

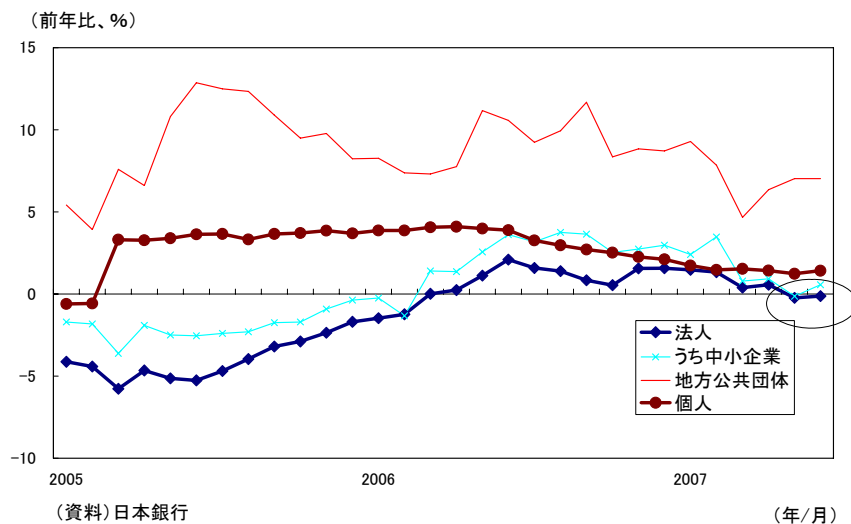
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（8月）～貸出鈍化が鮮明

1. （トピックス）年明け以降、貸出鈍化が鮮明になってきている。中小企業を中心に法人向けが足元前年比マイナスに転じている。日銀の利上げピッチ、企業の金利先高感がどのように形成されるか、信用リスク拡大の動きが銀行の融資態度にどの程度影響を与えるのか、しばらく要注意だ。
2. （金融政策）今回の選挙結果は、少し長めのタームでは金融政策に対していくつかの問題や制約を課したが、8月の利上げの是非についてはほとんど影響なし。8月利上げの是非は、日銀が①サブプライムローンの影響をどこまで読みきれるか、②市場が落ち着きを取り戻せるか、にかかっている。
3. （長期金利）海外金利の低下の影響から一旦落ち着いた展開となるだろう。ただし、年度後半になると、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、上昇幅が拡大すると予想する。
4. （為替）当面、サブプライム問題と日米の絶対金利差の存在という両サイドの材料が綱引きとなり、ボックス圏の動きを予想する。ただし、年度後半以降は、①国内景気の加速に伴い、日銀の利上げペース加速の予想が強まり、②08年の大統領選挙を控え再び米国の対外不均衡問題が市場でテーマとなり始めることもあり、円高基調に転じると予想。

法人向け貸出がマイナスに



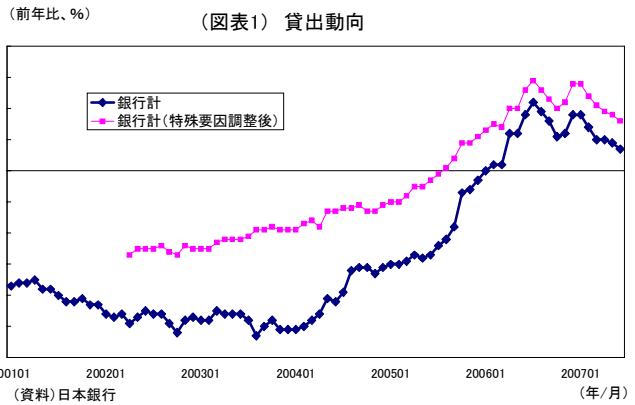
シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 TEL : (03)3512-1884
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

<貸出鈍化が鮮明>

(07年年明け以降、貸出鈍化が鮮明)

