

Financial Trends

経済関連レポート

生産再加速が長期金利に与える影響

発表日: 3月4日(金)

～2005年7～9月に金利上昇圧力が高まる～

(No.FT - 22)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生(外線: 5221-5223)

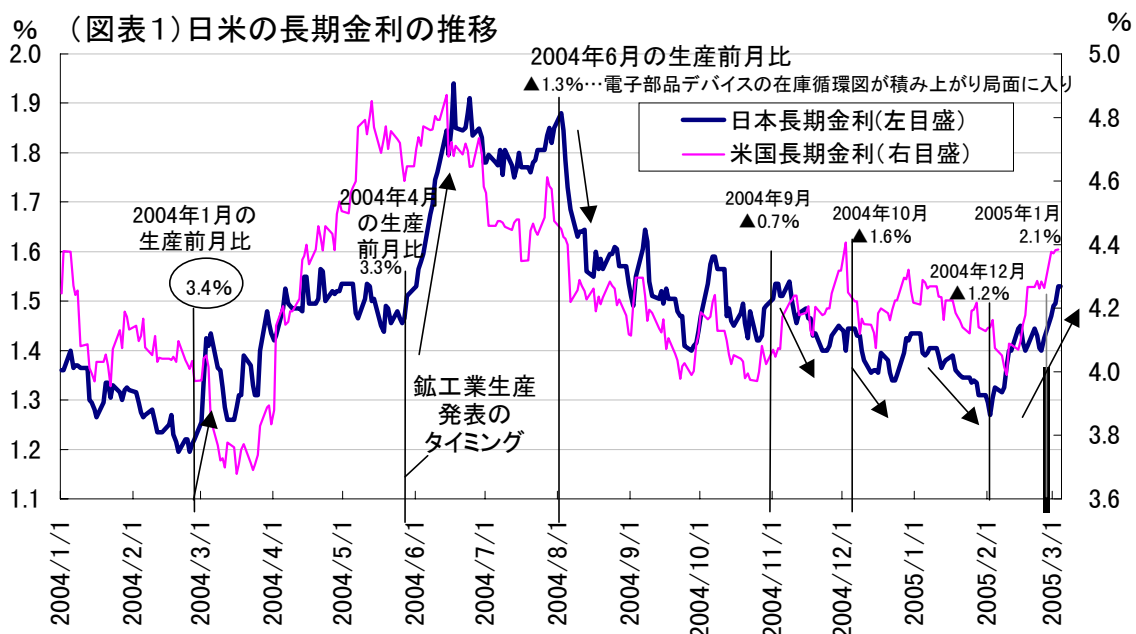
ここにきて景気回復期待が長期金利に上昇圧力を与えているように見える。特に、2005年1月の鉱工業生産でIT関連財の在庫調整が進んだように見えたことは景気回復の期待感をもたらしたようだ。しかし、IT関連財の在庫循環の進捗をみると、長期金利上昇が進みはじめるのは生産再加速が見込まれる2005年7～9月になると考えられる。金融政策のスタンスを一定と考えると、長期金利は生産再加速の影響を受けて、7～9月には+0.1%程度上昇(1.6%台)し、10～12月にはさらに+0.2%程度上昇(1.8%台)すると予想される。

短期的に生産動向はショック要因

3月に入って長期金利が1.5%台をつける場面が目立つようになった。これは、鉱工業生産をはじめ、1月の各種景気指標が強めの数字になったことが背景にあると考えられる。いよいよ債券市場が、景気局面が踊り場から再拡大に転じるタイミングを見計らい始めたのだろうか。そこで、景気指標の中で、特に鉱工業生産に注目して、生産再拡大の兆しが長期金利上昇につながっていくのかという点を考えてみたい。

まず、長期金利のデイリーの推移をみてみよう(図表1)。日本の10年債利回りは、趨勢として米国の10年金利と連動しており、今回も米国金利の上昇に対応する動きとなっている。その中で、鉱工業生産の前月比は、米国金利よりも細かい変動として、長期金利に影響を及ぼしている。毎月の鉱工業生産統計が発表されたタイミングに注目すると、生産前月比に比較的目標立った変化があったときには、その前後で長期金利が変動している。

最近の2005年1月の鉱工業生産の発表については、全体の生産前月比が2.1%の増加と目立ったことや、電子部品・デバイスの在庫調整が進捗したことによって、景気拡大の期待を高めたようだ。1月の数字は、中国の旧正月要因などを割り引いて考える必要があるが、債券市場には折りからの米国金利上昇と相まって、金利上昇圧力として働いたと考えられる。



