

テーマ：ゼロ金利解除後の株・金利・為替
～米国経済減速度合いを見極める展開へ～

発表日：2006年7月19日（水）

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

2度目の利上げはあるのか

日銀は7月14日に開催された金融政策決定会合で、ゼロ金利政策を解除、無担コール翌日物金利の誘導目標水準を0.25%とすることを決めた。この結果は市場の事前予想通りのもので、結果を受けて市場が動揺するような局面は見られなかった。

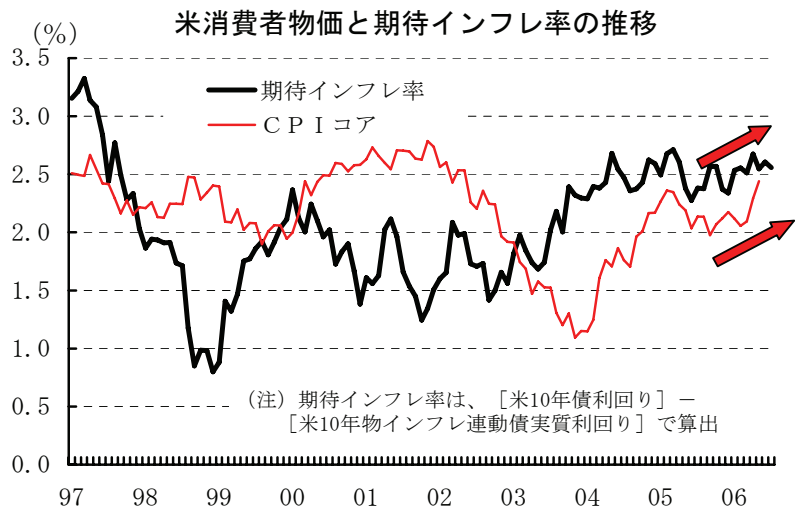
その後行われた福井日銀総裁の記者会見では、米国経済の動向を考慮する旨述べるなど、（おそらくは）市場の事前予想以上に“ハト派”的な内容との印象を受ける。これは、利上げ決定の声明文が、景気判断を上方修正する一方、4月の展望レポートで言及されていた景気の下ぶれリスクについて触れられていないなど、全体的に“タカ派”的な印象だったことと対称的だ。タカ派的な声明文とハト派的な記者会見でバランスをとった可能性もある。

いずれにせよ、日銀は金融経済月報で需給ギャップは需要超過の状態にあると記したこともあり、景気が潜在成長ペース並みで進む限りにおいては、少なくとも政策金利は景気に対して中立的な水準まで引き上げられていくものと見込まれる。

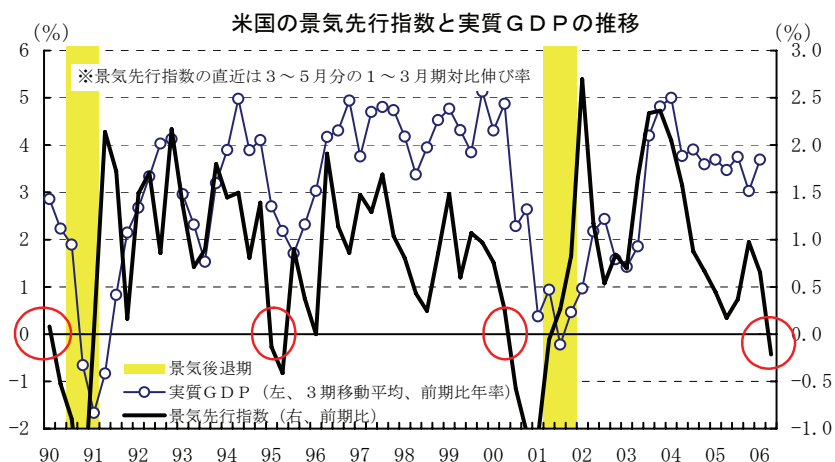
問題はそのテンポだが、これまでは（ゼロ金利解除を含め）年度内に2～3回の利上げが行われる、というのが市場の見方であった。ただし、連続して利上げを実施するほどのインフレ切迫感があるわけではなく、実際に連続利上げを否定したことから、次回利上げは早くても9月決定会合（7・8日）となる。引き続き、短観などで企業の景況感や設備投資計画などを確認するとすれば、10月（12・13日）の可能性が高くなる。

