

Market Watching

市場レポート

テーマ：2006年マーケットの主題は過剰流動性の吸収(1) 発表日：2005年12月14日(水)
 ～米欧利上げによるインパクトは無視できない～ (No. MW-38)

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

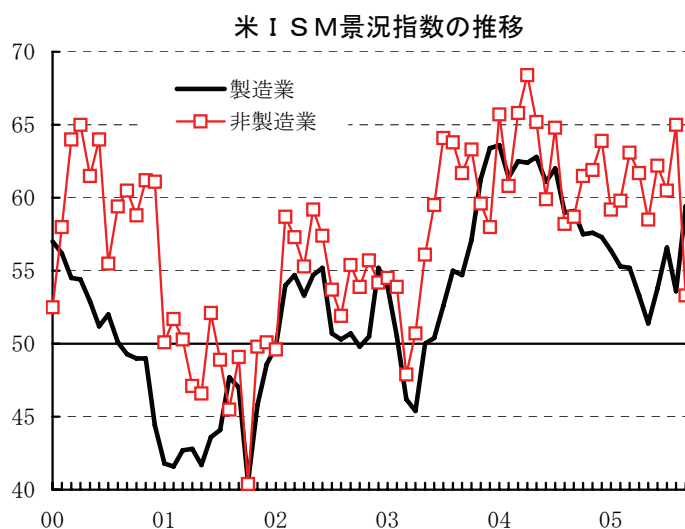
- ここへきて、世界経済は再加速の兆しを強めている。ハイテク部門や中国を起点とした在庫循環の一巡から、生産活動を中心とした循環的な減速圧力は相当程度後退してきた。
- 米国では04年半ばから利上げを継続し、ようやく景気に対して中立的な水準近辺まで政策金利は引き上げられてきた。加えて、ユーロ圏でもこの12月に利上げを断行、実質マイナス金利からの脱却を図っている。日本でも、来春にも量的緩和政策からの脱却が図られるとの見方が多い。
- このように、世界的な超低金利時代が終焉を迎えたなか、06年は過剰流動性の減少による実体経済やマーケットへの影響がテーマとなろう。
- 過剰流動性が急増した後に減少に転じたのは、90年代以降では94年と00年に確認されるが、いずれもグローバルな資金フローに甚大な影響を及ぼした上、実体経済にも相応のインパクトを与えた。こうしたことから、06年はグローバルマーケットにとって大きな“転機”になると見込まれる。

順調な拡大見込まれる世界経済

2004年半ば以降やや停滞した世界経済は、ここへきて再加速の兆しを強めている。足元の景気拡大局面を振り返ると、2001年末から2002年初にかけて、各国経済は相次いでボトムアウトした。当初は2001年9月の同時テロからイラク戦争に至る“地政学的リスク”の増大や、米国を中心とした企業の不正会計問題もあって、先行き不透明感が強い中、景気の回復は極めて緩やかなものにとどまった。しかし、イラク戦争が短期間のうちにほぼ終結すると、景気の回復基調は一気に高まった。

2004年半ば以降、ハイテク分野での在庫調整、中国国内での在庫積み上がりなどから、世界経済は循環的な減速局面に入った。日本においても、輸出の鈍化とともに、国内で在庫積み上がりが見られた。加えて、原油価格の高騰もあって、世界的に製造業を中心に景況感は悪化した。ただし、非製造業分野は最終需要が低金利に支えられたことを背景に底堅さを保ち、これが世界的な景気失速回避に繋がったと判断される。こうした状況は、米国のISM景況指数によく現れている。

足元では、ハイテクや中国を起点とした在庫調整はほぼ完了し、世界経済は再加速の気運が高まっている。夏から秋にかけて相次いで米国に被害をもたらしたハリケーンの影響も一巡し、米消費者センチメントは改善、懸念されたクリスマスセールスも、最終的には前年並みの伸び(前年対比6%程度)を達成すると期待されている。米最終需要の回復は、日本や欧州、アジア各国の輸出増加に繋がるとして、各地域の景況感も改善している。日本では、企業の収益性



改善を主因として、内需に力強さが増してきており、06年はデフレ脱却の最終局面に入ると見込まれている。

景気回復を背景に世界的に超緩和的金融政策から脱却

12月1日、ECBはレポレートを+25bp引き上げて2.25%とした。これにより、ECBはこれまで約2年半にわたり続けてきた史上最低水準での実質マイナス金利政策からの脱却へ向かって、第一歩を踏み出したことになる。米国は、1年半前となる04年6月以降小刻みな利上げを続けており、これで米欧が揃って超低金利政策を解除したことになる。

