

情勢判断

国内金融

早い春はいつまで？ = 春高夏低の可能性をどう考えるか

要 旨

新年度入りで、短期的に債券、株ともに需給面での期待感がある。しかし、構造改革の具体化論議が年央に向けて一つの節目を迎え、小泉内閣の求心力低下とともに、改革具体化への失望懸念がある。

ゼロ金利下の運用難という投資環境は国債の押し目買いニ・ズを継続させようが、構造改革や政局、さらには景気回復期待や財政拡大要求をめぐる動向には注意が必要であり、金利低下の材料は少ないだろう。

株式市場は、業績予想の上方修正傾向の継続と新年度資金の流入から一段高を見込むが、その後夏場にかけて買い材料不足となり、反落する可能性があるだろう。

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			
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担コール 翌日物	0.001	0.001~0.002	0.001~0.002	0.001~0.002	0.001~0.002	0.001~0.002
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	1.530	1.40	1.55	1.45	1.50	1.60
長期プライムレート	2.200	2.30	2.40	2.20	2.20	2.20
為替(円/ドル)相場	133.890	135	135	130	130	130
日経平均株価	10,587.83	11,500	12,500	11,500	12,500	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。今月からCD発行気配に代え無担コール金利採用)

ここ1ヶ月の金融市場概況

東京株式市場は、2月6日のバブル崩壊後最安値から、3月20日現在、日経平均株価で+19%、TOPIXで+22%反発した。

この反転のきっかけは、総合デフレ対策に盛られた空売り規制強化による株の買い戻しが主因と言ってよからう。それ以外のデフレ対策では即効性のある新規施策に乏しかったが、ニューヨーク株式市場でダウ平均株価が1万ドル

を越え堅調ぶりを示し、米国景気についての好調指標発表が続いたことも支援材料となった。

外資系証券の日本株投資ウエイト引き上げ推奨も海外投資家の買いを誘い、3月第1週に、海外投資家は7700億円(総合証券売買代金調べ)という99年3月以来の高水準の買い越しをおこなった。

この株価反発に伴って、生保を含む金融機関の保有株式評価損は縮小に向かい、金融危機不安は小康を得ている。

4大銀行+大和HDグループの保有株式評価差額(損)は、2月6日には5兆円を大きく越えたと試算されるが、3月20日には0.8兆円程度に縮小したと考えられる(大手行の多くは、決算に当たり月中平均法採用と報道されており、20日現在のTOPIX月中平均は約1090ポイント)。剰余金から差し引く評価損が大幅減少したた

表2 主要行の保有株式・評価差額の試算

(億円)

	取得原価	時 価	評価差額		
		13年9月末	13年9月末	14年2月6日 (試算)	14年3月20日 (試算)
みずほ	67,209	56,399	-10,810	-16,371	-1,864
三井住友	57,038	49,051	-7,987	-12,823	-1,621
UFJ	51,212	46,109	-5,103	-9,649	-1,524
三菱東京	56,570	54,033	-2,537	-7,865	-1,786
大和ホールディング	24,641	21,042	-3,599	-5,674	-695
合 計	281,311	247,676	-33,635	-58,056	-8,184

(農中総研(荻尾)作成)

TOPIX	
13年9月末	1,023.42
14年2月6日	922.51
14年3月20日	1,097.85

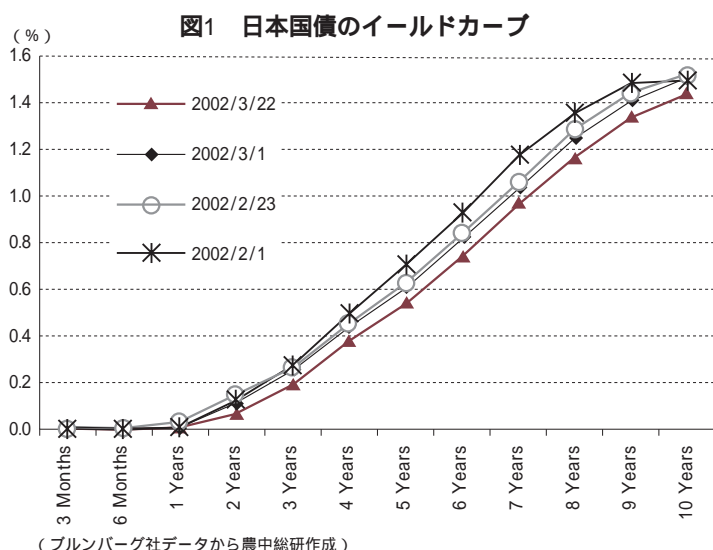
銀行のデータは、単体ベース、13年9月中間決算。
原価は固定、時価はTOPIXに単純連動計算。
大和ホールディングは、旧大和、旧あさひの単純合算。