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。

量的緩和下の長期金利のレンジ

視点を変えて、中長期的には、生産と長期金利にどのような関係を見出すことができるだろうか。過去数年の月次データを並べてみると、生産の伸び率は、長期金利の前年差との間で連動する動きが確認できる(図表2)。

ただし、注意しなくてはならないのは、その関係が2001年から2003年春頃までの期間に関してはやや曖昧になっている点である(図表3)。この期間は、金融不安が高まると同時に、消費者物価のマイナス幅が大きくなって、日銀の量的緩和政策が強化されたタイミングである。おそらく、この時期の長期金利には、物価下落がより強く表れて、限界的な景気変動の影響が見えなくなったと考えられる。

最近では、物価の下落幅がかなり小さくなったことで、再び生産の変動が長期金利に影響を与える関係が復活してきたように思える。これは、消費者物価のマイナス幅が縮小したため、金融政策の時間軸効果が若干ながら弱まってきたと理解できる。

当面の長期金利の動向は、消費者物価(除く生鮮食品)の伸び率が安定的にプラスに転じたかどうか、が本格的に議論されはじめるまでは、長期金利を過去数年のレンジに収まっていくと考えられるが、生産の再拡大が見えてくると、長期金利にはじわじわと上昇圧力が働いてくるとみられる。

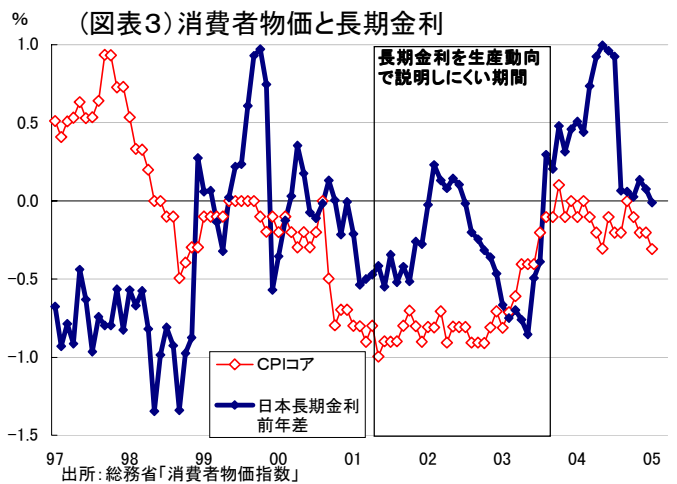
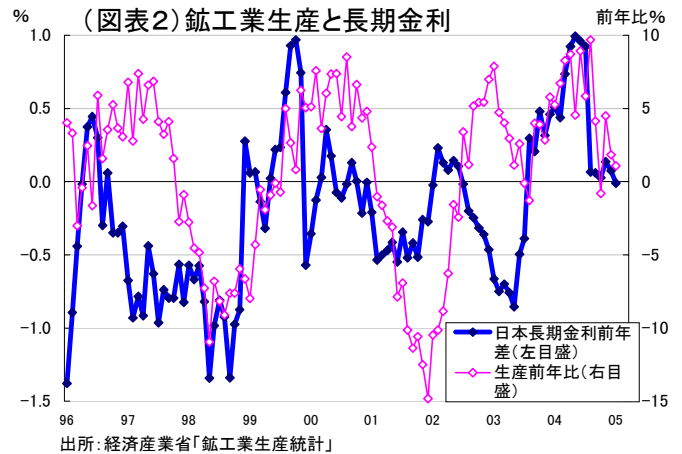
1999年以降の消費者物価の変動に対応した長期金利のレンジは、0.4~2.0%であった。消費者物価0~0.3%の範囲内であれば、長期金利も2.0%を上限としたレンジ内で収まると考えられる。

