

テーマ： 07年も市場のテーマは金利上昇に伴う急変リスク 発表日：2006年12月27日（水）
～過剰流動性吸収できておらず、世界同時再利上げは不可避～

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

年前半と後半とで一変した06年のマーケット

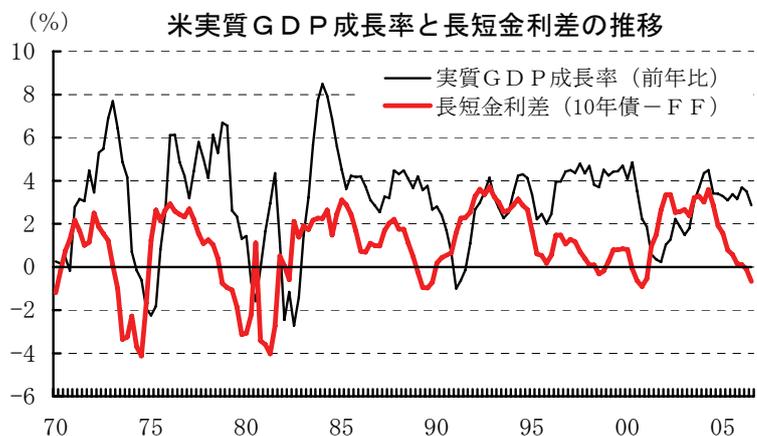
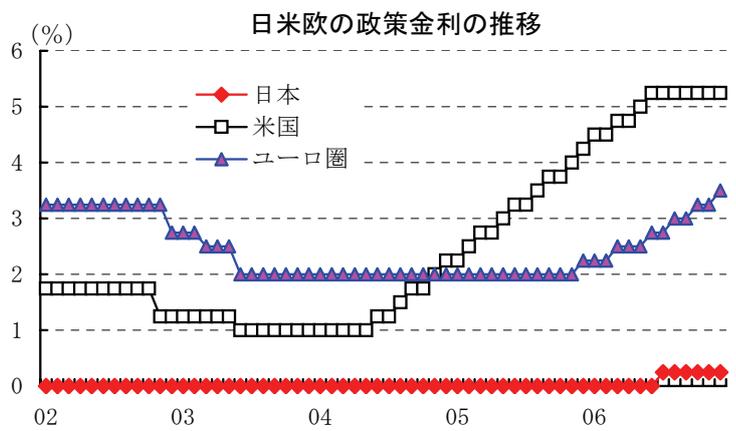
年の瀬ということで、2006年のマーケットを振り返り、そこから来る07年のグローバルマーケットのテーマを探る。

06年のグローバルマーケットは、世界同時利上げに緊張した前半と、長期金利低下によって急激な巻き戻しを見せた後半という形で特徴づけられる。

年前半の緊張の極みは、5月から6月であった。04年から米FRBによる利上げが続いていたが、05年12月にはECBが、そして06年3月には日銀が量的緩和解除という形で利上げモードに突入した。主要3中央銀行による同時利上げにより、それまでの超低金利政策に伴う過剰流動性の吸収が必至の状態であった（この点に関する分析は、Market Watching「世界同時利上げで06年は混迷の年に①～⑤」06/3/16～4/6を御参照）。日本株は4月上旬に高値を付けた後軟調に転じるが、それまで経済パフォーマンスを大幅に凌駕する急騰が続いていた資源国やエマージング市場の株価、銅をはじめとした各種商品相場が急落したのは5月上旬以降であった。ロシア（RTS指数）やインド（SENSEX指数）では、わずか1ヶ月程度の中に▲30%程度もの暴落状況となった。こうした動きは主要国の株式市場にも飛び火している。

ところが、株式市場や商品市場の下落は6月中には一服し、7月以降は徐々に騰勢を強めていった。背景にあるのは、利上げの中断である。FRBは6月29日のFOMCでFF金利を+25bp引き上げ5.25%としたのを最後に、利上げを中断した。日銀は、7月に（悲願の？）ゼロ金利解除を行った後は様子見姿勢を維持している。唯一ECBのみが段階的な利上げを繰り返す状況となった。市場では、利上げとそれに伴うマーケット環境の激変により、景気減速懸念が高まった。結果、リスク許容度の低下したマネーは安全性を求めて債券に向かう。日米中銀が最後の利上げを行った時期と前後する形で各国の長期金利は低下に転じた。ところが、ここで予想外の出来事が起こる。大方のエコノミストや市場の景気見通しは、景気は減速するものの失速までには至らないという楽観的なものだった。にもかかわらず、欧米では長期金利の低下が続き、特に米国では長短金利の逆イールドが進む一方となった。“逆イールドの進展は景気後退のシグナル”という従来のジンクスと、この段階での市場の景況感とは大きく矛盾する。

