

# Weekly エコノミスト・レター

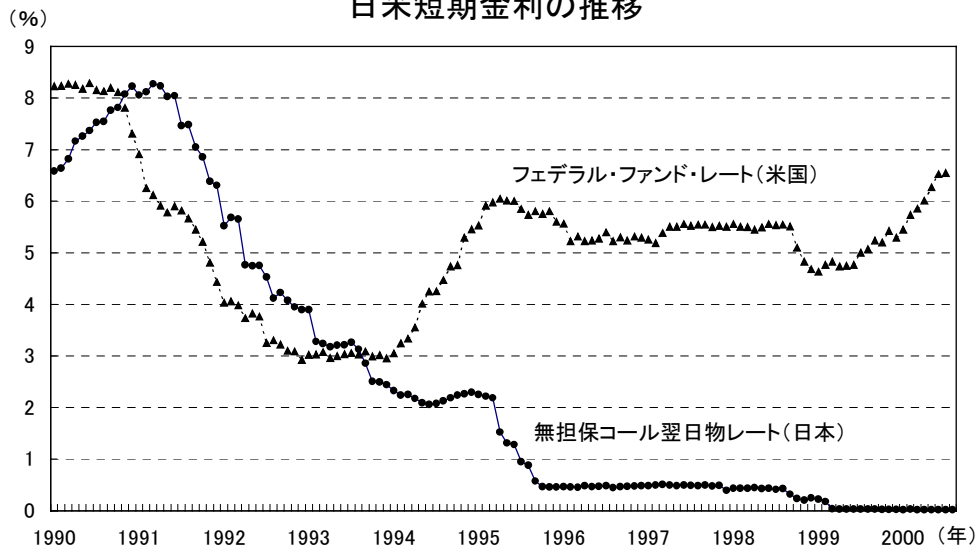
ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

## 日米金融政策を巡る環境

### <今週の焦点>

1. ゼロ金利政策解除の観測が7月中旬にかけて高まり短期金利は上昇したが、7月の解除は見送られ1ヶ月物金利など期間の短い金利は低下した。しかし、引き続き市場は数ヶ月以内のゼロ金利解除を想定していると判断される。
2. 米国の4-6月期のGDPは、過熱感の高まりが懸念されていた消費の伸びが大幅に鈍化したものの、設備投資の高い伸びを受け1-3月の4.8%から5.2%へと成長率が高まった。Fedは金融引締めスタンスを継続していくものと考えられる。

### 日米短期金利の推移



(資料)日本銀行、FRB

副主任研究員 日向 雄士(ひゅうが たけし) (03)3597-8046 thyuga@nli-research.co.jp

研究員 岡田 章昌(おかだ あきまさ) (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 今週の焦点 1 > 落ち着いている金利市場

副主任研究員 日向 雄士

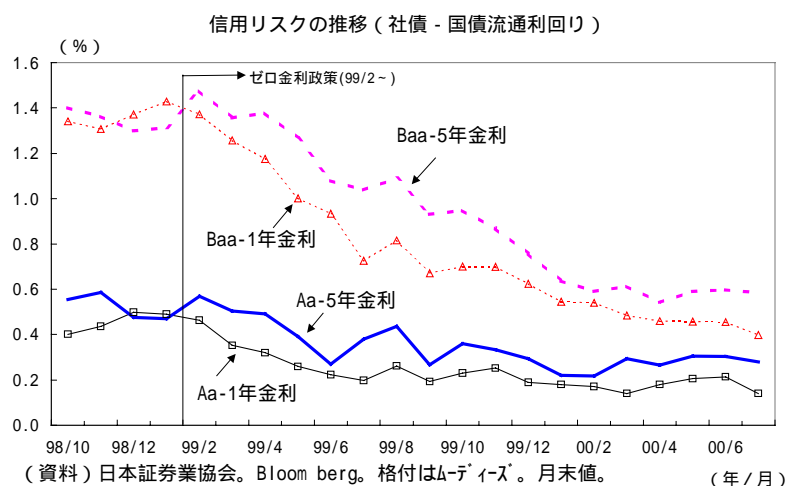
7月17日の金融政策決定会合に向けてゼロ金利政策の解除観測が高まったものの、12日のそのごの民事再生法申請により、解除は見送られた。その後、そのご問題をきっかけとした不良債権問題の再燃、久世金融再生委員長の辞任、日本債券信用銀行の譲渡延期問題、及び株式市場の下落などにより、金利見通しにも混乱がうかがえる。信用リスク問題を中心に、金利市場の整理を行ってみたい。

