Market Watching

市場レポート

テーマ：ＣＰＩを境に金利は景気減速見極めモードへ　　発表日：2006年9月14日（木）

～景気再浮揚までは現状レンジも、長期的観点からは“今が底”～

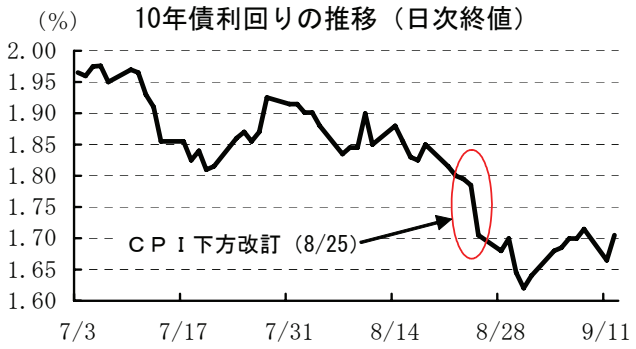
第一生命経済研究所　経済調査部
担当　嶌峰　義清　(03-5221-4521)

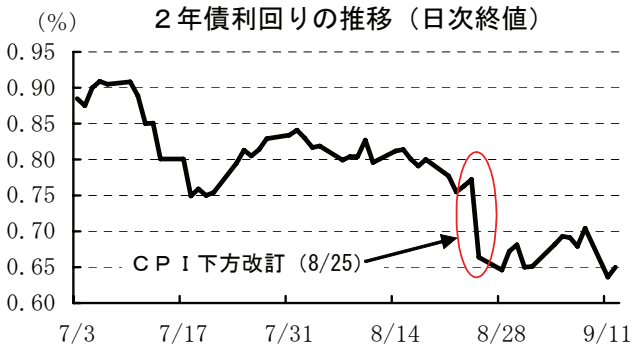
福井日銀総裁は当面の利上げ見送りを事実上示唆

９月８日に行われた福井日銀総裁の記者会見では、金融政策について直接的には新味のある内容はなかったものの、市場金利水準を容認したことで、当面（少なくとも年内）の利上げ見送りを事実上示唆したものと判断される。

最近の市場金利動向を振り返ると、８月25日に発表された消費者物価の基準改定値が市場予想を大幅に下回ったことから、債券市場では“年内の利上げはない”と判断、長短金利とも急低下した。しかし、福井総裁は記者会見で「物価をめぐる基本的な判断に変更を迫るものではない」と、基準改定によってＣＰＩ上昇率が予想以上の下方修正を受けたことは金融政策には影響しない旨述べた。要するに、物価上昇率が低いかどうかではなく（上昇率がゼロを上回っていることが最低条件ではあるが）、上昇圧力が高まるようなファンダメンタルズにあるか否か、そしてそれに対して政策金利水準が見合っているかどうかが重要である――ということだ。

この意味からすれば、ＣＰＩ発表後の債券市場の動きは、明らかに誤解に基づいたものであり、金利の低下は行き過ぎであったと言えるはずだ。にもかかわらず、福井総裁は長期金利について「行き過ぎがあるとか、違和感があるとは一瞬たりとも思っていない」と述べている。市場金利は、ＣＰＩ発表を受けて急低下したあとも、米国経済の減速観測がより強まったことなどにも支えられる形で低下基調が続いた。日銀の金融政策決定会合前には、警戒感からやや強含みとなったが、それでも決定会合が行われた９月７・８日の10年債利回りは1.700%前後、金融政策により敏感な２年債利回りは0.700%前後にあった。





