

資源高騰を抑えて過度の金利上昇を回避せよ

経済調査部 鳶峰 義清

ジリジリと上昇する長期金利

日本の10年物国債利回りは、サブプライムローン問題に揺れた今年3月には1.2%程度にまで低下した。同問題で、投資家が株式などのリスク性資産から、安全性資産である国債市場へ資金を退避させたことが主因だ。しかし、過度に悲観的な見方が後退するに連れ、株式などへと資金を移すような動きが出始めている。

一方、この間の金利の動きと経済指標の動きを見比べると、金利の上昇は行き過ぎているのではないかと疑問が浮かぶ。たとえば、景気に半年程度先行する景気先行CIと10年債利回りとの間には比較的強い相関が確認される。ここ数ヶ月の金利の上昇は、秋以降の日本経済が急回復していくような姿を想定しているかのようだ。しかし、実際にはそうしたシグナルは確認されていないし、市場にもそのような景気楽観論は見当たらない。したがって、ここ数ヶ月の金利上昇は、景気の先行き回復を織り込んでいるというよりは、投資家の資金シフトによる側面が強いのではないかとと言える。

実質金利は低すぎる

金利から物価上昇率を引くと実質金利となる。論理的には期待インフレ率で差し引くのが妥当だが、10年債利回りを足元の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）で実質化すると、2007年後半以降急低下し、今年3月にはゼロ%程度になっていた。これは、物価上昇率が安定し始めた1980年代後半以降では最も低い水準だ。

実質金利は、景気動向にほぼ見合った動きとなる。すなわち、経済成長率が高ければ実質金利も高くなる。直近のコンセンサスによれば、08年度の日本の実質成長率予想は1%台半ば

となっている。これに見合う実質10年債利回りは1.5%程度になるというのが経験則だ。

要するに、これまでの金利低下は明らかに行き過ぎで、そもそも金利には相応の上昇余地があったということになる。

問題となる物価上昇率を抑制するために

4月の消費者物価（除生鮮食品）上昇率は前年同月比+0.9%であった。当面は、各種資源価格の高騰もあって、物価上昇率は1%を上回るペースでの上昇が続く公算が大きい。すなわち、あるべき実質金利水準から逆算すれば、10年債利回りは2.0~2.5%程度はあってしかるべきということになる。しかし、景気実感に比して、2%を上回るような長期金利は高すぎると言わざるを得ない。

結局、景気実感と金利感との齟齬をもたらしているのがインフレである。過去のインフレ率と金利との関係を見ると、それが好景気の結果もたらされる需要インフレであろうとなかろうと、インフレ率が上昇していく局面では長期金利も上昇する傾向が強い。所得が伸び悩むなかでの生活必需品価格の上昇で生活は厳しさを増しつつあるが、金利はそうした感覚とは関係なく上昇していくリスクがある。

ただし、足元のインフレは資源価格が高騰していることによるコストプッシュ型のインフレだ。したがって、利上げを行ってもインフレ抑制効果は限定的なものにとどまり、逆に需要を過度に冷え込ませるリスクが高い。これは日本に限らず世界的な現象だが、だからこそ各国が協調して資源価格の高騰を抑制する術を図るべきだ。

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 2008.7