

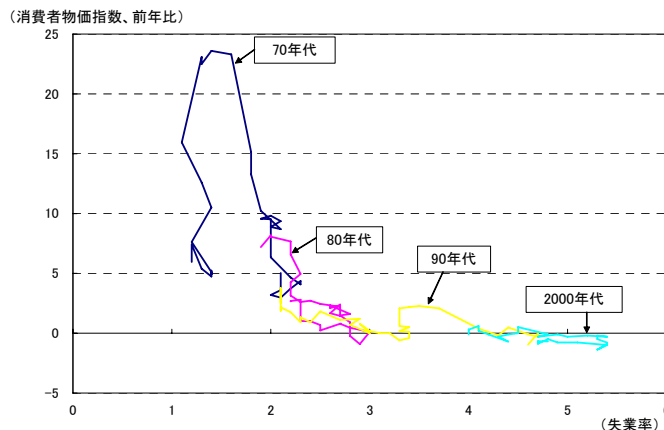
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融政策・市場の動き（6月）～緩やかに個人マネーが定期預金にシフト

1. (トピックス) 短期金利の上昇に伴い、緩やかに個人マネーが定期預金に戻り始めている。現段階では、貯蓄から投資への流れが圧倒的で、個人マネーが再び預金に戻る動きは少ない。ただし、08年にかけて、証券税制の見直し、企業部門の資金余剰が縮小していくことで貸出金利上昇→預金金利の引き上げに金融機関も動きやすくなり再び預金選好の動きは強まる可能性はあるだろう。
2. 失業率が9年ぶりに4%を割り込んできたこともあり、このまま景気回復が続けば、07年度下期には、「労働需給の逼迫→賃金上昇→サービス価格上昇→コアCPI上昇」が展望できる状況にはなっている。その景気モメンタムは少し停滞気味である。生産調整が軽微ですむかどうかは、輸出を左右する米国経済が4-6月以降どうなるかにかかっている。
3. 4月展望レポート公表後、福井総裁を含め審議委員から早期利上げに対して積極的な発言が相次いだ。水野審議委員は早ければ7月の決定会合で利上げ提案を行う可能性は高い。早期利上げは「物価マイナスの中での利上げ」に踏み切れるかどうかになってきている。
4. 長期金利は、足元、①米国の長期金利上昇、②早期利上げ観測の高まりから上昇圧力がかかっている。ただし、賃金上昇が見えず連続利上げ観測が醸成されにくく、金利上昇幅も限定的となるだろう。
5. 円ドルレートは、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。ただし、年後半以降は、①日銀の追加利上げ観測の高まり、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はじめることもあり、円高基調に転じると予想。

失業率が3%台に：フィリップス曲線では、物価が上昇してよさそうだが？



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/>

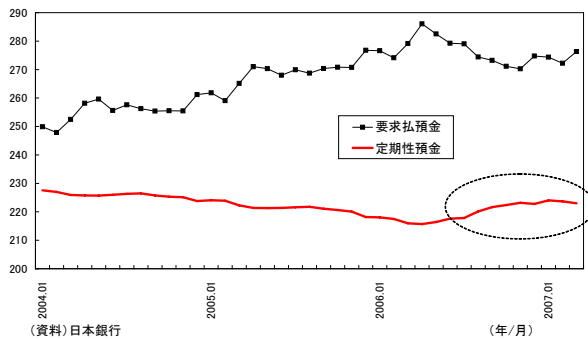
<緩やかに個人マネーが定期預金にシフト>

(ゆっくり個人マネーが定期預金に戻る)

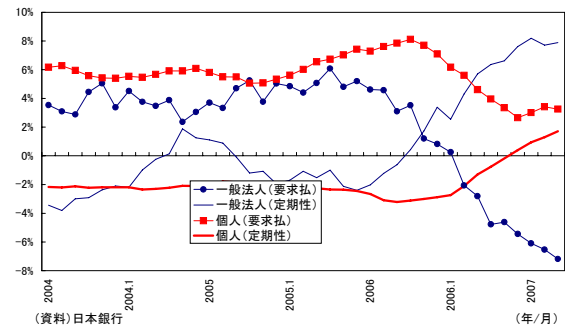
2006年3月のゼロ金利解除後、短期金利が緩やかに上昇し始めたことで、個人マネーは再び金利を求めて定期預金に徐々にシフトしはじめている (図表1)。

