

テーマ：2010年の市場見通し ～金利～

発表日：2009年12月21日（月）

～2010年春までにピークアウト、再び低下余地を探る展開へ～

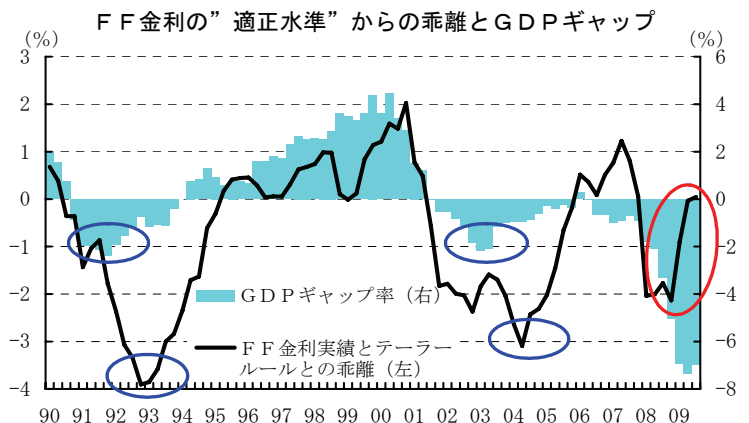
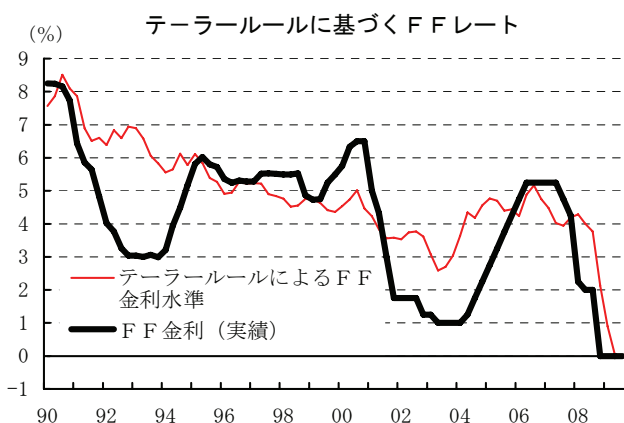
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

金融政策 ～主要国での利上げは困難～

足元で、世界経済は回復基調を辿っているものの、循環的な回復に過ぎず、景気対策などの効果が無くとも個人消費を中心とした内需が拡大基調を保つ自律的な回復局面へ移行する条件は整っていないと判断される¹。なかでも、主要国においては住宅バブル崩壊の影響（米国や英国など）、デフレ局面入り（日本）などもあって、総じて内需は力強さに欠ける。加えて、財政状況は急速に悪化しており、容易に追加の財政政策を採り得ない。したがって、金融緩和措置の継続に期待するところは大きい。

実際、金融政策の方向性や水準をはかるうえで重要な指針となる需給ギャップ（GDPギャップ）の動向を見ると、日米、そしてユーロ圏などは今年4～6月期、ないしは7～9月期以降潜在成長率を上回るペースで拡大に転じているものの、未だ需給ギャップは大幅なマイナス状況（需要不足、ないしは供給超過）にあるといえる。目下のところ、インフレ圧力が高まるような状況にはなく、ようやくデフレ圧力が緩和し始めたその端緒にある段階であり、足元の緩和措置を軽減するには十分な余裕があるといえよう。

米国では、バーナンキFRB議長が足元の超低金利政策が長期化する可能性を再三に渡って示唆しており、FOMC後に発表される声明文にも『異例の低金利を長期に渡り正当化する可能性が高い』という表現で、予見される将来に渡って低金利政策が続くことを示している。前FRB議長のグリーンズパン時代はGDPギャップが縮小基調に転じてから1年後にFF金利のあるべき水準²に近づける、すなわち利上げを始めるパターンがみられた。これを足元に当てはめると、7～9月期には米国の実質GDP成長率は潜在成長率³を上回ったと判断されるため、早ければ来年7～9月期にも利上げが行われる可能性がある。しかし、今後も米経済成長率が潜在成長率を上回り続けることが条件であるため、たとえば今後潜在成長以下のペースに鈍化するようなことがあれば、利上げの時期はその分後ずれすることになる。加えて、今局面ではかつてみられなかったような問題もある。それは、FF金利の誘導目標水準を0.00～0.25%とこれ以上引き下げられない水準に維持している一方で、これまでの景気の悪化に伴う需給ギャップのマイナス幅の拡大や、インフレ率の鈍化に伴い、