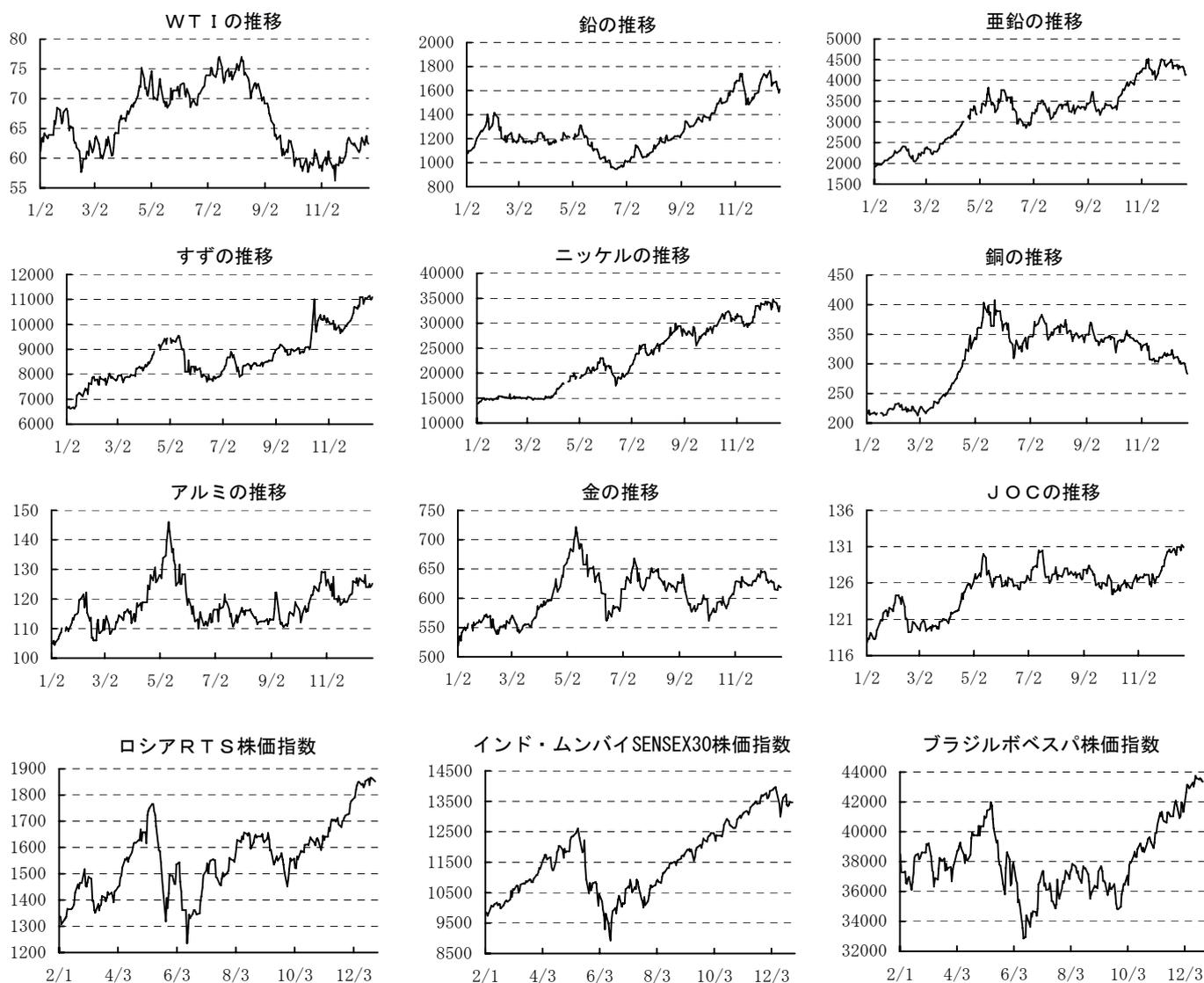
最終的に米景気がどうなるかは現時点で答えは出ないが、この問題は単なる経験則



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。

と景況感の闘いにとどまらない。長期金利の低下により住宅ローンの借入件数が夏場をボトムに明確に浮揚、それまで米景気減速の“牽引役”とも言えた住宅市場に回復の兆候が出てきた。これにより、米景気の先行き悲観論はさらに後退する格好となった。しかし、長期金利は秋以降も低水準にとどまり、政策金利との逆イールド状態も全く解消される雰囲気はない。このことから導き出せる可能性として、夏場以降の金利の低下は景気の減速などを示唆したものではなく、余剰資金が債券市場に溢れていることが挙げられる。