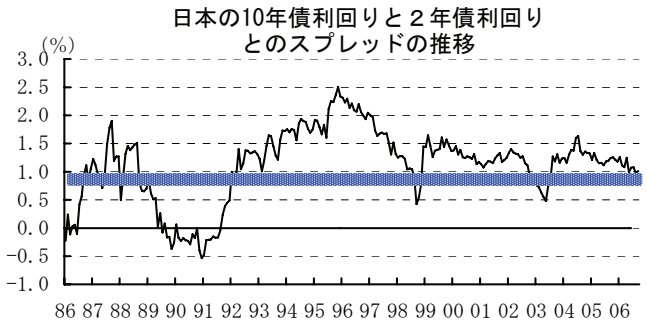
ＣＰＩ発表から福井総裁の記者会見までの長短金利のスプレッドからは、債券市場は日本の景気に対して“減速はするものの、失速には至らない”、金融政策に対しては“当面（おそらくは年内）の利上げはない”ことを織り込んでいると判断される。10年債と２年債の利回り格差は、平時であれば最低でも100bp程度は開いている。これを明確に下回ってくると景気後退などかなりの程度の景気の下ぶれ、ないしは利下げを織り込むような状況が想定されていると判断される。ＣＰＩ発表後、長短スプレッドは一時100bpを割り込むなど急速に縮小したが、足元では100bpを小幅上回る水準で推移している。利上げ局面では長短スプレッドは縮小傾向を辿るのが通例だが、政策金利水準がかなりの程度緩和的であること（詳細は後述）を勘案すれば、債券市場は日本経済の減速を相当程度織り込んでいるものの、失速にまでは至らないことを想定していると考えられる。

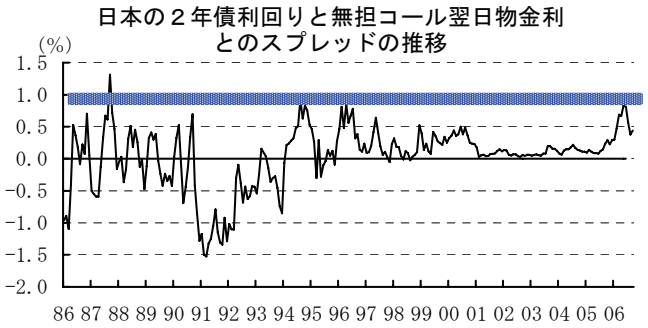
一方、２年債利回りと政策金利水準、すなわち無担コール翌日物金利の誘導目標水準とのスプレッドは、そのまま債券市場における金融政策見通しを表していると考えられ、通常は80～100bp程度が最大値である。こ

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。見通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。

ちらも長短スプレッドと同様、ＣＰＩ発表後に急低下し、一時は40bpまで縮小した。過去の経験則からは、利上げ懸念が比較的強い状況であれば、最低でも50bp、概ね75bp程度の格差がある。したがって、ＣＰＩ発表を受けて債券市場では少なくとも向こう３ヶ月程度は利上げは行われない、との見方に傾いたと判断できる。

このような水準にある市場金利について、福井総裁が“違和感がない”と評したことは、“年内の利上げはない”と表明したに等しいと考えられる。





日銀も債券市場も、ＣＰＩをダシに、景気減速見極めの自然体モードへ突入

このように、年内に利上げは行われないとの市場の見方を福井総裁が事実上容認した背景には、米国経済の減速度合い、ひいては日本経済の減速度合いを見極める必要をより強く感じているためであると考えられる。８月に発表された多くのシンクタンクなどの日本経済見通しによれば、今年度後半から来年度前半にかけて米国経済のスローダウンを受けて日本経済も成長ペースは鈍化するものの、“踊り場”とされるほどの停滞には至らないとの見方がコンセンサスとなっている。しかし、米国経済減速のシグナルは示現しているものの、それが軽微なものにとどまるという確証は現段階では得られていない。

