



## 金利上昇が景気をオーバーキルするリスクについて

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

金利の上昇で景気が減速を超えて失速し、結果的に景気後退に至ることをオーバーキルと呼ぶ。日本でこれが発生した直近の例は2000年8月である。当時の日銀は、景気が回復傾向に入ったとの判断から、政府の公式な反対を押し切って金融引き締め(ゼロ金利解除)を断行した。結果は典型的な景気のオーバーキルであった。3ヶ月後の2000年11月に景気はピークを迎え、2002年1月まで14カ月もの長きにわたる景気後退局面に入った。

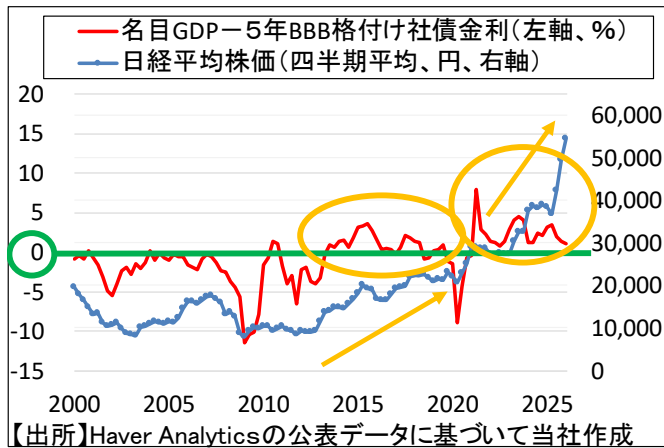
日銀は2024年3月にマイナスの政策金利を解除して利上げサイクルに入った。その後、何度か政策金利は引き上げられて現在は0.75%だ。代表的な長期金利である10年国債金利も大きく上昇し、5月には2.8%を超える局面もあった。10年国債金利は2010年代後半から2022年頃にかけてはマイナスとなる時期もあり、平均的にはほぼゼロであったため、政策金利以上に大幅に上昇したことになる。

今後の日銀の金融政策については、コンセンサスでは利上げの継続が見込まれている。金融先物市場は今年12月までに0.25%の利上げが2回実施され、政策金利が1.25%まで引き上げられることを織り込んでいる。2027年の3~6月にかけて更に0.25%の利上げで政策金利が1.5%になることを織り込んでいる。こうなると懸念されるのが、過度な利上げによる景気のオーバーキルだ。

結論を先に述べると、この程度の利上げであれば、2つの面から景気は拡大基調を維持できる可能性が高い。

1つは、景気に対して先行性がある株式相場だ。株式相場の方向性は、金利上昇の恩恵を受ける銀行や損保セクターと、債務が多いために金利上昇のデメリットを被る不動産やJリートセクターの綱引きで決まる。現時点では日経平均株価の史上最高値更新に見られるように方向性は明らかに上向きである。金融市場で織り込まれている利上げは、株式相場を下押しする程の大きな圧力にはなっていない。

もう1つは金利の絶対水準だ。金利の絶対水準が景気の方角性に与える影響は、名目ベースの経済活動との



相対間で決まる。実質金利の概念を実物経済との関連で捉え直したものだ。左図は、日本の名目GDPと5年BBB格社債金利の差(以下、赤線)と景気の方角性の代用変数として株価(以下、青線)を比較したものだ。赤線がゼロ(緑線)より高い水準にある黄色楕円で囲った期間では、青線の株価は上昇している。一方で、赤線がゼロを下回る2000年から2012年の期間では、青線の株価は総じて下落局面にある。ただし、大きく下落しなかったのは、日経平均株価が2万円を下回る局面では、PBR=1倍が下値の目安として機能し、株価の下値が限定されたからだ。今後も名目GDPは前年比4%前後の成長が続き、赤線はプラスを維持できるだろう。

日本経済は、物価の復権に伴い金利も復権し、経済原理が機能する正常な姿に近づいた。それが故に金利と経済の関係性について、思考停止の状態から脱する必要性が生じている。結論的には、目先見込まれる日銀による利上げについて、過度な悲観は必要ないと考えられる。但し、現状はGDPデフレーターが3%以上と物価目標の2%より遥かに高い。この高いGDPデフレーターは経済正常化までの過渡的な現象と見るべきだろう(脱稿5月28日)。

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。