

テーマ：ユーフォリアのカギを握る“債券バブル”

発表日：2007年3月29日（木）

～世界同時長期景気拡大、打たれ強い資産価格高騰の限界は近い～

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

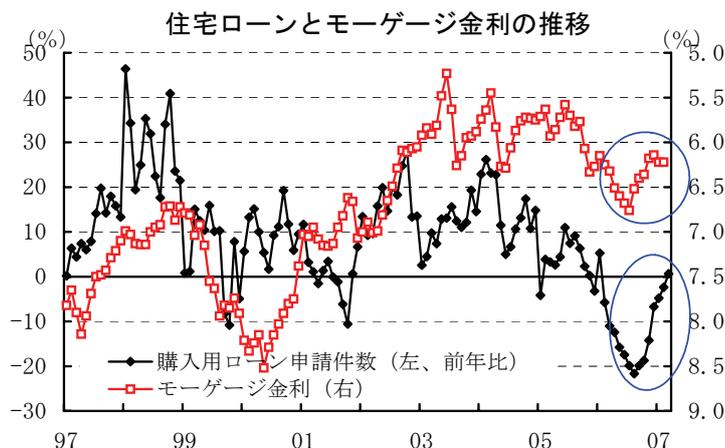
金利低下が全てを救う

2月末の上海株安を引き金に3月にかけて世界の株式市場を見舞った連鎖株安は、未だ不安定さは残しているものの、ほぼ一服したと言って良い。米住宅市場の問題を中心に米景気の先行き懸念が不安定要因となっているものの、総じて米景気に腰折れするリスクは小さい。足元での株価の軟調な推移は、主に1～3月期の“冴えない”業績を織り込む動きと判断され、短期的には日米の利上げ懸念が後退していることを勘案すれば、リスクマネーの収縮懸念は相当程度解消したと見られる。上海A株指数はすでに高値を更新しているほか、日経平均株価などでもきれいに“ダブルボトム”をつけ、急落後の混乱は一旦終息したと判断される。



イベント面で連鎖安の“幕引き”をしたのは、FRBによるスタンスの若干の変更であったと考えられる。それまでの利上げバイアスの姿勢から、中立の方向へ手綱を若干緩めたことが、金融面での緊張をほぐす役割を担った。結果、米債券市場では主に短期ゾーンの金利が低下、長期ゾーンの金利低下は小幅にとどまったことから、2年債と10年債利回りの逆転、すなわち長短金利の逆転現象は7ヶ月ぶりに“ブルスティープ”という形で解消した。このようなイールドカーブの変化は、金融緩和により景気悲観論が緩む局面で示現することが多く、株などのリスク性資産に資金が入りやすい環境でもある。米国金利について、株価が急落する前の水準(2/22)とFOMC後の水準(3/21)とを比較すると、2年債で約▲30bp、10年債で約▲15bpも低下している。

金利の低下は、リスクマネーの流れを通じて資産市場の回復に繋がるだけでなく、実体経済にもポジティブな影響を及ぼす。特に、金利感応度の高い住宅分野にはプラスに働くはずだ。昨夏の利上げ停止以来趨勢となった金利の低下により、すでに住宅ローンの申請件数(購入用)は持ち直し始めているが、ここ1ヶ月ほどの金利低下はこれを後押ししよう。足元で住宅販売の動きは鈍いが、天候要因によって攪乱されている面もある。雇用環境がしっかりとしている中で、購入用ローンの申請件数の増加はほぼ販売に結びつくはずで、すでに住宅市場は回復に向かい始めていると言えよう。



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。

ファンダメンタルズから乖離した金利水準

今回の連鎖安の遠因として、筆者を含め日銀の追加利上げが挙げられている。過剰流動性への影響、あるいは円キャリートレードなど、いずれもリスクマネーの供給が絞られることにつながる——という解釈だ。前回の株価急落、すなわち昨年5月から6月にかけての動きについても、直接の引き金としてバーナンキFRB議長の発言の“ブレ”が挙げられるが、遠因としては3月の日銀量的緩和解除に行き着く。最終的には、米国の利上げ打ち止めや、日銀の利上げは極めてゆっくりとしたものになるとの観測などが、混乱の沈静化に繋がった。