¹ 景気などに対する筆者の見解については、MarketWatching「2010年の市場環境見通し」（09/11/26）および「2010年の市場環境見通し＜補論＞」（09/12/14）を御参照。

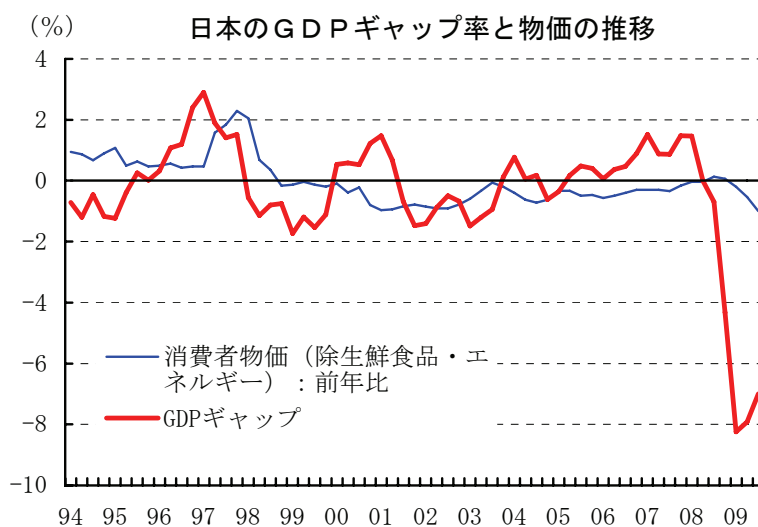
² ここでいうFF金利のあるべき水準とは、テラールールに基づいて算出されたFF金利水準。

³ 足元ではおよそ2.5%前後と想定される。

テーラールールで求める“適正な”FF金利水準がどんどん低下し、足元で両者はほぼ同水準にあるという点だ。実際のFF金利水準が適正なFF金利水準を下回ってれば、それだけ“金融緩和効果”が大きいと考えられることを勘案すれば、足元の状況では景気刺激度合いは相当程度小さいと判断される。ちなみに、“ジョブレスリカバリー”と評された90年代前半の景気回復初期局面では、需給ギャップがゼロになった段階でFF金利とテーラールールで求めた“適正水準”との間には2%程度の乖離があり、FF金利が“適正水準”を上回って景気にブレーキがかかる水準にまで引き上げられたのは、それから約1年後である。このことが後のITバブルや住宅バブルの一因となったとの反省にたつとしても、当時以上に需給ギャップのマイナス幅が拡大し、失業率も高水準にある足元では、利上げまでにはかなりの余裕があるといえよう。現実的には、追加の景気対策なしに米国景気が自律的な回復軌道に乗ることは困難で、特に来年半ばには循環的な回復力も減衰することから、成長ペースは潜在成長率を下回る可能性がある。したがって、少なくとも来年中に利上げが実施される可能性は小さいと考えられる。

日本では、基本的にはデフレから脱却するまでの間は利上げは行わないものと考えられる。福井前日銀総裁時代は、物価が安定的にゼロを上回ると見極められるまでは利上げは行わないとしていたが、結局エネルギーなど資源価格の高騰を主因として物価が上昇に転じた段階で利上げを行った。結論から言えば、これは拙速な判断だったと言える。すなわち、物価がプラスに転じたとしても、人々の期待インフレ率がプラスに転じるまでには時間がかかるため、利上げはデフレから脱却していない段階のものだったと考えられる⁴。こうした前例を考慮すれば、ここ数年は日本に利上げの機会はないと言えよう。日銀は、2011年までは物価の下落基調が続くとの予想を示したが、需給ギャップの大きさを考えれば、これはもったもなしの見方だと言える。GDPギャップ率は、足元で▲7%（▲35兆円）程度とされているが、これを解消するには潜在成長率の倍以上となる2%成長を今後維持し続けたとしても7年程度はかかる規模である⁵。すなわち、資源価格の高騰などによるケースを除けば、少なくともその間はデフレから脱却することは困難であろう。

