

## 金利急騰後の相場展開は？」

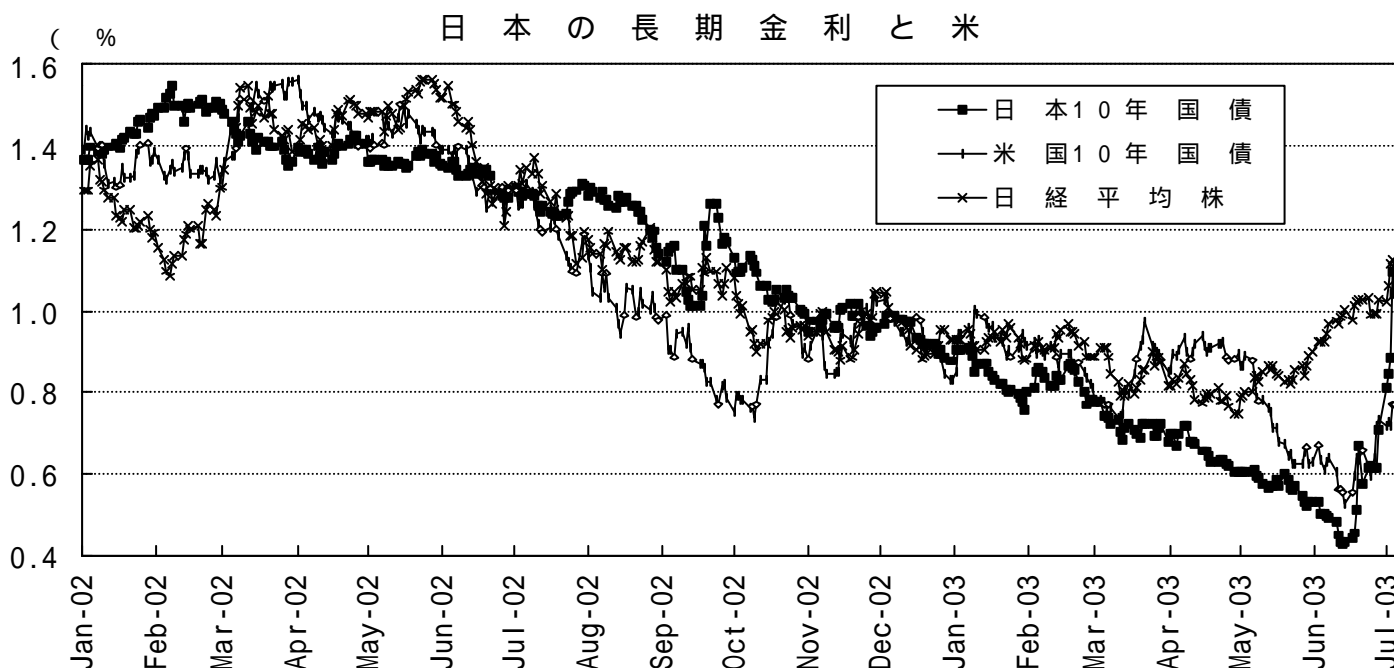
日本では低金利の状態が長期化しており、国民の間にもゼロ金利は認知されている。このような環境下でも、短期市場金利の指標である無担保コール翌日物レ・ト(加重平均)がマイナス金利を記録したと聞けば、一体何が起きたのかと思うかもしれない。これは、コール市場の機能が低下するなか、一部の外国銀行の特殊な取り引きが広がったことによるものであるが、資金の貸し手が借り手に利息を払うのであるから、異常事態ともいえる。

長期金利についても10年国債の利回りで見ると、6月上旬に一時0.5%を割り込むなど歴史的な低水準を記録した。金利低下の要因としては、日本経済は名目成長率のマイナスなどデフレ状態が続くこと、日銀による中長期の国債買い入れにより債券相場の下支えが期待できること、小泉政権の支持率が上昇するなか緊縮財政路線が維持される可能性が高いこと、欧米でデフレ懸念が台頭し中央銀行による金融緩和期待が高まったこと、などが挙げられるが、金余りの国内投資家の債券買い意欲の強さが金利低下を加速させた面が強かったといえる。

6月中旬になると、金利環境は一変し、10年国債利回りは史上最低水準の0.4%台前半から1%を超える水準に短期間で上昇した。国債入札の低調な結果や米国金利の

上昇などが金利反転の契機であったが、投資家のポジションが強気に傾くなかでの金利上昇であったため市場の動揺は大きく、短期間でポジション調整の売りが加速し金利急騰を招いた。相場急変後の金利水準の落ち着き所を探るのは難しいが、米国の長期金利や日本の株価水準からの推計値は一つの目安となろう。下図は、日本の10年国債利回り、米国の10年国債利回り、日経平均株価からそれぞれ推計したものである。今年の3月以降は推計値から大きく乖離していたが、6月中旬以降の金利反転後は推計値の方向に急速に戻りつつある。

今後については、上記の金利低下要因のうち、～に変化が見られないことから金利は低下トレンドに戻るとの見方が根強い一方、世界的に景気回復期待が高まり株価が堅調に推移する、秋口にかけて日本の政局動向が波乱含みとなる、外債投資の拡大に伴い海外金利の変動が日本の投資家に与える影響は高まる、といった要因から金利上昇シナリオを描く見方もあり、不透明感が高まっている。短期的には国債入札などで金利水準の落ち着き所を確認することが想定されるが、その後は、金利低下局面でみられたような国債の需給環境を主たる注目材料とした相場展開というよりは、海外金利や株価など他資産の動向に連動しやすい展開になるとみている。



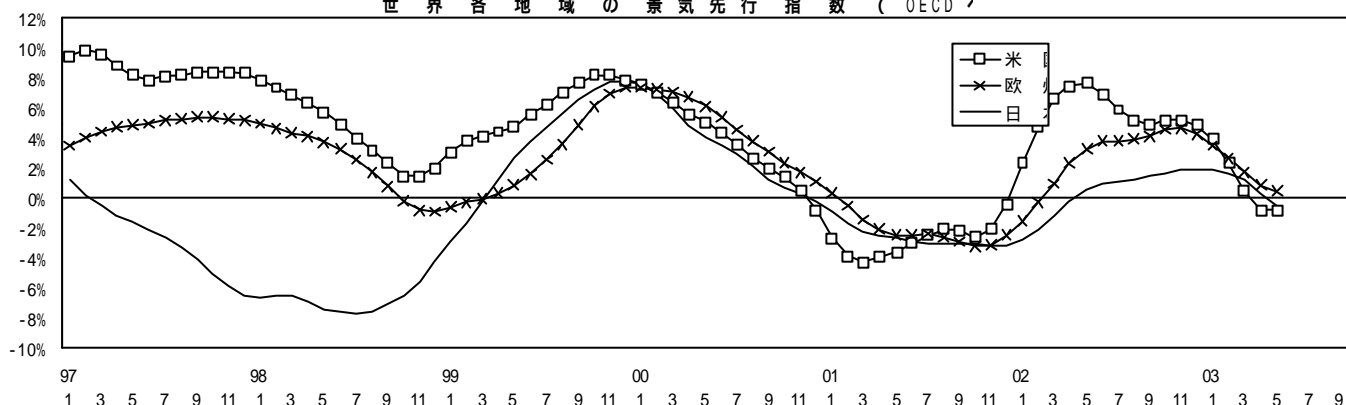
### 概況

		日本 P3		米国 P7		欧州 P11	
		前回	今回	前回	今回	前回	今回
家計	雇用						
	消費						
企業	生産						
	投資						

( ) 悪化 ( ) : ( ) 横這 : ( ) 改善 ( )

