

日本経済ウォッチ < 2006年4月号 >

【目次】

- | | |
|----------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ~ 慎重な企業と楽観的な家計 ~ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ~ 日銀短観から読む企業の経営環境 ~ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ~ 18 |
| ~ 量的緩和の解除と今後の金融政策 ~ | |
| (1) 量的緩和政策解除後の金融政策 | |
| (2) ポイントとなる経済指標 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
小林 (E-Mail: s.kobayashi@murc.jp)

1. 今月のグラフ～慎重な企業と楽観的な家計

3月調査の日銀短観の業況判断DIでは、大企業製造業が1ポイント悪化、大企業非製造業が1ポイントの改善にとどまり、企業マインドが思ったよりも慎重であるとの評価が出ている。企業のマインドは収益の動きと連動性が高い。しかし、足元では企業収益が大きく伸びているにもかかわらず、マインドの改善は限定的である（図表1）。

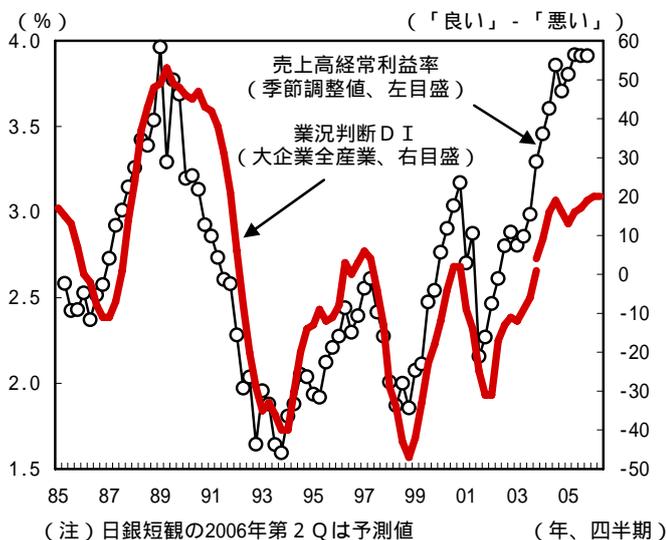
企業はバブル期に設備、雇用、債務といった過剰問題を引き起こした結果、それを克服するのに15年もの時間を費やした。また、現在の高収益体質になるためには、必死のリスク努力が必要であった。企業マインドが高まってこないのは、こうしたバブル期の失敗の教訓が依然として残っているためと思われる。

一方、消費者マインドは企業とは対照的に急改善してきている。消費者マインドは所得と連動しやすいため、最近の所得環境の改善を反映した動きであると考えられるが、それにしても改善ペースが所得と較べると急である（図表2）。バブル崩壊後、雇用・所得環境の悪化が続いてきたため家計には根強い将来不安があったが、それが解消されたことで、株価の上昇にも影響されながら一気にマインドが持ち直したものと思われる。

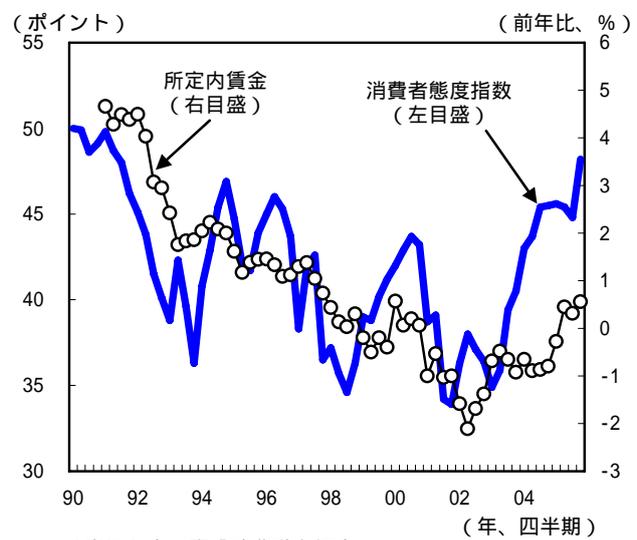
バブル崩壊後、家計では賃金や預金利息といった所得が減少する一方で、住宅ローンの返済負担がキャッシュフローを圧迫してきた。この間、消費を抑制するとともに、貯蓄を取り崩してきたため、所得が小幅改善した程度では貯蓄にまわってしまいそうな気もする。しかし、マインドの改善を背景に個人消費は思いのほかしっかりと増加を続けている。

個人消費の増加が続けば、それは企業収益をさらに押し上げ、それが家計にも分配されるという好循環が期待できる。しかし、それでも企業マインドが慎重なままで、賃金の伸びがあまり高まらないようであれば、やがて楽観的だった消費者のマインドが再び低迷してくることも考えられる。両者のマインドが長期にわたって乖離したままであることは難しいのではないだろうか。

図表1 売上高経常利益率と業況判断DI



図表2 所定内賃金と消費者態度指数



2. 景気概況 ～日銀短観から読む企業の経営環境～

3月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DI（「良いと回答した企業の割合」 - 「悪いと回答した企業の割合」）が+20と前回12月調査より1ポイント悪化した。1～3ポイントの改善という事前の市場の予想に比べると下振れしたわけだが、この結果は想定範囲内と言えなくもない。企業利益がバブルのピーク時を超えて拡大しているのに対して、業況判断の改善はこれまでも控えめであり、企業のマインドは慎重だったからだ。今回の日銀短観の結果は、こうした利益好調・マインド慎重という図式に沿ったものであり、日銀にとっても予想範囲内の結果ということになる。つまり、金融政策の先行きを考える上では、今回の日銀短観はあまり新たな材料を提供するものではないのかもしれないが、なぜ企業のマインドが慎重なのかを考えてみることは意味がある。

まず、バブル崩壊の教訓が生きている。史上最高益を達成してバブルに酔っていたころに行った事業拡大が、その後の過剰な設備、債務、雇用をもたらすことになった。これに対する反省は企業経営者の中にまだしっかり残っているはずだ。バブル崩壊後の負の遺産を解消し、設備投資や雇用の拡大といった前向きな動きが出てきていると言っても、バブルのころのような経営スタンスはまだ封印されている。

二つ目に、利益を上げることは決して楽でない。日銀短観の販売価格判断DI（「上昇」 - 「下落」）はマイナス（下落超）領域での推移が続いており、今回は前回調査に比べてもマイナス幅が拡大している。仕入価格判断DIが原材料価格の高騰を反映してプラス（上昇超）で推移しているのと対照的である。マージンを稼ぎにくい中で利益が拡大しているのは、販売数量が増えているからだ。企業の収益力が高まってきているのは確かだが、世界経済の成長による輸出の拡大という恵まれた外部環境による影響も無視できない。

三番目に、デフレ脱却後の環境変化への対応である。日銀短観の雇用人員判断DI（「過剰」 - 「不足」）はバブル崩壊後ずっと雇用の過剰を示唆していたが、ここに来て不足感が出てきている。過剰雇用が解消することは企業にとってプラス材料であるが、不足すればよいというものでもない。不足する労働力を確保しようと思えば、今までより高い賃金を払うことになる。所得の増加は個人消費にとってはプラス材料だが、企業経営にとってはコスト増につながる。

利益が史上最高を更新しているといっても、経営を取り巻く環境は決して甘いものではなく、デフレを脱却すればうまくいくというほど、企業経営は楽なものではない。経営環境を的確に認識すれば、企業マインドが慎重になるのは自然である。もっとも、企業マインドが健全であれば、景気の過熱によって過剰な設備や雇用を抱えることなく着実な回復が可能になる。こうした状況を評価して株価が上昇するのであれば、その市場の判断は適切であろう。しかし、デフレを脱却するから株価は上昇するという短絡的な思惑があるのであれば、株価の先行きにも注意が必要になってくる。

3. 今月のトピックス ～ 量的緩和の解除と今後の金融政策～

日本銀行は3月9日の金融政策決定会合で金融の量的緩和政策を解除した。同時に、日銀当座預金残高に変わって調節目標となった無担保コールレート（オーバーナイト物）については、「概ねゼロ%で推移するよう促す」という決定がされており、金利政策としては量的緩和政策を解除した後もこれまでと同じ状況が続くことになる。

しかし、日銀は量的緩和政策の解除に際しての声明文、発表資料、さらに福井総裁の記者会見などを通して、今後の金融政策運営にかかわる重要なメッセージを出している。ここでは、日銀のメッセージの中身を整理したうえで、今後の金融政策を見通す上でポイントとなる経済指標を整理してみることにする。

