

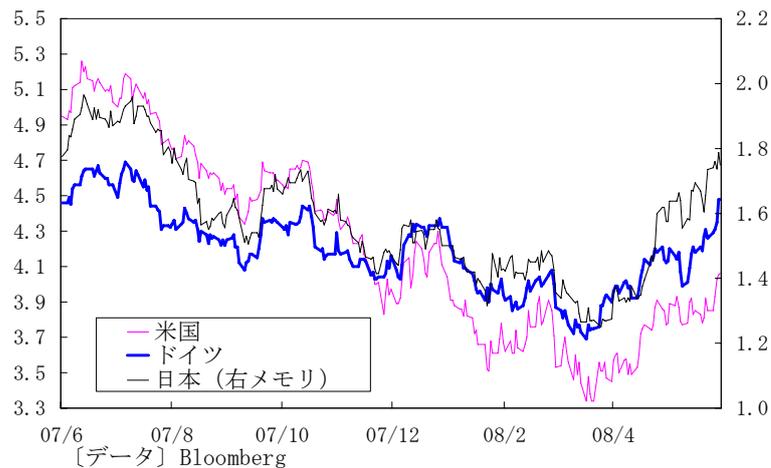
# Weekly エコノミスト・レター

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）～景気悪化とインフレで動けず

1. （金融政策）FRBバーナンキ議長は利下げ休止を示唆した。昨年夏から景気配慮の利下げを実施してきたが、ここに来て進むインフレに配慮せざるをえなくなっている。日銀もインフレリスクの高まりという状況認識は同じはず。ただし期待インフレ率が大きく高まっているわけではなく、景気配慮型からインフレ警戒に軸足をシフトするところまで来ていない。展望レポートで示されたように現在最大のリスクが景気下振れにあることから据え置きを続けることになる。
2. （トピックス）サブプライム問題勃発以降、個人マネーのリスク回避の動きが強まっている。現時点では定期預金が待機先となっているようだが、サブプライム問題終息後、再びリスク性資産に戻るのか、預金に回帰するのかは株価のインフレ対応力、金融機関の利回り競争の程度がポイントとなりそうだ。
3. （長期金利）現在の長期金利上昇は、信用不安が後退し、インフレ懸念が強まる中で米FRBの利下げ停止から利上げ観測すらでてきたことが背景にある。ただし、今後米国の景気悪化が鮮明になり6月末の金融機関決算を受け、景気に慎重な見方が強まり金利上昇が頭打ちになると見込む。
4. （為替）FRBの利下げ休止観測からドルの底堅い展開が続くだろう。しかし夏場にかけて米国経済の悪化がさらに鮮明となり、サブプライム問題が最悪期を脱したとの楽観的な見方が修正されるにつれ、再びドル安圧力が高まると見込む。

各国長期金利が大幅に上昇



主任研究員 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

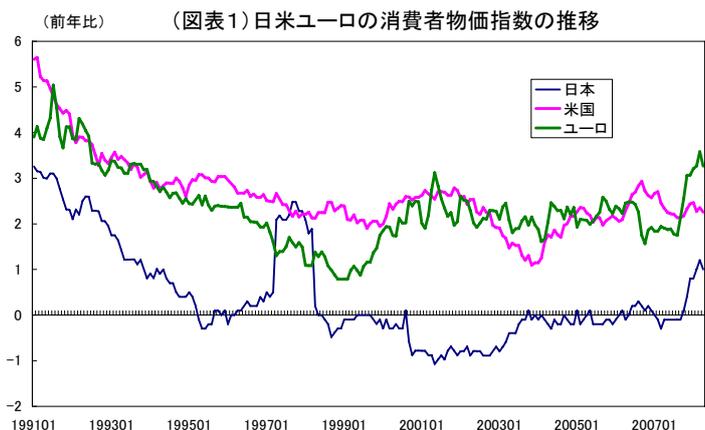
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## ●金融政策（日銀ウォッチ）：景気悪化とインフレで動けず

### （各国長期金利が上昇、インフレ懸念が強まる）

各国長期金利の上昇が続いている（表紙図表）。上昇の要因は①3月のベアスターズ救済から信用不安が大きく後退、質への逃避の流れが弱まった、②インフレ懸念が高まったことだ（図表1）。

