

国内金融

年度内はゼロ金利政策継続

要約

日銀短観は景況感の改善が続いているが、日銀は明確に民需の自律回復が見通せるまでは、ゼロ金利政策継続スタンスであり、少なくとも年度内は継続されよう。株式市場は、ゼロ金利効果と企業リストラの着実な進展から底堅い展開となろうが、リストラに伴う民需の弱さから今後追加財政政策出動の可能性は高く、年末にかけ国債増発懸念が長期金利上昇圧力となろう。円/ドル相場は、年度後半にかけては米国景気のスローダウン観測からやや円高に向かおう。

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				
	12 実績	3 実績	3 実績	9 予想	12 予想	3 予想	6 予想
CDレート	0.65	0.06	0.03	0.05	0.05	0.10	0.30
短期プライム	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	2.16	1.75	1.84	1.70	2.00	2.00	2.30
長期プライム	2.2	2.6	1.9	1.9	2.2	2.2	2.5
為替相場	115	120	121	122	118	115	110
日経平均	13,842	15,836	17,530	17,000	17,500	18,000	19,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

ゼロ金利政策早期解除観測は収束

1～3月期GDPの高成長からゼロ金利政策の早期解除観測が頭出し、短期金利は、円金利先物2000年3月限で99.35円まで売り込まれた。その後発表された日銀短観が市場の期待ほどには改善しなかったことや、日銀審議委員の現行の政策継続発言などから、早期のゼロ金利政策解除観測は後退し、円金利先物2000年3月限で99.60円台まで買い戻された。

長期金利も、10年国債最長期物利回りで一時1.99%まで上昇したが、短期金利の落ち着きから1.6%台に低下した。ただ、中期ゾーンは、都銀の5年物普通社債発行(10月以降解禁)報道での需給悪化懸念から小幅の低下に止まっている。

情報通信関連銘柄主導で堅調な株式市場

株式市場は、日銀短観で景況感の改善が続き、企業業績もリストラによる増益見通しであるこ

とを評価し、外人投資家が情報通信関連や国際優良銘柄中心に買い姿勢を強め、日経平均株価は18千円台半ばまで上伸。また、ゼロ金利政策で炙り出された個人投資家も値動きの軽い店頭、二部市場で買い姿勢を強め、総じて堅調な展開となった。

向こう半年程度の市場の注目点

年度内はゼロ金利政策継続

ゼロ金利政策解除観測は一旦は収束したものの、景況感の改善が続く状況下で長期金利が下げ渋るなど政策転換リスクは燻っている。政策変更の条件は、「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」ということで基本的には物価動向となろうが、94年に景気回復期待による早すぎた金利上昇・円高進行が株価下落を招き、景気回復が頓挫した経験も踏まえ、実際の政策変更には相当慎重なスタンスとみられる。

実需面から金利上昇の条件を考えれば銀行貸出の増加といえよう。この点で6月の銀行貸出は前年比5.7%減でマイナス幅はむしろ拡大している。これは銀行の選別融資の姿勢強化もあるが、それ以上に企業がバランスシート調整を進めているためとみられる。経企庁の上場企業を対象にした「H11年度企業行動に関するアンケート調査」によれば、バランスシート調整に要する期間として今後2～3年を見込む企業が多い。バランスシート調整の終了前(1年程度前)には景気の自律回復の兆しが出てくることを想定しても、少なくとも年度内はゼロ金利政策が続く可能性は高いとみられる。

国債増発懸念で長期金利に上昇バイアス

日銀がゼロ金利政策を継続する間は、基本的

には景気回復期待での長期金利上昇も限定的なものとなる。

政府は「追加景気対策の検討は4～6月期の景気動向を見極めたうえで」としているが、年度内には明確に自律回復を示ような指標は出て来ず、年度後半に公共投資が息切れする公算が高いとみられることから、第二補正ないしは来年度予算で相当程度のマクロ的需要対策(当社予測では第二次補正で真水7兆円)を求められよう。また、破綻金融機関の預金者保護対策での7兆円の交付国債で予算化されていない約3兆円の予算化の可能性も高く、国債増発と郵貯大量償還に伴う資金運用部の資金繰り懸念から、年末にかけ長期金利は上昇圧力がかかろう。

