

# 情勢判断

## 国内金融

### 小泉政権の構造改革具体化と内外景気動向

#### 要約

「聖域無き構造改革」を掲げる小泉新政権を好感した相場の動きとなったが、構造改革の具体化（財政制度改革や不良債権処理）とその進捗によるデフレ進行リスクについて、情報不足を否めず、市場の描くイメージは希薄。参院選をはさんで数ヶ月間、小泉政権への値踏みが続く。

参院選後の政策具体化で、個別では改革姿勢後退との市場認識が生じる可能性もあるが、不良債権処理や財政支出削減などの改革推進により景況悪化懸念が強まることを予想。国債価格下げが無い限り、「ゼロ金利」の運用難のもと、債券相場は一段高すると考える。一方、株式相場については、業績期待は後退しているものの、内外の景気モメンタム回復を先取りした期待買いと、証券税制改正等の市場活性化策や米国株の堅調から夏場にかけての好転を見込む。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			
	12月 (実績)	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M, 売り買い気配中間)	0.48	0.12	0.07	0.07	0.07	0.07
短期プライムレート	1.5	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.64	1.27	1.30	1.15	1.20	1.20
長期プライムレート	2.1	1.9	1.75	1.70	1.70	1.70
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	125	130	125	125
日経平均株価	13,785	13,000	14,500	16,000	15,500	15,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

#### ここ1ヶ月の金融情勢

##### 小泉新政権成立、構造改革スタンス好感

4月26日に小泉新政権が発足。自民党総裁選で、構造改革推進を唱える小泉氏勝利の可能性が高くなって以降、株、債券は、相場堅調の様相を強めた。

債券相場は、参院選前の補正予算見送りや新規国債発行抑制方針など財政再建へのメッセージと、構造改革推進でのデフレ化進行懸念を両睨みする形で買われ、指標債券利回りは1.2%台前半に低下。

また、株価も、小泉政権の構造改革推進を好感した外人投資家などの期待買いに加え、米国株の堅調から上伸。5月連休明けには日経平均株価は14,500円台にタッチした。低位・内需株の上げが主導したが、3月期決算企業の今期業績見通しが電機メーカーなどを中心に決して強いものでなく、業績の期待が後退。持ち合い解消絡みの売りが出たことやMSCI(モルガン

スタンレー・キャピタル・インターナショナルが作成する国際株式指数)浮動株指数発表を前にした投資手控えから、13,000円台後半に下落。MSCIの改変発表(5月19日)は予想範囲内で買い戻しから反発したが、その後弱含み推移。

一方、為替は、わが国の構造改革期待とデフレの深刻化懸念の一方、米国とECBの利下げの影響が三すくみの形で、120 - 125円の狭いレンジの動き。その後、ユーロ安進行で対ドル120円割れ示現。

所信表明演説や代表質問の質疑で、小泉内閣の主張は、アウトラインを見せてきたが、改革の内容、法案手当て等の政策的具体化がどのような姿になるかは、不透明であり、今後政権への本当の値踏みが始まる。

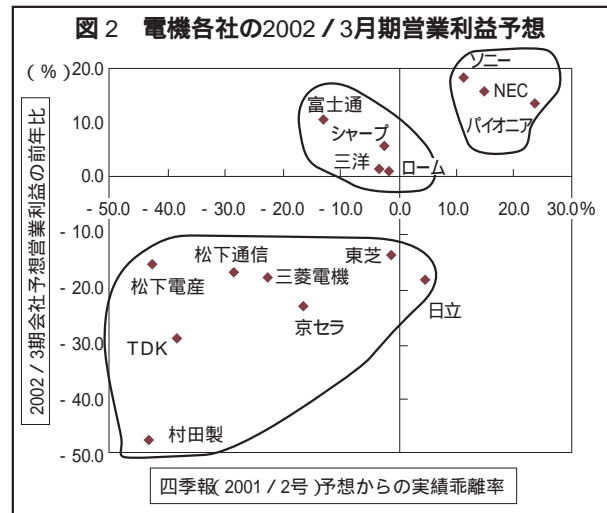
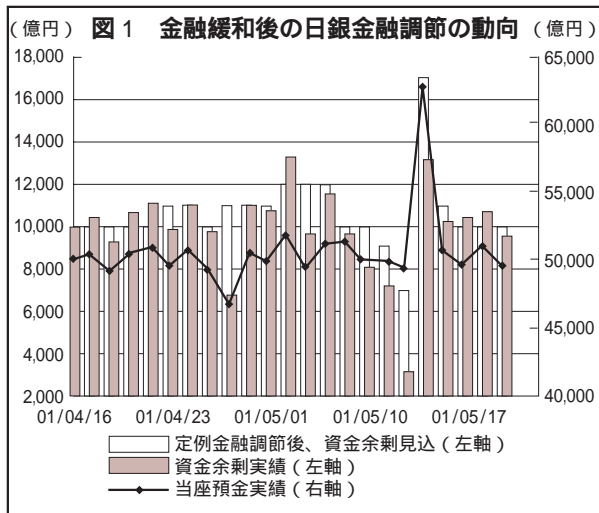
##### 向こう3ヶ月程度の市場の注目点

