国内金融

2001年中は超低金利政策継続に

要　　約

構造改革にもたつく中で米国景気減速から日本の景気回復も踊り場に。米国景気の減速度合いを見極めつつ、2001年中は現状の超低金利政策は継続の見通し。こうした状況で長期金利も低位でのもみ合いが続くとみられるが、財政悪化による潜在的金利上昇懸念は着実に高まっている。財政・金融政策とも手詰まり感がある中で、足許で進む円安を下支えに、企業の本格的リストラクチャリングがどの程度進展するか、不良債権問題等もたつく構造調整の進展を図るべく政治は本格的に動き出すのか、2001年は正念場を迎える。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位　%、円／ドル、円）

年度／月	2000			2001			
	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)	0.33	0.50	0.40	0.40	0.40	0.50	0.65
短期プライム	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.625
10年最長期国債	1.840	1.70	1.85	1.80	1.85	1.95	2.10
長期プライム	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.6
為替相場	105	112	115	115	110	108	105
日経平均株価	15,747	14,500	15,500	15,500	16,000	17,000	18,500

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

米国景気減速から景気回復は踊り場に

12月日銀短観では、全体としての景況感は9月調査比横ばいとなり、先行きやや悪化を見込む向きが増加した。米国でのパソコン売上鈍化など世界的IT需給の緩和と、個人消費の回復のもたつきが主因である。特に製品需給・在庫判断からみると米国景気減速から電機、鉄鋼、化学などの業種で3月にかけ小幅の在庫調整が予想される。

ただ、2000度の企業収益や設備投資は多くの企業規模・業種で上方修正されている。これは雇用・設備の過剰感が緩やかながらも低下基調にあり、企業の体質強化が着実に進展してきたためとみられ、現時点では、当面の景気は回復のスピードは鈍化するものの、回復過程の踊り場と判断できよう。

年内は超低金利政策継続に

日銀が10月末に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で指摘した5つの景気下振れリスクの中でIT需給緩和など一部が顕在化しつつあることや、前年比マイナスの続く消費者物価に加え、国内卸売物価も10月から再びマイナスに転じたことから、ゼロ金利政策復活の声も出始めている。

これについては、ゼロ金利政策は、金融システム不安によるデフレスパイラル回避の緊急策の意味合いが強く、また、導入のタイミングからみると、98／12の資金運用部の国債買い入れ停止発表を契機とする長期金利の急騰とそれに伴う円高の抑制、加えて政治サイドからの国債引き受け要請を回避するためにゼロ金利政策導入に踏み切った面も大きかったとみられる。これに対し長期金利はゼロ金利解除前より低い水準に低下し、為替も円安が進んでいる現状を考えればゼロ金利政策復活の可能性は低いとみられる。仮に復活するとすれば再度金融システム不安の再燃や米国株暴落による景気失速など外生的ショックがあった場合であろう。

ただ、景気回復の足取りが心もとない中で財政政策には余裕なく金融政策へのプレッシャーは従来以上のものがあるとみられる。従って、次回利上げについては、来年度前半にかけての米国景気減速による景気回復の踊り場を経て、米国景気の安定成長への移行と国内の設備投資の広がりにより下期以降の景気自律回復の足取りを確認できてから、時期的には2002年に入ってからになろう。

カネ余りvs財政悪化リスク

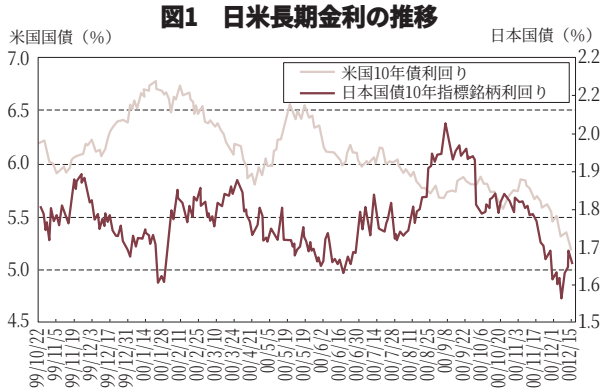
債券市場では、景気減速から失速観測を織込み一時1.5％台まで低下し、資金運用部による国債買い切りの3月で事実上打ち切り発表も特に悪材料とならなかった。

