

情勢判断

国内金融

夜明け前？嵐の前？：短期不透明感が相場に影響

要 旨

構造改革の具体化論議が始まり、公的資金投入を含む財政悪化リスクへの関心が強まると予想されるが、当面は情報不足の状態から債券市場は様子見が続こう。基本的には改革路線は継続され、一定の財政信認は維持されると考えているが、小幅な国債利回り上昇も予想される。なお、信用リスクへの意識の高まりには引き続き注目したい

株式市場は、米国の景気回復や業績回復の不透明感が払拭されるのには、まだ時間を要する時期であり、短期的に下値探りの動きもあろうが、短期循環的回復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			
	12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)	0.085	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	1.365	1.45	1.60	1.50	1.50	1.60
長期プライムレート	1.850	2.00	2.10	2.00	2.00	2.00
為替(円/ドル)相場	131.465	140	135	130	130	130
日経平均株価	10,542.62	11,000	12,000	13,000	13,000	13,000

(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

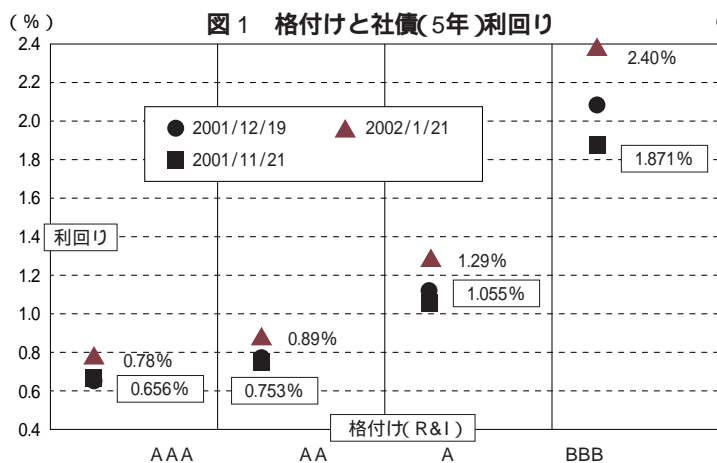
日銀は、12月19日の追加金融緩和に続き、1月16日に国債買い切りオペの対象を拡大。直近発行2銘柄を除く発行後一年以内のものも購入可能とする措置を取った。

国債買い切り額増額(月額：8000億円へ)とともに、国債相場安定の安心材料であることは間違いないが、この措置に対し、市場ではそ

のとおり前向きに解釈されず、日銀の実質的な国債引受化という解釈が一部出るなど、国債相場には警戒感が強まってきた。

2002年1月21日現在、10年国債先物(2002/3月限)は136円75銭(1.70%)まで下落している。

また、1月18日に大手流通グループダイエーの再建計画が合意されたが、信用リスクへの意識は引き続き厳しい。社債市場では、クレジ



(利回り数字の内は11/21、他は2002/01/21)

(日本証券業協会HPの「格付けマトリックス」から作成)

ットカーブのスティープ化がBBB格以下で続いており、その動きはシングルA格まで波及している(図1)。

ニューヨーク株式市場は、年初から続伸し、1月4日にはダウが1万200ドル越え(10,259ドル)、NASDAQ(総合)も2050ポイント回復(2,059)となったが、米国企業の10～12月期業績発表が、ハイテク中心に先行き不透明感を払拭するにいたるものでなかったことから、反落。

これを受けて、東京株式市場も、これまで値戻してきた電機等ハイテクセクターの息切れ・利食いに加え、国内景気の当面の見通し難、信用リスク懸念から低位内需銘柄の下落、中期的な収益性低下が懸念される通信セクター外しなどから軟調展開となった。

