

平蔵迷走の後：竹中プランの後退と方向性

要 旨

短期的に竹中アクション・プランの後退やデフレ進行懸念などを買い材料に債券市場は金利の低下余地を探る展開を見せよう。需給上の好要因は強く、債券相場は引き続き安定的に推移するだろうが、財政悪化や通貨信認上のリスクを考慮した投資スタンスが、上値買いを抑え、金利低下は続かないと考える。

また、株価については業績好転への評価とバリエーションを睨んだ見直し買いから一定の戻りを予想するが、景気の下ブレ懸念からの下値不安を引きづり上値は限定的だろう。

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年国債利回り	1.175	0.95	1.15	1.15	1.10
為替(円ドル)相場	121.79	127.5	120	125	125
日経平均株価	9,383.29	9,000	9,250	10,000	9,500

(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

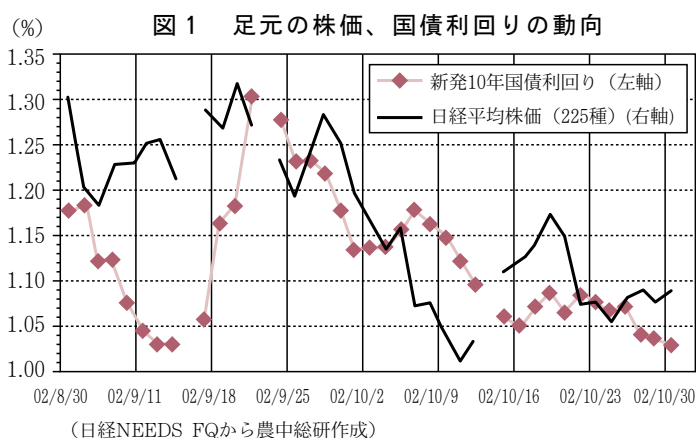
国内外の経済先行き不安が大きい中、不良債権処理の加速により、企業整理等を通じてデフレ圧力がさらに強まるのではないかと観測から、株安－債券高の相場基調が続いた。

9月18日の日銀の銀行保有株・買取発表、9月20日の10年国債入札の未達・札割れで急落した国債は買い直され、相場は上昇(利回り低下)傾向をたどった。前述のような経済ファンダメ

ンタルズへの悲観的な見方に加え、補正予算編成が年明けの通常国会に持ち越され大型補正の可能性が薄れるとともに、先行減税が政策減税を中心に1兆円規模にとどまるとの観測も、一定の財政規律が守られるという見方から買いの安心材料となった。

新発10年国債利回りは10月16日には1.05%まで低下した(日本相互証券調べ)。政策対応を見極めたいというスタンスから、上値買いは手控えられていたが、10月30日の総合デフレ対策発表後1%を割り込んだ。

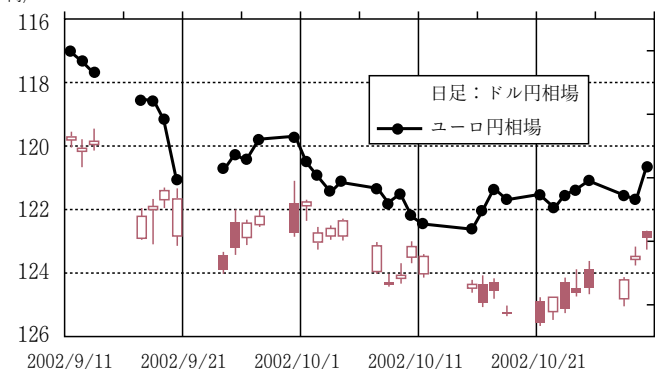
一方、東京株式市場は業績下方修正の懸念に、ニューヨーク(NY)株式市場での株安が重なり、下落。外人売りの継続も需給面での悪材料となった。ダウ平均株価が6年来の安値である7286.27ドルまで下がった翌日の10月10日には日経平均株価は8,500円を割り込んで、8,439円34銭で終わった。NY株価の反発と公的年金と噂される買いから、小幅戻しているものの、不良債権処理の加速策をめぐ