(1) 量的緩和政策解除後の金融政策

(a) 新たな金融政策の枠組み

日銀は、「新たな金融政策運営の枠組み」を導入している。具体的には図表1に示したように、以下の三つにまとめられる（図表1）。

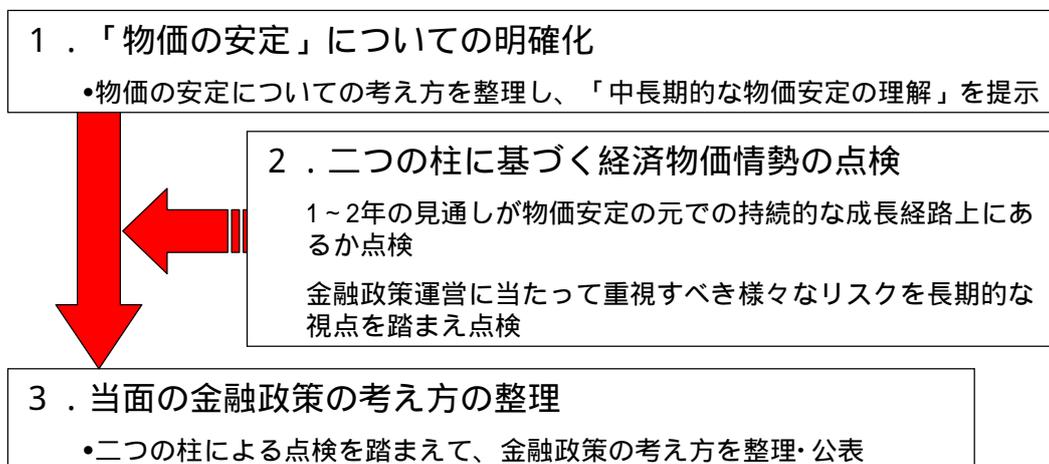
「物価の安定」についての明確化

日銀法では、金融政策の理念として「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定めているが、それに基づき、物価の安定についての考え方を整理し、政策委員の「中長期的な物価安定の理解」を示す。

2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検

金融政策の運営方針を決定するときに、()短期的（先行き1年から2年）に、物価安定のもとでの持続的な成長経路をたどっているか、()長期的にみて、経済・物価に大きな影響を与えるリスク要因はないか、という二つの柱から点検する。

図表1. 新たな金融政策運営の枠組み



当面の金融政策運営の考え方の整理

2つの柱に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策の運営の考え方を整理し、定期的に公表していく。

(b)物価の安定

「物価の安定」とは当たり前の概念のようであるが、具体的にイメージを描こうとすると、人によって違いが出てくるだろう。日銀は、「物価の安定」とは、家計や企業が物価の変動に煩わされずに、消費や投資などの意思決定ができる状況、と考えている。そして、

中長期的に実現するもの（短期的な物価変動をすべて吸収しようとすることは経済変動を大きくしてしまう）

消費者物価が重要（国民の実感に即しており、速報性でも優れている）

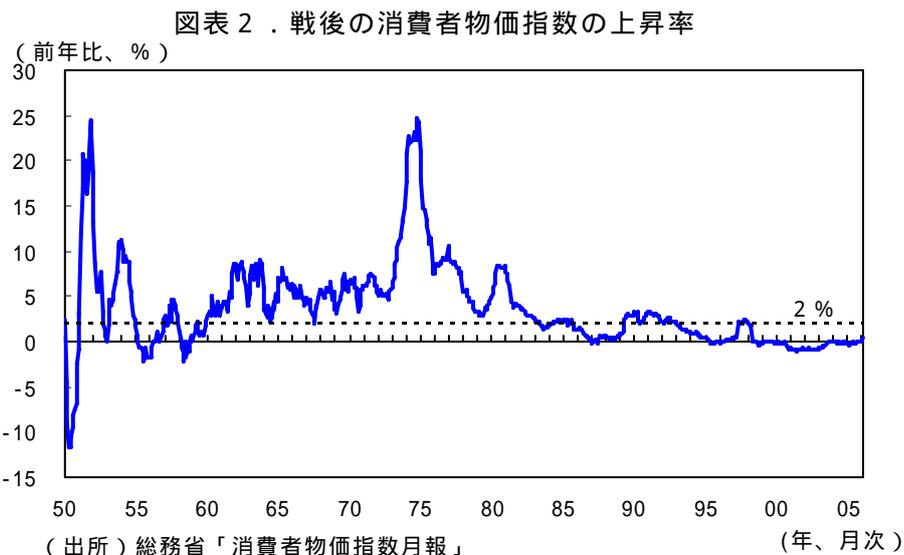
概念的には変化率がゼロ（計測誤差のない物価指数で見て）の状態。デフレスパイラルの可能性がある場合は、若干の物価上昇の許容が可能

とした上で、

日本経済は、長期間にわたって海外主要国に比べて低い物価上昇率を経験してきたため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっている点に留意する必要がある

としている。

実際、戦後の日本経済の物価上昇率を概観すると、第一次、第二次オイルショックによる物価の急上昇が収まった後、80年代半ば以降の物価上昇率は低水準での推移が続いている（図表2）。



こうした認識を踏まえた上で、日銀は各政策委員の「中長期的な物価安定の理解(以下、「物価安定の理解」)」と大きく異ならない消費者物価の上昇率として0～2%程度という

数字を公表した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している。この「物価安定の理解」をどう理解したらよいのか。

日銀は、「物価安定の理解」はイギリスなどで採用されているインフレターゲットとは異なるとしている。日銀は、ターゲットを達成するために金融政策の方向が決まってくるルールに基づいた金融政策では機動性が損なわれると考えている。また、「物価安定の理解」は望ましい物価上昇率として日銀政策委員が討議して決定したものではないので、欧州中央銀行が採用しているようなインフレ参照値とも異なるとしている。

「物価安定の理解」は、一人一人の政策委員が持っている認識を無理に集約せずに数字として表したものである。日銀は、これまで知られていなかった政策委員の認識を0~2%という数字で示すことによって金融政策の透明性が高まると考えている。

(c)金融政策の現状認識

日銀は、現在の物価と金利水準について以下の三つの認識を持っていると推測される。

消費者物価は0~2%の安定圏内に入ってきた(0.5%より1%、1%より2%が望ましいというわけではない)

消費者物価がプラス領域にあり、経済成長率がかなりのプラスを続けている状況下で、ゼロ金利は中長期的に緩和しすぎのリスクがある(ビハインド・ザ・カーブ)

バブル拡大期の1988年度でも消費者物価上昇率は平均で前年比0.6%と安定していた(物価が安定していても長期的なリスクは存在する)

こうした認識に基づけば、先行きの金融政策は、「物価の安定と景気回復の持続性を確認しつつ、徐々に金利を上げて中長期的なリスクを回避する」といった方向になろう。その場合に、どのような指標に注目する必要があるだろうか。

(2)ポイントとなる経済指標

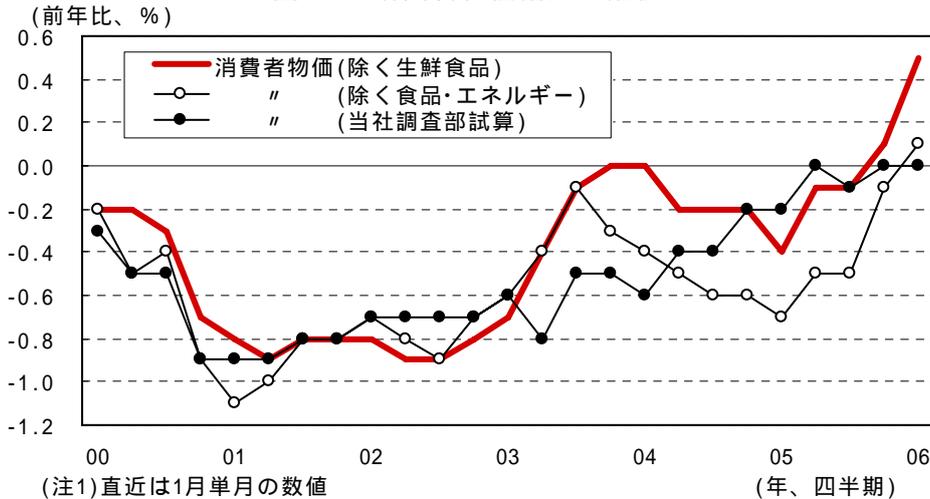
(a)物価動向について

まず注目されているのが物価の動向である。足元の消費者物価指数は、生鮮食品を除いた通常のコア指数だけでなく、食品とエネルギーを除いた米国基準のコアの数字、さらに生鮮食品に加えて米価格や電話料金など特殊要因で振れが大きくなっている商品・サービスを除いた数字のいずれで見ても、上昇に転じてきている(図表3)。

単位労働コスト(ユニット・レーバ・コスト)の動向をみると、前年比下落が続いているが、一時よりもマイナス幅は縮小している(図表4)。内訳をみると、生産量の増加が押し下げ要因として効いているが、賃金は増加が続いており、雇用者数も増加に転じてきている(図表5)。雇用・所得環境の改善が続いているため、単位労働コストは増加に転じてくるであろう。生産の伸びが鈍ると単位労働コストは上昇が加速することになりそうだ。