通常であれば、現在の政策金利水準が実質ベースでマイナスと極めて低水準にあることから、2004年にFRBが利上げを開始した後のように、粛々とした政策金利の水準調整が行われる可能性が大きくなる。しかし、足元でそうした見方をする市場参加者はあまり見られない。その主因として、足かけ2年にわたる利上げが実施された米国経済に減速の兆候が見えていることが挙げられる。FF金利は足元で5.25%と、テーラールールなどで求めた適正水準を上回る水準へ誘導された。米国では、引き続き市場の期待インフレに明確な鈍化の兆候が見られていない一方、エネルギーなど原材料価格の上昇基調が続いている。これらはバーナンキFRB議長が6月5日の講演で懸念した“先行きインフレ加速懸念”を示す材料に変化が見られていないことを示している。すなわち、米国では引き続き利上げ、ないしは現状の高金利政策が維持される可能性が大きい。このため、景気に対する減速圧力はかかり続けると見られる。こうした影響は、秋以降、徐々に明確化するリスクが大きい。すでに、景気先行指数にそうした兆候は現れており、4～6月期は90年以降では4回目となる四半期ベースでの前期対比マイナスを記録することが確実な状況にある（6月分未発表）。

このように、早ければ10月頃には米国経済減速を示唆する経済指標がより目立ってくる公算がある。前述したように、福井日銀総裁は米国経済の動向について「不確実性が残っている」として、その



動向について「今後のスタンスに反映したい」と述べている。すなわち、（早ければ）次回利上げが想定される時期に、米国では減速感がより強まっている可能性がある。その場合に、敢えて追加利上げを実施するかどうかは“微妙”である。加えて、そのような情勢であれば、マーケットは10月よりも早い段階で米経済の減速を織り込む動きを見せると考えられる。日銀が、そうしたマーケットの動きに対して、“利上げ”という行動がマーケットにもたらす影響を、全く無視することができかどうか微妙である。



マーケットの関心は“次回利上げ”よりも“米国経済”へ

こうした状況下、マーケットの関心は日銀の次の利上げがいつになるかではなく、日銀の追加利上げを左右するであろう米国経済の減速がどの程度見えてくるのか、に集まろう。足元で、米国経済は住宅部門などで減速感が強まりつつあるものの、設備投資などは好調さを保っており、総じて景気は堅調に推移している。ただし、そうした状況が続く間は、FRBは金融引き締め傾向を維持せざるを得ない状況に追い込まれている（前述したように、バーナンキ議長が期待インフレ抑制の必要性について言及しているためである）。

したがって、米国マーケットは当面の間は、①ジワジワと増え始める景気減速を示唆する指標を受けて、年後半以降の景気、及び業績の下方修正を足元から少しずつ織り込む、②景気が予想以上に強さを保つ場合は、インフレ懸念とそれに伴う予想以上の金利上昇、そしてその後の景気減速がより大きくなるリスクの織り込み——のいずれかを迫られる可能性が大きい。

いずれの場合でも、米国株式市場は7～9月期の業績伸び悩み、及び10～12月期以降の業績下方修正を織り込む必要が今後出てこよう。そのタイミングは7～9月期の業績発表が迫る9月、ないしは、10～12月期の業績予想下方修正のガイダンスが目立ってくる10月以降ということになる。当面の景気が予想以上に強い場合でも、金利の上昇が株価の上昇を抑制すると見込まれる上、金融引き締めがより厳しいものとなることから、景気や業績の落ち込みもより厳しくなる可能性が大きい。遅くとも10～12月期以降の業績予想が下方修正される公算は大きいと考えられ、金利の上昇幅が大きくなる分下方修正余地も大きくなり、株価の下落幅もこれに比例する形となろう。

