

資源国通貨、金利 1.5%で底入れ攻防

金利下限フロア接近、実質金利上昇、デフレ・通貨高

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/6/3

資源国通貨は世界減速や貿易摩擦打撃、利下げ観測により、金利低下と通貨安の圧力が続いている。一方で各国の10年債金利ともに1.5%の節目まで低下してきたことで、一旦の底入れ攻防が注目されそう。日本などのデフレ先進国では、長期金利の1.5%割れから金利下限フロア接近、実質金利上昇、デフレ圧力などで通貨安歯止めや通貨高へと移行してきた。反対に米国では2012-2016年に1.5%割れが阻止され、こちらのケースでも金利ボトム形成と金利水準・機能の正常化が通貨反発へとつながっている。

日本に追随、金利低下は臨界点超えて通貨高に

「日銀は現在もなお物価低迷の一因として『失われた20年』や『デフレ15年』の後遺症を指摘しているが、それだけ早期発見の見落としの代償は甚大であったということだ。あくまで結果論ながら、1997年以降における10年債金利の2%割れや1.5%割れといった市場シグナルの意味合いを軽視したことも、医療ミスならぬ政策ミスの一因であったのではないか」――。

かねてからベテランの債券市場関係者は、このような指摘を行ってきた。日本では1997年に消費税増税とアジア通貨危機、山一・拓銀ショックなどが重なり、10年債金利は同年10月に過去初めて2%を割り込んだ。続いて1998年8月から1.5%の下抜けに直面。1999年以降は2%割れ、2009年以降は1.5%割れが常態化し、約20年後となる現在まで超低金利が定着している。

その間に為替相場は上下動を経ながらも、2012年にかけて金利低下や超低金利でも円高圧力に見舞われる局面が相次いだ。背景としては、金利下限フロアであるゼロ%への接近や、金利低下余地＝通貨下落余地の縮小、金利下げ渋りの中での物価下落による実質金利の上昇（名目金利－インフレ率）、長短金利差の縮小と信用創造の減退、こうした複合要因によるデフレ圧力――などの要因があり、円高とデフレの負の共振ループに入り込んでしまった。

ひるがえって現在は世界的に「日本化」が進行波及するなか、世界の10年債金利で1.5%前後の節目攻防が相次いでいる。特に目立つのが資源産出国であり、中国などの世界減速や貿易摩擦打撃、利下げ観測などを受けて、豪州、ニュージーランド（NZ）、カナダ・ドル、ノルウェーといった数年前までの高金利国に、金利低下の圧力が強まってきた。

連動する形で各通貨ともに、対ドル、対円で通貨

安の圧力が続いている。一方で過去の日本のようなデフレ先進国の先例からすると、一旦は10年債金利1.5%の「臨界点下抜け」攻防を受けた通貨安の歯止めや通貨高圧力の漸増が注目されやすい。

もちろん、現在はユーロのように、金利の大幅低下で通貨安が継続している地域も少なくない。ただしユーロの場合、マイナス金利による「ゼロ%の金利下限フロア撤廃」などが、通貨押し下げ要因にもなっている。過去にユーロは2012年から2014年にかけて、ドイツ10年債金利の1.5%本格割れ攻防を体験した。同期間中にユーロは対ドル、対円で上昇した実績を有している。現在の資源国通貨についても、後追い追従で一旦の反発となる可能性は無視できない。

米国は死守、金利水準・機能の正常化でドル高

すでに資源国では「金利低下余地の狭まりに対しての物価下落圧力」により、実質金利の上昇兆候が散見され始めた。豪州ではメルボルン・インスティテュートによる消費者インフレ期待が、最新5月に3.3%となり、3月の+4.1%、4月の+3.9%から低下している。同指数をもとにした豪州の実質10年債金利は、5月に-1.82%と前月の-2.12%から上昇。3月の-2.33%をボトムとして、2014年以降の長期低下傾向に歯止めが掛かり始めた。

一方、反対例として米国では2008年のリーマン・ショック以降、米FRBが「日本型デフレの断固阻止」に全力を注いだ。あくまで結果論ながらも、米10年債金利は2012年の1.38%、2013年の1.61%、2016年の1.32%が下限となり、「1.5%の本格割れ」は回避されている。結果としてドル実効相場は2012-2014年にかけての下値固めを経て上昇に転じ、現在に至るまで高値推移を維持させたまま。その意味で資源国通貨については、1.5%割れが阻止されるケースでも反発に向かう余地を秘めている。

