

国内金融

# ゼロ金利解除も超低金利政策は継続

## 要約

日銀は、景気はデフレ懸念の払拭が展望できる情勢に至りつつあるとの判断から、そごう問題の見極めがつき次第ゼロ金利解除に踏み切る構え。ただ、デフレ懸念の払拭が展望できるといっても、従来の規制業種や過剰債務を抱えた企業の構造転換、財政悪化問題などが景気の足枷となる状況は続き、超低金利政策は継続され、長期金利の上昇幅も限定的とみられる。

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	0.45	0.45	0.45
短期プライム	1.375	1.375	1.625	1.625	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。

## そごう問題でゼロ金利解除見送り

6/16の山口日銀副総裁のゼロ金利解除について「潮はかなり満ちつつある」発言以降、市場は7/17金融政策決定会合での解除観測を強めたが、そごうの民事再生法申請で見送り観測に一転。結局こうした動きを追従する形でゼロ金利解除は見送られたが、異例の声明文が発表された。内容はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至りつつあるが、そごう問題の市場心理などへの影響をもう少し見極めたいというもので、そごう問題の見極めがつけば次回8/11の決定会合で解除したいとの日銀の強い意志が窺われる。

## 秋口までにはゼロ金利解除か

ポイントは今後そごう以外にゼネコン等問題企業の経営破綻が予想される中でそのマクロ的影響をどうみるかであろう。そごう問題は、過剰債務に陥っている企業がゼロ金利継続で救われる訳ではないことを示すと同時に、金融機関には中間決算に向け問題債権の最終処理を加速

させることとなろう。加えて、現在進行中の金融庁の信金、信組検査で中小金融機関の問題債権も洗い出されよう。

主要行は前年度こうした事態も考慮し当初計画を上回る4.6兆円の不良債権処理しており、今後要注意債権がある程度不良債権化しても業務純益と株式含み益でカバーできるとみられており(注)、金融システムには大きな影響は及ばないとみられる。

前月号では倒産増加等のリスクを鑑み年内はゼロ金利解除は見送るべきと述べたが、今回の景気回復はゼロ金利と無縁のIT関連がリード役で6月短観でそれが確認されたこと、日銀が景気判断を前進させ市場もそれを織込んできた中で、大型倒産の都度ゼロ金利解除を見送ると日銀の信認低下に繋がることを考慮すれば、4-6月期GDPが確認できる9月までにはゼロ金利解除に踏み切る公算が高いとみられる。なお、それまでに日銀には前述の問題企業の経営破綻のマクロ的な影響について明確な説明が求められよう。

また、政府は、そごうをハードランディングさせたことでクローズアップされた中小金融機関や地域経済への影響の問題にどう対応するのか、更に今後見込まれる問題ゼネコンの処理は、公共投資も縮小を迫られる中で就業者の1割を占める建設業者の雇用問題に直結するだけにどう対応していくのか注目される。

(注) 主要行の問題債権(99/9末)は第二分類37.7兆円、第三分類1.9兆円で、第二分類の20%、第三分類の75%に引当金計上が必要とすれば、潜在的損失額は8.9兆円。これに対し損失処理原資(2000/3月期末)は業務純益3兆円、貸倒引当金7兆円、株式含み益7.6兆円で計17.6兆円。

## 良い物価下落の影響と超低金利政策の継続

景気回復基調が続く中で、物価動向は、国内卸売物価は石油価格上昇の影響で前年同月比プラス（5月+0.3%）となっているが、消費者物価はマイナス基調が続き（5月生鮮品除く総合で-0.2%）、2000.1QのGDPデフレーターは-1.8%と足許はむしろ低下している。これについて日銀は需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は低下している一方で、流通革命や低価格の輸入品の増加、IT革命による供給側の合理化などいわゆる「良い物価下落」が広がりつつあるためとみており、経企庁の最近の物価レポートでも同様の分析がされている。

良い物価下落は所得水準が同じなら実質購買力の向上で消費のプラス要因といえる。一方、企業にとって物価下落は常に効率化を迫られるということで、こうした点からも、6月短観で今年度の売上高経常利益率の水準が中小企業非製造業を除き96年度を超えるにも拘らず、設備投資をキャッシュフローの範囲内に押さえリストラを継続している。こうした中で従来型のビジネスモデルを改善できず、債務が多く不稼動資産を抱えた企業は収益を上げられず、雇用・賃金調整を強いられることになる。