日経平均株価こそ、10,000円台を保ってきたが、東証株価指数はバブル崩壊後最安値を更新（1月15日に980.32）した（表2）。

表2 株価指数の動向

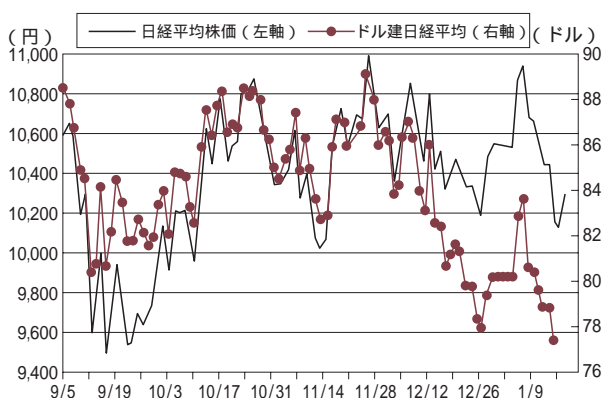
2001 / 1 / 18現在	12月末以来	同時多発テロ直後以来
東証1部全銘柄	- 2.4%	1.7%
日経平均株価	- 3.2%	7.0%
JASDAQ INDEX	3.6%	17.9%
東証 業種別下落率上位10		
（小売業）	- 7.4%	11.7%
（不動産業）	- 7.0%	- 21.3%
（水産・農林業）	- 6.4%	- 9.2%
（その他金融業）	- 6.4%	- 8.6%
（証券業）	- 6.0%	- 17.3%
（建設業）	- 5.8%	- 13.8%
（食料品）	- 5.2%	- 3.1%
（通信業）	- 5.1%	16.7%
（保険業）	- 4.8%	- 15.2%
（その他製品）	- 4.3%	16.3%

（東証データから農中総研作成）

為替市場では、当局は円安放任との見方から年初、円が売り直され、期末を控えたりパトリ（投資資金還流）観測や米国の為替政策への様子見スタンスもあったが、米財務長官の来日後のコメントから円安が進み、135円手前まで下落。

また、円安進行が手伝い、米ドル建て株価は、下落が続いている。ユーロ建て株価も同様の下落が見られる。今後、円安進行が一段と進む中では、海外投資家による円資産からの退避を引き起こす懸念も言われている（図2）。

図2 日経平均株価＝米ドル建て株価動向



（データストリームから農中総研作成）

金融市場の見通しと注目点

債券相場

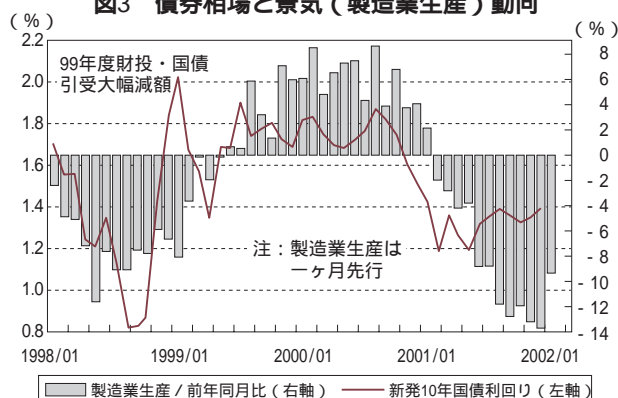
＝構造改革・具体化論議の見極め相場

日銀の金融緩和等の援護射撃にもかかわらず、最近の国債相場は、下落警戒観が強く、軟調入り観測さえも言われる。この背景には、年度末を控えた決算対策（益出し・ヘッジ売り）や投資の手控え、銀行グループ内の再編、時価会計問題、信用リスク投資シフトなど、投資家サイドの事情も重要な要因であろう。

しかし、それにも増して、当面の構造改革論議の動向を見極めるべきという、慎重な投資スタンスが広がっていることが理由と考えられる。

中長期の財政悪化リスクに対して、小泉内閣が2002年中に、構造改革の具体化論議の回答＝具体的な法制的制度改正の方向性を打ち出せるか、様子見をするしかないのが、現在の状況である。

図3 債券相場と景気（製造業生産）動向



（日経データクエストから農中総研作成）

また、2000年の年末以来の景気悪化と債券相場の連動性も織り込まれた材料である、と言えるだろう（図3）。

ましてや、足元の内外景気指標には前月比で反転・底入れを示すものも散見されるようになっており、景気悲観論に立つ債券投資リスクを多少とも修正すべきところも出てきている（本刊今月号の「国内経済」欄参照）。

さらに、景気の先行きについて、再悪化のシナリオに立ったとしても、それに伴う財政出動や経済破綻がもたらす財政悪化懸念 格付け低下を含む日本国債の評価低下リスクの方に、投資視点が向いてきた、要素もあろう。また、わが国の経済低迷というシナリオに沿った

