

テーマ：変貌するグローバルマーケット②

発表日：2007年6月29日（金）

～日銀にかかる世界からの利上げプレッシャー～

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

各国中銀は利上げまっしぐら

米国での利下げ期待があらかた剥落し、英国やユーロ圏、日本の追加利上げ期待が高まる状況にある。そこで、改めて世界の金融政策動向を確認すると、実に多くの国が利上げ局面にあることが判る。この4～6月期を振り返っても、13の中央銀行が利上げを実施している（6月27日現在）。確認できただけでも、現在利上げ局面にある中央銀行が21行もあり、まさに“世界同時利上げ”の様相を呈している。

無論、利下げ局面にある国もある。インドネシアやロシア、ブラジルなどだが、大半は高いインフレや通貨危機という固有の問題が解決に向かうなかでの、超高金利政策からの脱却局面にある。

利上げ局面にある地域を見ると、すでに利上げ開始から2～3年程度経過しているところが多い。累計利上げ幅はアイスランドのように+895bpに達している国もあるが、大半は+100～250bpにとどまっている。このことから、多くの中央銀行が比較的“緩やかな”利上げを実施していることが判る。

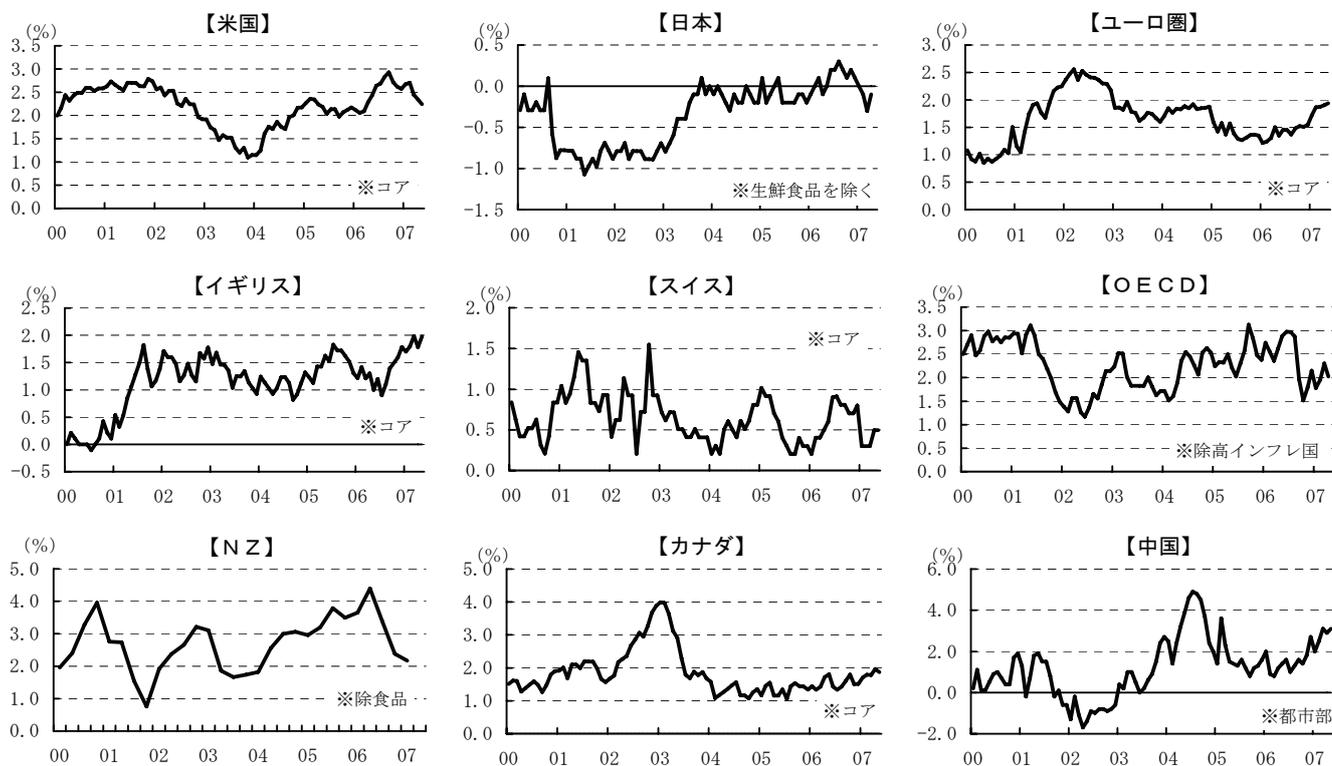
世界各国の金融政策動向

国	政策金利	現行水準	直近変更幅	変更日時	利上げ (利下げ) 局面開始前	利上げ (利下げ) 開始時期	通算変更幅	
利 上 げ 局 面	ノルウェー	Deposit Rate	4.500%	+25.0bp	07/6/27	1.750%	05/7	+275.0bp
	台湾	Discount Rate	3.125%	+25.0bp	07/6/21	1.375%	04/9	+175.0bp
	スウェーデン	Repo Rate	3.500%	+25.0bp	07/6/20	1.500%	06/1	+200.0bp
	スイス	3 month LIBOR Target Range	2.500%	+25.0bp	07/6/14	0.375%	04/6	+212.5bp
	NZ	Official Cash Rate	8.000%	+25.0bp	07/6/7	5.000%	04/1	+300.0bp
	南アフリカ	Repo Rate	9.500%	+50.0bp	07/6/7	7.000%	06/6	+250.0bp
	デンマーク	Discount Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/7	2.000%	05/12	+200.0bp
	ユーロ	Minimum Bid Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/6	2.000%	05/12	+200.0bp
	チェコ	2 week Repo Rate	2.750%	+25.0bp	07/5/31	1.750%	05/10	+100.0bp
	中国	Lending Rate, 1 Year	6.570%	+18.0bp	07/5/18	5.310%	04/10	+126.0bp
