

# 情勢判断

## 国内金融

### 内外から上昇圧力かかる長期金利

#### 要約

G7での円高懸念共有声明を受け、日銀は、金融緩和効果の一層の浸透を図るべく、金融市場調節手段の多様化を決定した。長期金利は、ゼロ金利効果等でのカネ余りから1%台後半で推移しているが、年末にかけては第二次補正での国債増発による財政リスクプレミアム拡大と欧米の長期金利上昇の影響を受け、上昇圧力が強まろう。円相場は、日銀の緩和スタンス等から円高は一服しているが、インフレ懸念から調整局面にある米国株価動向がドル安リスクとして懸念される。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	99年度				2000年度		
	6 実績	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想
CDレート(3M)	0.03	0.03	0.03	0.05	0.10	0.30	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.84	1.71	2.00	2.00	2.00	2.40	2.50
長期プライム	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.7	2.8
為替相場	121	106	105	105	108	105	103
日経平均株価	17,530	17,605	17,000	18,000	18,500	19,000	20,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

論議の活発化や米国長期金利上昇などから1.8%台に上昇した。

#### 円高一服も、米株調整に警戒感

為替相場は、9月のG7での円高懸念共有の声明、これを支持するNY連銀総裁発言、9月短観が予想の範囲内だったことなどから、円高も一服。また、ユーロが、8月のドイツの製造業受注が前月比5.1%増となるなど全般に景気回復期待が高まり、対ドルで上昇に転じてきたことも、それまでの円独歩高の歯止めとなった。ただ、一方で、米国でインフレ懸念から長期金利が上昇、NYダウが一時10,000ドル割れとなりドル安懸念が強まり、為替相場は神経質な展開となった。

株式市場は、円相場と米国株価動向を睨んだ展開となっており、9月下旬に17千円割れとなった日経平均株価は、10月上旬には円高修正から18千円台を回復、その後は米国株下落から17千円台前半まで下落した。

#### ここ1ヶ月の金融情勢

##### 日銀、金融市場調節手段の多様化を決定

内外から追加金融緩和を求める声が高まる中で、日銀は、金融緩和効果の一層の浸透と2000年問題に対応するため、TBの買切りオペ導入、レポオペ対象への2年物国債の追加など資金調節手段の機能強化及び市場調節・貸出運営の弾力的対応を決定した。決定翌日より年末超え資金供給オペを実施しているが、機関投資家が年末超えの運用を絞り込んでいることもあり、今のところ年末超え金利は高止まりしている。

債券市場は、機関投資家が下期の期初でキャッシュポジションが高い状況下、9月日銀短観は景況感の改善は進んだものの設備投資は依然慎重で景気の本格回復はまだ先と受け止められ、都銀の買いなどで、新発10年国債利回りは一時1.6%割れまで低下。その後は二次補正

#### 向こう3ヶ月程度の市場の注目点 カネ余りVS財政リスクプレミアム

債券相場は、蔵相発言の第二次補正5.5兆円の国債増発を織込み、自公連立で介護保険料軽減を巡る歳出拡大、税収見通しの1兆円程度の方修正、金融機関破綻処理に伴う交付国債増発(5兆円を目処)など更なる国債増発懸念や郵貯大量償還に伴う資金運用部資金繰り問題を警戒しつつも、社債の格付けによる金利差の

縮小にみられるように、消去法的ながらもカネ余りによる買い意欲の方が強い感がある。

ゼロ金利継続や企業のバランスシート調整から金融機関のカネ余りは継続しようが、12月中には、国債の増発額と民間引受け額が決定し懸念が現実のものとなれば、この財政のリスクプレミアを織込み長期金利が2%を超える可能性は高いとみられる。また、米欧の長期金利が上昇基調にあることも上昇圧力となろう。

なお、日銀は、TBの買切りオペ導入に際してはオペ対象となったTBの償還をロールオーバーではなく現金償還すると言明しており、いわゆるマネタイゼーションには踏み込みたくないとみられる。従って、円急騰や長期金利急上昇等から再度経済がデフレスパイラルに陥るリスクが高まらない限りは、長期国債買いオペ増額に踏み込む可能性は少ないとみられる(注)。