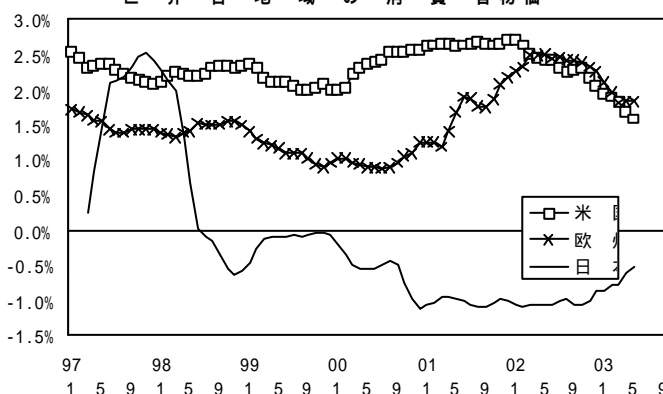
### 世界経済の動き

世界各地域の景気先行指数 (OECD)



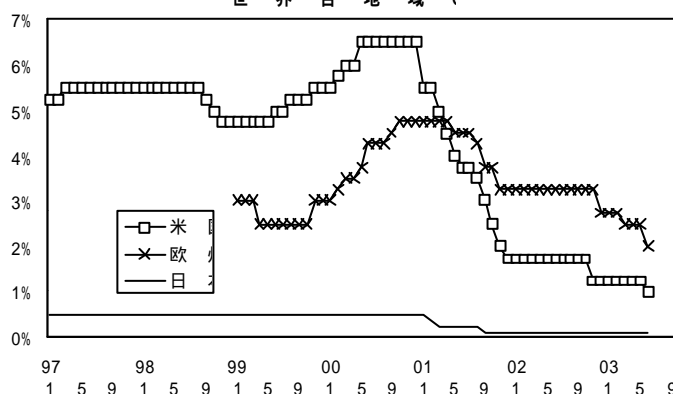
### 世界の物価動向

世界各地域の消費者物価



### 世界の政策金利

世界各地域の政策金利



(注) 米国 : コア (除く食品・エネルギー)、日本 : 総合 (除く生

産品・エネルギー)、欧州 : FFRレート誘導目標水準

本レポートは7月7日までに発表されたデータに基づいて作成されております。

The Mitsubishi Trust and Banking Corporation

## 日本経済動向

投資企画部 中島健雄

### 要旨：

日本経済は、輸出に持ち直しの動きがみられ生産が増加に転ずるなど一部に明るさがみられるものの、個人消費は低迷するなど一進一退の動きとなっている。

### 概況

・日本経済は一進一退の動きとなっている  
・5月の景気動向指数は一致指数は50%を上回ったが先行指数は下回った

・日銀短観(6月調査)では企業の景況感に明るさが見え始めた。

・生産には明るさがみられるが、個人消費は低迷

### 今後の動向

今後のポイントは輸出、設備投資、消費の動向

・外需による景気牽引は期待しにくい

・設備投資には好転の兆し

・雇用・所得環境には持ち直しの兆しはあるが個人消費の伸長は想定しにくい

・景気は当面一進一退の動き

日本経済は、輸出、生産には持ち直しの動きがみられるが、個人消費は低迷するなど一進一退の動きとなっている。

足下の経済指標の動きをみると強弱斑模様となっている。

5月の景気動向指数(速報)をみると、景気の現状を示す一致指数は生産関係や所定外労働時間等の指数が改善したことより61.1%と2ヵ月振りで景気判断の目安となる50%を上回ったが、先行指数は、44.4%と3ヵ月連続で50%を下回った。

企業の景況感にはやや明るさがみられる。日銀短観(6月調査)では大企業・製造業の業況判断Dが5と3月調査から5ポイント改善したほか大企業・非製造業、中小企業もそれぞれ1ポイント改善するなど明るさのみられるものであった。ただし、先行きについては、業況判断Dの改善をほとんどみこんでいないほか大企業の2003年度の売上計画が下方修正されるなど楽観はできないものであった。

個別指標については、企業部門に関しては5月の鉱工業生産が前月比+2.5%と2ヵ月振りに増加に転じ、6月の予測もプラスを見込むなど明るさがみられる。一方、家計部門に関しては、失業率が高水準で推移しているほか5月の家計調査で全世帯の実質消費支出がマイナスとなるなど低調な展開となっている。

今後のポイントは、輸出の動向 企業の設備投資の動向 個人消費の動向である。

輸出に関しては、5月の貿易統計(速報)をみると数量ベースでは、米国向けは前年同月比+0.3%と下げ止まったが、アジア向けは同+4.7%と伸びを減じたほかEU向けが同3.9%とマイナスとなり、全体では同+2.8%と伸びが低下している。米国向けが下げ止まり、SARSの影響が懸念されたアジア向けが底堅く推移しているため輸出の失速はなからうが、一層の伸長までは想定しにくく、外需による景気の牽引は期待しにくい。

企業の設備投資に関しては、先行指標である機械受注(民需除船電)は、4月には前月の反動もあり前月比1.8%と小幅のマイナスとなった。ただし、短観(6月調査)の設備投資計画では、2002年度の設備投資(実績)の下振れに対する反動という面はあるものの、大企業を中心に大幅に上方修正されるなど好転の兆しが表れている。

個人消費については、前提となる雇用・所得環境には、就業者数が小幅ではあるが増加したほか現金給与総額が増加に転じるなど一部持ち直しの兆しがみえはじめた。ただし、5月の家計調査(速報)で勤労者世帯、全世帯とも実質消費支出がマイナスとなったほか、同月の百貨店、スーパー販売(既存店)も前年同月比でマイナスが続くなど低迷している。先行きについては、短観(6月調査)では企業の雇用過剰感は依然高く、雇用環境の改善は限定的と思われること、社会保険料負担増加の影響が顕在化すること等から個人消費の伸長は想定しにくい。

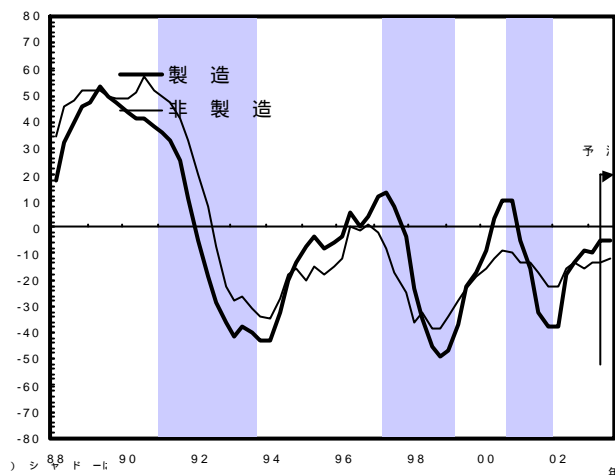
腰折れが懸念された日本経済だが輸出や生産に持ち直しの兆しが表れるなど一部に底堅い動きもみられる。ただし、景気の牽引までは期待しにくく、当面一進一退の動きが続こう。