暫くは、こうした良い物価下落のマイナス面から景気回復に加速感が生じる状況にはならないとみられ、ゼロ金利解除後も超低金利政策（公定歩合0.5%は据置）は継続されよう。

従って、長期金利は、ゼロ金利解除で10年

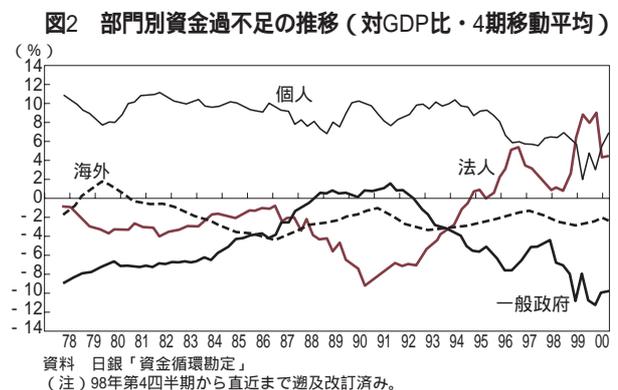
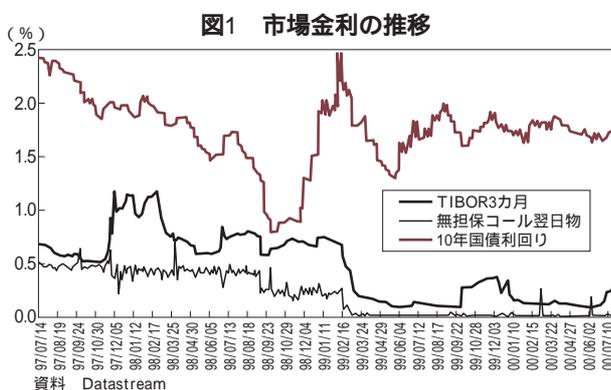
に及ぶ金融緩和策の転換になることには違いなく上昇バイアスはかかり易くなるとみられるが、上昇幅は限定的といえよう。その水準としては、金融機関の貸出の代替として国債の金利水準を考えれば、銀行の長期貸出約定平均金利の2.3%程度が当面の目処といえよう。

## 財政リスクは確実に増大

先日発表された経済白書では、99年度に債務残高がGDP比105.4%に拡大した財政赤字問題が取り上げられている。この中で、政府のプライマリーバランス（公債費を除いた歳出から税収等を引いた収支）が92年度以降赤字で、名目成長率も長期金利を下回って推移しており、公債残高をGDP比で一定比率に収束させるには単にプライマリーバランスを均衡させるだけでは十分でない可能性、つまりこのままでは財政破綻の可能性があるとを言及している。

財政悪化の長期金利への影響については、ISバランスでみて、日本は経常黒字国で国内は資金余剰で、企業部門はB/S調整で資金余剰の一方政府部門が赤字となることで国内の資金を還流させている。設備投資が回復過程に入ったとはいえキャッシュフローの範囲内でありいわゆるクラウディングアウトが生じる状況になく、直ちに長期金利上昇には繋がりにくい。

ただ、政府から明確な財政再建の方針が出ていないことから、海外の格付け機関でも日本国債の格下げを検討するところが増えており、財



政の潜在的リスクプレミアムは確実に増大している。

需給面では来年度から財投改革により財投債が発行される。今年度の財投計画をベースとすると財投債の発行は30兆円程度でうち10兆円程度が市中消化に回るという見方も出ている。補正予算、来年度予算とも合わせ秋口以降具体的検討時期に入り内容によっては、ゼロ金利解除とのタイミングとも合わせ、一時的に長期金利が急騰するリスクはあろう。

### ボックス相場の続く為替相場

足許の円ドル相場は、ゼロ金利解除の見送りとそごう問題の影響を懸念し円安気味で推移しているが、日本は景気回復基調にあり米国は景気減速に向かいつつあることから基本的には円高バイアスがかかる方向にあるとみられる。

