

## 過剰流動性局面からの転換

～日米金利拡大で年内円安～

発表日：2007年6月15日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

日米欧の長期金利が上昇している背景には、米国金融市場を中心とした過剰流動性局面からの転換があるのではないかと。米国では、長期金利上昇と株価上昇に併せて、ドル安の流れが変わりつつあるようだ。その影響は、ドル円レートに関しては、さらなる円安へと表れるだろう。また、日本の長期金利についても、単に海外金利につれて上昇しているだけでなく、ゆっくりとインフレ期待に関する変化を織り込んでいる面がある。

### 流動性相場からの転回

世界的に長期金利が上昇している。今、ひとつの転換点の上にあるような気がする。なぜならば、欧米を中心に、これまでの債券高・株高が並存する流動性相場の図式が崩れてきているからだ（図表1）。米国金利に関して、これまではFRBの利上げ最終局面で、金利先安感が生じ、逆イールド状態であった。それが、景況感の変化から徐々に順イールドへと移行しつつある。FRBの段階的な利上げ最終局面で、イールドカーブが順イールドに転換するのは、異例中の異例ではなかろうか。少なからぬエコノミストや投資家が、FRBの利下げ見通しを年内利下げ「あり」から「なし」へと変更したことは、そうした過去の教科書にないことが起こっている証拠でもある。

日本の私たちは、ここ数年、長期金利が低位で推移する過剰流動性の局面に目が慣れてしまっていて、これが永續するように思えるかもしれないが、世界的にはこうした流動性相場はいつか終焉を迎える運命にある。そうした局面になれば、世界的なマネーフローは、景気再拡大を背景に債券から株式へとシフトして、相場展開は金利上昇・株価上昇へと移行するだろう。

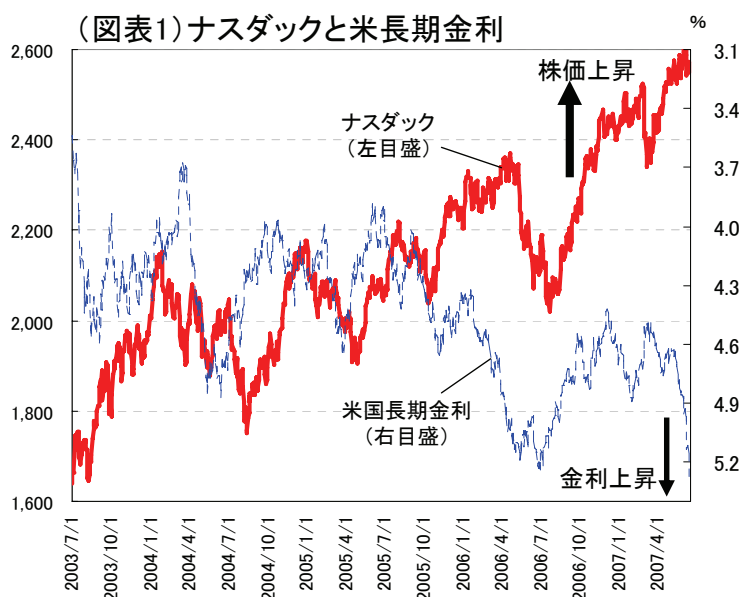
### 為替への影響

今ここで景気再拡大になれば、底の浅いところから拡大が再出発することになる。だから、景気過熱感、つまりインフレ・リスクを警戒する局面になる。景気再拡大の副作用としてのインフレ警戒である。長期金利が上がっているのは、世界の中央銀行の利上げスタンスだけではなく、需給環境のタイト化もあると考えられる。

もうひとつ、ドルを中心とした為替環境についても同時に変化している。ドルの名目実効レートは、2002年初をピークにしてドル高の流れからドル安に向かう流れであった。今、そのドル安の流れがここで反転しつつある可能性がある。

通貨全般を概観すると、ここ数年、ドル安が着実に進んでいく中で、ユーロは高くなり、他の高金利通貨は上昇

（図表1）ナスダックと米長期金利



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。見通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。

