

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(2) 発表日：2005年12月14日(水)
 ～米利上げ想定以上のリスクと日銀への圧力～ (No. MW-40)

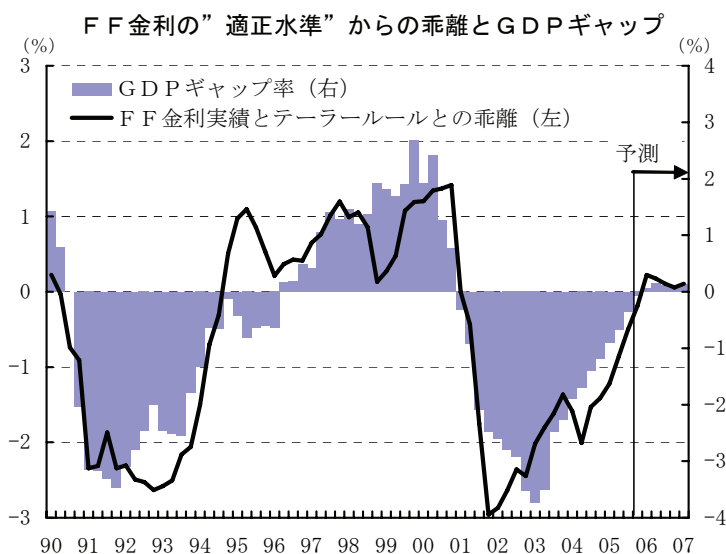
第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- 2006年は、世界的な過剰流動性の減少に伴い、グローバルマーケットの転機になると考えられる。しかし、これまでのところ、すでに超低金利政策から脱却し始めた米欧でも、景気にブレーキをかけるような事態は想定されていない。
- しかし、景気が順調に拡大傾向を辿るとするならば、過去の例から見ても米国は需給の逼迫度合いに応じて景気に対して抑制的な水準まで利上げを継続する可能性がある。
- 景気の循環的な回復とともに、これまでのエネルギーを中心とした原材料価格上昇の累積的な影響が、今後コアベースでのインフレ率を小幅ながらも押し上げる可能性がある。この場合、中央銀行やマーケットがインフレ加速懸念を必要以上に強めるリスクもある。
- このように、現実的には過剰流動性の減少が予想以上に早まり、グローバルマーケットへのインパクトもより強くなる可能性も否定できない。この場合、日銀にラスト・リゾート的なプレッシャーがかかる可能性もある。

実際には超低金利脱却から景気引き締めに至る可能性も

Market Watching「2006年マーケットの主題は過剰流動性の吸収(1)」で見てきたように、04年半ばからの米FRBの利上げ継続、そしてこの12月のECB利上げにより、世界はこれまでの超低金利時代から脱却、今後は過剰流動性の減少が見込まれる。このため、06年のグローバルマーケットに相当程度の変調が及ぶ可能性が高まってきたと判断される。

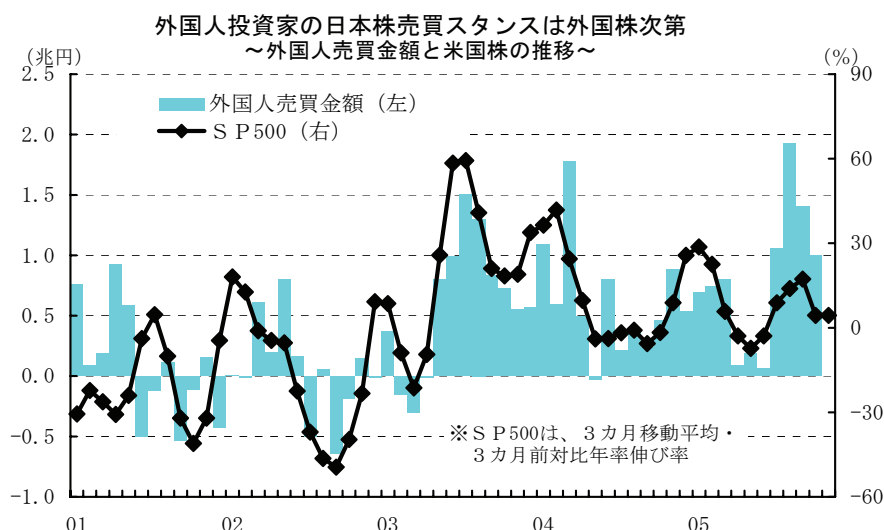
しかし、より厳しい環境に晒されるリスクもある。景気の拡大基調が続くとその前提に立てば、そして過去の金融政策のパターンから判断すれば、特にFRBについては市場が予想しているよりも高い水準にまで金利が引き上げられる可能性がある。テーラールールで求めた“適正”FF金利水準と、実際のFF金利誘導目標水準との乖離は、そのままFRBのスタンスを表していると言える。すなわち、適正水準よりも誘導目標水準が高ければ景気に対して抑制的なスタンス、逆に低ければ景気に対して刺激的なスタンスを採っていると考えられる。これと平行に推移するのが、米国の需給ギャップである。潜在成長を上回るようなペースでの景気拡大が続くことによってGDPギャップがプラスに転じるような局面では、FF金利の誘導目標水準は適正水準よりも高めに引き上げられる傾向が極めて高い。米経済は、昨秋のハリケーン被害の復興需要も相俟って、06年前半は潜在成長ペース(年率+3.5%程度