### ゼロ金利政策と信用リスクの変化

#### 1) 信用リスク問題の経緯

97年の金融機関の破綻をきっかけに、投資家が企業信用に敏感となり中小企業や低格付企業の資金調達が難しくなるという信用リスク問題が発生した。このことに対し、99年2月に日銀がゼロ金利政策を採用し、政府も3月に大手銀行15行へ総額7兆4592億円の公的資金を注入するなど、政策総動員で金融システムの安定化が図られた。この結果、大手銀行の信用不安が後退し、市場の信用リスクも縮小に向かった。

信用リスク問題の沈静化の過程を 社債の対国債スプレッド（格付・残存年数別の社債と国債の流通利回りの差）と、 ジャパンプレミアムの推移とで見ると、どちらでみても99年以降、急速に信用リスク問題が沈静化したことが判る。



(注) グラフは残存年数別・格付別に社債と国債の流通利回りの差の変化を見たもの。数値の低下が信用リスクの低下を示す。

## 2) 信用リスク問題の現状

ゼロ金利政策の解除観測の高まりにより信用リスク問題がどのような影響を受けたか、および、そごう問題をきっかけとして信用リスク問題の再発はあるか。こうした点について、ゼロ金利政策の解除観測が最も高まった7月12日と、解除観測が高まる前の5月末及び、直近の7月末の状況とを比較した。前述の社債の対国債スプレッドおよび、ジャパンプレミアム、とから判断する限り、信用リスク問題に大きな変動は伺えない。<sup>\*</sup>

もっとも、従来より経営の行き詰まりが伝えられていた企業やそごうへの融資銀行などについては、株価下落やLIBOR金利上昇といった点で影響がでている。しかし、日本の金融システム全体としてみると、信用リスク問題の再発は起きていないといえる。

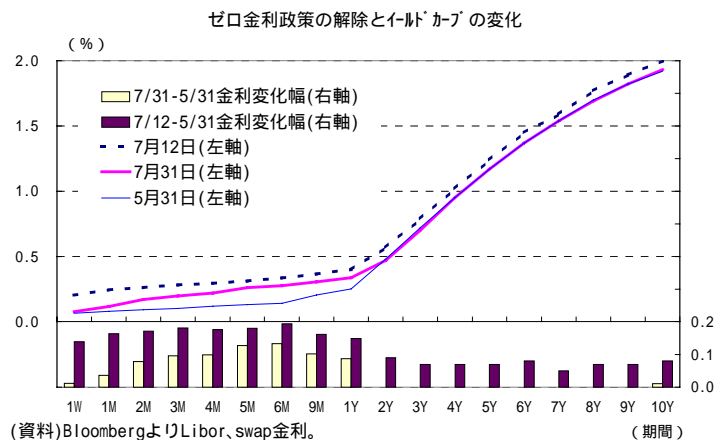
<sup>\*</sup>：直近7月末時点の対国債スプレッドは5年債Aa格・0.3%、Baa格・0.6%弱程度であり、5月末、7月12日頃とほとんど違いがない。また、金融システム不安が発生する97年秋以前と比べてもほぼ同水準である。また、ジャパンプレミアム(東京三菱銀行LIBOR - パークレイズ銀行LIBOR)に関しても特に目立った動きは起きていない。

このようにゼロ金利政策解除予想の高まりや、その後のそごうの民事再生法申請などにおいても、日本の信用リスクは安定した動きを続けた。信用リスク問題からは、現在でもゼロ金利政策の解除は問題ないと判断できる。

## ゼロ金利政策解除を折り込んだ金融市場

### 1) ゼロ金利政策解除の思惑と短期金利

7月17日の金融政策決定会合に向けて日銀総裁を中心にゼロ金利政策解除に積極的な発言が相次いだことや、日銀短観の改善などから、金融市場はゼロ金利政策の解除をほぼ折り込んでいた。5月末と7月12日のイールドカーブを比較すると、短期金利が全体的に0.2%程度上昇しており、0.25%の政策金利引上げを市場がほぼ折り込んでいたことが判る。



(注) 7月12日夕刻にそごうの民事再生法申請が発表される前の、最もゼロ金利政策解除の予想が高まったと考えられる時期と、ゼロ金利政策解除の思惑が小さかった5月末、及び直近時点でのイールドカーブを比較。