上昇幅は財政悪化のリスクプレミアムが基本となるが、都銀のオーバーローンが解消する程のカネ余りの状況から上昇幅も限られ、5年国債発行等の国債管理政策も実施される見通しより、2.5%程度が上限の目処となる。なお、長期金利急上昇や景気腰折れのリスクが高まるような場合には、日銀の国債買いオペの増強の可能性も残されている。

株式市場は底堅い展開に

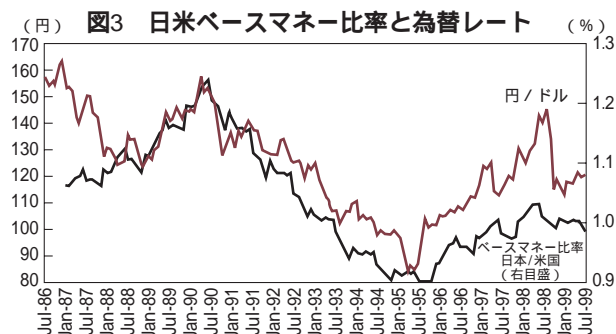
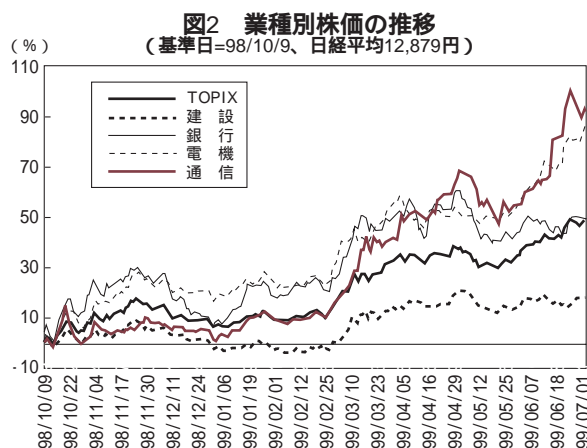
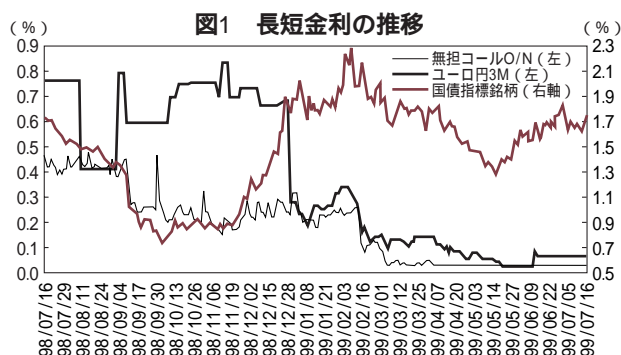
株式市場では、企業業績はリストラによる増益が期待されている。景況感の改善でリストラの進展が緩むリスクはあるものの、連結会計や時価会計の導入、一連の産業再生法がインセンティブになり、着実にリストラは進展しよう。中間決算の発表時期にかけては銘柄選別の動きが強まり、一旦は調整局面を迎えようが、現在の株価の上昇はゼロ金利による過剰流動性に支えられた面も強く、当面ゼロ金利政策の継続が予測されることから、株式市場は底堅い展開が続こう。

円/ドル相場はボックス相場の中やや円高に

日本の景況感の改善から、外人投資家の日本株買いなどが円高要因となっているが、ゼロ金利政策の継続と長期金利の相対的な低位安定から、4～6月の対外公社債投資は5兆円を上回る規模(対米だけではない)となっており、当局の円高阻止の姿勢を勘案すれば、当面は120円

を挟んでのボックス相場が継続しよう。

年度後半にかけては米国景気も利上げ効果等でスローダウン観測が強まるとみられ、年初に予測したレンジ110～130円の中でやや円高方向に向かうと予想される。なお、リスクとしては、10月に建国50周年を迎えて以降の中国元の動向が注目される。(99.7.19堀内 芳彦)



資料 DATASTREAM