国内金融

ゼロ金利解除は２０００年度後半以降に

要　　約

ゼロ金利政策の解除は、早ければ設備投資の回復が期待できる２０００年度後半にも想定されるが、市場動向を追随する形での相当慎重なスタンスでの対応となろう。長期金利は年度前半は国債管理政策の強化で悪い金利上昇を抑制しつつ、下期に景気自律回復のシナリオが見えてくれば良い金利上昇の局面に向かおう。株価はカネ余りとリストラによる企業収益回復期待の継続で底堅く推移しよう。リスクとしては、依然インフレ懸念の燻る米国景気動向及び米国株･債券動向に留意が必要。

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			
	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.20	0.10	0.10	0.20	0.50	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625	1.625
10年最長期国債	1.71	1.95	1.90	1.95	2.20	2.40	2.50
長期プライム	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.7	2.8
為替相場	106	105	108	105	105	103	103
日経平均株価	17,605	18,000	18,500	19,000	19,500	20,000	21,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ゼロ金利解除の条件

日銀は、現在のゼロ金利政策を「デフレ懸念が払拭される展望がみえるまで」継続するとしている。デフレ懸念という点では物価動向が指標といえる。足許の物価動向は、在庫調整進展や原油高等の海外商品市況回復など短期的需給の改善で横這いで推移しているものの、日銀短観などからみて雇用･設備などボトムラインの需給ギャップは依然大きく、潜在的デフレ懸念がある。こうした潜在的デフレ懸念が薄れる状況とは、民需の持続的な回復＝設備投資の回復してくる状況といえよう。これからすれば、設備投資の回復が期待できる2000年度後半にゼロ金利解除が想定される。

ただ、金融機関の債券保有が高まっていることや、企業のバランスシート調整が進行中であることから、日銀も、ゼロ金利解除が長期金利急上昇や円急騰を招き再度の金融不安、景気失速に繋がるような事態は回避したく、2001年4月のペイオフ解禁に向けて現在進められている金融セーフティネットの拡充策の整備により潜在的金融不安を一掃し、株価も安定的に20千円台を維持できているような十分条件が揃った上で、市場追随でゼロ金利解除に踏み切る公算が高いとみられる。

国債管理政策で長期金利上昇を抑制

長期金利は、ゼロ金利効果等でのカネ余りと、第二次補正予算での国債増発や郵貯大量償還に絡む資金運用部資金繰り懸念による国債需給悪化懸念が交錯する中で、1%台後半で推移してきた。

二次補正での国債増発は、7兆円規模で初めての発行となる5年債が中心となる見通しである。郵貯大量償還による資金運用部の資金繰り対策としては、運用部が保有国債を対市中売り現先を実施し、その際必要に応じて日銀もその相手方となることで、運用部に補完的に流動性供給を実施することが決定された。

一方、カネ余りの状況は、銀行の貸出動向でみると、99年10月の貸出平残は前年同月比5.5%減と8月をピークにマイナス幅がやや縮小しており、企業の借入返済の動きも一服してきた感はある。ただ、2000年度に有価証券の時価評価及び退職給付会計が導入されることから、企業の財務体質改善の動きは2000年度も継続するとみられる。また、銀行も、ペイオフ解禁を控え、あえてリスクのある貸出を伸ばすより財務体質改

善を優先し、有価証券の時価評価導入から債券のデュレーションの短期化を意識しつつも、当面、消去法での国債購入は継続するとみられる。

以上より、2000年度前半の長期金利は、景気動向がほぼ横這う中で、欧米の金利動向などが上昇圧力になり2%台に乗せる局面もあろうが、カネ余りと国債管理政策の強化で、基本的には1%台後半で推移しよう。

良い金利上昇か悪い金利上昇か

年度後半については、当社の見通しどおり設備投資が回復に向かえば、長期金利も2%台半ばに向け上昇しよう(良い金利上昇)。

逆に景気回復にもたつき、雇用面などでリストラによるデフレ懸念が強まるような場合には、金融政策としては、まずは、TB買切りオペなどによりターム物金利の低下を促すような調節を実施しよう。最近の大蔵副財務官のインフレターゲット論などから量的緩和政策に期待する向きもあるが、日銀副総裁は「量」よりも「ゼロ金利の時間軸の効果」(デフレ懸念が高まれば市場のゼロ金利期待が長期化することで金融緩和効果が生じる)を強調しており、いわゆるマネタイゼーションに踏み込まない方針である。