これはカネ余りの状況が続いているためで、上場企業（除く金融）の9月中間決算のキャッシュフロー計算書でみると有利子負債額は半期で2000／3末の2％にあたる3.9兆円が圧縮されており、銀行貸出（5業態計）でみても11月平残は前年比4.0％減と、企業の設備投資は回復しつつも財務体質改善に向け負債削減が続いている。こうした動きは来年度にかけても継続されるとみられ、仮に現状の貸出4％減、預金2％増が続くと銀行は来年度も30兆円弱のカネ余りとなり、予定される28.3兆円の新発国債も吸収可能となる。従って、前述の景気見通しからすれば国債増発による長期金利上昇懸念は限定的で、基本的には年内は1％台後半で推移しよう。

しかし、現政権は財政再建については2003年度から着手といってはいるが、来年度予算でも児童手当拡充や整備新幹線の新規着工など従来のバラマキ型予算の側面がみられ、潜在的な財政悪化リスクは確実に増大しているとみられる。

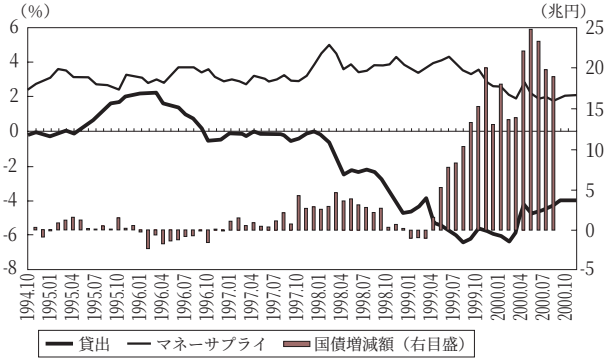
来年度からの財投改革による財投債発行については、市中消化が10兆円と発表されほぼ市場の予想通りであった。ただ、財投債は償還財源が租税ではなく特殊法人の資産で厳密な意味で国債ではないが、事実上は国の信用で発行するものであることから財投債の大量発行は国債格下げリスクになること。財投改革により国の隠れ借金問題（地方交付税の財源不足補填のための交付税特別会計の資金運用部借入＋市中借入＝38兆円など）の顕在化。財投債発行年限についての、調達サイドの政府系金融機関のニーズ（平均運用期間17年）と運用サイドの郵貯のニーズ（大量償還もあり短期化ニーズ強い）の相違、など懸念材料は多く、今後こうした状況が徐々に判明していくとみられる。目先的には、1月からの国債決済のRTGS化で国債の流動性低下が懸念される中で、決算期末に向けて債券での益出しやヘッジの動きと重なると予想外の長期金利上昇のリスクもあろう。

図1　日米長期金利の推移



資料　Datastream

図2　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

当面円安地合いに

ドル・円相場は1年近く続いた105～110円のレンジを脱し徐々に円安が進んでいる。

その背景としては、まずは景気動向。景気動向としては、米国も減速しているが利下げや減税など政策対応の余地は大きくハードランディングは回避が可能とみられる一方、日本は構造改革にもたつく中で景気回復スピードが鈍化しつつあるが、金融・財政とも対応余地が限定的で相対的には日本にリスクが大きい。また、貿易面で原油高で輸入増が続く中で2000年半ばから輸出の伸びがやや鈍化し貿易黒字が減少傾向にある。今後原油高は一服も輸出の鈍化が続く来年度前半にかけ減少基調は継続しよう。

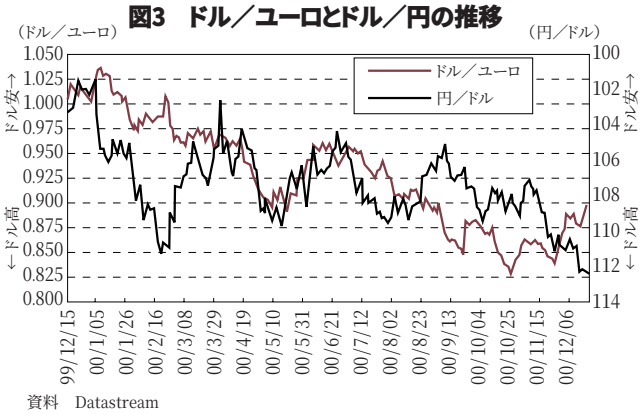
次に、日米の政治情勢である。米国ブッシュ政権で主要経済ポストに座るとみられるリンゼー元FRB理事は、最近の講演で日本に財政改革への転換を求め、いわゆる「外圧」の放棄を

