情 勢 判 断

国内金融

公定歩合引き下げも閉塞感続く金融市場

要　　約

日銀は世界的な景気減速、金融資本市場の不安定化の中で、決算期末を睨み金融市場の安定化を図るべく流動性供給方法の改善策と公的歩合引き下げを決定。しかし、G７でも日本の物価下落、景気下振れリスクが指摘される状況から追加金融緩和観測も出始めている。これまでの構造問題の先送りが市場の閉塞感の主因であり、金融政策だけでなく不良債権問題を中心とした構造対策とのポリシーミックスが求められる中で、首相退陣論議の動向と７月の参院選に向けた政策論議が注目される。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位　%、円／ドル、円）

年度／月	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	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
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	1.45	1.55	1.65	1.70	1.80
長期プライム	2.1	2.05	2.1	2.2	2.2	2.3
為替相場	115	117	123	120	120	117
日経平均株価	13,785	13,500	14,000	14,500	15,500	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
５年５ヶ月振りに公定歩合引き下げ

日銀は２／９の金融政策決定会合で、流動性供給方法の改善策と公定歩合引き下げを決定した。これは米国を中心にした世界的な景気減速とこれに伴う金融資本市場の動揺が続く中で、金融市場調節の柔軟性を高め金融市場の安定性を確保することが狙いで決定された。

流動性供給方法の改善策は、①公定歩合により受動的に実行する貸出制度（いわゆるロンバート型貸出）の新設、②短期国債買い切りオペの積極活用、③手形オペ（全店買入）導入の具体化の３点。ロンバート型貸出は期末を控え予期せぬ金融逼迫が生じても銀行は公定歩合での資金調達ができることで危機管理的機能が期待される。

一方、公定歩合は日銀が95年以降、金融調節の主軸をオペ（公開市場操作）に移行して実質的には形骸化しており、今回の0.5％から0.35％への引き下げは意外感があった。これはコールレートの上限を画すことで短期金利の変動を平準化する機能を期待してのものだが、公定歩合という象徴的政策金利を引き下げて内外から強まる量的緩和やゼロ金利復活の圧力を弱める意味合いもあったと思われる。

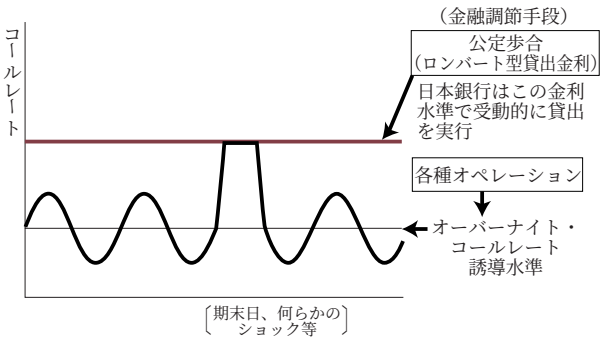
長期金利 1.3％台に低下

日銀の政策決定を受け短期金利のターム物は総じて低下した。ただ、機械受注(船舶電力除く民需）の１－３月期の予想が前期比6.4％減となるなど景気の先行きへの不透明感から、追加金融緩和観測も出始め、円３ヶ月物先物金利の６月物は一時無担保コール翌日物の誘導水準に並ぶ0.25％まで低下した。長期金利も総じて低下しイールドカーブはブルフラット化が進み、新発10年国債利回りは1.3％台に低下した。

株価対策に株価は反応薄

２／９に与党は「証券市場等活性化対策中間報告」を発表し、金庫株解禁の今国会への法案

図1　ロンバート型貸出の仕組みと効果（ロンバート型貸出導入後）



資料　日銀「2/9金融政策決定会合：参考資料2」

提出や土地再評価法の延長が盛り込まれたが、注目された「個人投資家の株式投資促進税制」は検討課題としてまたも先送りされた。このため対策発表も株価は反応薄で日経平均株価は13千円台前半で低調な展開が続いた。

円相場は一進一退

ドル・円相場は1月中旬に119円台まで円安が進行したが、12月からの円安進行が急ピッチであった中で、米国が1月に累計で1％も利下げする程景気の先行きに懸念が出たこと、国内投資家が期末を控え海外資産の益出しに動いたこと、外人投資家が日本株の買い戻しに動いたこと（1月に9045億円買い越し）からやや円高に振れた。その後は日本の金融緩和から円安に振れるなど一進一退の展開となった。