る混乱もあって、下値不安は消えてない。

為替相場は狭いレンジの動きに終始。ドル円相場は日米両国の株価や経済指標、および日本の不良債権問題などの強弱材料に振れながら、ドルの底固さが確認される都度、円は軟調・下落した。10月16日には、6月14日から4ヶ月ぶりに125円越えまで円が下落。ユーロ円相場でも、120円/1-0越えの円安水準を継続。円はユーロに対しては年度初めから4%強安くなっている(図2)。

(逆目盛) 図2 ドル・円(日足)とユーロ円の為替相場推移
円/ドル
円/ユーロ



(日経NEEDS FQから農中総研作成)

しかし、ファンド筋の動きについて、シカゴIMM統計で見る限り、円売りポジションおよびユーロ買いポジションの積み上がりが進む様子は無い。テクニカル的にも達成感があり、円安観測は現在のところ必ずしも強くない。

(週次の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)

各国ともに財政出動の余地は狭まっており、世界的に経済成長の強力な牽引役が見当たらないのは事実だが、低金利のもと米国は緩やかな成長は持続できると見ており、マダラではあるがIT関連需要も一部立ち直りつつある。

日本においても、企業、家計は慎重な行動を継続すると予想されることから、景況感の大幅改善は見込みにくい。年明け以降公共事業を含む需要創出政策も考えられることから、景気失速には至らないと見ている。

債券相場＝平蔵迷走の後・・・

債券相場の見通しを考える前提において、貸出減少等投資難のもとで、当面、需給面の安定要因が大きいことはほぼ一致するだろう。また、日銀の国債買い切りオペによる市場からの吸収も好需給要因である。

その上で債券ストラテジストの間で相違する点は、不良債権処理の加速策の波及・影響の捉え方であり、それによって相場の強弱観に多少の相違が生じている。不良債権処理の加速によるデフレ圧力の増大と経済停滞に力点を置くか、否が応でも強まるデフレ圧力に対し、金融、財政の両面での政策出動⇒デフレ的要素の緩和や財政悪化の可能性を重視するかである。

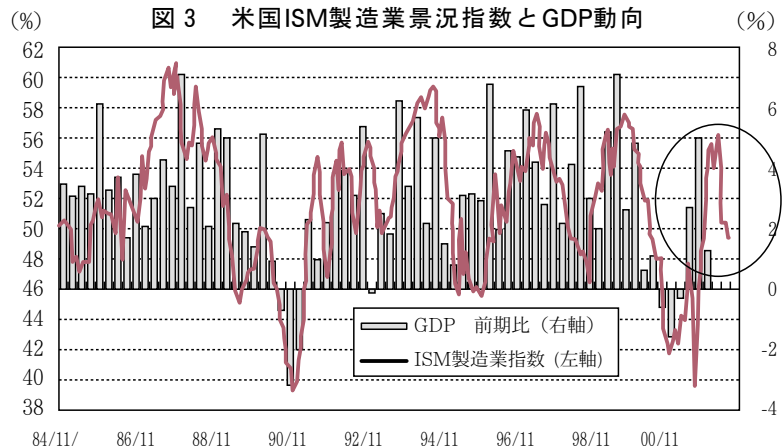
竹中金融相の打ち出した不良債権処理のアクション・プランは後退を余儀なくされた。債券市場はそれを捉え、不良債権処理と産業再生の両面の遅れとデフレ環境継続を買い材料とするだろう。また、日銀の国債買い切りオペの増額

金融市場の見通しと注目点

米国を中心とする先進国経済の先行き不安が、短期のうちに薄れることは余り期待できないだろう。また、テロ支援国への武力行使とそれに伴う景気への悪影響の不安心理は、実際に武力行使がおこなわれ、終結の目処が立つ時点までジクジクと残るだろう。

目先においても、米国の経済成長率に対する先行性を示すといわれる全米供給管理協会(ISM)製造業指数は下降している(図3)。

図3 米国ISM製造業景況指数とGDP動向



(注1) ISM(米供給管理協会指数)を3ヶ月先行
(注2) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%
Bloombergデータから農中総研作成

