

第15回経済金融研究会  
「金融経済動向と円金利見通し」

講師:森田 長太郎氏(SMBC日興証券(株)金融経済調査部 チーフ金利ストラテジスト)

平成27年10月7日

【森田】 それでは、始めさせていただきます。森田でございます。本日はよろしくお願ひいたします。

ざっと1時間強ほど時間をいただけるということでございまして、タイトルは「金融経済動向と円金利見通し」ということですが、昨今の金利と申し上げましても、債券市場を私はずっと見ておりますけれども、長期金利自体は、極めて低いところに張りついている状況で、市場参加者も、次の金融政策当局の動きはいかにいうところにひたすら注目をしているのが今の状況です。これは日本だけではございません。アメリカ、ヨーロッパも同じような状況になっております。ですから、話の流れとしましては、内外のファンダメンタルズについてまずどう見るかということ、それから、それに伴って金融政策当局がどう動いていくのかということ、それによって、長期金利の見通しを導いてくるだろうと考えております。

経済の見通しに関してはどういう言葉を使うか、これはなかなか微妙なところかとは思っています。「不振」というと、ちょっと悪いという話で、あるいは、「グローバル・リセッション」という言葉を使ってしまうと、これはもう少し厳しい見通しにもなり得るところとなります。結論を先に申し上げさせていただきますと、世界経済が、例えばリーマンショックの後の2009年、あるいはその前ですとITバブル2000年、これの崩壊時の2001年、2002年のような、非常に急角度な景気後退が世界で起こるとは今回は予想はしておりません。ただ、何らかの言葉がつく形での減速局面にどうも2016年、2017年あたりにかけてちょっと入っていきそうだと、そんな位置づけに今あるのかなというところでございます。

当然その1つのきっかけとしては、中国経済の減速がございまして、新興国と言っても、要は中国ですね。この問題があります。当初は、中国が多少減速をしても、あるいはヨーロッパが多少問題があってもアメリカの経済は磐石だということできたのですが、FRBの利上げは、足元の状況変化の中でちょっと厳しくなっている、こんな状況です。

長期金利もこのあたりの大きな流れからしますと、結論的にもこれはなかなかすぐには上がらないということにはなってくると思います。実は今日、日銀の政策決定会合があつて、今日、日銀が追加緩和をやるのではないかという思惑もなかったわけではないんですが、個人的には、来年の前半期ぐらいまでにはもしかしたらもう一回あるかなというぐらいの時間スパンでは見ております。すぐにはやらないのではないかという見方をしておりますが、まだまだ世界の中央銀行、日銀、ヨーロッパECB、それから、FRBでさえも、やや緩和のバイアスを維持していくという流れになっていきそうです。経済の観点からすると、何となくこれはぱっとしないという話になります。ただ、後でマーケットのいろいろな角度からの見方もお話をいたしますが、じゃあ、これ、株式市場はど

うなのかという話になると、経済がそこまで急角度の減速ではない、失速ではない中で、金融政策が緩和的に運営されるということを確認してきますと、株価のほうは、この一、二カ月の混乱状況から少し時間はかかると思いますが、またいずれ回復に向かっていくだろう、こんなざっくりした見通しでございます。

長期金利の水準としてどうなのかと言いますと、来年前半までに、少なくとももう一回金融緩和があるという前提を置きますと、これはかなり低いレンジに下がっていかざるを得ないのかなとは見ております。これも2016年にかけてでございますが、当然ここには日銀の政策が関係してくるということでございます。

このようなお話しを中心にしていまいります。

(米国経済)

まず、世界経済にはいろいろなポイントがあるのですが、今年の5、6月ぐらいからいろいろ言われ始めているのは、とにかく中国が予想以上に減速をしている、資源価格も急落している。こういったポイントですが、この中でいろいろな見方が先進国サイドから出ています。特にアメリカに関しては、中国が減速してもアメリカ経済は磐石だということです。アメリカの一極成長みたいなシナリオがことしの前半まではございました。ただ、ここで1つ強調しておきたいのは、日米欧の設備投資比率、シンプルに設備投資のGDPに占める比率を見てみますと、実はアメリカのこの比率は2008年、つまりリーマンショック直前の景気のピーク、それから2000年、これはITバブルの崩壊前の景気のピーク、この水準を既に超えてきております。単純に考えますと、2009年から始まっている今回の景気の回復、リーマンショック後の景気後退が終わって拡大が始まったわけですが、この景気拡大がもう6年続いております。中国の問題があるなしにかかわらず、2016年から2017年というのは、投資サイクルの調整局面に入ってくる可能性がある、そんな時間帯ですね。成熟化という言い方ができるかと思えます。

ここに今回中国の要因が加わってきたのが足元の状況です。ただ、アメリカの代表的な景気の先行指数であるISM指数なんかを見てみますと、夏場を挟んでことしの春ぐらいから、実は製造業指数はもう既にかかなり落ちてきています。これだけを見ると中国の影響が相当出始めているという感じですが、ただ、非製造業の指数が実はまだそんなに落ちていないんです。このあたりを見ると、景気が真逆さまに転落したリーマンショックの後の2009年、あるいはITバブルの崩壊で景気が急失速した2001年、このあたりの状況とはまだ大分違うように思います。まだ製造業の一部の減速という程度に見えるんです。ですから、このあたりは強いサイドから見るか弱いサイドから見るか、これはアメリカの見方も今2つに見え始めているところかと思えます。しかし、いずれにせよ景気は成熟段階に入りつつあるかなというところなんです。

次に、アメリカの輸出です。非常に細かい話ではありますが、今年は、1-3月に西海岸の港湾ストがありまして、輸出のデータが下振れました。これは一時的だという言い方がされたんですが、その後のデータを継続的に見ていきますと、アメリカからの各地域への輸出が1-3月だけではなくて少しずつ減速をしてきている、頭打ちになってきているのも実際のところなんです。このあたりをもし足元の製造業の減速につながっていると見る

