

円金利上昇、景気打撃と駆け込みにも

予想インフレ率上昇は現預金「待機資金」活用にも

2023/1/16 (月)

国内では長期国債金利（円金利）に上昇圧力が掛かっているが、景気打撃の一方、一段の金利上昇に備えた設備投資や住宅等の建設、資金調達（借入れ）といった駆け込み需要が焦点になる。過去の日本株市場では景気回復に伴う良い金利上昇の局面を含めて、関連株や金融株などがサポートされてきた。現在の円金利上昇は日銀の緩和修正思惑が主因ながら、一因としてある予想インフレ率の上昇は、現預金の価値目減り懸念などもあって、企業・家計が溜め込む「待機資金」の取り崩し活用を促す。

設備投資・住宅等建設・資金調達、駆け込み焦点

「国内では長期構造要因のほか、2020年以降はコロナ不安もあって、企業と家計の間で現預金が積み上がっている。こうした待機資金が活用されるためには、企業・家計の成長期待と、予想インフレ率という二つの予想が上がる必要がある」――。

日銀の若田部昌澄総裁は昨年以降、繰り返しこのような主張を行ってきた。リスク・シナリオとしては、感染症などの悪影響が想定以上に長期化し、期待成長率と予想インフレ率が下振れした場合、「待機資金」が将来の不確実性に備えるための予備的貯蓄へと変質。「支出活動が活発化しない」可能性にも言及している。

年明けからの日本では成長期待の改善は微妙ながら、日銀の緩和修正思惑が主因となる形で長期国債金利（円金利）には上昇圧力が掛かっている。その一因としては先行きの悪い物価上昇懸念の持続のほか、付随した「予想インフレ率の上昇」も影響している。現状は米国など世界景気の悪化懸念や円高作用などもあり、悪い金利上昇と景気打撃が懸念されているが、部分的には一段の金利上昇に備えた「駆け込み需要の喚起」が注目されやすい。

具体的には設備投資のほか、住宅を始めとした建設関連、資金調達（借入れ）といった金利敏感分野などだ。過去の日本株市場では景気回復に伴う良い金利上昇の局面を含めて、金利上昇局面ではこうした関連株や金融株がサポートされてきた。しかも予想インフレ率の上昇機運は、現預金の価値目減り懸念もあって、若田部副総裁の指摘通り、企業・家計が溜め込む「待機資金」の取り崩し活用を促す側面もある。

すでに年初以降の日本株 TOPIX 業種別株価指数では、根強い米国などの世界景気悪化懸念や日銀緩和と出口への警戒感、為替円高といった悪材料のなか、銀行業や保険業、証券・商品先物といった金融株が打たれ強さを示している。設備投資に関する機械

業や、住宅などが関係する建設株も、他業種との相对比较では下げ渋りとなってきた。

現在の国内 10 年債金利は昨年 12 月の日銀緩和修正もあり、月間最高の前年同月比では 12 月、1 月と前年比+0.4%前後の急上昇となっている。2006 年以来の大幅上昇となるものだ。同年は複合材料もあったが、こうした金利敏感株は前年比で+20%から+80%の大幅高が連動観測された。その前の同様な金利上昇局面である 2003 年や 1999 年などでも、連動した大幅高が見られていた。

同じような金利上昇となった 1994 年の場合、バブル崩壊後の後遺症残存や為替円高、不良債権問題などもあり、関連株は低迷した。そうした悪い金利上昇の中でも、機械株などは前年比プラスの打たれ強さが示されている。

日本の長期金利については日銀が長期にわたって人為的に押し下げてきた分だけ、先行き金融政策の正常化や適正理論値への回帰などの面で、金利上昇のオーバーシュート・リスクは無視できない。その場合は悪い金利上昇と景気悪化、日本株全体の下落、円高加速、その後の国債売り・株売り・円売りというトリプル安のリスクも注視される。

日本の 10 年債金利、長期抵抗線を上抜け

先行きの波乱余地を示唆する形で、日本国債 10 年債金利のテクニカルでは長期の強力な上値抵抗ラインを上抜け突破してきた。四半期ベースの一目均衡表チャートによると、昨年 12 月から先行スパンの雲下限 0.353%前後を上回っている（1 月 13 日のアジア時間は 0.57%超え場面も）。同ラインは 2000 年以降、約 20 年にわたって上値抵抗線として長期君臨してきたものだ。