この2回の急落前後の流れは、いずれも①金融政策の引き締め（特に日銀）に伴うリスクマネー収縮懸念が遠因となり、②実際に株を中心としたリスク性資産の急落と連鎖安に繋がりと、③リスク性資産から退避したマネーがリスクの小さい債券市場に流れ（特に米国）、④金利の低下によってリスク性資産から退避するマネーフローが止まり、⑤金利低下によって実体経済にも追い風となる——という経路を辿っている。

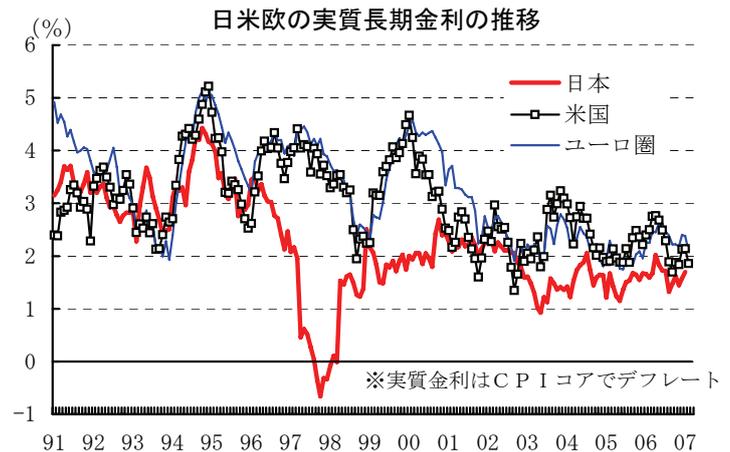
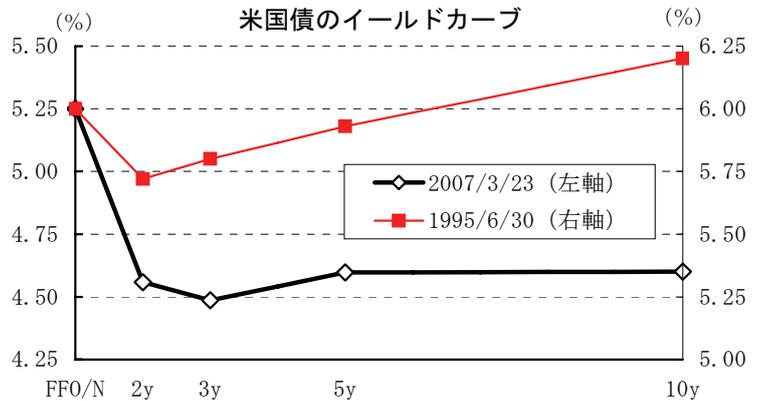
これまで筆者は、過剰流動性が株や商品、不動産などリスク資産価格の高騰に繋がっているという観点に着目してきた（例えば、MarketWatching「07年も市場のテーマは金利上昇に伴う急変リスク」（06/12/27）や「世界同時利上げで06年は混迷の年に①～⑤」（06/3/16～4/6）などを御参照）。結局、昨年の株価急落も、今回の急落も、金利の予想以上の低下が支える形となって、混乱は比較的軽微なものにとどまったと言える。

そこで、金利面、すなわち債券市場に着目すると、新たな側面が見えてくる。

米国債券市場の動きを見ると、FRBによる若干のスタンス変更により、イールドカーブがブルスティープ化したことは前述の通りだ。しかし、2年債から30年債まで、いずれも政策金利であるFF金利の水準（5.25%）を大幅に下回っている。景気減速、利下げ期待がある中ではそれほど珍しい形状には見えないかもしれない。そこで、今回と比較的似た局面として、95年6月のイールドカーブと比較した。当時は、94年の急激な利上げに伴い、景気後退懸念が高まっていた。実際にFRBは95年2月の利上げを最後に様子見姿勢に転じ、7月には利下げに転じている。今回は、06年6月までの利上げにより住宅市場を中心とした景気減速懸念がある中、短期市場（FF金利先物市場）では、年内の利上げを織り込む格好となっている。