のであれば、アメリカだけは全く別世界で高い成長を持続していくことは、そう簡単ではないということも言えるかもしれません。

(中国経済)

さて、そうは言いますが、アメリカの経済成長は、現在の状況でも2%前後を恐らく維持しているということなんです。それに対して、やはりこの夏場以降、世界経済の懸念を非常にクローズアップさせたのが、言うまでもなく中国の問題です。中国は、そもそもGDPが7%成長ということ自体も大本営発表と言われるような状況ですから、実際はどうなのかという話はいろいろされ始めているところです。例えば輸入です。輸入というのは中国の内需を反映するのであれば、これとGDPを比べてみると、確かに去年の秋ぐらいから政府が発表しているGDPの数字と比べて輸入の伸びが1回相当落ちているように見える。ただ、成長としてはまだせいぜい5、6%ぐらいまで鈍化しているという程度。しかし、鉄道貨物輸送量、これは有名な李克強インデックスに使われている3つの指標のうちの1つです。これで見ると、これはもうそれどころではない。1%ぐらいしか成長していないではないかというようにも見える。この夏場、6月ぐらいから中国株が急落をした過程で、エコノミストの中では、こういうデータを見て、もう中国は実態としてほぼゼロ成長ではないか、あるいは極端なことを言う人はマイナス成長ではないかということ言う人まで出てきました。恐らく実態としてそこまで悪いかと言うと、多分そこまでは行っていないと思います。じゃあ何でこの鉄道貨物輸送量が落ちているのかと言うと、鉄道貨物輸送量は、中国の場合、運んでいるものの半分ぐらいが石炭と言われていています。要するに、重厚長大、鉄鋼中心にこういったところで使っているんです。今中国の経済の中で一番大きく崩れているのは、まさに重厚長大の製造業、オーバーキャパシティに非常に苦しんでいるんです。ここは確かにこんなペースで落ちているのだと思います。ただ、それ以外のパート、非製造業、サービス、こういったところは多分そこまで崩れていないです。ですから、一番悪いところにフォーカスをしてしまうともう1%に見えますけれど、ざっくり5、6%ぐらいまで鈍化してきているかなというのが、多分中国の実態だと思います。ただ、マーケットは、もしかしたら来年にかけて本当に中国経済は失速して、金融市場が混乱してハードランディングをするのではないかという懸念もやはり頭をよぎる、今はそんな状況だと思います。

先ほど、中国の株価という話をしたんですけれど、日本株も含めて今の世界の株価は、ようやくちょっと底を打ったかに見えます。ただ、水準は、3カ月、4カ月前に比べて大分低いところに各地域ともあります。株価が本格的に立ち直って高値を更新してくるには、まず中国のハードランディングの懸念が少し落ち着いてくること、減速は減速だけでも、世界経済が何とか持ちこたえられる程度だということをマーケットがしっかり確認できてくる必要があるということだと思います。ここにもうちょっと時間がかかるかなとは思っています。半年、来年の前半、春ごろまではその認識を固める時間帯なのかなと思っています。

半年ぐらいというスパンで言えば、その少し極端な悲観論は落ち着いてくるという見方ができるんですが、ただ中国の問題は本質的に何か。2009年、リーマンショックで世界恐慌間近というところで、4兆円対策というの

が打ち出される4兆元対策をきっかけに、膨大な過剰信用をつくってしまった。信用拡大をやってしまった。GDPに対するマネーサプライの比率を見ると、日本の80年代バブルのときは、4年間で大体20%ポイント上昇しました。中国はこの2009年以降の数年間で、この比率が40%ポイントぐらい上がっているんです。幾ら成長率が5%から9%ぐらいあってと言っても、さすがにこの比率は高いと思います。日本でもそうでしたが、これだけの信用拡大をやってしまいますと、その調整というのは幅でやるのか、あるいは時間をかけてやるのか、どちらもなくして済むという話にはなかなかないだろうと思います。これはアメリカのリーマンショック前の状況と同じだったと思います。

日本のように本当に長く時間をかけて調整するとなると、日本も不良債権問題最終解決までは13、4年かかったと思いますので、それはさすがに長いかなとは思いますが、じゃあ2年、3年で済むのかと言うと、さすがにそれも楽観的過ぎる。ですから、中国に関しては時間軸をどうとるかが非常に重要で、足元に出てきている悲観論というのはさすがにこれは過剰で、そんなところまでは失速していないんです。だから一旦安心感が出てくるんですが、じゃあ、その先中国の経済が本当に来年、再来年と順調に回復をするのかと言うと、やはりそんなに楽観的でもいけないだろうと思います。ざっくり5年間、ミニマム5年間、成長率が5%を下回るような、3%、4%かもしれませんが、中国としては非常に低成長が続くという話になってくるだろうと思っております。

去年からの中国の動きを反映して、商品市況なんかは随分調整をしました。まだ完全に下げ止まっていないのかもしれませんが、もう相当足元の状況に対する悲観論というのがさすがにマーケットでは織り込まれてきていますので、そろそろ下げ止まりかという感じはいたします。特に一番よく見ておくところは産業用金属、工業用金属です。銅とかアルミとか、まさに今の中国の経済が一番弱くなっている部分を反映しているのがこの部分です。原因は、中国の話だけでは説明があまりつかない部分もあるのですが、工業用金属の市況が下げどまって、2カ月、3カ月、それ以上下がらない状況が見えてくると、先ほど申し上げた、短期的な過剰な悲観論が一回後退するという形にはなってくるんだと思います。年内一杯はまだわからないですが、来年の1-3月ぐらいになると、このぐらいで大丈夫かなという安心感が一旦広がってくるのではないかと、そんな見方をしています。