## 日本経済指標グラフ

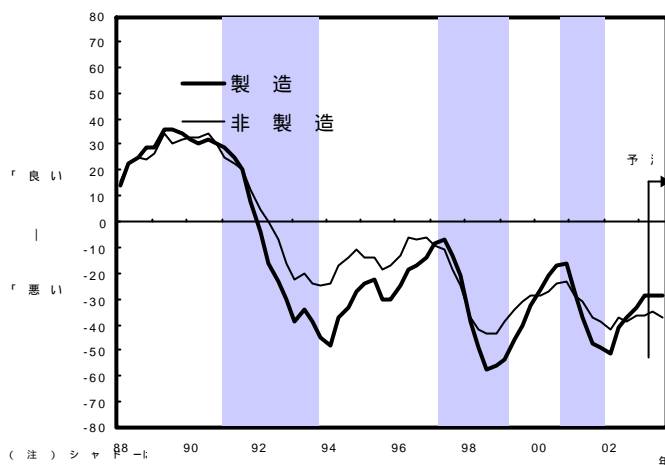
投資企画部 経済情報室

経済全体の動き【 】景

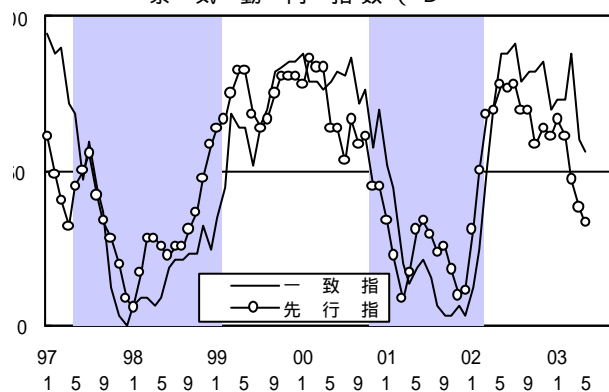
日銀短観 業況判断



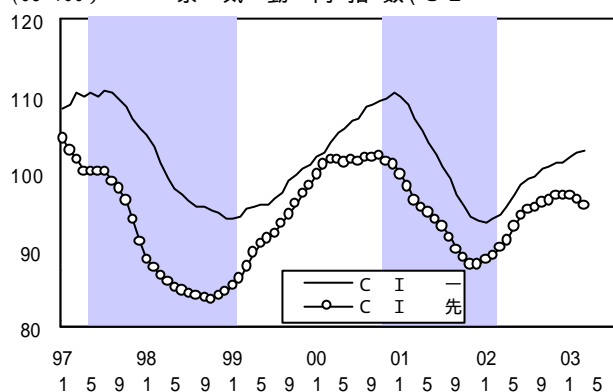
日銀短観 業況判断 I



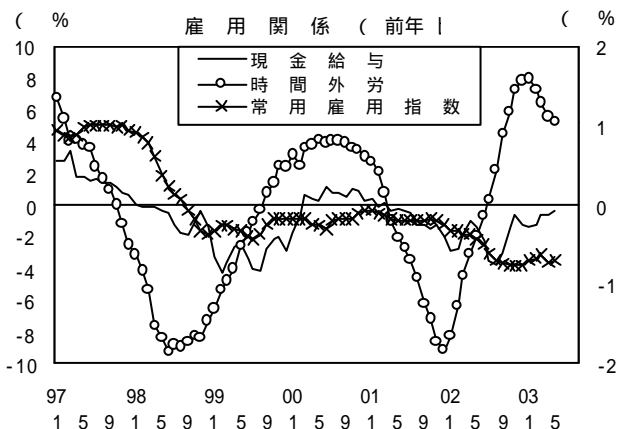
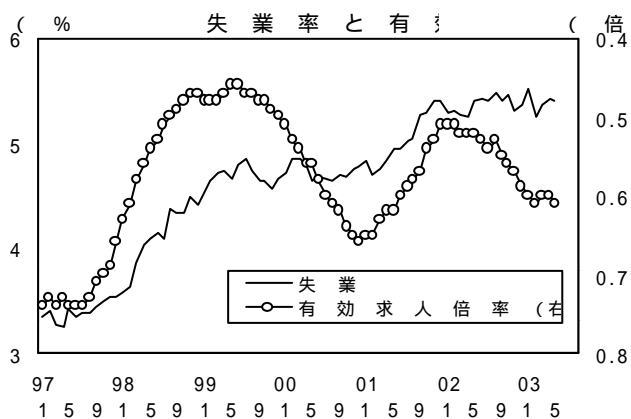
景気動向指数 (D)



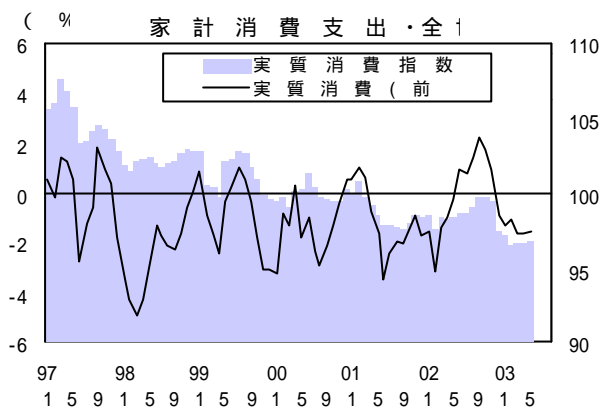
(95=100) 景気動向指数 (C I)