主体別に見ると法人は積極的に利息のつかない要求払い預金を取り崩し、定期預金へと預金を移動させている姿が確認できる。個人は法人ほど積極的ではないようだが、緩やかに定期預金を増やしている (図表2)。

(兆円) (図表1) 要求払預金と定期預金残高の推移(国内銀行)



(前年比) (図表2) 法人、個人別の預金の推移(国内銀行)



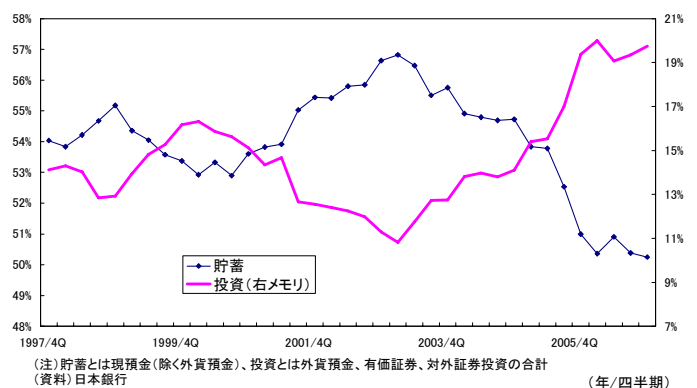
(大きな流れは「貯蓄から投資」だが、)

日銀の資金循環統計で個人マネーの動きを見ると、預貯金などの貯蓄から株式といった投資へ資金シフトがダイナミックに起こっていることが確認できる (図表3)。

その事実からすれば上記の定期預金のシフトは単なる預金中の動きであって、貯蓄から投資の動きに大きな影響を与えていないだろうというのが現時点での解釈となるだろう。

しかし、07年後半から08年の金融環境、政策面での動きを展望すると、どこかの時点で定期預金が増加し、個人金融資産に占める預金の減少に歯止めがかかる可能性があるのではと見ている。

(図表3) 貯蓄、投資が個人金融資産全体に占める割合



(預金金利引き上げで相対的な預金の魅力はアップ)

足元失業率が9年ぶりに3%台に突入し、このまま景気回復が継続すれば、賃金も緩やかに上昇し始め、金融政策の利上げピッチも高まる可能性が高い。それに連動して定期預金の引き上げが行われるだろう (図表4)。

また企業部門では資金超過は急激に減少してきている。短観などで示されているように、大企業製造業→非製造業・中小企業などに設備投資の裾野が拡大する見込みで、08年頃には企業部門が資金不足に転じる可能性も高い(図表5)。

そうなれば貸出金利の上昇幅も拡大し、銀行にとっては、政策金利の引き上げに応じて、預金金利の引き上げ幅も大きくできるという環境も整うことになるだろう。

金利面で預金の魅力が高まりそうだ。

(税制面でのサポートも09年以降減少、08年後半以降の動向は要注意)

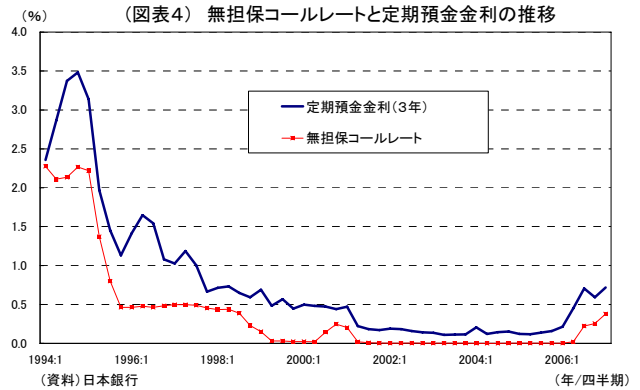
09年から証券税制が撤廃される。03年から貯蓄から投資の流れを加速させるべく時限措置として、「すべての上場株式等の配当及び公募株式投資信託の収益分配金並びに上場株式等の譲渡益に関して、基本税率20%に対して、年間10%の優遇税率」がなされが、その措置が2008年末に終了する(配当課税は2009/3月まで)。

この優遇税率により、個人マネーが株式や投信に少なからず誘導されたことは間違いなく、優遇税率廃止に向けて、株式・投信の魅力は落ち、逆に預金の相対的な魅力を引き上げることになる。

