

長期金利の決定要因を考える

～2006年度は物価プラスでも金利は2%台前半か～

発表日：10月28日(金)

(No. FT-17)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

今後、消費者物価のプラス転化が見込まれる。しかし、最近まで長期金利と物価の関係は薄れていて、物価上昇ペースほどは長期金利は上昇しそうでない。むしろ、最近では株値や米国長期金利といったグローバルな金利・株値指標とのバランス作用(裁定)が働いて、日本の長期金利は動いているようである。今後、消費者物価がプラスに浮上してくるに従って、今まで反応してこなかった物価や短期金利への感応度をいくらか取り戻してくるであろうが、たとえそうだとした場合でも2006年度中の長期金利は1.8～2.2%で推移すると考えられる。

長期金利と物価との関係

2005年11月以降、消費者物価がマイナスからプラスに転化するとみられている。日銀も、それに応じて2006年入り後、量的緩和解除への動きを本格化しそうだ。本稿では、消費者物価が安定的にプラスに推移し、そこで日銀が量的緩和を解除するとみられる2006年度中の長期金利がどのくらいまで上昇しそうなのかを考えてみたい。

まず、金融政策が物価に対して伴走するものだと考えて、物価と長期金利の関係だけにスポットを当てることにする。過去の物価と長期金利の関係をみると、80年代から90年代前半にかけては時系列で対応がみられるが、90年代後半からは対応関係が希薄になっている(図表1)。期間ごとに物価と金利の相関係数を調べてみると、90年代後半以降、相関係数^{注1}の低下が目立っている(図表2)。

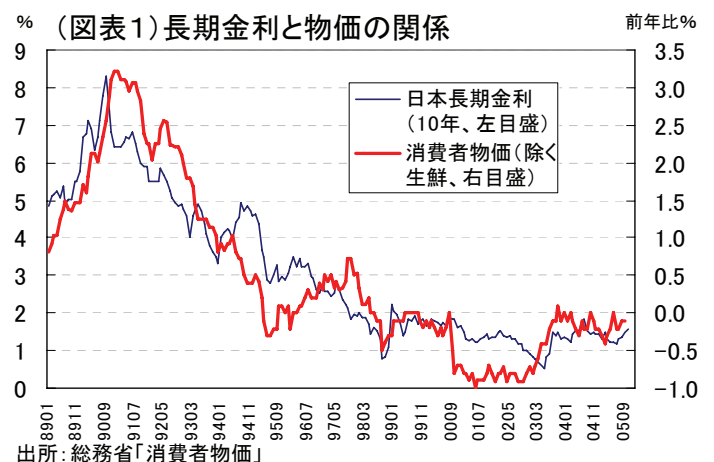
注1：相関係数は1.00に近づくほど高い関連性を示し、1.00から離れて0に近づくほど関連性は薄くなる。

この関係は、10年金利を5年金利や20年金利に替えても安定性は確認できなかった。このことから、今後、物価がプラスに転化するから、そのことだけをもって長期金利も上昇するとは明言しにくいことがわかる。

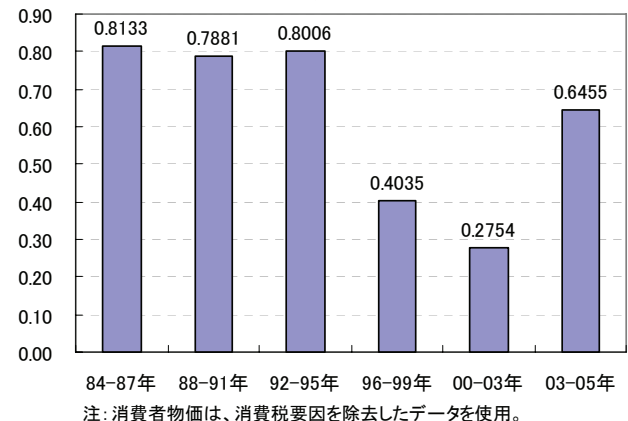
次に、アプローチを変えて、物価と金利の関係の安定性を局面比較してみる。物価と金利を散布図に描き直すと、安定性の崩れた90年代後半以降では、金利が動かない時期と、そこから動く時期が混在している(図表3)。ある時期は金利が立ち止まり、そして少し動いて再び立ち止まるという不連続的な変化になっていると描写できる。

