情 勢 判 断

国内金融

過剰流動性相場の続く金融･証券市場

要　　約

日銀のゼロ金利政策の継続で長期金利低下、株価上昇と金融･証券市場は過剰流動性相場が続いている。一方で、円相場は、年度明け後、生保の外債投資抑制の動きや外人の日本株買いなど需給面でやや円強含みとなった。企業のリストラの本格化による景気へのデフレ圧力が懸念される中で、円高阻止に向けた通貨当局の対応と補正予算論議の動向が注目される。

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 実績	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.38	0.65	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
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	2.16	1.75	1.60	1.60	2.00	2.00
長期プライム	2.5	2.2	2.6	2.3	2.3	2.6	2.6
為替相場	136	115	120	120	125	115	115
日経平均株価	13,406	13,842	15,836	16,000	15,000	15,500	16,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ１ヶ月の金融情勢
年度明け後もゼロ金利政策継続

波乱なく通過した年度末以降も、日銀は潤沢な資金供給を継続し無担コール翌日物金利は0.03%近辺で推移。ターム物金利も低水準で推移し、FB ３ヶ月物、TB １年物の初入札も運用難を反映し高い倍率で応札された。

一方、債券市場は、日銀短観が予想の範囲内であったことや日銀総裁が定例会見で「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策継続」を改めて表明したことに加え、需給が懸念された20年債の入札が順調だったことなどから相場は堅調に推移し、10年最長期国債利回りは1.4%台まで低下した。

堅調地合い続く株式市場

3月に月間として過去最高の1.8兆円の買い越しをした外人投資家の日本株買いは、4月に入っても米国株の連日の高値更新を背景に継続。有価証券取引税廃止で証券の自己売買も動きやすくなり、ゼロ金利で炙り出された個人投資家の買いも急増、国民銀行の経営破綻も特に材料視されず、日経平均は1年1ヶ月振りに一時17千円台を回復、店頭平均も情報通信関連株主導で1,200円台を回復した。

為替相場はボックス相場の中やや円高に

2月の日銀の金融緩和以降、ドル円相場は日米長期金利差とほぼ連動性して推移してきた(図３)。ただ、4月に入って、ECBの予想を上回る0.5%の利下げ後もコソボ情勢の混迷からユーロ安が進行する中で、生保大手5社の99年度外債投資計画が98年度当初計画から半減の9千億円に止まることや宮沢蔵相の政策減税発言などが材料視され、一時117円台まで円高が進行。その後はIMFの日本経済下方修正見通しや介入警戒感から120円まで戻した。

向こう３ヵ月程度の市場の注目点
景気のダウンサイドリスクと追加景気対策は？

景気が下げ止まりの様相を呈す中で、政府は産業競争力会議で過剰設備処理の促進策などサプライサイドの構造改革に着手し、政策が早期に具体化すれば株式市場がこれを評価して更に上昇する局面もあろう。

ただ、こうした政策対応を見越して製造業中心に設備廃棄等リストラの動きが本格化し始め、2月の生産や雇用の指標は悪化している。また、銀行の融資姿勢は、リストラ計画では99年度中小企業向け貸出の増加を計画してい

るが、実際には首相が枠拡大を表明した信用保証協会の保証付き貸出は伸長しようが、一方で計画している選別融資の強化が企業のリストラの動きを加速させよう。

こうした点から、政策対応で足許拡大している公共投資・住宅投資が息切れする今年度下期には、リストラによるデフレ圧力が顕在化し、景気のダウンサイドリスクが高まるとみていたシナリオが前倒しになる可能性も出てきた。こうした中で、夏場以降検討されるとみていた追加景気対策も、6月サミットや9月自民党総裁選の政治日程も睨み、前倒しで財政拡大等の論議が高まる可能性もある。従って、ゼロ金利政策の効果で足許堅調に推移している債券相場も、夏場にかけ財政拡大→国債増発→需給悪化懸念で調整局面に入るリスクはあろう。

株価は夏場以降一旦は調整局面入りか

株式市場は、米国株の動きに合わせるようにハイテク株が利食われる一方で景気敏感の素材株が買われ、金融株から始まった循環物色も一巡した。過剰流動性相場も17千円を付けたことで目先の達成感もあり、今後は3月期決算の企業発表の時期を迎え銘柄選別が強まるとみられる。

日銀短観では、全企業ベースの99年度売上収益計画は0.4%増収24.5%増益で、これを織込めば株価は18千円を超えて上伸していく期待はあるものの、前述のマクロ動向からは0.4%増収は相当厳しいとみられる。金融システム不安が最悪期は脱したとみられることから大きな下値不安は薄いものの、夏場以降、一旦は調整局面を迎える公算が高いとみられる。

ドル円相場は当面ボックス相場継続

日銀短観での大企業製造業の99年度事業計画の円相場の前提は116.12円であり、120円台では輸出企業のドル売り圧力が強いとみられる一方で、外債投資抑制スタンスの生保なども115円に向かう円高では外債投資に動くとみられ、4月のG7では120円前後で推移する現行の円相場の水準を容認する見通しであることからも、当面ボックス相場が継続しよう。

こうした中で、追加景気対策を巡っての補正予算と追加金融緩和論議及び円高阻止のスタンスを取る通貨当局の介入姿勢などが注目される。

なお、ユーロが発足以来の最安値圏で推移する中でECBの対応も併せて注目される。

（99.4.22 堀内 芳彦）

図1　長短金利の推移

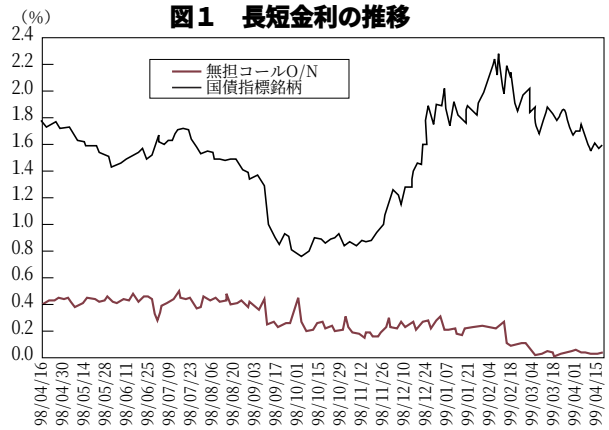
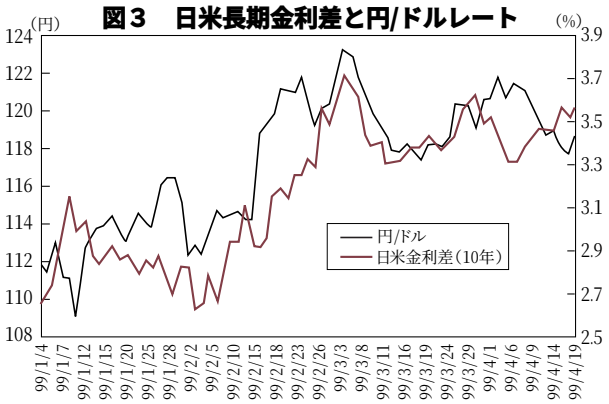


図2　株価の推移

図3　日米長期金利差と円/ドルレート



資料　DATASTREAM