## 2) ゼロ金利政策解除の見送りと短期金利

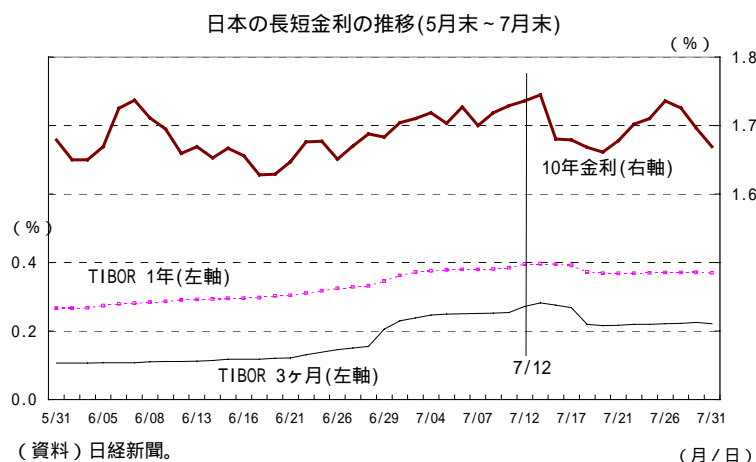
短期金利の中でも、1週間物金利など期間の短い金利はゼロ金利政策解除の見通しが強まる以前の水準に戻った。しかし、5月末と7月末のイールドカーブを比較すると、期間が5-6ヶ月物の金利上昇が顕著であり、やや期間の長い短期金利は高止まりしたままである。

金融市場関係者の中にはゼロ金利政策の解除が1年以上先と予測する向きもある。しかし、市場の大勢は依然として数ヶ月以内のゼロ金利政策解除を予想していると判断される。

## 3) 安定した動きの長期金利

長期金利はゼロ金利政策解除の思惑が高まった時期において、多少の変動は見られたが、以前からのレンジ内での推移となった。

5月末に比べ7月12日には長期金利も若干上昇していたが、ゼロ金利解除見送り後は、ほぼもとの水準に金利は戻った。短期金利に比べ長期金利はゼロ金利政策解除の有無以外の要因での変動が大きく、実際に解除された場合にも上昇幅は限られよう。



## ゼロ金利政策解除によりイールドカーブはベアフラットへ

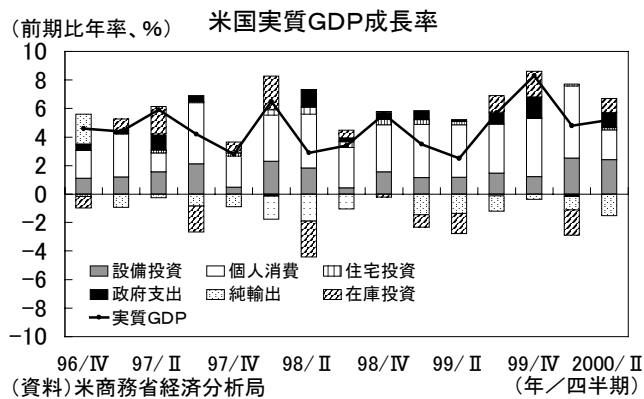
ゼロ金利政策解除によって、翌日~1週間物など期間の短い金利は政策金利の引上げと同程度上昇するが、5-6ヶ月物などやや期間の長い金利の上昇は小幅に止まろう。また、期間が1年超の中・長期金利の変化も小幅に止まると見込まれる。その結果、短期金利が上昇しつつイールドカーブのフラット化が進むベアフラットが進もう。

## < 今週の焦点 2 > 米国経済の動向と金融政策の行方

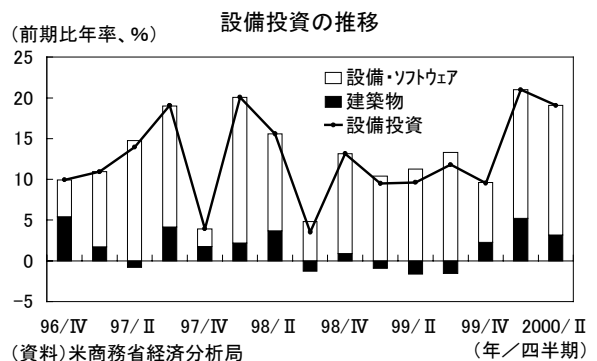
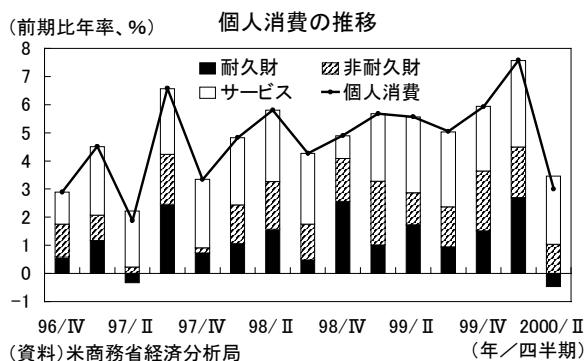
研究員 岡田 章昌