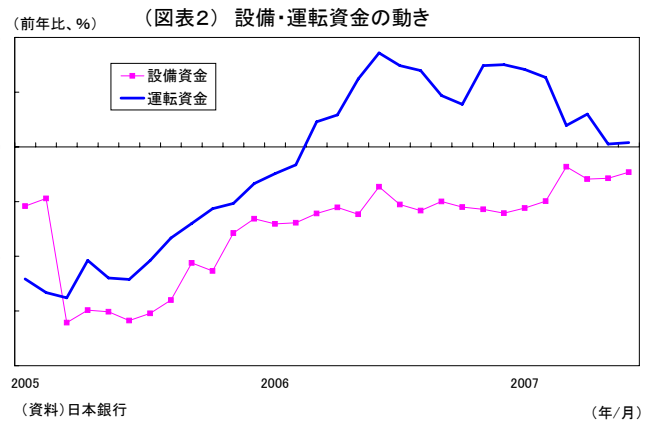
大手銀行グループの07年4-6月期の業績が今週出そろった。連結純利益の合計は前年同期に比べ約3割減少した。日銀の利上げで利ざやは拡大しているが、足元貸出の伸びが鈍化し始めていることも大きく影響したようだ。

日本銀行の「貸出・資金吸収動向等」の総貸出（平残、銀行・信金計）では、前年比で17カ月連続のプラスが続いているが、07年1月以降、伸び率鈍化が鮮明となってきている（図表1）。



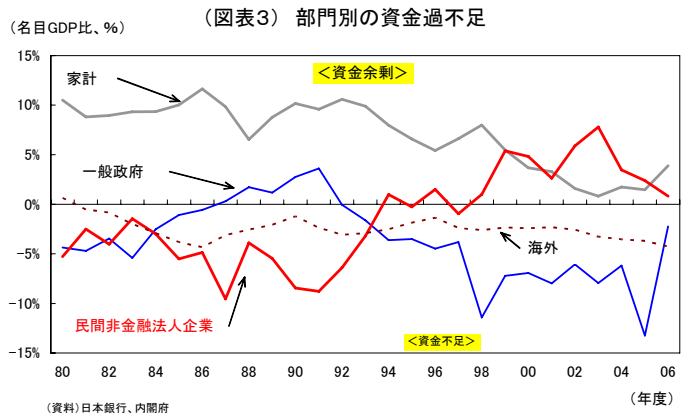
鉱工業生産などが示すように年明け以降、国内生産活動に一服感があつたこと、利上げにより手許資金の取り崩しなどを行ったことが貸出を鈍化させたようだ。

ただし、法人企業の貸出を設備投資資金と運転資金に分けてみると、運転資金は減少しているものの、緩やかに設備投資の前向きな動きは続いていることが確認できる（図表2）。



この先を展望すれば、景気拡大が続き、設備投資の拡大が非製造業、中小企業へと拡大すれば、設備投資資金のニーズも高まり、さらに、企業部門全体でも資金不足主体となる可能性も高く（図表3）、緩やかに貸出が増加するとの見方はメインシナリオでいだろう。

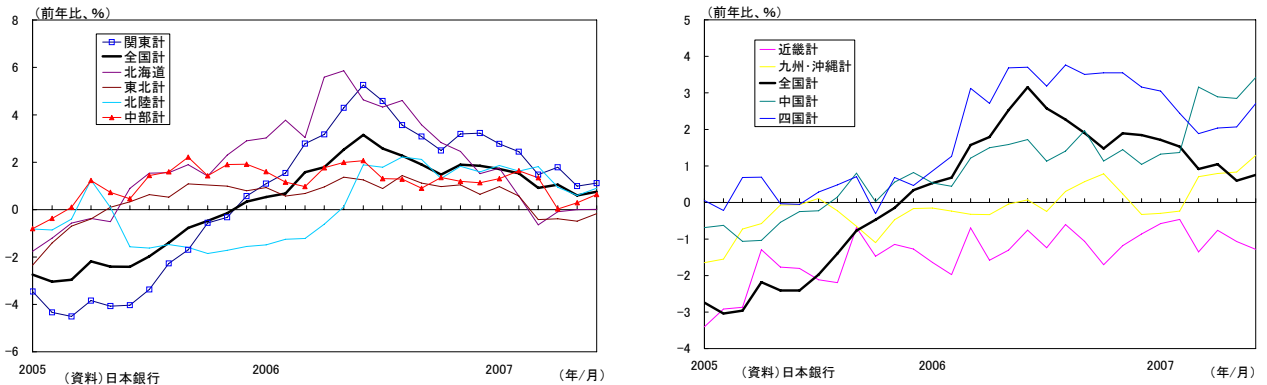
ただし、今まで牽引してきた関東、中部の鈍化傾向、中小企業向けのマイナスの動きなど、気になる動きも出始めている。