具体的に、金利が動かなくなる時期を示すと、

- ① ゼロ金利政策期前後(1999年4月～2000年8月)、
 - ② 量的緩和開始前後のデフレ期(2000年11月～2003年12月)、
 - ③ 量的緩和後半のデフレ継続期(2003年8月～)、
- という3期間を挙げることができる(図表4)。



(図表2) 消費者物価と長期金利の相関係数

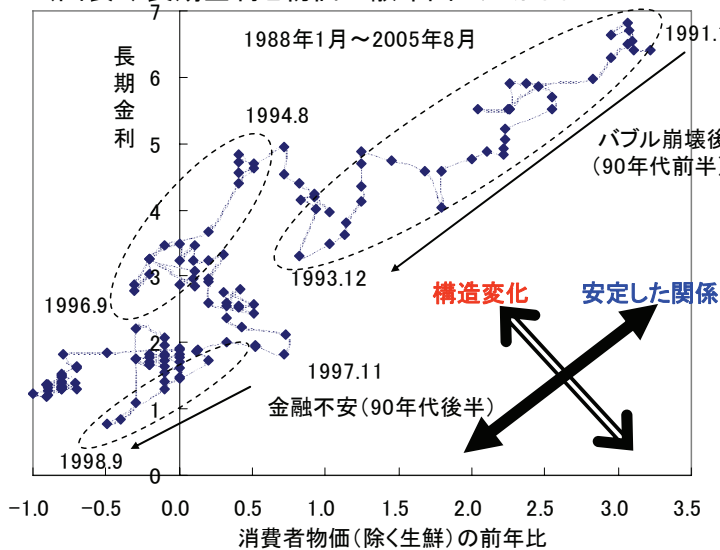


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

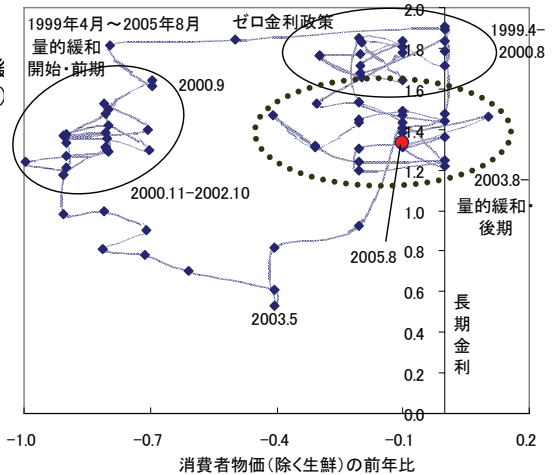
①～③の時期は、物価がマイナスに突入し、長期金利が低位になり過ぎて非負制約（金利がマイナスに下らない制約）が意識されたため、物価と金利の対応関係が希薄化したと考えられる。同時に、2001年以降は金融政策が長期金利を意識して、時間軸効果を強力に働かせ、金利水準が低位に縛り付ける作用も加わり、物価が金利に及ぼす影響を鈍らせたとも理解できる。

物価と長期金利の関係を細かくみると、過去、両者が連動した関係は、安定していた時期もあれば、そうでなかった時期もあった。90年代をみると、物価と金利が連動する関係（図表3の＜安定した関係の軸＞）が、景況感の変化を反映して上下にシフトしている（図表3の＜構造変化の時期＞）。90年代半ば（1994～1996年）には景気回復によって、93年頃にあったデフレ期待（当時は「価格破壊」と呼ばれていた）が一時的に解消し、長期金利が上方シフトする傾向がみられたし、90年代後半（1997年末～1998年）はデフレ懸念によって長期金利は下方シフトしたような動きがあった。今後を考えると、2006年度に消費者物価の上昇が安定的になったとき、今まで消えていた物価と金利の連動関係が新たに復活するかどうか注目される（筆者は部分的に回復すると予想）。