表明している。為替政策としては、米国の巨額の経常赤字のファイナンスのための従来からの「ドル高は国益」政策は維持、日本が財政改革を進める上で短期的に懸念されるデフレ圧力についてはこれをカバーすべく円安と日本の外需依存も容認するとしている。もちろん米国景気が減速する中で円安容認は限定的なものといえようが、政策発動余地が乏しい中では日本にはウエルカムである（ただ大幅な円安は長期金利上昇リスクとなる）。

しかし、日本は政局の不透明感強く、こうした米国の政策スタンスの転換にどう対応するのかも読めず悪い意味で円売り要因となっている。

以上の状況から来年度前半にかけ円安地合いが続くとみられる。ただ、ドルも米国が経常赤字のファイナンス問題を抱える中で景気腰折れリスクがないわけではないこと。ユーロ圏の景気動向はやや減速も域内貿易が多いことで世界的景気減速の影響も軽微で、米・欧の成長率格差も縮小方向にあることからユーロが持ち直す方向にあることなどから、円が対ドルで120円を超えて一方的に円安が進む可能性は少ないであろう。

図3　ドル／ユーロとドル／円の推移



資料　Datastream

上値の重い株式市場

株式市場も景気減速を織込んで調整局面が継続している。企業業績は、証券系シンクタンクのボトムアップによる12月の2001年度予想は、概ね9月調査時点よりやや下方修正されたものの10％前後の増益予想となっており、日経平均14千円台は底値圏とみられる。

ただ、14千円台前半は主要行の株式含み益が枯渇する水準であり、14千円を割れるような状況になると金融システム不安の再燃も懸念され、米国の景気減速度合いの見極めがつかない中で、特に3月の決算期末にかけ株価水準には留意が必要であろう。

金融機関・企業が持ち合い株式の解消を進め国内には年金資金以外買い手がおらず、外人投資家動向が日本株動向を左右する状況は来年度も継続し、米国株連動のパターンが継続しよう。

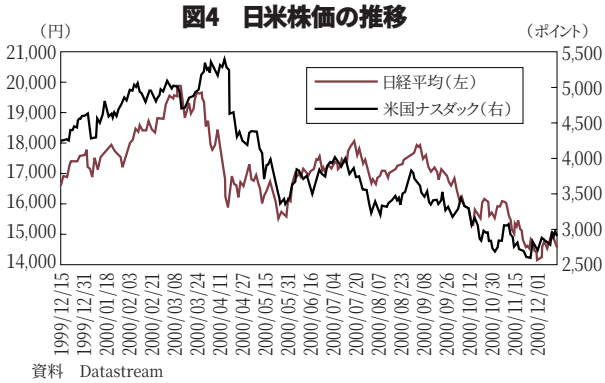
米国株はNYダウは米国の早期利下げを織込み底堅い展開となっているが、ナスダックはIT関連企業の業績下方修正から下値不安を抱え値動きの荒い転換（いわゆるニューエコノミー売りのオールドエコノミー買いの展開）となっており、実際利下げがあれば底値は固まるとみられるが、持ち直しには来年度下期以降の業績回復を待つことになろう。

日本株もリストラで業績回復した中低位のオールドエコノミー株が物色されているが、上値を追うには2001年度の業績下方修正の中心となった電機セクターの業績持ち直しが必要であり、当面は上値の重い展開が続こう。

なお、円安、株安とも不良債権問題、年金問題、財政問題、IT化・グローバル化に向けた構造改革等の構造問題が遅々としか進まない閉塞的な状況を嫌気している面が大きく、そうした点で7月の参院選ないしそれ以前に政権交代が起こり、構造改革に向け将来展望が描ける状況になれば大きなターニングポイントとなろう。

（2000.12.20　堀内 芳彦）

図4　日米株価の推移



資料　Datastream