消費者物価の下方改訂も影響している側面があろう。福井総裁も述べたように、上昇率が下方修正されたそのこと自体が金融政策に直接影響を与えるとは考えにくい。しかし、上昇率が低くなったことにより、実質金利は上昇した。無担コール翌日物金利（誘導目標）からＣＰＩ（生鮮食品を除く：以下コアと表記）上昇率を引いた実質政策金利は、旧基準では▲0.35%｛0.25%－0.6%（６月コア上昇率）｝とマイナス金利だったのに対し、新基準では＋0.05%｛0.25%－0.2%（７月コア上昇率）｝とプラスに転換したことになる。基準改定といういわばテクニカルな要因に過ぎず、現実には何が変わるわけでもないが、“新基準の方が実態により近い”との前提に立てば、実質マイナス金利という超々景気刺激的な水準から脱するための利上げ――という圧力は自然消滅することになる。今後、ＣＰＩの上昇率は高まる可能性があるが、同時に景気の減速感も増してくると見込まれることから、実質金利が再びマイナスに転じたとしても、それをもって利上げの断行には繋がらないだろう。

無論、利上げが遅れることによって、インフレ率が許容範囲（日銀審議委員のレンジ上限はＣＰＩで２%）を超えて加速するような事態を招いたり、80年代後半のようなバブルを招いたりする可能性は極めて小さい、との現実的な判断もあろう。たとえ金利水準が景気刺激的なものにあるとしても、限界的には金利の引き上げは景気に対してある程度のブレーキをかける（より正確には“アクセルを緩める”かもしれないが）ことには違いない。景気の減速が想定以上のものとなった場合に、“追加利上げが景気失速を招いた”との誹りを受けるようなリスクを冒すほど、利上げの必要性が切迫している状況ではないということだ。

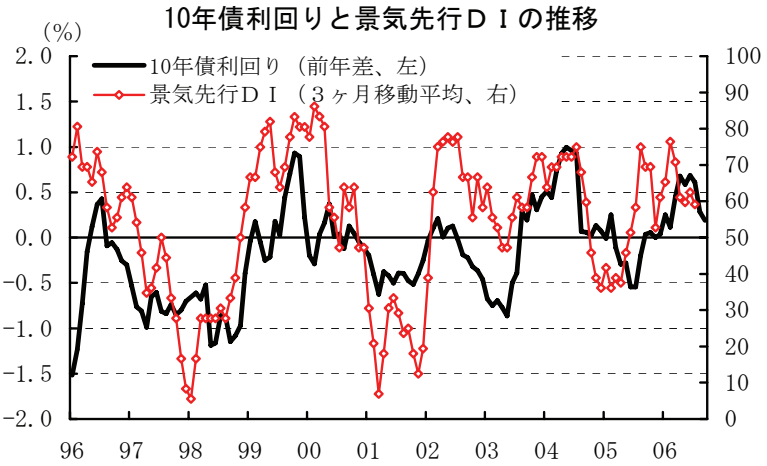
７月下旬から８月上旬にかけて、福井総裁を含めた複数の日銀審議委員が、市場の年内利上げ回避説を否定するような発言を行っていたことを勘案すれば、今回の福井総裁の会見は大きな方針転換とも取れる。結局のところ、ここへきて日銀が方針転換したとすれば、それは８月中旬以降の内外経済データに減速感が予想以上に目立ってきたことが影響したと見られ、ＣＰＩの下方改訂は実質金利の押し上げという形で“方針転換の言い訳”を与えたのではないか。

市場金利、特に長期金利の展開にも同様のことが当てはまる。前述したように、10年債利回りはＣＰＩの下

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。見通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。

方改訂を受けて急低下したが、これによって景気との整合性がとれる格好となった。

10年債利回りの前年同月からの変化幅と景気先行ＤＩの動き（３ヶ月移動平均）を比較すると、両者の相関性がかなり高いことが分かる。特筆すべきは、日本経済がデフレ色を強め、日銀の量的緩和政策などで金利全体に時間軸効果が働き、イールドカーブのフラット化が進展した2000年代前半についても、景気先行ＤＩと10年債利回りの変化との相関性が崩れていないことだ。当時、10年債利回りは１％を下回るなど低下基調を強めたが、当時も景気の動きに応じて金利が変動していたことが伺える。要するに、金融政策や需給環境によって長期金利水準は決まってきているように感じるが、長期金利の限界的な変動は景気に強く影響されるということだ。



