

Market Watching

市場レポート

テーマ：世界同時利上げで06年は混迷の年に①～日本 発表日：2006年3月15日（水）
～3月量的緩和解除断行を勧告すれば、市場の利上げ見通しは甘い～ (No. MW-56)

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

- 米国は2004年6月から、ユーロ圏は05年12月から利上げを開始、それぞれ市場が見ているよりも速いペース、ないしは高い水準まで金利を引き上げている。さらに、日本も予想より早いタイミングで量的緩和解除に踏み切った。
- 世界的にインフレが落ち着いていることから、金融政策の先行きについて未だ楽観的な見方が多い。しかし、生産循環が拡大に転じ始めたところである点などを勧告すれば、こうした見方は今後も修正が繰り返される可能性が高い。
- 問題となるのは、主要国が同時に利上げを繰り返すことにより、過剰流動性が急激に減少した場合の市場へのインパクトだ。2001年以降かつてない勢いで積み上がった過剰流動性が減少に転じれば、グローバルな資金フローに劇的な変化をもたらし、それが実体経済に大きな影を落とす可能性がある。
- そこで、市場が十分に直視していないと思われるリスクを浮き彫りにする形で、今後の金融政策や市場動向について、いくつかの切り口から数回に分けて考察する。

量的緩和3月解除を甘く見てはいけない

日本銀行は9日、約5年にわたって続けてきた量的緩和政策の解除を決めた。市場の反応は、2月に入ってから福井日銀総裁の早期解除に対する前向きな発言や、政府関係者による日銀の判断を尊重する旨の発言増加を受けて相当程度3月解除を織り込んでいたことから、株式市場などではむしろ不透明要因出尽くしとして好感する形となった。また、注目された“目安”については、中長期的な物価安定水準などが示されたことから、量的緩和解除後もゼロ金利政策が続くとの解釈が一旦はコンセンサスとなっている。

量的緩和の解除は、①当座預金残高水準を現行程度（30兆円）に保つ3月末までの【第一段階】と、②数ヶ月かけて所要準備高（6兆円）まで縮減していく【第二段階】、③コール無担翌日物金利の誘導目標水準で明示していく【第三段階】——に分かれている。【第二段階】までは、コール無担翌日物金利は確実にゼロ%程度に保たれるため、金融政策手段が量から金利へと完全に移行するのは【第三段階】からとなる。要するに、当座預金残高を所要準備程度まで引き下げていく【第二段階】に3ヶ月程度かかるとすれば、7月以降はゼロ金利政策をいつまで続けるかが焦点となる。

量的緩和解除→ゼロ金利解除へのスキーム

段階	行動	時期
【第一段階】	当座預金残高水準を現行程度（30兆円）に保つ	3月末まで
【第二段階】	数ヶ月かけて所要準備高（6兆円）まで縮減していく	4～6月期中
【第三段階】	コール無担翌日物金利の誘導目標水準で明示していく	7月以降

ゼロ金利政策脱却、すなわち利上げの時期に関して市場の評価が分かれているのが、声明文に盛り込まれた“中長期的な物価安定水準”である。日銀各審議委員は、中長期的な物価安定水準として0～2%、1%を中

心に概ね分散したとしている。ここで、一つの解釈として、『物価安定の中心値となる1%になるまでは、ゼロ金利政策が継続される』という見方がある。確かに、1%という物価上昇率を日銀が“目標値”、ないしは“参照値”としているのであれば、その可能性もある。しかし、日銀は0~2%というレンジも、1%という中心値も、インフレ目標値でも参照値でもないと明確に否定している。

そもそも、0~2%という物価安定水準は、何も言っていないに等しい。ゼロ%以下、すなわち物価下落はデフレであり、それを日本銀行が許容するはずはない。逆に、国際的な価格競争の激しさ（米国でさえコア物価は落ち着いている）、中長期的な少子高齢化・人口減少などを勘案すれば、2%を上回る物価上昇率というのもあまりピンとこない。つまり、日銀が示したレンジは非常時以外のすべてに当てはまると言って良く、日本経済がデフレを脱却したと判断される段階から金融政策はあるべき機能を開始すると解釈されよう。

ここで足元の翌日物金利の水準を確認すると、物価上昇率がプラスに転じたことから、実質ベースでは金利はマイナスとなっている。85年以降

の実質無担コール翌日物金利（CPI除生鮮で実質化）の平均値は1.6%程度であることから、経験則的には足元の金利水準は中立的な実質金利水準を2%程度下回っていると言える。このほか需給ギャップなどを勘案したテーラールールなどに基づけば1~2%程度が景気に見合った短期金利水準と考えられ、やはり足元の水準と2%程度の乖離がある。要するに、足元の金利水準は景気実態に比してかなり低い、あるいは景気刺激的な水準にあると言えよう。

