

# 情勢判断

## 国内金融

### 株価反発は景気回復のシグナルか

#### 要約

日銀のゼロ金利政策により長期金利は低下、株価はこれに米国株高が加わり外人投資家の買いで大きく反発した。株価反発の背景には、企業の本格的なリストラへの取組みも挙げられる。リストラの本格化は短期的には合成の誤謬で経済へのデフレ圧力となる懸念が強く、金融政策も限界に近づいた中で、0.5%成長を目標とする政府の次の政策対応が注目される。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: %、円/ドル、円)

年度/月	98年度			99年度			
	9 実績	12 実績	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.38	0.65	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
短期プライム	1.500	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	0.78	2.18	1.80	1.70	1.70	2.20	2.00
長期プライム	2.5	2.2	2.6	2.6	2.6	3.0	3.0
為替相場	136	115	120	120	120	115	115
日経平均株価	13,406	13,842	16,000	15,500	15,000	14,500	15,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調

#### ここ1ヶ月の金融情勢

##### 無担コール翌日物「実質ゼロ金利」が示現

2月にゼロ金利をも容認の金融緩和策を打ち出した日銀は、3月に入って大手行が公的資金による資本注入を正式申請するタイミングをとらえ大量の資金供給を実施し、無担コール翌日物金利は短資への手数料を考慮すると実質ゼロ金利となる0.02%まで低下した。このため、生損保・投信等の短期資金の一部が普通預金にシフトし、コール市場残高は30兆円割れとなった。

また、債券市場は、短期金利の低下を背景に、昨年末以降の売りの主体であった都銀・生保が一転国債を積極的に購入し、一時、国債指標銘柄で1.54%まで金利が低下した。

##### 外人買いで日経平均株価16千円台回復

株式市場は、3月に入り日経平均株価が7ヵ月振りに16千円台を回復し、店頭平均株価も

98年10月の底値から約50%の上伸となる900円台を回復した。買いの主体は外人投資家だ(2月第3週~3月第2週で13,096億円の買い越し)。高値更新を続ける米国株価に割高感が強まり、ユーロへの期待感がやや剥げ落ち、日本株に相対的な割安感が出てきた状況下で、マクロ的には公的資金による資本注入で金融システム不安が薄れたこと、日銀のゼロ金利容認の金融緩和策により当面の円高進行、長期金利上昇懸念が薄れたこと、ミクロ的には大手企業の相次ぐリストラが発表されたことが契機となり、それまで大幅にアンダーウェイトしていた日本株に資金シフトする動きが強まったためである。

一方、ドル円相場は、日銀の金融緩和後に120円台に戻したが、その後は外人投資家の日本株買いと大手行への資本注入でいわゆる「ジャパンプレミアム」が縮小したことが円買い材料となりやや円強含みの展開となった。

#### 向こう3ヵ月程度の市場の注目点 株価反発は景気回復のシグナルか

今回の株価反発局面では、外人投資家に加え昨年来の店頭株上昇で余裕の出た個人投資家が上場株にシフトする動きがあり、持ち合い解消の売りをこなしての出来高を伴った上昇となっている。今後4~5月にかけては、需給面で、決算対策の売り要因がなくなる中で、株価上昇で持たざるリスクからの外人投資家の買いが継続するとみられることや、足元で生産活動が下げ止まり倒産も減少して、企業・消費者マイン

ドの悪化にも歯止めがかかりつつあることなどから、株価は堅調な展開が継続しよう。

また、今回の株価上昇の背景で最も注目されるのは企業リストラの動きである。最近のリストラの特徴は、従来の経費削減や人員削減だけではなく、住友ゴムとグッドイヤーの提携、東芝のATM事業売却、ソニーの上場子会社3社の完全子会社化など本格的なリストラクチャリング(事業の再構築)に取組み始めている点である。