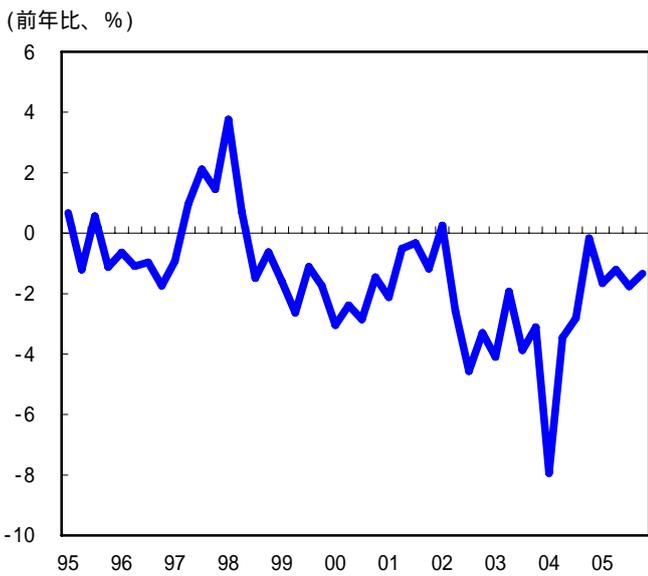
このように物価、特に日銀が重視している消費者物価については、小幅ながらも上昇が続くようである。また、過去 25 年間に於いて、消費者物価指数の上昇率が 2% を越えた時期は、石油危機などの時期を除くとほとんどなく(図表 2)、前年比でプラスを維持するといっても短期間のうちに 2% を越えていく可能性は小さいであろう。物価の安定という目的が達成されている以上、日本銀行の金融政策の行方を考えるにあたっては、次項で述べる景気回復の持続性の方がむしろ注目されると思われる。

図表 3 . 消費者物価指数の推移



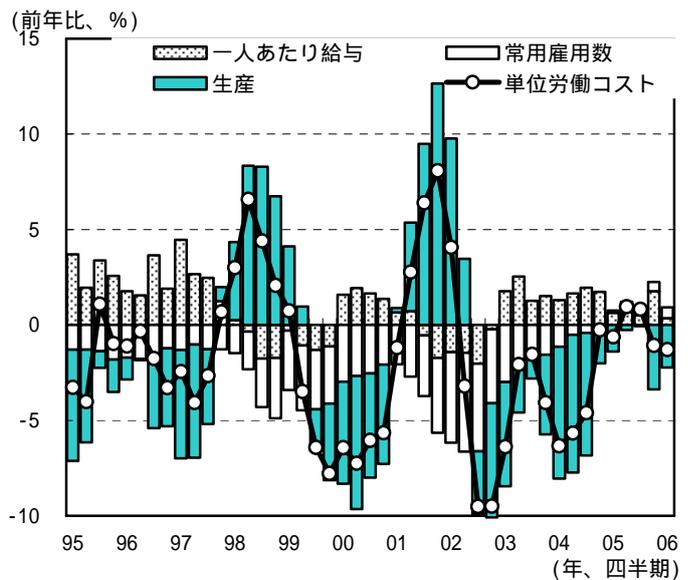
(注1)直近は1月単月の数値
 (注2)当社調査部試算の消費者物価は生鮮食品、米類、公共料金、電話料金、石油製品、医療サービスを除いたもの
 (出所)総務省「消費者物価指数」

図表 4 . 単位労働コスト (GDP ベース)



(注)単位労働コスト = 雇用者報酬 ÷ 実質 GDP
 (出所)内閣府「国民経済計算」

図表 5 . 単位労働コスト (製造業)



(注)製造業の単位労働コストは、現金給与総額指数 × 常用雇用者指数 ÷ 製造工業生産指数。製造業の直近値は1月単月の数値
 (出所)厚生労働省「毎月勤労統計」、経済産業省「経済産業統計」

(b) 景気回復の持続性と資金需要

景気の回復が続いた場合、金融政策の舵取りにとって重要となってくるのが資金需要の動向である。これまでは、景気の回復が続いていたが資金需要は弱く、中でも企業の資金需要の落ち込みに歯止めがかかっていなかった。しかし、最近では国内銀行の貸出残高が前年比でプラスに転じるなど、資金需要に回復の兆しが出ている（図表6）。

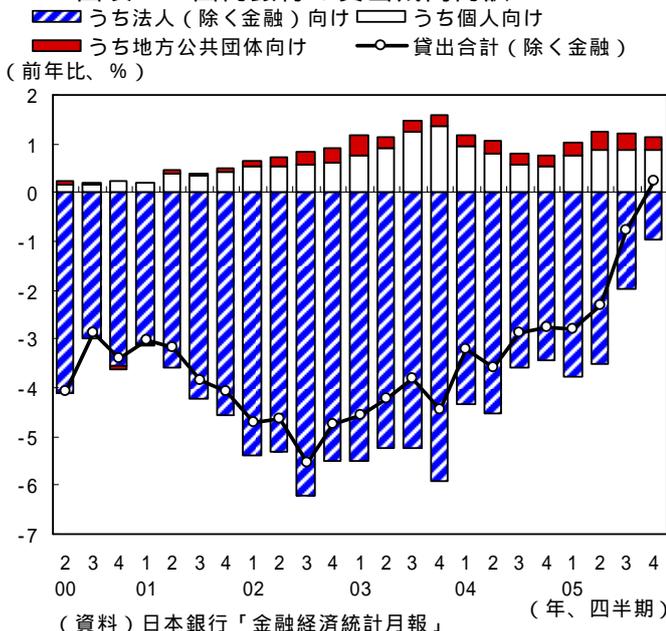
（前年比、％） 図表6．国内銀行の貸出残高推移



（注）93年第2四半期以降は当座貸越を含み、2000年第2四半期以降はさらに海外店勘定を含むが、調査ベースの変更分は調整済み
（出所）日本銀行「金融経済統計月報」

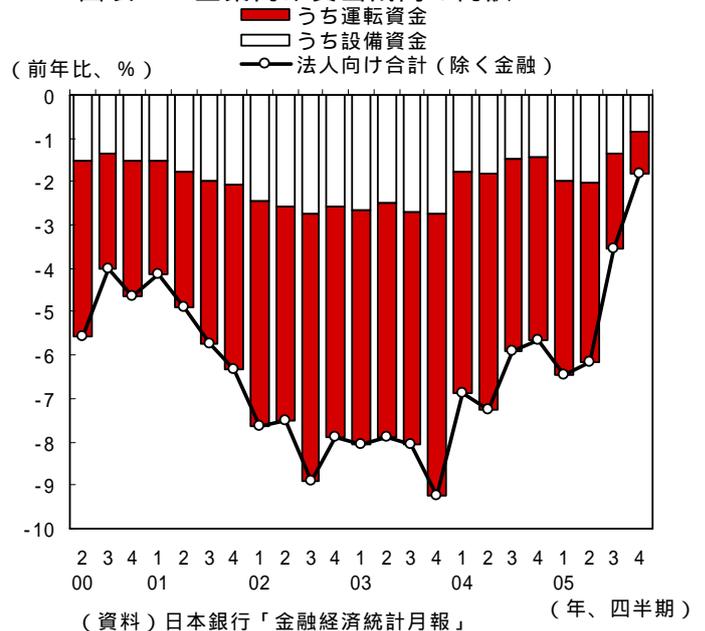
貸出金の貸出先別の内訳をみると、これまでは地方公共団体向けや住宅ローンを中心とした個人向けの貸出が増加して全体のマイナス幅を縮小させてきたが、最近では企業向けの落ち込み幅が大きく縮小している（図表7）。企業向け貸出を運転資金と設備資金に分けると、両者とも落ち込みが小さくなっているが、特に運転資金の縮小幅が大きい（図表8）。