実際にイールドカーブを比較すると、その形状はかなり異なることが分かる。すなわち、①95年時に比べ、足元はFF金利からの下ブレ幅が大きい、②95年時は、FF金利を下回っていたのは短～中期ゾーンだけだったのに対し、足元は超長期（グラフには示していないが30年債まで）ゾーンまでがFF金利水準を下回っている——点である。

95年時に比べて足元の方が景気の先行きに対してより悲観的な見方が強いのであればこうした違いも納得できるが、実際には逆であり、95年の方が景況感は悪く、リセッションに陥るとの見方も多かった。すなわち、“景況感”という観点で言えば、今回の米国のイールドカーブ、あるいは金利の低下は行き過ぎであると言える。もっとも、95年当時と足元と



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。

でインフレ率の水準が異なれば、金利水準も変わってくる可能性がある。しかし、95年当時のCPI（コア）上昇率は前年対比で+3%程度と、足元の同+2.7%程度とそう大きくは変わらない。CPI（コア）上昇率で金利水準をデフレートした実質金利水準を見ると¹、95年当時の実質10年債利回りは+2.5~3.0%であるのに対し、足元は+2.0%前後にとどまっており、実質金利ベースで見ても足元の金利水準がいかに低いかが分かる。

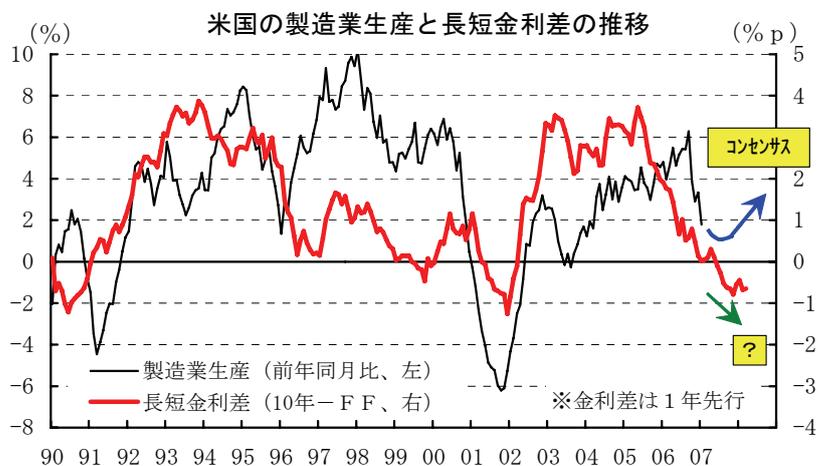
次に、実際の経済指標と米金利との連動性を確認する。株価と同様、債券利回りも景気と連動して動く。例えば、長短金利差（ここでは10年債利回りとFF金利の誘導目標水準との格差）は、生産の動きに対して1年程度の先行性が確認される。しかし、04年頃（グラフ上では1年先行する形で描いてあるので05年に見える）から両者の関係は崩れ始め、生産の動きに関係なく長短スプレッドは縮小の一途を辿り、06年以降は長短金利が逆転している。FRBは04年から段階的に利上げを進めてきた。利上げ時に長短スプレッドが縮小するのは一般的ではあるが、この間の景気の流れや強さから考えても、ここまでの長短金利の逆転は説明が難しい。実際、過去これほどまでに長短金利の逆転幅が大きくなったのは、リセッションに絡む時期や、LTCMショックなど、今回の株安などとは比較にならないほどの金融市場混乱時以外に見当たらない。

このような、ファンダメンタルズからは説明し難い長期金利の低下は、米国に限ったことではない。ユーロ圏でも、実質長期金利は+2%前後とほぼ同様の状況にある²。

以上のことから、足元での長期ゾーンを中心とした金利水準は、ファンダメンタルズから乖離している公算が大きいと言える。金利と表裏一体をなす債券価格という観点で言えば、ファンダメンタルズで説明できない水準にまで債券価格が上昇している——すなわち債券バブルではないか、と見ることもできる。