	英国	Bank Rate	5.500%	+25.0bp	07/5/10	4.500%	06/8	+100.0bp
	メキシコ	Official Overnight Rate	7.250%	+25.0bp	07/4/27	7.000%	07/4	+25.0bp
	ポーランド	Reference Rate	4.250%	+25.0bp	07/4/25	4.000%	07/4	+25.0bp
	インド	Repo Cut-off Rate	7.750%	+25.0bp	07/3/30	4.500%	04/10	+325.0bp
	日本	無担コール翌日物	0.500%	+25.0bp	07/2/21	0.000%	06/7	+50.0bp
	アイスランド	Repo Rate	14.250%	+25.0bp	06/12/28	5.300%	04/5	+895.0bp
	豪州	Cash Target Rate	6.250%	+25.0bp	06/11/8	4.250%	02/5	+200.0bp
	韓国	Target Overnight Call Rate	4.500%	+25.0bp	06/8/10	3.250%	05/9	+125.0bp
	米国	Federal Fund Rate	5.250%	+25.0bp	06/6/29	1.000%	04/6	+425.0bp
	カナダ	Overnight Target Rate	4.250%	+25.0bp	06/5/24	2.000%	04/9	+225.0bp
	マレーシア	Overnight Policy Rate	3.500%	+25.0bp	06/4/26	2.700%	05/11	+80.0bp
利 下 げ 局 面	ハンガリー	2 week Deposit Rate	7.750%	▲25.0bp	07/6/25	8.000%	07/6	▲25.0bp
	ルーマニア	Policy Rate	7.000%	▲25.0bp	07/6/25	8.750%	07/2	▲175.0bp
	ロシア	Refinancing Rate	10.000%	▲50.0bp	07/6/19	150.000%	98/5	▲14000.0bp
	インドネシア	Reference Interest Rate	8.500%	▲25.0bp	07/6/7	12.750%	06/5	▲425.0bp
	ブラジル	SELIC Target Rate	12.000%	▲50.0bp	07/6/6	19.750%	05/9	▲775.0bp
	タイ	1-Day Repurchase Rate	3.500%	▲50.0bp	07/5/23	5.000%	07/1	▲150.0bp
	スロバキア	2 week Repo Rate	4.250%	▲25.0bp	07/4/25	4.750%	07/3	▲50.0bp
	チリ	Nominal Overnight Rate	5.000%	▲25.0bp	07/2/8	5.250%	07/2	▲25.0bp

このように多くの中央銀行が揃って利上げを実施、その期間も比較的長期に渡っているにもかかわらず、利上げのテンポが比較的緩やかなのは、景気拡大が長期にわたり需給ギャップが縮小、ないしは需要超過状態に入っているにもかかわらず、物価上昇率に加速感があまり無いことが挙げられる。