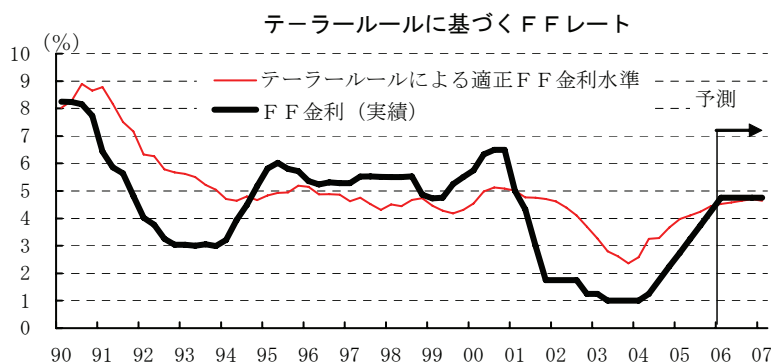
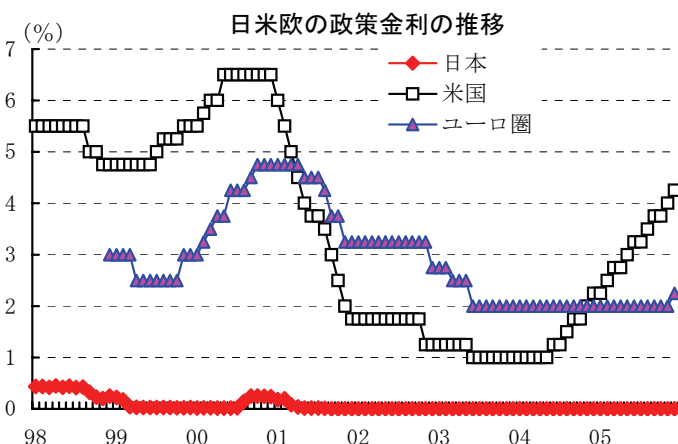
前述したように、世界経済は順調に拡大経路を辿っている。底堅さを保った最終需要に加え、循環的な動きを示す生産・在庫活動が上向きに転じ始めたことから、当面は景気の失速リスクは小さく、セオリー的にはむしろ過熱を警戒すべき状況に入りつつある。したがって、FRBやECBの判断は至極当然のものと言える。

超低金利政策の脱却で一步先んじたFRBは、景気に対して中立的な水準までの利上げを緩やかなペースで行っている。言い換えれば、景気拡大にブレーキをかけなければならないような（インフレリスクの大きい）状態ではない、としている。FF金利は4.25%にまで引き上げられたが、テーラールールによる“適正水準”や実質金利水準などから判断すれば、中立ゾーンに入ってきたと言え、連続利上げもそろそろ一旦打ち止めされるとの期待が大きい。一方、ECBは利上げを開始したばかりで、レポレートはまだまだ景気に対してはかなり刺激的な水準にあると判断される。ただし、米国のように内需が好調とは言えないことから、利上げのペースは米国に比べてかなり緩慢なものになると見る向きが多い。

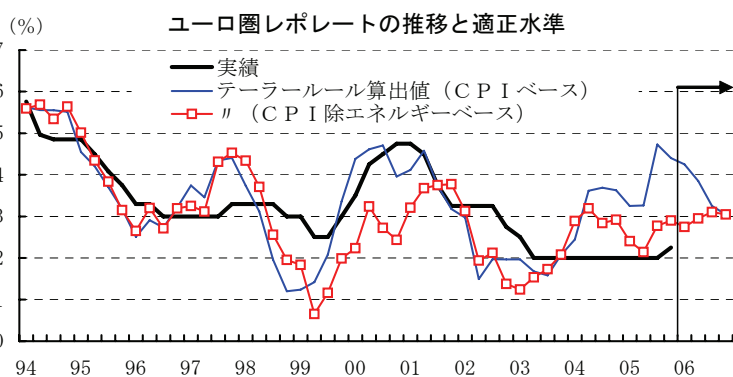
今後の米欧の金融政策については、米国では1～3月期中に1～2回の利上げを行った後は、しばらく様子見に入るとの見方が多いようだ。また、ECBについても、06年中に1～2回程度の追加利上げが実施される程度と予想されている。

“超緩和から中立”でも過剰流動性は吸収へ

このように、米欧は景気の順調な拡大を背景にそれまでの超緩和政策を改め、緩やかな利上げに転じた。エ



(注) テーラールールによる適正FF金利は、 $CPIコア上昇率 + 均衡実質金利 + \{ (CPIコア上昇率 - 2\%) + (GDP成長率 - 潜在成長率) \} / 2$ で算出。ただし、均衡実質金利を2%、GDP成長率は5年移動平均、潜在成長率は3.5%とした。予測は第一生命経済研究所

