

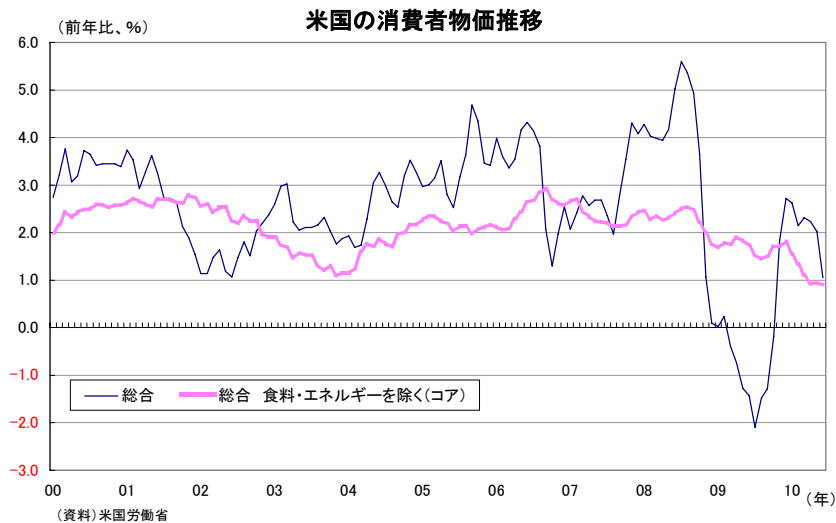
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(8月)

～米国で高まるデフレ懸念：デフレに陥るかは期待インフレ率がかぎ

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (米国で高まるデフレ懸念) 米国では **FRB** が先行きの経済見通しを下方修正したように、数ヶ月前と比べて景気回復の足取りが緩慢になってきている。労働市場の回復が遅くデフレのリスクも高まっている。デフレに陥るかは現在落ち着いている「期待インフレ率」がかぎとなるだろう。
2. (日銀金融政策) 日銀内でも米国経済の先行きなど先月に比べて下ぶれリスクが高まっているとの見方が増えているはず。今回の決定会合では政策変更はないが、今後米 **FRB** が追加緩和に踏み込めば日銀も追加緩和の議論が本格化するだろう。
3. (長期金利) 今後とも米経済指標の結果に一喜一憂する。引き続き国内要因はあまり材料視されないだろう。日本の長期金利も当面は低位安定で推移すると見る。
4. (為替) 今後もドル低迷の流れは続くと思われるが、ユーロドルは既にかかなりのスピードで上昇してきたため、今後調整局面を迎えることもあり得る。従って、円ドルの上昇圧力が続く可能性が高く、85円を一時的に突破する可能性もある。



1. 米国で高まるデフレ懸念：デフレに陥るかは期待インフレ率がかぎ

(米国で高まるデフレ懸念：米国長期金利3%、日本も1%割れに)