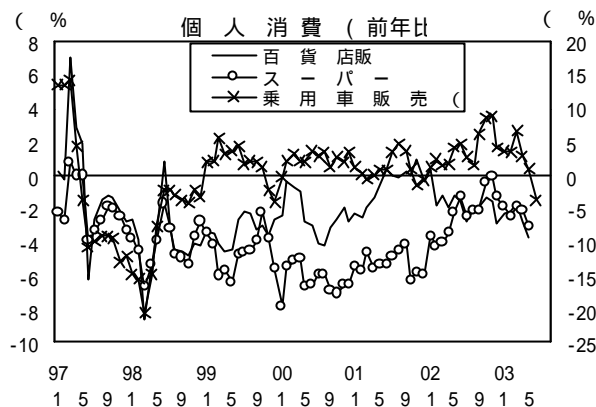
雇用の動き【 】厳しいな



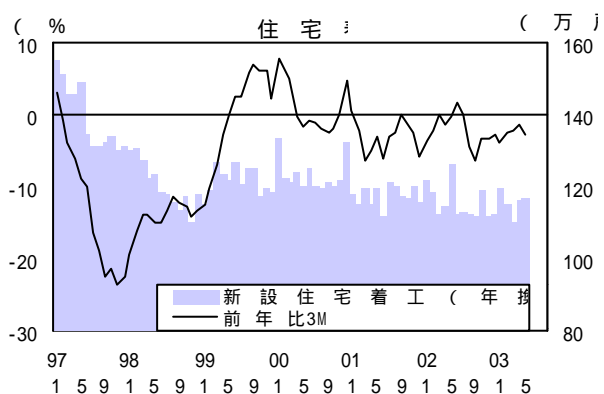
### 個人消費の動向【



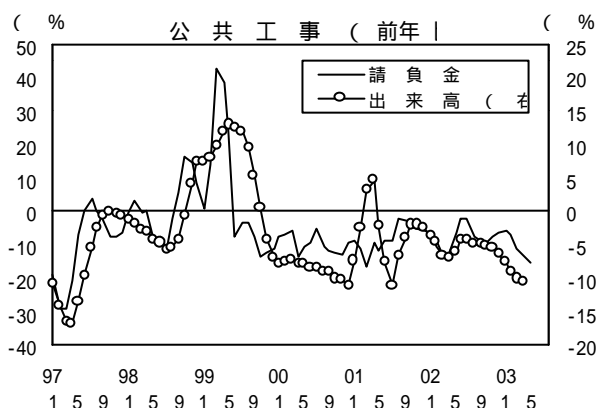
### 調



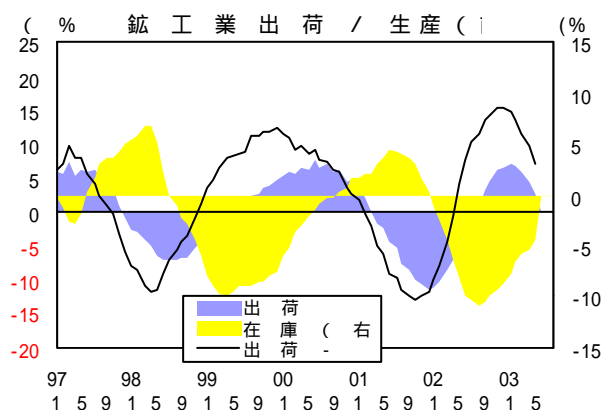
### 住宅投資の動向【



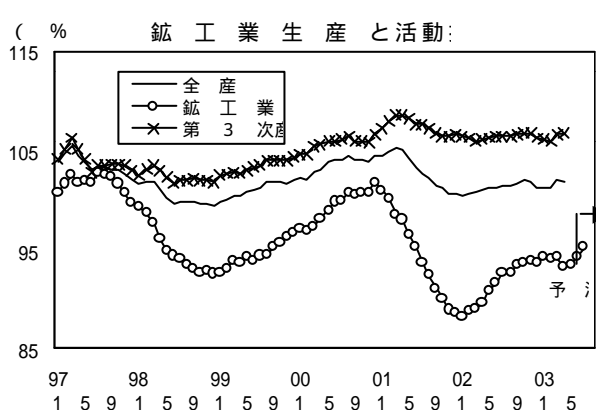
### 政 府 部 門 ( 公 共 工 事 )



### 鉱工業生産の動向【



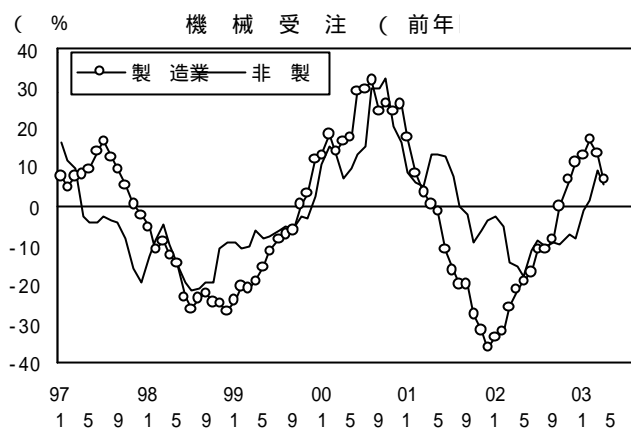
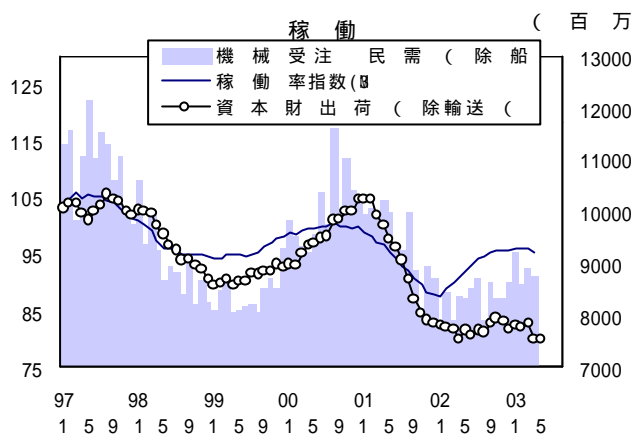
### 直



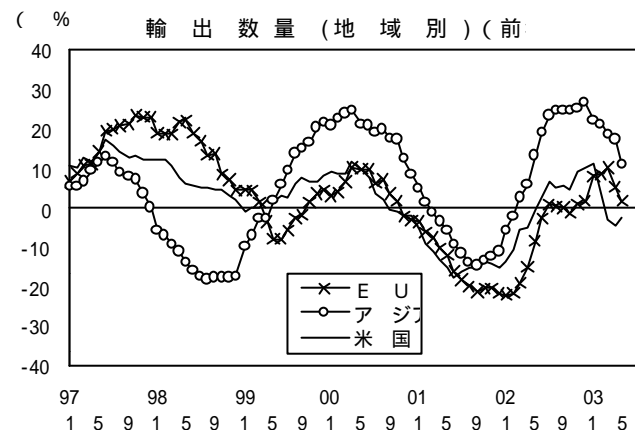
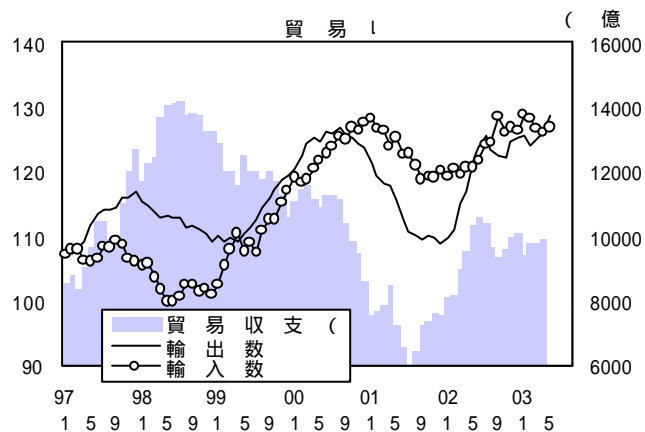
## 日本経済指標グラフ