仮に、再度財政拡大の措置が採られた場合には、長期国債の買切りオペの増強可能性は残ろうが、それがスパイラス的な財政悪化ひいては日本の貯蓄超過の解消を連想させ、いわゆる悪い金利上昇に繋がるトリガーになる懸念はある。

為替相場は膠着か

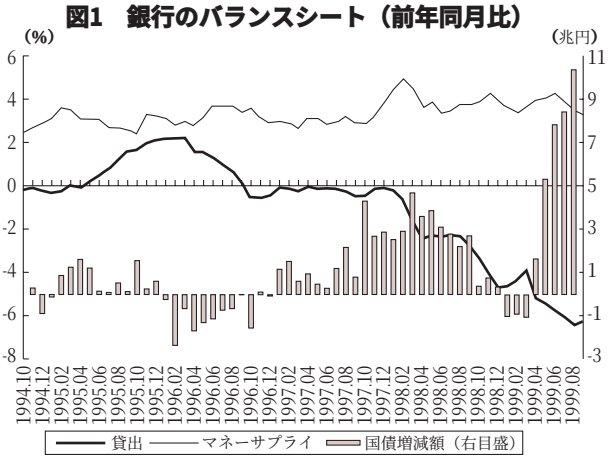
先月号では、日・米・欧の景気は、成長率が収束する方向に政策スタンスが採られており、通貨の強さとしてはユーロ、円、ドルの順となろうとコメントした。中期的にはこの見方に変更はないが、当面は、日欧は構造問題が足枷となり景気回復は非常に緩やかな一方で、米国は生産性など相対的なファンダメンタルズは強いことから、為替相場は膠着した状況が続こう。目先的には、日本が長期金利上昇を抑制する姿勢を打ち出す一方で、米国は利上げによりとりあえず株式・債券市場が落ち着きドル安不安が後退したことから、円高修正の余地があるとみられる。

2000年度後半に向けては、日本の自律回復期待の高まりから徐々に円高圧力が強まろう。ただ、日本の景気回復がもたつく場合でも、当社の米国景気の見通しからは米国のインフレ懸念は燻り、ドル安不安の高まりから円高が進行するリスクには留意したい。

ミクロの構造改革を評価する株式市場

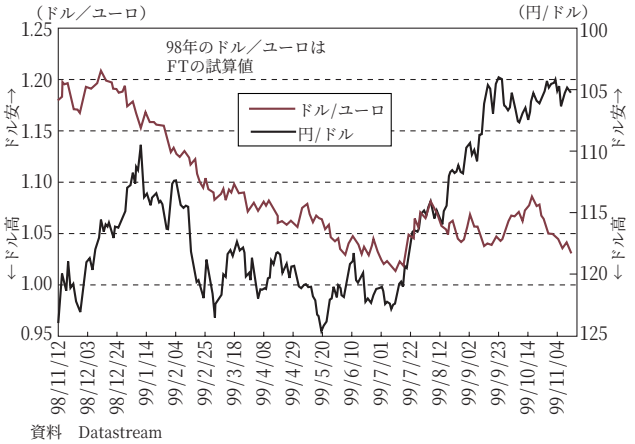
10月中旬に10,000ドル割れとなったNYダウがその後持ち直しているのに歩調を合わせる形で、日本の株式市場も総じて堅調な展開となっている。内容的には、日経平均株価が18千円台前半でもみ合う中で、TOPIX、店頭平均株価は年初来高値を更新している。こうした二極化

図1　銀行のバランスシート（前年同月比）



資料　日銀「経済統計月報」
（注）　貸出は5業態計、マネーサプライはM2＋CD。

図2　ドル／ユーロとドル／円の推移



資料　Datastream

は、銀行、企業の持ち合い解消売りが素材株中心に広がる一方で、外人、投信の買いが情報通信関連の特定銘柄に集中しているためである。

情報通信関連銘柄の上昇は、米国のIT(情報技術)革命によるデジタル･エコノミーの進展が、今後日本でも期待できる兆しが出てきたことが背景にある。今後の日本の自律的景気回復のリード役を情報通信関連産業が担うことは十分想定され、今後も株式市場のコア業種となろう。