(注) 予測は第一生命経済研究所

と判断される)を上回る高成長になると予想される。実際に生産循環が上向きに転じていることから、景気の過熱感は相応に高まる可能性もある。このため、近いうちにGDPギャップもプラスに転じると見込まれる。つまり、FRBがFF金利を景気抑制的な水準にまで引き上げる環境が整うということになる。足元で、景気に対して中立的なFF金利水準は4.5%±0.25%程度との見方が多いが、景気がこれまで同様+3.5%を若干上回るようなペースで拡大するようであれば、市場予想以上に利上げが続く可能性は大きいと言えよう。

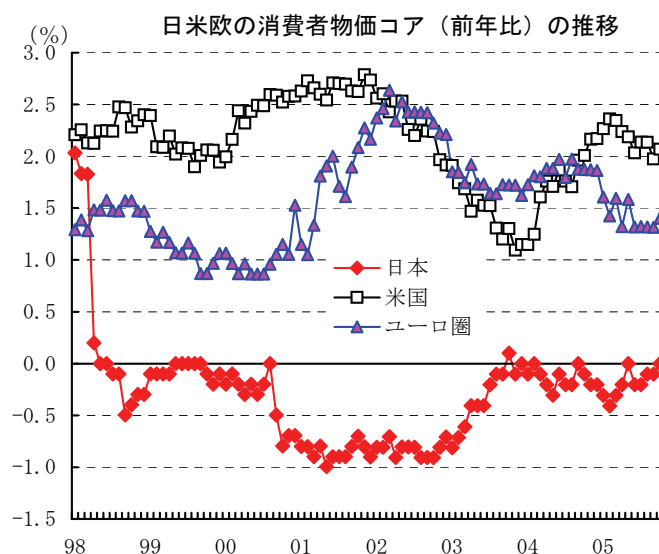
この場合は、景気過熱懸念からFRBが景気にブレーキをかけるような水準にまで利上げを行うことになるため、先行きの景気減速・業績悪化を懸念して株価が下落する一方、長期金利は低下して債券利回りは逆イールドに転じる可能性が高まる。米国経済の減速懸念と米国株の下落は、世界の株価下落に繋がるおそれが出てくる。外国人保有比率が急速に高まっている日本株市場も、その影響を免れ得ないだろう。なお、米住宅市場に関しては、利上げ継続が実際の景気減速に繋がり、それが消費者の所得減少、ないしは消費者センチメントの悪化をもたらすまでに相応のタイムラグが生じる。それまでに長期金利の低下によってモーゲージ金利も低下すれば、住宅需要や借り換えに伴うキャッシュアウトなどの効果が、消費や住宅市場をそれなりに下支えする可能性もある。ただし、いずれにせよ足元のコンセンサスに比べて、06年後半以降の景況感はかなり程度悪化することは確実となろう。



最悪のシナリオはインフレ懸念の高まり

最も憂慮される事態は、インフレ懸念が高まることによって、米欧を中心として金利の上昇ペースが加速するシナリオである。金利の上昇から景気減速懸念が高まる上、インフレリスクプレミアムが上乘せられることによって長期金利もしばらくは急上昇するリスクが出てくる。この場合は、世界的な株式市場だけでなく、国際商品市況(金を除く)、債券市場からも一時は資金が流出しよう。過剰流動性が急速に吸収される中で、金や現金に近い形での保有が一旦は中心となる。

無論、向こう1年程度のうちに、エネルギーなど原材料コストの最終製品価格への転嫁が急速に進んでインフレ率がオイルショック時のように大幅に加速するような事態は想定し難い。しかし、小幅ながらもインフレ上昇ペースが加速すれば、中央銀行やマーケットのインフレ懸念を煽る公算がある。需給ギャップ縮小の割にコアインフレが落ち着いているように見られる米国だが、これまでのエネルギー価格上昇の累積的な影響が、今後コア物価の上昇ペースを小幅ながらも加速させる可能性はある(詳細は、Market Watching「世界経