(注)長期国債の買いオペ増強による日銀のバランスシート毀損の長期的コストの問題については、日銀金融研究所の翁所長が最近の論文(99/10ディスカッションペーパーシリーズ)で指摘している。

### 当面円高地合いは継続

日・米・欧の景気の方向性としては、日・欧は回復方向に動き出し、米国は景気スローダウンに向けた政策スタンスをとっており、成長率は緩やかに収束の方向にあるとみられる。日、欧では日本の回復期待が先行し円高が進行したこともあり、当面の通貨の強さとしては、ユーロ、円、ドルの順となろう。

目先的には、日・欧vs米の貿易不均衡が過去最大となる中で、米国がインフレ懸念から株価が調整局面にありドル安リスクが高まっていることが懸念材料となっている。

米国株が大幅な調整となった場合、これまで日本株のウェイトを高めてきた外人投資家はリスク回避からある程度日本株売りに動く予想される。また、過度にドル安リスクが高まるような合には、通貨当局が協調介入に動く可能性

が高まろう。

以上より、当面は円高地合い継続も100円を割れて過度に円高が進行する可能性は少ないとみられる。

また、日本株は、米国株の調整では前述のとおり米国株と連動性の高いハイテク株中心に外人投資家等の売りが予測されるが、昨年バブル崩壊後の安値を付けた要因となった金融不安は大きく後退しており、下値は限定的とみられる。

(99.10.22堀内 芳彦)

図1 主要国の国債利回りの推移

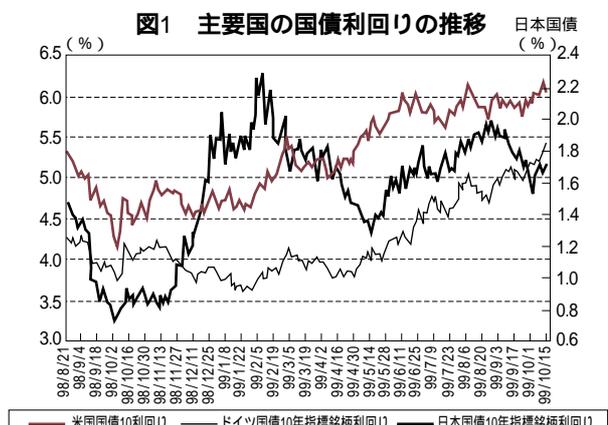


図2 日経平均とNYダウの推移

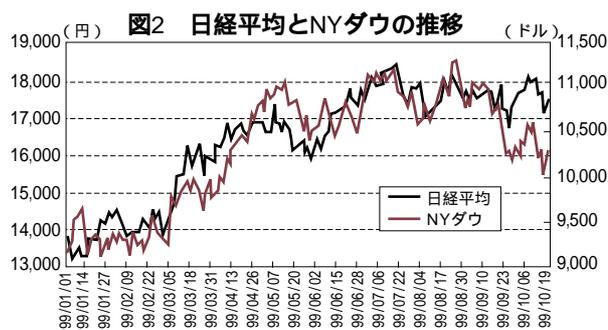
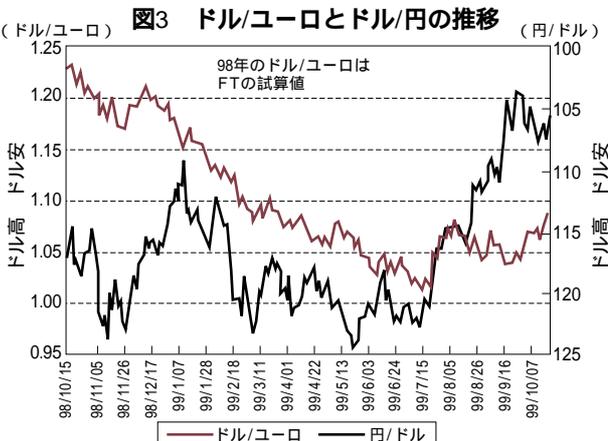


図3 ドル/ユーロとドル/円の推移



資料 Datastream