情 勢 判 断

国内金融

日銀、量的緩和策に転換し実質ゼロ金利を復活

要　　約

日銀は、世界的景気減速と世界同時株安が進行する状況で、不良債権等の構造問題を抱える国内の景気後退リスクが強まると判断し、金融市場調節の操作目標を「金利」から長期国債買い切りオペ増額を含む「量」に変更し実質ゼロ金利政策を復活、また、実施期間の目処として消費者物価の採用を決定した。市場で予想された当面の手段が出尽くすという日銀としては最大限の対応であり、今後は国際公約となった不良債権の最終処理に向けた政府の対応が注目される。

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	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
短期プライム	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.640	1.10	1.00	1.20	1.30	1.40
長期プライム	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0
為替相場	115	123	127	125	120	120
日経平均株価	13,785	12,800	12,500	13,500	14,000	14,500

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ１ヶ月の金融情勢

世界同時株安

日銀は2月に異例の月内連続利下げをしたが、株価は下げ止まらず日経平均株価はバブル崩壊後の安値を更新し11千円台前半まで下落。株安の背景には景気後退リスク、金融システム不安の高まりに対し首相退陣論議に終始し本格的な政策論議が進まない政治への不信感と、米国株価が1月の利下げ後も特にIT関連企業の業績不安からナスダックが再び安値を更新したことがある。米国株価は、英国格付け会社の日本の銀行の格下げ検討報道をきっかけに金融システム不安の世界的連鎖の懸念から、これまで底固かったNYダウも1万ドル割れとなり、ナスダックも2000ポイントを割れ、欧州、アジアも含め世界同時株安の状況となった。

量的緩和による実質ゼロ金利復活

市場で長期金利が1.1％台に低下、ドル円相場も123円台に円安が進み追加金融緩和を催促する中で、日銀は世界的同時株安が進行したことで国内のデフレリスクがさらに強まることを懸念し、3／19の金融政策決定会合で量的緩和による実質ゼロ金利復活を決定した。

政策の内容は①金融市場調節の操作目標を金利（無担保コール翌日物金利）から量（日銀当座預金）に変更、②実施期間の目処として消費者物価を採用、③長期国債買い切りオペの増額で、①、②は初めて採用される政策手段、③はこれまで頑なに反対していた政策であり、市場で予想された当面の手段がすべて出尽くすという日銀としては思い切った決定であった。

向こう３ヶ月程度の市場の注目点

時間軸効果と長期国債買い切りオペ増額

ゼロ金利解除の条件を「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上になるまで」と明示したが、これはゼロ金利の強力な時間軸効果を狙いである。1月の消費者物価（全国、除く生鮮食品）は前年比▲0.5％で、今後構造改革が本格化する状況から最低1年程度はマイナスが続き、さらにゼロ％以上での安定化を見極めるには1年程度必要で、2年程度はゼロ金利継続を想定する向きが多い。実際に2年物の円・円スワップ金利は0.2％割れでこうした状況を織り込んでおり、当面中短期金利は時間軸効果でフラットな状態が続こう。

長期国債買い切りオペ増額は、TB・FB等での資金供給オペがゼロ金利下では札割れの状況

も想定されることから資金供給手段の多様化策として実施するもので、財政ファイナンスの想定から日銀の信認低下を招く歯止めとして長期国債買入残高を銀行券発行残高の範囲内とした。2月末では買入残高46.2兆円に対し銀行券発行残高は57.2兆円で買い余力は11兆円ある。長期国債買い切り増額は日銀としては予想外の長期金利上昇の状況に対し温存したかった策と思われるが、歯止めは設けたとはいえ量的緩和に踏み切ったことで今後状況によって一段の量的緩和要求が高まることは十分想定される。

従って当面長期金利は強い時間軸効果で1％割れもあろうが、政府の不良債権処理への取組みが中途半端なまま選挙対策で財政出動に動く可能性もあり、ボラティリティは高まるとみられる。

日銀当座預金の目標を5兆円程度とすることでマネタリーベースの伸びが足許の3％から半年後に7％程度に高まると予想されているが、実体経済に波及するには銀行の信用創造能力の向上（不良債権の処理）が不可欠である状況には変わりはない。前回ゼロ金利時はゼロ金利による過剰流動性が株高に繋がったが、これは米国株高と連動したIT革命への期待があったためで、今回は株価の下支えにはなろうが株高に繋がる期待材料は乏しい。

銀行赤字決算と株式買い上げ機構構想

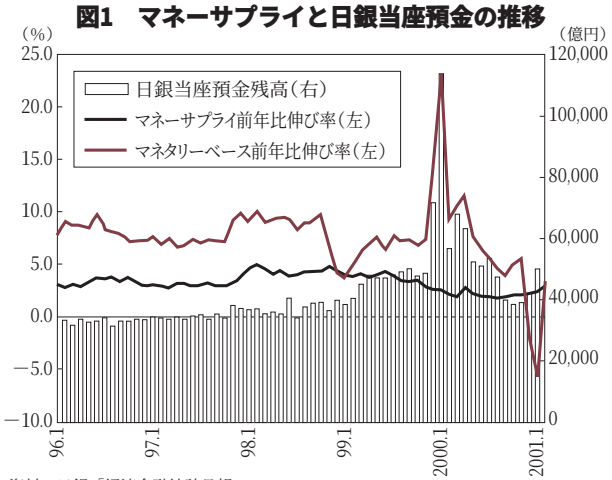
UFJグループが2000年度決算で不良債権の最終処理に向け引当金を積み増し赤字決算を発表したことに続き、量的緩和の実施、日米首脳会談で不良債権処理促進が公約となったことから、株価は反発を見せている。

ただ、実際には処理促進策が出ても、政治のリーダーシシップが弱い状況で法的整理を一気に進める決断をまず無理で、不良債権売却は市場整備がこれからで国内にはリスクテイクできる投資家が不在、結局は引当金積み増しと債権放棄が処理の中心となるとみられる。株式市場が好感するには、リスク管理債権比率が高く政治との密着度の高い建設業が、ただでさえ倒産が増え地方経済への影響も出ている中でどの程度再編淘汰が進められるかが重要なメルクマールとなろう。

また、銀行経営から株価変動リスクを遮断する目的で「持ち合い株式買い上げ機構」設立構想が再浮上し、財務大臣の機構への政府保証付与検討発言もあり現実味をおびつつある。時価会計導入、持ち合い解消進展の激減緩和措置として是認の向きもあるが、米国のように禁止も含めた銀行の株式保有の厳正なルール化、個人投資家の税制優遇など株式市場の正常化策とセットにしないと、逆に株価形成を歪めるだけになりかねず、実現へのハードルは高いとみられる。

（2001.3.21　堀内 芳彦）

図1　マネーサプライと日銀当座預金の推移



資料　日銀「経済金融統計月報」
（注）　マネーサプライ＝M2+CD
　　マネタリーベース＝日銀券発行高＋貨幣流通高＋日銀当座預金

表2　主要16行の業種別リスク管理債権（2000/9期、国内貸出分）

業　　種	金額（百万円）	構　成　比
製造業	795,675	6.2
農林漁業	33,461	0.3
鉱業	6,742	0.1
建設	1,809,597	14.1
電気・ガス・水道	291,756	2.3
運輸・通信業	128,950	1.0
卸小売	1,896,220	14.7
金融保険	976,071	7.6
不動産	3,536,213	27.5
サービス	2,671,208	20.8
その他	721,982	5.6
合計	12,867,875	100.0

資料　決算短信よりGoldman Sachs証券作成