図表7．国内銀行の貸出残高内訳



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」

図表8．企業向け貸出残高の内訳

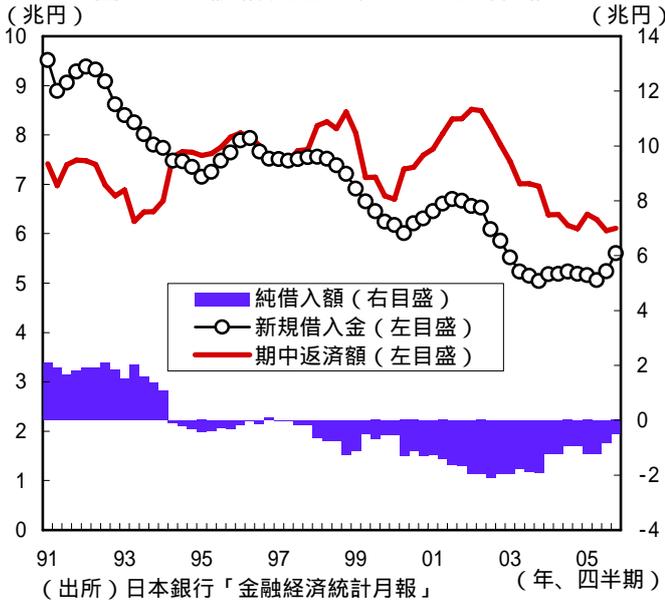


（資料）日本銀行「金融経済統計月報」

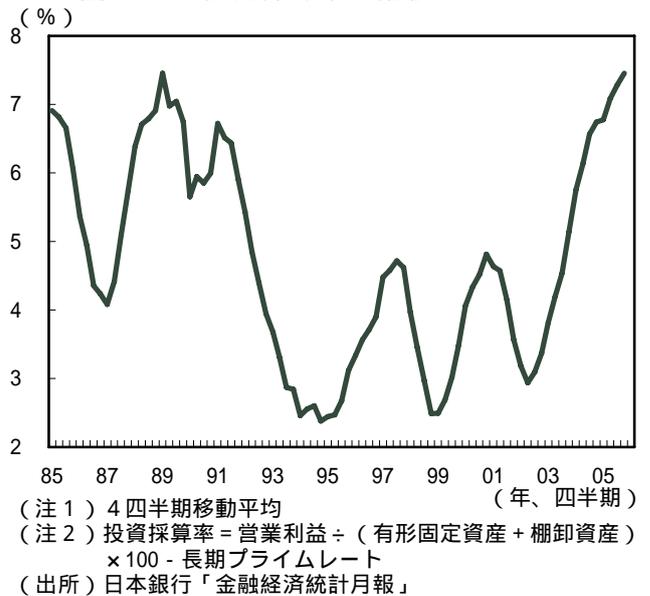
運転資金は余剰資金の圧縮や在庫減少の影響によって減少が続いていたが、景気の回復に伴ってモノやカネの動きが活発化してきたことから需要の落ち込みが一服してきたものと思われる。

また、設備資金においても、新規借入が持ち直しており、残高の落ち込み幅が縮小している(図表9)。設備投資の採算性も過去と比べて最高水準にまで上昇しており(図表10)、新規の設備投資を行いやすい環境になっている。

図表9．設備資金の新規・返済内訳



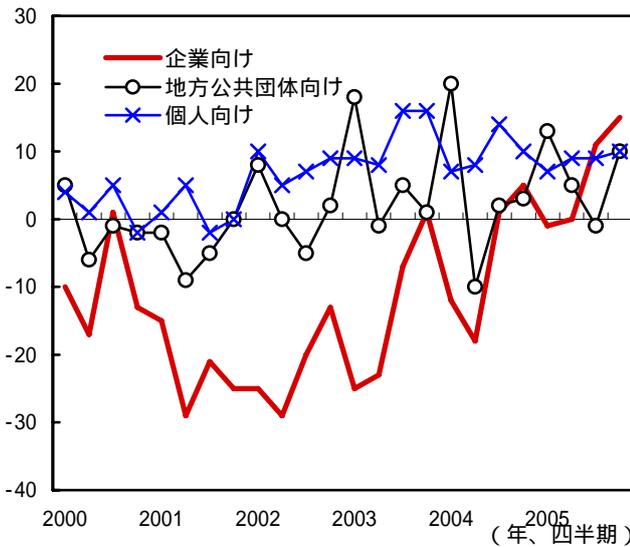
図表10．投資採算率の推移



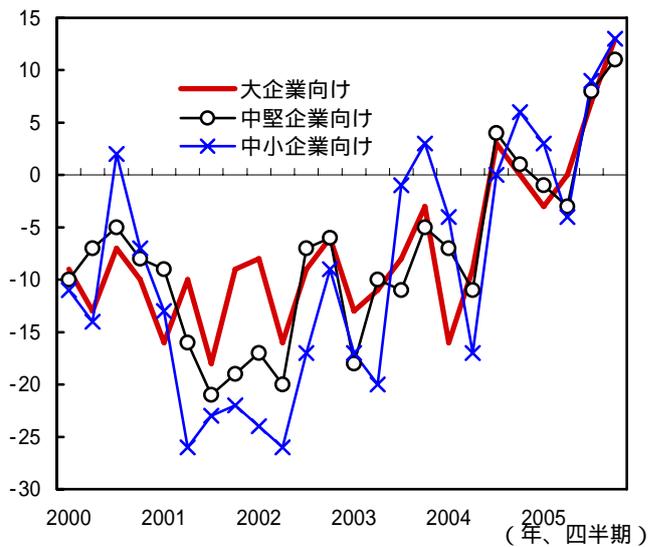
資金の貸手である銀行も、企業の資金需要が高まっていると判断している。日銀の主要銀行貸出動向アンケート調査における資金需要判断DIをみると、従来から増加超の判断であった個人、地方公共団体に加え、最近では企業の資金需要判断も増加超に転じており、足元では個人、地方公共団体向けの判断を上回っている(図表11)。しかも、企業規模別にみると、大企業から中小企業まで全ての規模で高まっている(図表12)。

一方、日銀短観で企業サイドからみた銀行の貸出態度判断DIをみると、企業サイドも銀行から借りやすくなってきていると判断している(図表13)。水準に差があるものの、大企業、中小企業とも上昇が続いている。

図表 11．資金需要判断 D I



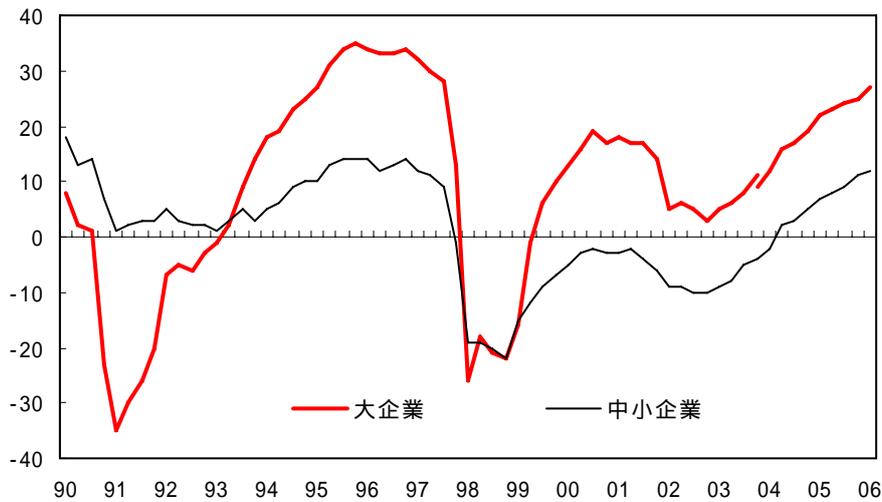
図表 12．資金需要判断 D I（企業向けの内訳）



(注) 資金需要判断 D I = (「増加」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや増加」とした回答金融機関構成比) - (「減少」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや減少」とした回答金融機関構成比)
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

図表 13．貸出態度判断 D I

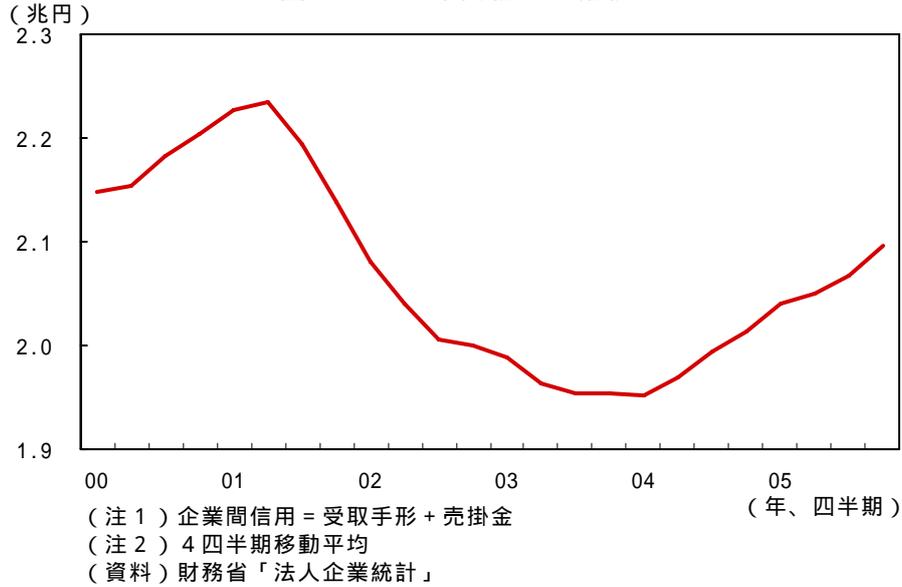
金融機関の貸出態度(「緩い」 - 「厳しい」)