め、国への優先株配当にも見通しが立った、と報道されている。

また、一般企業も、株式下落による業績への悪影響は株価反転によって事前予想よりも緩和されるはずだ。

国債相場は、新発国債10年債利回りが2月下旬は1.5%台で推移し、2月26日には1.555%（日本相互証券調べ）まで上昇した。長国先物利回りも1.7%に近い水準の動きとなった。

しかし、株価上昇によって、金融不安が後退し、金融機関のリスク・テイク能力回復への期待が出てきたことに加え、需給的には新年度入りに向けた金融機関の押し目買い、さらには地方公共団体のペイオフ対策からの国債、政保債への運用資金シフトが支援材料となって、国債利回りは低下してきた。3月22日現在、1.46%となっている。また、残存期間5～8年程度の国債利回りの低下幅が大きく、イールドカーブはブル・スティ・プ化している（図1）。



金融市場の見通しと注目点

しかし、国政をめぐる動きでは、外務省関連や公共工事受注など政治サイドからの行政への介入に絡む問題等に国会審議が向かい、構造改革の具体化論議が後景に退いた感が強い。経済財政諮問会議による税制改革方針の中間取りまとめ論議も、実行可能性を含めて期待・関心は薄れている。

一方、景気見通しは好転を見せている。当総研の改訂経済見通しでも、2002年度下半期には、循環的ながら

国内民需が増加に転じ回復過程に入っていくと考えている。輸出の増加が続く中で、民間最終消費支出が下げ止まり、民間設備投資もプラスに反転すると予想している。これによって、同下半期の国内民間需要は前年同期比+0.7%成長となり、GDP全体の成長率も+0.2%へ水面上への浮上を見込む（詳細は当号後添見通し特集を参照されたい）。

株式相場

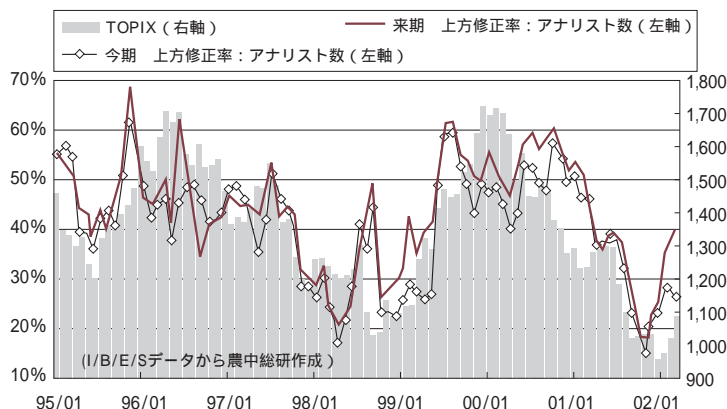
= 春高夏低のリスクと可能性

このようなわが国の経済見通し好転の最大理由は米国経済の回復観測である。今回の循環局面での回復も米国向けを中心に外需が景気反転を引っ張る外需依存型にならざるを得ないが、効果は大きい。

米国の鉱工業生産が2ヶ月連続で反転・増加したほか、2002年1月の企業在庫がわずかに+0.2%ながら増加に転じた。しばらくは様子を見る必要があるが、今後は在庫積み増しに向けた増産への転換も期待できる。

このような米国景気の先行きに信頼が増していることから、米国の代表的な株価指数であるS&P500ベ・スの利益予想の上方修正比率（上方修正数÷（上方修正+下方修正））は、直近で5割を越えた。PER（株価÷一株当たり利益）などの投資指標は歴史的な水準に比べて割高だという評価や、通信関連分野を含むハイテク関連需要の見通しについても慎重意見が見られるが、利益予想の上方修正トレンドから言っても、米国株価の下落リスクは小さくなっている。米国株価の安定は、わが国の株価に

図2 東証株価指数 銘柄の業績修正動向



とっても好影響をもたらす。

わが国の景気先行き好転期待を反映し、わが国株式市場でも業績の上方修正傾向も高まっている。TOPIXベ－スで昨年末に18%まで落ち込んだ上方修正比率（前述S&Pと定義は同じ）が3月現在、40%まで戻ってきた（図2）。また、大手証券系調査機関の2002年度業績予想は5割以上の経常増益という数字となっている。