(図表3) 長期金利と物価の散布図＜長期時系列＞



(図表4) 長期金利と物価の散布図＜最近＞



(図表5) 日本の長期金利に対する諸変数の説明力

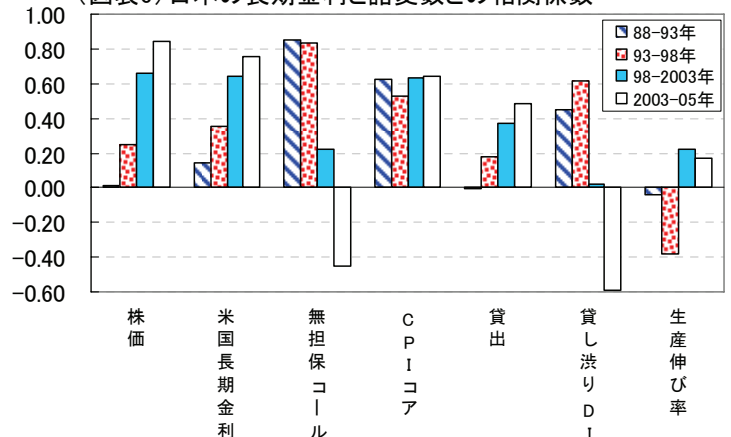
相関係数	88-93年	93-98年	98-2003年	2003-05年
株価	0.02	0.24	0.66	0.84
米国長期金利	0.15	0.35	0.64	0.76
無担保コール	0.85	0.84	0.23	-0.45
CPIコア	0.62	0.53	0.63	0.65
貸出	-0.01	0.18	0.37	0.48
貸し渋りDI	0.45	0.61	0.02	-0.59
生産伸び率	-0.04	-0.38	0.22	0.17

長期金利の決定要因は変化する

長期金利と物価の関係に明確な対応関係を見出せないにしても、物価以外の経済変数を含めて考えれば、別の関係を見出すことができるかもしれない。そこで、説明変数に、①消費者物価前年比（除く生鮮食品）だけでなく、②無担保コールレート、③国内貸出前年比（除く特殊要因）、④金融機関の貸出態度DI（日銀短観のDIを月次化）、⑤日経平均株価、⑥米国長期金利、⑦鉱工業生産前年比、を加えて、長期金利との関連性を確認してみた。

すると、各説明変数が、時期によって長期金利との関連性を変化させていることがわかった（図表5、6、7）。具体的には、1988年以降5年ごとに長期金利の相関係数の高い変数の顔ぶれが期間によって大きく入

(図表6) 日本の長期金利と諸変数との相関係数



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

れ替わっているのである。期間ごとの金利の決定要因について、簡単に紹介しておく以下の通りである。

- (1) バブル期前後(1988—92年)は無担保コールだけで長期金利の変化の多くを説明できた(これは純粹期待仮説に近い世界)。
- (2) もっとも、短期金利が0.5%以下に低下してしまった景気低迷期(93—98年)は、金融機関が融資に慎重化しつつあった時期でもあり、無担保コール以外に、日銀短観の貸出態度判断DI(月次化したデータ)の説明力が高くなる。
- (3) そして、金融不安が本格化し、デフレ時代(98—2003年)に突入すると、コールレートは説明力を失い、貸出残高や貸出態度判断DIのようなクレジット指標の方が長期金利に影響を与えるようになる。この時期は「質への逃避」のような「流動性選好」が生まれると考えられる。
- (4) さらに、金融不安が一段落し、デフレと緩やかな景気拡大が並存する最近までの時期(2003—05年)は、米国金利や国内株価に連動するようになる。これは、外国人投資家が海外金利に連動した対日債券投資を行ったり、株式投資との間で債券投資をシフトさせる投資行動を反映している。「グローバルな金利裁定」が働く世界で、長期金利も安定するのが最近までの状況と言える。