主要国のなかで相対的には最も利上げリスクが高いと考えられるのがユーロ圏だ。ECBはもともとインフレファイターとして名高い独中銀（ブンデスバンク）の流れをくみ、インフレ加速の芽を摘み取ることを最優先とする。足元でユーロ圏の政策金利は1.0%にあるが、実質ベースではマイナス金利となっており、現状の



主要国のなかで相対的には最も利上げリスクが高いと考えられるのがユーロ圏だ。ECBはもともとインフレファイターとして名高い独中銀（ブンデスバンク）の流れをくみ、インフレ加速の芽を摘み取ることを最優先とする。足元でユーロ圏の政策金利は1.0%にあるが、実質ベースではマイナス金利となっており、現状の

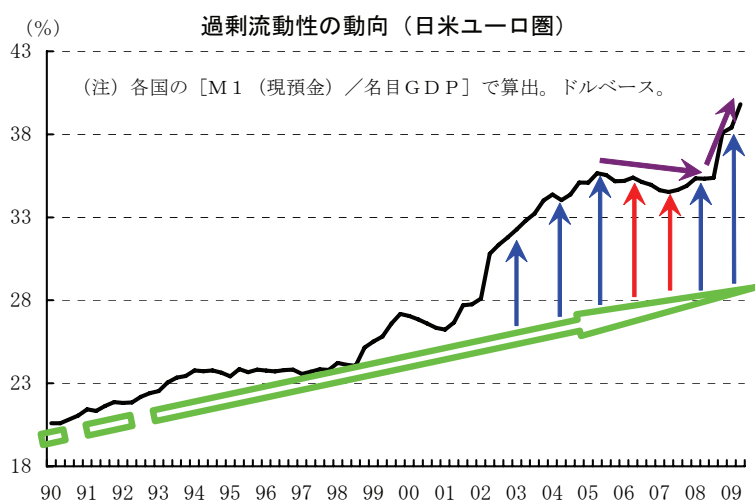
⁴ GDPギャップとインフレ率との間には概ね2年程度のタイムラグがある。2000年代半ばにおいて日本のGDPギャップ率が安定的にプラス圏内に入ったのが2005年、変動の大きな生鮮食品やエネルギーなどを除いたベースの消費者物価上昇率がプラスに転じたのは2007年であった。したがって、最低でも2007年までは利上げを待つべきだったと考えられる。そうであれば、2007年にはサブプライム問題を背景とした金融機関の巨額損失などが明らかになりつつあったことから、実際には利上げは実施されなかった可能性もある。また、デフレ期待が完全に払拭するには物価がプラス基調に転じてからさらに2年程度はかかると考えられることから、理想的には利上げの判断は2009年まで待つべきだったと考えられる。ただし、当時の判断に別の理由（たとえば日本発の過剰流動性によって海外などで生じていたバブル的な資産価格の上昇を抑制するなど）があったとすれば、話は別。

⁵ ただし、潜在成長率が今後変化しないことを前提。潜在成長率が低下すれば、その分ギャップの解消は早くなり、逆に潜在成長率が上昇すれば、一定のペースで経済が成長する前提ではギャップの解消は後ズレする。