足元の景気先行ＤＩの動きを見ると、３月以降判断基準の分かれ目となる50近傍での推移が続いている。また、直近データとなる７月は40.0と50を切った上、８月も50割れの公算がある（景気動向指数の解説、見通しについては当社レポート「Economic Indicators　景気動向指数（2006年7月）」06/9/7を御参照）。ＤＩの水準は明らかにピークアウトしており、これに連れて10年債利回りの（前年からの）上昇モメンタムも低下している。結局のところ、ＣＰＩの下方改訂を受けて、長期金利は景気の変動に対して“自然な”動きを取り戻した、と言えよう。

年度内は利上げの公算小さく、市場金利も減速に見合う形で当面は低位安定

日銀が、内外経済の減速に注意を払い始めたことを勘案すれば、今後の金融政策についても、景気の方向性が重視される公算が大きい。現時点で日本経済を取り巻く環境に神経質になっている可能性をも加味すれば、米国経済の減速度合いが見極められるまでは追加利上げは困難で、当社米国経済見通しに基づけば（当社レポート「U.S.Trends　2006年＋3.5%、2007年＋2.9%の安定成長維持」06/9/12を御参照）、少なくとも年度内の追加利上げの公算は極めて小さくなったと判断される。

金融政策の影響を強く受ける短期ゾーンの金利は、しばらくは現在の低水準での推移が続くと予想される。足元では、年内の利上げを見る向きは少なくなったが、年度内の利上げ予想は残っている。外部環境次第ではその可能性も否定はできないが、米国経済の減速がより明確化してくれば、向こう半年程度は利上げの可能性は小さいとの見方も定着してこよう。TIBOR３ヶ月物金利など、短期金融市場の金利については、年度内は現状程度の水準でほぼ横ばいの安定的な推移が続くと見られる。一方、２年債などの短期債利回りについては、今後日本の経済指標などでも外需の減速や短観などでの企業景況感の鈍化が明確化してくると予想されるが、こうした指標の示現などとともに低下余地を探ると見込まれる。

ただし、２年債利回りと無担コール翌日物金利とのスプレッドは、最小でも30bp程度にとどまると判断される。景気はあくまでも“減速”にとどまり、“失速”には至らないと予想されることが前提だが、①そのような状況では、日銀の利下げ期待は出ないと見込まれること、②同様に、時期は別として日銀の次の一手は“利上げ”との見方は変わらないこと、③ＣＰＩ（コア）の上昇率が今より低下するとは見込み難いこと――などが理由である。したがって、年度内の２年債利回りは0.55～0.70%程度での推移が続くと予想される。

長期金利について景気先行ＤＩとの相関性から判断すると、同ＤＩは暫く50近傍で一進一退の推移が続くと予想されている。したがって、10年債利回りは前年同月並みの水準（1.5%前後）にまで低下する可能性は否定できない。