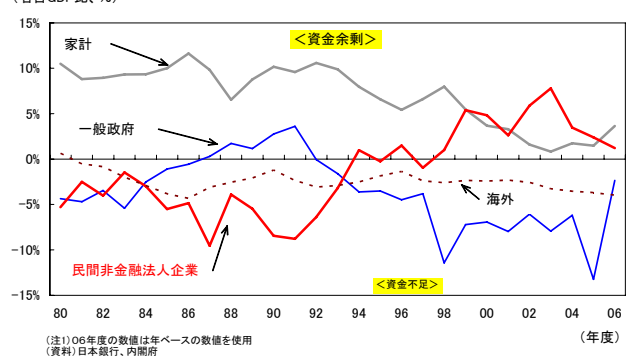
上記のように預金金利の上昇、証券税制のサポート減少といった要因に加え、当研究所の経済・金融見通では07年度の下期以降、円高傾向を見込んでいる。また国内の利上げピッチが高まるとの思惑がでてくれば株式市場にネガティブに働く可能性もあるだろう。これらの点を考えると、足元預金離れがあまりに加速した動きのより戻しが起こるだろうと見込んでいる。

低金利下で個人マネーは円安、資産価格上昇に少なからず影響してきただけに、08年にかけて要注意だろう。

(図表4) 無担保コールレートと定期預金金利の推移



(図表5) 部門別の資金過不足

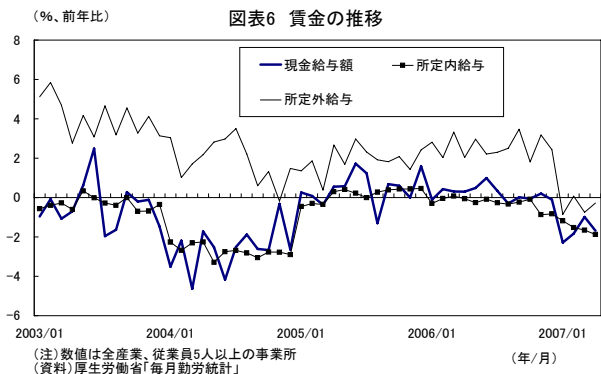


<金融政策、金融・為替市場の動き>

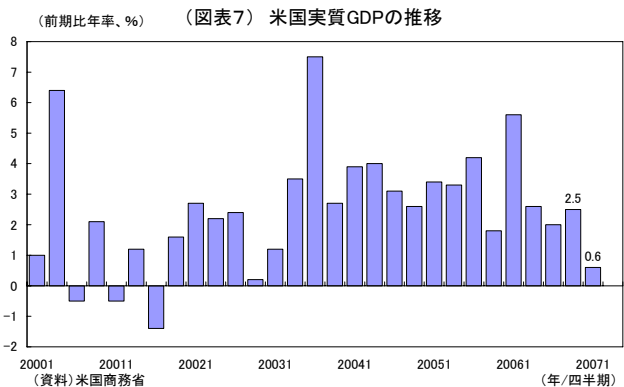
● 金融政策（日銀ウォッチ）：早期利上げに前向きな発言が相次ぐ

（生産のモメンタムが少し鈍化、米国向け輸出がカギ）

5/31日発表の毎月勤労統計では4月以降の賃上げはほとんどなかったことが確認された（図表6）。ただし、失業率が9年ぶりに4%を割り込んできたこともあり、（フィリップス曲線の傾きがフラット化しているとはいえ）、このまま景気回復が続けば、07年度下期には、「労働需給の逼迫→賃金上昇→サービス価格上昇→コアCPI上昇」が展望できる状況にはなっている（表紙図表）。



その景気モメンタムは少し停滞気味である。1-3月期の生産は6四半期ぶりの前期比マイナス、4月は2ヶ月連続でマイナスである。生産が減少している理由は、①米国経済の減速を受けた輸出減少（特に自動車）、②IT部門の在庫調整である。IT部門の調整は当面避けられそうにないが、鉱工業全体では在庫が積み上がった状況になく、生産調整が軽微ですむかどうかは、輸出を左右する米国経済が4-6月以降どうなるかにかかっている。



米国経済は1-3月期GDPが前期比年率0.6%、4年ぶりの1%割れと減速が明確となっている（図表7）。1-3月期の個人消費は堅調を保ち、景気を下支えする形となったが、足元消費を巡る状況は、住宅投資の冷え込みが続く

