

情勢判断

国内金融

日銀、ゼロ金利政策解除

要約

日銀は、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」に至ったとの判断からゼロ金利解除を決定した。市場は織込み済で特に波乱は無かった。今後は、ゼロ金利解除で促進が予想される不良債権処理や企業リストラ継続によるデフレ圧力に対し、ITをリード役に上振れする企業部門の改善により景気回復の持続性が担保されるのか、またゼロ金利解除に反対した政府がどのような補正予算を組むのが注目される。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	2000				2001	
	6 実績	9 予想	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想
CDレート(3M)	0.11	0.35	0.35	0.35	0.45	0.45
短期プライム	1.375	1.500	1.500	1.500	1.625	1.625
10年最長期国債	1.76	1.80	1.90	2.00	2.20	2.40
長期プライム	2.15	2.2	2.3	2.4	2.6	2.8
為替相場	105	108	105	103	100	100
日経平均株価	17,411	17,500	18,500	18,000	20,000	21,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

日銀、ゼロ金利政策解除

日銀は8/11の金融政策決定会合で無担保コール翌日物金利を0.25%に引上げるゼロ金利政策の解除を決定した。解除の理由は、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」に至り、「そごう問題」の影響も市場心理が大きく悪化するという事態はみられないと判断したため、景気の先行きにはまだ不安があるとして政府が出した議決延期請求を否決しての決定となった。

加えて、日銀は、政策金利の引上げは10年振りの政策転換となるが、ゼロ金利解除はあくまで異常事態時の危機対策の解除であり、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置で、金融が大幅に緩和された状況は維持され景気回復の支援は継続する方針を示した。

ゼロ金利解除で市場に波乱なし

市場では、当初株価の動向から8/11の解除は無しの見方が大勢であったが、前日の「ゼロ

金利解除へ」の新聞報道で短期市場はゼロ金利を解除を織込んだ。債券市場と株式市場は、8月は無くても9月には解除の見方があったことやゼロ金利解除も超低金利は継続の見方から、ゼロ金利解除での波乱は無かった。為替市場は、前日の報道で一時107円台に円高が進んだものの、政策変更に対し日銀と政府に確執があったことや、IMFがゼロ金利解除は時期尚早との見方をしていたことなどが円売り材料となりやや円安に振れた。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

ゼロ金利解除の企業収益への影響は軽微

ゼロ金利解除の企業収益への影響は、99年度法人企業統計の全産業ベースで試算すると、期末の有利子負債565兆円に対し0.25%利上げによる利息負担は1.4兆円で経常利益33兆円の4%にあたる。実際の短期プライムレートの引上げ幅は0.125%の見込みで、長期金利も落ち着いた動きをしていることから長期プライムレートの引上げはあっても小幅とみられ、マクロ的には利上げの影響は軽微と予想される。

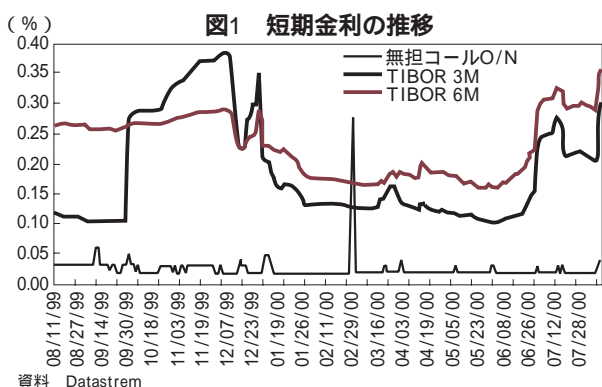
ただ、3月末時点の預金取扱金融機関の破綻先債権を除くリスク管理債権は36.4兆円あり、金利負担増で破綻に追い込まれる企業が出る可能性はある。前月号で、ある程度の不良債権増加でも基本的には金融システムに不安はないと述べたが、従来株式含み益に頼って不良債権処理を行ってきた面もあり、主要行全体で株価がTOPIXで1400ポイントを割り込んでくると含み益が枯渇してくるから株価動向には留意が必要である。

「ダム論」VS企業リストラのデフレ圧力

ゼロ金利解除で促進が予想される不良債権処理のデフレ圧力に対し、日銀は、企業収益の増加が所得の増加、消費の増加に繋がっていく蓋然性が高いという「ダム論」から景気回復の持続性は担保されると判断している。これに対して政府サイドは企業は引き続き人件費抑制姿勢を示している中で、「ダム論」に確信を持っていないとの判断をしている。

所得状況については、毎月勤労統計でみると6月の賞与が4年振りに前年比プラスとなり現金給与総額も4月以降3ヶ月連続でプラスとなっている。また、鉱工業生産が4～6月期が前期比1.6%増、機械受注（船舶電力除く民需）も4～6月期前期比3.1%増といずれも上振れ、7～9月期も増加見通しとなっている。従って所得も少なくとも当面プラス基調は継続するとみられる。

一方、6月の新規求人数が前年同月比26.2%増の一方、企業リストラ継続で6月の常用雇用者（毎月勤労統計）は前年割れが続き、7月の倒産も1,672件とゼロ金利解除前から倒産件数は増勢基調と、雇用情勢は最悪期は脱したものの雇用のミスマッチが拡大し先行きには不安を残している。従ってこの面での対策を打ち出すことで景気回復の持続性はより確かなものとなる。補正予算は、4～6期GDPが前期比プラスの公算が高いことや財政状況から規模的には小幅となるが、労働市場のセーフティネット対策と流動化策、省庁間でバラバラといった感のあるIT推進策に一貫性のある政策が打ち出



されることが期待される。
徐々に上昇バイアスかかる長期金利

長期金利は、補正予算論議等でボラティリティは高まるものの、当面は足許の景気回復のペースから1%台後半で推移しよう。その後、年度末に向け不良債権処理が進展し来年度の景気回復の持続性が視野に入ってくれば、来年度予算での国債増発や財投債発行額の確認を契機に2%台に上昇する可能性は十分あろう。

円ドル相場は、日本がゼロ金利解除も日米の景況格差は依然大きく当面105～110円のボックス相場が続こう。目先的にはゼロ金利解除の材料出尽くしで円安に振れる局面もあろう。

株式市場は、ゼロ金利解除以降やや反発しており、外人投資家の売り越し基調も米国株の持ち直しや日本の4～6月期GDPの確認で少なくとも売り越し幅は縮小するとみられ、今後は徐々に企業業績を反映して下値を切り上げていくとみられる。
(2000.8.18 堀内 芳彦)