していた（図表2）。名目実効ドルの反発は、ユーロやニュージーランドドル、オーストラリアドルの上昇を伴っているようにも見える。

こうした為替の変化の背後には、米国の過剰流動性が海外に流出し、ドル売り・高金利通貨買いが進んでいる資金の流れがある。米国金融市場という「器」からドルの流動性が世界中に溢れ出し、ドル安を生み出していると理解できる。

今の米国景気の再加速の兆しは、海外に向かっていった米国の資金が、ドル買い、つまり国内還流の方向に変わったという解釈することもできる。欧州などで債券購入に回っていた資金が売却されてドルに還流するから、為替はユーロ安方向に変化するのだろう。

### 日本の場合は円安進行

世界的な流動性相場の転回の中で、日本については為替を円安方向に動かすだろう。日本の長期金利は上昇しているが、日米長期金利の連動性を仔細にみると、米国金利上昇に対して日本の長期金利上昇幅は小さくなる傾向がある（感応度は米長期金利1%に対して0.3~0.5%の弾性値）。すなわち、米国金利上昇の下で、日米金利差は拡大していき、それがドル高・円安を引き起こす。

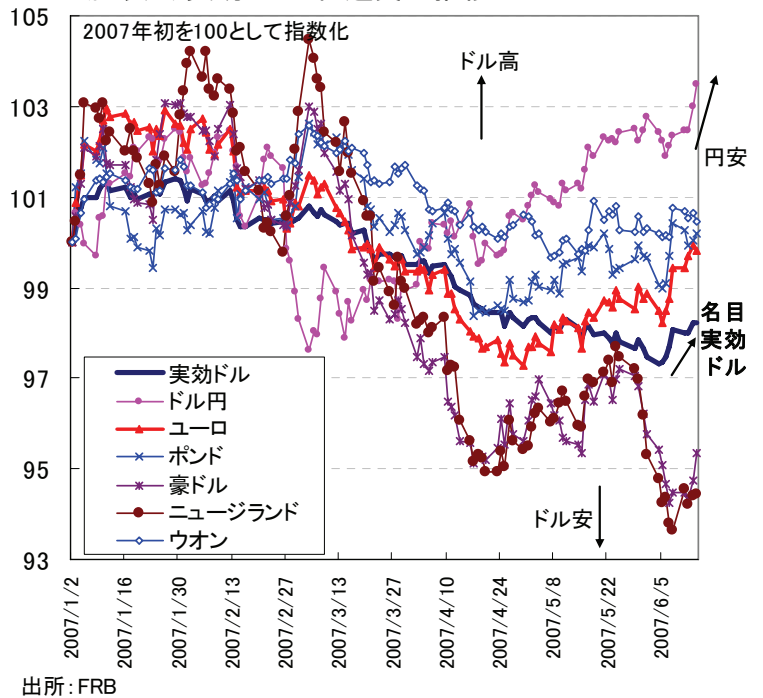
これまでドル円については、ユーロや他通貨が軒並み上昇している中で、ほとんど唯一下落してきた通貨だった。円は超低金利通貨ということで、金利先安感のあったドルに対しても、売られる展開だったのである。それが、米国金利が上昇すると日米金利差が拡大して、さらなる円安になるだろう。すでに、過去2003年以降の最安値を下回り123円/ドル台をつけるようになっており、このままドル円は年内125円/ドルまで下落する余地が出てくるとみることができる。

なお、今後の円安局面の流れが変わるとすれば、それはFRBが先行き利上げに転じるスピードよりも速く日銀が追加利上げに転じることが想定される時であろう。そのタイミングは、日銀が8月ないし9月に第三次利上げをした後、物価環境が上昇に転じていく公算が高まっていく2007年末ではないだろうか。FRBは先行き2008年1~3月に利上げに踏み切るとみているので、2007年末に日銀の第四次利上げが予想されるようになれば、それまでに進んだ円安が巻き戻されることになるだろう。やや屋上屋の議論であるが、円安局面は年末までだとみられる。