そこで、市場金利が景気の実態、あるいは市場の景況感とは乖離する形で低下したために生じたのが、投資家のリスク許容度の回復である。5～6月に商品市場などから流出していた資金は、夏場以降再び回帰し始めた。銅など一部の非鉄金属、貴金属などを除き、多くの非鉄金属や商品価格は5～6月の高値をあっさりと更新している。BRICsの台頭などによる世界的な商品需給の逼迫という長期的な見通しが、足元で景気が崩れないとのシグナルを背景に、商品市場への資金再流入を促したと言える。その後のグローバルマーケットの動きから“後講釈”を付け加えれば、余剰資金は主要国の株式市場、特にリスクが小さいと見なされる国際優良銘柄などに向かい、NYダウの史上最高値更新を演出した。その後もマネーフローの活発化は続き、遂に秋以降は資源国（ただし中東を除く）、及びエマージングの株式市場にも再流入し始めた。▲30%程度もの急落を見た市場が、これだけ短期間のうちに再び資金を集め、高値を更新していく例はあまり見られない現象である。



(注) 単位はそれぞれ、WTIはドル/バレル。鉛、亜鉛、ニッケル、すず、銅、アルミはドル/メタリクトン。金はドル/トロイオンス。その他は指数。

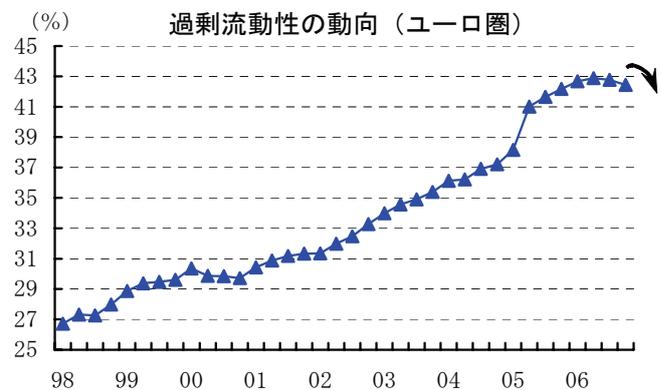
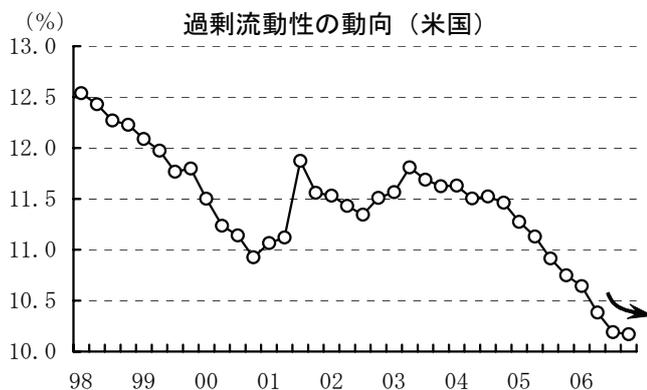
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

流動性は引き続き潤沢

筆者は、06年の市場動向のキーポイントとして、過剰流動性を挙げてきた。過剰流動性そのものの定義は実は曖昧だが、筆者はM1（主に現預金）の名目GDPに対する割合に着目してきた（以下、同比率を過剰流動性とする）。この割合は、各国中央銀行の金融政策に大きな影響を受ける。また、その動向は国際的に見た市場動向に大きな影響を与えてきたと考えられる。筆者は、日米欧同時利上げによって過剰流動性が縮小、これに伴いここ数年上昇が顕著であった（＝世界のマネーが偏在してきた）地域からの資金流出に伴う市場の変調を見込んでいた（前出レポートのほか、「Market Watching 世界の株式市場動揺の背景と今後の展開」06/5/25」など御参照）。5～6月の相場展開は、まさにこの指摘通りの結果であったと判断される。しかし、年後半の急激な巻き戻しは予見できなかった。

そこで、今一度過剰流動性の動向を確認すると、7～9月期までは米国で低下基調が続いていたほか、01年頃から急上昇していたユーロ圏、日本でも緩やかながら低下に転じたことが確認される。しかし、当社の経済見通しなどを基に10～12月期について試算すると、米国では低下ペースに急ブレーキがかかっていることが分かる。これは、7月以降利上げに停止している影響によると考えられる。同じく、7月のゼロ金利解除以降追加利上げを行っていない日本でも、低下ペースに加速感はなく、量的緩和政策の解除とともにM1が減少した分の効果にとどまっていると判断される。唯一利上げを継続しているユーロ圏では、M1の伸びは鈍化基調にあるものの、好調な景気を背景にマネー需要自体は活発で、利上げのペースを勘案するとその鈍化ペースは極めて緩慢と言わざるを得ない。