(大都市圏、中小企業の頭打ちが明確)

図表4は地域別の貸出動向である。これを見ると、05年以降の貸出増加に寄与してきた関東、中部など比較的経済が堅調な地域の貸出伸び率が頭打ちの状況にあることがわかる。輸出依存度が高い首都圏・中部などが、米国向け輸出の不振などで景況感が一服したことが影響したようだ。

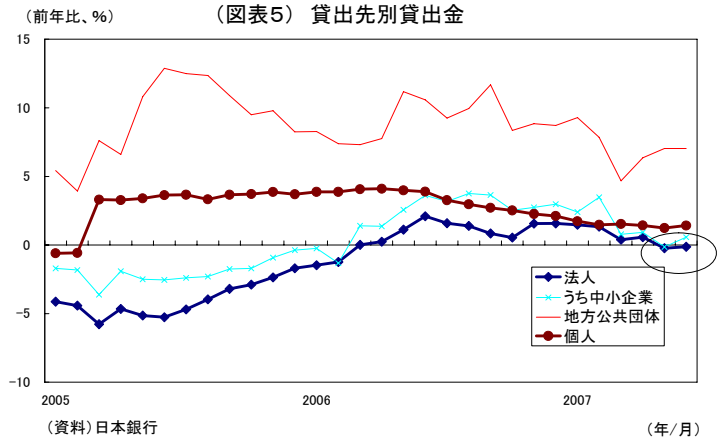
(図表4) 地域別の貸出動向



また貸出先で見ると、地方公共団体などが比較的堅調な動きを示しているが、法人の5、6月分はマイナスとなっている。特に中小企業の悪化が顕著となっている(図表5)。

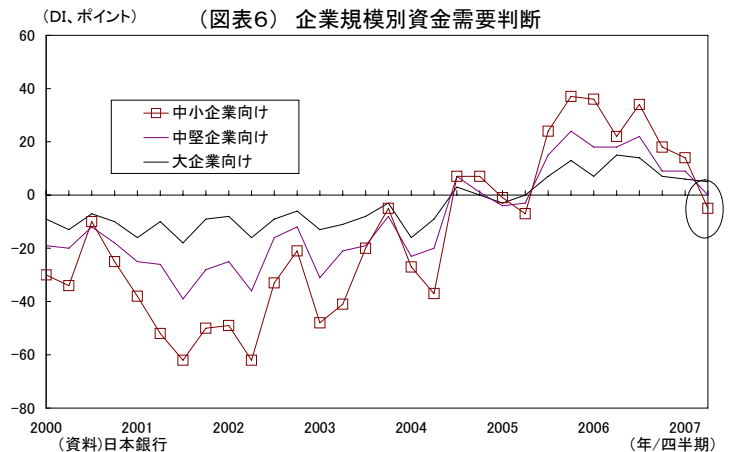
四半期に一回行われる日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」では、4-6月期はすべての規模で資金需要が1-3月よりも減少しているが、中小企業では、足元調査でマイナスに転じている(図表6)。

(図表5) 貸出先別貸出金



日銀の利上げピッチ、企業の金利先高感がどのように形成されるか、信用リスク拡大の動きが銀行の融資態度にどの程度影響を与えるのか、しばらく要注意の状況にある。

(図表6) 企業規模別資金需要判断



< 金融政策、金融・為替市場の動き >

● 金融政策（日銀ウォッチ）：サブプライム問題にG Oを出せるか

7月29日の自民党大敗を受けて、政局が不透明になっている。報道では外交などの日程から内閣改造は9月に入ってからのようで、現段階では8月22-23日の金融政策決定会合に政治要因が影響を与えることはなさそうだ（ただし、人事を1ヶ月も宙に浮かせたままで安倍内閣、自民党がもつのか、党内からも反発も強く、スケジュールについては要注意だ）。

