

生産と輸出低位、日本の金利上昇に制約

均衡値と政策の両面、異次元緩和導入時を下回る

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/8/2 (水)

日本では鉱工業生産と輸出が低位となっており、10年物国債の長期金利には均衡値と政策の両面で上昇に制約がある。直近指標では生産指数、輸出数量指数、輸出金額・前年比ともに日銀が異次元緩和を導入した2013年4月前後の水準を下回っているほか、内閣府推計の潜在成長率は0.4%と2013年4-6月時の0.8%に対して半分に低下している。7月28日の日銀緩和修正を受け、10年債金利は前年同月比で+0.3%の上昇となってきたが、それ以上の金利急上昇は生産の減速と賃金の減少につながりやすい。

金利前年比 0.3%超え、一段上昇は生産賃金打撃

「生産予測調査での7月計画は、電気・情報通信機械が前月増加の反動などにより、生産の低下を見込んでいることなどから、全体としては低下の見込みとなっている。海外景気の下振れ等により、生産計画は下方修正されるリスクもあり、先行きは注視が必要」――。

経済産業省では最新6月の鉱工業生産に関連して、このような分析を行っている。6月の実績自体は生産指数(2020年=100)が105.3と前月比+2.0%上昇で、2カ月ぶりの改善となった。半導体などの部材不足緩和のほか、スマートフォン向け部品の受注回復等により、自動車、電子部品・デバイス、汎用・業務用機械などで持ち直しが目立っている。

もっとも生産指数は「価格の変動を除いた量的変動を示す数量指数」(同)だが、直近最高である昨年8月の107.8以降は水準の伸び悩みが続いている。コロナ危機前の最高である2017年12月の116.9にも程遠く、空洞化の定着余波や中国を始めとした世界経済の低成長入り、対中国輸出規制といった新冷戦などが重石となっている。加えて世界的に脱コロナでは非製造業・サービスの主導で反動回復が目立っていることや、日本はEV(電気自動車)などで出遅れていることも、生産の抑制要因となってきた。

連動する形で内閣府の輸出数量指数(2015年=100)は最新5月が93.4と、前月の95.3から低下している。こちらも直近最高である2021年11月の102.7や、コロナ危機前の最高である2018年1月の112.5からは大幅な下振れが続いている。

その中でも日銀は7月28日の政策会合で長短金利操作(YCC)の運用を柔軟化し、10年債金利の変動幅上限を1.0%にまで引き上げている。しかし、日銀が異次元緩和を導入した初期段階の2013年4月には、生産指数が108.0(今年6月は105.3)、輸出数量指数が100.3(今年5月は93.4)と現状よりは高いレベルにあった。同月の輸出金額・前年比は+

3.8%であり、こちらも今年6月の+1.5%を上回っている。

現在の日本は「為替円安」という市場原理の結果として表れているように、生産、輸出面で脆弱な環境にある。輸出の金額は為替円安や米国などの底堅さでも、昨年9月の前年比+28.9%を増加ピークとして、今年6月は+1.5%と勢いが鈍ってきた。その点で日本の10年債金利については、経済ファンダメンタルズや理論的な均衡値の面で上昇には制約がある(債券価格は下落抑制)。

同時に日銀としても理論値との見合いで金利上昇が先走り過ぎると、景気腰折れ、デフレ再燃、物価目標の達成遅延といったリスクをはらむ。当座は日銀が7月31日に0.61%前後から臨時国債買い入れオペに出動したように、機動的な金利上昇の抑制策や安定化策が意識されやすい。

10年債金利の月間最高は7月28日以降、前年同月比で+0.36%幅の金利急上昇となってきた。最近では日銀による昨年12月のYCC修正を受けて、昨年12月に+0.41%幅、今年1月に+0.39%幅という金利急上昇が見られている。当時は為替円高へと作用したこともあり、両月の生産指数は前年比で-0.5%や-3.6%の減速となっていた。

潜在成長率 0.4%、異次元緩和導入時は 0.8%

その前では2006年に10年債金利が、前年比で+0.4%から+0.6%の急上昇があった。当時の生産指数は2006年の最高である前年比+0.6%から、翌2007年には+0.1%へと悪化。連動する形で賃金には下振れの圧力が伝播し、内閣府・景気動向指数での「きまって支給する給与(製造業、名目)」は2006年の前年比+1.2%から2007年には-0.1%への減少となっている。