中、ガソリン価格が高騰し、雇用増が鈍化を見せるなど環境悪化が目立ち、今後は、前期ほどの伸びは期待できない。

当研究所では年後半には潜在成長率に向かって緩やかに回復していくとの見方をとっているが、4-6月期で回復の姿が見えるかどうかは微妙な状況だ。

（水野審議委員は7月にも利上げ提案：早期利上げは結局マイナスでの利上げの是非しだい）

4月展望レポート公表後、福井総裁、水野審議委員から早期利上げに対して積極的な発言が相次いだ。市場では発言などを受け、8-10月となっている市場の利上げコンセンサスもそのレンジの中で前倒しになってきている。

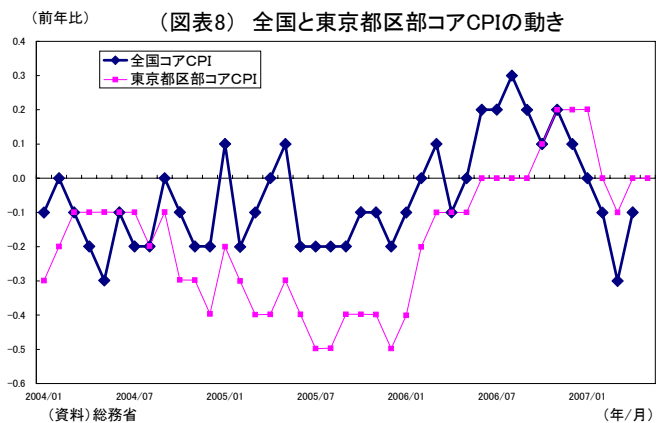
- ・ 福井総裁 (5/18決定会合後の定例会見) : 「先行きの経済判断、物価判断に我々が確信を持つ限り」との前提を置きながらも「そのときまだ消費者物価指数が多少マイナスであっても、それは十分利上げは可能だ」
- ・ 水野審議委員 (5/22時事通信) : 3次利上げについて「7月の金融政策決定会合は11, 12日に開かれるため、22日投票見通しの参院選まで近すぎるというのが市場参加者の意見だが、展望レポートの中間評価というのは、ある意味で1つの区切りでもある。7月2日発表の短観も見られるし、米景気に対する見方もある程度整理されることを考える」

水野審議委員はメンバーの中でも利上げ積極派、今回の発言内容から判断すれば、7月の決定会で利上げ提案を行う可能性は高いといえそうだ。

筆者は、次回の利上げの流れは2月の追加利上げと同様だろうと予想している。すなわち今回も積極派が利上提案を行い、1回目は多数決で否決される。しかし2回目以降、徐々にコンセンサスが利上げに動くという展開になると予想している。

審議委員のコンセンサスが利上げに動くかどうかは、①米国経済、②物価マイナスの中での利上げの是非、に決着がつくかどうかだ。9人の審議委員は、ほとんど景況感に差はないと思われるため、①よりは②が重要になりそうだ。

筆者の利上げ予想は、10月である。コンセンサスの中で後ろなのは、①差し迫ったリスクが顕在化していない、②さらに原油価格の影響で夏場までコアCPIのマイナス幅縮小の姿が見えない、この状況で審議委員の多くが利上げに踏み切れないと



予想しているためである(当研究所では、現状の石油価格を前提に、石油製品によるコアCPI前年比押し下げ寄与は8~9月にかけて▲0.1~0.2%程度で、コアCPIの前年比上昇率は、夏頃まではゼロ~小幅マイナスで推移と見込んでいる) (図表8)。

審議委員内では利上げに慎重なほうである西村審議委員が31日の講演会で「徐々に金利水準調整を行う慎重な態度が必要だ。資金の流れや資源配分のゆがみは現時点では差し迫った状況にない」と発言している。日銀内に温度差はあるようだ。

ちょっと先になるが6月16日には、利上げにもっとも慎重と見られる岩田副総裁(日本ファイナンス学会での講演が予定されている)の講演が予定されている。学会での講演ということで金融政策についてはあまり触れられない可能性が高いが、「物価マイナスの中での利上げ」についてどのような見解が述べられるか注目だ。

● 金融市場：早期利上げ観測の高まり長期金利は1.7%半ばに (10年金利)