(注) D I は 2004 年 第 3 四半期 より 新 基 準 (年、四半期)
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

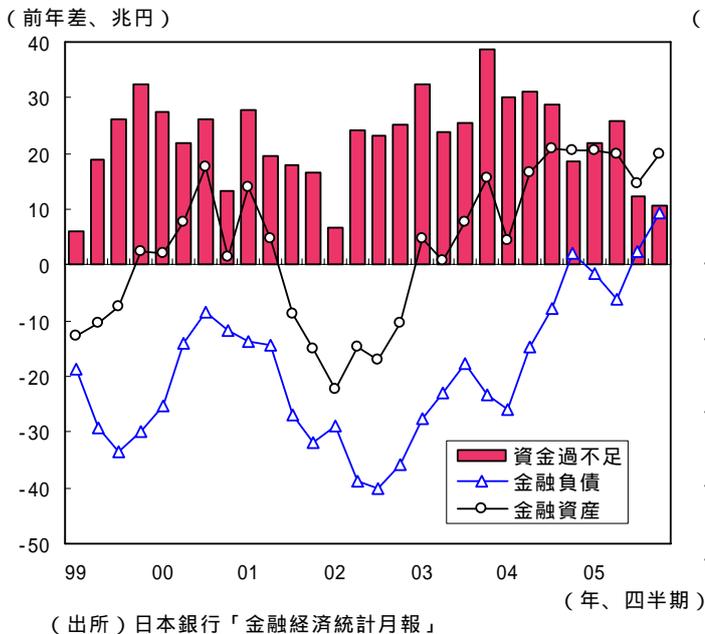
また、長期間にわたって減少が続いていた企業間信用も、ここにきて増加している(図表 14)。景気が低迷して企業業績が悪化すると、取引相手の信用力が落ちるため、企業間での信用取引(掛売りや受取手形での商品の販売など)は減少する。また、商品の販売から資金の回収までの期間が長くなると、企業間信用を供給する企業は、その間の運転資金が必要となるため、バランスシート調整の過程でこうした取引は減少する。これらの要因によって 2003 年までは企業間信用は減少基調にあったが、企業業績が回復し、バランスシート調整に目途がたったことから再び増加してきている。

図表 14．企業間信用の推移

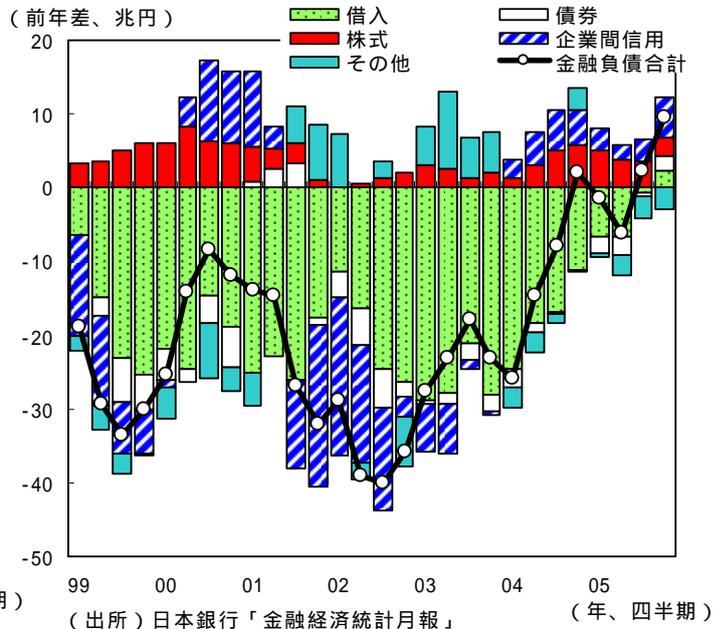


借入の減少幅の縮小、企業間信用の増加などから企業の資金余剰幅（金融資産 - 金融負債）は、2003 年末をピークに減少傾向にある（図表 15）。すでに金融負債は前年比増加に転じており、その内訳をみると（図表 16）、借入、社債発行額が増加に転じ¹、企業間信用の増加幅が拡大している。

図表 15．企業部門の資金過不足



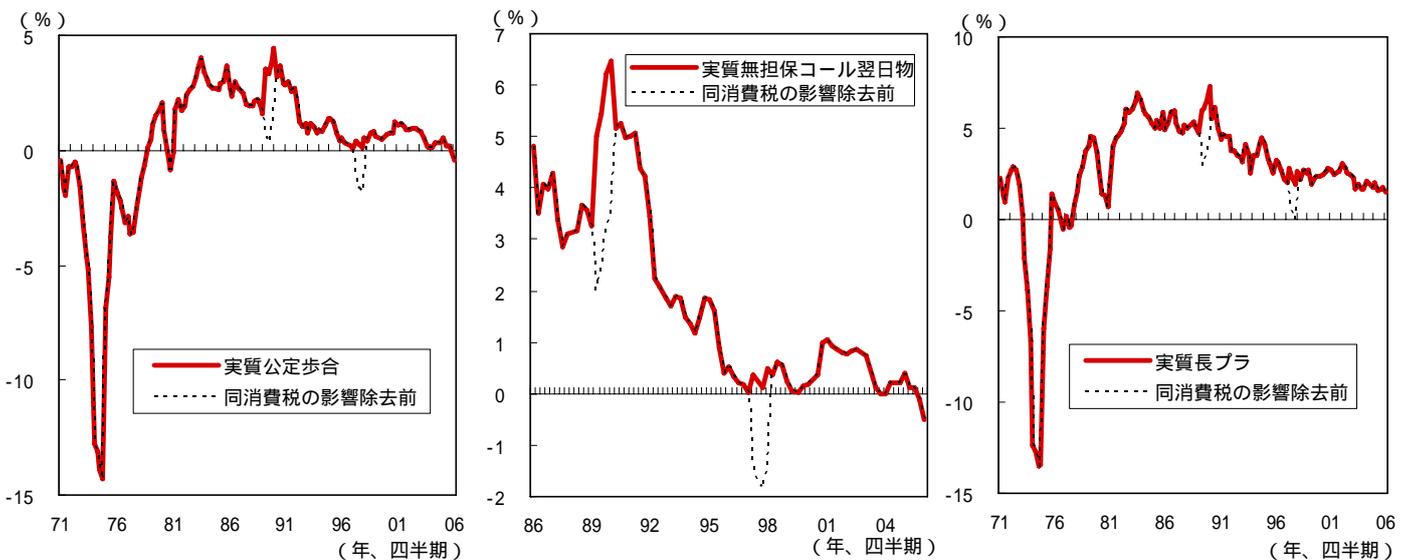
図表 16．企業部門の金融負債内訳



¹ 図表 8 が国内銀行の貸出であるのに対し（出所は「貸出先別貸出金」）、図表 15、16 は企業（非金融法人企業）の借入金であるため（出所は「資金循環統計」）、数字の動きに若干の違いがある。

企業の借入に影響を与える実質金利の動向をみると、現在の水準は超金融緩和の状態にあることがわかる（図表 17）。実質公定歩合は、第一次、第二次石油ショックで物価が急騰した時期を除くと、初めてのマイナスである。また、実質無担保コール翌日物金利も、物価急騰時を除くと無担保取引開始以来初のマイナス金利になっている。さらに、長期プライムレートは3月末現在 2.1%まで上昇してきているが（過去最低水準は 2003 年 6 月の 1.25%）、実質ベースでみると物価急騰時を除いて過去最低の水準にある。

図表 17．実質金利の推移（公定歩合、無担保コール翌日物、長プラ）



（注 1）いずれもCPI（コア）で実質化
 （注 2）無担保コール翌日物は期中平均、公定歩合、長期プライムレートは期末値
 （出所）日本銀行「金融経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」

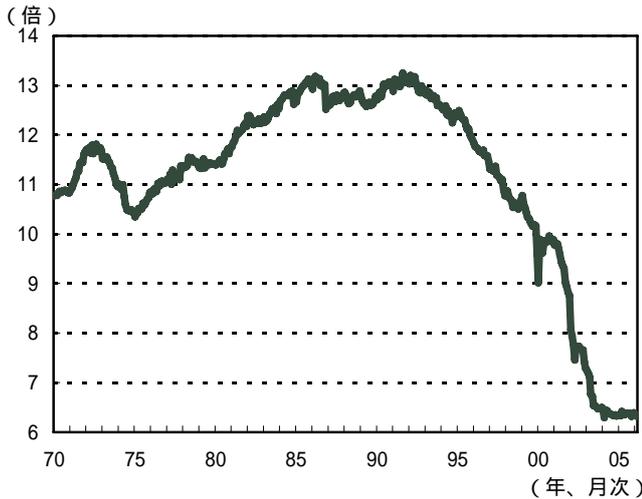
以上のように、足元で資金需要が高まりつつあり、また企業が借入しやすい環境が続いている。景気の拡大が続くようであれば、さらに資金需要が強まり、企業の借入が増加していくことになる。資金需要が高まった場合、量的緩和政策やゼロ金利政策の下では需要を抑制することが難しいだろう。

