

情勢判断

国内金融

潜在的に上昇圧力高まる長期金利

要約

Y2K問題にからみ年末年始にかけ世界的に株価が乱高下した。一方、国内長期金利はカネ余りの状況下、1月の国債入札ラッシュを睨み膠着した相場展開となっている。しかし、2000年度も国債増発が続く一方で、企業収益の回復から設備投資回復の兆しも出始めており、株価も堅調に推移している。また、欧米金利も上昇基調にあり内外から潜在的な長期金利上昇圧力が高まりつつある。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位：%、円/ドル、円)

年度/月	99年度			2000年度			
	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.10	0.10	0.10	0.20	0.35	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.71	1.65	1.90	1.95	2.20	2.40	2.50
長期プライム	2.3	2.2	2.3	2.3	2.5	2.7	2.8
為替相場	106	102	105	105	105	102	100
日経平均株価	17,605	18,934	18,500	19,500	20,000	20,500	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

米国株に連動し株価乱高下

昨年末にかけ、米国中心に各国金融当局がY2K問題への警戒感から市場への資金供給を厚くしていたことなどを背景に、世界的に株価が上昇し、米国ではナスダックが初めて4000ドル台に乗せたほかNYダウ、S&P500とも史上最高値を更新、日本も情報通信関連株が急騰しTOPIXは3年5ヶ月振りに1700ポイント台に乗せた。年明け後は、米国がクリスマス商戦が好調だった中でY2K問題で混乱がなかったことからインフレ懸念が再び台頭、長期金利が急上昇し株価が急落、連れて日本株も急落した。その後米国の雇用、物価指標がインフレ懸念を示すものでなかったことから米国株が急回復し、日本株も日経平均株価で19千円台を回復した。ユーロ反発、G7への思惑から円高修正

年明け後の為替相場は、独製造業の購買担当者景況指数が2年振りの高水準を付けたことが

ら、ユーロが対ドルで反発。円ドル相場も1/4に日銀が押し上げ介入を実施したことや宮沢蔵相の「100円台を割り込む円高には断固たる介入を事務当局に指示した」との発言から、1/22のG7で円高懸念の共有について再確認されるとの思惑も台頭したことなどから一時106円まで円高修正が進んだ。

国債入札ラッシュを睨み、様子見の債券市場

12月下旬に日銀総裁は「デフレ懸念との戦いに早く勝利したい」と発言するなど日銀が情勢判断を前進させるスタンスが窺える中で、株価の反発もあり、ゼロ金利解除への思惑から円金利先物は2000年9月限で一時0.46%に上昇した。

一方、債券市場は、米国金利上昇や日米株価の乱高下で先物が神経質な動きとなったものの、現物市場はゼロ金利解除の思惑や株価の反発には特に反応せず、1月にTBから20年債まで合わせて13回実施されるの国債入札を睨んで膠着した相場展開となっている。1/12の10年債、1/19の6年債の入札は波乱なく通過しており、現状では需給悪懸念よりカネ余りの運用難が勝っている。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 ペイオフ解禁延期とゼロ金利政策

日銀サイドが情勢判断を前進させるとともに、景気回復に伴う「良い金利上昇」容認発言をしている背景には、ゼロ金利政策はあくまで非常事態における最大限の金融緩和措置というスタンスを示し、今後の金利上昇に際し国債引受けや国債買いオペ増額論が再燃しないよう予防線を

張っておきたいとの狙いもあるとみられる。

ゼロ金利解除は、景気が自律的な回復過程に入る目処が立つことが条件といえるが、経済の二極化が進んでいる中で景気指標からこのタイミングの判断は相当難しいとみられ、ゼロ金利が金融不安に対する流動性供給の点から実施された側面も強かったことからすれば、潜在的金融不安が一掃される時点は重要なタイミングと判断される。

この点で、ペイオフ解禁の1年延期は潜在的金融不安があることを政府が宣言したようなものだ。しかし、12月末の第二地銀の預金が前年比3.8%減となるなど預金者による金融機関選別の動きは継続しており、今後金融監督庁の信組検査で問題行の整理・再編も着実に進展するとみられる。従って当局が金融システムに不安がないことが確信できる状況が2000年度内には到来し、O/N金利0.02%の緊急避難的ゼロ金利政策から0.15%～0.25%程度への超低金利政策への変更は十分想定されよう。

カネ余り VS 財政リスクプレミアム

日本の財政赤字が拡大する一方で長期金利が上昇しないのは、日本が経常黒字国である中で従来は資金不足セクターであった企業部門がB/S調整のため借入金返済を優先し資金余剰が拡大しているためである。

2000年度予算は国債依存度が38.4%、2000年度末の国・地方債残高は645兆円とGDPを大きく上回る見通しの中で、99/1の大蔵省中期財政試算では1.75%の名目成長では国債依存度は低下しないとの見解がでており、政府部門の赤字は2001年度もむしろ拡大の懸念がある。一方、企業部門は収益回復から2000年度後半には設備投資回復の期待が出てきた。B/S調整はまだ途上であり設備投資もキャッシュフローの範囲内とはみられるが、企業部門の資金余剰は縮小に向かうことから、国内の資金バランスからみて長期金利上昇の可能性は高まろう。

また、4月から郵貯の大量償還がスタートし、

資金運用部の資金繰り対策は打たれているとはいえ、株価が底堅く推移する公算が高い状況からすれば、郵貯の流出額が増大し早めに長期金利が上昇する可能性もある。

なお、欧米金利が上昇基調にあることや原油価格が再度上昇の気配にあることにも留意が必要であろう。

注目されるFRBの利上げと米国株価動向

株式市場は、急騰した情報通信株が日柄調整に入る一方、バリュエーション面から低位株に見直し買いが入るなど入れ替えはあるものの、企業リストラとカネ余りの継続で基本的に底堅い展開は続くとみられる。そうした中でリスクは米国株価動向で、0.25%程度の利上げが予想される2月のFOMC後、過熱気味の米国経済にソフトランディングの兆しが現れるのか、再度インフレ懸念が台頭し、米国株安、ドル安に向かうのか注目される。（2000.1.19 堀内 芳彦）

