

今月の金融マーケット

世界的な低金利の恩恵と持続性

経済調査部 鳥峰 義清



楽観的な経済見通しと低下する国債利回り

欧米を中心に、4月以降長期金利の低下が進んだ。米国10年債利回りは3月末時点では4.48%だったのに対し、6月3日には3.80%と2004年3月来の水準にまで急低下した。また、ドイツ10年債利回りも3月末時点では3.62%だったのに対し、6月2日には3.21%と過去最低水準に達した。既に低水準にある日本の10年債利回りも、3月末時点の1.32%から6月2日には一時1.195%と04年2月来の低水準をつけている。

金利低下を促した要因として、原油価格の下落に伴うインフレ加速懸念の後退、足元の経済指標で景気の停滞を示唆するものが目立ったこと、一部企業の格下げなどに伴う信用リスクの上昇から、国債など安全性の高い資産への投資選好性が高まったこと、などが挙げられる。

一方で、2005年の経済見通しに関しては、米国では潜在成長ペース（実質GDPで年率3.5%程度）維持、日本では10~12月期には踊り場脱却がコンセンサスとなっており、大幅に下方修正されたわけではない。ユーロ圏については下方修正の動きが目立っているものの、ECB（欧州中央銀行）の利下げを予想する向きはなく、06年には利上げされるとの見方が多い。

このように、実体経済の先行きに対する見方と、債券市場での動きには乖離が見られている。むしろ、長期金利の水準を勘案すれば、債券市場では景気の下ぶれが予想以上になるとのリスクを織り込んでいるようにも見える。

金利低下が最終需要を支え、最終的に金利は再び上昇を迫られよう

足元の世界経済を見渡すと、生産活動の減速に見られるように主に企業部門の景況感が後退する一方で、雇用堅調を背景に個人消費は底堅く推移している。春以降の金利低下は、個人消費をある程度浮揚させる効果を持つ。特に、金利の影響を受けやすい米国でこうした効果が期待される。生産活動など循環的な動きに関しては、生産全体に対して先行性の高いハイテク分野の在庫調整が順調に進展、生産拡大局面への移行が近づいている。日本では非IT分野でも在庫が積み上がり始めているが、秋以降中国向け輸出の回復が見込まれる中で、比較的軽微な調整にとどまると予想される。景気循環的な側面から見れば、01年末から02年初にかけてボトムアウトした世界経済は、04年から05年前半にかけて在庫循環を主因とする調整局面に見舞われたものの、低金利でこれを乗り切り、失速することなく秋以降は第二の拡大局面に移行すると予想される。

したがって、春以降の金利低下は、債券市場が景気失速のリスクを織り込んでいると言うよりは、米自動車メーカーの社債格下げなどを契機とした質への逃避によって国債市場に資金が流入した、いわば景気実態からはやや乖離した動きである可能性が高い。問題は、第二の循環がどのようなものとなるかということだ。大幅な調整を経していない、すなわち失業率はそれほど上昇しておらず、稼働率もあまり低下していない状態から、景気は再拡大するということになる。つまり来るべき景気再加速の局面では、04年までの拡大局面よりも労働・製品需給とも逼迫度合いが高いということになる。市場の景気に対するコンセンサスが崩れていないにもかかわらず金利の低下傾向が続くとは見込み難く、今後債券市場は金利の大幅な水準調整を迫られるリスクがある。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）
第一生命経済研レポート 2005.7