このようにマネー面に着目すると、年前半に見られた日米欧同時利上げに伴うマネー供給の縮小懸念が、5～6月の市場でのマネーフローの変化に繋がった公算が大きい。しかし、主に日米での利上げ停止によってこうした懸念が後退、実際に日米ユーロ圏を合算した過剰流動性が高水準にとどまっていることに現れているように流動性が潤沢であったことが、年後半のマネー再逆流に繋がったと判断される。



（出所）各国統計データにより第一生命経済研究所作成

（注）過剰流動性はM1／名目GDPで算出。ただし、日米ユーロ圏の合計はドルベース。
直近値（06/10-12月期）は、当社見通しに基づく試算値

底堅い景気と緩和的な金融政策の組み合わせ

さて、07年のマーケットはどうなるのか。06年後半の流れから判断すれば、中央銀行によるマネー吸収は緩慢なものにとどまっている中、世界経済の伸び悩みも一時的なものにとどまるとの景気見通しなどもあって、現状の流れが続きそうだ。すなわち、潤沢な流動性を背景に、①商品市況の高止まり、ないしは一段の上昇と、②資源国から溢れたマネーの米国を中心とした債券投資、③資源国経済好調を背景とした資源国株高・通貨高、④低金利と景気好調を背景とした主要国の株高、⑤低金利を背景とした世界的な不動産価格の上昇——といった展開だ。米国については、利下げ観測も根強く、実際に短期市場では利下げが織り込まれる状況となっている。すなわち、流動性の観点からは今よりも緩和的になるということだ。ECBはあと複数回の利上げ余地を残しているものの、年前半で“打ち止め”と目されている。日本についても、選挙などの絡みもあって、年内に2回程度の利上げ予想が大勢のようだ。足元での市場におけるマクロ経済見通し、及び金融政策見通しのコンセンサスからは、株高・債券高・商品高・不動産高、といったシナリオの蓋然性が高そうだ。

本当にそうか？

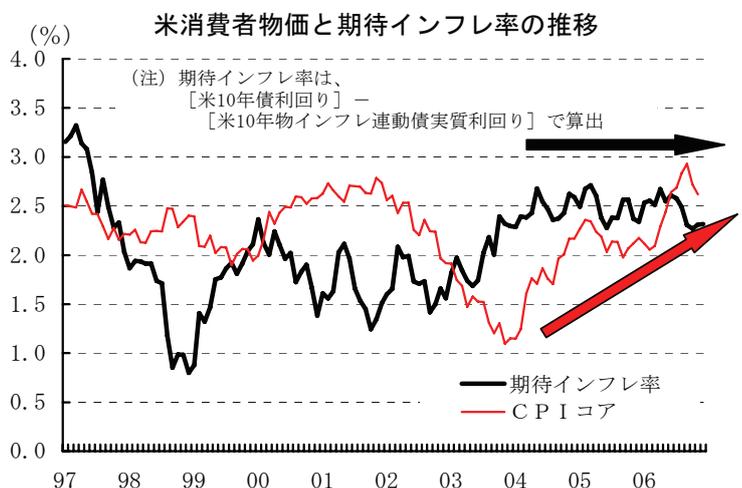
起点をどこに持つかによって先行きのシナリオは大きく変わってくるが、市場に比べてブレの少ないマクロ経済見通しのコンセンサスに立脚すると、A減速は極めて軽微なものにとどまり、B07年半ばには再浮揚、つまり短期間で再加速に転じる——という二点から得られる確度の高い結論として、【需給ギャップはほとんど緩和しない】点が挙げられよう。需給ギャップがほとんど緩和せず、景気が潜在成長並みかそれ以上のペースへ回復していく見通しがあるとすれば、中央銀行に利下げは望み難い。当社では、FRBは07年中に利下げをしないと予想しているが、筆者個人としてもその可能性は極めて高いと考えている。

それどころか、FRBは再利上げに転じるリスクも十分にあると考える。住宅ローンの申請件数や住宅販売動向については、この10～12月期を底に07年は徐々に回復傾向を強めていく公算が大きい。足元では生産活動が弱含む局面にあるが、景気先行指標である住宅分野が回復に転じた後を追いかけるような格好で、早ければ1～3月期の生産底入れの可能性がある（特に、前月比などのモメンタムでその可能性が大きい）。そうなれば、好調な雇用環境は維持され、労働需給は景気再加速後には一段と逼迫感を強めていくことになり、すでに高い伸びとなっている労働コストにも更なる押し上げ圧力が生じることとなる。