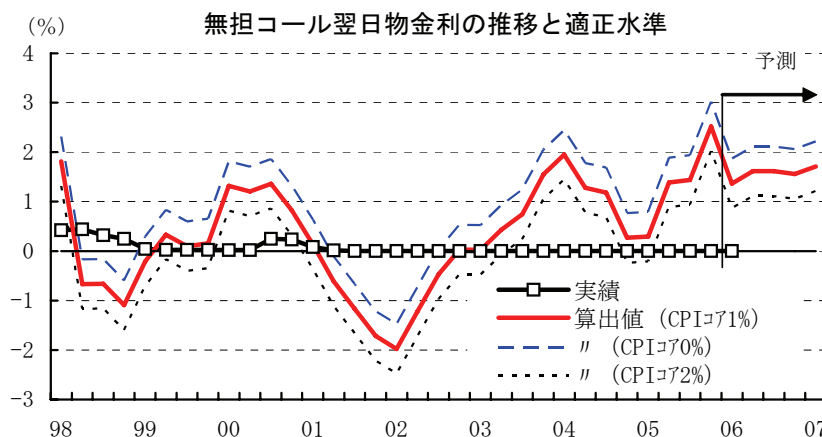
前述した日銀の物価に対する考え方を勘案すれば、日本経済がコンセンサス通りの回復基調を辿る場合、物価はすでに安定的な水準に入っている一方で、金利は景気を過度に刺激する水準にあるため、これをより望ましい水準に調整していくこととなる。注目されるそのタイミングについては、日銀がコンセンサスから外れ、且つ決算期末の混乱リスクを敢えて取ってまで3月に量的緩和解除を行ったことからすれば、当座預金残高が所要準備高程度にまで縮減された後『直ちに』実施される可能性が高いと言わざるを得ない。仮に、当座預金残高が6月末までに所要準備程度にまで縮減されるとすれば、ゼロ金利解除のタイミングは7月、遅くとも8月となる可能性が大きい。

短期市場は利上げ織り込み不足

市場は、日銀が量的緩和解除の決定後から、当座預金残高を所要準備程度にまで落とした後も、暫くはゼロ金利政策が続くと見ている。すなわち、前述した【第三段階】におけるゼロ金利期間がある程度長期化すると予想している。

短期先物市場の動きを3カ月物ユーロ円金利先物で確認すると（数字はいずれも3/14）、06年12月物と期近物（06年6月物）とのスプレッドは0.41、すなわち年内に+41bpの利上げを織り込んでいることになる。一回の利上げを欧米に倣って+25bpとすれば、最低1回の利上げは完全に織り込み、2回の利上げも概ね織り込んでいると言える。ただし、06年9月物と期近物とのスプレッドは0.20で、9月までにゼロ金利が解除される可能性を完全には織り込んでいない。一方で、07年3月物と期近物とのスプレッドは0.60となっており、06年度内に2回の利上げが実施されることを織り込んでいる。

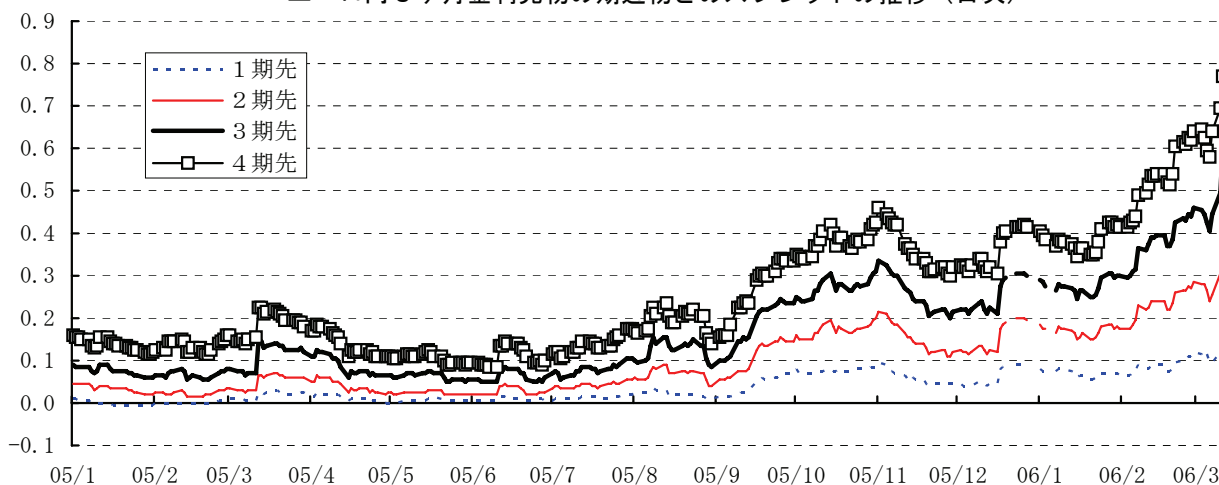
なお、量的緩和解除が実施された3月9日時点について確認すると、06年9月物と期近物とのスプレッドは



(注) テーラールールによる適正金利は、均衡実質金利を1.5%、潜在成長率を1.5%、安定的な物価上昇率を0~2%とした。算出値予測は第一生命経済研究所3月予測に基づく。