10年債金利の1.5%という水準自体は、経済学的、政策的に重要な意味合いは指摘されていない。それでもIMF統計によると、先進国のGDPデフレーター（各国内の需給ギャップなどが反映されたインフレ指標）は前年比で、1999-2018年の20年平均がちょうど+1.50%となっている。昨年の実績見込みも+1.56%であり、今年の予測は+1.54%となっている。

その意味で「実質金利+期待インフレ率」で算出される名目10年債金利の1.5%という水準は、先進国の平均インフレ率との見合いで「健全尺度の下限」

として意識されるものだ。1.5%を下回る10年債金利は、1998－1999年以降の日本のように、先進国見合いでの期待インフレ率低下や、将来の金利見通しの切り下がりなどにより、デフレ圧力へと作用。他の先進国との相対比較で、デフレと通貨高の圧力が強まりやすいメカニズムになっている。

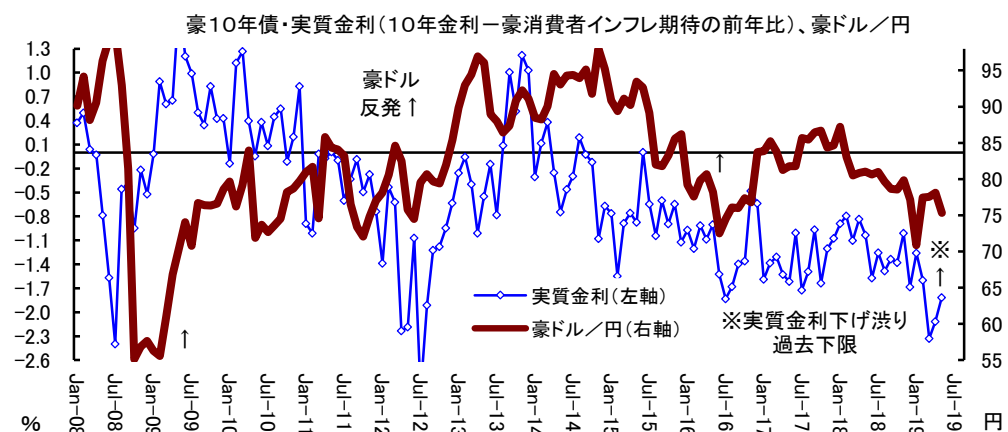
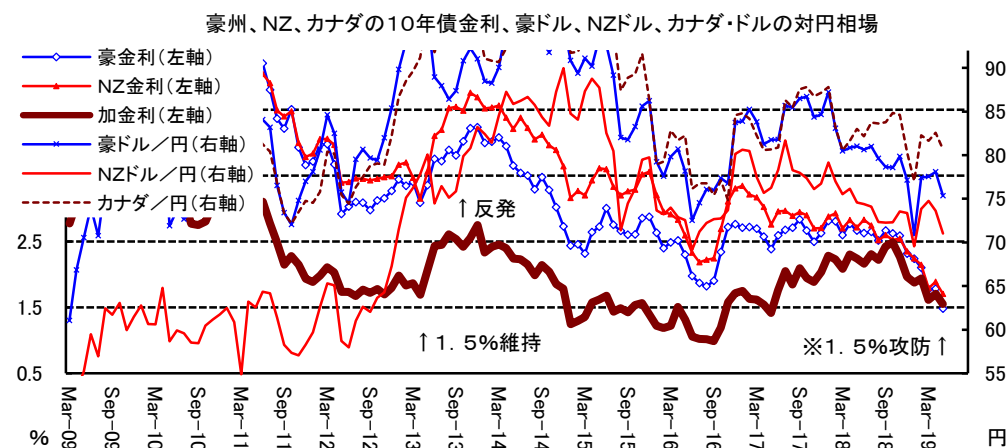
また、内閣府の過去分析によると、「期待インフレ率は調査時点のインフレ率を常に一定幅上回る傾向にあり、2004－2013年の場合は平均乖離幅が＋1.5%程度であった」という。その前提でいえば、10年債金利の1.5%割れはインフレ期待を引き下げ、先行きの物価見通しの切り下がりへと波及する。そうしたデフレ・マインドが、期待インフレから1.5%の下方位置傾向にあるインフレ率を「マイナス方向」に押し下げる側面もある。

