

# 情勢判断

## 国内金融

### 景気後退の中、具体化に踏み出す小泉・構造改革

#### 要約

参院選後、小泉政権は、景気後退の中、構造改革の本格的具体化に踏み出す。しかし、世界的にIT需要の冷え込みが起こっている。景気後退進行の中、具体化に踏み出す構造改革政策のデフレ効果が、景気を下押し懸念を高めると予想。一段の金利低下を見込む。

株式市場でも、財政支出抑制や不良債権の早期処理、特殊法人改革などの構造改革政策の中長期的成果よりは、当面は景気後退の進行に伴う業績の下方修正や持ち合い株売却の需給悪化が売り材料となり、株価は軟調な展開が続こう。証券市場活性化の具体化や米国景気の底打ち観測が今後の好材料となるが、景気低迷のもと上値は限定的と考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			2002
	12月 (実績)	3月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
CDレート 3M 売り 買い気配中間)	0.48	0.12	0.05	0.05	0.05	0.05
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	1.10	1.20	1.20	1.30
長期プライムレート	2.1	1.9	1.50	1.50	1.50	1.60
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	130	125	125	120
日経平均株価	13,785	13,000	13,500	15,000	14,000	16,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

#### ここ1ヶ月の金融情勢

政府(内閣府)が6月の月例経済報告で「悪化している」と認めたように、国内景気の悪化を示す経済指標の発表が多く、景気の下押し傾向が強まっている。

経済財政諮問会議から基本方針・素案が出され、同会議で具体化の論議が進捗したが、不良債権の早期処理や財政支出の抑制など構造改革の具体化によるデフレ効果が改めて意識されるとともに、「マイナス成長もやむなし」とも受け取れる政府首脳発言は、足元の景気悪化の状況との対比で、景気の先行き不安を高めることとなった。

また、業績発表(3月決算)を終えたばかり企業業績見通しについて下方修正懸念が台頭。証券会社の推奨格下げ、世界半導体販売の減少予測や光通信部品需要の予想下方修正など、電機などハイテク関連銘柄のマイナス材料が多かった。

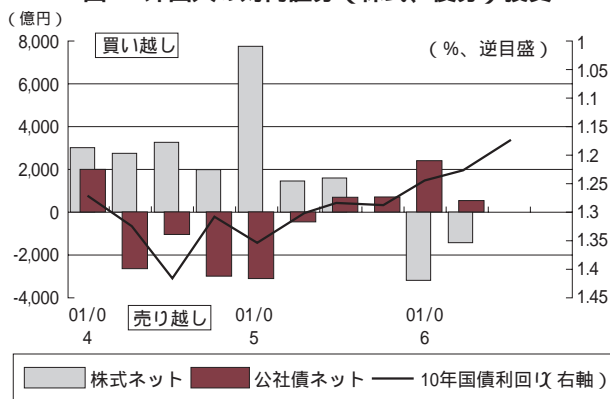
米国景気についても底打ち楽観論が後退するとともに、パソコンや携帯電話などのIT需要の下振れが生じている。米国株式相場は、業績の下方修正発表や見通し(ガイダンス)の不冴えなIT関連銘柄が続出し、ナスダック指数は7日続落、6月18日には2000ポイント割れとなった。

このような環境を受け、海外投資家の対内証

券投資動向に代表されるように、債券買い - 株売りの相場展開となった。海外投資家は、5月3週から債券を買い越し始め6月1週には+2,360億円買い越しとなる一方、株は3,302億円の大幅売り越しに転じた。6月2週も同傾向継続(図1)。

長期国債指標利回りは、1.2%割れとなるとともに、3~5年の中期債ゾ - ン金利の低下が見られた。

図1 外国人の対内証券(株式、債券)投資



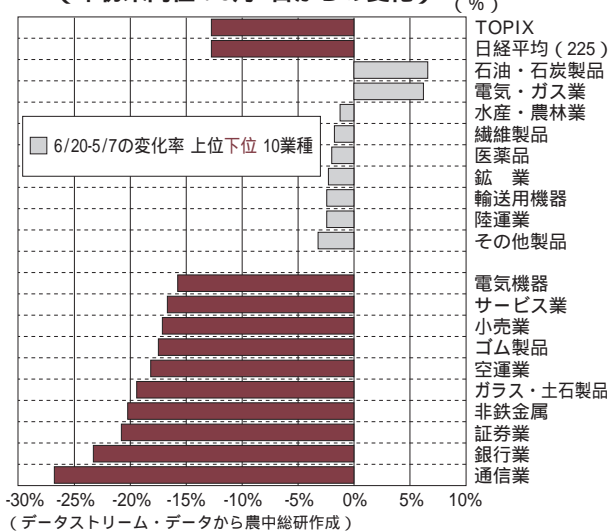
(財務省:「対内対外証券投資」から農中総研作成)