ただ、足許のこうした業種の上昇スピードは急激で、テーマ性で上昇している銘柄も多く、目先的には、Y2K問題での流動性低下懸念や長期金利上昇リスクなどもあり、一旦はスピード調整の局面を迎えよう。

2000年度前半にかけて、需給面では、時価会計導入(持ち合い株式を「その他有価証券」と規定すれば時価評価は2001年度から)や金融再編の動きから持ち合い解消は加速が予想される。一方、99年度既に5兆円を買い越した外人投資家は、規模は細るものの、米国株の高値リスクもあり国際分散投資の視点からの買いを継続するとみられる。また、投信が99年8月以降買い越しとなっているが、ゼロ金利による投信を通した個人資金の流入は継続し、郵貯の償還資金もある程度は株式にも向かうとみられる。

ファンダメンタルズ面では、事業規模18兆円の経済新生対策等で当面景気失速の懸念は少ない。企業収益については、I/B/E/S社が10月時点で集計した各シンクタンクの企業アナリストによる2000年度の平均予想EPS(1株当り利益)は日経平均ベースで35.5%の増加見通しであり、これによる日経平均18千円水準のPER(株価収益率)は35.0倍と特に割高感はない。

以上より、2000年度前半の株式市場は底堅く推移するとみられる。年度後半にかけては、マクロ的には景気回復がもたつくような局面でも、リストラによる企業収益の回復基調が維持されれば、20千円台に乗せる公算は高いとみられる。

銘柄的には、情報通信関連は業種としてはコア銘柄とはいえ、競争激化から個別企業の新陳代謝は激しくなるとみらる。また、リストラもキーワードとなろうが、単なるコスト削減ではなく、IT革命を経営に取り込み生産性向上に繋げていけるような企業の選別が重要となろう。

リスクとしては、米国のインフレ懸念の強まりによる米国株価の調整やこれに伴うドル安(円高)進行と、足許の景況感の改善によって企業のリストラ努力が緩むことなどに留意が必要であろう。

(99.11.19堀内 芳彦)

図3　株価の推移

資料　Datastream

表2　東証1部業種別時価構成比

(単位：%)

業　種	99／10末	98年度末比増減	96年度末比増減	89年度末比増減
通信業	11.5	4.7	9.0	9.8
電気機器	16.7	1.3	3.0	5.3
サービス業	4.1	1.2	2.3	3.0
小売業	5.2	0.5	0.8	1.7
その他金融業	2.2	0.2	1.0	1.6
医薬品	4.0	−0.5	0.6	1.6
輸送用機器	7.5	−1.5	−2.4	1.4
ゴム製品	0.8	−0.3	−0.1	0.2
その他製品	1.9	−0.1	−0.2	0.1
精密機器	1.1	0.2	0.3	−0.0
水産・農林業	0.1	−0.0	−0.1	−0.1
倉庫・運輸関連業	0.1	−0.1	−0.1	−0.1
陸運業	2.9	−1.1	−1.1	−0.2
鉱業	0.1	−0.0	−0.1	−0.2
化学	4.3	−0.6	−0.6	−0.3
食料品	2.4	−0.6	−0.2	−0.3
パルプ・紙	0.6	0.0	−0.1	−0.3
保険業	1.3	−0.3	−0.3	−0.4
金属製品	0.5	−0.2	−0.3	−0.4
石油・石炭製品	0.4	−0.1	−0.5	−0.5
海運業	0.3	−0.1	−0.1	−0.6
非鉄金属	0.9	−0.2	−0.6	−0.7
卸売業	3.4	0.2	−0.1	−0.7
不動産業	0.7	−0.4	−0.6	−0.7
機械	2.9	−0.4	−0.4	−0.7
空運業	0.3	−0.1	−0.4	−0.8
ガラス・土石製品	0.8	−0.4	−0.6	−0.9
繊維製品	1.0	−0.1	−0.5	−0.9
証券業	2.0	0.3	−0.1	−1.0
電気・ガス業	2.9	−1.3	−1.2	−1.8
鉄鋼	1.2	−0.2	−1.4	−2.5
建設業	1.7	−0.7	−1.6	−2.9
銀行業	14.6	0.4	−3.3	−7.8

資料　東京証券取引所「統計月報」より作成