### 個人消費の伸びは大幅に鈍化、設備投資は高い伸びを維持

7月28日に発表された米国4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率5.2%と1-3月期の同4.8%を上回る高成長となった。個人消費の伸び率は1-3月期の前期比年率7.6%から同3.0%へ大幅に鈍化している。しかし、その一方で、設備投資は1-3月期の前期比年率21.0%から同19.1%へやや鈍化したものの依然として高い伸びを持続しており、さらに在庫投資が寄与度で1.0%程度成長率を押し上げたことが4-6月期の高成長の主な要因である。



4-6月期のGDP速報では、昨年6月以降の6度にわたる利上げの効果による景気減速が確認されるかどうか焦点とされていた。この点については、金利感応度の高い耐久財消費が前期比でマイナスに転じ、過熱感の高まりが懸念されてきた個人消費の伸びが大幅に鈍化するなど、ある程度金融引締め効果が現われてきていると判断できよう。しかし、従来であれば金融引締め効果が鮮明な形で現われるはずの設備投資が高い伸びを持続しており、今局面においては利上げの効果の現われ方が変容していることに注意する必要がある。

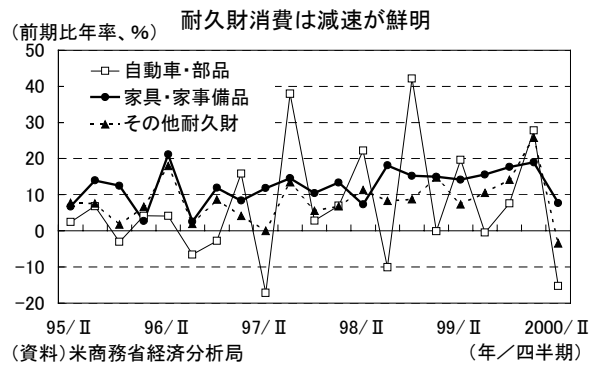
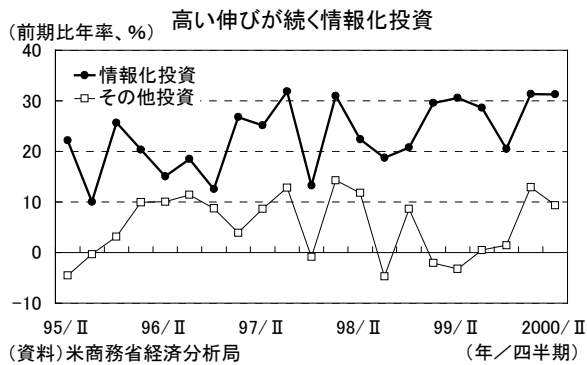


## 企業と家計で現われ方が異なる金融引締め効果

企業部門において、設備投資の高い伸びが持続している背景には、Fed の金融引締めにもかかわらず情報化投資が前期比年率 31.3%と大幅な伸びを続けていることがある。これは、情報化投資の金利感応度が低い可能性のあることを示唆しており、情報化投資の設備投資全体に占めるウェイトが約 50%まで高まっている中で、Fed が利上げにより需要をコントロールしていくことが困難になっていくことが懸念される。また、情報化投資ほどではないが、情報化投資以外のその他の投資についても高い伸びが続いており、企業部門において利上げによる金融引締め効果が現われにくくなってきている可能性がある。

一方、家計部門においては、自動車・部品の伸びが大きくマイナスに転じるなど、耐久財消費全般に減速がみられ、金融引締め効果が現われてきていると判断される。また、住宅投資も前期比年率 3.9%と 1999 年の前年比 6.4%の伸びに比べ減速している。

ただし、家計の情報化投資が含まれる家具・家事備品の減速は小幅にとどまっており、家計部門において情報化関連需要が今後とも高まっていくとすれば、家計部門においても金融引締め効果が現われにくくなっていくことも考えられる。



## 米国金融政策の行方～Fed は金融引締めスタンスを継続か

情報化投資は、その効果として生産性の向上が見込まれることからインフレ圧力には繋がらないとの見方もあるが、その効果が現れるまでは情報機器等の実物需要により需給の引締め圧力が实体经济にもたらされることは避けられまい。足もとではインフレ圧力の高まりは沈静化しているが、実質 GDP 成長率が前期比年率 5.2%と、依然として潜在成長率と考えられている同 3.5～4.0%を上回っている状況にあり、Fed は金融引締めスタンスを継続していくものと考えられる。4-6 月期の GDP 速報で問題視されていた消費の減速が確認されたことにより、8 月の FOMC での利上げは考えにくい、さらに成長が加速していく兆候がみられれば、もう一段の利上げが視野に入ってくるであろう。

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)