ただ、前述のとおり日本の景気回復ペースは緩やかな一方で、米国の景気減速は貿易赤字縮小に繋がる期待からドルの下支え要因になり、一方的な円高は想定し難い。短期的にはゼロ金利解除の実施で材料出尽くしからやや円安に振れる局面もあろう。リスクとしては4月にあった米国インフレ懸念による米国株急落、外人の日本株売りのパターンだが、米国の政策発動余地からあっても影響は一時的であろう。また、ユーロが景気回復から大底圏を脱しつつあり、これまでのユーロ圏から米国への資金流入が逆流するようになるとドル暴落のリスクもあるが、ユーロ圏経済の回復もこれまでのユーロ安と外需によるところが大きく、労働市場等の構造問題や、通貨統合へのギリシャの参加の影響など、ユーロの回復も遅々としたものとなる。株式市場は徐々に下値切り上げへ

足許の株式市場は、そごうの法的整理に続き西洋環境開発が特別清算を申請したことから、金融機関の損失負担増大を懸念し銀行株が売られ日経平均株価は17千円割れとなった。

中間決算に向けてはこうした損失負担の財源としての益出しなど持合解消の売りが増えることが予想され、調整局面が続くとみられる。

ただ、債務負担の大きい問題企業の株価は既に売り込まれ、銀行株指数の水準もゼロ金利に踏み切った99/3時の水準まで下落しており、下値は限定的とみられる。投資家動向としては、米国株の持ち直しから外人投資家は7月第1週に買い越しに転じ、年金資金流入による信託銀行と郵貯償還を背景とした投信のコンスタントな買いは継続している。6月短観での企業業績予想は全規模ベースで6.2%上方修正の13.1%経常増益で、足許の生産、設備投資の動向から今後上方修正の可能性は十分にあり、中間決算でそれが確認されれば、徐々に下値を切り上げる展開が予想される。物色的には年初急騰したIT関連銘柄の信用取引の期日明けと中低位株の見直し買いの一巡から、改めて個別の業績を見直し展開となる。 (2000.7.19堀内 芳彦)

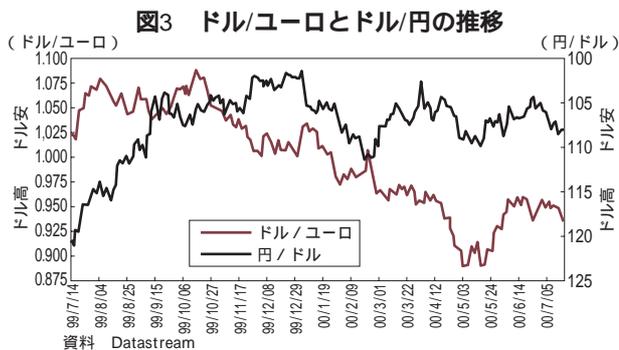


表2 東証一部業種別株価騰落率 (%)

		99年下期	2000年上期
1	ガラス・土石	- 21.43	72.25
2	非鉄金属	- 1.29	57.36
3	医薬品	- 16.07	47.58
4	不動産	- 24.82	33.16
5	海運	- 23.34	27.83
6	パルプ・紙	- 13.18	25.05
7	倉庫運輸	- 39.42	24.05
8	卸売業	- 19.36	24.00
9	化学	- 14.13	22.28
10	精密機器	9.33	21.26
11	機械	- 9.96	20.61
12	空運	- 23.89	17.94
13	食料品	- 21.60	16.70
14	金属製品	- 33.64	12.01
15	証券・商品	42.51	11.34
16	繊維製品	- 24.06	10.36
17	石油・石炭	- 25.50	6.13
18	ゴム	- 38.66	6.05
19	輸送用機器	0.62	3.56
20	建設	- 30.58	3.49
21	水産・農林	- 27.62	3.25
22	陸運	- 10.26	2.31
23	電気・ガス	- 12.97	1.96
24	鉄鋼	- 25.55	1.60
25	その他製品	- 9.45	1.08
26	保険	- 10.27	- 1.43
27	その他金融	- 9.44	- 5.27
	TOPIX	21.61	- 7.58
	日経225	8.01	- 8.05
28	電気機器	65.19	- 9.99
29	銀行	0.35	- 10.50
30	鉱業	- 29.12	- 22.86
31	小売業	52.51	- 28.90
32	通信	103.83	- 30.84
33	サービス	100.64	- 32.99

資料 QUICK