

情勢判断

国内金融

決算期末を控え危機感強まる株式市場

要約

米国FRBは予想以上の景気減速から緊急利下げを実施。一方、構造改革にもたつく日本は米国景気に歩調を合わせ景気減速懸念高まるも、財政・金融政策に手詰まり感が強く、株安、円安が進行。決算期末を控え株安により金融システム不安再燃の懸念も強まりつつある中で、どのような株価・銀行対策が打ち出されるのか注目されている。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

| 年度/月 | 2000 | | 2001 | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| | 12 実績 | 3 予想 | 6 予想 | 9 予想 | 12 予想 | 3 予想 |
| CDレート(3M) | 0.44 | 0.50 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.50 |
| 短期プライム | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 |
| 10年最長期国債 | 1.640 | 1.70 | 1.70 | 1.85 | 1.85 | 1.90 |
| 長期プライム | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| 為替相場 | 115 | 120 | 120 | 115 | 115 | 110 |
| 日経平均株価 | 13,785 | 14,500 | 14,500 | 15,500 | 16,000 | 16,500 |

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

日経平均株価、昨年来安値更新

米国FRBは年初のナスダック市場の急落を受け0.5%の緊急利下げを実施。これによりナスダック市場は急反発、その後乱高下しながらも徐々に下値を固める動きとなっている。

一方、米国株に連動した動きが続いていた日本株は米国の利下げに反応せず、日経平均株価は昨年来安値を更新し13千円台前半まで下落した。この要因としては次の3点が挙げられる。

需給悪化懸念

決算期末、時価会計導入を控えての持ち合い解消売りの継続(昨年、都・長・地銀と事業法人は各々2兆円売り越し)と大型公募増資の計画(2月にNTTドコモが最大9千億円増資予定、野村総研の新規上場は来年度に延期)。

金融システム不安再燃懸念

全国銀行の2000/9期のリスク管理債権は28.7兆円で2000/3期の27.8兆円よりむしろ増

加している一方で、日経平均株価14千円割れの水準は大半の銀行で株式含み損となっているとみられ、このまま決算期末を迎えると自己資本を毀損する銀行が続出する懸念がある。こうした点から業種別日経平均の銀行株指数は98/10の金融危機時の水準を割り込んでいる。

政治不信

不良債権処理を含め構造改革先送りのツケが回って財政・金融政策とも手詰まり感がある中で、株安進行でも政府の危機感薄く米国FRBの機動力とはあまりに好対照。

円独歩安に

ユーロは、米国景気減速による米欧の成長率格差縮小から昨年11月から反発に転じ、対ドルでは米国利下げで0.95ドル台をつけた。一方、円は株安に歩調を合わせ軟調な展開となり、通貨当局者の円安容認と取れる発言もあり、対ドルで119円台、対ユーロで112円台まで円安が進行している。

円金利先物の逆転現象進展

短期市場では、1/4から導入されたRTGSは大きな波乱もなくスタートした。また、株安による景気不透明感の強まりから短期金利は総じて低下し、円3ヶ月金利先物では、6月物金利が期末をはさむ3月物金利を下回る逆転現象が進んだ。

一方、債券市場では、1月の国債の入札ラッシュで需給悪化が懸念され、応札倍率の低下はあったものの特に金利上昇には繋がらず、株安からイールドカーブはブルフラット化が進んだ。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点
有効な株価対策は？

株価が昨年来安値を更新したことで政府与党もようやく株価対策の検討に入った。検討されている主な株価対策は別表のとおりだが、株安の背景には構造改革の遅れに対する市場の失望があることを鑑みれば、受け皿機関の創設といった問題を先送りする需給調整目的の対策は逆に失望感を増長しかねない。

個人投資家育成のための税制見直しは、短期的な効果は限定的も株式保有構造の改革に向けて重要な政策であり、先延ばしされてきた確定拠出型年金制度と合わせ早期導入が期待される。「金庫株」解禁については、企業の財務政策の幅が広がるという点で評価できるが、実際に利用できるのは2500億円の自社株消却を発表したトヨタのような手元流動性の豊富な企業に限定されよう。また、持ち合い株の相対取得による自社株消却も、交換時に発生する時価と簿価の差額への課税や取引の透明性確保などの問題点も多い。

以上の点と前述の株安の背景からすれば、株価対策として最も有効な策は金融不安再燃の懸念を払拭することであり、そのためには自己資本が毀損する金融機関があるなら公的資金再注入の政治決断をすることと思われる。

なお、公的資金再注入によるバブルの最終処理でデフレ懸念が高まるような場合にはゼロ金利復活も想定されるが、長期金利が低下、円安が進む現状からはまだ可能性は低いといえよう。円安への期待と不安

財政・金融政策が手詰まりとなる中で、足許の円安進行は当面の景気にプラス効果が期待される。日経NEEDSのマクロモデルの試算では10円の円安（110円→120円）で2001年度の実質GDPは0.34%押し上げられる。ただ、米国景気が減速中であることや、円安進行でも衣類や野菜等輸入は増勢基調にあることなど、実際の効果はもう少し限定的となろう。

一方、円安の不安材料もある。過度の円安は

97年のアジア危機再来に繋がる可能性も否定できない。

また、外人投資家の対内証券投資動向で、株式は売り越し基調ながら公社債は買い越し基調（12月も1.8兆円買い越し）が続いているが、決算期末に向けた政策対応如何では「日本売り」が始まる懸念はある。この場合に、金融機関の決算対策での債券益出しの動きも加わると予想外の長期金利上昇となり、いわゆる円・株・債券のトリプル安となる可能性も否定できない。

（2001.1.18 堀内 芳彦）



資料 Datastream



資料 Datastream

表2 検討されている主な株価対策

| | |
|-----------------|--|
| 自社株消却促進 | 自社株消却を目的とする持ち合い株式の相対取得の容認。 |
| 金庫株解禁 | 資本準備金などを財源とする自社株取得・保有の自由化（目的による制約の解除）。 |
| 受け皿機関の創設 | 受け皿機関が特別国債や日銀融資、政府資金などで資金を調達し、市場内外で持ち合い株を買い取る。 |
| 株式転換国債 | 政府が株式転換権を付与した国債で資金を調達し、持ち合い解消対象の銀行保有株を買い取る。当該株式は、相場上昇時に株式投信に転換可能とする。 |
| 公的資金の持ち合い株による返還 | 金融機関から預金保険機構への公的資金返還を持ち合い株で認める。 |
| 証券税制の見直し | 個人投資家を呼び込むため、配当二重課税廃止、株式売却損益と給与の損益通算、長期保有株への税負担軽減 |