

2001年8月31日

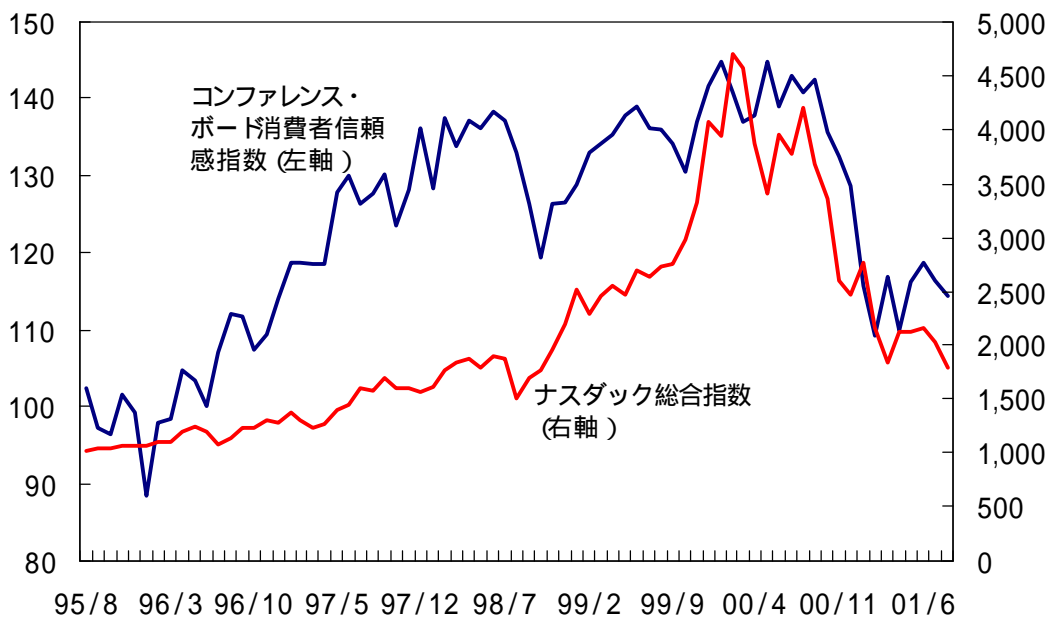
(Vol. 1 2)

# マンスリー・ストラテジー・レポート

## 政策期待と世界デフレの綱引き

### 米国はL字回復？

< 米消費者信頼感指数の推移 >



## ABC 証券 調査部

エクイティ投資情報グループ  
シニアストラテジスト

XX XX

このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。

## 要約

- 1．景気悪化に歯止めがかかる兆しは乏しい
- 2．米国経済はL字型の公算が大きい
- 3．非製造業も厳しく、雇用の受け皿はない
- 4．日経平均1万円割れは政策を呼び込む
- 5．9月以降、政治日程相次ぐ
- 6．不良債権処理策の進展に期待
- 7．流動性拡大を期待した戻る相場（上がるではない）
- 8．ファンダメンタルズの悪化をもう一度織り込むことが必要

## インデックス想定レンジ

期	TOPIX	日経平均
2001年9月	1000～1200	9500円～1万1500円
2001年10月～1 2月	1050～1350	1万0000円～1万3500円
2002年1月～3月	1100～1300	1万1000円～1万3000円

このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にし、御自身でなさるようお願い致します。

## 当面の株式投資環境概観

注：3ヵ月トドの は株式相場の変動要因としての方向性

	今後の見通し（メインシナリオ）	リスクシナリオ
国内景気	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気後退が一段と鮮明になってきた。7月の鉱工業生産が5ヵ月連続で前月比マイナスとなり、98年の水準を下回った。在庫は減少し始めているが、輸出の落ち込みや個人消費の低迷で最終需要が一段と減少している。失業率の悪化を受け、小泉内閣は補正予算策定を決断したが、雇用対策中心で実体経済への効果は期待できない。反面、仮に大型補正を実施すれば、長期金利の上昇を通じマイナスの影響を与えかねない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株価下落に加えペイオフ解禁を控えて金融不安が再燃。大型倒産や中小企業の破綻が相次ぎ、不況深刻化。ポジティブリスクは、小泉改革への期待感から消費者マインドが改善。開業率の上昇等で経済が活性化。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月トド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本的な見方に变化無し。</li> </ul>	
企業業績	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主力電機セクターの下方修正は概ね一巡した感があるが、今後、9月中間期決算発表に向けて、幅広い業種で下方修正企業がでてくる見通し。下方修正を発表企業を中心に人員削減等のリストラ策を発表する企業が相次いでいる。ただし、リストラが真の事業構造の転換に繋がるか、慎重な見極めが必要と思われる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国経済の悪化が一段と深刻化、2002年度も大幅減益の懸念高まる。円安進行、リストラ効果顕在化で2002年度上期に増益転換すればポジティブサプライズ。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月のトド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・足下の業績下方修正は織り込み済みとみるが、来期回復シナリオにも不透明感が残り、マイナス要因であることには変化なし。</li> </ul>	
国内金利	<ul style="list-style-type: none"> <li>・目先は根強い補正拡大の思惑が広がりがかねないほか、インフレターゲット導入を求める主張が勢いを増す可能性もあり、現行水準での神経質な動きか。ただし、小泉内閣の財政構造改革の方向性に変化はないと見られ、中期的にはやや低下基調での推移が。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・量的緩和拡大圧力で日銀の国債引受 補正予算策定、“悪い金利上昇”が本格化、スタグフレーションの懸念高まる。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月のトド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本的な見方に变化なし。</li> </ul>	
海外経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国経済はIT関連企業の過剰設備を背景に民間設備投資は厳しい落ち込みを示している。個人消費も、所得環境の悪化等で消費者マインドが低下しつつあり、先行きに懸念が残る。利下げ余地も乏しくなり政策面での手詰まり感が台頭しつつある。欧州経済は米国経済の悪化を受けて調整色が強まると予想。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国で金融機関の財務内容が悪化、マネーフローの変化からドル不安台頭。ポジティブサプライズは米国経済急回復で、世界的に景気拡大へ。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月のトド	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本的な見方に变化無し。</li> </ul>	
為替	<ul style="list-style-type: none"> <li>・足下は米国経済悪化に目が向かい易く、日本に向けた資金回帰が起こる懸念があり、ややドル安傾向で推移するものと予想。ただし、中期的には本邦貿易黒字の減少や更なる日銀の量的緩和拡大観測、金融システムの脆弱性等を背景に緩やかな円安での推移を想定。対ユーロでも中期的に円安基調か。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気後退を受けて米国がドル高政策を放棄、円高が急速に進行。もしくは小泉内閣の構造改革頓挫から急速な円安へ。世界同時不況で通貨切り下げ競争へ。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月のトド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本的な見方に变化なし。</li> </ul>	
需給動向	<ul style="list-style-type: none"> <li>・持合い解消売りが加速しつつある。8月の都長地銀の売り越し額は第4週までで3256億円と7月の1226億円から大幅に増加。9月前半までは上値を抑える要因になると見られる。外国人投資家は足下買い越しに転じたが、銀行株を中心とした期末の買い戻しが中心と見られる。ただし不良債権問題の進捗が見られなければ、売り越しに転じる可能性も。個人投資家中心に物色された低位株の回転が効かなくなれば、買い手不在が鮮明に。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・証券税制改革の議論が迷走している。小泉首相の指導力で9月下旬からの臨時国会で成立する可能性もあるが、相場を後押しする材料としての新鮮味は失われたように思われる。</li> </ul>
変更点と今後3ヵ月のトド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本的な見方に变化なし。</li> </ul>	

このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。

## ( 1 ) 現状分析

### 投資環境分析

ファンダメンタルズの悪化が続いている。電機セクターから始まった在庫調整は予想通り幅広いセクターに及んできた。今後、雇用の受け皿と期待される非製造業にも不況感が強まるものとみる。

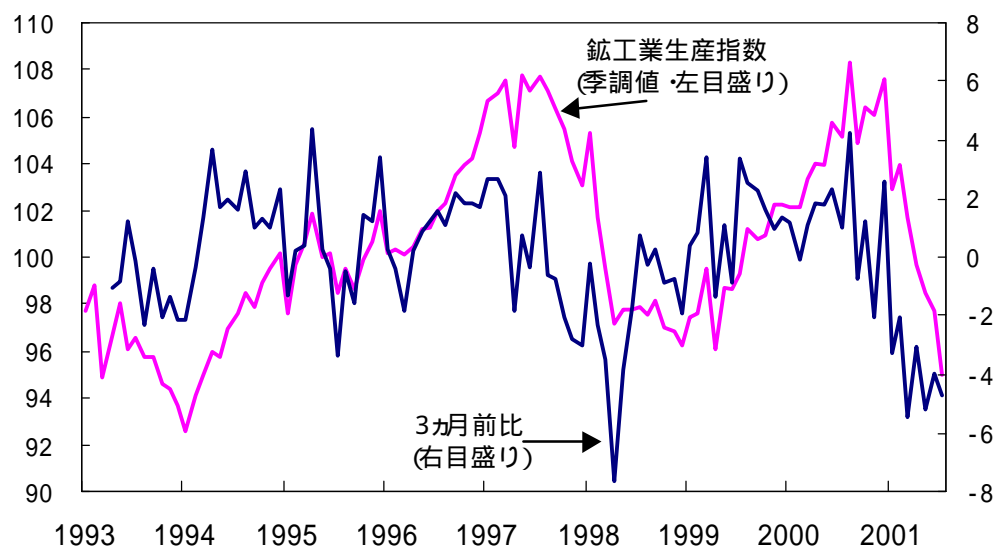
小泉改革?、小泉不況?との論議が盛んになされているが、まず世界同時不況に片足は入り込んでいるとの認識が必要である。単に国内的な政策や在庫循環の視点だけではファンダメンタルズの先行きは予測し難い。米国が日本の後を追うように、不況感が強まる懸念があるだけに、当面投資環境を楽観視することはリスクが大きい。マーケットの流れを変えうるのは政策動向のみであろう。

当レポートで今回の景気悪化はハイテクセクターの需給ギャップが主因であるものの、在庫調整が幅広いセクターに広がり、景気後退局面は長引くのでは、と論じてきた。7月の鉱工業生産速報では金属製品以外の業種がすべて前月比マイナスとなるなど、在庫調整は幅広いセクターに及んでいる。在庫水準そのものは電気機器の生産調整でやや減少しているが、出荷の落ち込みがより厳しく在庫率が上昇している。

生産の悪化度合いはやや鈍化する兆しもある。図1は鉱工業生産指数と各々の月の3カ月前とを比較したものである。98年の時に鮮明に現れたように、当たり前ではあるが生産のボトムアウトに先行して、悪化のモメンタムを示す3カ月前比が底入れする。現在、3カ月前比は5%近辺で膠着している。

ただし、生産の落ち込み度合いが緩やかになり、生産の底入れに繋がるにはかなりの時間を要するものと考え。生産予測指数に対する実現率をみると、生産調整が始まってからかなりの期間を経たにもかかわらず、依然として下方修正が続いている。企業の見込み以上に需要が弱いということである。在庫調整には予想以上に時間がかかるとみるべきである。