資金需要の動向を判断する一つの指標として、マネーサプライ（M2 + CD）をマネタリーベース（ハイパワード・マネー、ベース・マネーともいう）で割って求められる信用乗数がある。信用乗数は、2004 年ごろから下げ止まってきているが（図表 18）これは当座預金残高の目標水準が 30～35 兆円²に据え置かれる一方で、マネーサプライの伸びが緩やかにとどまったためである。今後、当座預金残高が 6 兆円に縮小しマネタリーベースが減少していくため、信用乗数は上昇していくことになる。ただし、この上昇は技術的な要因によるものであり、信用創造が活発化したためではないことに注意が必要である。

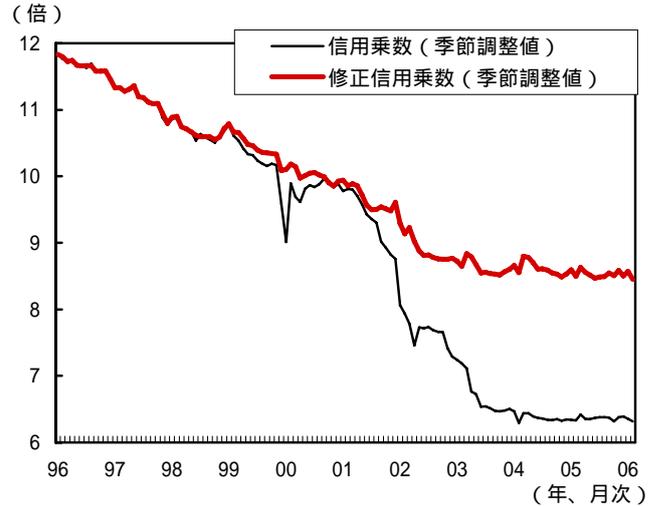
² 当座預金残高の目標額は 2004 年 4 月 20 日に 30～35 兆円に引き上げられた後、解除まで据え置かれた。

信用乗数は、図表 19 にある修正信用乗数の水準まで上昇することになる。修正信用乗数とは、マネタリーベース（日銀券発行高 + 貨幣流通高 + 当座預金残高）のうち、当座預金残高を法定準備預金額に置き換えて計算したものである。したがって修正信用乗数の動きには、量的緩和による下振れ分が反映されていない。今後、資金需要の動向を見るうえで修正信用乗数の動きに注意するべきであろう。

図表 18 . 信用乗数の推移



図表 19 . 修正信用乗数の推移



(注 1) 信用乗数 = $(M2 + CD) \div$ マネタリーベース、季節調整値、準備率調整済み

(注 2) 修正信用乗数 = $M2 + CD \div$ 修正マネタリーベース、修正マネタリーベース = 日銀券発行高 + 貨幣流通高 + 法定準備預金額

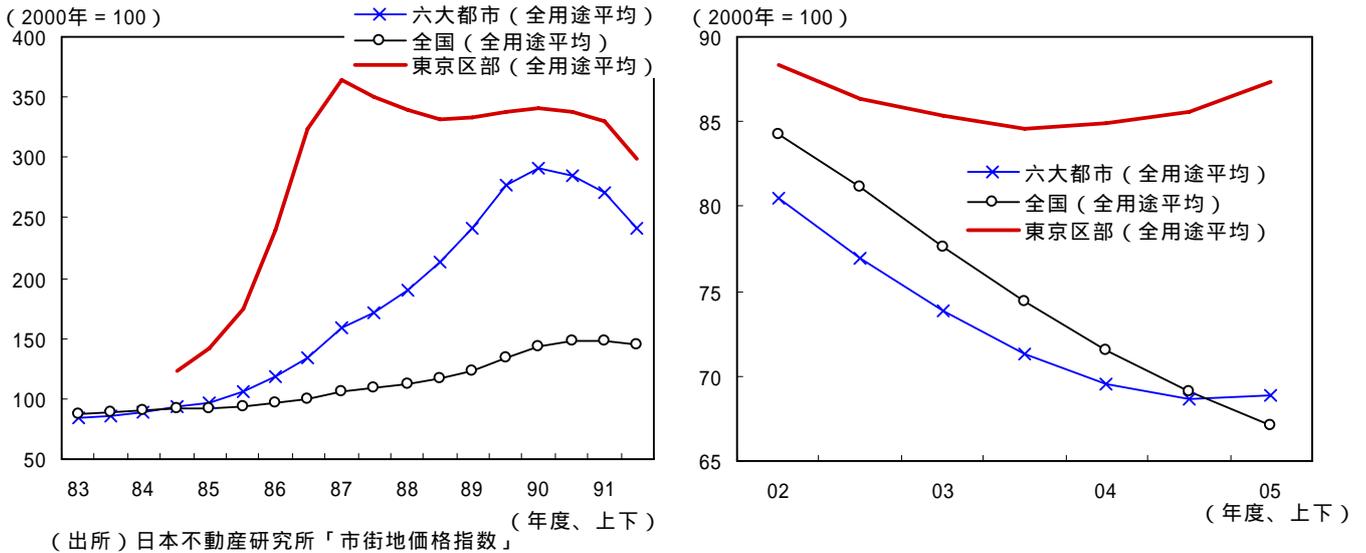
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

(c) 長期的な景気過熱のリスク

長期的にみて経済・物価に大きな影響を与えるリスク要因としては、地価や株価といった資産価格の動向が重要である。最近の地価や株価に、将来的なバブル再発のリスク要因となる兆候は見られるのだろうか。

まず、バブル期の地価の動きをみると、最初に東京区部が上昇し始め、続いて大都市圏、最後に地方へと地価の上昇が広がっていったことがわかる（図表 20）。最近の動きを見ると、東京区部だけでなく大都市圏も上昇に転じている。地方ではまだ下落幅が大きいところもあり、全国平均の地価が下げ止まるには時間がかかりそうであるが、東京やその周辺を中心に地価の上昇が続き、かつ上昇地域が広がっていく可能性がある。

図表 20 . バブル期と最近の地価動向

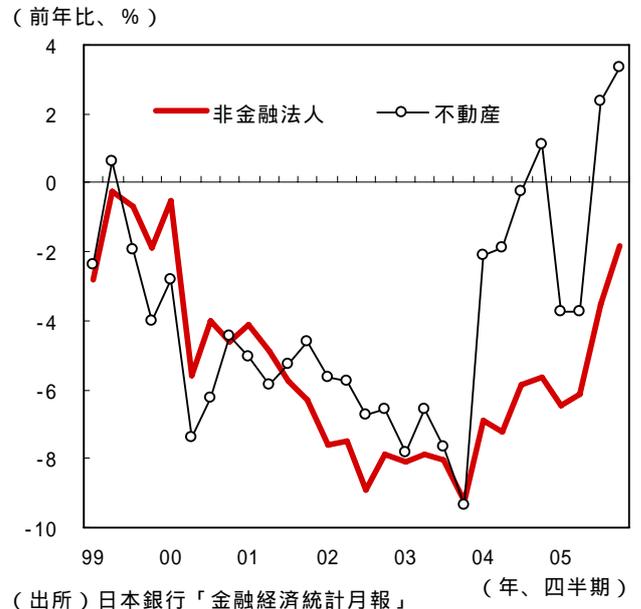


地価の上昇の一因になっているのが、REITへの資金の流入である。東証REIT指数は、上場開始以来上昇傾向が続いており、過熱感が出てきているとの指摘もある(図表21)。また、REITを始めとした不動産投資への資金流入に合わせて、銀行の不動産への貸出が増加している(図表22)。