景気のベクトルは確実に下を向いている。発表統計は確実に悪化しているが、このところ日米とも市場予想との比較では大きく下振れることが少なかったことや、金融機関の損失拡大などのニュースが少なかったことで、市場でサブプライム問題の最悪期はいつかといったテーマが薄れている。このため足元インフレに注目が集まっている。



### （サブプライム問題の最悪期はまだ）

しかし、米国では①住宅価格の下落はとまっていない、②欧米中銀による流動性供給にかかわらず短期市場の回復は進んでいない、③クレジットクランチの様相、サブプライム本丸だけではなく、景気後退に伴う不良債権が増大している、④インフレによる実質所得の減少が今後の減税効果を相殺するリスク、などから「サブプライム問題」が最悪期を脱したというのは、時期尚早と筆者は考えており、景気の下振れ・金融市場の大きな調整リスクは引き続き高いと見ている。

### （景気下振れ・インフレ上振れリスクの中で各国中銀は動けず）

FRB バーナンキ議長は利下げ休止を示唆した。昨年の夏から景気配慮の利下げを実施してきたが、ここに来て進むインフレをさすがに放置できなくなった。しかし住宅価格の下落が続く中、景気下振れリスクが高い状況では、インフレ懸念から即「利上げ」に転じるのかといえば、そこまではまだかなりの距離があるはずだ。

一方、日銀もインフレリスクの高まりという状況認識は同じはず。ただし期待インフレ率が大きく高まっているわけではなく、さらに利上げをすることで日本の外からくるインフレが止まるはずもないことから、景気配慮型からインフレ警戒に軸足をシフトさせるべきところまで来ているとの判断では現状ないだろう。展望レポートで示されたように、現在最大のリスクが景気下振れにあることから、据え置きを続けることになる。

## ●トピックス：サブプライム問題が日本のマネーフローを直撃

(個人の資産運用：2003年以降、はじめての株安、円高)

サブプライム問題の影響が日本のマネー統計にも大きく影を落としている。

日銀の資金循環統計では07年10-12月期末の個人金融資産残高は、株価下落などを受け7-9月期から3兆円減の1,545兆円、残高減少は2四半期連続となっている。

また貯蓄から投資への流れがとまりかけている。投信販売の不振などが報じられているが、昨年の夏以降、個人の安全指向が再び高まりつつある。個人金融資産に占める投資の割合を見ると、03年1-3月期から上昇してきていたが、こちらも昨年度の夏以降、急低下している (図表2)。

今回の貯蓄から投資の流れが加速した03年以降を振り返ると、基本的には株高、円安傾向という環境下での運用であった (図表3)。

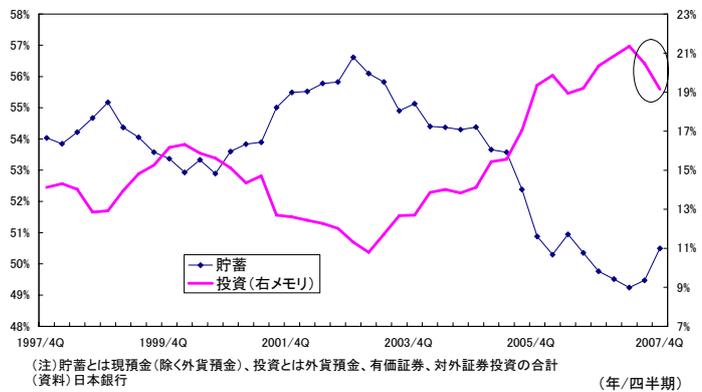
サブプライム問題をきっかけに株安・円高が進み、投資の目減りというリスクを多くの家計が強く認識させられることになった。

## (定期預金増加は待機資金となるのか、ポイントはリスク資産のインフレ対応力と金利引き上げ競争)

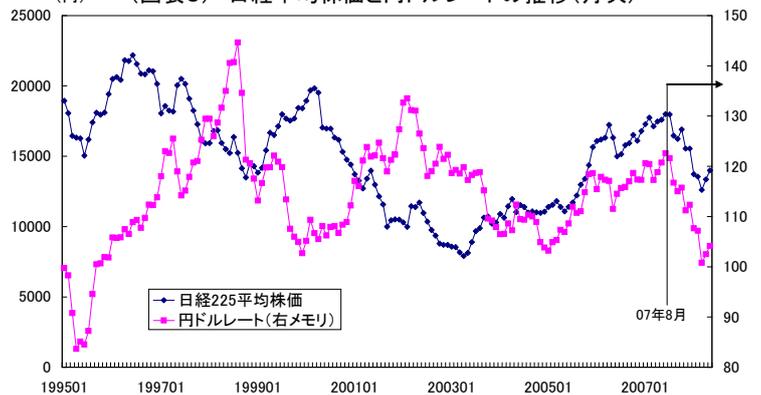
昨年夏以降の個人マネーの動きを見ると、リスク性資産の回避商品として定期預金が選好されている (図表4)。期間を見ると、増加額では1-2年の定期的増加が多いようだ (図表5)。