欧州のストレステストが無難に終わり、金融市場の関心は元の震源地である米国に移ってきている。市場では米国経済の2番底、デフレ突入を強く意識している。

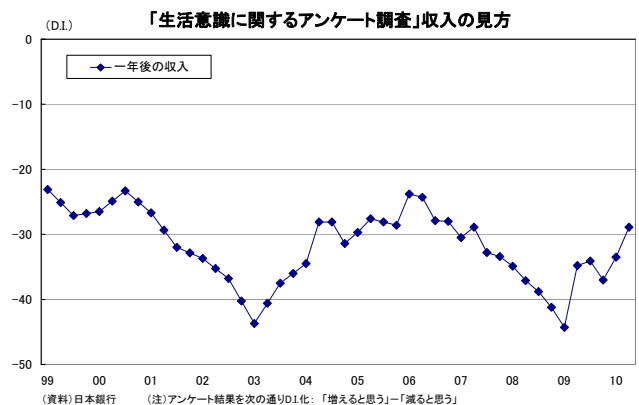
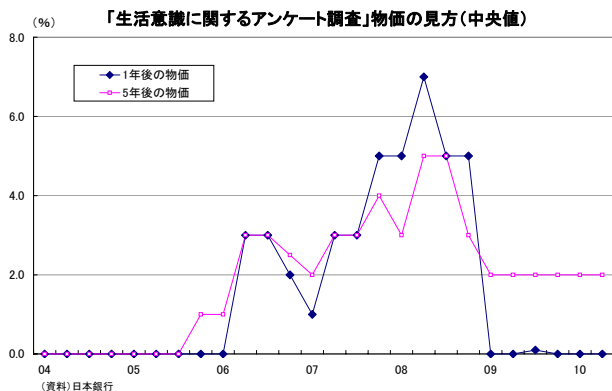
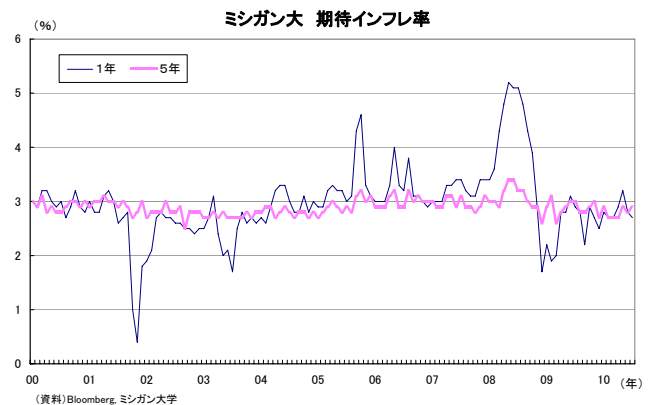
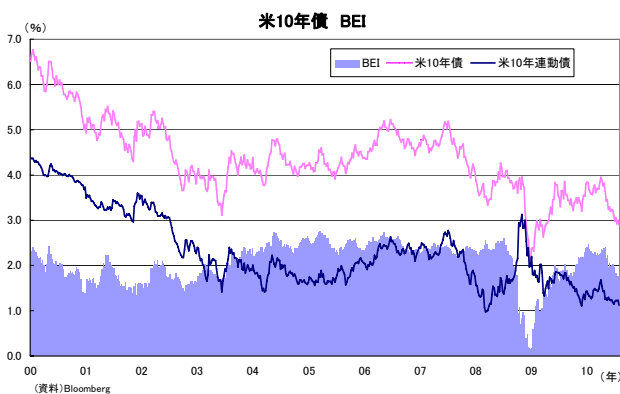
米長期金利は3%割れに突入してきた。日本の長期金利も7年ぶりに1%割れとなった。

米国ではFRBが先行きの経済見通しを下方修正したように、数ヶ月前と比べて景気回復の足取りが緩慢になってきている。

バーナンキ議長は、住宅市場や雇用情勢について「景気回復の制約要因は当面残る、労働市場の緩慢な回復と先行きの不透明さが消費の重荷になっている」と述べた。物価上昇率が低下していることには「今後数年はインフレ抑制した状態が続くだろう」との見方を示した。FRB内部でもデフレリスクへの警戒感が高まっている。

米国の物価の推移を見ると、食料・エネルギーを除くコアCPIが6月まで3カ月連続で1%を割り込むなど、確かに低下傾向がみられる。一方、期待インフレ率の状況を見ると、米国の10年国債と10年物価連動国債から算出される、市場の期待インフレ率指標であるBEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）はここ数ヶ月低下基調にはあるものの、歴史的に突出した低水準というわけではなく、また消費者の期待インフレ率も今のところ安定している。

ただし、日本のデフレの例から考えると、一旦、デフレ状況に陥ると、実際の物価下落が期待インフレ率の低下を促し、期待インフレ率の低下が実際の物価下落をもたらすという悪循環からなかなか抜け出せなくなるため、物価上昇率の下落をこのあたりで食い止められるかが鍵となるだろう。



（米国追加緩和となれば、円高も加わり、日銀も動かざるを得ない）

日銀は7月に展望レポートの中間評価を行ない、「成長率は、新興国の一段の高成長などを背景に2010年度は上振れるが、2011年度については概ね見通しに沿って推移する」と2010年度について上方修正を行なった。

来週（9・10日）には決定会合が行なわれる。米国を意識した下ぶれリスクが高まっているとの認識が日銀内部でも強まっているはずだ。今回の決定会合では政策変更は行なわれまいだろうが、今後米FRBが追加緩和に動きだせば、日銀も追加緩和に追い込まれる可能性が高いだろう。

米国が緩和となれば円高が進行し、株安になりやすい。また参院選で民主党が敗北した結果、与野党が一致しやすい「日銀の活用」がデフレ脱却の切り札として勢いづく。実際、民主党の連携相手として注目されているみんなの党は、日銀法を改正してインフレ目標を導入することを主張している。民主党や自民党内にもインフレ目標の支持は多い。国外、国内ともに追加緩和圧力が高まりやすく状況にある。

（でも実際にはやれる緩和策はない。新型オペは過去に反対票）

しかし、追加緩和で何ができるかという話になると「これ」というものはない。まして「新型オペ」は前回増額時に反対票がでていた。景気が大きく下ぶれし、危機的な対応ということであれば、前回反対した審議委員も今回は賛成に回りやすいが、「危機的」な見極めは時間的に遅れる。白黒がはっきりする前に判断するのは困難だ。