#### (欧州経済)

次はヨーロッパです。ヨーロッパのほうは、昨年からの金融緩和に伴う大幅なユーロ安が進みまして、実際この3月からECBが本格的な量的緩和を始めている中で、景況感は回復基調にあるということです。ただヨーロッパの場合は、需給ギャップが南欧地域においてはまだ非常に大きく残っています。ほぼ需給ギャップがなくなって均衡経済という状況はドイツだけですから、ヨーロッパ全体として、なかなか一本調子の回復が難しい状況であることは間違いない。

もう一つ加えて言いますと、昨年来ユーロ安が進んでいる影響もあって、物価が徐々に上がってきているんです。そもそもECBがことし量的緩和を始めたのはデフレ懸念ということだったんですが、CPIのほうはそもそもマ

イナス圏を一部突っ込んだところを脱して、そこそこ上がってきているので、一部にあるような、ECBがまたすぐにも追加的な金融緩和をやるという期待はすぐには実現しないのではないかと考えています。特に、例のシリアの難民問題が発生している。シリアの難民問題があってドイツが積極的な受け入れを発表していますが、同時に難民対策としての財政支出をやることを決定しています。このあたりの効果は、どちらかと言うと経済にとってプラスに出てくるんですね。ですから、経済が少しプラスの芽が出てきて、物価もじりじりと上がっているということになると、すぐにECBが動くということではないのかとは思っています。ヨーロッパのほうは、もう少しそこら辺の情勢判断には時間がかかるという状況ではないかと思えます。

(日本経済)

次に今の日本の景気の状況ですが、ちょっとわかりにくい状況にあるかと思えます。8月は結構猛暑もあって、個人消費のデータなんか結構しっかりしていた。先日発表されました日銀短観でも、企業の設備投資計画はかなりしっかりしている。民間消費、それから民間設備投資がしっかりしているので、さぞや景気が上向いているのかと言うと、例えば鉱工業生産、これはざっくり言って、横ばいから若干下振れという動きが数カ月間続いています。また、昨年度は消費税の増税がありましたので、生産の伸びと輸出というのが大きく上下に乖離をしました。ただ、この3カ月、4カ月は、またもとの生産と輸出の関係が戻ってきておりまして、これで見ると、生産がこの数カ月停滞している理由は何かと言うと、端的には輸出の伸び悩みということになるんです。これは中国要因が1つあります。新興国全般の問題もある。今年はあと1-3月、アメリカもいろいろな特殊要因が重なって、特殊要因と言っていいかどうかはありますが、シェールオイルの価格下落で減産がありましたので、その影響もある。今年の前半は、日本にとっての輸出が特に伸び悩んだんです。これで生産が停滞しています。

今後どうかと言うと、輸出が回復するのであれば、消費と設備投資がしっかりしているのであれば、生産はきちり回復してくる。ただ、輸出がもしこのまま停滞してしまうと、在庫がちょっと上がり、生産がこのまま下に向いてしまう。典型的な在庫調整の動きにどうも入ってしまうリスクがある。ほんとに輸出次第ということになるかと思えます。輸出が横ばい程度であれば最悪の事態は避けられるという感じだと思いますが、下を向いてしまうとちょっと厳しい。今そんな景気判断、微妙なところに来ているところではあります。

今年度の日本経済の1つの位置づけとしては、去年は、消費税の増税で消費がシュリンクし、今年度は消費税の影響が1年たって大分なくなってきたので、消費は少し安定はしてきていることがあるんですが、実は、2014年度、去年は、公的需要、つまり財政の需要もかなり鈍化をしていて、景気の下支えになっていなかったんですね。今年度はこれがどうでしょうか、横ばいか若干回復程度。ただ、アベノミクスが一番スタートダッシュで元気がよかった2013年度、これは景気対策もやりましたし、財政の伸びが非常に高く出て成長率も高くなった、景気もよくなったところからすると、やはり昨年度に続いて財政はまだかなり動きが鈍い状況です。

もう一つ、公的年金の給付水準ですが、公的年金の給付に関しては、例のマクロスライドの影響もあってずっと下がるんですけど、今年度は、とりあえず一時的に給付水準がちょっと戻る年になっています。これは前年

の消費者物価の伸びに連動するので、昨年度は消費税の増税があつて消費者物価が表面上3%伸びていますので、ことしは少し持ち直すんです。来年度以降、またマクロスライドで公的年金の給付水準は落ちていきます。財政支出の伸びが鈍い、消費の非常に大きな核になっている高齢者ですが、公的年金の給付水準も低いとなると、来年度、財政は、もう少しやらなくてはいけないのかなという話がもしかしたら出てくる気がいたします。ここはアベノミクスの先日発表されました新しい第3の矢にも、名目GDP600兆という目標が出ていましたけれども、そういったところを実現するためにも、もしかしたら財政支出は少し拡大気味にいかざるを得ないのかなというのが今のところなんです。

これをどの程度の財政の規模感にしていくかは、まさにさっき申し上げた足元がちょっと微妙な動きになっている景気動向、これが今後1四半期、2四半期、どういった方向に向くか、これ次第だと思います。弱ければそういう方向に動かざるを得ないのかと。もう一つは、そこで財政も来年度に向けてもう一段吹かすんだということであれば、普通のパターンからすると、金融政策ももう少し何とかしてくれという話とその段階で出てくるのではないかという感じがいたします。