債券バブルが全てを丸く収めている

それでは、債券バブルが形成されたメカニズムはどのようなものなのか。基本的には、他の資産価格と同様、02年頃から強まり始めた過剰流動性が影響していると考えられる。すなわち、過剰流動性の高まりを背景に、リスク性資産への資金流入が増加、中でも原油など商品市況の上昇が目立った。この結果、資源国に流入した資金が新たな投資先へと向かうことになるが（所謂オイルマネーなど）、そのうち相当程度が米国を中心とし



¹ 本来ならば期待インフレ率でデフレートすべきだが、ここでは簡略化した。因みに、インフレ連動債の実質利回りと普通国債の利回りととの差が期待インフレ率となるが、米インフレ連動債の発行は97年である。

² 因みに、日本の実質10年債利回りは+1.5%程度と欧米よりさらに低いが、デフレに入ってから以降は1~2%程度を中心とした水準で推移、物価上昇率がマイナスになる中で実質金利が名目金利を上回るという逆転現象も生じるなど安定していない。

た債券市場に流れた可能性が大きい。通常、こうした資金はポートフォリオを形成して多くの資産に振り分けられる。そのうちの多くの割合が、年金ファンドなどと同様、相対的にリスクの低い国債などに向かう。

そこで、米国の国債保有者別割合の推移を見ると、個人や生保など、大半の米国投資家の保有割合が低下傾向になる中で、外国人の保有割合が急上昇してきていることが分かる。米国では、01年の同時テロ以降、国防費の膨張とともに国債発行残高も急増してきたが、このうちの多くを外国人が購入した格好だ。さらに国別に見ると、03年と04年は内外金利差の拡大を背景に日本の買い越しが目立ったが、05年以降日本でのデフレ脱却期待と株価の上昇もあって日本の買い越しが減ると、代わって欧州や中国の買い越しが急増する形となっている。中国の急増は貿易黒字の急拡大などが背景にあるが、欧州は中東のオイルマネーなどが英国などを通じて拡大した可能性が大きい。こうして、過剰流動性が一部で資源価格の高騰をもたらし、それによって潤った資源国のマネーが再び米国などに投資され、ファンダメンタルズから乖離するほどの金利低下の一因になったと考えられる。

米国国債発行残高と保有者の内訳

	国債発行残高												
	家計	非金融企業	政府	海外	金融当局	商業銀行	貯蓄組合	生保	個人年金基金	MMF	投信	その他	
1960	234.0	30.8	6.7	5.9	4.6	11.5	26.3	4.0	2.7	1.0	0.0	0.3	6.1
65	257.0	29.1	4.9	7.6	5.1	15.7	23.4	4.5	2.0	1.0	0.0	0.3	6.4
70	289.9	28.6	2.2	7.9	6.8	21.4	21.6	3.3	1.4	0.7	0.0	0.3	5.8
75	434.9	25.7	3.3	6.4	15.1	19.9	19.5	2.3	1.1	2.9	0.2	0.2	3.3
80	730.0	23.8	1.9	12.8	17.5	16.3	15.3	1.8	0.8	4.4	0.5	0.3	4.7
85	1586.6	18.0	2.6	16.3	14.3	11.2	11.9	2.2	3.3	8.1	1.5	2.4	8.2
90	2465.8	20.6	1.5	16.7	17.8	9.5	7.0	1.0	2.4	5.0	1.8	3.5	13.1
95	3608.5	23.1	1.6	8.0	22.6	10.5	7.7	0.5	3.0	3.3	1.9	4.0	13.7
2000	3357.8	17.4	0.5	9.2	30.4	15.2	5.5	0.3	1.7	3.3	2.7	3.8	9.8
02	3609.8	8.0	0.9	9.8	35.6	17.4	5.7	0.3	2.2	2.8	3.9	3.7	9.7
05	4678.0	12.0	0.8	9.8	42.6	15.9	2.1	0.3	1.9	2.4	1.9	3.3	7.0
06	4861.7	10.0	0.7	10.0	43.9	16.0	1.9	0.3	1.9	2.4	1.7	3.3	7.9

(出所) FRB, "Flow of Funds".