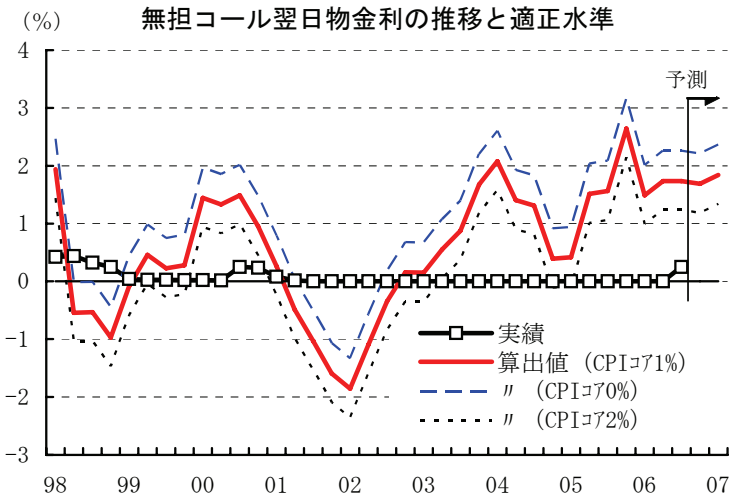
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ただし、日本経済が所謂“踊り場”とされるほど停滞色を強めるとは予想されていない。日本経済がデフレから脱しつつある（あるいは脱した）との認識があることを勘案すれば、10年債利回りが1.5%程度で定着するとは見込み難い。日銀が、一定条件の下で現行の金融政策を据え置くといったような“時間軸効果”はすでに消失している。このため、短期的にはともかく、中長期的にイールドーカーブにフラット化の圧力がかかる状況にはない。日本経済が底割れしないとの見方がコンセンサスであることが前提とはなるが、金融政策の“次の一手”として利下げ、すなわちゼロ金利政策に戻るとの見方が台頭する可能性は小さい。当面追加利上げは先送りされるにせよ、“次も利上げ”との見方がコンセンサスである状況が続くとすれば、金利の低下（債券価格の上昇）に対する警戒感は、金利水準が低くなればなるほど（債券価格が高くなればなるほど）強まってこよう。長短スプレッドの観点（前述したように、10年債と２年債の利回り格差は、平時では最低でも100bp程度）から考えても、２年債利回りが0.55～0.70%で推移するとすれば、10年債利回りは1.55～1.70%が、当面のコアレンジということになる。

長期的視点から見れば、金利は今が“底”との認識変わらず

年度明け後、についてはどうだろうか。需給ギャップの観点から見ると、日本経済は足元ですでに需要超過の状態にあるとの分析が目立ち始めている。また、先行きの予測については、民間エコノミストの日本経済見通しのコンセンサスは、2006年度の実質ＧＤＰ成長率が前年度比＋2.5%程度、07年度は同＋2.0%程度と、向こう１年半程度にわたって、趨勢としては潜在成長率（1.5～2.0%程度）を上回るペースでの拡大が続く、と予想されている。そうなれば、需給ギャップは需要超過度合いが徐々に大きくなり、インフレ圧力が高まることになる。

中央銀行の教科書というものが存在するとすれば、経済の需給ギャップが解消し、なおも潜在成長以上の景気拡大が見込まれている局面において、政策金利は少なくとも“景気に対して中立的”な水準に誘導するべき――と書かれていよう。テーラールールや、過去の平均的な実質金利水準から、足元でのあるべき政策金利水準は1.50%前後と導き出される。これに対して、0.25%という足元無担コール翌日物金利の誘導目標水準は、明らかに低すぎると解釈される。仮に、３ヶ月に一度のペースで、一回あたり25bpの利上げを繰り返したとしても、中立水準となる1.50%まで政策金利を引き上げるには、５四半期も要することになる。過去の金融政策などを振り返れば、こうしたやりかたは80年代後半のバブル発生時を除けば前例の無いほど我慢強く、ゆっくりとした利上げ――と言うことができる。



（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1.75%、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８月予測に基づく。

仮に、コンセンサス通り日本経済は今後暫く成長ペースが鈍化するにしても、“踊り場”とされるほどの停滞にはいたらずに需給ギャップは緩和しないまま、来春以降浮揚感を強めるとすれば、日銀はいよいよ政策金利を中立水準へ向けて引き上げ始めよう。利上げの条件としては、米国経済の減速に歯止めがかかったことが明確化することが必要となり、早ければ１～３月期、遅くとも４～６月期頃となろう。通常、日本の景気はこれに“一拍”遅れて動く傾向があるが、日本の内需が底堅さを保つことを前提とすれば、米国の景況感と日本の景況感とのタイムラグはあまりないと考えられる。日本の需給ギャップから判断すれば、足元の政策金利水