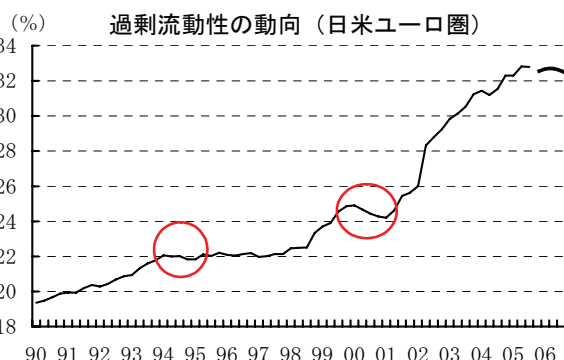
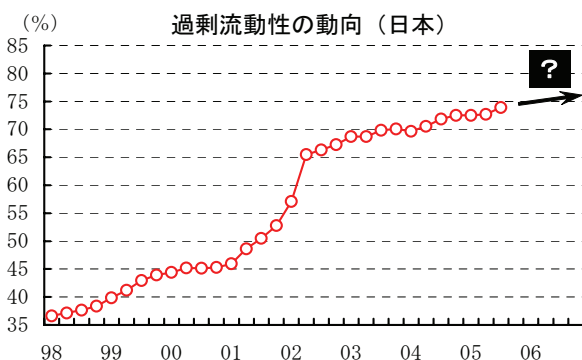
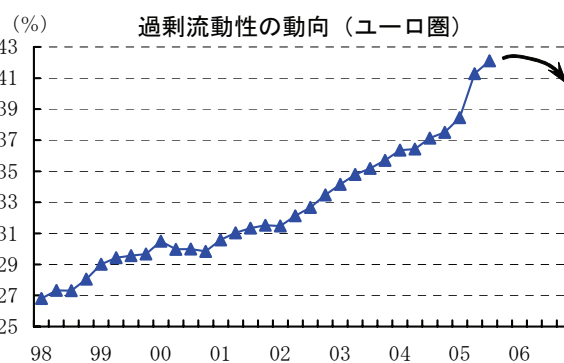
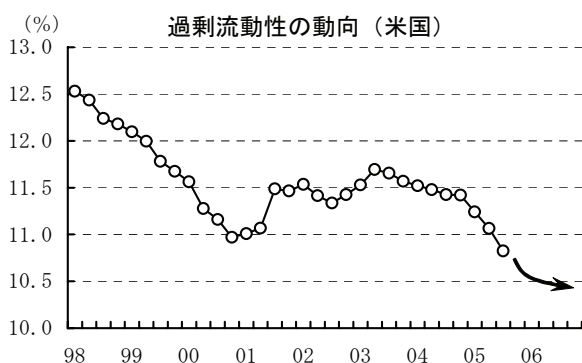
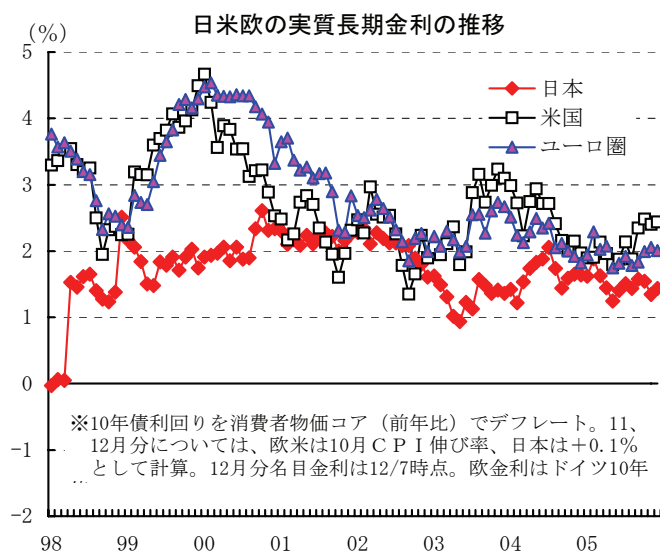


(注) テーラールールによる適正レポ金利は、ドイツのGDP、CPIで算出。ただし、均衡実質金利を2%、潜在成長率は1.5%とした。予測は、“Consensus Forecast”に基づき第一生命経済研究所作成。

エネルギー価格などを除いたコアベースのインフレに加速感がないことから、マーケットも景気のソフトランディングをイメージする形で、株価は業績の改善に見合う形で上昇を続ける一方で、長期金利は低水準にとどまっている。実質10年債利回りを見ると、日米欧でそれぞれ2.0%±0.5%の範囲内にあり、インフレの加速や景気の過熱、または失速を織り込むような水準にはないことが分かる。いわば、世界のマーケットは“凪(なぎ)”の状態にあるとも言える。

