る必要があるが、デフレへの安心感に乗り過ぎるリスクは認識する必要がある。

総合デフレ対策と相まって、業績改善の方向が中間決算発表時に確認されれば、株式市場の悲観論は修正されて一旦は反発に向かうと見ている。しかし、2003年度の業績展望が循環的にも不透明であるとともに、株式保有への意欲は低迷している。新証券税制の実施凍結と株式投資優遇の検討などが無い限り、反発力は小さい。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位：円，%，円/ドル)

年度/月	2002年度			2003年度	
	9月(実績)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)
無担コール 翌日物	0.067	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0825	0.08	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
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	1.175	1.35	1.30	1.25	1.40
為替(円ドル)相場	121.79	120	115	120	120
日経平均株価	9,383.29	10,000	10,500	10,500	9,750

(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

イラクへの武力行使の可能性が高まるとともに、国内外の経済ファンダメンタルズへの先行き懸念が強まる中、デフレ進行と業績低迷の見方から債券高・株安の動きが続いた。

8月29日に、2001年6月末以来の1.2%割れとなった新発10年物国債利回りは、9月20日の国債償還を控え、前倒しの買入需要に伴う好需給も加わって、ジリジリと低下。9月12日には1.03%まで低下した(以後、債券利回りは日本相互証券調べ)。中期ゾーンの利回り低下も進み、5年債利回りは0.3%割れとなった。この債券買いの動きは、政・地債や低格付け社債にまで拡がり、利回りが低下した。

一方、東京株式市場は、ニューヨーク(NY)株式市場の軟調に、持合解消売りおよび信用買いの期日到来が需給面の悪材料となり、さらに売り仕掛けを巻き込んで下落。9月4日にはザラバで日経平均株価が19年ぶりの9,000円割れとなった(同日の終値は戻して

9,075円09銭)。9月9日からの週では落ち着きをを取り戻し、4日小幅続伸となったが、下落不安は残ることとなった。

このような中、9月18日引け際に日銀・金融政策委員会が銀行保有株の買い取り方針を発表。この世界の中央銀行史上に前例の無い危機対応策の決定を受けて、株の買い戻し、債券売りが起こった。

図1 足元の株価、国債利回りの動向



しかし、買い戻しなどから株価は反発したのも19日まで。NY株式相場下落から軟調に転じており、今後のデフレ対策と企業業績の動向をにらんだ展開となっている。

また、債券相場も、20日の10年国債入札の未達・札割れで下落。10年物国債利回りは1.30%まで上昇したが、3連休明けは買い直されている。

ドル円相場は、116～120円/ドルの狭いレンジでのみ合いが続いた後、円安に動き、テクニカル的にも円高の可能性が後退。ファンド筋の動きにおいても、シカゴIMMで円の買い・ロングポジションが4月末以来、初めて売り・ショートポジションに変わった。これに日銀の株式買い取り発表が日銀の資産劣化観測につながり、円売りが進んで、23日のNY外為市場では124円台に一時入った。また、ユーロが堅調に推移したことから、ユーロ円相場でも円が軟化。一時月末にかけては円高方向に戻して越月。99年8月以来の120円/ユーロを突破した(図2)。

図2 東京外国為替市場のドル・円相場推移  
(逆日盛: 円/ドル)



(週次の詳しい金融市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい)

### 金融市場の見通しと注目点

#### 債券相場 = デフレ圧力と危機管理的モードの両睨みが必要

8月以降の債券利回り低下の背景には、決済性預金導入の決定で銀行の債券売却懸念が後退したことや小泉内閣が財政再建に傾斜したスタンスで14年度予算編成を進める方向を示したことなどとともに、デフレ進行観測のもとで、有力ストラテジストによる債券買い推奨が一因としてあったと思われる。

確かに、外需主導で好転してきた日本経済にとって、米国経済の変調は景気失速の懸念を高

めた。足元でも、米国では8月の住宅着工や鋳工業生産が前月比で減少。消費者や企業のセンチメント・心理の悪化は止まっていない。また、イラクへの武力行使が世界経済に及ぼす心理的収縮効果は大きい。

これらの不安要素は、今後もスッキリとは払拭されないだろう。米国を中心にした先進国の年末年始の消費動向をにらんだ展開が続く。

しかし、日銀の株式買い取り決定で、デフレ対策は新たな段階に入りつつある。小泉内閣は、投げ返されたボールに対して、断乎とした対応を実効性のある政策として提示する責任がある。迅速な対応を怠れば、責任は重い。

総合デフレ対策への市場の期待値は当然高い。不良債権処理の加速は、経営悪化銀行の処理と公的資金再投入がワンセットとすることが課題となる。また、最低限の景気対策もあり得る。

