

Market Watching

市場レポート

テーマ：年度内量的緩和解除ケースの市場への影響

発表日：2006年2月27日（月）

～年度内解除は利上げへの強い意欲と捉えられ、ネガティブな要素多い～

(No. MW-52)

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

前向き？な福井総裁

ここへきて早期量的緩和解除観測が俄に高まってきた。23日に行われた福井日銀総裁の国会答弁で、引き続き量的緩和解除に向けての前向きな発言が見られたうえ、量的緩和解除後についても「金利が上がる方向にあることは確かだが、極めて低い水準を経て、いわゆる中立的な金利水準に余裕を持ったペースで修正していく。この段階の終結過程まで決して金融引き締めではない」と述べたことが背景。

一方で、量的緩和解除時期を巡る市場関係者のコンセンサスは、物価展望レポートが提出されるタイミングとなる4月28日となっており、“早期量的緩和解除&早期ゼロ金利解除”との見方は高まったものの、引き続き予想の中心ではない。市場が年度明け後となる4月の量的緩和解除を予想しているのは、決算期末となる3月に、わざわざ市場の混乱リスクをとってまで解除を急ぐとは考えにくい、ためである。確かに、昨年9月来の日銀審議委員による3～4月頃の量的緩和解除を示唆する発言が繰り返されても、株式市場を中心に目立った混乱やネガティブな反応は見られなかった。むしろ、量的緩和解除は日本経済がデフレ脱却から本格回復へ向けて、避けては通ることができない問題である一方、そのことにより実体経済にマイナスの影響があるとは考えにくいことから、一つの“通過儀礼”として冷静に評価していると受け止められているようだ。

年度内に実施される場合の意味

しかし、このように冷静に作り上げられたコンセンサスを無視してまで、そして決算期末に行うというリスクを賭してまで、3月に量的緩和解除を実施するとすれば、市場はそこに日銀の前のめりな姿勢を感じ取るはずだ。

景気に特にインパクトを与えないであろう量的緩和解除を、わざわざ1ヶ月半程度前倒ししなければいけないような状況（インフレ加速、ないしはバブル膨張リスクが極めて高いような状況）に、日本経済が追い込まれているとは考えにくい。したがって、年度末に解除を断行するとすれば、それは日銀の利上げ（ゼロ金利解除と景気に対して中立的な水準までの段階的な利上げ）に向けた強い姿勢を誇示する意図があると捉えられよう。

確かに、市場は4月に量的緩和の解除を行うことを織り込みながらも、特に強いネガティブな反応は見られなかった。その背景には、ゼロ金利政策は半年から1年程度は続くと想定していたことが挙げられる。弊社では、06年度中はゼロ金利解除は行うべきではないとのスタンスを採っているが、このことは06年度中の実質短期金利がマイナス圏で推移することを意味する。この場合、実質マイナス金利を通じて株式市場には相当程度のポジティブな要因となるほか、為替市場でも円安圧力を高めることになる。無論、金利についても相対的に低水準にとどまることが想定される。実体経済面でも、企業などの借入れコストが低水準にとどまることが、収益にプラスに働く。特に、持続的な景気拡大が消費拡大につながり始めていることにより、06年度の日本経済は出遅れていた非製造業や中小企業などで景況感のさらなる改善、全体へのキャッチアップが進む状況にある。中小企業では借入れ依存度が大きいため、業況が改善し、金利が低水準にとどまっているのであれば、これまで見送られていた設備投資も行いやすい。このことは、中小企業の生産性や収益性を高めることに繋がり、日本経済の底上げに必須といえる。

このように、量的緩和を解除しても、ゼロ金利政策がある程度の期間持続するのであれば、市場動向から見ても、実体経済から見ても、日本経済に与えるプラス面は大きいと判断される。逆に、ゼロ金利の期間が短い

ほど、その恩恵は小さくなる。

マーケットへのインパクト

マーケットに関しては、量的緩和政策の予想外の前倒しが実施されることとなれば、ゼロ金利政策期間も想定外に短くなることを織り込むことになろう。その場合、株式市場では早期利上げ警戒姿勢が徐々に強まると予想され、株価は頭の重い展開が続き、期待されたほど上昇しないリスクが高まる。また、為替市場でも想定していたほど内外の実質金利差が拡大せず、むしろ比較的早い段階から縮小に転じるとの見方が強まり、円高方向へと明確に舵を切ろう。債券市場では、思惑に振り回される格好で右往左往している感がある。しかし、早期利上げ期待に伴う短期金利の上昇明確化、相場としての色彩が強い先物市場に振り回されやすい中期ゾーンの金利上昇が予想される一方で、マーケットでのインフレ加速懸念が高まるとは見込み難いことから長期金利の上昇は鈍いものにとどまろう。すでに、欧米と似たようなフラット化が進み始めており、こうした傾向が続く可能性が大きい。ただし、銀行をはじめとした機関投資家は債券にやや偏重した運用を行っており、長期ゾーンに波乱が起きるリスクも見ておきたい。