この個人の待機資金が、今後どう動くのか、ひとつのポイントは株などへの投資が「インフレのヘッジ」として機能するか、個人がそう判断するかどうかだろう。

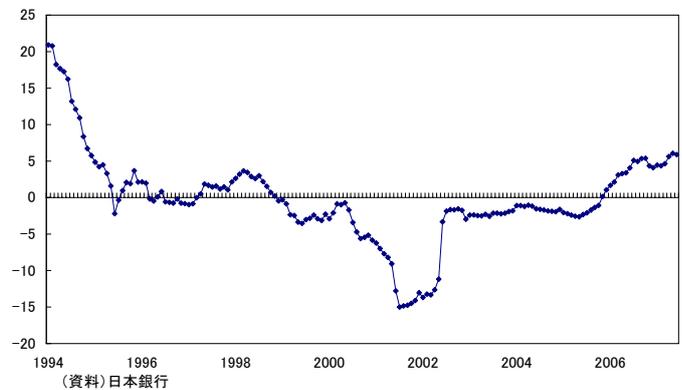
(図表2) 貯蓄、投資が個人金融資産全体に占める割合



(図表3) 日経平均株価と円ドルレートの推移(月次)

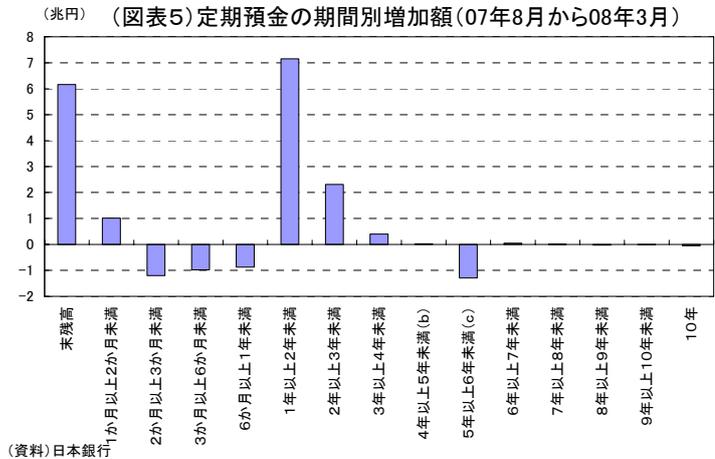


(前年比、%) (図表4) 定期預金末残高の前年比



現在の長期金利の上昇が示すように、中長期的にはインフレが各国のテーマとなりそうだ。

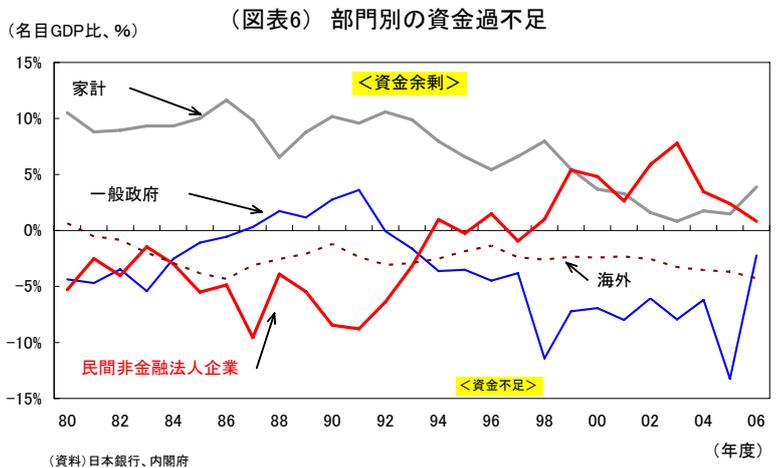
中長期的には「貯蓄」から「投資」という流れは進むと筆者も見ているが、インフレ下での株などパフォーマンス、各金融機関の金利商品の利率競争の度合いによって、待機資金が再びリスク資産に向かうのか、それとも過去のように必ずしも株式などがインフレヘッジとしてパフォーマンスをあげられず、定期預金などの金利商品に向かうのか、サブプライム後の個人マネーの動向が注目だ。