投資企画部 経済情報室

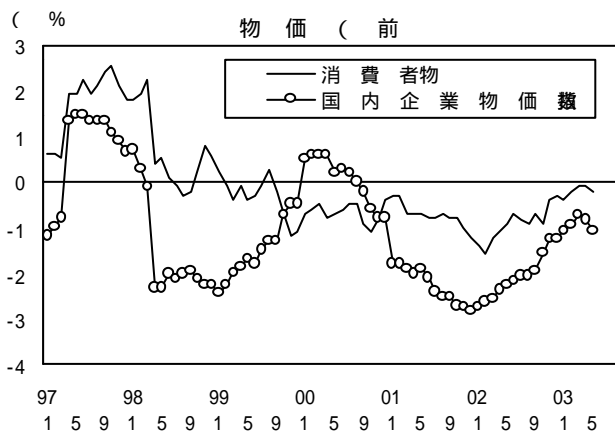
### 設備投資の動向【 】



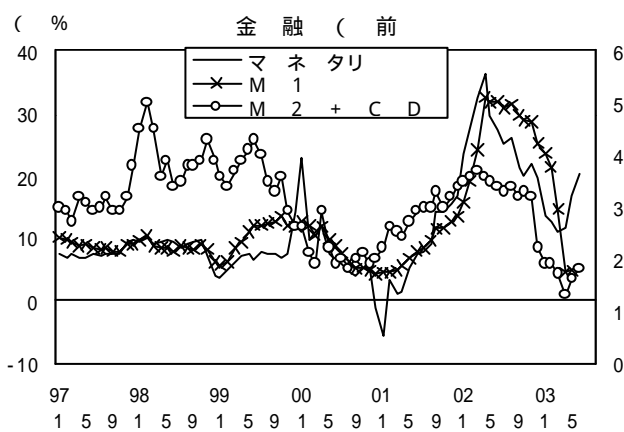
### 輸出入の動き【 】緩やか



### 物価動向【 】



### 金融の動き【 】





## 米国経済動向

投資企画部 長野義隆

### 要旨：

米国経済は、企業部門の回復は遅れており、家計部門の個人消費は低調気味、住宅関連は金利低下を背景に好調持続。当面、企業部門の回復は緩やかなものにとどまると見込まれるが、家計部門は低金利持続や政府の減税を中心とした景気対策をうけ底堅く推移しよう。横這い圏の動きが続く見込み。

### 概況

・米国経済は、横這い圏の動きながらもマインド面は持ち直しへ

・家計部門は個人消費は横這い、住宅は高水準維持

・生産、稼働率は依然低迷

・設備投資は一進一退

### 今後の動向

・雇用環境はまだ回復せず

・設備投資は軟調な最終需要をうけ盛り上がり

・回復に向けての動きは、緩やかなものに

米国経済は、生産は弱含み設備投資や雇用も低調な状況が続くなど、企業部門は依然低迷している。家計部門は金利低下を受け住宅投資は高水準、個人消費は自動車販売の息切れから足下横這い圏の推移となっている。イラク戦争から低迷していたマインド面は持ち直しつつある。

家計部門について、持ち直しの動きをみせるマインド面であるが、消費者心理は6月の消費者信頼感指数が83.5と前月の改善後、今月は横這いとなった。5月の小売売上高は前月比+0.1%と横這い。原油価格下落によるガソリンの大幅な減少(同-4.3%)が要因とみられる。住宅投資は、5月は金利低下が進んだこともあり、5月の新規着工件数は前月の大幅な減少から一転、大幅な増加となった。住宅着工許可件数は同+3.7%の増加と、引き続き高い水準を保っている。また、5月の住宅販売も高水準を維持。金利低下の効果は持続しているといえよう。

企業部門をみると、企業の景況感を示すISM指数は、製造業PMIは49.8と好不調判断の分かれ目である50を下回ったが改善方向、生産Dは52.9、新規受注Dが52.2と改善、反面、雇用Dは46.2と低調な状況。また、非製造業指数は60.6と大幅改善となっている。実体面をみると、5月の鉱工業生産は、前月比+0.1%の微増。ここしばらくの傾向は、自動車・同部品の減少とハイテク関連の増加といった状況。稼働率は74.3と横這いの動き。5月の耐久財新規受注は同-0.4%、設備投資の先行指標ともいえる非国防資本財新規受注(除く航空機)も同-0.4%と前月の減少に続き微減となった。

今後のポイントは、個人消費の動向、設備投資の動向。

個人消費の動向を、雇用・所得面からみると6月の雇用統計は失業率が前月比0.3%悪化の6.4%に大幅上昇。非農業部門雇用者数は3.0万人の減少となっている。ただし、失業率の大幅な上昇は労働参加率の上昇による労働者の増加に因るところが多く、実体はそこまで悪化しているわけではないとみられる。いずれにしても低調な状況。今後は金利低下の進展による住宅ローンの借換えや減税の実施などにより、個人消費は底堅い推移が見込まれる。

設備投資については、企業の景況感に改善の兆しがみえるものの、軟調な個人消費にみられるように最終需要に対する懸念が拭えず、設備投資の手控え傾向は続くと思われる。

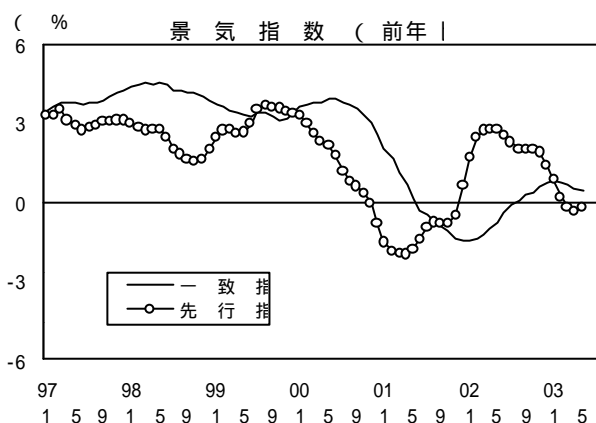
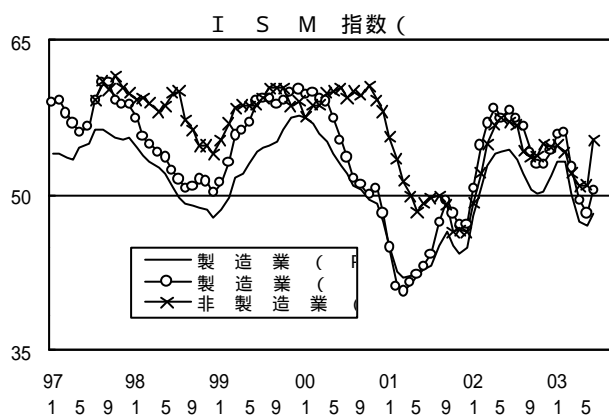
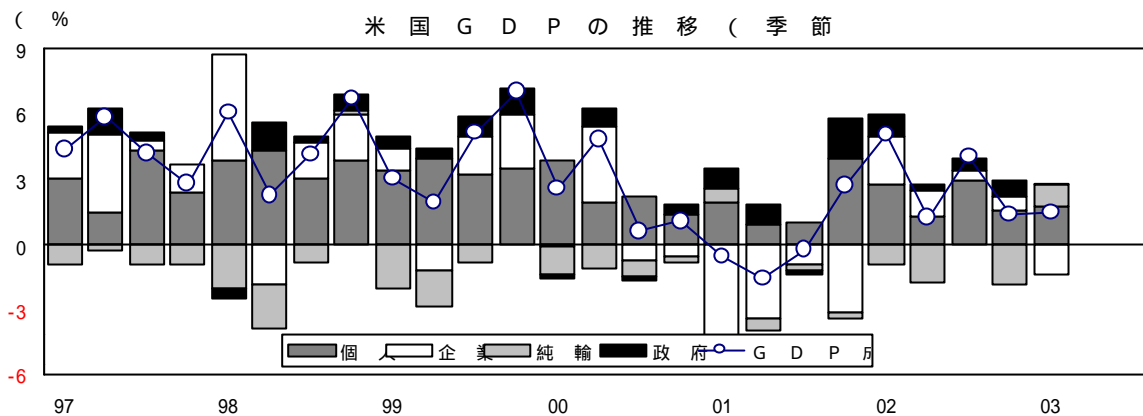
今後の見通しとしては、企業部門はISM指数にみられるように低迷していた企業の景況感が生産Dや新規受注Dなどを中心に持ち直してきている。だが、雇用や設備投資の回復が遅れており、企業部門の回復は緩やかなものにとどまる見込み。家計部門は雇用・所得環境の低迷が続いているが、低金利の持続や政府の減税などを中心とした景気対策が下支えとなり底堅く推移していくとみられる。これらの結果、米国景気は当面、横這い圏の動きが続き、回復に向けての動きは緩やかなものと思われる。