( 図 1 ) 鉱工業生産指数と3カ月前比

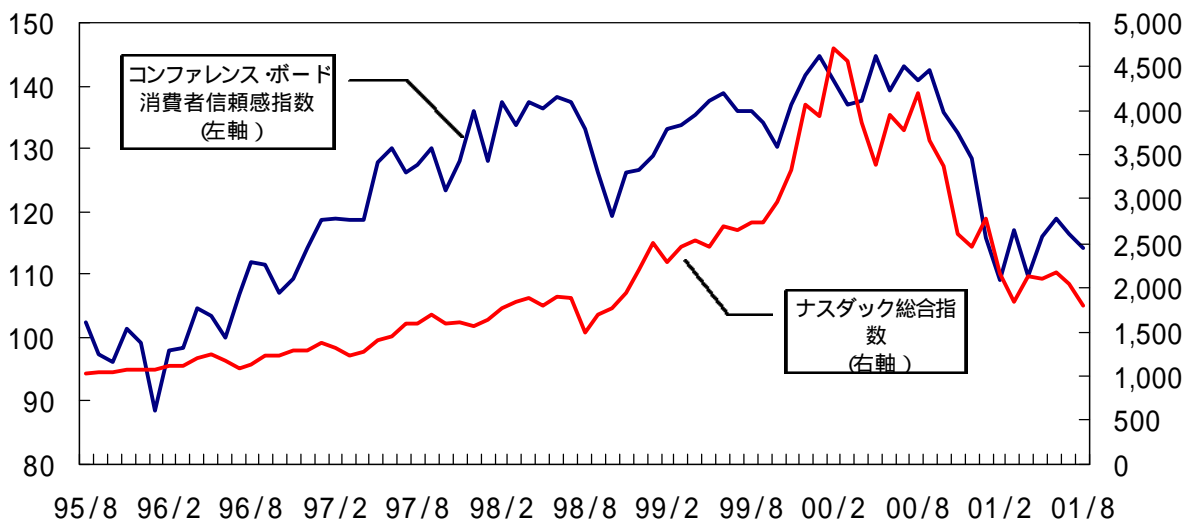


このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしううえで、御自身でなさるようお願い致します。

こうした需要の弱さは、国内の消費低迷、設備投資減少といった要因も影響しているが、以前から触れているように、米国経済悪化が響いている。米国経済に関して、V字、U字、L字論争があった。我々は、設備投資調整を背景とした今回の調整は軽視すべきではなく、L字に近いと予測してきた。7月以降も景気回復の兆候は見られず、既にV字回復の目はなくなった。

果たして、右側に勢いのないU時型にしる、年後半に回復できるのか。やはり、難しいのではないかと思う。米国経済は4～6月まではかろうじて個人消費でマイナス成長を免れているが、個人消費が一段と強まることは考え難い。レイオフがドットコム企業から幅広い業界に及び始めているほか、株価下落による逆資産効果も懸念されるどころだ（下図、消費者信頼感指数とナスダック指数参照）。欧州経済も減速基調にあり、世界同時不況に直面していると言えよう。

（図2）コンファレンスボード消費者信頼感指数とナスダック総合指数



さらに、懸念すべきは、相対的に落ち込みの小さい国内の非製造業にも悪化する懸念が強まりかねないことだ。構造改革による雇用の悪化を非製造業等で吸収しようとしているが、小売りでも中小企業では雇用の過剰感が強まっている。失業の吸収は簡単にはいかないであろう。ファンダメンタルズ改善への道のりは長いと考える。

過剰」-「不足」

	2001年3月調査			2001年6月調査		
	大企業	中堅企業	中小企業	大企業	中堅企業	中小企業
卸売り	1	15	6	15	13	10
小売り	12	5	2	11	4	7

このような厳しい環境下、政策動向が焦点となるが、この点に関しては市況見通しの中で触れることとしたい。

このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。

## ( 2 ) 投資戦略

### 市況見通し

相場は危機的なレベルに入ってきたとみる。日経平均1万円割れは、テクニカル的な意味合いはともかく、事象としては日本発世界恐慌を象徴するものと言える。政策面での動きも予想され、ここから一気に売り崩すのは難しいものとする。政策動向を睨み、中期的な転換点を見極める展開を予想する。