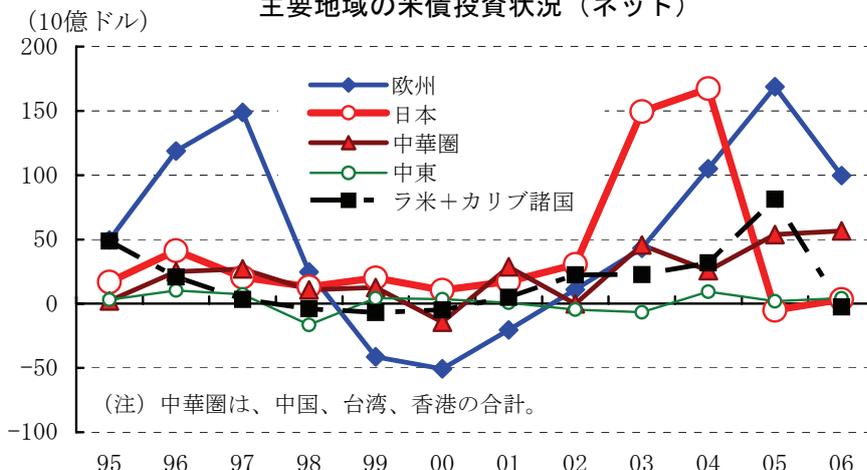
(注) 国債発行残高は金額(10億ドル)、各部門は保有比率(%)。

金利の低下は、ファンダメンタルズの押し上げを通じて、リスク性資産価格の高騰に“妥当性”を与えた側面もある。債券市場に過度に資金が流入すれば、長期金利は低水準にとどまり、需要を押し上げる。こうした動きが世界的な規模で起こったために、01年末、ないしは02年初以降の世界同時長期景気拡大に寄与した部分も大きいと考えられる。このため、世界的に需給(GDPギャップなど)はタイトになり、中国経済の急拡大と相俟って、資源需要の押し上げに繋がった。一方で、低金利による借り入れコストの低位安定は、住宅需要を押し上げたほか、不動産投資という観点でも低金利が相対的な利回りの優位性に繋がる。こうしたことが、商品市場や資源国・エマージング市場の株価、あるいは米国などを中心とした不動産(住宅)価格の上昇をファンダメンタルズ面から“説明した”と言えよう。

バブルとはファンダメンタルズから乖離して熱狂的な価格の上昇を指すが、往々にしてその渦中ではそれに見合ったファンダメンタルズ的裏付けがなされるものである。要は、そうしたファンダメンタルズが特殊なものではないのか、持続可能なものなのか、という点が重要である。その意味で、過剰流動性に起点を発した債券バブルは、持続可能なものかどうかを問い直す必要がある。

バブルとはファンダメンタルズから乖離して熱狂的な価格の上昇を指すが、往々にしてその渦中ではそれに見合ったファンダメンタルズ的裏付けがなされるものである。要は、そうしたファンダメンタルズが特殊なものではないのか、持続可能なものなのか、という点が重要である。その意味で、過剰流動性に起点を発した債券バブルは、持続可能なものかどうかを問い直す必要がある。

主要地域の米債投資状況(ネット)