## 米国経済指標グラフ

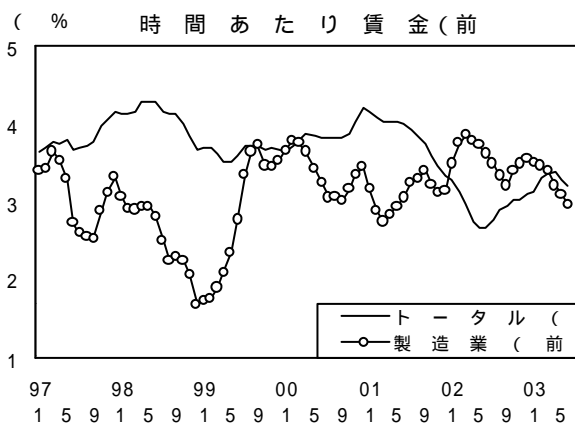
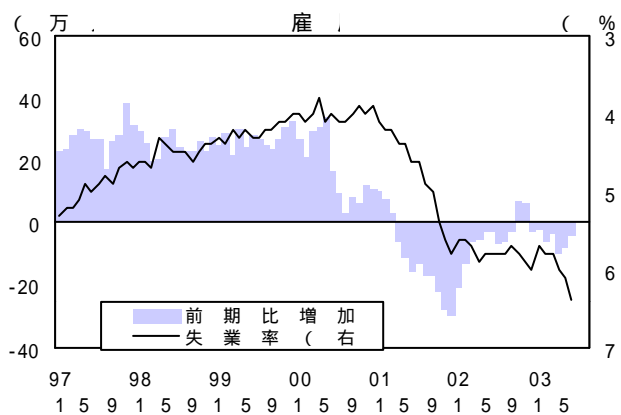
投資企画部 経済情報室

経済全体の動き【

】



雇用の動き【 低迷

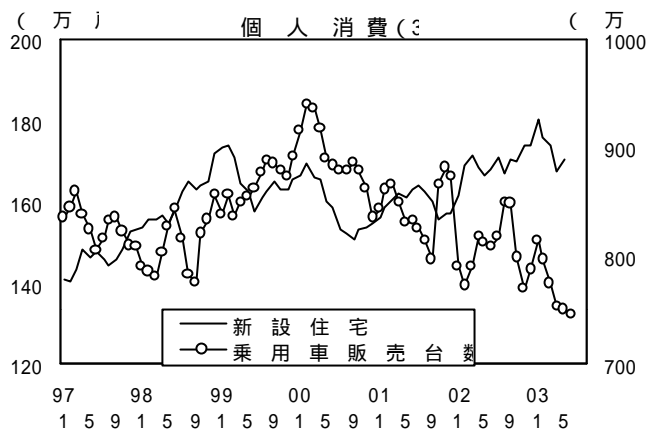
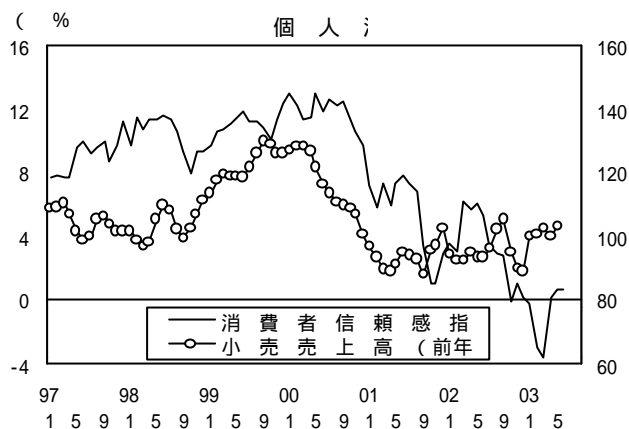




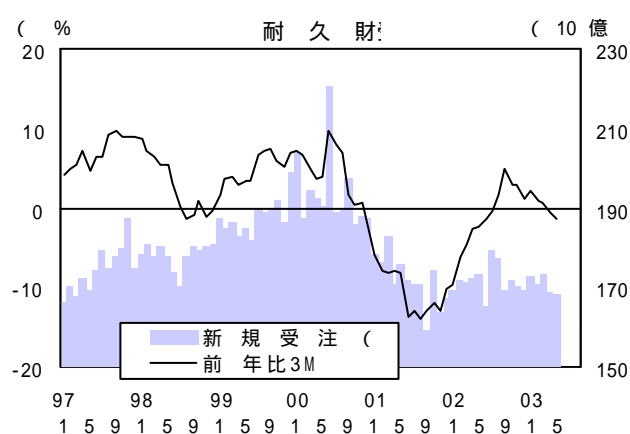
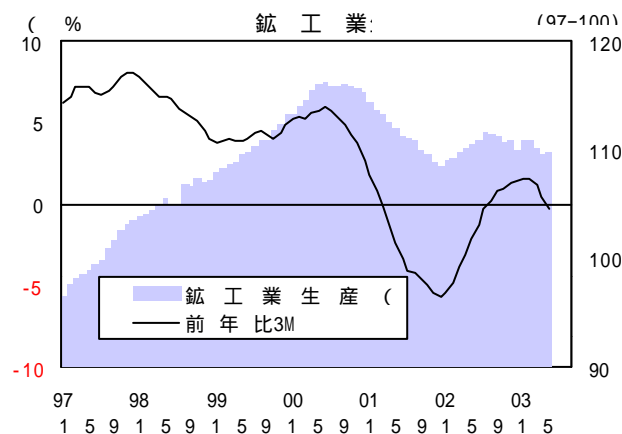
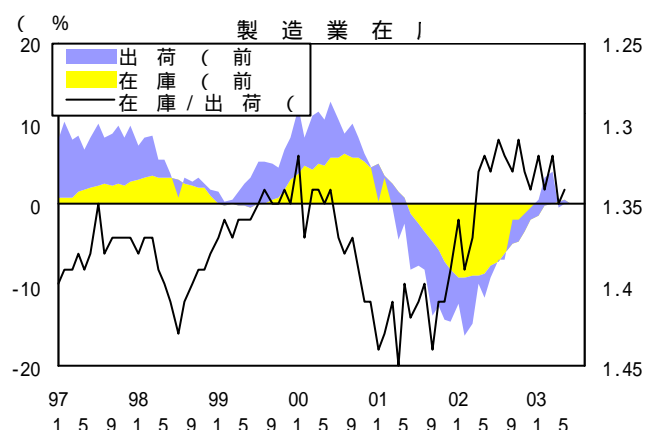
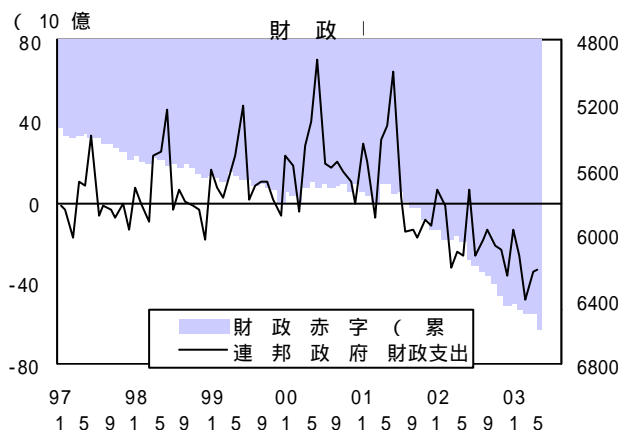
## 米国経済指標グラフ