#### (アメリカの金融政策)

金融政策の話に今ちょっと触れましたので、これは内外一体的に金融政策の動向を見なくてはならないんですが、アメリカの金融政策に関連することを話します。

アメリカの利上げについては、去年の終わりぐらいから、ことしは利上げの年だということをFRBの幹部は公言してはばからなかったということですが、ただ、そもそもはという話で申し上げますと、失業率のデータを見ますと、昔から言っている失業率(U3)は、5%強ですから、過去のかなり完全雇用に近い水準まで下がっています。ただ、イエレンFRB議長もずっと昨年から注視をしてきているパートタイマーとか、潜在的な失業者を含めたカバレッジの失業率(U6)を見ると、実はまだぎりぎり10%。このU6というところを見て金融政策を動かしているということは過去はないんですけれど、過去をさかのぼってこのデータを見てみますと、2004年の利上げが始まったタイミングでは、少なくともこれは10%を割っていた状況です。そう考えますと、本来、ことし何が何でもFRBが利上げを始めなければいけないところまで経済が過熱をしているわけではない、労働市場が逼迫しているわけではないということです。そういう意味では、もともと今年FRBは本当に利上げをやるのかやらないのかは、経済が必ずやらなくてはならないというよりは正常化ということです。正常化の第一歩をやる必要があるので今年頑張ってください。そういうことだと思っています。

もう一つは、今からほぼ1年強後にある大統領選挙です。今回に関しては、金融政策の制約は2つのベクトルがあります。1つは、通常、与党が大統領選挙の前になると、どちらかという金融緩和をやってくれとか、あるいは利上げはやめてくれという圧力がかかりやすいという、これはオーソドックスなパターンです。これが1つ。

もう一つは、共和党が今回ずっと野党の状況で今回のリーマンショック後の金融危機以後の状況が推移して

いるんですが、共和党は極端な金融緩和に基本的には反対してきています。量的緩和、あるいは超金融緩和は批判をしてきたという経緯もあるので、共和党がもし大統領選挙に勝つということを想定するのであれば、FRBとしては、正常化の一步を踏み出している状況で大統領選挙は迎えたいということもある。全く反対のベクトルが今回に関してはあります。

選挙前に与党に配慮するのであれば、半年前は無理な利上げはやらないかなということを見ると、来年の春ぐらいまでに正常化を1回、2回、利上げを1回、2回最低限やっておきたいというあたりがFRBの本音ではあったんだろうとは思えます。ただ、なかなかマーケットは厳しいもので、本当に経済が逼迫してインフレが上がってきてやる利上げであれば、これは当然マーケットが先に織り込んでいくんですが、そういう状況でもない、政治的判断があるということになると、マーケットはこのFRBの利上げ戦略に関しては従前からかなりシビアに見ていた。

FF先物金利から利上げ確率から見てみますと、FF金利先物の来年1月限月というのが、ことしの12月のFOMCでの利上げ決定、政策決定を織り込んでいると。来年の4月限月は来年3月のFOMC後になるので3月に利上げをやっているかどうか。この2つの金利水準を見てみますと、今の足元のFF金利から単純に25ベース金利が上がるところで100%の水準と、その半分の50%の水準をつけていますけれども、足元12月の利上げの確率はもう既に50%を切ってきました。

ただ、これもちょっと前のほうまで見てみると、実はことしの5月前後ぐらいから、12月の利上げも実は100%を上回ったり、あるいはかなり下回ったりという微妙な動きを続けてきて、今回9月も見送りだろうという見方が強まった8月後半以降、一気に年内の利上げの確率も落ちてしまったという状況。エコノミストの予測なんかを見ていましたら、少なくとも9月の利上げも直前までかなりの確率で予想されていました。ただ、これはマーケットの投資家、ディーラーなんかも含めてですが、この判断が先物金利に反映されているわけですが、これはもう少しシビアに見ていたということですね。利上げできないのではないかと確率をずっと高めに見ていた。実際そうになっているということです。

それでは、マーケットが織り込んでいたものは何なんだということですが、端的に言いますと、そういったような経済状況、つまりもう何が何でも利上げをやらなくてはいけない経済状況ではない以上は、何らかのリスクイベントがアメリカの国内、あるいは世界で発生すると、結局FRBは利上げを見送らざるを得なくなるのではないかと、その何らかという部分をもうずっと従前から織り込んでいるんです。そのちょっと厳しいシビアなマーケットの見方どおりの方向に結果的になってきたということです。それでも9月に行われたFOMCでは、もしかしたらイエレン議長がえいやと腹をくるんではないか、マーケットのそういった懸念をひっくり返して利上げをやるのではないかと期待もあったんですが、逆に言いますと、この9月のFOMCで、イエレン議長が利上げを見送るデシジョンをしたのは、これはイエレン議長の就任以後の実は初めての政策決定と言ってもいいと思うんです。何もしなかったんですけれども、しないという決定を下したという意味では、初めての決定と言ってもいいんです。

これは個人的なフィーリングではあるんですけども、イエレンという方のパーソナリティー、何となくわかったような気がします。つまり、マーケットの懸念というものに対しては非常に敏感で、いい意味では多分常識的な判断をする今回のFRB議長なんだという感じはします。前任のバーナンキ議長は、そういう意味ではマーケットが期待したものと全く違った決定というのは何回かやっています。マーケットは実際そのたびごとに大きく動いています。グリーンズパン元議長はまた随分違ったタイプの、むしろ市場を自分の思うとおりに誘導していく巧みな手腕であったかと思いますが、イエレンという人は、コンセンサス重視、周りにあまり混乱を引き起こさない常識的な判断を下す、こういうタイプなのかなという感じを、今回の9月の何もしないという決定からは受け取ることができた。

そう考えますと、先ほど来申し上げたように、アメリカを取り巻く環境、アメリカ自体の景気も少しマチュア、成熟化してくる中で、12月、3月とどういう決定になってくるかと言うと、結論的には、最終的にこれも見送ってしまうのではないかという感じがいたします。12月は直前に、いや、もしかしてやるかもというメッセージが少し出てくるかもしれませんが、3月はどうだろう、状況がそこまで本当に改善をするだろうかということを考えると、結果的に2016年を通して、利上げを見送り続ける可能性が実はかなり浮上してきている気がいたします。