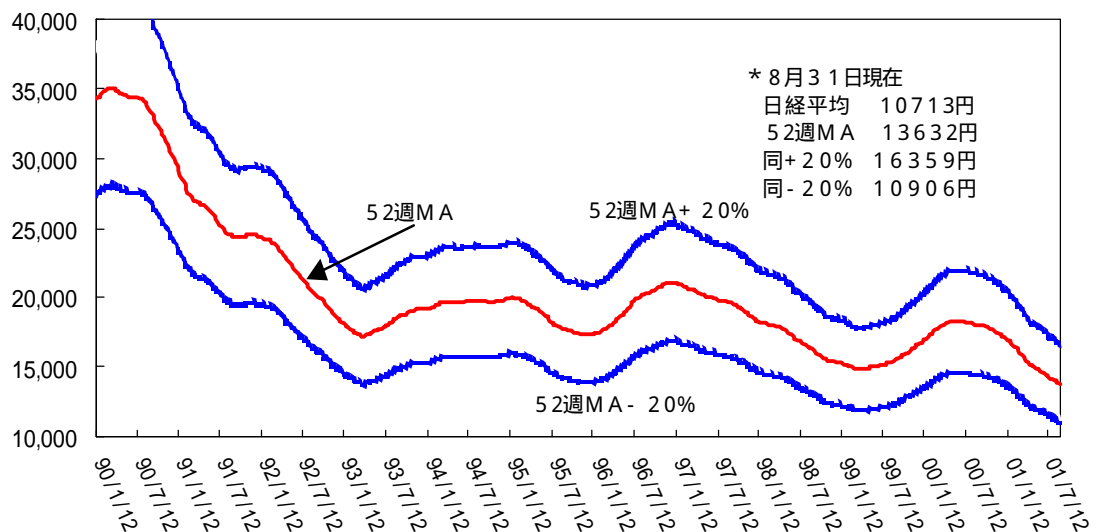
日経平均は、我々が以前から当面の下値目処と想定してきた1万5000円に接近してきた。1万5000円と予想したのは、1万円割れを前にすれば抜本的な政策が打たれ、リバウンド局面入りすると考えたからである。

日経平均1万円にテクニカル的な重要な意味があるのかは別として、1万円を大きく割り込むようであれば日本発世界恐慌の象徴として語られることになる。世界同時不況に片足を突っ込んでいるだけに、政策当局としては何としても世界恐慌の主犯といわれることは避けたいはずだ。

下図にみるように、過去のパターンでは日経平均52週移動平均から20%マイナス乖離したポイントで相場が反転するケースが多い。日銀の量的緩和実施でリバウンドした今年の3月も同様な場面であった。今回もインパクトのある政策が打ち出されれば、反発に転じる水準である。我々は、9月中、もしくは10月にもマーケットの関心が高い不良債権処理に関する何らかの政策が打出される可能性が高いと考えている。この点を踏まえ、いったん反発に転じるシナリオを維持し、想定レンジの修正を小幅にとどめる。

ただし、米国経済の悪化で世界的な景気悪化は当面継続すると考えている。このような中で、本格的かつ持続的な株価の上昇を期待するのは困難である。年末から年度末に向けては二番底を探るものと予想する。

( 図 3 ) 日経平均52週移動平均の推移



このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。

さて、政策面での焦点は、不良債権処理、補正による景気対策、の二つである。特に不良債権処理に関しては、8月下旬に金融庁が「不良債権7年で半減」を報じ、株価が下落した経緯があるだけに、最も注目される要因と言えよう。