日本では1990年代以降の「失われた20年」や「デフレ15年」の過程で、こうした早過ぎる金利急上昇と生産の悪化、賃金の下振れという好連鎖の遮断が繰り返し観測されてきた。ひるがえって現在の日銀は、こうした過去の拙速教訓を強く意識しているほか、来年2-3月の春闘での「2年連続賃上げ」を最優先課題としてサポートする方針を示している。過去の教訓に沿うと、来春の春闘にかけては「前年比+0.3%前後の以下」へと抑え込んでいく金利急上昇の抑制策が注目されやすい。

10年債金利の均衡水準については、昨年12月から今年1月にかけて日銀の元審議委員である野村総合研究所の木内登英エグゼクティブ・エコノミストが、「0.83%前後」という推計値を示していた。実際

の10年国債利回りの実績値から、潜在成長率（≒自然利子率）と中長期予想物価上昇率の合計を引いた部分をプレミアムとした集計法などで算出したものだ。

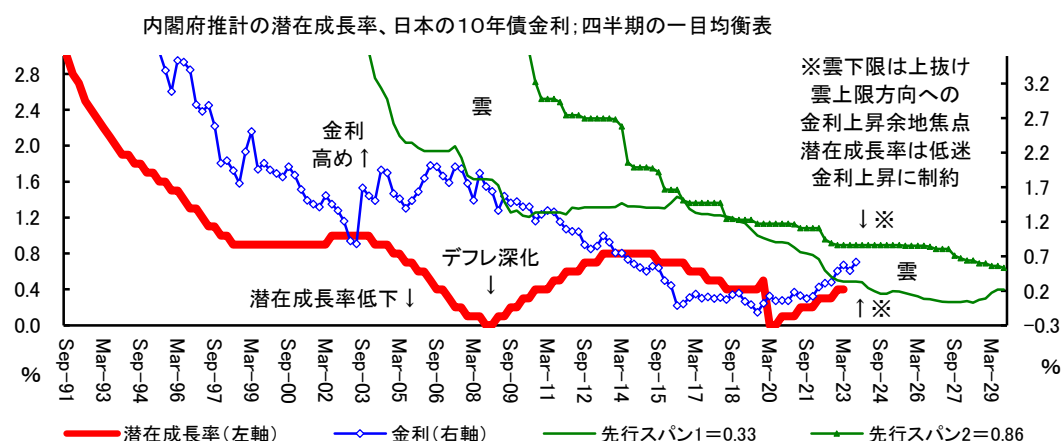
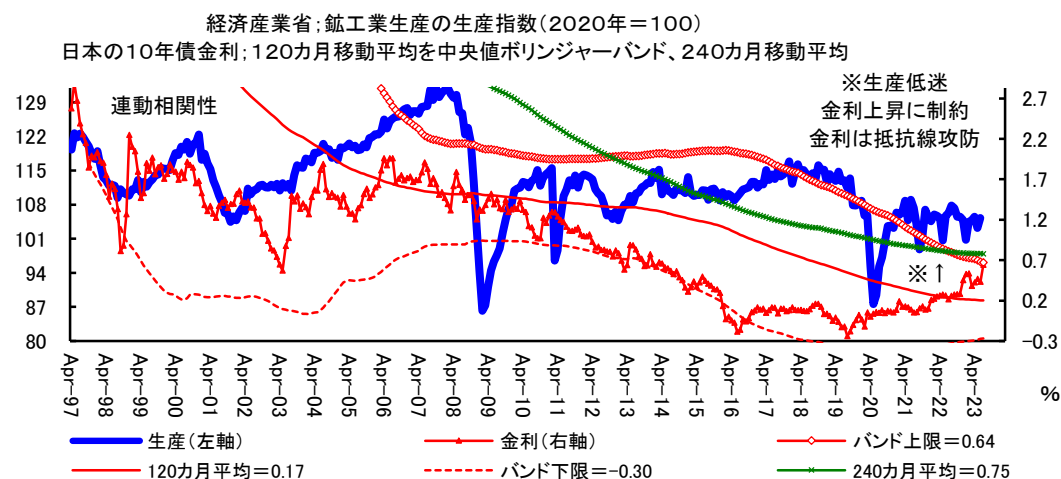
経済学的には景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない、景気に中立的な実質利子率を「自然利子率」と呼ぶ。実質利子率は消費や投資に影響を与えと言われ、中長期的な実質利子率は潜在成長率に類似するとされている。