こうした企業の本格的なリストラへの取組みの動きの背景としては、ビッグバンの進展による金融・証券市場での企業評価の変化(金融機関の融資姿勢がより企業の収益・キャッシュフロー重視に変化、社債の格付けによる金利格差の定着、株式市場での資本効率・株主重視の経営姿勢の株価への反映)、市場の評価と関連する会計制度の変更の動き(99年度決算から連結決算中心に移行、2000年度からは保有有価証券の時価評価が導入)、不況の長期化で、企業は真に生き残りをかけたリストラに取組まざるを得ない経営環境になってきていることが挙げられよう。

ただ、企業のリストラの動きは、まずはヒト・モノ・カネの余剰部分を削ぎ落とすことからスタートするため、マクロ的には短期的に経済へのデフレ圧力となろう。このため、夏場以降はリストラ 企業収益回復 景気回復期待で上げた株価が反落するリスクは相当程度ある。

### 限界に近づいた金融政策

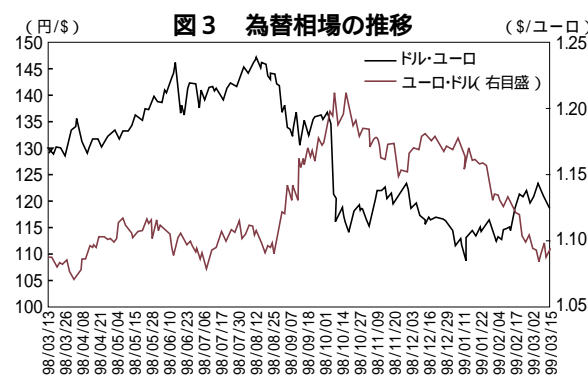
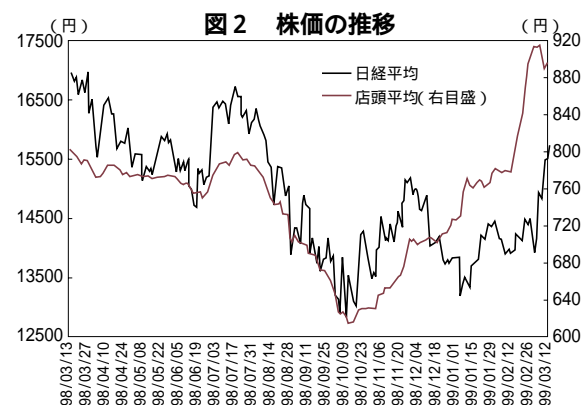
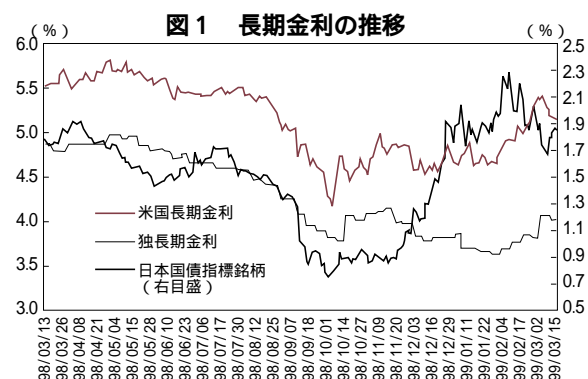
こうした点からも、日銀は危機回避の金融緩和策を継続し、ターム物金利の誘導目標設定や国債買切りオペ増強などゼロ金利容認後の次の一手を模索しよう。こうした政策スタンスを背景に、当面は、長期金利は国債指標銘柄で1.5%~2.0%のレンジ、ドル円相場は120円を中心としたレンジで推移しよう。

ただ、ゼロ金利政策が長期金利上昇や株価下落の歯止め役にはなっても、信用乗数(マネーサプライ/ベースマネー)が下方トレンドにあ

る状況では、日銀の量的緩和も直ちに景気回復には繋がらない。

米国の90年代前半の不良債権処理の経過をみても、不良債権処理が峠を超えて信用乗数が上昇に転じるまで3年を要しており、今回の大手行への資本注入による不良債権処理に止まらず、地銀・生保など他の金融機関の不良債権処理や、それを促進する担保不動産の証券化などを集中的に実施していくことが求められよう。

(99.3.19 堀内 芳彦)



資料 DATASTREAM