投資企画部 経済情報室

### 個人消費の動き【 】個人消費



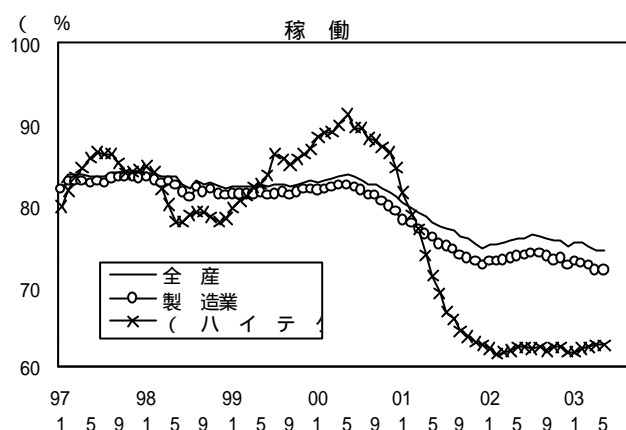
### 政府支出の動向【 】政府支出産の動向【 】足踏み状



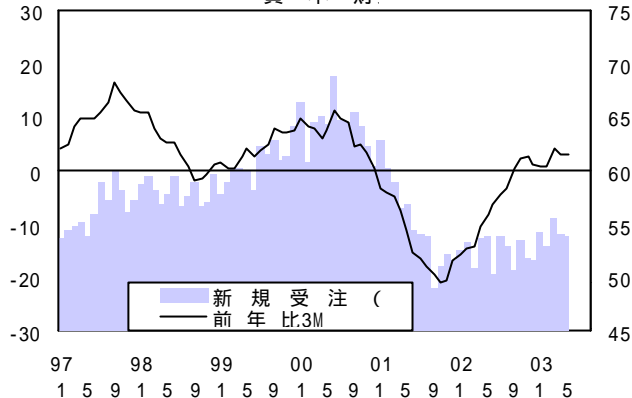
## 米国経済指標グラフ

投資企画部 経済情報室

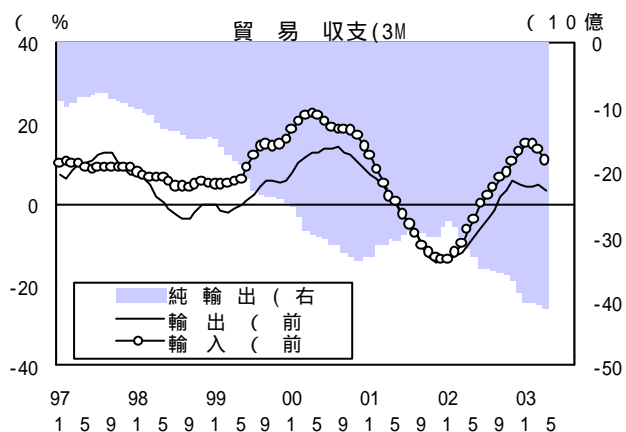
設備投資の動向【 】稼働率



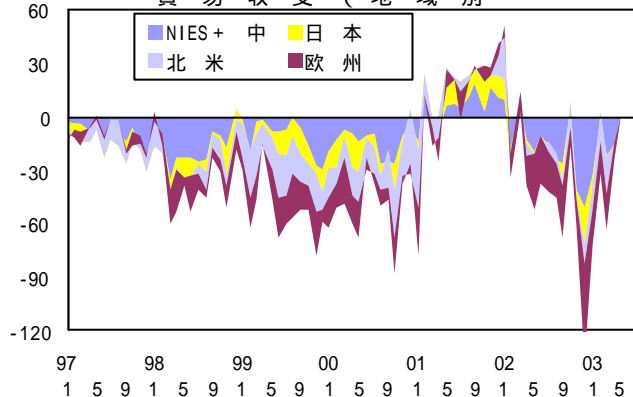
( %                  資 本 財                  ( 10 億 )



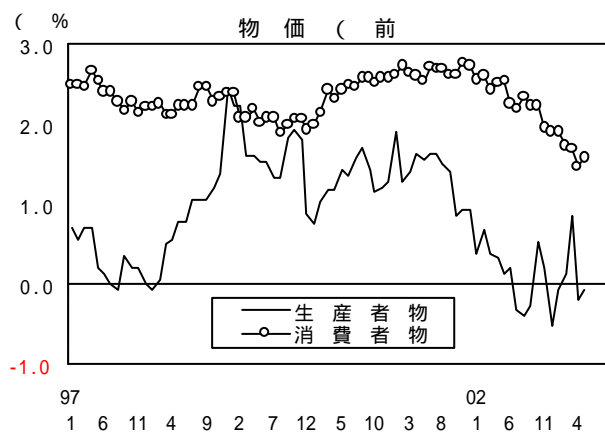
輸出入の動き【 】貿易赤字



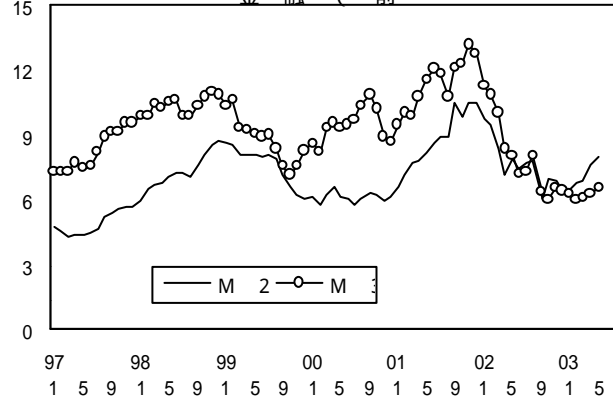
( 億 貿 易 收 支 ( 地 域 別



物 価 動 向 【            】 物 価 は 低 迷 傾 金 融 の 動 き 【



( % 金融 ( 前



## 欧州経済動向

投資企画部 中島健雄

### 要旨：

ユーロ圏経済は、輸出が低迷するなか、企業部門、家計部門ともに総じて低調に推移するなど減速感を強めている。一方、英国経済は個人消費を中心とする内需の減速から景気回復が鈍化している。