日銀の中では長期国債買い入れ増額への抵抗は大きく、現在展望レポートに示されているような金融緩和のコミットメントを強化するということがぐらしかアイデアがでてこない。

もしFRBが動いたとすれば、FRBの追加緩和策の内容に、日銀の策も制約を受けることになってきそう

2. 金融市場（7月）の動きと今後の予想：長期金利1.1%割れへ

(10年金利)

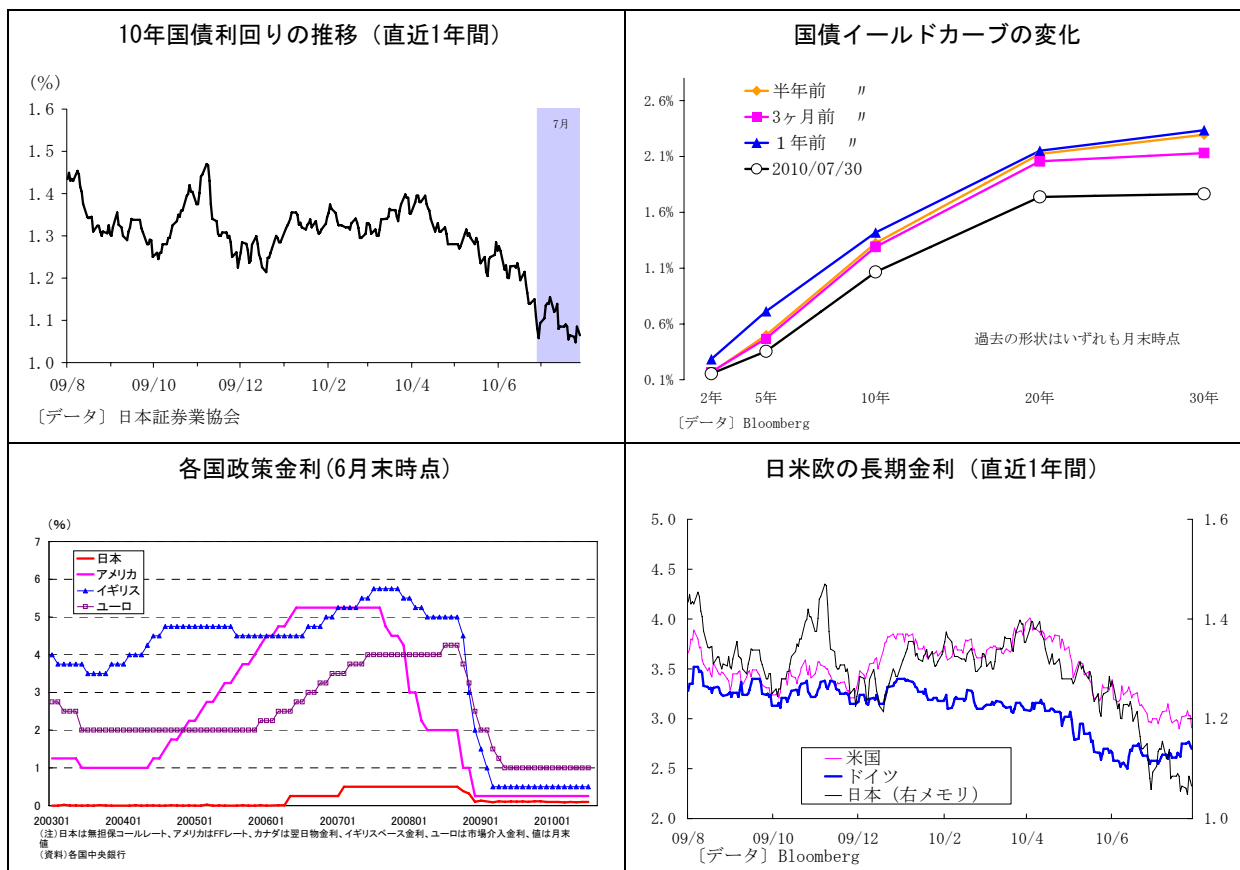
7月の動き 月初1.0%台半ばからスタートし、一旦上昇するも月末1.0%前半に。

月初から先行き悲観論が強く6月末に続き1.0%台の推移。その後中旬頃まで株価が反転したことを受け1.1%台前半での推移が続く。その後FOMC議事録で米国経済見通しが下方修正され15日には再び1.0%台に。バーナンキFRB議長が米国経済を「非常に不透明」との見解を示し22日の長期金利は一時2003年8月以来の1.045%まで低下。月末にかけては米株式相場の下落や日本の鉱工業生産指数の大幅下振れからさらに低下し、1.0%台前半となった。