水準を長期的に維持することを問題視する論調は確かに欧州に多い。ECBは12月3日に行われた会合で、これまで採ってきた非伝統的手段を順次解除していく方針を示したが、こうした他の主要国に先駆けての動きもECBがFRBや日銀に比べて“タカ派”的な存在であることの裏付けと言えよう。しかし、ユーロ圏においてもGDPギャップ率は▲3%程度とかつて無いほどマイナス幅が拡大しているとされており、直ちにインフレ圧力が高まるような状況にはない。加えて、域内にはドイツのように経済規模が大きいうえに国内で住宅バブル崩壊の憂き目にあわなかった国もあれば、スペインのようにバブルの崩壊による深刻な影響を受けた国、あるいは金融危機などその他の影響によるダメージが強い国まで様々である。巨大なマイナスの需給ギャップを抱えている（＝インフレリスクが小さい）うえに、拙速な利上げによってマネーが収縮した場合に甚大な影響が及ぶリスクのある国があることを勘案すれば、容易には利上げに踏み切れないと考えられる。現実的には、足元でギリシャなど一部の国で財政状況悪化による国債価格下げなどをきっかけに、リスクマネーが収縮しつつあるうえ、先行きについても景気が順調に拡大基調を辿るには多くのハードルがあることなどを勘案すれば、2010年中に利上げを行う可能性は低いと考えられる。

その他の国では、一部で利上げに転換した国もある。オーストラリアは、10月以降3ヶ月連続で利上げを実施したほか、ノルウェーやイスラエルも利上げを実施している。リーマンショック後、世界で初の利上げを実施したイスラエルについては、景気が底打ちに転じたうえ、インフレ率が中央銀行の目標水準から上ブレする兆候が見えたことがあるが、オーストラリアやノルウェーについてはインフレが顕在化しているという事実はない。資源価格の持ち直しもあって内需が好調に推移するなかで、低すぎる金利水準を景気に対して中立的な水準へ少しずつ近づける過程に入ったものと判断される。言い換えれば、主要先進国の景気回復力が緩慢な間は景気を抑制する水準にまで利上げを迫られる状況になるとは考えにくく、金利水準が中立的な水準に近づくに連れて、利上げのテンポも緩やかなものとなるだろう。

このように、主要国や大半の新興国の景気は回復基調にはあるものの、利上げが許容されるような状況にはない。2010年のファンダメンタルズにはむしろ下ブレ圧力が働き、年央には景気の減速が示現する可能性もあることから、利上げが実施される公算は小さいと考えられる。ただし、リーマンショックを機に採られた非伝統的な流動性供給策は、各国中銀が計画しているペースで縮小、廃止されよう。それでも景気に対して十分刺激的なレベルに金利が据え置かれている国が大半であり、非伝統的な流動性供給策の撤廃が景気に強いマイナスのインパクトを及ぼすものではないはずだが、マーケットが過剰にリスクテイクする余地は縮小することになる。それにより、バブル的な上昇をしている資産から資金が流出し始めるリスクがあることは否定できないが、むしろリーマンショック後対外債務状況などが懸念されながら“何とか保っていた”地域などから資産が流出するリスクの方が懸念されよう。状況が悪化した場合に回収が困難となるようなリスクが存在する地域からの資金流出は、中長期的にみても成長期待が高い地域からの資金流出に比べれば、より厳しいものになると考えられる。



