

## 金融混乱だけではない金利低下圧力

発表日：2010年5月24日（月）

～ギリシャ問題のほかにあるリスク点検～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ドルユーロの下落に一応の歯止めが見えたにもかかわらず、米金利低下・株価下落が続いている。米金利低下は、円高圧力にもなり、日本の株式市場へ打撃を及ぼしている。背景にあるのは、ギリシャ問題のほかにも米国経済における期待インフレ率の低下もある。

### バタフライ効果？

「ブラジルで1匹の蝶が羽ばたくと、テキサスで嵐が起こる」とは、気象学者ローレンツが唱えたバタフライ効果である。今、世界の金融市場は、ギリシャが火種になって、全世界の株価・為替が揺さぶられているとされる。もっとも、ギリシャは人口1,100万人、経済規模3,300億ドルの大きさでしかない。本当に、日本で言えば神奈川県の大規模しかないギリシャの問題が真相なのか。先に決まったEUの7,500億ユーロの金融支援は、「バズーカ砲」並みの桁外れの大きさで、ソブリン・リスクを沈静化させるには十分すぎるというのが率直な印象だ。

筆者は、ギリシャ問題がEUの信用問題の氷山であり、それが米国金融システムにも大きな影響力を持っていることは百も承知している。それでも、日米の企業収益は好調であり、ギリシャ問題だけで株価に激震が走ることは違和感を覚える。

こう言うと、「ギリシャ問題を過小評価している」とのご批判をいただきそうだが、今、思考を巡らせるべきなのは、株価・為替を揺さぶっている背景がほかにもあるかもしれないという点であろう。

筆者が特に注意を注いでいるのは、米長期金利が急激に低下している動きである（図表1）。しばしば「安全資産として円が買われる」と説明されるが、ドル円レートは米金利、ないし日米長期金利差と連動している。とりわけ、2010年に入ってから、日米長期金利差とドル円レートは驚くほどにぴったり一致して動いている（図表2）。

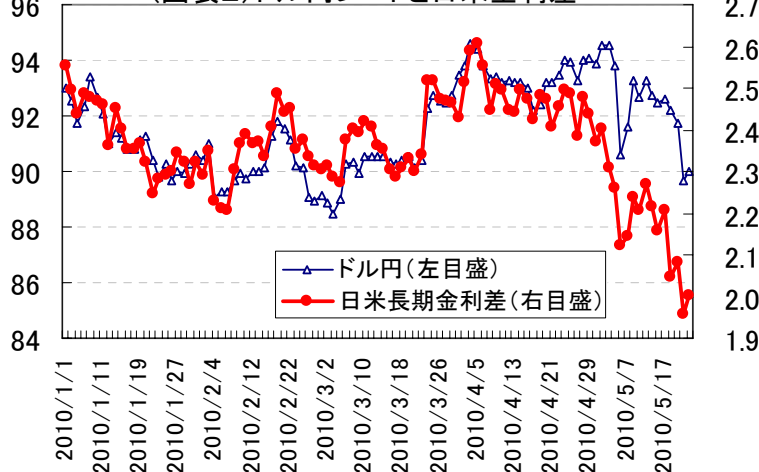
### 期待インフレ率の変化

どうして米国の長期国債がこれほどまでに買われるのか。本当に世界の投資家がソブリン

（図表1）米国の長期金利の低下



（図表2）ドル円レートと日米金利差



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。

ン・リスクを意識すれば、こうした反応は起こりにくいはずではないか。ドル高にしても、低金利＝ドル安という構図を念頭に置くと説明しづらい。

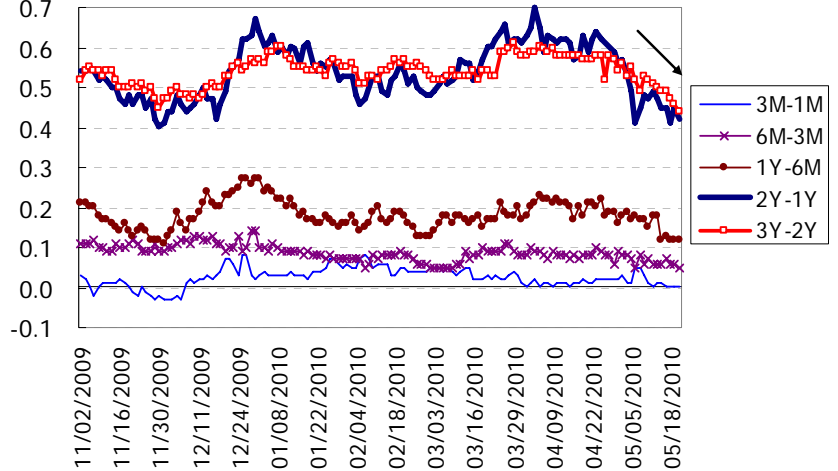
米金利のイールドカーブの変化に注目すると、限界的に低下しているのは、期間の短い1年未満のゾーンではなく、2—5年の中期からより長期ゾーンであった（図表3）。これは、単純な低金利継続の予想が強まったというよりも、中長期的なインフレ率の見方に変化が及んでいる可能性を示唆している。