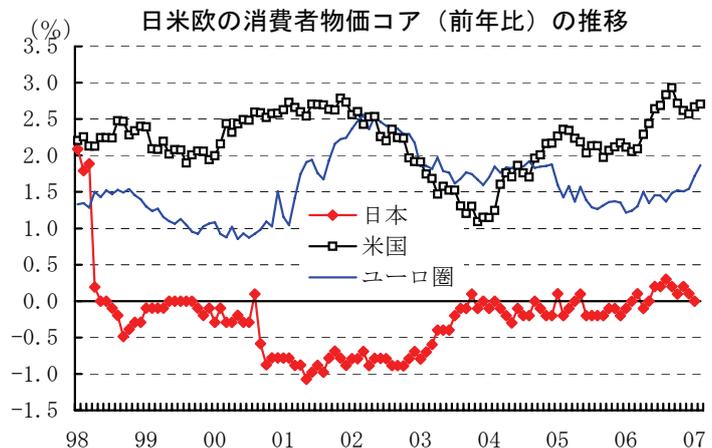
(注) 中華圏は、中国、台湾、香港の合計。

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。

債券バブルを支える低インフレ信仰

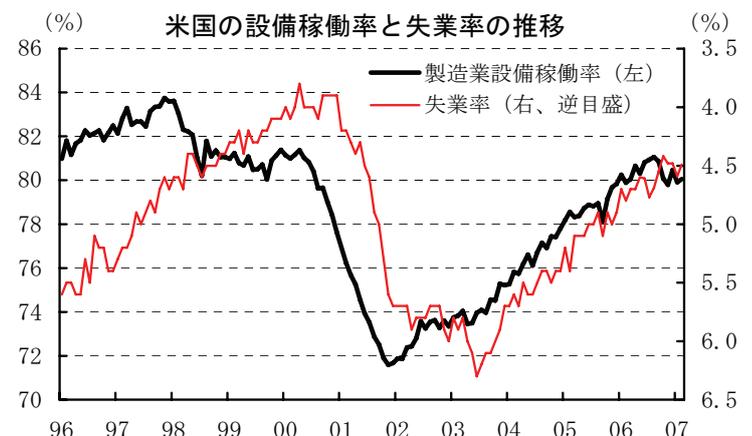
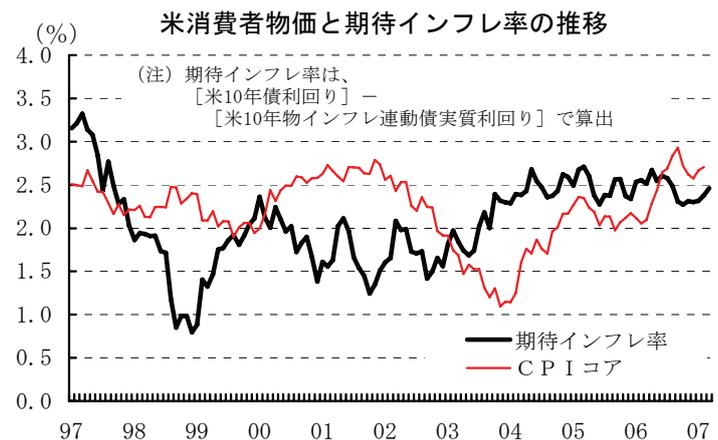
市場金利がファンダメンタルズからは乖離した低い水準にとどまることを“裏付ける”形となっているのが、インフレに対する楽観的な見方だ。米国の10年国債利回りと同インフレ連動債の実質利回りの格差として現れる期待インフレ率は2.46%（3/29現在）と、比較的相関度の高いCPI（コア）上昇率（+2.7%）を下回っている。期待インフレ率は、04年以降2.5%前後で一進一退となっており、決して低い水準にあるとは言えないが、CPI（コア）上昇率がFRBの許容水準を上回って高止まりしていることを勘案すれば、債券市場のインフレに対する見方は“楽観的”と言えよう³。

インフレを取り巻く環境については様々な分析、議論があるが、①長期にわたる景気拡大の中で需給ギャップはタイトになっていること、②資源価格の高止まりなど、原材料コストも高止まりが続いていること——などから、基本的には楽観視はできない状況にあると考えられる。米国だけでなく、世界的にインフレは低位安定しているように思いがちだが、ユーロ圏でもCPI上昇率はECBが安定とするレンジの上限付近にあり、イメージと実際の数字にはやや乖離があるようだ。



今後のインフレ動向について、基本的な考え方は以下の通りであろう。

- ① 財分野については、中国などの安価な製品の流入、企業の収益性や生産性向上の努力などもあって、簡単には上昇率が加速するような状況にない
- ② サービス分野については、安価な労働力の導入には限界があり、基本的には全体の労働需給の逼迫度合いに伴う賃金動向が反映される傾向にある。今後景気が再浮揚するとなれば労働需給は一段と引き締まるため、賃金の上昇に伴いサービス価格は上昇率が加速するおそれがある
- ③ コンセンサス通り年央頃から景気に明るさが増してくるのであれば、需給ギャップは縮小、設備稼働率の上昇、失業率の低下という形で、インフレ圧力は高まる。なかでも、失業率は足元で4%台半ばと、自然失業率をすでに下回っている。今後景気が再加速し、失業率が一段と低下するようであれば、賃金は一段と上昇率を