5月の動き

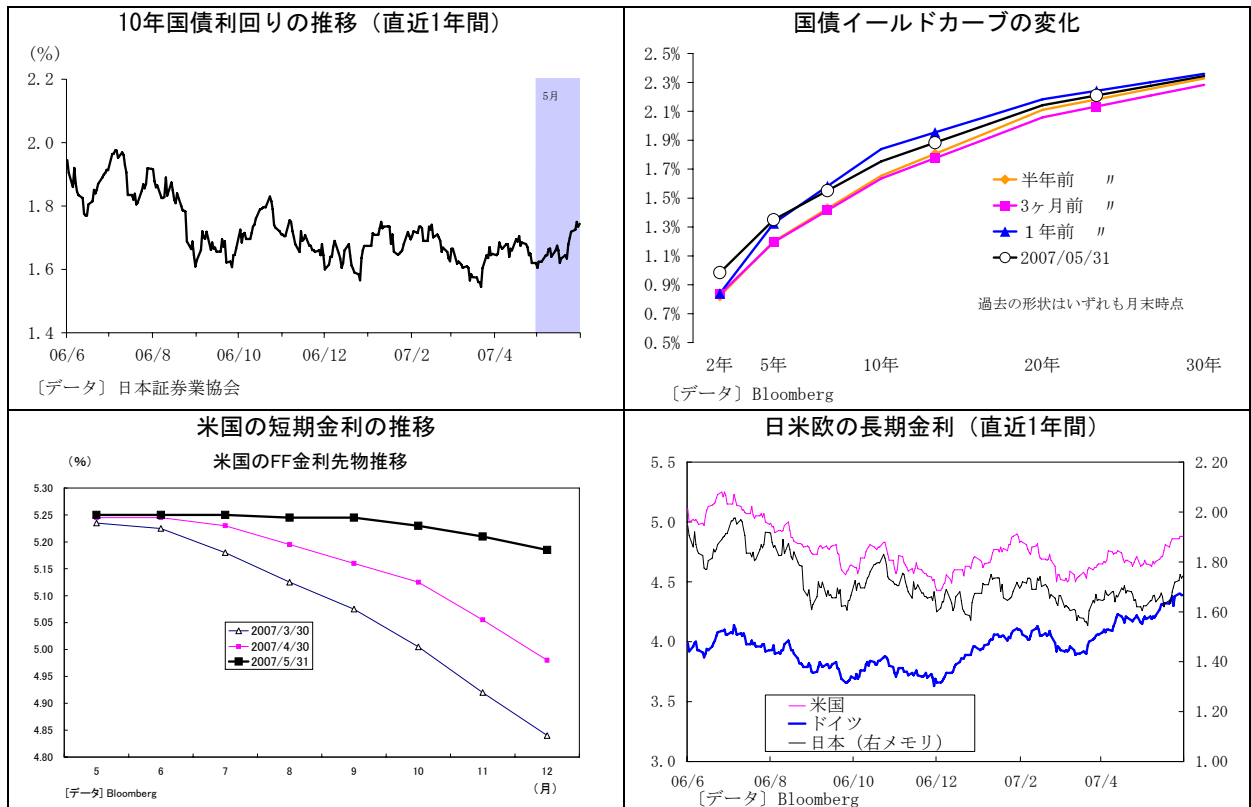
10年国債利回りは、月初1.6%前半でスタートし、月末1.7%半ばに。

GW谷間の1,2日には株安・米長期金利低下から1.6%を割れる場面も。その後は株価堅調、利上げに前向きな福井総裁の講演(10日)を材料に1.6%後半まで上昇した。15日、3月機械受注統計が市場予想を大幅に下回り、17日、1-3月期GDPが市場予想を下回ると1.6%近辺まで低下した。その後米国長期金利の上昇、株価堅調、審議委員の早期利上げに前向きな発言などを材料に上昇し、24日には1.7%台。25日は4月全国コアCPIが3月に比べてマイナス幅が縮小、29日には9年ぶりに失業率が3%台となるとさらに上昇し1.75%へ(図表9)。

当面の予想

長期金利は、年度前半低位安定、後半は徐々にレンジが切り上がると予想。足元、米国の長期金利上昇の中、早期利上げ観測が高まり長期金利に上昇圧力がかかっている。ただし、賃金の上昇などが見えず連続利上げ観測が醸成されにくい、年後半には米国が利下げに向かうとの見方が残ることから金利上昇幅も限定的となるだろう。年度後半には景気回復ピッチが再び高まり、物価が上昇トレンドに再び戻ることで、08年度を見据えた日銀の連続利上げ観測が強まり長期金利の上昇幅も拡大しよう。