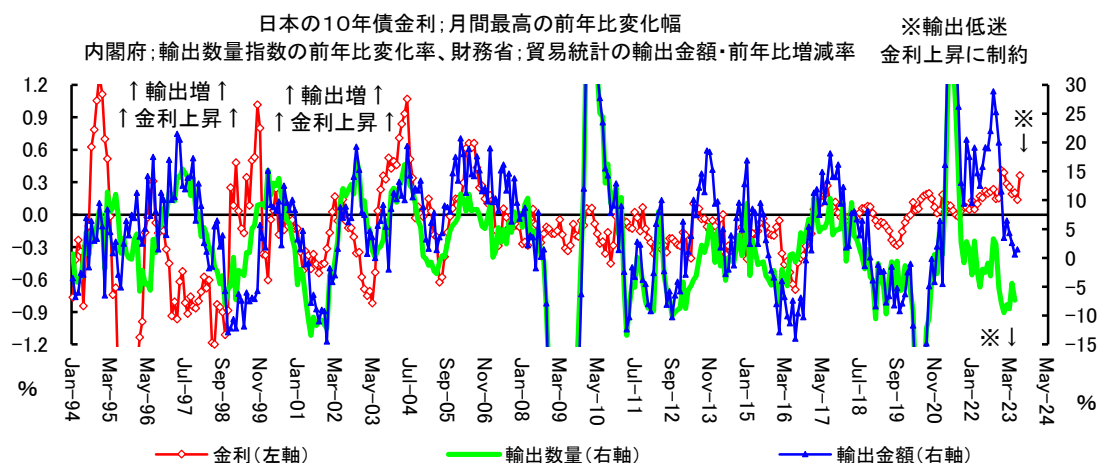
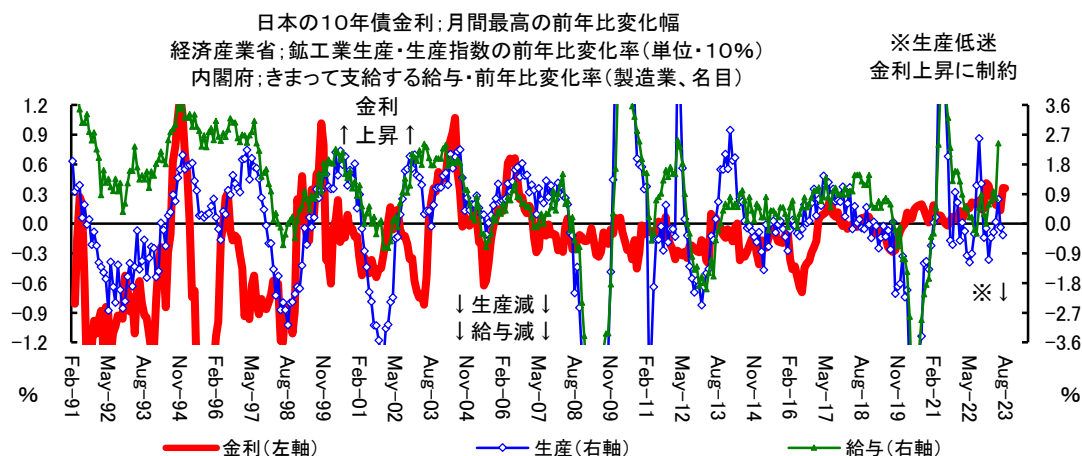
その潜在成長率は内閣府の推計ベースで、直近の2023年1-3月が0.4%となっていた（前期比年率）。異次元緩和の導入時である2013年4-6月が0.8%であり、半分の水準に低下している。2013年4-6月に10年債金利は0.325%から0.996%、7-9月は0.662%から0.904%、10-12月は0.585-0.751%の各前後で推移していた。現在は当時に比べて潜在成長率は大きく低下しており、市場原理と日銀の政

策の両面からすると、目先は7月28日以降の上限0.61%前後やそれ以下での落ち着き所が注目されやすい。

日本の10年債金利の月足テクニカルでは当座の金利上限と「買い場」メドとして、7月末時点の数値で120カ月（10年）移動平均を中央値としたボリンジャーバンドのバンド上限0.64%前後、240カ月（20年）移動平均線0.75%前後などが焦点になっている。

より長期の四半期・一目均衡表チャートでいえば、2000年以降に強力かつ重要な上限抵抗線となってきた先行スパンの雲下限（今年7-9月時点で0.33%）を昨年10-12月から上抜け突破してきた。続いて先行き上下動を経ながらも、中長期的な上限メドとしては雲上限の方向が注目されそう（今年7-9月時点で0.86%前後、2025年4-6月まで0.86%前後で横這い）。





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。