アメリカに関してちょっと気になるのは、マーケットから見たアメリカの景気です。2008年、2009年の景気後退がどういう形でシグナルが出てきたかと言いますと、一番最初に動いたマーケットは、前回の景気後退時には社債スプレッド、信用スプレッドでした。2008年の初頭にはもう少し広がり始めていて、その後株価がピークアウトをしていくと。景気の後退はもちろんその後起こるんですね。今回、実は春先ぐらいからこの社債スプレッドは少しずつ拡大を始めています。信用スプレッドの拡大が始まっていて、もし今回の8月のS&P500の株価の急落が、一旦のピークをつけているんだとすると、これはマーケットですから、チャートというのは過去を見ればそこがピークに見えますけれど、将来を見るとこれはそう見えないかもしれないんですけども、もしピークだったとすると、大体タイムラグが過去12週、3カ月です。ですから、年末近くになると、アメリカの景気指標自体も少し頭打ち感が出るということがあるのかもしれませんが。

たまたま今回先週末に発表された雇用統計が下振れていまして、これは逆に言うちょっとタイミングとしては落ちるのが早過ぎるかなという印象もないわけではないです。もしかしたら、来月の雇用統計がまた少し回復して大丈夫というムードになるかもしれません。ただ年末になると、今申し上げたような、景気全体に少し頭打ち感が出てくるかもしれない。12月のFOMCは、そういう意味では非常に微妙な判断になると思いますが、結果的にはまだ材料はそろわないという判断を下していくのではないかと。そうすると、景気が来年1-3月で少しピークを超えた後にちょっと減速感が出ると、3月に簡単にできるのかということですね。そうしている間に、さっき申し上げた大統領選挙モードに入ってしまうことになると、インフレが起こっていれば別です。賃金がどんどん上がり始めていけば、別に大統領選挙の直前であっても、過去利上げというのは当然やっていますから、そこは全く問題なくやるんですけど、そういう経済の圧力がない中で大統領選挙前の半年間に果たして利上げをやるだろうかという、これはなかなか厳しい判断になってくるかなと思います。

結果論ではありますけれども、ことしは6月にイエレン議長はデシジョンをしておくべきだったんだろうと思います。6月の時点では、1-3月の景気減速は一時的だと言い張ることがまだできたんです。中国問題もまだこんな状況になっていなかったということであれば、6月にやっておくべきだった、これは無責任な立場で言わせていただくとなんか感じがいたします。

(日本の金融政策)

さて、日本の金融政策の話に具体的に移らせていただきます。アメリカもいろいろまだ複雑な状況ではあるんですが、日本はもう一つ複雑だと思っています。と言いますのは、ブルームバーグの集計しているエコノミスト、ストラテジストの予測で、追加緩和をいつやりますかという質問に対する回答と出口をいつやりますかという質問に対する回答を見ますと、ことしの4月ぐらいを境に追加緩和がないという回答が少し増えてきました。もう緩和は打ちどめかという見方は、この4月ぐらいから少し増えてきていたのがこの夏場までの状況。これの1つのきっかけになったのは、政府筋、あるいは首相官邸、あるいは一部の閣僚、こういったところから円安があまり急スピードでいってしまうのはよろしくない。特に、4月にその話が出たのは統一地方選がありまして、その直前にそういう政治家の発言が幾つか出たんです。その発言あたりから、日銀が追加緩和をやると当然円安になる確率が高まりますので、120円を超えたところから日銀の追加緩和というのはそう簡単ではないというマーケットの見方になってきていた。

一方、出口、いわゆるテーパリング、国債の買い入れを減らすであるとか、利上げまで言っている人は当然いないんですが、この量的緩和を少しペースダウンするという意味での出口。これもやはり4月前後からです。そもそも出口は見通せないという見方がそれまで大体半分ぐらいを占めていたんですが、これがむしろ回答としてはちょっと減ってきたということです。時期はともかくとして、出口があるんじゃないかという見方が少し一般的になってきた。これもこの4月ぐらいから夏場ぐらいまでのマーケットの見方の変化としてあったんですね。追加緩和の見方が減ってきたので、追加緩和がないのであれば次の政策のデシジョンは出口になるわけなので、自然に結論として出てきたという部分もちろん1つあります。

あともう一つは、これは昨年10月の追加緩和で国債の買入額が大幅に増えた。これでいよいよ市場での国債の買い入れのオペレーションが相当窮屈になってきて、このオペレーションはそう長期間は続けられないだろうという見方が当然出てきていた。これも1つ背景ですね。いわゆる国債の買い入れの限界論という話になります。

この2つの切り口があるんですが、出口のテーパリングの話からさせていただきたいと思います。今の国債発行額とそれに該当する年限の買入額を単純に比べると、昨年の10月の追加緩和以降は、もうほぼ発行額の全額を各年限で買っている状況になっています。ただ、じゃあ全額買ってしまったらオペレーションが行き詰まっているのかと言うと、ある意味非常に安定的に今買い入れのオペレーションは継続をされています。何が限界になるのかという話しですが、中長期国債の保有動向とその保有残高の変化を見ますと、異次元緩和、QQE

が始まったのが2013年4月ですから、2013年3月末から直近のデータの6月末までの比較では、非常にざっくりとらえると、国債の合計発行額はまだ全体で885兆、非常に大きな額ですが、日銀は確かにこの2年3カ月で147兆も買っているんです。それでも245兆です。つまり、市場にはまだ640兆ほど国債が残っているんですね。ですから年間80兆買う、しかも年間80兆と言っても、政府がまだネットで30兆ぐらい発行していますので、実質的には債券を今保有している人から買っていく額は50兆ペースになるんですが、640兆ありますから、毎年日銀が50兆ずつ吸い上げていったとしても、こんなものまだすぐに終わるわけないだろうということなのです。