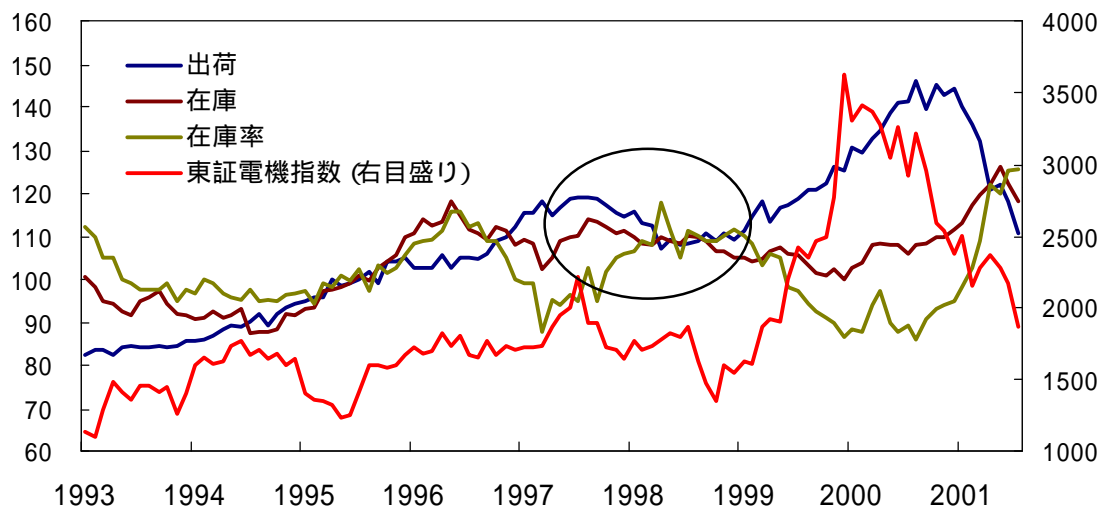
予断は許さないものの、8月末からの柳沢金融担当相の外遊後(9月8日帰国)、オニール米財務長官の来日(同12日前後)、G7(同29日)、米国からの不良債権問題専門家の来日(同下旬の予定)、臨時国会(同27日~)、ブッシュ大統領来日(10月16~18日)といった政治日程を踏まえると、この時期に何らかの動きがあるのではないかと考えられる。特に米国からS&L処理の専門家群が来ることを考慮すると、RCC(整理回収機構)を通じて何らかの形で公的資金を用いることもあるように思われる。

また、9月18、19日に日銀政策決定会合が予定されており、不良債権処理策に呼応し、量的緩和を拡大する可能性もある。単に量的緩和を実施しても、経済効果は乏しいが、金融機能改善策とセットで出れば、マーケットの期待に働きかけ、流動性相場の下地作りを担うものと考えられる。こうした動きを経て、相場が反発に向かうものと思われる。

一方、補正による景気対策を大型化すべきと声が台頭、マーケットでもこれを株価の下げ止まりの条件とする向きも多い。しかし、押し切られる形での財政拡大は、政権基盤を弱めることから、マーケットには逆効果になるのではないかと考えられる。そもそも、2兆円でも5兆円でも経済効果に大きな差はない。

ただし、流動性拡大を期待した相場の持続力には限界がある。景気回復への目処が見えない中では、上値は限られよう。投資環境で触れたように米国経済のL字回復(当面回復しない?)が鮮明となれば、本邦株式市場も二番底を模索する動きになるものと考えられる。

足下、電機セクターの在庫が減少に向かいつつあることを評価する向きもある。しかし、98年当時の例をみると電機指数が本格上昇に転じるのは、鉱工業生産統計で在庫率がピークアウトし、出荷が底を打ってからである。他のセクターでも投資環境は悪化に向かっているだけに、本格的に株価が上昇に転じるには時間がかかることを認識しておく必要があるだろう。



このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。

このレポートは投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。レポートに含まれているデータ等は信頼し得る情報源から得たものですが、内容の正確性については当社が保証するものではありません。投資に際しての最終的な判断は、最新のデータおよび他の資料なども参考にしうえて、御自身でなさるようお願い致します。