図表9 金利関係図表



(円ドルレート)

5月の動き

円ドルレートは、月初119円半ばからのスタートし、月末121円半ばに。

米3月製造業受注(2日)、米4月ISM非製造業指数が予想を上回る結果となりドルが買い進まれ119円後半に。4日の4月米雇用統計が悪化するといったドルが売られる場面もあったが、9日FOMCで政策金利が据え置かれ、住宅市場の減速とともにインフレ懸念も同時に示されたことで再びドルが買われ120円台に。その後日本では15日3月機械受注、17日の1-3月GDPが市場予想を下回る一方、16日米住宅着工や鋳工業生産が良好な結果となると、ドル買いが進み17日には121円台に。中国が人民元変動幅拡大等を発表(18日)すると121円台前半から120円台後半へ一時下落する場面もあったが、ドル堅調の流れは変わらず、121年円台半ばでの推移が月末まで続いた(図表10)。

当面の予想

当面、円ドルレートは、世界の主要通貨間で円の独歩安の状態となっていることで潜在的な円高圧力が高いものの、日米の絶対金利差に着目したドル投資の流れが継続することでドル堅調の流れは続くだろう。

ただし、年後半以降は、①日銀の追加利上げ観測の高まり、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はじめることもあり、円高基調に転じると予想。

(ドルユーロレート)

5月の動き

ドルユーロレートは、月初1.36台近辺でスタートし、月末1.34台半ばに。

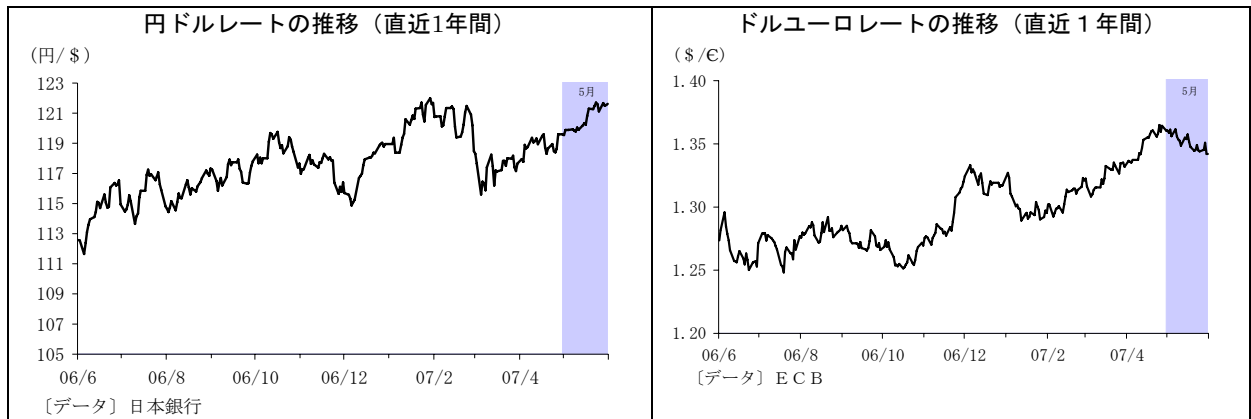
月初よりユーロの高値警戒感がでていいる中、10日にECB政策委員会で据え置きが決定され、トリシェ総裁が会見で予想通り6月の利上げを示唆したがそれ以降の利上げについて言及しなかったことを受けて、1.35前半までドルが買い戻される。その後米、ユーロともに好調な統計の発表から方向感なく1.35台での推移が続く。24日にドイツifo景況指数は予想比下振れ、フランス、イタリアの企業景況指数は悪化し、もう一段のユーロ高調整が入り1.34半ばとなる(図表10)。

当面の予想

ドルユーロレートは、急ピッチで買い進まれたこともあって、足元少し調整している。しかし、米国経済の減速懸念が強い中で、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く、今一度ユーロの上値をためず展開があるだろう。

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ならず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6月1日現在)

		2007年				2008年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00
	10年金利 (平均)	4.7	4.8	4.9	4.9	4.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.0	4.2	4.3	4.3	4.3
円ドル	(平均)	119	119	119	116	116
ユーロ・ドル	(平均)	1.31	1.36	1.37	1.37	1.37
円・ユーロ	(平均)	156	162	163	159	159