こうした推論は、名目金利から物価連動債利回りを差し引いて求められる期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率＜BEI＞）を観察すると、より明確に確かめられる（図表4）。5・7・10年の中長期金利から導き出した期待インフレ率はいずれも、ここに来て急低下が進んでいる。

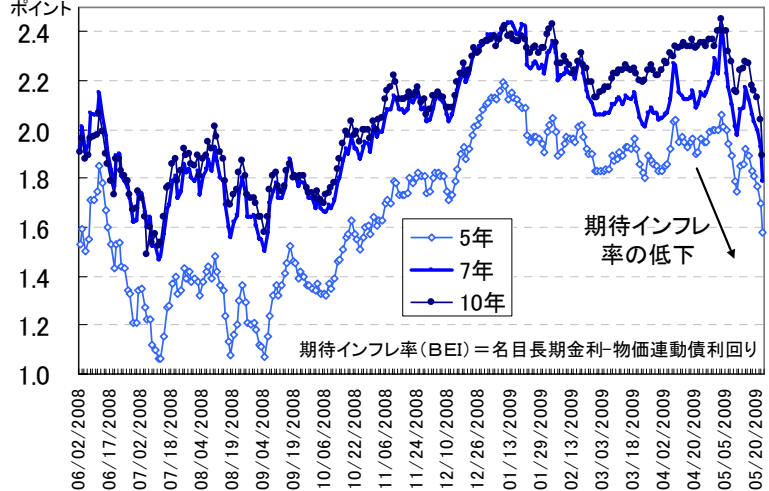
最近の米物価の伸び率をみてみると、5月20日に発表された4月の米消費者物価では、コア指数が44年ぶりの低い伸び率であった。日米欧各国との比較でも、限界的にコア指数の伸び率の鈍化が著しい（図表5）。ちょうど原油価格が急落していることも手伝って、インフレ警戒の度合いが後退したことは大きな底流変化にも感じられる。この変化を「デフレ懸念」と呼ぶか、「ディスインフレ」と呼ぶのかは微妙な判定になるが、いずれにしても循環的な景気拡大では経済体質が正常化しにくいことを示す変化だと捉えられる。株価形成において、物価上昇のトレンドが薄らぐことは、潜在的に企業収益の押し下げる要因になるとみられる。米国のディスインフレ傾向が見え始めたことは、ギリシャ問題のみならず、以前のように経済体質が素直に復元しにくいことを反映しているのかもしれない。

こうしたインフレ予想の変化は、FRBが出口政策に着手した後でも、それほど高めに利上げをしないという予想を醸成することになる。債券投資においては、インフレ予想が後退するほどに債券の魅力は高まる。ギリシャ問題に端を発する株価下落に伴って起こった資金シフトでは、米債券が安全資産としてより受け皿になりやすい環境であったと言える。日本経済は円高進行というかたちで、米国のディスインフレ傾向のあおりを受けた格好である。