ちょうど日本は、1999 年前後からの長期デフレを脱却しつつある。世界的にも 1990 年代以降のグローバル化や新興国の安価な労働力活用などによる、低インフレや低金利の時代が一区切りとなってきた。こうした構造変化もあり、長期にわたって低下（円債価格は上昇）傾向にあった日本の 10 年債金利については、昨年の米国など海外金利上昇に遅行した金利上昇の潜在余地が残されている。次なる上値メドとしては、四半期ベースでの雲上限（足元から 2025 年半ばにかけて 0.86%前後に位置）方向などが焦点になる。

ちなみに四半期の一目均衡表チャートについては、ドル/円で 2014―2015 年にかけて、1980 年代以降では過去初となる先行スパンの雲下限と雲上限という強力な上限抵抗線を上抜けるドル高が進んだ。その

後は雲上限ラインの形状に絡む形で、ドル反落やドル底固めが継続。それが2021年1-3月から雲下限と雲上限を完全に上放れし、「長期の強力な上限抵抗ラインの完全突破」という市場エネルギーの点火もあって、2022年には150円超えのドル高オーバーシュートが観測されている。

また、米10年債金利は、昨年4-6月から四半期の一目均衡表における雲下限と雲上限を上抜け突破した。こちらも1985年以降の長期上限抵抗ラインであったが、上振れブレイクしたこともあり、金利上昇加速のモメンタムが点火されている。昨年は4月初の2.3%から10月には4.3%超えへの金利上昇オーバーシュートが見られていた。

こうしたドル/円や米債金利の先行実績もあり、日本の10年債金利についても長期低下からの反動修正という市場エネルギーの潜在マグマは無視できない。

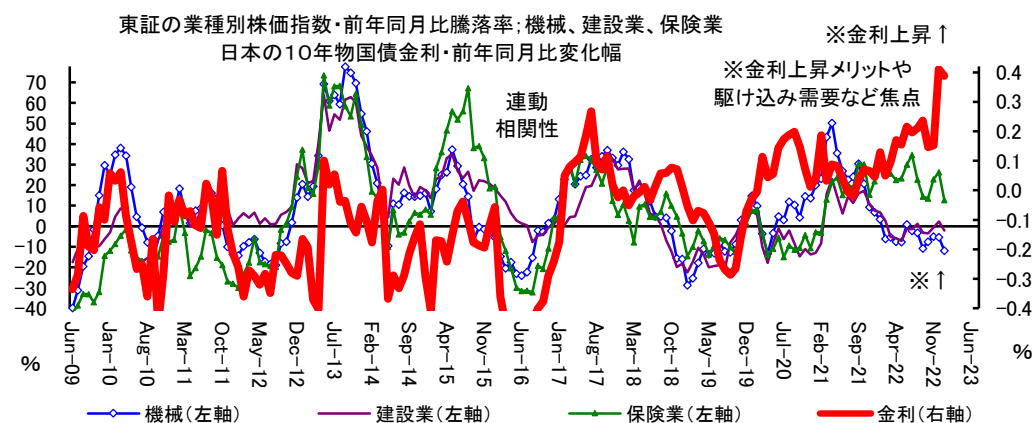
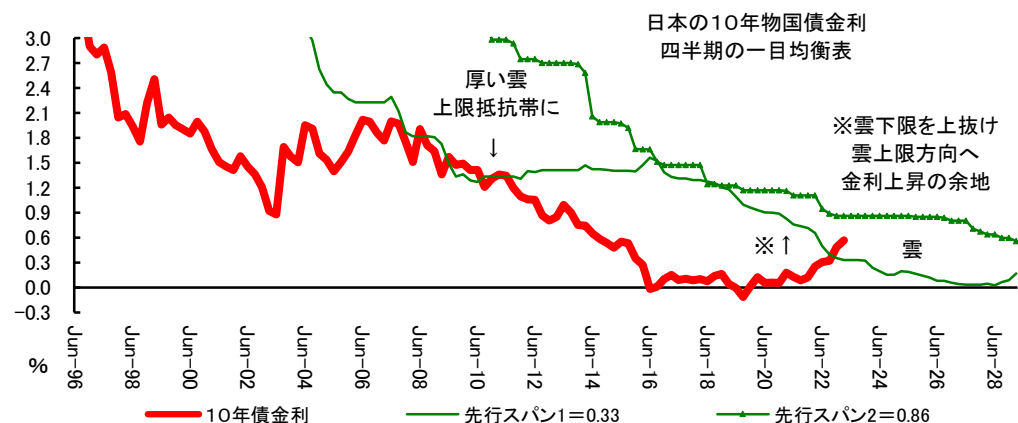
日本国債については、財政赤字の累増や少子高齢化と人口減、同時進行での防衛費や社会保障費、少子化対策などでの歳出増加圧力のなか、日銀が長期にわたって長期金利の上昇抑制と国債価格の安定化