図表 21 . 東証REIT指数の推移



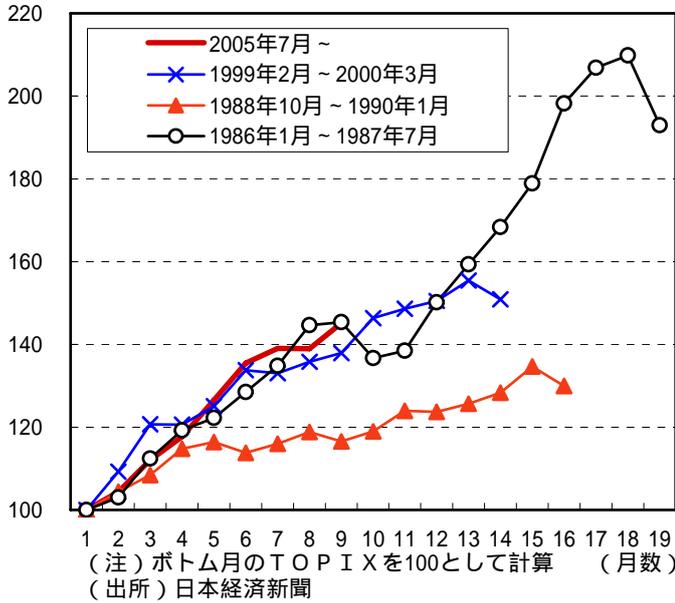
図表 22 . 不動産業への銀行貸出残高推移



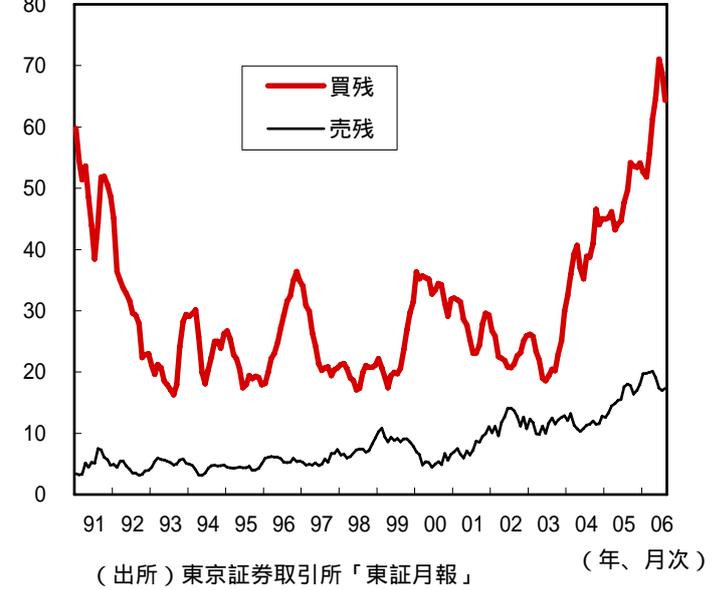
次に株価の動向について検討していこう。昨年の夏以降の株価の上昇ピッチは、過去と比べても非常に速く、過去最も速かったバブル期やITバブル期並みの速度である(図表23)。上昇が続く背景には、好調な企業業績や外国人投資家の買いに加え、個人投資家のネ

ット取引を通じての株式市場への参加がある。信用取引残高はすでに 90 年代初めの水準を上回っている(図表 24)。

図表 23 . T O P I X の上昇速度



図表 24 . 信用取引残高 (三市場計)
(億株)



それでは、現在の株価は割高な状態にあるのだろうか。図表 25 は P B R (株価純資産倍率)³の推移を示したものであるが、2003 年初めから上昇基調に転じ、ITバブル期の水準を上回り、90 年代半ばの水準にまで回復しており、次第に割安感は薄らいでいる。しかし、バブル期の水準と較べるとはるかに低い水準であり、過熱感が出ているという状況ではない。

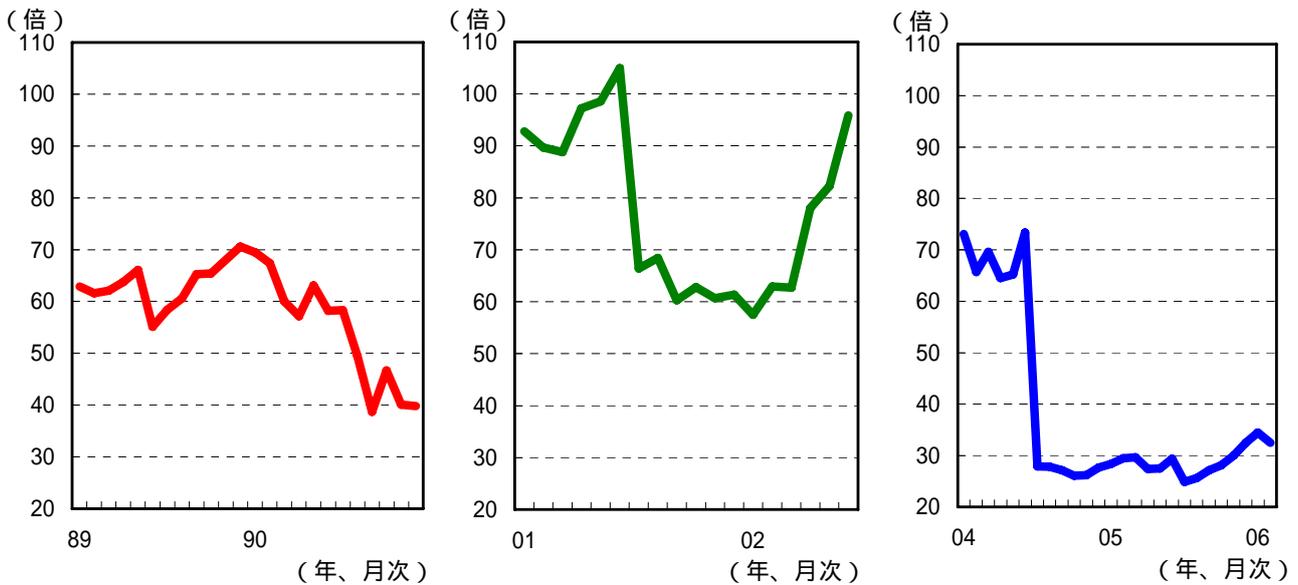
図表 25 . P B R の推移



³ P B R (株価純資産倍率)とは、株価を 1 株当たり株主資本(純資産 = 債務 - 資産)で除したもので、株価が 1 株当たり株主資本の何倍まで買われているかを示し、高いほど株価が割高であると判断される

PER(株価収益率)⁴で株価の水準をみると、バブル期には70倍程度まで上昇し、ITバブル期にはさらに100倍を越えていたが、現在では30倍を越える程度の水準にとどまっている(図表26)。バブル期や期待先行で買われたITバブル期と違い、最近の株価の上昇は企業業績の回復を伴っており、割高度合いがそれほど高まっているわけではない。

図表26. PERの推移



(注) PERは、89~90年は東証一部単体ベース、2001~2002年、2004~2006年は東証一部連結ベース(除く金融)
 (出所) 東京証券取引所「東証月報」

以上のように、地価、株価とも、これまでと違った動きが出てきているが、バブルの兆候が出ているというわけではない。このため、資産価格の上昇がすぐに金融政策に影響を与えることはなさそうであるが、中長期的にみて経済・物価に大きな影響を与えるリスク要因として、今後も無視することはできない。

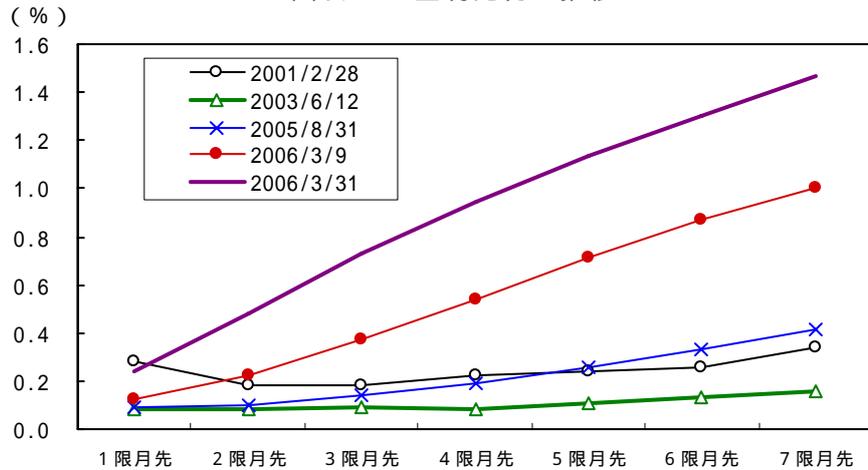
(d) 金利の先行き

現物や先物市場など金利の動向は、経済指標ではないが、金融政策の先行きを考える上で重要である。

金利先物市場の動向から判断して、短期金融市場ではすでに9月までに0.25%、年内にさらに0.25%の引き締めを織り込んでいる(図表27)。今後の景気動向次第で、織り込み方が大きくなったり、逆に剥げ落ちたりするであろうが、金融引き締め観測が払拭されることはないと思われ、当分の間、先に行くほど金利水準が高くなる状態が続くだろう。