参議院選挙前後の市場の動きを見ると、政局よりも関心は米国のサブプライムローンに集まっている。今回の選挙は、少し長めのタームでは金融政策に対していくつかの問題や制約を課したが、8月の利上げの是非についてはほとんど影響なしだったといえそうだ。8月利上げの是非は、日銀が①サブプライムローンの影響をどこまで読みきれるか、②市場が落ち着きを取り戻せるか、にかかっている。筆者は8月利上げをメインとして考えている。

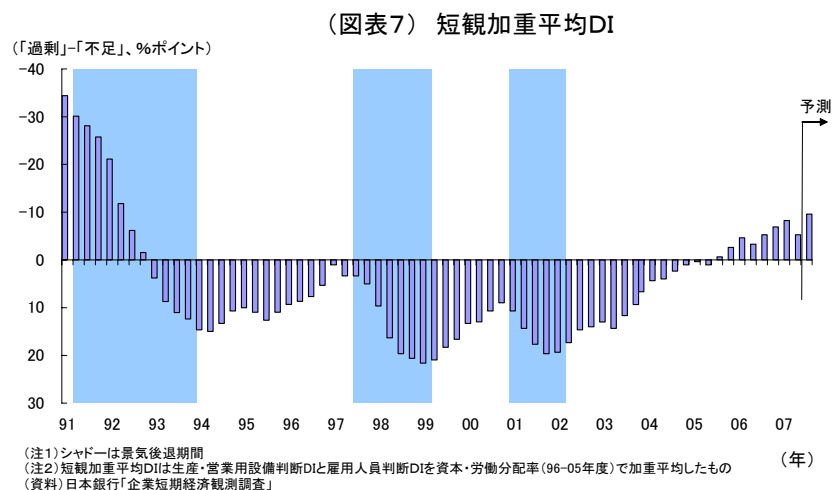
（6月分国内統計は持ち直しの動き、8月14日公表の4-6月GDPもそこそこ）

足元発表された6月分の経済統計は、持ち直しの動きが確認された。特に①鉱工業生産が4ヶ月ぶりに前期比プラスに転じ、先行きの予測指数も堅調となった、②消費についてはマインド調査が悪化し、6月住民税引き上げによる消費低迷の懸念があったが、底堅い動きが確認された点などは、先行きの景気拡大に自身を深める材料となった。

また1日公表の路線価では標準宅地の平均路線価が前年比8.6%と、バブル後初の上昇となった前年に続く上昇で、上げ幅は前年の0.9%を大きく上回った。第2の柱に傾斜する日銀にとっても追い風の材料だろう。

今後、国内では8月13日のGDP 1次速報が最大の注目。コンセンサスは前期比年率で1.0%程度となっているが、たとえ潜在成長率を下回る結果となっても、利上げの障害にはならないだろう。むしろコンセンサス程度の数値ができれば、日銀は①数期平均で見れば2%程度の成長を続

けている、②6月短観で日銀が重視する需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均D.I.」（図表7）がプラスであることから、潜在成長率並みかそれ以上の成長を続けているとの判断に自信を強めることになるだろう。



(利上げの是非は、サブプライム問題の見通し、市場の落ち着き)

野田審議委員が26日の講演で今後の景気のポイントとして第一に米国の消費を挙げた。その中でサブプライム問題が消費、設備へと波及するかどうか大きなポイントであるとした。

F R Bは（バーナンキは7月18日に議会証言など）足元までサブプライム問題が実体経済に与える影響は限定的で、来年にかけて潜在成長率並みに経済が回復するとの見方をとっている。