### 概況

・ユーロ圏経済は、減速感を強めている

・企業部門はマインドが低水準で推移しているほか生産も低迷している

・家計部門も独仏を中心に低調に推移している。

・英国は景気回復の減速感が高まりつつある

### 今後の動向

・ユーロ圏のポイントは個人消費と輸出の動向

・個人消費は低調な推移となろう

・輸出による牽引は期待しにくい

・ユーロ圏は停滞感の強い展開が続く

・英国のポイントは個人消費と製造業の動向

・個人消費の低迷が懸念される

・製造業は低調に推移しよう

ユーロ圏経済は減速感を強めている。

企業部門について、マインド面をみると、ユーロ圏の6月の企業信頼感は12(前月比+1ポイント)と低水準で推移しているほか、各国の企業の景況感も、独(IFO指数)、伊(ISA E指数)は若干改善したが、仏(INSEE指数)が悪化するなど斑模様の展開となっている。実体面をみると、4月の鉱工業生産は、ユーロ圏では前月比+0.4%とプラスに転じたが、独、仏では減少が続いている。さらに、独の6月の製造業受注が海外向けが大きく減少したことなどから同2.2%と大きく落ち込んだほか、6月のユーロ圏購買部協会指数(製造業)も生産・新規受注の低迷などから46.4(同0.4ポイント)となるなど低迷している。

一方、家計部門も総じて低迷している。マインド面については、ユーロ圏の6月の消費者信頼感指数は19と低水準で推移している。実体面をみても、ユーロ圏の4月の小売売上は前月比+1.5%とプラスの伸びに転じたが、5月には独の小売売上、仏の家計消費がともに減少に転じるなど低調となっている。

英国は、景気回復の減速感が高まりつつある。住宅価格の伸び鈍化などから5月の小売売上数量が前月比0.1%と減少するなど個人消費の鈍化傾向が鮮明となったほか、製造業も5月の製造業生産が前月比0.2%となるなど依然として低迷している。

ユーロ圏経済の今後のポイントは、個人消費の動向 輸出の動向である。

失業率が高止まりするなか4月の個人消費は総じて底堅く推移した。ただし、5月の独、仏の個人消費は低迷しているほか、消費者マインドも低水準で推移している。先行きについては、ECBの利下げによりある程度は下支えされようが、企業の雇用過剰感が強く雇用環境も厳しさを増すと想定されることなどから消費は低調な推移となろう。

ユーロ圏経済を牽引していた輸出については、イラクの戦後復興の混迷等により世界経済の不透明感が払拭されないなか、ユーロの高騰も加わり伸びが止まっている。先行きについては、ユーロの急騰には一服感は見られるものの米国経済の回復は緩やかなものにとどまるなど世界経済の回復は限定的と予想されるため輸出による牽引は当面期待しにくい。

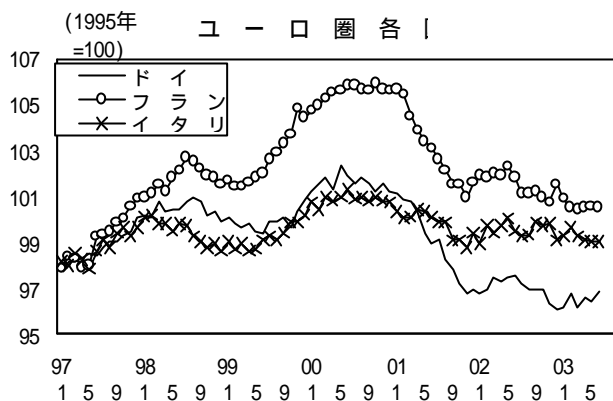
このように、ユーロ圏経済は牽引役不在の中、当面停滞感の強い展開が続こう

英国経済の今後のポイントは 個人消費の動向 製造業の動向である。

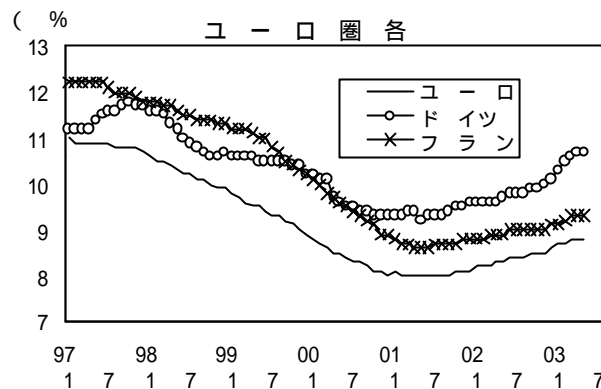
個人消費は、5月の小売売上数量が前月比で減少するなど鈍化傾向が鮮明となっている。住宅価格の上昇は鈍化しつつあり雇用環境にも、失業率は低水準だが失業者数は増加傾向となるなど変化の兆しがみられ始めたことなどから個人消費の低迷が懸念される。

一方、製造業は、5月の購買部協会指数が再び低下するなど低迷している。先行きについては、最大の輸出先であるユーロ圏経済の低迷が予想され、さらに、米国経済も緩やかな回復にとどまると想定されることなどから低調に推移しよう。

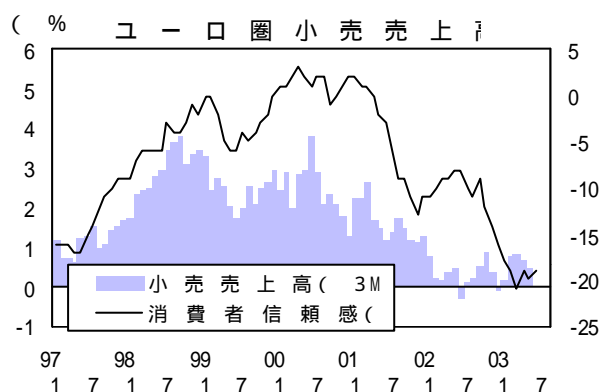
### 景況感【】低



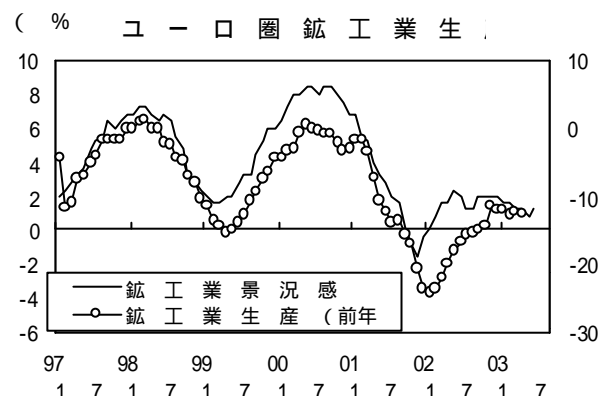
### 雇用の動き【



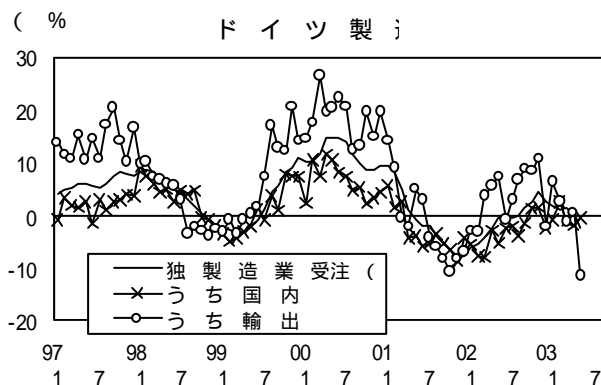
### 消費の動き【



### 生産の動き【



### 設備投資の動き【



### 物価と金融落【物