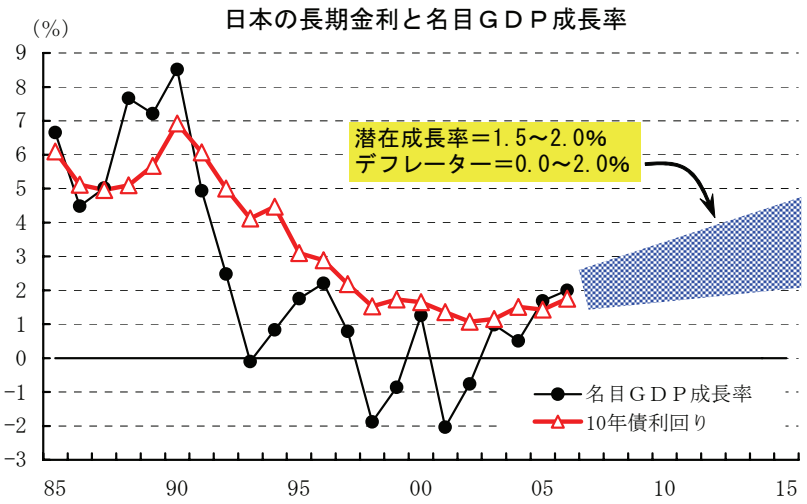
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

準は“超刺激的”であるため、景気下ぶれリスクが小さくなったと判断されれば、日銀はできるだけ早くその是正を図ろう。この場合、07年央には追加利上げ、そして３ヶ月に１回程度の継続的な利上げが予想される。

当然、市場金利はその前段階で、日銀が追加利上げに動き始めることを想定した展開に転じよう。４～６月期中には、短期金利は日銀の利上げを織り込む形で上昇し始めると考えられる。利上げ局面では長短スプレッドは縮小傾向を辿ることが多いが、景気が再浮揚したばかりである点や、中立水準までの道のりが比較的長い点を勘案すれば、長短スプレッドは目立って縮小しない可能性がある。次回追加利上げを織り込む段階で、10年債利回りは２％台に乗せよう［無担コール翌日物（0.25%）＋２年債利回りと翌日物金利のスプレッド（75bp程度）＋長短スプレッド（最低でも100bp）＝最低でも２％］。その後は、政策金利水準が中立水準に近づくにつれ、長短スプレッドは徐々に低下していくものと見込まれる。仮に、日銀が1.50%まで利上げを実施し、なおも日本経済が堅調さを保っている場合の10年債利回りは３％程度になると考えられる［無担コール翌日物（1.50%）＋２年債利回りと翌日物金利のスプレッド（50bp程度）＋長短スプレッド（100bp前後）＝３％］。

長期的観点から、長期金利の水準を見ようとしたときに、参考となるのは名目ＧＤＰ成長率である。かつて、『与謝野・竹中論争』で長期金利と名目成長率のどちらが高いか――が議論となった。予算の作成、中長期的な財政政策の観点からは、どちらが高いのかは重要な問題であろう。ただ、どちらが高いのかが論争となるぐらいであるから、“両者の水準は同程度”という言い方は可能であろう。

そこで、長期的な趨勢としての名目成長率を、潜在成長率とＧＤＰデフレーターとに分解する。潜在成長率は２％弱というのが一般的な見方だが、デフレ下で抑制されていた設備投資が拡大基調にあることを勘案すれば、２％と見ても差し支えないだろう。また、デフレーターに関しては、デフレからの脱却を所与とすれば、先進国の平均的な上昇率である０～２％程度に収まると考えられる。つまり、両者を足し合わせた２～４％が、長期的な名目成長率のトレンドであり、長期金利の長期的なレンジもこの範囲に収まると考えられる。当然、景気後退局面、あるいは景気過熱によるインフレ上昇局面ではこのレンジから逸脱すると考えられるが、長期金利の長期期待リターンとして、同レンジが想定される。言い換えれば、現在の長期金利水準は“底値圏”にあると言える。政府は、９月の月例経済報告で明確にはデフレ脱却宣言を謳わなかったが、来年に景気が再浮揚した局面では、明確にデフレから脱却したとの判断が加えられよう。その段階で想定される長期金利のレンジが、２～４％ということになろう。



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。見通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。