これによって、危機管理的な政策対応として、財政悪化を度外視した政策となる可能性もある。

当面はデフレ環境が強く、金融緩和の方向に変わりはないものの、デフレへの安心感に乗りすぎるリスクが債券相場に大きくなっているのではなかろうか。国内の構造的デフレ圧力と危機管理的対応の段階に入りつつあるデフレ対策を両にらみするスタンスが求められつつある、と思われる。

#### 株式相場 = 株式保有の忌避構造の打開が必要

日銀の銀行保有株の買い取り、および長期保有は、需給の面での効果は大きいとしても、それだけで株価反発が期待できるわけではない。

04年9月中間決算を目標に基本的自己資本(Tier 1)以内に銀行の株式保有を圧縮する規制において、大手行が圧縮する必要額は、02年3月期末で8兆円強(表2)。今期は4.8兆円程度の売却が予定されており、日銀への直接売却で市場需給の悪化が緩和されることは間違いないが、株価の反発は、政府のデフレ対策の実効性とともに、業績失速の懸念が薄まるか、にかかっている(④)また、税制上、現行の繰越欠損期間:5年の延長がないと、売却損計上で繰り延べ税金資産の目減りが大きくなることから、株式売却が抑え気味にならざる得なくなる。こ

の面での改正も併せて必要。)

業績予想の下方修正が、6月以降、為替の円高進行も加わって増加していることは確かである。アナリスト予想の下方修正率(下方修正数

から PER の逆数である益利回りを差し引いた差であるイールド・レシオは、国債利回りが1%前半にあるのに対し、益利回りが5%となっていることから、今や約4%までマイナス幅

表2 銀行の基本的自己資本と保有株 (億円)

2002/03期	みずほ HD	三菱東京 FG	UFJ	りそな	三井 トラスト HD	三井住友 銀行	住友信託	合計	(注)みずほ アセット
自己資本比率 (BIS規準)	10.56	10.30	11.04	8.76	10.59	11.50	10.84	-	10.99
基本的項目 (Tier1)	50,291	31,811	28,528	12,703	5,478	39,272	7,236	175,319	2677
株式保有額	67,081	49,731	42,482	18,388	12,968	55,954	10,187	256,791	5,037
株式保有-Tier I	16,790	17,920	13,954	5,685	7,490	16,682	2,951	81,472	2,360

NEEDS FQおよび各社ディスクロージャー等から農中総研作成 (注)連結ベース。株式保有額は一部、時価のある株式を使用

上昇している。

しかし、利益予想水準が大きな落ち込みを見せているわけではない。ドル円相場での円上昇に伴って為替前提は修正されたが、今後の業績に与える影響は、ユーロ円、対アジア通貨での為替の安定から限定的である。10月下旬から本格化する9月中旬決算の発表が視野に入ってくるが、業績計画の達成、未達を織り交ぜながら改善方向は確認されるだろう。コスト削減効果が主因となろうが、2002年度の増益シナリオの確度が高まると見る。株価下落によって、株価収益率(12ヶ月先利益予想に基づくPER)は20倍を割り込んでおり、業績改善の方向性が確認できれば、一旦は反発することを予想する。

2003年の年明け以降は、循環的回復局面の終了リスクを織り込みにかかることが考えられ、業績のピークアウトをにらんだ神経質な展開が続くだろう。

とはいえ、日本の株価に対しての悲観論の修正は容易ではない。その証左の一つが、イールド・レシオの傾向的な低下である。国債利回り

このイールド・レシオのマイナスが示す日本経済への先行き懸念と株式保有への忌避を打開する方策が必要である。まず、個人投資家の投資意欲を冷え込ませる懸念が大きい「新証券税制」の実施を凍結するとともに、早急に株式投資への優遇措置への検討に入るべきだろう。それと併せて、経済再生への規制緩和拡大や新技術育成への戦略推進も必要であろう。このような対応が無ければ、需給悪が中期的に残ることから、上値は限定的だろう。

為替相場については、米国・中間選挙(11月5日が総選挙日)後も、ドル安政策観測は市場に根強いだろう。

米国当局にドル安政策を取る意識は無いと見られることから、大幅な円上昇は無いだろうが、日本の経済・金融システムの方向(悪化 好転)と米国のドル高修正圧力の綱引きで、相場は変動しよう。基本的な想定レンジは、115~125円/ドルを継続する。

(02.09.26 渡部)

図3 予想PERとイールドレシオ推移



最近の金融市場関連データ一覧 (調査第二部 国内経済金融班)