無論、需給が逼迫するとはいえ、政策金利水準は景気に対してほぼ中立的とされるレンジの上限近辺にあると考えられることから、それだけで再利上げに動くとも考えにくい。

そこで注目されるのがインフレ動向だ。06年夏場には一時インフレ率が高まりを見せたが、足元で加速感は失われている。景気減速期待やエネルギー価格の騰勢が落ち着いたことを背景に、期待インフレ率（ここでは、10年債利回りと10年物インフレ連動債の差を期待インフレ率と見なす）もピークアウトした。しかし、期待インフレ率は足元で2.3%程度と、夏場のピーク時（2.6%程度）から鈍化したとはいえ、生産性向上による低インフレ期待が市場を支配

していた98年以降で見れば“高止まり”という表現が妥当だ。ボラティリティなどを勘案すれば、状況次第では夏場の高い水準に戻るのに数ヶ月もかからないだろう。さらに問題なのは、ダブついたマネーが商品市場に入っていることだ。原油に比べ派手さはないが、非鉄金属やレアメタルの上昇継続は、原材料価格の上昇から、川下、すなわち消費者段階への上昇圧力に繋がる。景気に浮揚感が出れば転嫁圧力の高まりに繋がる上、労働需給の逼迫が労働コストの上昇に繋がるようだと、原材料価格の製品価格への転嫁スピードが増すリスクも高まる。もちろん、足元で落ち着いている原油価格については、需給が逼迫しているガソリンの在庫積み増し期



となる春以降は、70ドル台へ向けて上昇していくと見込まれる。

こうした見方はコンセンサスからはやや離れたものである。しかし、足元の米国景気の現状、そして先行きの景気に対するコンセンサスを合わせて考えれば、自然に出てくる判断である。実際にインフレ率が加速し始めるかどうかは分からないが、そういったリスクに向き合う必要性が高まる——というのが普通の結論だ。

世界同時利上げへ

日本については、粛々とした利上げの繰り返しが想定される。当社では、次回利上げは4～6月期を想定しているが（詳細は、Market Watching「年度内利上げはやはり難しい日銀」06/12/25を御参照）、①需給ギャップは均衡に近い状態にあり、②近い時期のGDPデフレータープラス転換が想定され、③失業率も自然失業率（3%台半ばとされる）へと徐々に近づくことが想定される——ような状況にあることから、日銀は景気に対して刺激的な金利水準の是正に動くと考えられ、そのペースも徐々にアップすると見込まれる。

ユーロ圏については判断の分かれるところである。その分岐点となるのは、ドイツ付加価値税率引き上げの影響だ。個人消費の反動減などの影響は小さい——というのがコンセンサスだが、実際には高額商品で駆け込み需要が見られている。小売業者を含めた企業の強気な姿勢も、予想外に消費に反動減が出た場合の意図せざる在庫の積み上がりを懸念させる（このパターンは、96→97年の日本の消費税率引き上げのケースを彷彿とさせる）。仮に、コンセンサス通り大した影響はないとするならば、ECBはそれを見極めた後に、再び利上げを再開しよう。現行のペースでは年半ばにはECBが考える中立的な金利水準までの利上げが完了することになるが、そのころから世界的な景気再加速が明確になるとするならば、多少ペースを落とす可能性はあるものの、利上げを継続するリスクは十分にある。

以上のように、ファンダメンタルズに対する足元の市場コンセンサスは、年後半以降のタイミングで世界同時再利上げの可能性があると、実は内包している。FRB、そして前半に順当に利上げしていればECBも、それが景気にブレーキをかける水準への利上げだということを認識しているはずだが、長期金利が上昇しなければ、景気への実効性は薄れる。ただし、流動性の吸収によって商品市場や株式市場などのリスク性資産からは資金の流出が起こる公算が大きい。これによる消費者や企業マインドの悪化、逆資産効果などは、景気を冷やす要因となろう。言い方を変えれば、長期金利の素直な上昇が見込みにくい中で、利上げによって景気を減速させインフレ圧力の軽減を狙うには、リスク性資産に過剰に流れている資金フローを断ち切ることを主眼に置くこととなる。マーケットの立場から見れば、景気減速感が後退する年央以降は、中央銀行の景気やインフレ、市場の動きなどに関するトーンの変化を見極め、当該市場が足元のファンダメンタルズから大きな乖離を見せていないかどうかをよく吟味する必要が出てこよう。足元の市場動向から判断すれば、やはり資源国やエマージングの株式市場、そして商品市場に最初の異変が生じる公算が大きい。