情 勢 判 断

国内金融

過剰債務問題と長期化する長期金利の低位安定

要　　約

日銀は設備投資の改善等から景気判断を前進させ、ゼロ金利解除に向け地均しを継続。しかし、市場は過剰債務問題等の構造改革の遅れを懸念し、株価は調整局面が続き、長期金利はやや低下した。景気動向として企業部門の改善による緩やかなジョブレスリカバリーが継続するなか、ゼロ金利解除のタイミングを計る意味でも新政権の構造改革への取組み姿勢が注目される。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位　%、円／ドル、円）

年度／月	99	2000				2001
	3 実績	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想	6 予想
CDレート(3M)	0.06	0.05	0.10	0.20	0.50	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625	1.625
10年最長期国債	1.77	1.65	1.80	1.90	2.20	2.20
長期プライム	2.2	2.15	2.2	2.3	2.5	2.5
為替相場	105	106	105	103	100	100
日経平均株価	20,337	16,500	17,500	18,500	20,000	20,500

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ１ヶ月の金融情勢
ゼロ金利解除に向け地均し続ける日銀

4/10分の日銀金融政策決定会合議事録によれば、早期のゼロ金利解除に理解を示す委員が従来の篠塚委員を含め3名に増え、4/27分議事録ではゼロ金利解除の位置付けや解除時の説明方法などより具体的な議論に重点がシフトしていることが窺われる。また、日銀の景気判断自体も前進を続けていることから早期ゼロ金利解除観測が再び台頭、早ければ7/17の決定会合でと見る向きもあるが、TIBORの動きからすると4ヶ月以上の金利に上昇圧力がかかっており、4～6月期のGDP発表を睨んで秋口以降期解除というのが短期市場参加者の見方のようである。

一方、長期金利は、1～3月期の法人企業統計の設備投資が前年比プラスに転じたことから1～3月期のGDPが高い伸びになるとの予想が出て株価も17千円台を回復したことで一時1.75％まで上昇。初発行の15年変動利付国債の応札倍率は7倍の人気となり、金利上昇リスクを意識しつつもカネ余りの運用難を反映するものとなった。こうした状況下、1～3月期実質GDPは前期比2.0％増だったものの、デフレーターは▲1.8％とむしろマイナス幅拡大しデフレ状況は脱していないこと、4月の機械受注が前月比で4ヶ月連続減となり回復に一服感の出てきたこと、ライフ、第一ホテル倒産などから景気は回復基調にあるものの構造改革には相当の時間を要すとの見方などから長期金利は1.6%台前半まで低下した。

中低位株物色も調整局面続く株式市場

株式市場では、外人投資家が6月第一週まで5週連続の売り越しており、米国株の先行きに警戒感が強いのを背景に情報通信関連の値がさ株に利益確定売りが続いているようだ。一方、年金や投信は買い越し基調が継続し、物色動向は好業績の中低位株が買いを集めたが、大型倒産が相次いだことやあさひ銀行の3行統合離脱発表から銀行株の下げが続き、日経平均は再び16千円台前半まで下落した。こうした中でナスダックジャパンも静かなスタートとなった。

膠着続く円相場

為替相場はECBの0.5％利上げと米国景気の減速期待の強まりから、ユーロが反発。一方、円ドル相場は、日本の景気回復も基調は緩やかで円を買い進むまでには至らず105～108円台でもみ合いが続いた。

向こう３ヶ月程度の市場の注目点
７月短観は改善続くか

ゼロ金利解除を予想する上で当面の注目材料は7/4発表の日銀短観である。景況感や収益の改善は続こうが注目は設備投資計画。上方修正は間違いないがIT関連業種以外に広がりがみられるか、また3月短観で前年比▲6.8％と高い水準からのスタートとなった中小企業の計画がどの程度上方修正されるか注目される。なお、5月調査の大蔵省景気予測調査では大企業製造業の足許の景況感は改善しているものの、非製造業、中小企業はやや悪化しており、業種間、企業感の格差はより拡大すると予想される。

遅れる建設、不動産、卸小売業の債務削減

1-3月期の法人企業統計では前年同期比で2.6％増収38.7％経常増益、設備投資も3.3％増と景気回復を示す内容となった。しかし、過剰債務問題を指摘される建設、不動産、卸小売3業種の有利子負債残高は254兆円でここ10年の地価下落過程でほとんど負債圧縮が進んでおらず、全産業有利子負債に占める割合も5割弱を占めている。

3業種は収益回復ペースも遅く、このところ増加している倒産件数でみても3業種が6割強を占めており、総選挙と株主総会の終了する7月以降は倒産や銀行への債権放棄要請の増加が懸念されている。この問題がリストラによる企業収益の回復を柱とした景気全体の回復基調の腰を折る可能性は、米国景気の失速がない限りは少ないとみられるが、過剰債務問題が残る間は回復ペースは緩やかなものに止まろう。そしてこうした見方が長期金利の低位安定の長期化の背景にあるといえよう。

ゼロ金利解除は年内はないか

こうした状況で、ゼロ金利解除のメリットとデメリットを考えた場合、緊急避難措置を解除し今後の金融政策にフリーハンドを持つとしても、想定される0.25％ではその効果は僅かと思われ、所得配分の歪みや構造改革のモラルハザードの是正効果も微々たるものであり、現段階ではゼロ金利解除による円急騰など市場の混乱や金利負担増大による倒産増加などデメリットのリスクの方が大きいと思われる。解除の時期としては米国景気の減速度合いの確認と総選挙で議論となった財政再建問題の方向を確認する意味でも年内は見送るべきであろう。仮に早期に解除するなら、新政権が選挙対策もあり先送りされた年金改革、連結納税、規制緩和等の構造改革についての方針を合わせて打ち出していく必要があると思われる。

（2000.6.20堀内 芳彦）

図1　業種別株価の推移（2000年3月末基準）

資料　Datastream

図2　3業種有利子負債残高の推移

資料　大蔵省「法人企業統計季報」

図3　銀行のバランスシート（前年同月比）

資料　日銀経済統計月報
（注）貸出は5業態計、マネーサプライはM2+CD。