為替は、ユ - ロ売りに押されて一時118円台に入ったものの、大口のしっかりしたドルの買いとユ - ロ売りの一段落から、ストップロス巻き込みながら、123円台後半に円下落。さらにリンゼー補佐官発言等から125円を目指す展開となった。

株価は、銀行、電機、通信などを中心に下落し、日経平均株価は、13,000円割れ。小泉政権成立後の5月7日に付けた年初来高値(終値)から、6月20日現在 12.8%の下落(図2)。通信: 26.7%、銀行: 23.2%、電機: 15.7%

と主要セクタ - の下げがきつい。(6月20日現在)

図2 小泉内閣成立後の業種別株価動向  
(年初来高値：5月7日からの変化) (%)



向こう3ヶ月程度の市場の注目点  
債券：一段の景気悪化から債券高継続

与野党の勢力関係に大幅な変化が生じない限り、参院選の結果は、小泉政権の構造改革の基調を変えることにならないと見る。

参院選後、9月の自民党総裁選に向け、与党内論議では改革内容の緩和・手直しの意見も一部出てこようが、経済財政諮問会議から出された「基本方針」に沿って、臨時国会や2002年度の予算編成の論議の中で、具体化が進展する。

一方で足元の経済状況は、米国をはじめとしてIT需要の冷却進行が金融緩和の効果を上回る状態にあり、世界的な景気悪化懸念が増している。IT需要に関して言えば、パソコン需要が通年では一桁台のかつて無い低水準の増加に止まるという予測が出されるとともに、携帯電話も2000年に積みあがった在庫調整が予想以上に長引く状況にある。

当社の経済見通しも、民間企業設備投資や家計消費の不振などから、2001年度：0.8%のマイナス成長を見込んでいる。下半期の立直りの期待はあるものの、基本的に経済低迷は続く予想している。

景気後退に入り、一段の悪化も予想される我が国経済に対し、構造改革、特に財政支出抑制や不良債権処理の具体化は、企業倒産や雇用悪化によるデフレ悪化のセンチメントを高める。構造改革のもたらすデフレ効果が景気を下押し懸念とともに、量的緩和目標の引き上げなどの

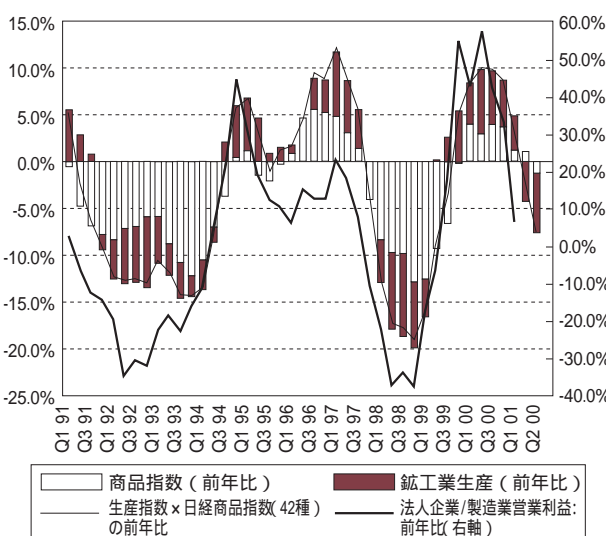
さらに踏み込んだ金融緩和措置への期待が加わり、一段の金利低下を見込む。

なお、日本国債格付け引き下げのリスクはあるが、前述のような財政構造改革の方針が明示化され、格付けダウンが一段階(1ノッチ)であれば、影響は限定的と見る。

株：業績悪化から下値リスクもある

鉱工業生産の下振れなど、収益環境は急速に悪化している(図3)。120円台の円・ドル相場は収益のサポート要因であるが、収益見通し、特に中

図3 製造業企業の収益動向=鉱工業生産×商品指数の関係



(データストリーム・データから農中総研作成)

間決算については下方修正リスクが高まっている。

景気は年央にかけて、さらに悪化をたどる可能性も大きいと見通しており、マイナス成長のもとで、ハイテク銘柄だけでなく内需関連銘柄にも業績の下方修正が波及することも想定される。また、持ち合い解消売りは引き続き需給悪化要因となる。株式市場活性化への当局の取り組みの遅れも懸念され、当面の株価は下振れリスクも大きい軟調展開が続くと予想する。

構造改革具体化、証券税制改正や米国経済の底打ち感が出てくる年末前後から、株価の回復を見込むが、経済の低迷のもと、上値は限定的。

為替は、国内景気低迷、不良債権問題などのファンダメンタルズ悪化や貿易黒字の減少傾向、などが円安要因となる半面、米国の相対的マネー・サプライ増加、(実質)金利差の縮小傾向が円高要因となっている。これらの円高・円安要因の綱引きから、当面は120 - 130円のレンジ相場の展開を予想する。(2001.6.20 渡部 喜智)