**(企業部門の資金不足主体への転換も先送りか?)**

サブプライム問題直接ということでは必ずしもないが、企業部門の不振が資金過不足にも変化をもたらさそうだ。

06年度の民間非金融法人企業は98年度から連続して資金余剰となり、00年度には家計部門の資金余剰幅を上回るようになり、03年度には名目GDP比7.8%まで余剰を拡大した。その後、景気回復のなか、設備投資の広がりを受けて余剰幅は縮小してきている。この動きが続くと07年度は民間非金融法人企業が10年ぶりに資金不足主体に転じる可能性もあった(図表6)。



しかし足元好調だった企業部門で収益の悪化が鮮明になってきている。日銀短観3月調査では、2007年度の経常利益計画が12月調査の前年度比1.1%から下方修正され、同▲1.6%と6年ぶりの減益見込みとなった。収益の不振は設備投資にも影響し始めておりGDPベースの2007年度設備投資は5年ぶりに減少に転じている。中小企業を中心に借入が減少し始めており資金余剰幅が再び拡大していることを示唆する動きも見られている。

サブプライム問題により、日本の米国向け輸出減、円高など企業部門は少なからずマイナスの影響を受けている。この影響が企業部門の資金過不足の大きなトレンドにも変化を与えそうだ(6月16日に07年度の資金循環が公表される)。

## ● 金融市場 (5月) : インフレ懸念強まり、各国長期金利が上昇

### (10年金利)

#### 5月の動き

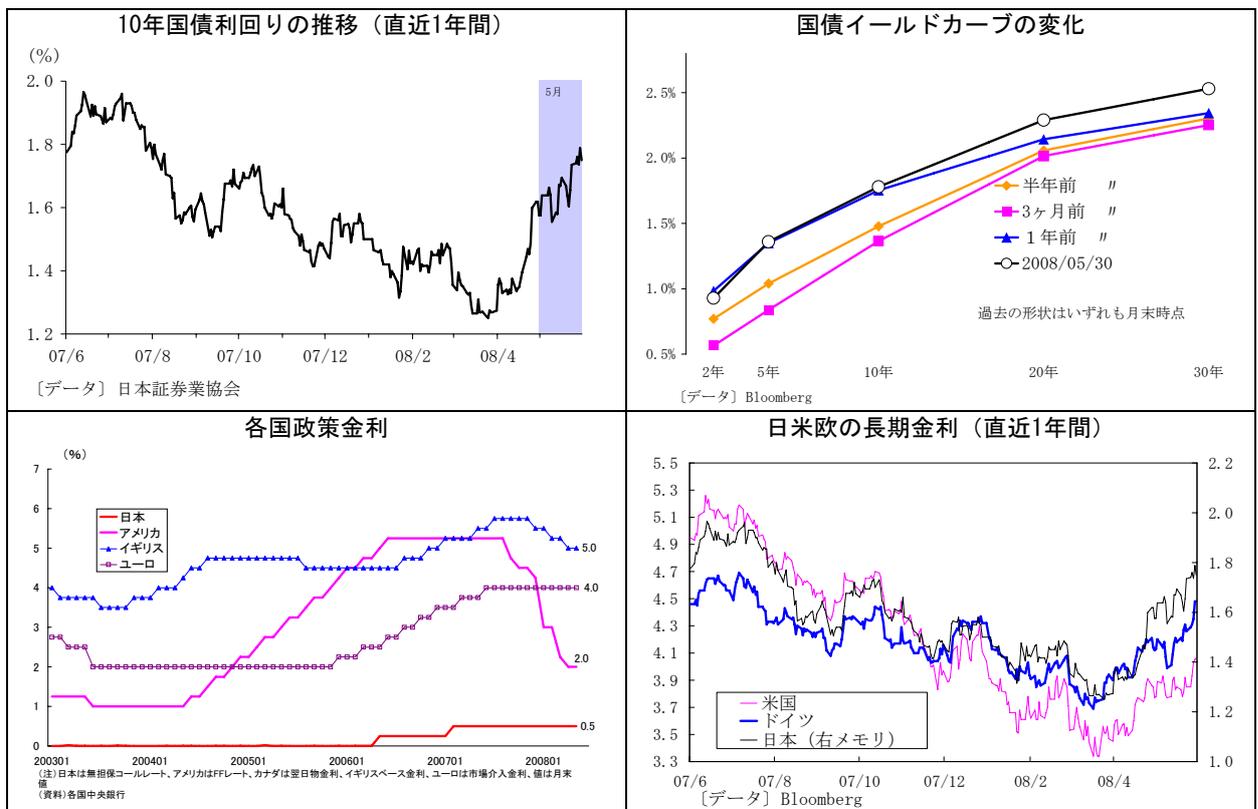
10年国債利回りは、月初1.5%後半でスタートし、一時1.8%となるが月末1.7%半ばに。