日銀は、米国経済が減速したとしても、米国以外の世界経済が、5%成長を続ける見込みで、サブプライム問題の日本経済への影響は極めて限定的だと見ている。

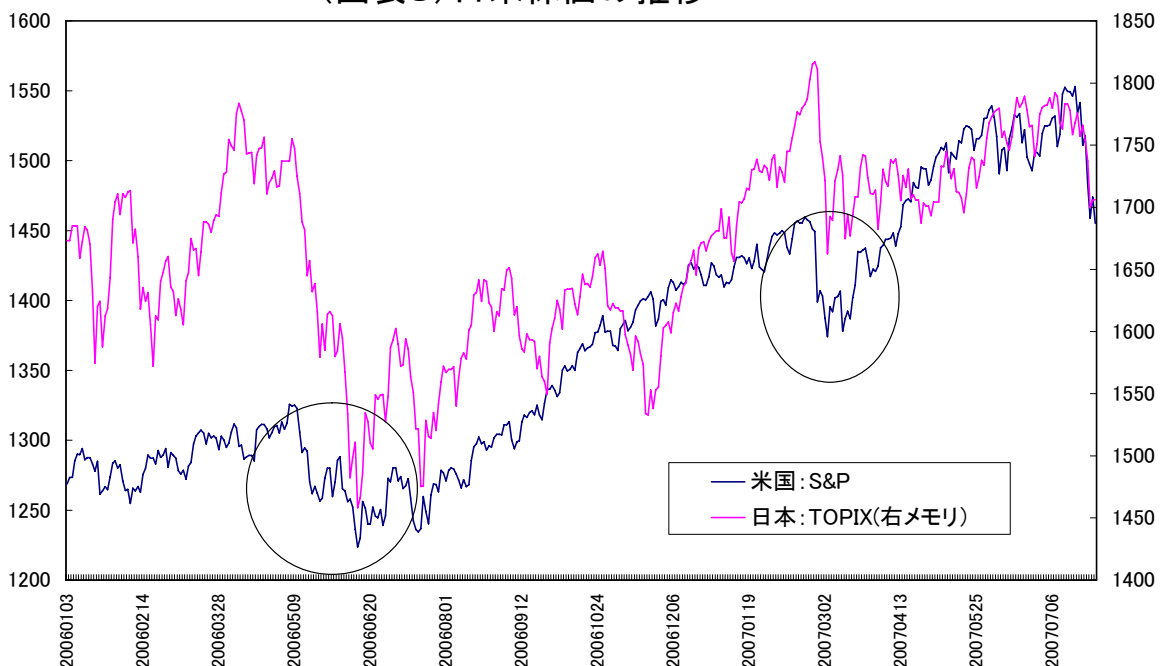
ただし、7月12日会見で福井総裁が述べているように、日銀の当初の想定よりも米国住宅市場の回復が遅れていることも事実で、影響の見極めは決定会合ぎりぎりまで行われることになるだろう。

もう一つ日銀の利上げ決定を左右するのが、市場が落ち着くかどうか。特に米国株だろう。世界市場が調整色を強める中で、日銀の利上げで、さらに市場が混乱するという事態は避けたいところだ。

米国株の動きを見るとバーナンキの議会証言（7/18日）以降、米国株価の下落が激しくこれが今後落ち着きを取り戻すかどうか。直近中国株ショックから調整した局面（2月末から3月はじめ）では約1ヶ月程度で上昇に転じ始めている（図表8）。

株価が下落前の水準に戻すにはかなりの時間を有すると予想するが、良好な経済統計の発表が重なることで、少しずつ米国市場は下値が固まる動きとなり、日本株も8月の決定会合前には冷静さを取り戻すと見込む。7月半ばから下落が始まっていることから、1ヶ月程度で下値が固まり始めれば22-23日の決定会合にはぎりぎり間に合うことになる。

(図表8) 日米株価の推移



● 金融市場：サブプライム問題が再浮上で金利低下、ドル安へ

(10年金利)