	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数				その他		
	新発10年物国債利回り	債券先物10年物期近価格	債券先物10年物期近利回り	金利スワッププレート5年物(円-円)仲値	無担保コール翌日物	TIBORユーロ円3ヵ月	LIBOR円・3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	円・ドル相場 銀行間直物 17:00	円・ドル相場 銀行間直物 中心値	N.Y.日本円・終値・仲値	N.Y.ユーロ・終値・仲値	ロンドン・ユーロ(米ドル)・仲値	日経平均(225種)	TOPIX 終値	NYダウ工業株30種 平均終値	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	NY金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/7/29	1.360	138.85	1.523	0.47	0.002	0.0900	0.0681	0.1008	119.11	119.18	119.70	0.9805	0.979	9,666.67	951.91	8,711.88	1,335.25	4.39	302.4	26.55
02/7/30	1.345	138.99	1.511	0.46	0.002	0.0875	0.0669	0.1000	119.74	120.12	120.20	0.9835	0.987	10,003.72	974.96	8,680.03	1,344.19	4.29	303.7	27.36
02/7/31	1.315	139.35	1.481	0.45	0.001	0.0858	0.0681	0.1000	119.82	119.85	119.90	0.9775	0.981	9,877.94	965.00	8,736.59	1,328.26	4.20	305.2	27.02
02/8/1	1.305	139.36	1.481	0.44	0.002	0.0833	0.0669	0.1000	119.82	119.75	119.30	0.9845	0.985	9,793.51	958.59	8,506.62	1,280.00	4.33	306.0	26.47
02/8/2	1.300	139.60	1.461	0.43	0.001	0.0825	0.0669	0.1000	118.94	118.95	118.95	0.9865	0.987	9,709.66	955.81	8,313.13	1,247.92	4.30	309.0	26.84
02/8/8	1.270	139.96	1.431	0.41	0.002	0.0808	0.0663	0.0975	120.80	120.15	121.00	0.9670	0.969	9,799.57	959.98	8,712.02	1,316.52	4.39	312.2	26.67
02/8/9	1.260	140.16	1.415	0.41	0.002	0.0800	0.0656	0.0950	120.82	121.05	120.10	0.9705	0.973	9,999.79	980.79	8,745.54	1,306.12	4.25	316.0	26.86
02/8/12	1.255	140.25	1.408	0.40	0.002	0.0792	0.0663	0.0942	119.69	119.90	119.05	0.9790	0.978	9,747.82	959.90	8,688.89	1,306.84	4.21	315.8	27.86
02/8/13	1.285	140.05	1.424	0.42	0.001	0.0792	0.0681	0.0942	119.24	118.90	118.45	0.9835	0.978	9,688.61	954.88	8,482.39	1,269.28	4.08	315.9	27.90
02/8/14	1.270	140.40	1.396	0.40	0.001	0.0783	0.0675	0.0942	117.35	117.05	117.30	0.9800	0.987	9,638.41	952.55	8,743.31	1,334.30	4.11	313.5	28.15
02/8/15	1.265	140.38	1.397	0.40	0.002	0.0775	0.0675	0.0933	116.91	117.55	117.35	0.9820	0.980	9,795.57	961.74	8,818.14	1,345.01	4.18	316.1	29.06
02/8/16	1.280	140.30	1.404	0.40	0.002	0.0767	0.0675	0.0925	117.59	117.60	117.70	0.9850	0.982	9,788.13	961.12	8,778.06	1,361.01	4.32	315.4	29.33
02/8/19	1.260	140.43	1.393	0.39	0.002	0.0758	0.0675	0.0925	118.21	117.90	118.60	0.9760	0.977	9,599.10	944.41	8,990.79	1,394.54	4.28	307.7	29.84
02/8/20	1.260	140.33	1.401	0.39	0.002	0.0758	0.0663	0.0925	118.80	119.00	118.90	0.9790	0.976	9,620.69	945.63	8,872.07	1,376.59	4.14	310.4	30.11
02/8/21	1.245	140.46	1.391	0.39	0.002	0.0750	0.0650	0.0925	118.04	118.10	118.55	0.9805	0.981	9,642.41	947.37	8,957.23	1,409.25	4.20	309.3	29.24
02/8/22	1.285	140.54	1.384	0.38	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.01	119.00	119.90	0.9690	0.973	9,814.02	961.01	9,053.64	1,422.95	4.31	308.3	28.84
02/8/23	1.260	140.70	1.371	0.37	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.88	120.05	119.60	0.9730	0.973	9,867.45	963.28	8,872.96	1,380.62	4.24	308.3	28.63
02/8/26	1.235	140.75	1.367	0.37	0.002	0.0750		0.0917	119.73	119.68	119.75	0.9715		10,067.74	981.22	8,919.01	1,391.74	4.21	311.0	29.28