一方、米国金利は、①米経済が足元から減速を示唆する材料が増え始めれば、長短金利の逆イールドが進むブルフラット化、②米経済が予想以上に強さを維持するのであれば、8月の追加利上げ、及びそれ以降の追加利上げ懸念を背景に、長短金利の逆イールドを保ちながらも一旦はカーブ全体が上昇するベアフラット化——と、シナリオによって大きく変わってくる。ただし、①のケースでは8月FOMCで追加利上げは見送られ、遅くとも9月FOMC以降は利下げ期待が徐々に高まってくるのに対し、②のケースでは8月に追加利上げが行われる可能性が極めて大きくなる上、9月にも更なる利上げが実施されるリスクも否定できない。最終的に、マーケットが利下げを織り込むことができるのは、市場の混乱や明確な景気減速のシグナルを確認してからとなり、早くとも10月、バーナンキ議長の対応次第では年末以降にずれ込む可能性もある。

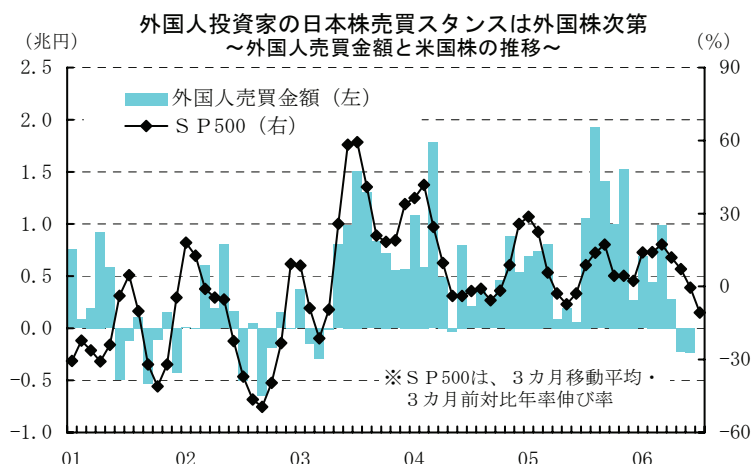
外国人売りを背景に日本株も秋の調整必至か

こうした米国市場の動向を背景にした日本のマーケットでは、株価については米国株が軟調に推移するとすれば、外国人投資家の日本株売り越し基調が続くことから、しばらくは冴えない展開が続くこととなろう。さらに、秋以降米国株が業績の下方修正を織り込む必要に迫られれば、日本株の下落幅も大きくなるリスクがあ

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。

る。具体的には、9～11月頃にかけて日経平均株価は6月につけた安値の1万4千円を一時的に割り込む展開が予想される。一方、米金融引き締めがより強まるようなケースでは、株価の下落幅はより大きなものとなり、1万3千円程度までの下落を視野に入れる必要がある。引き締めが強まるような状況では、米国でもリセッションを意識する展開が予想される。