過度の悲観論が後退する中、原油価格などの高騰からインフレ懸念が強まり、月初から金利上昇となり連休明けには1.6%後半となる。その後円高に振れたことで、9日には1.5%台となるが、株価堅調、米4月小売売上高(13日)が予想を上回り米国長期金利が上昇し、日本でも1.7%台をつける。21日公表の4月分FOMC議事録で「利下げがぎりぎりの判断」であったことが明らかになると28日に米長期金利が、半年振りとなる4%台に乗せ、国内も一時1.8%台に。30日の国内統計が景気のスローダウンを示す内容となると1.7%半ばまで低下して月末を向かえる(図表7)。

#### 当面の予想

現在の長期金利上昇は、信用不安が後退し、インフレ懸念が強まる中で米FRBの利下げ停止から利上げ観測すらでてきたことが背景にある。ただし、今後米国の景気悪化が鮮明になり6月末の金融機関決算を受け、景気に慎重な見方が強まり金利上昇が頭打ちになると見込む。長期金利が上昇ピッチを早めるのは、米国経済が緩やかに回復経路にのり、日銀も利上げを再開する来年度以降となるだろう。

図表7 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 5月の動き

円ドルレートは、月初め103円後半からスタートし、月末105円台半ばに。

2日の雇用統計が市場予想を下回る雇用減にとどまり、米国のインフレ指標が高めの数値となると105円台までドルが買い戻される。その後原油価格の高騰を嫌気し株価が軟調となると102円台に。13日の米4月小売売上高が予想を上回るとインフレ懸念からFOMCの利下げ終息観測が高まりドルが買い戻され、しばらく104円近辺での動きとなった。その後米経済に対してスタフグレーション懸念が強まり、22日には102円台となったが、原油価格が一服すると再び104円に。月末にかけて新築住宅販売件数など市場予想を上回る米国統計が発表されると105円台半ばまで再びドルが買い戻された (図表8)。

### 当面の予想

FRBの利下げ休止観測からドルの底堅い展開が続くだろう。しかし夏場にかけて米国経済の悪化がさらに鮮明となり、サブプライム問題が最悪期を脱したとの楽観的な見方が修正されるにつれ、再びドル安圧力が高まると見込む。

## (ドルユーロレート)

### 5月の動き

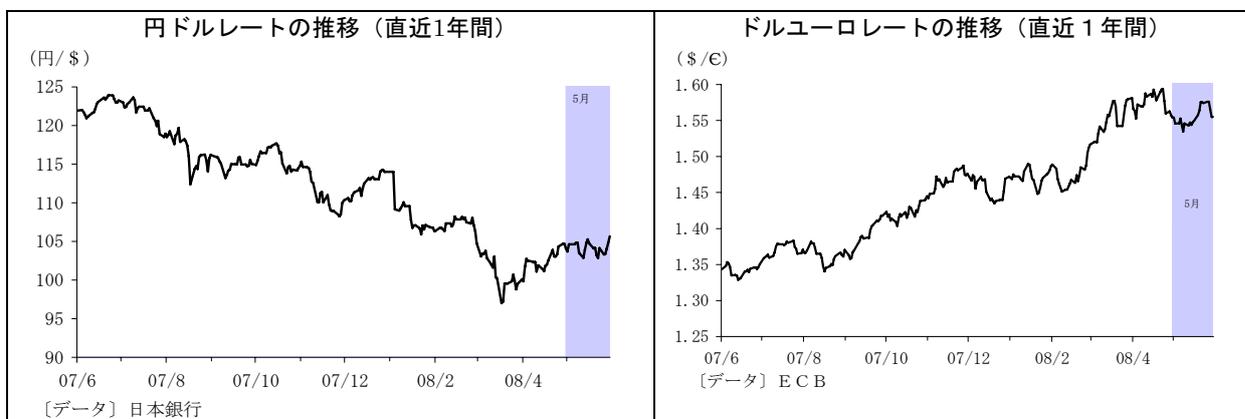
ドルユーロレートは、月初め1.55半ばからスタート、ユーロ高となるが月末には1.55台半ばへ。