³ ただし、米債券市場での逆イールド解消後、弱めの経済指標の発表が相次ぎ株式市場が軟調に推移するような中でも、長短金利差の拡大が続いていることから、米債券市場では将来のインフレリスクをこれまでよりはやや強く意識し始めている可能性がある。

高める公算が大きい。

- ④ 財価格は、厳しい価格競争の下で引き続き低位安定する公算が大きいものの、原材料価格の上昇、賃金の上昇というコスト増と、需要好調とが結びつければ、製品価格への転嫁が進まないと言い切ることはできなくなる
- ⑤ したがって、財価格の動向は未知数だが、労働需給逼迫を映じてサービス価格が高まるリスクは大きく、最低でもその分だけインフレ率は押し上げられる可能性が大きい

このような状況が、景気再浮揚後には訪れる——というのが極めてノーマルなインフレ感であろう。しかし、実際にはこうした見方は米エコノミストの間でも少数派のようだ。多数派であれば足元のような低金利水準で債券にさらに資金を振り向けることは困難なはずだ。

中央銀行のジレンマ

ただし、昨年、そして今年の株価急落時に見られたように、何らかのショックによってリスク性資産からマネーが流出するような際には、その受け皿として債券市場に資金が向かいやすいことも事実だ。今後、日銀が追加利上げを模索するような時期になれば、再び市場に動揺が走るリスクは高いが、これまで同様に債券市場に資金が退避し、市場金利は低下しよう。問題は、流動する資金量が大きいため、金利を引き下げることが強く、大幅に低下した市場金利が景気をすぐに刺激し始めることだ。

つまり、【リスク性資産からの資金流出→債券市場への資金流入→景気押し上げ→リスク性資産への資金流入】という『黄金の循環』が繰り返されているのが、ITバブルから立ち直った世界同時長期景気拡大の特徴である。これらは01年から04年にかけてという長い期間にわたって各国中銀が超低金利政策を続けた結果発生した、かつて無い規模の過剰流動性が生み出した構造である。これが繰り返される限り、景気はなかなか調整色を強めない。一見良いことに感じるが、インフレ圧力の高まりという点では懸念もある。

実際にインフレが加速し始めれば、それは足元の景気と資産市場の動きに容易にカタストロフをもたらそう。後手に回った中央銀行は短期金利を大幅に引き上げざるを得なくなる。リスク性資産から資金は流出するが、インフレが加速する中では債券市場に資金を振り向けにくくなる。結局、長短金利の急騰と、資産価格の急落により、景気は一気に失速するリスクが高まる。特に、米国では債券価格の急落と、ドルの急落に繋がるおそれがあり、世界的な経済混乱に及ぶ公算も出てくる。

一方、景気拡大を放置していればいつかは訪れるインフレ加速の示現を回避しようとすれば、中央銀行は早め早めに短期金利を引き上げて過剰流動性を絞り、リスク性資産と債券市場を行き来する資金の循環量を落とすとしていき、リスク性資産の上昇余地、ないしは金利の低下余地を少なくするしかないだろう。

短期金利の引き上げによって過剰流動性を落とし、『黄金の循環』による景気押し上げ効果を減衰させるには、どれだけの時間がかかるかは分からない。一方で、景気拡大がどの程度続くとインフレが加速し始めるかを予測することも難しい。しかし、だからこそ各国中央銀行は（インフレ加速によるカタストロフを避けるために）速いタイミングとテンポで短期金利の引き上げを繰り返す可能性がある。この場合も、最終的には利上げによるオーバーキルの可能性は高い上、リスク性資産価格の下落による逆資産効果などから、景気後退に至る可能性は大きいと言わざるを得ない。しかし、インフレが加速した場合に訪れるリスクと比較すれば、コストは小さいと言えよう。