7月の動き

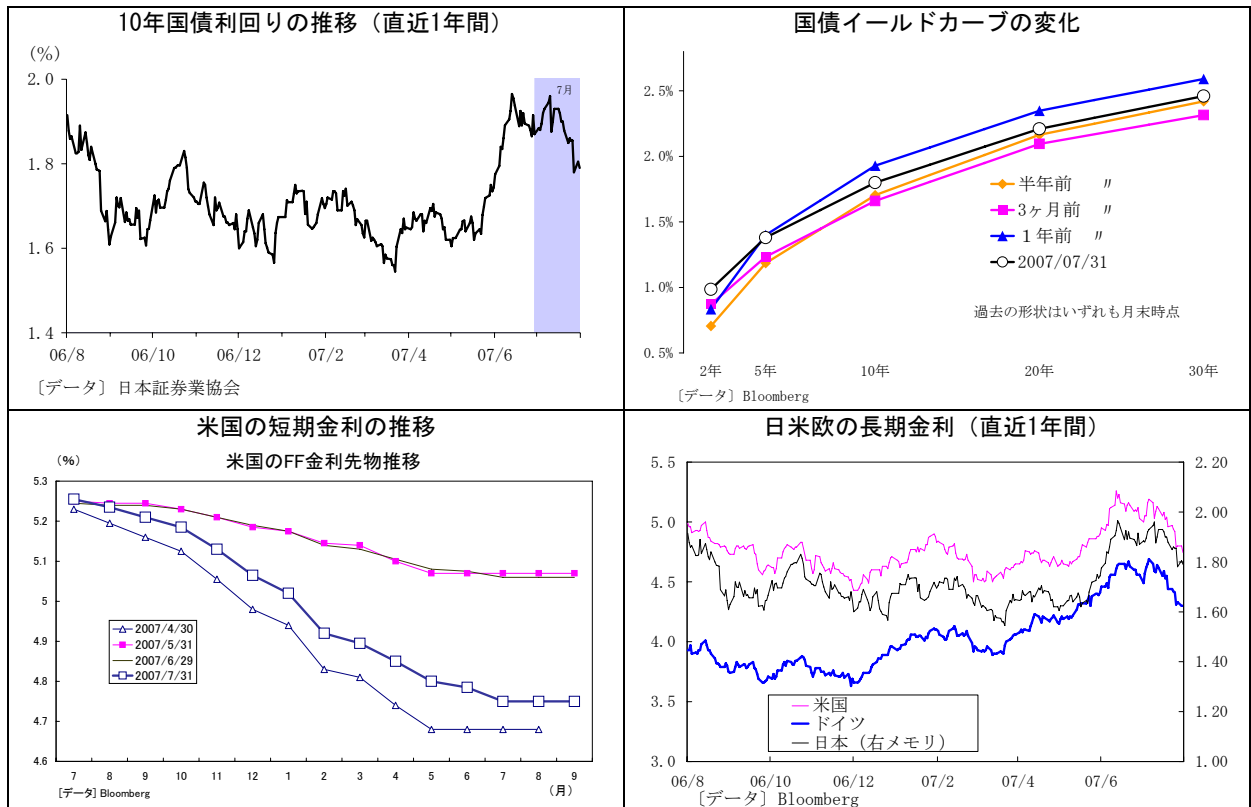
10年国債利回りは、月初1.8%後半でスタートし、月末1.8%を下回る。

2日の6月調査短観が市場予想の範囲内となり、8月利上げ観測が高まる中、米国長期金利上昇、国内外の株価上昇を受け、6日には1.93%台に。米6月雇用統計(6日)や5月機械受注(9日)が良好な結果となると、10日には1.96%に。しかし、10日、S&Pがサブプライムローン関係の担保証券を格下げする方向へのニュースで米国長期金利が大幅低下すると、11日、日本もそれを受け1.88%に急低下した。その後市場が落ち着きを取り戻す中、8月利上げを意識し再び1.9%前半に。18日にバーナンキFRB議長が議会でサブプライム問題に言及すると米国長期金利が低下し、日本でも20日には1.9%を割り込む。27日には6月上旬のレベルの1.78%に低下した。自民党惨敗(29日)後は、先週末の急ピッチの低下への反動、さらに株価が持ち直したことで、もみ合いの展開となり月末は1.78%となった(図表9)。

当面の予想

長期金利は、海外金利の低下の影響から一旦落ち着いた展開となるだろう。ただし、年度後半になると、国内景気の再加速、賃金の上昇などが見え始め、日銀の連続利上げへの思惑が徐々に高まり、上昇幅が拡大すると予想する。

図表9 金利関係図表



(円ドルレート)

7月の動き

円ドルレートは、月初123円からのスタートし、月末119円割れに。

月初よりドル優勢の中、米国でPCE価格指数の伸びが低下したことなどで、米国の利上げ観測への思惑が若干収まり122円台半ばへ。6日の雇用統計が良好な結果となるとドル買いが進み123円台後半に。しかし10日、S&Pのサブプライムローン関係の担保証券格下げのニュースで一挙にドルが売られ11日には121円台となった。その後は122円をはさんだ展開が続く。18日のバーナンキ発言をきっかけに米株価が調整し、27日の118円近くまで円高が進行。その後29日の自民党大敗や米国で株価が戻す動きとなると月末は118円後半までドルが戻した(図表10)。