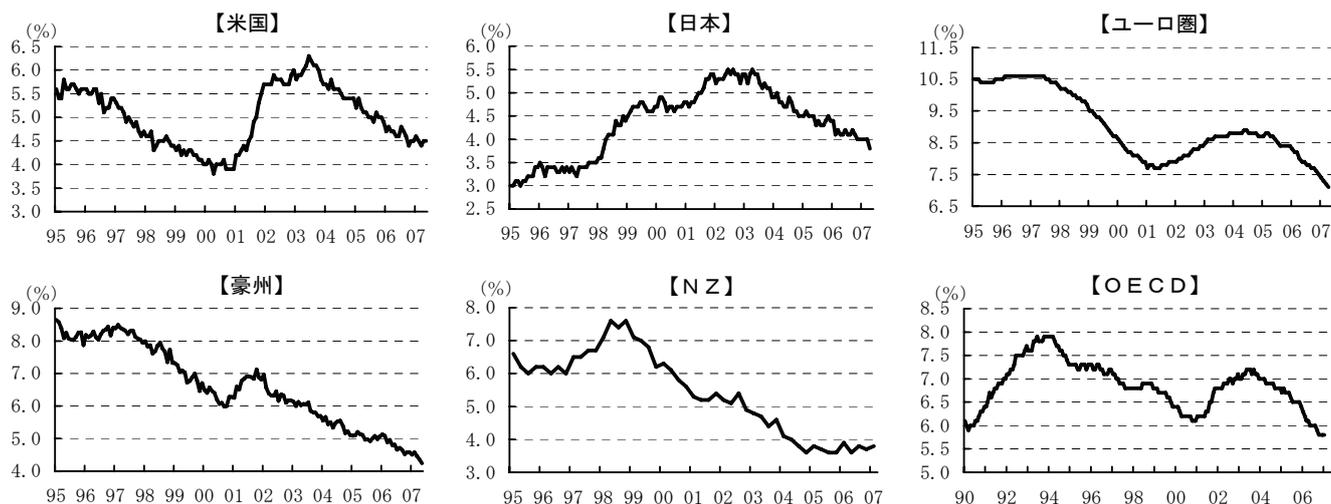
各国の消費者物価上昇率をみると、変動の大きいエネルギーなどを除いたコアベースで上昇率が高まる傾向にあるのはユーロ圏や英国、カナダなどで、その他の主要国では比較的落ち着いた状況が続いている。OECD全体で見て物価上昇率は低い水準にあるとも言い難いものの、危険水準にはない。

世界の消費者物価の推移（前年比）



一方で、景気拡大の長期化により、インフレ圧力は着実に高まる傾向にあることを示唆する指標が増えている。その代表的な指標の一つである失業率の各国動向を見ると、低下基調が続いているのは無論のこと、欧州圏などを中心に過去15年間で最低水準にまで達している国が多いことが分かる。

世界の失業率の推移



こうしたファンダメンタルズは、各国中央銀行のこれまでの行動をよく説明する。すなわち、物価上昇圧力が着実に増す一方で、実際の物価上昇ペースはまだ加速感が乏しいため、緩やかな利上げを継続している——ということだ。

当然のことながら、こうした経済状況が続く限り、各国中央銀行は緩やかな利上げを続けていくものと判断

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。

される。先行きの経済見通しについては、いくつかのリスク材料はあるものの、年後半は徐々に浮揚感が増してくるとの見方がコンセンサスとなっている。こうしたコンセンサスに基づけば、世界同時利上げも続くと判断せざるを得ない。実際、米住宅ローン問題など一部にくすぶりは見られるものの、鈍化傾向にあった米生産活動に加速の兆しが強まっている。ユーロ圏内景気は好調さを保っている上、中国をはじめとした新興国、資源国経済も高成長を維持している上、鈍化の兆しが見られない。日本経済も、生産活動の回復が遅れているものの、米国をはじめとした海外経済が揃って浮揚感を強めれば、外需の持ち直しから年後半の生産加速の姿は描きやすい。したがって、年後半も世界の利上げ基調は続くものと予想される。

また、そのペースについても、これまでと大きくは変わらないと考えられる。これまでの利上げによって、政策金利水準が高くなりつつある上、累積効果も考えられることから、景気に与える影響は徐々に強まっていると考えられる。したがって、景気に対してほぼ中立的とされる水準まで政策金利を引き上げれば、その後の利上げにはかなり慎重になる公算がある。一方で、景気が潜在成長ペースを上回るほどに再加速し、需給ギャップが一段と引き締まっていく中で、各国中央銀行は手をこまねいて見ているわけにも行かないだろう。実際に物価の加速を許せば、それを沈静化させるためのコストは膨大だからである。

物価上昇率の水準や傾向によって中央銀行が取る行動は分かると見られる。上昇率が中央銀行の許容レンジの上限付近にあったり、上昇率が拡大傾向にある欧州圏や一部の新興国では、潜在成長を上回るような景気拡大ペースの下では、これまでと同様のペースでの利上げを続けざるを得ないだろう。また、物価上昇率にそれほどの懸念がない国では、取り敢えずは景気に対して中立的と考えられる水準まで金利を引き上げ、その後も景気やインフレ関連指標を睨みながら、景気実勢に合わせていくような形で金利水準を緩やかに引き上げる必要が出てこよう。例えば、米国では再び失業率が低下歩調を辿るようなら、追加利上げを模索する時期に入ったと考えるべきだろう。