しかし、政策金利が引き上げられていくことにより、マーケットに流れる資金量には着実に変化が見えてこよう。04年までの主要国での超低金利政策により、世界的に過剰流動性が高まった。M1の名目GDPに対する比率を見ると、米国では00年10~12月期をボトムに上昇傾向を強めたが、03年4~6月期をピークに緩やかに低下、利上げが回数を重ね始めた05年1~3月期以降は低下ピッチが早まっている。今後も、もう1~2回程度の利上げが見込まれていることから、しばらくは低下傾向、すなわち過剰流動性の吸収傾向は続く公算が大きい。一方ユーロ圏では、足元まで上昇傾向が続いているが、今後はECBが利上げに転じたことから同比率も低下に転じ、米国と同様に過剰流動性の吸収が目立ってくるものと予想される。

このような米欧の動きに追随するかどうか注目されるのが日本だ。日本では01年3月の量的緩和政策導入から、同比率は急上昇し始め、02年以降はテンポは鈍ったものの足元まで上昇基調が続いている。今後は、市場予想通り来春にも量的緩和政策が解除されれば、同比率の上昇ペースはさらに鈍る、ないしは上昇に歯止めがかかると見込まれる。



(注) 過剰流動性はM1/名目GDPで算出。ただし、日米ユーロ圏の合計はドルベース。

日米ユーロ圏の合計で見れば、米国の利上げを背景にすでに同比率の上昇には歯止めがかかっているが、前述した状況から今後は低下に転じ、その傾向は徐々に強まってくるものと判断される。その他の国の金融政策については、利上げに転じる国が増えつつある一方、利下げを行っているのは自国通貨下落をねらうブラジルなどごく一部にとどまっている。このように、06年は世界の過剰流動性が減少に転じるという、大きな転機の年になりそうだ。このように日米ユーロ圏のM1の名目GDP比率で見た過剰流動性が減少に転じるのは、99年後半から01年初にかけて以来で、それ以前は94年となる。いずれも景気の過熱などを抑制するための欧米の利上げが背景である。

過剰流動性の減少が招くインパクト

重要なことは、過去2回の過剰流動性減少期は、いずれも世界の金融市場に大きなインパクトをもたらした点である。前回の00年前後の時期はITバブルの崩壊を招いた。その前の94年は、メキシコ通貨危機に繋がった。もっとも、過剰流動性が減少する前の段階で、一旦大きく増大したことも問題だ。00年の減少前は、98年のロシア危機→LTCMショックに対応する米緊急利下げなどで過剰流動性が発生し、94年の減少時期前には日本のバブル崩壊や米国でのジョブレスリカバリーなどが、景気浮揚のための流動性供給を促していた。今回も、ITバブル崩壊、同時テロ後に席卷した地政学的リスクの増大、企業不正会計問題、日本のデフレ深刻化、原油価格の急騰などが、世界的なデフレ懸念を高め、超低金利政策の長期化による、最近では見られなかった規模の過剰流動性増加をもたらした。

このように、過剰流動性が発生している中に立脚した市場の動きは、前2回の経験を振り返るまでもなく、過剰流動性が減少し始めると大きく変化、世界経済にも大きなインパクトをもたらす、場合によっては傷跡を残す可能性がある。

過剰流動性減少時には、過剰流動性発生時に生じたマーケットの歪みが是正されたり、弱点がつかれたりする傾向がある。そこで、今回の過剰流動性発生時に起こったマーケットの特徴を振り返ると、①原油をはじめとした国際商品市況の急騰、②国債、中でも米国債利回りの低位安定（長短スプレッドの縮小）、③米北東部や西海岸などを中心として発生した住宅価格のバブル的上昇、④社債の格付け間のスプレッド縮小、⑤日本や資源国の株価大幅上昇、などが挙げられる。例えば①の国際商品市況については、足元でも比較的需給がタイトな原油に比べ、銅などは足元での需給はそれほどタイトではない。また、③の米住宅バブルなど状況が一変するリスクが高いものもある。一方、日本の株価については東証一部予想PERは22～23倍程度と、際立って高いわけではなく、デフレ脱却という大きなテーマも存在することから、決してバブル的に上昇しているというわけではない。このように、ある程度のファンダメンタルズの裏付けがあるものもあるが、これらは02年からの過剰流動性発生の中での特徴であることから、巻き戻しの動きもファンダメンタルズから乖離して上昇が際立ったマーケットを中心に起こるリスクは高いと言えよう。また、それに絡み、98年のLTCMショックのようにヘッジファンドを含めた運用機関が大きな損失を出し、それが信用不安に繋がるなどして予想外に広く影響が及ぶリスクも否定はできない。