当面の予想

円ドルレートは、当面、サブプライム問題と日米の絶対金利差の存在という両サイドの材料が綱引きとなり、ボックス圏の動きを予想する。ただし、年度後半以降は、①国内景気の加速に伴い、日銀の利上げペース加速の予想が強まり、②08年の大統領選挙を控え再び米国の対外不均衡問題が市場でテーマとなり始めることもあり、円高基調に転じると予想。

(ドルユーロレート)

7月の動き

ドルユーロレートは、月初1.35後半でスタートし、月末1.36台後半に。

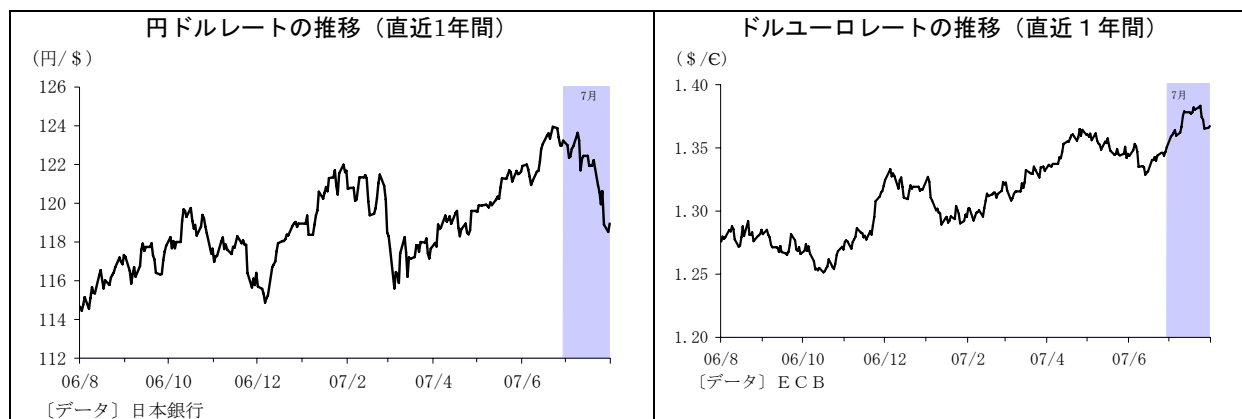
5日にECBで政策金利が予想通りの置きながら、前回と同様にインフレのアップサイドリスクへの言及があり、追加利上げを織り込む動きが続き、月初よりユーロが買い進まれ1.36台へ。10日に米国サブプライムローン懸念が台頭し、11日にトリシェECB総裁がインフレ加速への懸念を表明すると1.37台後半までユーロが買い進まれる。その後、ECBメンバーから今後の追加利上げが必要だとの発言、18日バーナンキの議会証言などを材料に、24日には過去最高となる1.385を記録した。月末にかけては、調整が入り1.37近辺までドルが戻した。(図表10)。

当面の予想

ドルユーロレートは、①米国のサブプライム問題、②ユーロ圏での景気の上振れ、インフレ懸念が収まらず、追加利上げ期待感が払拭されにくい、などからユーロ高材料が山積するが、ユーロ高水準への警戒感も強いことから、ユーロ高が一方方向で続く展開にはならない。

年後半には、ユーロの追加利上げ観測が終息し、米国経済の再加速が見えはじめるとユーロ高トレンドは一服しよう。ただし、米国対外不均衡問題、各国の外貨準備のユーロへのシフトの流れは続く見込みで、ドルが切り返すまでにはいかにユーロが高値圏で推移することになるだろう。

図表10 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



金利・為替予測表 (2007年8月3日現在)

		2007年			2008年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25
	10年金利 (平均)	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
	10年金利 (平均)	4.8	5.0	5.1	5.2	5.2	5.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.5
円ドル	(平均)	121	121	119	119	116	116
ユーロ・ドル	(平均)	1.35	1.37	1.37	1.36	1.36	1.36
円・ユーロ	(平均)	163	165	162	162	158	158

(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)