

## ヘリコプターの前にETF

2016年7月12日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- ・6月フランスBdFビジネスセンチメント指数は97と5月から変わらず（市場予想に一致）。PMIと概ね整合的な動きでフランス経済の足取りの鈍さを映し出している。これを受けてフランス中銀は2QのGDP予想を前期比+0.2%とした。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は続伸。景気回復期待とFEDの利上げ後ろ倒し観測が併存し、S&P500は最高値更新、NYダウも1年2ヶ月ぶりの高値となった。WTI原油は44.76ドル（▲0.65ドル）で引け。前週末にベーカー・ヒューズが公表した稼動リグ数は440と前週から9基増加。これを受けて原油需給の悪化が意識された。
- ・前日のG10通貨はGBPが最強でそれに欧州通貨が続くと、相場全体がリスク選好に傾斜するなか、JPYの弱さが目立った。USD/JPYは100半ばから102半ばへと上伸し、JPYの下落率は+2.2%に達した。GBPの強さの背景は、英新首相にメイ氏の就任が確実となり、BREXITを巡る不透明感が後退したことがある。
- ・前日の米10年金利は1.430%（+7.2bp）で引け。世界株高で逃避需要が後退するなか、英国発の欧州債下落に追随。米国時間午後には軟調な米3年債入札の結果を受けて一段と金利上昇。欧州債市場ではイギリス（0.758%、+2.3bp）、ドイツ（▲0.168%、+2.1bp）が揃って金利上昇。BREXITの不透明感後退を受けて投資家センチメントが改善し、イタリア（1.203%、+0.9bp）、スペイン（1.156%、+0.9bp）、ポルトガル（3.079%、+0.4bp）は概ね横ばいで引け。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはタイトニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は、USD/JPY上昇を受け、欧米株高に追随し、連日の大幅高（前引け時点）。
- ・5月国内企業物価は前年比▲4.2%と5月からほぼ変わらず。既往の円高とエネルギー価格下落により、素原材料（特に輸入品）の大幅な下落が続いているほか、足もとでは最終財に下落が波及。円ベース輸入物価は前年比▲23.3%と下落幅が拡大基調にあり、今後これらが国内物価に波及していく可能性がある（契約通貨ベースでは▲12.9%）。日銀短観では企業の物価見通しが下方シフトしたが、それは企業が現実の物価下落に直面してバックワード・ルッキング的に将来の見通しを引き下げた可能性が指摘できる。
- ・10日発表の中国CPIは前年比+1.9%と5月から0.1%pt減速。豚肉価格（+33.6%→+30.1%）の上昇

率が鈍化し、食料品価格（+5.9%→+4.6%）が落ち着き、全体を下押し。コアCPIは前年比+1.6%で変わらず。他方、PPIは前年比▲2.6%と5月から0.2%pt下落幅縮小。企業段階の物価は、過剰生産に起因する需給バランス崩壊によって52ヶ月連続の下落となっているが、昨年12月の▲5.9%をボトムにそれ以降はベースエフェクトも手伝って下落幅が縮小している。



- ・バーナンキ前FRB議長が政府の招致を受けて来日し、11日には日銀黒田総裁を表敬訪問、本日12日に首相官邸で安倍首相と会談する。バーナンキ氏は、政府が地域振興券、給付金という名目で国民におカネを配り、その財源は政府の発行する（永久）国債を日銀が購入することで賄うという「ヘリコプター・マネー」をかつて提唱した経緯があり、今回の来日を巡っては「まさかヘリコプター・マネーを議論??」との憶測が一部で飛び交っている。もちろん、現段階においてバーナンキ氏がヘリマネ推奨目的で来日したとは考えにくいのだが、物価目標の後ろ倒しを繰り返す日銀（および政府）をみて、同氏が追加緩和と財政出動の組み合わせを勧める可能性はあるだろう。
- ・市場では日銀が7月会合で追加緩和に踏み切るとの予想が多く、補正予算を巡っては10兆円超との見方が支配的になっている。こうした「国債買い入れ+財政出動」の組み合わせについて、一部では、政府・日銀は既に実質的なヘリコプター・マネーに手を染めているとの見方が生じているが、これに対して日銀は「2%目標達成のための時限的な措置であるが故、それに当たらない」としている。また、国債発行についても（極めて当然のことながら）市中消化を前提としているので、ヘリマネとは本質的に異なる。政府と日銀が、公然と国債の直接引き受けを開始すると考えるのはかなり時期尚早だ。
- ・そもそもヘリマネの議論が盛り上がった背景には金融政策の限界論があるのだが、それは日銀が主張する国債購入によって名目金利を引き下げ、予想インフレ率上昇と実質金利低下に繋げ、实体经济に波及させるというメカニズムについてだ。実際、QQE発動以降、企業の設備投資意欲は盛り上がり、銀行貸出も増加せず、人々の予想インフレ率も上向かなかつた。極めて低水準にあった金利を更に引き下げてもその効果は限定的であるとの結論で決着が付きつつある（最近行き過ぎた金利低下の弊害もある）。国債購入を増額したり、マイナス金利を深掘しても政策効果を得られないとの見方も増えている。しかしながら、リスク資産の購入については決着が付いていない。ETF買入による株価押し上げ効果を計測するのは難儀だが、株式市場への直接介入が一定の株価下支え効果をもたらすと考えるのが自然だろうし、また投資家の評判も悪くない。株式市場が活気付けば、総裁が言うところの前向きなメカニズムが発生し、経済の好循環に繋がる可能性がある。株式市場を歪めているとの批判を覚悟する必要があるものの、その大規模な増額（たとえば10兆円）はヘリマネ政策導入より極めて現実的な選択肢といえる（現実的には、それ以前に物価目標の下方修正が俎上に上がりそうだが）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。