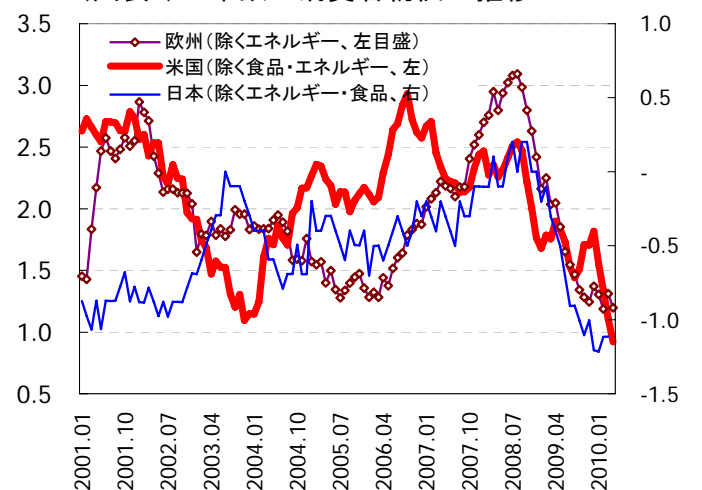
％ポイント（図表3） 期間別金利差の推移



％ポイント（図表4）物価連動債利回りから算出した期待インフレ率



前年比％（図表5）日米欧の消費者物価の推移



出所：総務省、米労働省、EUROSTAT

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。

## 金価格と物価連動債利回り

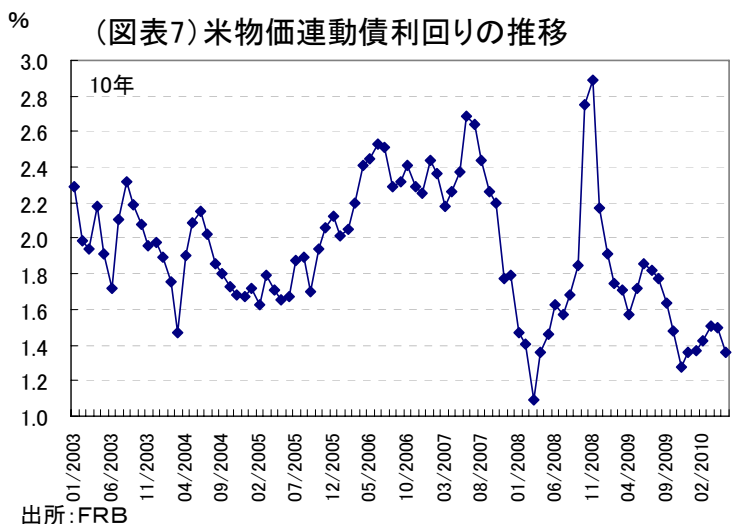
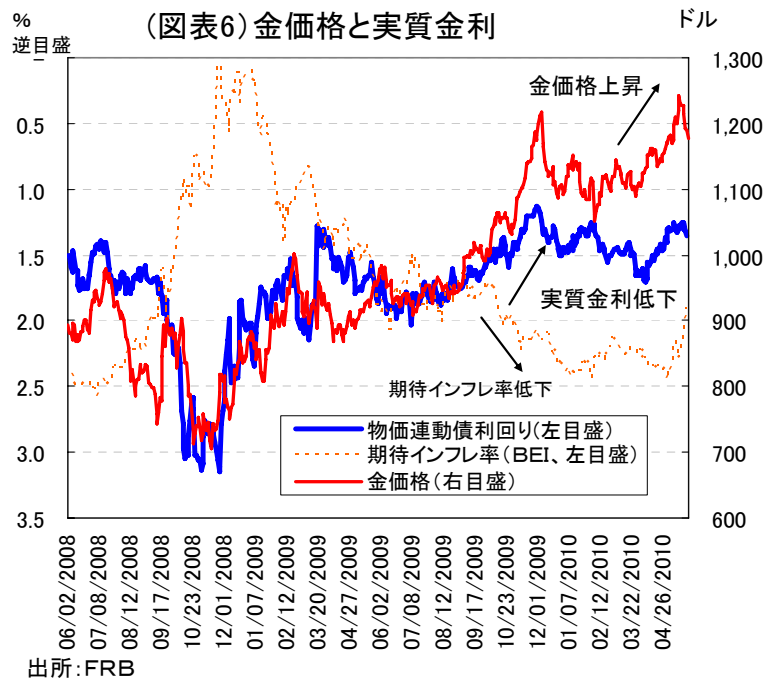
最近の金融混乱のマネーの動きが複雑なのは投機的变化が重なっているからである。ユーロドルは、5月18日まで下落一辺倒だったが、ここにきて反発している。反面、豪ドルやブラジル・レアル、金は売られている。筆者の解釈では、ユーロドルを売って同時に高金利通貨などを買うようなキャリー取引の解消が進んだものとみている。いわば投機的取引の反動が出ているのである。

現局面で読みづらいのは、投機的取引が一旦は手仕舞われてユーロドル安に一服の動きがあっても、投機解消の余波として、各国株価下落と米債券買いが継続する展開になっていることである。ユーロ安+株安+長期金利低下という組み合わせは、株安+長期金利低下へと変わっている。ユーロ下落に体化されたペシリズムが一段落しても、株価低迷が続くのなら、今度は米国経済にも何かの変調があるのではないかとこの視点を持つ人が増えるだろう。

ところで、投機的な動きに揺さぶられてきた金価格の動向について考えてみたい。筆者の指摘するディスインフレ傾向が明確になっていく環境は、本来、金価格が上昇する変化とは相容れないように思える。なぜならば、金は教科書的にインフレヘッジの手段と考えられるからだ。ディスインフレ環境下では金投資が手控えられるという発想になる。しかし、実際に期待インフレ率の推移と金価格の動向を重ねるとほとんど一致してはいない。むしろ、金価格は物価連動債利回りの逆相関になって動いているように見える(図表6)。つまり、実質金利の低下に伴って金価格が上昇するという流れである。

これまでの物価連動債利回りは、リーマンショック前後に大きくかく乱されることがあった。そうした時期を除くと、最近では低位で推移しているようにも見える(図表7)。これは、経済ショックや金融混乱が起こると、実質金利の先行きも暗雲が立ち込めるということを示すのだろう。それに反応して金価格が上昇するという流れは、金価格が単に投機的な動きを代表しているのではなく、もっと投資家が経済環境に不安を感じるセンチメントを抱いていることを反映しているようにも思える。

最後に、筆者には、ギリシャ問題のほかにあるリスクについて、まだ論点を綺麗に整理できていない部分が多いことは認める。本稿は、そうした分析の途中経過として、期待インフレ率や実質金利の低下といったファクターが微妙に絡んでいることを示そうというものだ。



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。