場合に、リスク・テイクが1%台前半の国債よりは為替（円安）へと向いやすい、投資家の志向が影響している可能性もあるだろう。

以上のように、当面は国債の上値買い意欲を高めるような材料に乏しく、構造改革の具体化論議のもたつきや迷走によっては、国債の金利上昇も想定される。とはいえ、運用難での消去法的な国債投資が継続することから、利回り上昇は限定的と見ている。

なお、ダイエーの再建計画の合意によって、証券市場に安心感が出てくることを期待したいが、企業選別の本格化への警戒感強い。低格付け債の利回り上昇傾向に示されるように、信用リスクへの懸念が一層高まり、発行市場へ影響することも想定される。

株式相場

= 不安と楽観の交錯

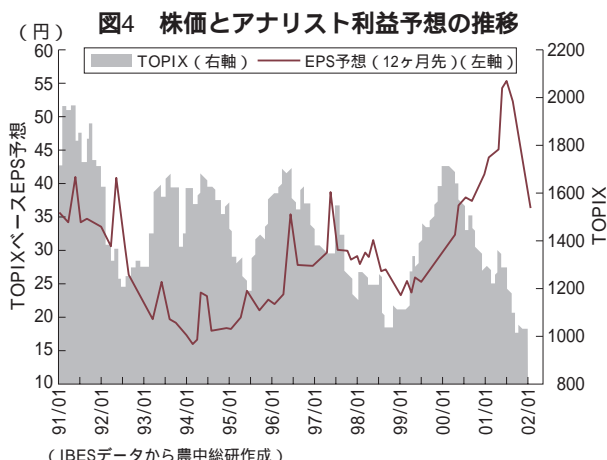
米国等世界経済の回復やそれを後追いしてのわが国の景気と企業業績の底打ちについて、不透明感を払拭するのには、まだ時間を要すると思われる。

アナリストによる、わが国企業の業績（一株利益（EPS））予想コンセンサスも、現状のところは底入れには至っていない（図4）。また、当社でも2002年3月期の業績下方修正リスクは大きく、近々、観測報道が出てくると想定している。

以上から、少なくとも春先までの季節は、先行き不安感に加え、年度末を控えた需給悪化から、下値探りの局面も多いだろう。

しかし、マクロ面からは米国経済の底固めは、着実に進んでいる。その反発力には、設備投資のバックボーンとなる企業のキャッシュフローが弱い、等に基づく慎重な見解もあるが、金利低下と今後の財政拡大期待から、米国景気の下ブレ・リスクが低下していることは確かだろう。

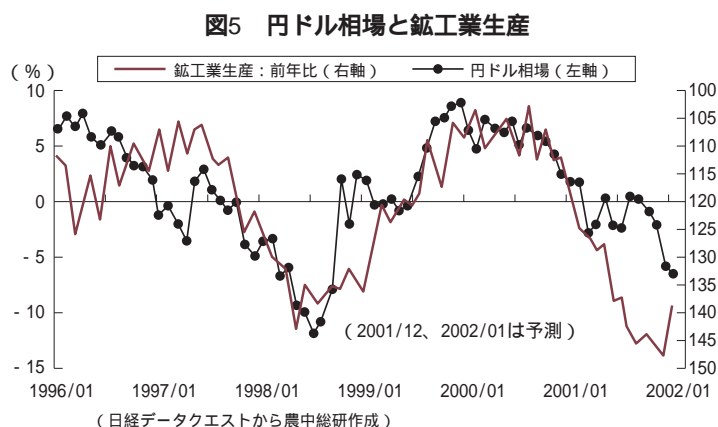
米国景気の回復に後追いし、わが国も2002年の年央にはプラス成長に反転する期待が強まってくる、と見ている。これらの動きから、東京株式市場でも、2002年の春先頃から相場の反発基調が出てくるといふ、想定を継続する。



2001年初めからのIT不況入りによる生産減少とともに、円安が始まった（図5）。

不況の深化に加え、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、米国も容認するだろうとの観測から、130円越えの円安が進んできた、と言えよう。

わが国の景気回復の傾向が明確化するには、



まだ時間を要すると予想されることから、当面は円安期待が継続するだろう。また、金融不安等のショックによっては、円資産保有の回避＝円売りリスクもありえるだろう。

しかし、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、米国の円安容認にも限度があろう。

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125～140円のレンジで推移すると予想する。

(14.01.21 渡 部)