今後、米国景気に再調整懸念が生じない限り、5～6月の2002年3月期決算発表頃に向けては、景気好転 業績上方修正がおこってこよう。この時期は、年度初めの年金等の流入が重なり、需給的にも好環境の時期である。

これらの動きから、株式相場は新年度入り後、年央に向け2002年度増益期待を織り込みながら、一段高となる展開を予想する。ただし、構造改革論議のモタツキによる失望や金融不安の再燃が、外国人投資家の日本株外し的な動きを誘発し、短命な堅調相場となるリスクがある。

また、2002年度増益期待が一旦織り込まれた後は、景気や業績について材料不足の時期を迎える。米国など世界経済の成長が加速するイメージが夏場前後に出てくるか、はもう少し見極めが必要だろう。また、需給的にも、夏場にかけては好需給要因が途切れることから、夏場にかけては反落商状が強まると予想している。

なお、現状、年末にかけては世界景気の加速継続や2003年増益展望へ期待感から、株価再反発のシナリオを描いている。

債券相場

＝改革論議迷走と景気好転は軟調材料

近々発表されるム－ディ－ズ社の正式格下げ発表など海外格付け会社の動向は気になるが、市場需給上、年度当初は機関投資家の買いが期待でき債券相場の下支え要因となる。株高傾向が維持され、金融機関の経営リスクに安心感が保たれば、それも相場のプラス要因だろう。

2001年度の歳入欠陥（税収不足）懸念は強くそのための補正は想定されるものの、現状の景気好転傾向が続けば、大規模公共投資などの財政拡大要求は回避できよう。

新年度入りの買いが終わった後、年央にかけて、ゼロ金利政策下の運用難での買いニ－ズと景気動向や財政悪化懸念の綱引き相場の展開が予想される。

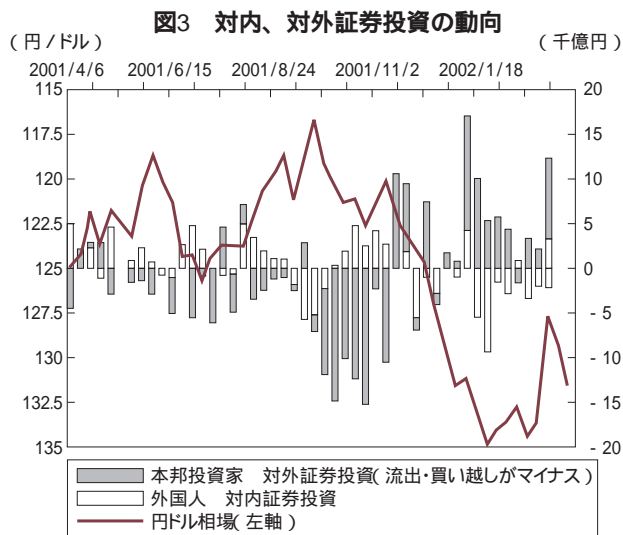
年央に向け、政府税調等の税制改革や郵政改

革など構造改革の具体化論議が進行し、方針が打ち出される予定だが、論議・答申の結果が財政構造改革の観点から不十分という評価となれば、「持続可能な財政運営」へ疑問が、再び債券投資戦略に浮上することも予想される。小泉内閣と与党（自民党）支持率が低下傾向をたどれば、政局流動化のリスクも考慮する必要がある。

また、世界的な景気回復によって製商品市況が反転するなどを通じて、日本経済のデフレ状況を緩和するような方向への動きは、金利低下期待を押しとどめよう。

よって、ゼロ金利政策の時間軸が揺るがない間は、機関投資家からの消去法的国債投資が継続し、利回り上昇は限定的と見ているが、年央に向けての構造改革論議や景気回復期待が債券相場に及ぼすマイナスの影響を想定し、小幅の国債利回り上昇を想定している。

為替相場については、日本の経済金融の悪化と対外証券投資増加及び為替介入を受けて、2001年第四半期にドル円相場は円安に向かった。しかし、景気悪化に歯止めがかかった日本経済にとって、当面、135円は米産業資本サイドの要求を鑑みた米通貨政策当局によって許容される一つの壁だろう（図3）。



期末のレパトリエ－ション(期末の資金還流)による円買い需要が終わり、新年度対外投資が始まった後には、米国景気の加速や米国金利の上昇などの要因が重なれば、135円越えの円安に進んでいく局面もあるかもしれないが、円ドル相場は、基本的には125～135円のレンジで推移すると予想する。（14.03.25 渡部）