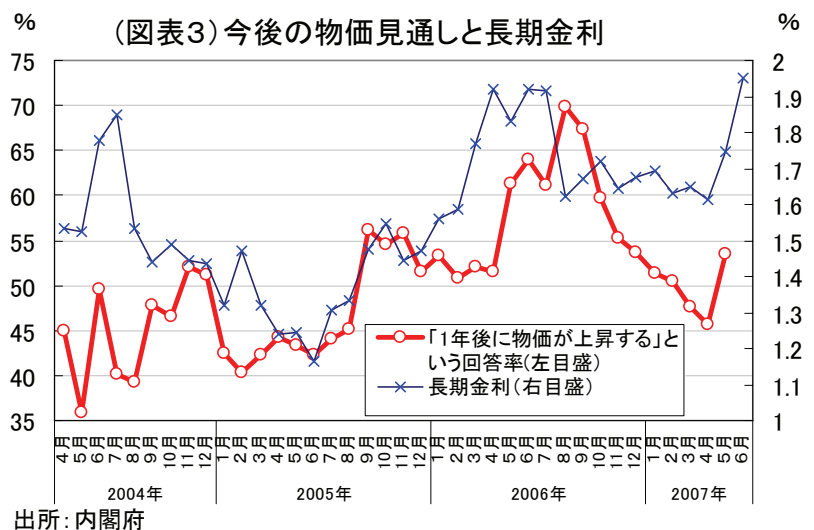
### 日本でも徐々に進むインフレ期待

日本では消費者物価コアの前年比がマイナスであるために、長期金利上昇はインフレ期待を

（図表2）実効ドルと他通貨の推移



（図表3）今後の物価見通しと長期金利



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。見通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。

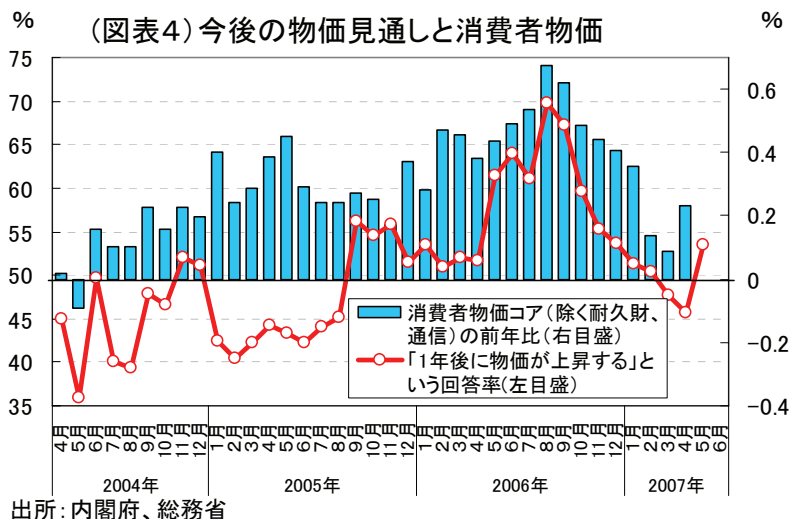
織り込んだものではないように見える。しかし、方向性としては、長期金利はゆっくりと期待形成を変化しつつある可能性がある。内閣府「消費動向調査」には、「物価の見通しに関する調査結果」という項目があり、そこで1年後の物価に関する消費者の見通しを尋ねている。その「物価が上昇する」という回答率の推移と長期金利の推移は微妙に重なっている（図表3）。

こうしたアンケート・ベースの物価見通しは、食品などへの感応度が高い反面、パソコンなど技術進歩要因で価格指数を下げている動きへの反応度は鈍いというクセがある。そこで消費者物価コアについて、指数を押し下げている教養娯楽・家事用耐久財、通信を除いたベースに加工してみると、前年比はプラスであり、先の「物価が上昇する」という回答率の推移とも重なってくる（図表4）。

筆者の見通しでは、消費者物価コアの前年比がプラスに転じるのは2007年11月

（早くて10月）としている。長期金利は、消費者物価指数そのものではなく、潜在的な物価上昇圧力を読み込んでいくとみられるので、家計が感じているような物価上昇見通しとも整合的な変化を織り込んで上昇していくのだろう。日本でも、

過剰流動性局面から、徐々に実体的に景気が過熱方向に向かっていくような傾向がみられる。



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。見通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。