じゃあ、限界論というのは一体何かと言いますと、IMFが8月にこれに関するレポートを出しています。それまでも我々のような債券の市場参加者は勝手に計算をしていたんですけど、IMFのレポートでオーソライズされた部分で、制約条件としては3つある。銀行がそもそも担保として国債を使っている部分があるので、これ以上は銀行は売れないという限界が1つ。

それから生保、これは当然ALMで長期国債、超長期国債を保有しているので、幾ら金利が下がって日銀が売ってくれと言ってもこれは売るわけにいきませんという話があります。

あとは年金のアセット・アロケーションです。これはGPIFの話が去年から随分出て、実際に随分売却はされたんですけども、ただ、これは逆に言えばアロケーションが決まっている話なので、アロケーション以下まで国内債を落とすことはできないわけです。これもフレキシブルな部分はあるんですが。

そういう意味では、生保は多分残高は減らないだろう。保険会社の国債の保有残というのは、実はこの2年3カ月で全く減っていません。年金はGPIFのアロケーションがあったので13兆円売却、これはネットで減っています。しかし、実際のところこの2年3カ月、売却の主体になったのは銀行なわけです。公的な銀行、ゆうちょ銀行、それから都銀、地銀、民間銀行です。そうすると、まず考えなくてはいけないのが銀行の担保需要ということになります。

民間の5大銀行グループと地銀・第二地銀、ゆうちょ銀行、これに入っていない中小の信用金庫とか幾つかの銀行業態はもちろんあるんですが、この3つのグループの合計で、3月末では、国債を全部で224兆保有している。有価証券担保として使用している枠額はうち120兆あります。ただ、そのうちいわゆるレポ取引であるとか現先取引とか、市場で資金を調達する見合いで担保を出している部分は、その取り引き自体をやめれば担保は要らなくなるので、その部分を除いて最大限幾ら国債を減らせるかと言うと、100兆から140兆、こんな感じなのかなと思います。最大の140兆をとれば、さっき申し上げた年間で日銀が80兆買って、財務省が30兆発行して50兆ずつ市場から吸収していくと3年という計算になってくるわけです。

IMFが指摘をしたのも、2017年度から2018年度に、この日銀の買い入れオペレーションは限界に到達するだろう。我々の計算も、大体この計算を用いるのであれば2017年度が限界時期であると。そうしますと、早ければ2016年度、来年度の後半ぐらいになってくると、国債買い入れの札割れのようなこと、つまり1回のオペレーションで大体3,000億円ぐらい国債を買うというオファーがありますが、それに対して証券会社、銀行が2,

000億ぐらいしか札を入れられないということがもしかしたら起きてくる。そうであれば、日銀としては何らかの対応を来年度の後半ぐらいから考えていこうというのが、1つの出口論の根拠なわけです。

さらに、別の観点からこの出口の議論に言及しているものがあります。米欧、欧と言ってもユーロ圏ですが、構造的財政収支のデータです。構造的財政収支というのは、景気循環要因を除いた財政収支なので、要は政府の財政政策スタンスを見るという形になるんですが、これが上のほうに変化しているというのは、財政を緊縮方向に政策を動かしている、下のほうに動いているときは、財政を拡張方向に政策を動かしていることになります。

まずアメリカですが、アメリカはリーマン危機の後の景気後退の後、2011年からかなり明確な財政緊縮に入りました。2015年、2016年、まさに足元です、これがほぼ中立に戻るというスケジュール感です。何で今ここでこの話を持ち出すかと言いますと、FRBがなぜ今年利上げと言っているのか。先ほども説明した政治的な理由がもちろんありますが、大前提としては、財政緊縮のプロセスが一巡するので、金利を正常化できるという大きな判断があるはずで、いわゆるマクロ・ポリシーミックスというやつになります。

日本にこれを当てはめてみますと、相当遅れたんですけども、ようやく去年から財政緊縮が消費税で始まり、2020年に何とか達成と言っています。さっきも申し上げたように、もしかしたらむしろ財政を少し緩める時期もあるかもしれないと考えると、財政緊縮のプロセスは、どんなに早くても2020年以降までは恐らくかかってしまう。そう考えると日銀が大手を振って、今度は我々の金利正常化ですと言える時期は、やはり2020年以降に先送りされる可能性が非常に高いだろうと思います。

そうすると、アメリカの場合は、今年利上げができそうになってきているんですが、できたとして、テーパリングを始めたのがその前年、2014年です。もし日銀の金利正常化が2020年以降にずれ込むということであると、日銀がアクティブにテーパリング、出口、買入れの量を減らすということが出来るのは、そういう意味では2020年とか2019年になってしまうんです。さっき申し上げたように、その2年から3年前ぐらいには、そもそも買おうと思っても買えない時期が先に来てしまうのが日銀の特殊事情です。つまり、アメリカ型のテーパリングをやるという以前に、そもそも買えなくなってしまうパッシブなテーパリングがやってくる、これが日銀の想定される姿になります。

日銀がもし先々出口という形で買入額を減らしていく、テーパリングをやるといった場合にはどういったパターンがあり得るか。①米国型の短期間での買入れ削減(1年以内で償還、再投資分のみに)、②市場需要に配慮しながらの緩やかな削減)、③フロア金利を設定して買入れ(札割れで減少)、④現在と同期の買入れを継続(札割れで減少)。このようなパターンがあり得ます。①は、さっき申し上げた2014年のFRBのテーパリングです。1年間でばさっと落としたわけです。一応段階的には言いましたが1年間で落としていますから、それなりにかなり威力を持った出口政策、テーパリングをやったわけです。これを日銀ができるかと言われると、2016年、2017年の段階では、さっき申し上げたマクロ・ポリシーミックスという観点からそれはなかなか難しい。ただ、買えなくなってしまうので自然に買入額は減ってきます。そうすると、②、③、④というパターンが考えられるんで