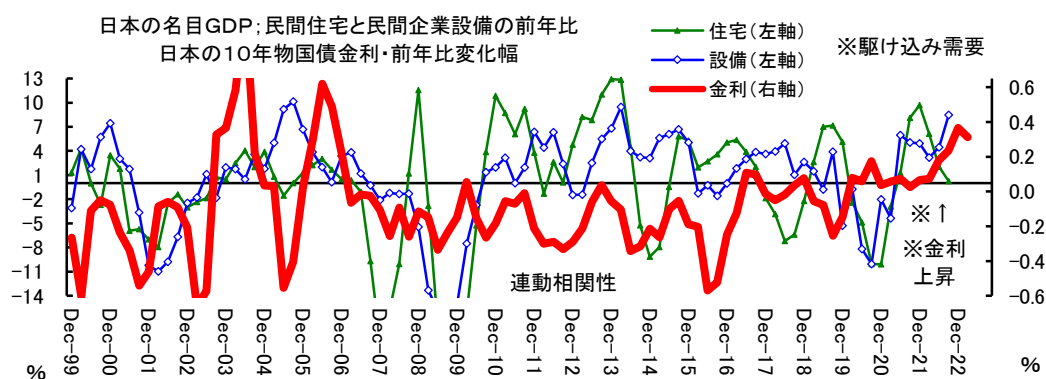
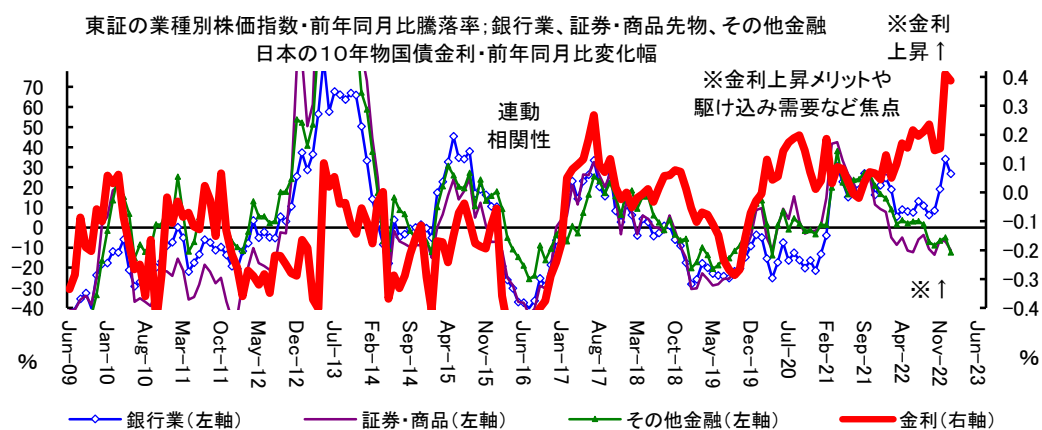
に努めてきた「強引な人為策」に反動リスクが残されている。先行きの国債格下げリスクも、一段の金利上昇と円債価格下落の要因となるものだ。

米格付け機関S&Pグローバル・レーティングのシニア・ディレクターは昨年11月、「日本国債の格付け変更を判断する上で、日本銀行がおそらく最重要ファクターだ」との認識を示している（ブルームバーグのインタビュー）。

同氏は当時、「日銀が政策を変更するリスクも、変更しないリスクも高い」としながら、日銀の想定外の動きは信用力分析の基になる経済シナリオの大幅変更につながり得るとし、金融政策の動向が「以前よりさらに重要な要素になっている」と述べた。

日銀の政策ミスなどにより、低成長が長期化し、加えてデフレが再燃するようなら、財政悪化の圧力が増し、「格下げリスクは大きくなる」と指摘。さらには日本の政権・与党による相次ぐ大型経済対策と新規国債の増発などによる財政悪化に関し、「高齢化と人口減少が続く中で、中期的に格付けへの下押し圧力になる」と警告を発している。





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。