目立つ日銀の低金利

こうしたなか、どうしても目を引くのが日本の政策金利の圧倒的な低さである。政策金利となる無担コール翌日物金利の誘導目標水準は0.5%と、日本を除いた主要国で最も低いスイスの3ヶ月物LIBOR誘導目標水準である2.5%を大幅に下回っている。スイスの消費者物価上昇率は総合ベースでもコアベースでも前年対比+0.5%程度にとどまっております、日本との差はそれほど大きくない。物価が上昇しているのと下落しているのとは数字以上に大きな意味の違いがあるが、実質金利で見ても日本の政策金利水準は圧倒的に低いことも厳然たる事実である。

また、もう一つ指摘できることは、世界同時利上げの様相を呈している中で、日本の政策金利は今後も最低水準にとどまるということである。景気に対して中立的な政策金利水準、いわゆる中立金利は、潜在成長率に期待インフレ率を足したものとされる。そこで、日本の中立金利水準を考えると、潜在成長率が+1.5~2.0%、期待インフレ率を日銀審議委員による物価安定の目安である0~2%程度とすれば、中立水準は1.5~4.0%程度ということになる。ただし、現状で物価上昇率がマイナス、07年度の民間エコノミストなどコンセンサスについても0.5%以下であることを考えれば、当面想定される日本の中立金利は1.5~2.0%程度と考えられる。米国などと同様に、取り敢えず中立金利水準まで政策金利を引き上げたとしても、無担コール翌日物金利の誘導目標水準は2.0%と、足元でのスイスの政策金利水準すら下回り、世界の中で“最も低い金利”という状況は変わらないことになる。

無論、他国の金利がそのまま据え置かれるのであれば、金利差は日銀の利上げに連れて縮小することになる。しかし、これまで述べてきたように、日銀だけが利上げを行い、他国が利上げを行わない状況は考えにくい。仮に、日銀が半年に一度というこれまでのペースでの利上げを続けるとすれば、それはこのところの他国の利上げペースと同等か、遅くなることとなり、金利差はむしろ拡大することとなる。

新入の？円安是正プレッシャー

為替市場では6月中旬から下旬にかけて、円安が一段と進展した。米国経済に対する楽観的な見方の広がり

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。

や、欧州やNZなどで相次いだ利上げ、懸念されていたほど“タカ派”的ではなかった日銀首脳の発言などが背景にある。

こうしたなか、海外から注目すべき発言やレポートが相次いだ。B I S（国際決済銀行）が24日に公表した年次報告では、「最近の円安は明らかに異常だ。根本的な問題は、円が大幅な上昇を許されないと一部の投資家が確信していることだ」、「円キャリー取引が拡大した理由は金利差だ」、「（日本が）危険なデフレスパイラルに陥る可能性は、今や大幅に減った」、「日本からの資金流出は世界のどこかに好ましくない影響をもたらしかねない」、「日銀が引き続き金利を徐々に通常の水準に引き上げるべき状況にある」とした。他もほぼ同様の主張と受け取れる内容となっている。整理すると、【日本の超低金利政策が円安の背景となっており、それが過剰流動性となって世界の資産価格押し上げに繋がっている。こうした行き過ぎた動きを是正するためにも、日銀は利上げを続けるべきだ】と解釈できよう。

日本は、為替相場に関して何かと海外からの円高圧力を気にするやや“卑屈”な見方をしがちだが、そうした自己認識を踏まえても、最近の円安に関する言及は、形を変えた『円安への警鐘』と感じられる。これらに対し、日本の財務相も同様の懸念を有していると早速呼応していることから、円安是正への動きと、それを自然な形で演出するための日銀の利上げに対するプレッシャーは、すでに国際政治の舞台に上がったと考えて差し支えなからう。

無論、現状で利上げを行うことに対する疑念はある。日本の物価上昇率（生鮮食品を除くCPI）は前年水準を下回っているほか、GDPデフレーターもマイナス圏にとどまっていることから、日本の政策金利が極めて低い水準にとどまることは当然であり、物価下落での利上げに首をかしげる人が多いことも頷ける話である。一方で、かねてから日銀は先行き景気が回復していく見通しが立てばやがて物価もプラスに転じるとして、物価下落でも利上げは正当化されるとのロジックを主張してきた。こうした日銀の姿勢に、外からフォローの風が吹いてきたことは間違いない。かつて、日銀の利上げ意欲の強まりに対し、海外から早すぎる政策転換を憂う声が出ていた時期とは180°の環境変化である。市場は、予想外に早まる日銀の利上げリスクと、その影響に注意を払うべきだろう。