すが、常識的に考えると、市場から買いにくくなっていくので、今、年間80兆買っていますけれど、買える分だけに減らしていきましょう。60兆にするのか40兆にするのか。これが一番穏当なやり方のように思えます。ただ、これは非常にマーケットとの対話が難しい部分があるんです。、そもそも日銀がそんな金額をしっかりと正確に把握して、まずコントロールできるかどうかという問題が1つあります。

もう一つは、今年からこれを60兆にしますと言った瞬間、これが金融引き締めだとマーケットで受け取られて株価は下落する。為替ではドルが下落して、円高になってしまうというリスクもはらんでいるわけです。そうすると、もしかした③とか④、買う額は減らさない。ただ実際には買えなくなってくるので、1つできる手段としては、とりあえず額を変えずにやり続ける、札割れで長期金利もマイナス金利みたいなことがどこかで起きてしまう可能性もあるので、それを回避するために、フロアの金利を設定して長期金利を一定以上は下げないやり方をとるのかもしれない。

ただ、いずれにせよ、日銀のテーパリングと言うとき、長期金利が上がるという想定がなかなかアメリカのようにはしにくいのかなとは思っています。恐らく日銀は、この問題に来年度の後半ぐらいには直面してきますので、一方で今足元に出てきている追加緩和、これとは全く逆行するわけです。もし、国債の買い入れを増やすということになると、これから買えなくなることはわかっているのに増やすということになりますので、いつまでもこのカードが残っているわけではないということになります。

追加緩和と言いましても、もちろんいろいろなオプションがあります。日銀が2013年4月に始めた異次元緩和、それから昨年10月の追加金融緩和は、国債の買い入れを拡大する、買い入れる年限も長いものにしていく、加えて国債以外の資産購入もやる、ETF、REIT、こういったものを買っていく、これらのオプションのミックスなわけです。今回さっき申し上げたように、追加緩和をやるやらないと言っているはなから、1年経過すると、そもそも買えなくなるという話が迫ってくるのであれば、国債の購入拡大をそんなに大きな量でできるとは常識では思えないんです。昨年の10月では年間30兆増やしましたけれど、今回は、どんなに頑張っても10兆、15兆、そんなものかと思います。それですら結構なインパクトがマーケットにはあります。

そうすると、出てきている思惑としては、それでは金融緩和としては相当インパクトが弱いのではないかと考えるのであれば、前回までは盛り込まなかったんですが、付利金利の引き下げということが出てきます。今、これは超過準備には0.1%の付利が提供されているわけですが、いよいよこれに手をつけるのではないかという思惑が出てきている。こんな状況です。

実際ECBはマイナス20ベース、マイナス0.2%のマイナス政策金利を導入していますが、ここまで一気にいくかというのはなかなか日銀の場合は難しいとは思っています。ただ、今の政策のフレームワークの中で10ベースあるんですから、5ベースぐらい下げる選択肢はないことはないかなというところですよ。

そもそも金融緩和をやるやらないという話はどこから出ているのか。もともと日銀が今見ている物価の見通しは4月と10月、今年までは年2回展望レポートという形で日銀の成長物価見通しを出していて、7月にもマイナーチェンジをやりま。この時は、本当にマイナーチェンジで、今4月のものが大きな見通しとしては生きていま

す。物価の見通しは、今年1回ゼロ近傍まで原油の影響で下がりますけれど、夏場以降物価は回復して、来年度の前半にかけて2%到達というのが、今の日銀の見通しです。

ただ、さすがにこれはもう実現可能性がなくなっているのが現状です。ですから、いずれこの物価見通しを大きく引き下げるといって追加緩和をやるのではないかというのが大方のエコノミストの今のところの想定です。これは先週末に日経新聞で報道がありましたが、今月末の10月30日の日銀の金融政策決定会合で、この展望レポートをアップデートいたしますが、ここではまだ今年度の物価見通しは下げるけれども、来年度はほんの小幅にしか下げないということをお知らせしています。ということになりますと、まだ来年度のどこかにかけてぐっと物価が切り上がっていくという見通しを、一応日銀は維持することになるので、この観点から言えば、じゃあ、日銀がすぐにも追加緩和をやるというのは、あまり妥当な判断ではないということにはなります。

もう一つ為替相場と株価の相関を見てみます。日経平均は、アベノミクスが始まった2012年の後半以降、これはどういう切り口で見るにせよ、やはり為替とリンクをして上がってきた。直近、株価の下振れがやや目立っていることは確かですけれども、為替はようやく120円を割るか割らないかというところまで、株価に比べれば一応円高方向に極端に振れることを回避している状況です。これは何かと言えば、いろいろ細かい材料はあるんですけど、一つは、まだFRBの利上げストーリーが消えていないことも恐らくあるんだと思います。12月なのか来年3月なのか。ということは、逆に言いますと、FRBが利上げはもうやらないという見方になったり、あるいはどこかで一回やった途端に、世界の株価が崩れてしまって、もうこれは最後の利上げだというマーケットの認識になってしまうと。円高への反動みたいなことが起こらないとも限らない。そうすると、先行して株はもう下がっているとは言っても、株式市場へのマイナスの影響も懸念されるということなので、日銀の緩和が必要になる。そう考えると、日銀の、あるいは黒田総裁の本音はなかなかうかがい知ることができませんけれども、日銀としてはこの120円の為替水準で、しかも物価見通しをまだ下げないと言っている中で、早々にカードを切ってしまうというのは、あまりうまい手ではないのではないかと。もし円高への揺り戻しが強く生じたときに日銀の出番があるのであれば、そのタイミングをとらえて緩和をする考え方をするのがリーズナブルなのかなと今の時点では思っています。