(1.2兆円) が加わったことから、短期的には長期金利は低下余地を探ると予想する。

しかし、迷走を経て、10月30日発表の「金融再生プログラム」で不良債権処理の加速への方向性は、明確になったと思われる。資産査定 of 厳格化や繰り延べ税金資産問題の技術的な詰め・具体化に伴って銀行経営の問題点が改めて浮き彫りなろう。政府による銀行へのガバナンスは、早晚強化されると見たい。

また、産業再生策や雇用拡大への財政手当てが必要であり、これらから財政赤字の拡大は避けられないだろう。

また、日銀に対しては、金融緩和継続の要請に加え、国債買入限度の撤廃やインフレ目標政策が浮上することも考えられる。インフレ目標政策の主張・内容には具体策において曖昧な部分があるが、株買入拡大等資産価格支持への日銀への関与も含まれる。買い切りオペがこのまま続けば3年以内に現状の限度（日銀券発行額）に達することから、国債買入限度の撤廃の問題点（マネタイゼーション）も議論になろう。

以上のように、短期的な債券利回りの低下を含め当面、長期金利が下放れるとは見ていないものの、政策対応の結果として、副次的に財政悪化の進行、マネタイゼーション（日銀券増発・国債買い切りによる財政赤字調達）による通貨信認上のリスク、さらには日銀が非伝統的な政策手段を採用するとへの懸念が投資家の上値買いを慎重化させ、長期金利の低下は継続しないと考えている。

株式相場＝03年度業績展望開けず

9月中間決算は景気好転にコスト圧縮が加わり、事業会社では一部のハイテク銘柄を除けば、全体的に経常利益は計画線上の増益を達成した模様だ。下半期については、慎重な見方がされているが、それ以上に下ブレする可能性は小さいと見る。株価との関係でいえば、2002年度の利益回復シナリオに対して悲観的過ぎるだろう。

また、不良債権処理の加速は、デフレ的要素を増大させることは否定しないが、現状は株価

がディスカウントされている側面がある。年明け以降、並行的に景気対策が打たれると予想し、株価の不安心理は小さくなるだろう。

ただし、リストラ関連費用をはじめとする特別損失計上が増大する可能性があり、この構造調整コストの問題が最終損益の改善を押しとどめる可能性がある。

したがって、株価反発を予想するが、証券税制の見直しなど株式市場の活性化策が具体化するかは不透明であり反発幅は限定的だろう。

さらに2003年の世界経済の成長見通しには弱気の見方が現在、支配的であり、循環的下降リスクを織り込みにかかることが考えられる。2003年度の業績展望が開けず、むしろ業績ピークアウトをにらんで慎重な投資スタンスから株価のバリエーションは上がらないだろう。よって、2003年の年央以降の株価は慎重に見たい。

為替相場については、ドル、ユーロ、円が三すくみの状態で推移する相場力学が、大きく崩れる要素は当面小さいと考える。

三極の金融・経済が構造的とも言える弱点をそれぞれ抱え順位付けがしにくい状況にあるとともに、為替変動がもたらすデメリットも大きい。また、米国当局者がどのようなドル政策を持つかは、米国・中間選挙（11月5日が総選挙日）後も、為替市場の最重要の関心事であり、ドル安政策観測は消えないだろうが、米国内のドル高修正圧力を現在の為替相場に投影する政策リスクは大きく、そのような決断は難しいだろう。

したがって、ドル円相場は、日本の経済・金融システムの方向性（悪化⇄好転）に、米国の経常赤字問題や米国内のドル高修正の圧力が絡んで変動するとしても、大きな変動幅にはなりにくいと考える。

基本的な想定レンジは、115～125円/ドルを継続するが、短期的には小幅円安方向に動く可能性を想定。しかし、125円を大きく越える円安があるとすれば、政治混乱も絡んだ日本経済の相当な悪化が生じた場合だろう。

(02.10.30 渡部)