長期金利はいずれ低下余地を探る展開に

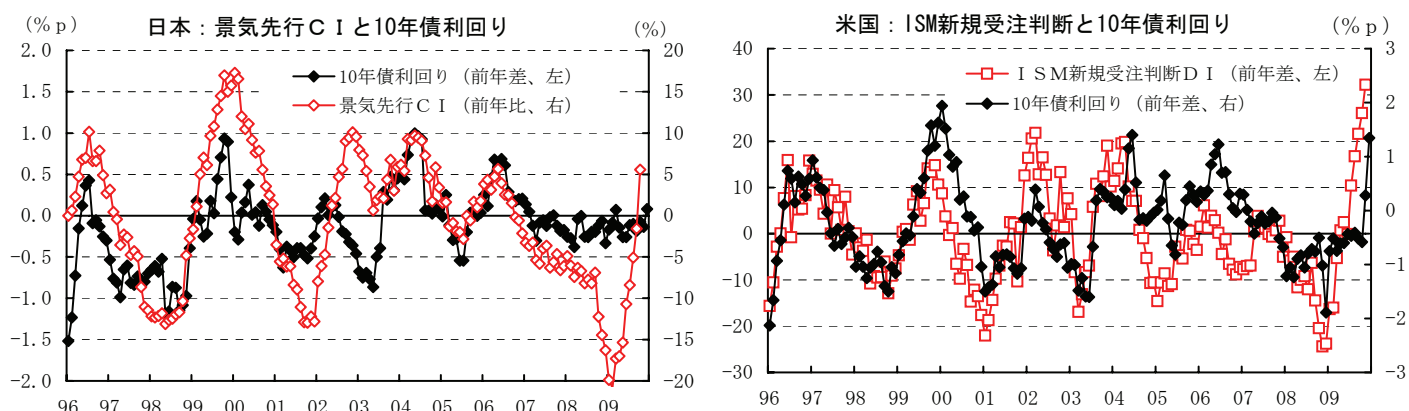
景気が回復基調を辿っているものの、主要国では揃って内需に浮揚感が強まらず、中銀も低金利の長期化などを示唆するなかで、長期金利などは一時期に比べれば水準を上げたものの、上昇基調に転じたとは言い難い状況が続いている。

景気と長期金利との関係を見ると、例えば日米などでは長期金利は景気に先行性を有する指標に連動してい

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。

ることが分かる。株などと同じく、債券相場も景気の先行きを睨みながら推移しているということだ。ただし、昨年のリーマンショックを契機とした指標の急降下に対し、日本では金利の低下ペースがマイルドだったことが分かる。当時の日本の10年債利回りは1%台後半と、金利は絶対水準としては非常に低かった。リーマンショック後の経済指標の落ち込みは過去に例の無いほどの急激なものだったのに対し、金利には低下余地があまりなかったため、上記のような現象が生じたものと考えられる。反対に、今春以降景気が持ち直しに転じた局面では、経済指標が急上昇をみせる一方で金利はほとんど上昇していないが、これは金利が景気に見合うほど低下しなかったことの反動的側面があるほか、日本経済が再びデフレ局面入りしたこと⁶などが考えられる。一方、リーマンショック前の10年債利回り水準が3%台後半と十分に低下余地があった米国では、金利は経済指標と連動する格好で上下に振れていることが確認される。

先行きについては、景気は循環的な回復余力や政策面からの需要押し上げ効果がそろそろ限界に近づく一方で、需要面では自律的な回復の兆候が窺われず、2010年前半にはピークを付け、後半は再び減速基調に入ると判断される。また、比較的早い段階で追加の景気対策などが各国で講じられなければ、そのまま失速して再び景気後退局面入りする可能性がある。



以上を前提として長期金利の動向を推察すれば、もはや上昇余地はほとんど無く、当面は現行水準、ないしはやや高い水準での推移が続くものの、日米欧とも2~3月頃にはピークアウトし、再び低下基調に入ろう。ただし、景気が減速するとは言っても、各国政府の対応次第で景気の落ち込み度合いは異なってくる公算が大きいことから、リセッション入りするかどうかまでは見極めにくい状況が続くと見込まれる。このため、各国とも金利の低下ペースは緩慢なものになると予想される。

各国別にみると、米10年債利回りは2010年2~3月頃までは3.3~3.7%程度のレンジで推移した後は緩やかな低下基調に転じよう。その後は米政府が追加の景気対策を講じるか否かが焦点となるが、財政状況に縛られて出遅れるリスクが高いことを勘案すれば、秋以降はリセッション入りを視野に入れて、金利の低下ペースは加速、10月頃には3%を割り込み、年末にかけて2.7%近傍まで低下すると予想される。