0.24で、ようやく1回の利上げをほぼ織り込む程度にとどまっている。その後の福井総裁による国会答弁、及び水野審議委員による講演などを受けて、市場は過度に楽観的なゼロ金利政策長期化シナリオを修正し始めつつあるのが現状である。

ユーロ円3ヶ月金利先物の期近物とのスプレッドの推移（日次）



しかし、景気が潜在成長率を上回るようなペースで拡大するという日本経済見通しのコンセンサスの下では、日銀は金利を景気実態に見合うと思われる水準にまで粛々と引き上げていく公算が大きい。そのペースは3カ月で+25bp程度としても、米国が04年6月以降利上げしたペースが3カ月に2回、計+50bpのペースだったことに比べて半分という“緩やかなもの”という解釈も成り立つ。因みに、米国は1%にあったFF金利を、景気に対して中立的とされる水準の下限である4%程度まで約1年半かけて引き上げてきた。これをそのまま日本に当てはめた場合、7～9月期から1四半期毎に+25bpの利上げを行えば、ちょうど1年半で1.5%にまで引き上げられることとなる。これは、水野審議委員が3月14日の記者会見で指摘した中立的な金利水準の下限である。日本経済が内外需の両輪が揃った形で回復経路を辿っていくのであれば、FRBの金融政策と同等の舵取りは可能、との議論も出てこよう。さらに、日銀が敢えて3月量的緩和解除を決定した行動の背景や意味を勘案すれば、これを上回るペースで景気に見合った水準（＝テーラールールで算出された水準）への回帰を目指す可能性がある。例えば、需給ギャップが解消した段階（当社では06年度後半には需給ギャップが解消と予想）で、景気に見合った水準まで利上げを行おうとすれば、06年度内に最低でも4回（計+100bp）、過去の平均的な実質金利水準（≡中立的な水準）まで戻そうとすれば計+200bpもの利上げが必要となる。

以上のことから、日本経済がコンセンサス通りの経路を辿るとすれば、短期金融市場は予想以上に早い段階でのゼロ金利解除、及び予想を大幅に上回る速いペースでの利上げを織り込む必要が出てこよう。

上昇余地は意外に大きい債券利回り

債券市場についてみると、これまでは政策金利の動向を受けやすい短期ゾーン、及び先物市場の影響を受けやすい中期ゾーンの金利上昇が目立つ一方で、10年以上の長期～超長期ゾーンは金利が寧ろ低下するなど“ベアフラット化”が進んでいる。こうした動きは米国で顕著なほか、ユーロ圏でも比較的長期ゾーンの金利感応度が低くなっているなど、世界的な現象とも言える。世界的に長期金利が安定している背景には、需給面など様々な要因が指摘されているが、根本的にはインフレ期待が極めて小さいことが挙げられよう。しかし、生産循環が世界的に持ち直しの方向にある中、景気減速の兆候はほとんど見えていないのが現状である。こうしたなか、一時は長短金利が逆転していた米国では、逆転がほぼ解消している。少なくとも、長期金利が政策金利を下回るには、明確な景気減速の兆候が必要だろう。

日本でも同様のことが当てはまる。2年債利回りと無短コール翌日物金利とのスプレッドは、90年代半ば以降はほぼ0～50bpのレンジに収まっている。今後は利上げ局面に突入することを勘案すれば、これまで以上

にスプレッドが拡大する可能性もある。仮に、日銀が年内に計2回、0.5%まで無短コール翌日物金利の誘導目標水準を引き上げた場合、年末の2年債利回りは1%、ないしはこれを若干上回ってくる公算が大きい。一方、10年債利回りとのスプレッドは、90年代半ば以降では100~150bp程度である(90年代前半は100~250bp)。最近の世界的なフラットニングの動向を勘案すれば、年末時点での10年債利回りは2%からこれを若干上回る程度となる。ただし、機関投資家を中心に極めて表面利率の低い債券を多く保有している現状から、予想以上に需給が悪化するリスクは否定できない。日銀の利上げが景気中立的な水準へ向けて当分続くとの観測が高まれば、それもある程度スプレッドの拡大要因となる。したがって、90年代半ば以降の2年債と10年債とのスプレッドの上限である150bp程度まで長短スプレッドが拡大し、10年債利回りは年末に最大2.50%程度まで上昇する可能性も否定はできない。さらに、日銀がより早い段階で景気に見合った水準や中長期的な中立的な水準まで戻そうとすれば、短期市場のみならず債券市場に劇的な変化をもたらそう。仮に、年度内に計100bpの利上げをしようとするれば、ほぼそれと同幅2年債利回りも上昇すると予想される。一方、金利が景気実態に見合い、中長期的な中立水準に近づくことから、理論的には10年債利回りとのスプレッドは大幅に縮小するはずだが、機関投資家をはじめとした多くの債券保有者の投資行動次第では、一旦金利が大きく跳ね上がるリスクは否定できない。