10月末、今月末の追加緩和期待は、先ほどのブルームバーグの調査で見てもわかるんですが、エコノミストの間では、4割以上予測している。追加緩和はないという言い方を断定的にすると本当ですかと言われるんですが、今回はそういう決断をするにはタイミングとしては早いかなとは思っております。

マーケットがそれでも追加緩和、緩和と騒ぐのも一つの理由となっていますが、昨年の10月の緩和がサプライズだった。そういう意味では、日銀は、あるいは黒田総裁はサプライズをねらうのではないかという見方がある。ただ、これは皮肉な言い方にはなるんですが、ブルームバーグの調査を見てみますと、昨年の10月の直前に追加緩和の予測は12%しかなかったんです。だからサプライズになった。今40%以上予測している中でやるのがサプライズかと言うと、これはサプライズではないという話があります。これは皮肉な言い方ですが、そういう中であえてやるのかという話になるので、いつかと言われれば、為替がもし円高方面に揺り戻しがあれば年

明け以降、1-3月という言い方を今のところ私はしております。

さて、いろいろ申し上げましたが、最後に非常にテクニカルな話ではあるんですが、直近のトピックを1つご紹介してお話を終わりたいと思います。

通貨スワップのマーケットで取り引きされる、いわゆる対ドルのベース、ドルの短期調達プレミアムのデータです。つまり円の投資家である銀行や生命保険会社が短期のドルを調達するときに支払うプレミアムは、9月以降非常に大きく振れて、しかも拡大をしています。これは去年もちょうど9月、10月、年末にかけて同じような事象が起きていて、1つには、これはドルの出し手、貸し手のほうが、9月末、四半期末もありますし、外国銀行の期末は年末になるので、年末越えのファンディングにかなり圧力があるという季節事情はあるんですが、去年のレベル感から言っても、今回はもっと大きな幅に拡大をしてきている。きっかけになったのは、日本国債の格下げです。S&Pが格下げを9月にやりました。実は日本国債の格下げは、メディア的には、じゃあ国債の金利がこれで跳ね上がりますかという話にすぐなるんですが、実際1998年以降繰り返されてきた国債の格下げで長期金利が上昇したことはないんです。今回も国債の金利は全くとっていいほど反応していない。しかし、このドルのファンディングのマーケットというのは、今回明らかに影響が及んでいて、要は、例えば通貨のスワップを組むときに、担保として円資金を出す、円資金イコール、これは日銀の当座預金に入っているような現金であっても、あるいはJGBのようなものであっても、円の政府の債務に対してプレミアムを要求されやすくなっていく。あるいは無担保で資金を借りるに当たっては、今度は政府の債務の格下げと同時に銀行の格下げも行われているので、海外の銀行は国の格下げイコール銀行の格下げとはならないんですが、日本の場合、今回も大手銀行の格下げは同時に行われましたので、ドルが借りにくくなっていく。

日本の銀行、保険の外貨調達需要を見てみると、この数年間、海外への資産、海外への投資というのが急拡大してきました。これは国内金利が低過ぎるのでどんどんこういう方向に行っているんですが、当然全部が全部、為替のリスクをフルにとっているわけではなくて、今申し上げたいろいろなマーケットを通じてドルを調達して海外資産に投資しているわけです。このストックが、もう相当積み上がってきている中で、クレジットの問題がある程度発生してくることになると、海外投資のコストが高どまってくるリスクも無視できなくなってきたかと思います。このインプリケーション、非常に難しいです。ドルを調達して海外に資産投資をするのが難しいので、もうそのままドルをストレートに買ってしまふ投資に動くのであれば、これはドル高になる話になりますし、そうではなくて、その為替リスクはどんどんとるわけにはいかないんで、幾ら低くても国内の金融商品にある程度戻らざるを得ないという投資行動になるのであれば、日本の長期金利がこの低い水準からさらに下がることにもなります。

さらにもっと長期間の話をするれば、この2年後、3年後、あるいは5年後というところで、海外に拡大したいろいろな資産を増やすどころか縮小するところまで迫られたときに、金融機関の経営としていろいろな問題も生じてくるので、これは今の時点ではまだ1つのシグナルに過ぎませんけれども、日本国債の格付けを真剣に維持する努力をしていかないと、政府よりも前に民間の金融機関に影響が及んでしまうことも少し気になり始めたのが直近の状況ではございます。

これと債券の見通しとの関連づけは今申し上げたようになかなか難しいですが、先ほど申し上げたように、日銀のテーパリングイコール金利の上昇ではない、むしろ金利が少し下がってしまう。需給が引き締まってしまう見通しと、実際に追加緩和も来年の前半までにはもしかしたら最後の緩和があるかもしれないということ。今申し上げたのは、この2年間、金融機関、これは銀行、生保、皆さん海外投資、海外投資と言っていましたけれども、これもさすがにちょっとペースダウンをするかもしれないということになると、国内の長期金利には低下圧力も加わりやすくなる。来年にかけて長期金利は既に低い水準であるんですけれども、さらにもしかしたら低下の圧力が加わるかもしれないということを見通しにしております。こういった金利の見通しにしてみると、運用という観点からは、何とも行き場のない世界にはなってしまうんですが、冒頭のほうで申し上げたように、一方では、今後1年、あるいは2年ぐらいのスパンで世界経済も緩やかな減速はあるにしても急失速はない。金融政策当局がある意味金利市場は犠牲にしながらも緩和のスタンスを継続していくことになると、リスク資産にはまだポジティブな環境が続くのかという感じはいたします。どこにフォーカスを置いて見るかということだとは思っています。資産運用という観点からすると、なかなかこれは厳しい状況が続くということはある程度いたしかたないかとは思っています。そこで、全体のバランスを考えて一段と運用を多様化していく、そんな状況にはなってくるのではないかと考えております。

私の話は、以上で終わらせていただきたいと思います。ご清聴、どうもありがとうございました。

— 了 —