今後の生産動向と長期金利

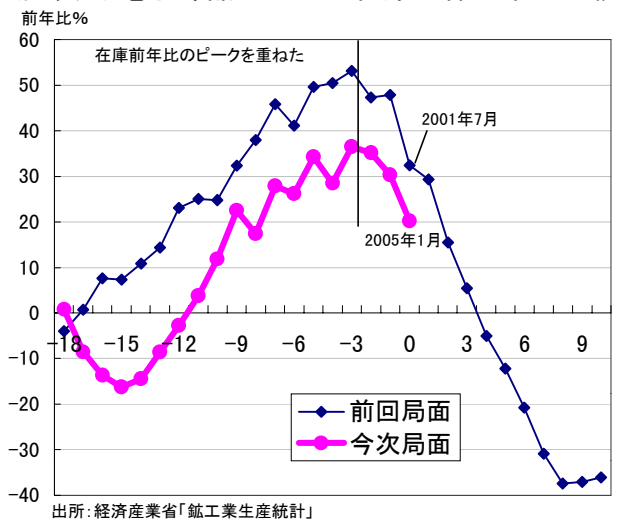
では、長期金利はどの程度生産の変動を織り込んで変化していくのだろうか。

2005年1月の生産動向で注目されるのは、電子部品・デバイスの在庫調整がどのくらい進捗しそうかという点である。経験則としてIT分野の在庫調整が45度線を切って、在庫調整局面から意図せざる在庫減少の段階に移行すると、生産拡大のペースが速まっていくことが知られている。

そこで、IT分野の在庫循環図がどのくらいの時期に、45度線を切るかを考えてみた。ひとつの強い仮定を置いて、2001年の在庫循環図の位置関係が今次局面に当てはまると考えて、今回も前回の在庫調整の進捗が同様になるとした(図表4)。その場合、現在の2005年1月時点のタイミングは、前回の在庫調整局面でみると2001年7月に相当するとみられる。



(図表4) 電子部品・デバイスの在庫の伸び率の比較



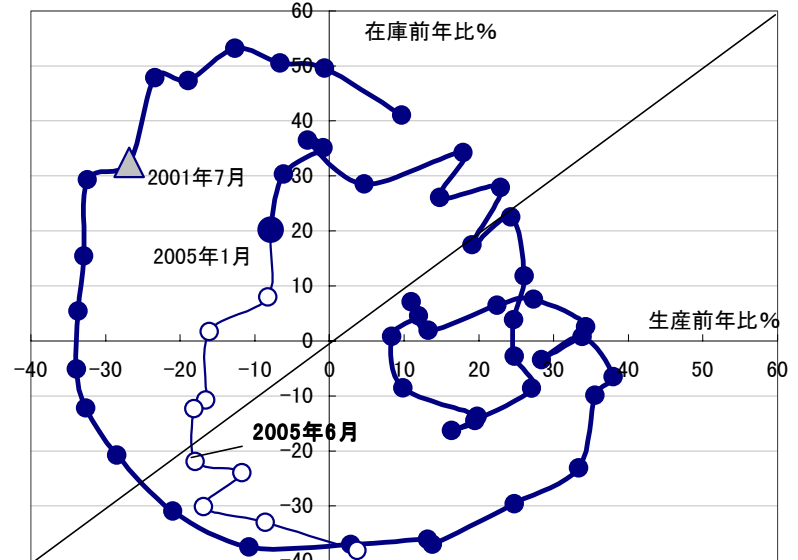
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

そこで、2001年8月～2002年4月の生産前月比の推移を、2005年2月以降にそのまま再現されるとして、2005年2～10月までの生産指数を計算してみた。その指数を前年比で割り戻した数字を使い、在庫循環図を描くと、在庫の伸び率が減少に転じ、45度線を切ってくる(在庫前年比<生産前年比)のは、2005年6月ということになる(図表5)。このシミュレーションは、2005年2月に重なるタイミングを数ヶ月程度前後にずらしても、2005年5～8月のいずれかに在庫調整は目処をつける格好になっている。今後、IT分野の生産の再加速が見込まれるのは、7～9月以降ということになる。

さらに、その時期にはどのくらいの長期金利上昇が予想されるのだろうか。目下の長期金利を1.50%と考えて、2005年7～9月は+0.1%程度の上昇で中心値1.6%台、10～12月にはさらに+0.2%で中心値1.8%台(レンジ上限は2.0%)という見通しになる(金融政策のスタンスは不変という前提)。2005年後半は、生産の再加速によって長期金利には若干の上昇圧力が働きはじめるとみられる。

生産前年比1%の上昇に対して、長期金利は0.03%の上昇圧力がかかるかたち。

(図表5) 電子部品・デバイスの在庫循環の見通し



出所: 経済産業省「鉱工業生産統計」

注: 2005年2月以降の白抜きデータは、2001年8月以降の生産前月比のデータを2005年2月以降の生産指数にあてはめて算出した前年比の数字。