当面の予想

市場の関心は、ストレステストを形式上消化した欧州から、失速感のみられる米国経済に移っている。今後とも米国経済指標の結果に一喜一憂することになりそうだ。引き続き国内要因はあまり材料視されないだろう。特に7月米雇用統計において民間部門の改善が維持されるかが注目されるが、仮に市場予想を上回る結果となっても、市場に漂う大きな停滞感を払拭できるかは疑問。メインシナリオとしては低迷が続くとみる。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

7月の動き 月初め 88 円台半ばからスタートし、月末 86 円台前半に。

月初から 88 円を挟んだ展開が続く。15 日に FOMC 議事録で景気後退懸念を示唆し、日本銀行が 10 年度の GDP 成長率見通しを上方修正したことで円高が進み 87 円台半ばに。21 日にバーナンキ FRB 議長が議会証言し、米国経済が不確実と発言したで 22 日には一時 86 円台前半に。その後米国企業の 4-6 月決算が好調だったことで 87 円に戻す。月末にかけては再び米国の経済統計がさえず、先行き不安が高まり 86 円台前半に円が買い進まれる。

当面の予想

米国の経済への期待が剥落する中で、ドル安が続いている。一方で、欧州ストレステストを契機にユーロも対ドルで買われているため、円の上昇が抑えられている面もある。今後もドル低迷の流れは続くと思われるが、ユーロドルは既にかんりのスピードで上昇してきたため、今後調整局面を迎えることもあり得る。従って、円ドルの上昇圧力が続く可能性が高く、85 円を一時的に突破する可能性もある。

(ドルユーロレート)

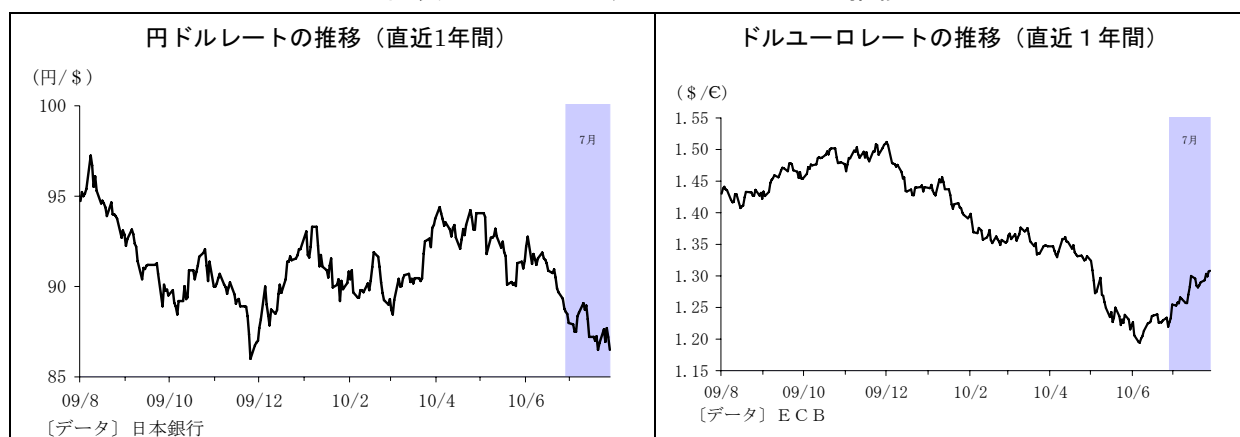
7月の動き 月初め 1.23 台半ばでスタート、月末 1.30 台後半に。

月初からユーロが買い戻される展開が続く。8 日にトリシェ ECB 総裁が欧州経済は緩やかな成長が見込まれるとの見方を示し、23 日のストレステストが無難な結果に終わったことで、ユーロに対する過度な悲観的な見方がおさまる。その後も欧州金融機関決算の好調や 30 日のユーロ圏景況感指数が大きく改善したことで 1.31 ドル台をつける場面もあった。月末は若干修正が入り 1.30 台後半に。

当面の予想

ドル安とストレステストの実施を受けて、ユーロの対ドルレートは上昇傾向で推移してきたが、欧州も危機の根源にある財政問題が解決したわけではなく、今後ともユーロが一本調子で上昇していくイメージは描きにくい。むしろ、ストレステストを終えたことが材料としての期限切れを起し、調整局面を迎える可能性の方が高いとみられる。ユーロとドルは当面弱さ比べの様相で方向感を欠く動きで推移するだろう。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移



金利・為替予測表 (2010年8月5日現在)

		2010年			2011年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	3.5	3.0	3.3	3.3	3.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.8	2.7	3.0	3.2	3.3
円ドル	(平均)	92	90	92	92	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.30	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	117	117	120	120	124

(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。