月初から1.55台半ばでのみ合いが続く。8日ECBトリシェ総裁がインフレ抑制の姿勢を示す発言を行ったが、ユーロ圏の経済統計が弱めとなり、一方米国の利下げ休止観測が高まり1.54台での推移となる。21日に5月ドイツIFO景況感指数が市場予想を上回るとユーロ買いが進み1.57台半ばに。月末にかけて米国で市場予想を上回る統計が相次いで発表されたことで1.55台半ばまでドルが再び買い戻される (図表8)。

### 当面の予想

FRBの利下げ休止観測が高まる中、ユーロ経済の減速が明確になるにつれ、緩やかにユーロの調整が進むと見込む。

図表8 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

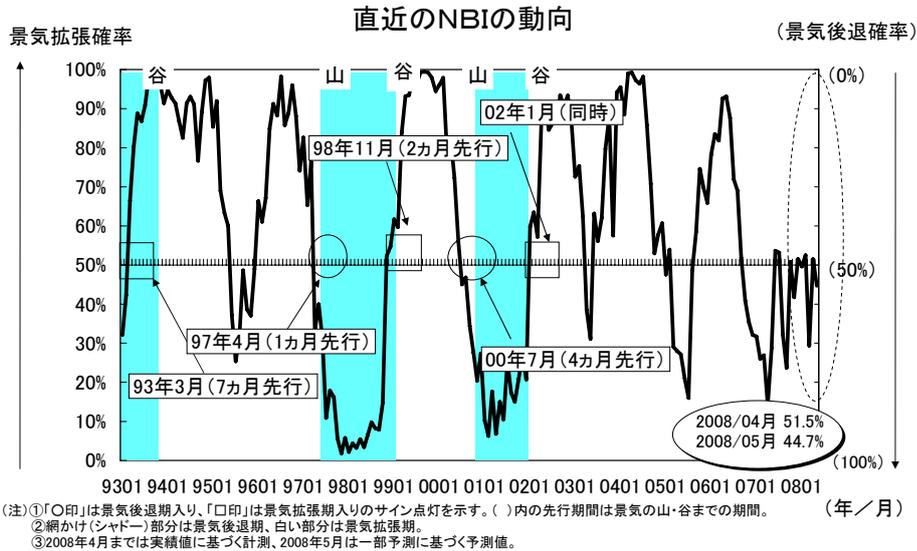


金利・為替予測表 (2008年6月5日現在)

		2008年				2009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	0.50	0.50
	10年金利 (平均)	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7
アメリカ	FFレート (期末)	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (平均)	3.7	3.9	4.1	3.9	3.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年金利 (平均)	3.9	4.2	4.1	4.1	4.1
円ドル	(平均)	105	103	102	102	105
ユーロ・ドル	(平均)	1.49	1.56	1.54	1.52	1.50
円・ユーロ	(平均)	156	161	157	155	158

## ニッセイ基礎研インデックス

●ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 4月 : 51.5%、5月 (予測値) : 44.7%



	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI) 水準	月次GDP		為替インデックス 水準
		水準(10億円)	前期比	
07/6	53.6%	561,021	0.1%	37.6%
07/7	53.2%	559,772	▲0.2%	41.3%
07/8	32.2%	562,455	0.5%	45.4%
07/9	23.7%	559,440	▲0.5%	41.8%
07/10	50.8%	562,851	0.6%	39.5%
07/11	41.7%	565,181	0.4%	25.9%
07/12	51.5%	564,400	▲0.1%	19.2%
08/1	49.6%	569,569	0.9%	17.6%
08/2	52.5%	571,370	0.3%	14.5%
08/3	29.4%	565,427	▲1.0%	28.9%
08/4	51.5%	564,338	▲0.2%	28.8%
08/5	(予測値) 44.7%			26.4%
08/6				15.0%

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。
- ③為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(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)