##### 債券：景況センチメント悪化で債券高

日銀の金融調節において、5月2日以降の公開市場操作で提示額に応札額が達しない「札割れ」が発生。当座預金中の準備預金が伸びないなど量的緩和が意図したように進まない懸念が高まった(図1)。

これに対し5月18日の日銀・政策決定会合では、国債買入オペの対象の2~6年物中期債への拡大やオペ対象金融機関増加などが決定された。中期債ゾーン金利の低下効果はあるものの、資金供給拡大を求める日銀へのプレッシャーは継続し、長期国債の買い切りオペ増額への期待が債券相場の支援材料の一つとなると考える。

また、これまでの小泉首相の財政関連の発言・主張は、「構造改革」の枠組みの中で制度



改革を前面に出しながら、不況リスク・景気にも配慮したものとなっている。

2002年度の新規国債発行額を30兆円（財務省「中期展望」対比で3.8兆円減額）に抑制する方針に続き、揮発油税等4.3兆円に上る「道路特定財源」など特定財源制度の見直し、地方交付税交付金削減の国会答弁は、歳入・歳入両面の財政再建へのメッセージとなっている。その一方、景気後退の深刻化リスクに対しては、二段階・財政再建路線の柔軟な対応も示唆しており、景気配慮論者の動きを封じ込める結果となっている。

個別では与党内での反対論議が出て、当初方針に比べ後退しているとの市場認識が生じる可能性があるが、参院選後の特別国会等で構造改革、特に不良債権処理の具体化がおこなわれる中で、企業倒産や雇用悪化による景況悪化に関してのデフレ的センチメントが強まると予想する。そのような投資環境のもと、債券相場が一段高する可能性を見込む。

但し、国債格下げや過剰な改革期待剥落のリスクは引き続き残る。

株：業績期待後退ながらモメンタムは好転へ向かう

一方、当面の株式相場は、電機などの業績回復期待が後退する中、米国株相場と株式市場活性化対策の具体化の動向がポイントとなろう。

3月期決算発表は5月末までに峠を越すが最大業種の大手電機・電子部品メーカーが5月初旬までに終了。ハイテクの中心である電機・電子部品の業績は、終わった2001 / 3月期の

決算が、事前予想（東洋「四季報」数字）に対して未達となった足元の業況の悪さに加え、2002 / 03期の業績見通しも、ソニーなどの今期期待の増益部門を持っているところを除き、営業減益見通しが多い（図2）。

このような業績見通しの弱さは、当面のハイテク銘柄の上値買いを慎重化させる。また、下期回復傾斜の見通しであることから、業績の下方修正リスクも指摘されるが、上期を底とする回復を基本的な見通しとして継続。

金融緩和効果の浸透と減税実施による米国経済の再加速に牽引され、年度後半以降には我が国企業の業績も回復モメンタムを強めるとの期待買いから、夏場にかけて、相場上昇を見込む。

米国株の堅調が継続し、米国外への投資余力が増す中で、構造改革進展を期待する外人マネーの流入も予想される。

一方、株式市場活性化策では、キャピタルゲイン税制への取り組みがポイントとなろう。我が国のキャピタルゲイン税は欧米先進国に比べ重く、株式投資の誘因を高めるために税制優遇化は重要。「401K、金庫株」関連法案は今国会で成立の可能性が高まってきたが、先送りされた「銀行保有株式取得機構」は改めて議論が生じる可能性があり、かつ証券税制改正の取り組みが中途半端なものとなった場合、参院選後の株式相場の悪材料となるリスクもある。

（2001.5.21 渡部 喜智）