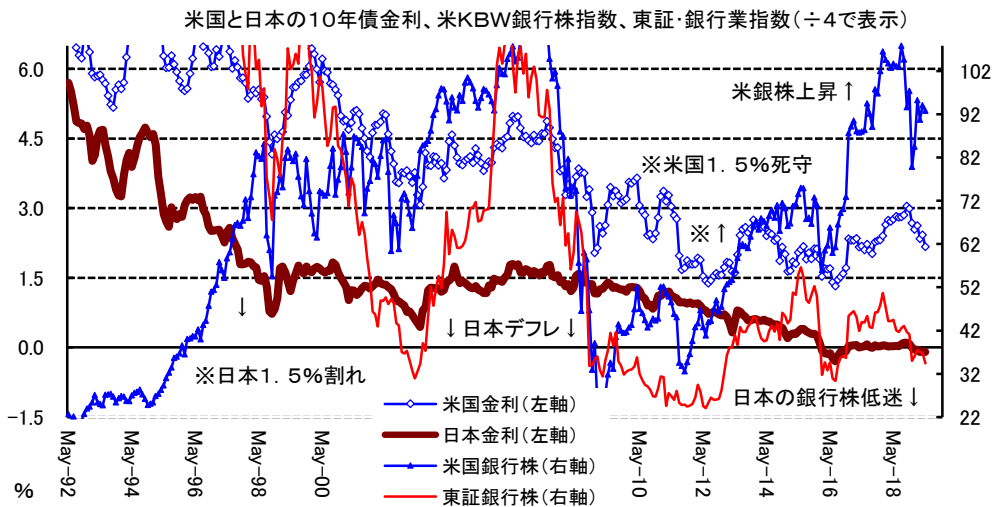
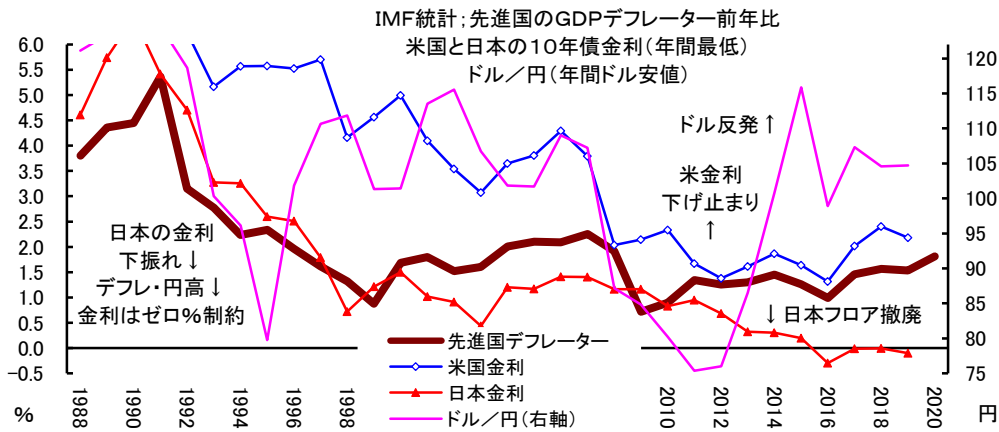
何よりマイナス金利を導入していない資源国などでは、10年債金利の1.5%割れが「金利低下余地の

狭まり見合いでの物価下落と実質金利上昇」につながるほか、長短金利差の縮小や逆転が金融機関への打撃や信用収縮に波及するリスクをはらんでいる。

米国では1.5%割れ阻止が、金利水準や金利機能、信用創造の修復と正常化という好伝播につながった。現在の米銀行株は頭打ちとなっているが、それでも2012年以降の反発地合いと2008年以来の高値圏が維持されたままだ。

かたや日本については、超低金利の副作用として、金利機能の消失と銀行株の低迷が長期常態化している。日本のように低金利環境が長期化した下では、「企業や個人の資金調達の金利感応度は著しく低下しており、こうした環境の下での微小な金利低下は、もはや経済活動や生産性上昇率にプラス効果もマイナス効果ももたらさない」（前日銀審議委員で野村総研エグゼクティブ・エコノミストの木内登英氏による今年2月のレポート）ジレンマが続いている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。