向こう３ヶ月程度の市場の注目点
強まる追加金融緩和観測

前述のとおり市場の一部にはゼロ金利復活を織込む動きが出ているが、日銀総裁は「ただで無担保で資金を貸すという話は、余程デフレスパイラルのような危険が生じた時でないとやれない、今はその時期でない」とコメントしている。ただ、12月の法人企業企業動向調査や1、2月の景気ウオッチャー調査で景況感の悪化がみられ、株安が続いている状況からすると、4／2発表の日銀短観は相当厳しい内容になるとみられ、その場合の日銀の景気判断とゼロ金利復活の条件がどう結びつくのか注目される。

日銀の本音は99／10の講演で山口副総裁が発言した「金融政策は必要な構造政策や構造調整を代替できない」にあるとみられる。G7では金融セクターの更なる強化が求められたが、こうした不良債権問題を中心とした構造対策と金融政策の整合性のあるポリシーミックスが非常に重要になっている。この点は1月の中央省庁改革で経済財政諮問会議が設置され首相が議長として政策の審議にあたることになってはいるが、首相退陣論議が高まる状況では期待薄である。

長期金利低下はオーバーシュートか

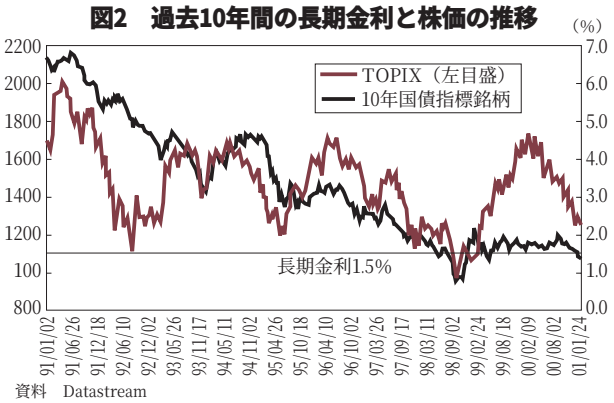
長期金利1.5％割れは世界的信用収縮で質への逃避が生じた98年後半とゼロ金利導入直後のディーリング相場となった99年4、5月の2回だけである。ゼロ金利復活の可能性はあるとはいえ、潜在的な財政悪化のリスクを考慮すれば1.5％割れはオーバーシュートの領域といえよう。

一方、名目成長率がゼロ近辺の状況が来年度も継続する見通しに立てば1％台前半の長期金利は適正水準の範囲内ともいえ、来年度景気底割れはないにしろ金融機関は貸出需要は乏しく、ハイクーポンの10年国債の償還が相次ぐ状況で、インカム確保のため期間、残高重視の運用姿勢を継続し、当面長期金利は低位安定が予想される。

当面金利上昇の可能性としては、対外的には米国経済のＶ字型での早期景気回復期待の高まり。国内的には、首相の早期交代の有無に拘わらず自民党は7月の参院選に向け景気回復優先で結局財政出動に動くことが想定される。

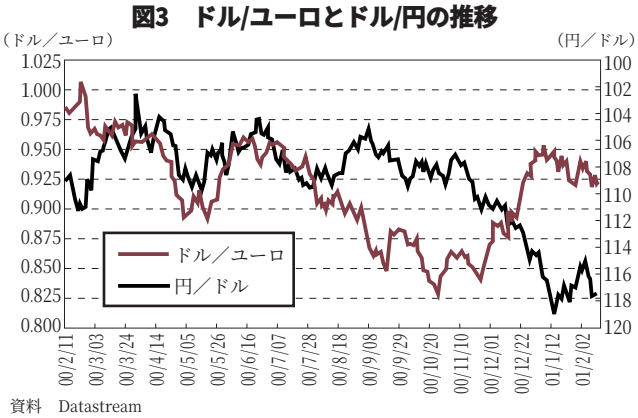
（2001.2.19　堀内 芳彦）

図2　過去10年間の長期金利と株価の推移



資料　Datastream

図3　ドル/ユーロとドル/円の推移



資料　Datastream