02/8/27	1.215	140.95	1.351	0.36	0.002	0.0750	0.0656	0.0917	119.06	118.85	118.15	0.9835	0.980	9,907.30	962.84	8,824.41	1,347.78	4.28	313.9	28.83
02/8/28	1.240	140.87	1.357	0.37	0.002	0.0750	0.0663	0.0917	118.56	118.40	118.70	0.9790	0.981	9,766.73	953.92	8,694.09	1,314.38	4.21	310.9	28.34
02/8/29	1.190	141.31	1.322	0.35	0.002	0.0758	0.0669	0.0900	117.72	118.85	118.15	0.9850	0.985	9,620.14	937.67	8,670.99	1,335.77	4.13	314.4	28.92
02/8/30	1.175	141.30	1.323	0.35	0.002	0.0742	0.0644	0.0883	117.97	117.95	118.35	0.9820	0.981	9,619.30	941.64	9,663.50	1,314.85	4.13	313.9	28.98
02/9/2	1.160	141.40	1.315	0.35	0.002	0.0733	0.0644	0.0875	118.45	118.70			0.985	9,521.63	930.36					
02/9/3	1.180	141.22	1.329	0.35	0.001	0.0733	0.0625	0.0875	117.62	117.95	117.15	0.9970	0.997	9,217.04	904.24	8,308.05	1,263.84	3.96	315.0	27.79
02/9/4	1.185	141.05	1.343	0.35	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	117.62	117.30	118.00	0.9925	0.994	9,075.09	886.39	8,425.12	1,292.31	3.96	316.5	28.27
02/9/5	1.180	141.12	1.337	0.35	0.002	0.0725	0.0650	0.0875	117.49	118.05	118.35	0.9915	0.992	9,222.12	904.05	8,283.70	1,251.00	3.92	319.8	28.98
02/9/6	1.120	141.60	1.299	0.33	0.002	0.0725	0.0650	0.0875	118.29	118.55	118.55	0.9820	0.985	9,129.07	894.33	8,427.20	1,295.30	4.01	321.5	29.61
02/9/9	1.120	141.62	1.297	0.33	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	118.73	118.55	118.55	0.9795	0.982	9,306.26	907.85	8,519.38	1,304.60	4.06	322.8	29.73
02/9/10	1.075	142.01	1.266	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	119.12	118.55	119.90	0.9755	0.974	9,309.31	912.61	8,602.61	1,320.09	3.99	319.4	29.73
02/9/11	1.045	141.39	1.316	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	119.75	119.80	120.30	0.9760	0.973	9,400.08	917.10	8,581.17	1,315.45	4.06	318.1	29.77
02/9/12	1.030	141.47	1.309	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	120.04	120.18	120.05	0.9820	0.978	9,415.23	920.63	8,379.41	1,279.68	3.96	320.4	28.85
02/9/13	1.030	141.23	1.329	0.33	0.002	0.0725	0.0656	0.0875	119.90	119.77	121.80	0.9720	0.978	9,241.93	908.41	8,312.69	1,291.40	3.91	318.1	29.81
02/9/16							0.0656				122.25	0.9690	0.972			8,380.18	1,275.88	3.91	318.5	29.67
02/9/17	1.055	141.25	1.327	0.34	0.002	0.0717	0.0669	0.0875	122.91	122.75	121.95	0.9745	0.970	9,546.94	932.42	8,207.55	1,259.94	3.81	318.2	29.08
02/9/18	1.160	139.26	1.489	0.41	0.002	0.0717	0.0656	0.0875	121.94	121.95	121.45	0.9780	0.978	9,472.06	927.79	8,172.45	1,252.13	3.84	321.8	29.48
02/9/19	1.180	140.20	1.412	0.36	0.001	0.0717	0.0650	0.0875	121.68	121.70	121.45	0.9865	0.983	9,669.62	943.16	7,942.39	1,216.45	3.77	323.9	29.50
02/9/20	1.300	139.48	1.471	0.41	0.002	0.0708	0.0644	0.0875	122.84	122.70	123.30	0.9820	0.984	9,481.08	926.78	7,986.02	1,221.09	3.78	323.2	29.61
02/9/23							0.0650				123.95	0.9780	0.984			7,872.15	1,184.93	3.69	324.1	30.71
02/9/24	1.275	139.58	1.462	0.41	0.002	0.0708	0.0631	0.0875	123.44	123.65	123.30	0.9815	0.981	9,321.64	916.04	7,683.13	1,182.17	3.64	327.2	30.77
02/9/25	1.230	140.16	1.415	0.39	0.001	0.0708	0.0650	0.0875	122.39	122.55	122.90	0.9765	0.979	9,165.41	900.85	7,841.82	1,222.29	3.74	323.6	30.64

(日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます)

※空欄は原則休場日でデータなし