⁴ PER(株価収益率)とは、株価を1株当たり利益で除したもので、株価が1株当たり利益の何倍まで買われているのかを示し、高いほど株価が割高であると判断される

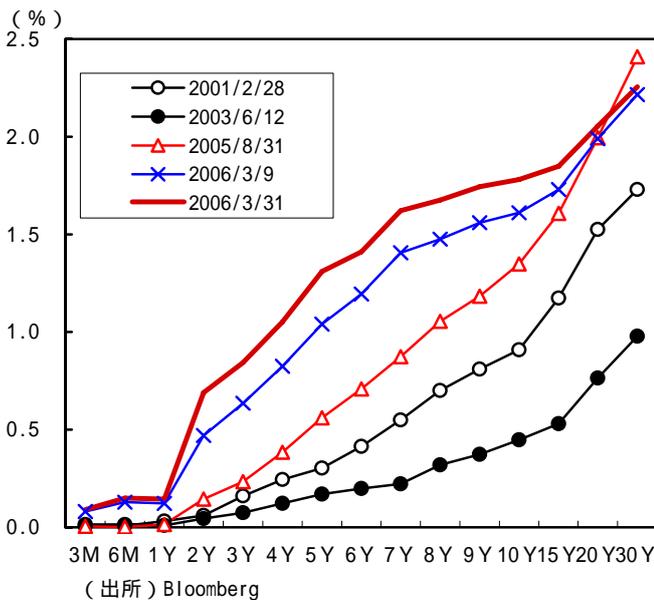
図表 27 . 金利先物の推移



(注) 将来時点で取引できるTIBOR 3ヶ月物金利の水準を示す
(出所) 日本経済新聞

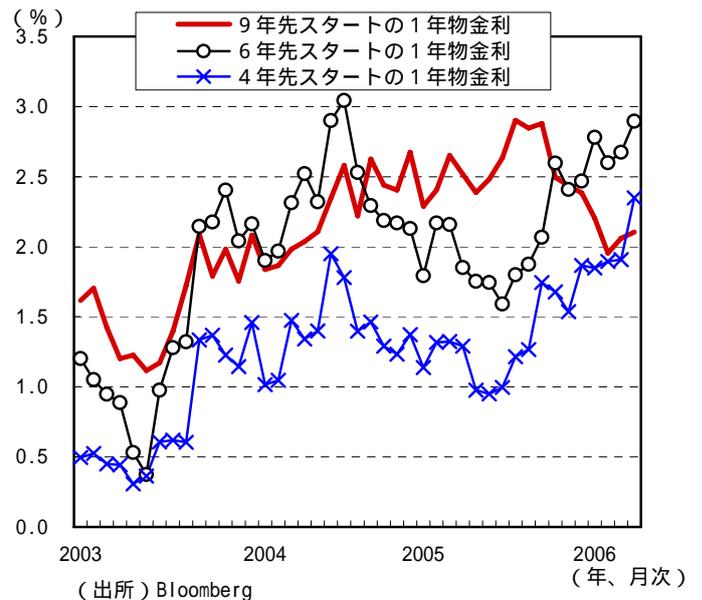
長期金利は量的緩和解除を織り込んで上昇してきた後、解除後は金融引き締めタイミングが早まるとの観測を受けてさらに水準を切り上げている。もっとも、10年を越える長期金利の上昇はそれほど大きくなく、短期金利上昇の影響を受けやすい中期ゾーンの上昇幅が大きい(図表 28)。フォワード金利(1年)の動向をみても、中期では上昇が続いているが、長期ではむしろ低下している(図表 29)。金融政策の影響を強く受けやすい中期金利と違い、長期金利の先行きは債券の需給動向がポイントとなりそうである。

図表 28 . イールドカーブの推移



(出所) Bloomberg

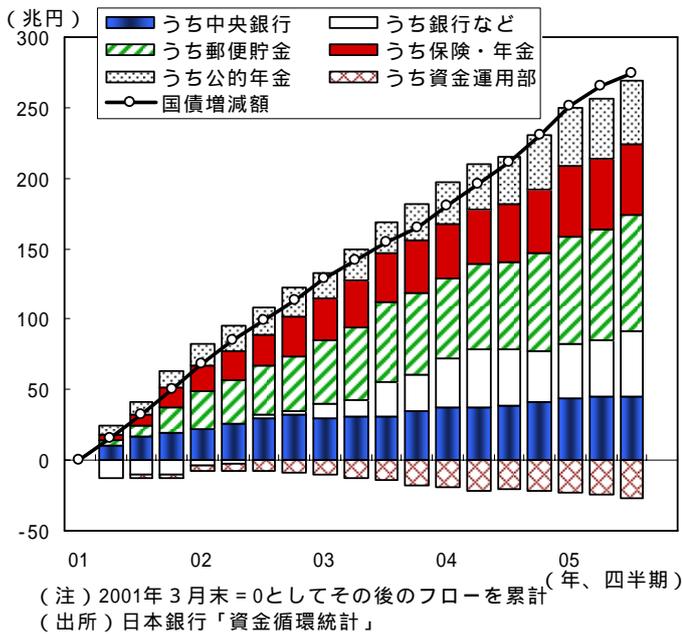
図表 29 . フォワード金利(1年)の推移



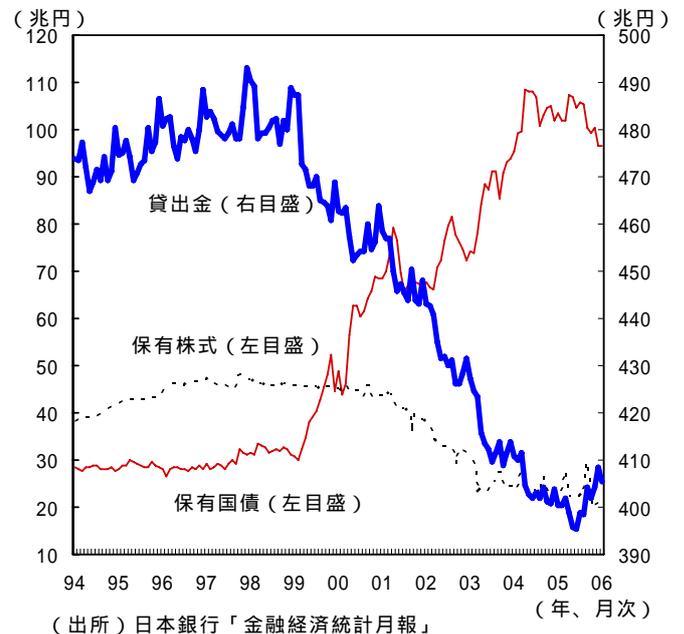
(出所) Bloomberg

量的緩和が導入された後の国債の増減額と、その保有者の内訳をみると、資金の運用難を反映して主に金融機関が購入していることがわかる（図表 30）。このうち、生保、年金といった機関投資家は、金利水準次第で購入を続けるかどうか判断していくと思われるが、銀行については企業の資金需要が高まってきた場合に、国債の保有残高を減らしていく可能性がある。最近の国内銀行の資産の内訳をみると、貸出金が増加に転じる一方で保有国債が減少しており、今後こうした動きがさらに強まることも考えられる（図表 31）。

図表 30．量的緩和導入後の国債保有者推移



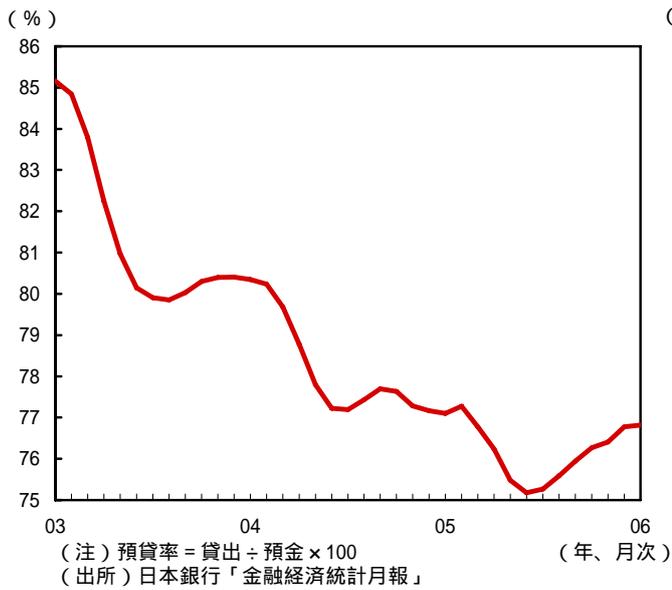
図表 31．国内銀行の資産内訳推移



もっとも、資金需要が高まってきても、銀行の預金が増加すれば貸出にまわす資金は確保できる。最近の預貸率の動向をみると、郵便局の定額貯金の満期金の流入などから預金が増加する一方で、貸出が減少していたため低下基調が続いていたが、最近になって下げ止まってきている（図表 32）。

預貸率が上昇してくれば、コール市場での調達圧力が増してくると考えられるが、最近のコール市場での調達額はまだ低水準である（図表 33）。このため、資金需給がタイト化し、長短金利ともに上昇圧力がかかるといった状況になるまでには、もう少し時間的な余裕がありそうだ。

図表 32 . 国内銀行の預貸率推移



図表 33 . 国内銀行のコールマネー調達額