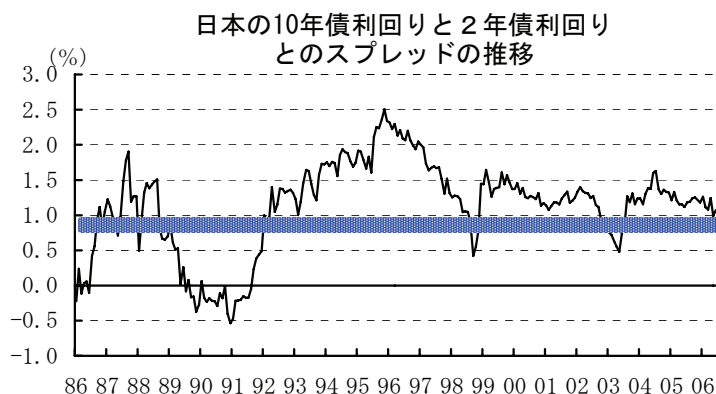
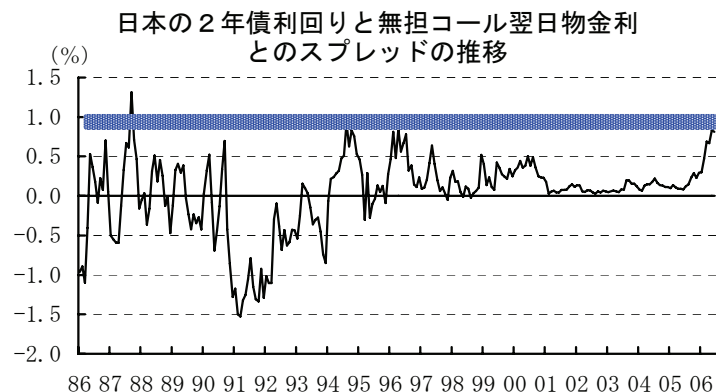
いずれにせよ、秋に予想される株安は、5～6月と同様に世界的なものとなり、日本では外国人投資家による売り越しが株安を牽引する公算が大きい。無論、米金融政策が行き過ぎた引き締めを回避できるのであれば、米国経済の減速は（足元でのコンセンサス通り）マイルドなものにとどまり、日本経済へのネガティブなインパクトも限定的なものにとどまろう。この場合、回復感を強めている内需に支えられる形で、日本経済も総じて底堅さを保つと予想される。したがって、需給面によって生じた株安は、そう深いものとなる前に割安感を浮き彫りにさせよう。日本経済がすでにデフレから脱却していること、企業の収益性は極めて高い水準にあること、相対的に金利が低いことなどが、意識されると予想されるからである。日本の株式市場は良きにつけ悪しきにつけ外国人投資家の投資動向に強く左右される側面をもっている。したがって、FRBが利下げを模索するような段階になり、投資家のリスク許容度が回復すれば、外国人投資家による日本株投資は再び回復してくるものと予想される。しかし、米金融引き締めが深まる場合には、世界的な景気減速を含め、日本でも想定外の景気減速を織り込む必要が出てくるかもしれない。



利下げまでは迫られない中、金利はジリ高基調

一方、日本の金利については、日銀のゼロ金利解除にもかかわらず債券利回りは2年から30年の全ゾーンで比較的大幅に低下した。主因は、原油価格の高騰を受けた世界的な株安債券高（金利低下）である。利上げ自体、予想通りであったことも影響している。

トレンドとしては、日銀が中立的な水準へ向けて第一歩を踏み出し、且つ日本経済に過度の減速懸念がない以上、短期ゾーン中心に金利が上昇するベアフラット化が見られるはずである。2年債利回りは、一時0.9%台にまで上昇、無担コール翌日物金利とのスプレッドは過去のピーク圏となる100bp近くにまで拡大していた。したがって、今後はこれ以上に2年債と翌日物金利とのスプレッドは拡大しないと予想されるが、利上げのゴールがかなり先にある中では2年債利回りも上昇基調を辿ると予想される（ただし、日銀の利上げペースよりは緩慢に）。仮に、年度内にもう一度の利上げ（+25bp）が行われれば、年度末時点での2年債利回りの最高値は無担コール翌日物誘導目標水準（0.50%）+過去の無担コール翌日物と2年債



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。

利回りとのスプレッド最大水準（+1.00%ポイント）で、1.50%程度になると予想される。ただし、07年3月時点での景気動向は、米国経済の減速を背景に外需の鈍化など、全体として減速基調にあると予想される。そのことを勘案すれば、年度末の2年債利回りは最高でも1.50%と見るべきで、1.00～1.25%程度にとどまる公算が大きい。

10年債利回りについては、平時における2年債利回りとのスプレッド（長短スプレッド）は最小で100bp程度となる。通常、利上げ初期段階においては長短スプレッドは若干広めとなる傾向がある。一方で、前述したように景気はやや減速傾向を辿っていると判断されるため、長短スプレッドには縮小圧力がかかりやすい。米経済の減速度合いにもよるが、当社では日本経済が後退局面に陥るほどの下ぶれ懸念は生じないと予想しており、長短スプレッドは100～125bpに収まろう。したがって、年度末の10年債利回りは2年債利回り（1.00～1.25%）+長短スプレッド（1.00～1.25%ポイント）で、2.25%を軸に2.00～2.50%程度になると予想される。