日本では、デフレ下にあることと円高リスクがつきまとうことが、金利を低水準に貼り付ける要因となっている。したがって、米国金利が高止まりすると見込まれる2010年春にかけても、ほぼ横ばい圏での推移が続くと見込まれる。その後は低下に転じるが、日本の10年債利回りは1.2%より下の水準で継続的に推移したのは1998年の後半と2002年後半から2003年後半にかけての時期しかないことを勘案すれば、秋頃までは1.2%を挟んだ水準での推移が続く公算が大きい。ただし、秋以降リセッション入りが避けられないような状況となれば、日銀による国債買い入れ拡大措置なども期待される。そうすると、10年債利回りは1%程度へ向けて低下余地を探る展開が見込まれる。

欧州やその他新興国などでも基本的には同様の展開が見込まれるが、各国に共通するリスク要因として挙げられるのが、リスクマネーの極端な収縮である。ドバイショックやギリシャ懸念などのような信用リスクの高

⁶ 筆者は、日本経済は一時デフレから脱却しかかったものの、結局は消費者のデフレ期待は十分に払拭したとは考えにくく、98年以降一貫してデフレ局面にあると判断している。

まりは、世界経済が減速し、リスク性資産に価格下落圧力が高まるような状況では一層表面化しやすくなる。国債の格下げなどが相次ぐような状況になれば、一部の国では長期金利が上昇する一方で、主要国の国債市場には“安全”を求めた資金が集中し、金利が大幅に低下する可能性が高い。リーマンショックのような、大手金融機関が破綻し、金融機能が停止するような極端な混乱はもはや繰り返されないと期待してはいるものの、上記のような信用リスクの高まりが金利を極端に押し下げる余地は十分にあると考えられる。この場合、米10年債は2%程度へ、日本では1%割れがターゲットとなろう。また、日本については極端な円高が進展するような場合にも、株価の下落による国債市場への資金移動が見込まれる他、円高の進展に伴うデフレ状況の悪化懸念などから、長期金利が大幅に低下すると見込まれる。

一方、金利のリスク要因としてあげられる機会の多い財政悪化による金利上昇リスクについては、2010年という比較的“短い”期間の間にそこまでの事態が起こる可能性は小さいと判断される。財政規律の厳しいユーロ圏を含め、主要各国とも財政状況は著しく悪化している。加えて、それぞれ内需の浮揚感に乏しいことから税収の大幅改善は見込み難く、支出を絞り込めるような状況にはない。このため、2010年度についても各国の財政赤字は前年度と同規模となる公算が大きい。これにより国債の需給は一段と悪化することが確実となる。しかし、景気が再減速するような状況ではリスク性資産への投資は困難で、マネーは安全性を求めて国債に集中せざるを得ない状況である。また、一段の緩和効果などを狙って各国中銀は国債の買い入れ策などを講じる公算が大きく、結果として市場での国債需給の著しい悪化は避けられる可能性は高いと考えられる⁷。

日本10年債利回りの推移（月足）



米10年債利回りの推移（月足）



<補論>日銀の金融政策について

日銀は12月18日に行われた金融政策決定会合において「中長期的な物価安定の理解」の明確化として、『物価がゼロ%以下のマイナスの値は許容していない』、『CPIの前年比上昇率の中心地は1%』とすることを表明した。これにより、日銀はインフレターゲットに近い政策の導入を少なくとも検討していると考えられる。物価をプラス圏内に戻すことをコミットすることで、期待インフレ率が上昇し、実質金利には低下圧力がかかる。これにより為替相場では円安圧力が働こう。今後は、そうした目標に向けて、具体的にどのような政策が執られるかが注目される。

⁷ ただし、①景気が自律的な回復に乗るなど本格的に改善していった場合にも、財政改善策などが講じられず、財政状況が悪化するような場合や、②景気がなかなか自律的な回復軌道に乗らず、一方で財政政策は景気が失速するたびに追加対策を講じることを繰り返すなどして、景気好転と財政改善の図式が描けなくなるようになる場合、いずれかの時点で市場は財政赤字が発散に向かうとの懸念を高め、国際需給が大幅に悪化して金利が急騰する事態を招くリスクがあると考えられる。そのリスクについては、対外債務が大きい米国で最も大きく、逆に外国人の国債保有比率が極めて低い日本に生じるリスクは相対的に最も小さいと判断される。