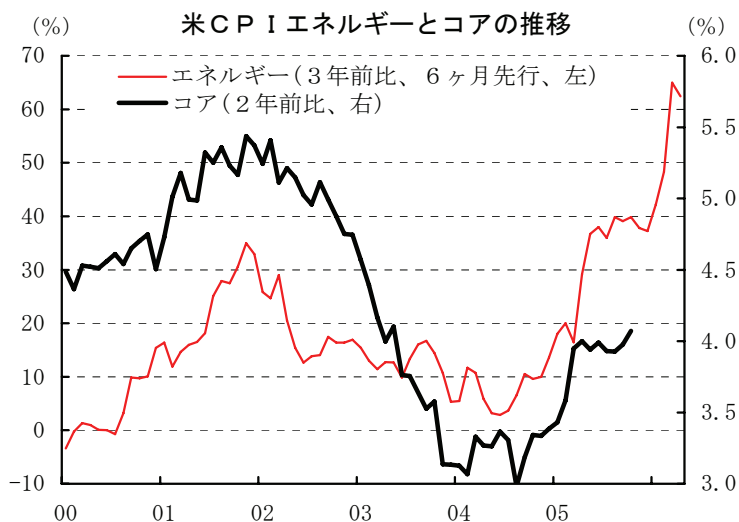


「済は原油高にどこまで耐えられるのか」(05/8/25)を御参照)。これまでインフレの沈静傾向が続いており、インフレ加速のリスクをあまり見てこなかっただけに、上昇ペースが小幅アップしても、市場に与えるインパクトは大きなものとなる可能性がある。

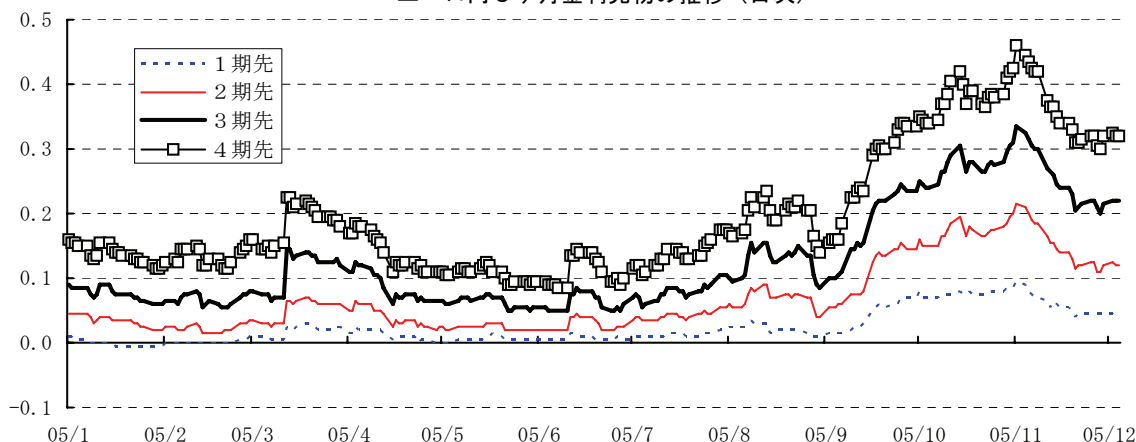
日銀は再び“ラスト・リゾート”となるのか

F R BとE C Bが超低金利政策からの脱却を図っている中で、日銀だけが取り残されている。デフレという経済環境、財政改善のプレッシャーという環境から判断すれば、そのタイミングが他国に遅れることは当然と言えば当然であるし、仕方がないこととも言える。

量的緩和の解除によって、過剰流動性の拡大には一定の歯止めがかかると見られる。しかし、足元で日銀と政府との間で金融政策に絡んで論争が強まっているように、一時は06年秋にも、と予想されていたゼロ金利解除に関しては、相当程度先送りされる公算も出てきた。無論、世界経済が好調さを保つのであれば、やはり今年度内には景気に見合った水準へ短期金利を誘導するための第一歩が踏み出される可能性残されている。実際、今後インフレ率がプラスへと転換していく中で、実質短期金利はマイナスゾーンへ低下し、景気や資産価格の押し上げ効果はこれまで以上のものとなる。こうした資産価格のバブル的な上昇、ないしは先行き期待を煽ることが過剰供給力を生むようなことは、80年代後半の例を紐解くまでもなく、その後の反動を大きなものとするリスクがある。



ユーロ円3ヶ月金利先物の推移 (日次)



とはいえ、これまで述べてきたように現実的には米欧を中心とした金融政策の転換と、それに伴う過剰流動性の減少に、日銀がさらに追い打ちをかけるような政策をとれるかと言えば微妙だ。特に、米国などでインフレ懸念が高まるような場合には、過剰流動性の減少どころか世界的にリスクマネーが収縮するおそれが高まる。この場合、インフレリスクという点では最も低い日銀が、世界のマネーのラスト・リゾート的な役割を期待される可能性もある。

このように、06年は世界的に景気に対して楽観的な見方が広がる中で、マネーの面から見れば早くも転調の兆しが出ている。日本の場合はデフレ脱却の最終段階と位置づけられる中で、特に景気回復や資産価格の上昇、そして財政・金融政策の正常化などが期待されているところではあるが、06年後半以降は雰囲気が一変している可能性は十分にある。