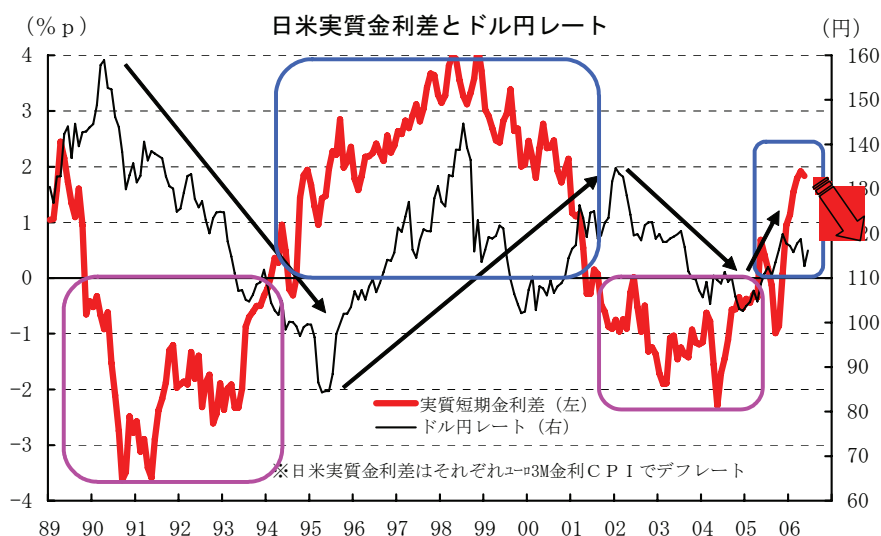
円高ドル安へ明確に振れるのも秋以降か

為替相場は、日本が漸くデフレから脱却、利上げが可能になったことを受けて、円高基調への転換が予想されている。しかし、ゼロ金利解除後、むしろドル高円安が進展している。その理由の一つには、中東情勢など所謂“地政学的リスク”の高まりによってドル買いが進展したことが挙げられる。同時テロ以降、地政学的リスクは必ずしもドル高に繋がらなかったが、これは米国がアフガニスタンやイラクと直接対峙したことにより、ドル自体に“リスク”が生じたためである。しかし、米国は中間選挙を前に対イラクや対中東で距離を置き始めており、このことが再び“有事のドル買い”余地を生んだと見られる。

もう一つの理由は、ゼロ金利解除時の福井総裁の会見内容が、懸念されていたほどタカ派的ではなかったことが挙げられる。これにより、ドル/円相場の重要な決定要素のうち、日本の金利上昇による金利差縮小ペースがそれほど速くない可能性が出てきた。一方で、米国経済減速の兆候を示す指標が目立ち始め、米追加利上げ観測は一時期ほど強くはないものの、依然として“次は利下げ”との雰囲気は盛り上がっていない。つまり、米金融政策要因からも日米間の金利差縮小観測は高まっていない。

こうした要因から、ゼロ金利解除が円高シフトへのきっかけになると見ていた向きの“調整”も巻き込み、足元で円安が進展したと考えられる。

とはいえ、今後半年程度を視野に入れれば、日米間の実質短期金利差が縮小に向かう公算は極めて大きい。これまで述べてきたように、日銀が年度内に追加利上げを実施する余地は1回あるかないか、といったところだが、海外経済が失速するような状況にでも陥らない限り、利下げは視野に入っていない。一方で、米利上げ余地は多くてもあと2回程度と見られるが、年末以降は景気減速を受けて利下げが視野に入ってくる。その段階で、日米実質短期金利差は縮小基調に転じてくる。これまで、ドル/円相場の大きな流れは実質短期金利差の影響を強く受けてきたと判断されることから、ドル/円相場もFRBが利下げに転じるより一足早く、マーケットの利下げ期待が強まると予想される秋以降、ジリジリと円高方向へと動き始めよう。ただし、本格的な円高局面は、日米実質短期金利差が逆転している状況で起こることが多い。米経済がリセッション入りするような状況であればともかく、米経済が“ソフトランディング”に成功するようであれば日米実質短期金利差が逆転するような事態は想定し難い。したがって、少なくとも年度末までを想定した場合、秋以降円高ドル安が進む公算は大きいものの、1ドル=100円を超えるような円の急伸は見込み難い。



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。