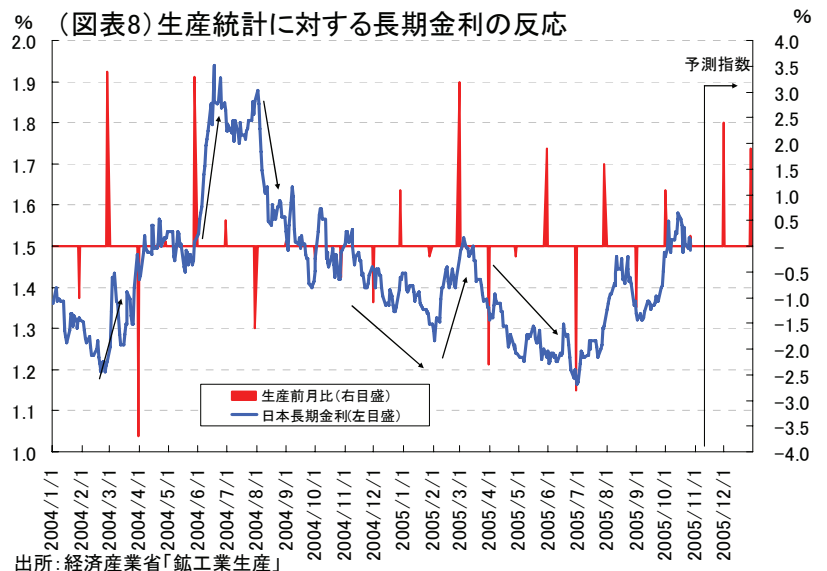
(図表7) 期間ごとに当てはまりのよいデータでつくった長期金利推計式

1988～1995年	無担保コール	定数項	決定係数	
長期金利 =	$0.4927 * R_s +$	2.9333	0.9172	
	t値 (22.33)	(27.13)		
1996～2000年	消費者物価 (除く生鮮)	国内銀行貸出 (除く特殊要因)	定数項	決定係数
長期金利 =	$0.3199 * CPI +$	0.465 * L +	2.3844	0.8927
	(1.59)	(10.21)	(35.28)	
2001～2005年8月	日経平均株価	米国長期金利	定数項	決定係数
長期金利 =	$0.000152 * S +$	$0.4864 * R_{usa}$	-2.3614	0.9119
	(6.61)	(4.88)	(-6.73)	

このように、長期金利を動かすファクターが様々に影響力を変化させながら、趨勢的に金利が安定しているのが、ここ数年の流れだと言える。

正直な感想を言えば、長期金利の決定要因が時期・局面によって異なってくるという見方は、何も意外なことではなく、自然なことだ。日々の相場変動を眺めているときの実感として、相場を動かすテーマは時期によって移り変わるとするのは、むしろ当たり前である。長期金利の推計式が構造変化していくのは、そうした実感を表現しているだけである^{注2}。

注2：図表5、6では鉱工業生産と長期金利の関係は明確でないという結果が示されていた。しかし、そうした関係の示し方とは別に、生産の季節調整済前月比の伸び率と、長期金利の月次データの推移を並べると、生産の伸びの発表時期に長期金利の上下動として反映される関係が見てとれる(図表8)。生産の前月比は、直接的に相場を動かす材料でないにしても、景気情勢を感応的に示すデータとして、長期金利を暗黙のうちに動かしていると考えられる。



2006年度にかけて長期金利が変動するレンジは どうなるか

本稿の目的は、量的緩和解除が行われる2006年後にかけて、長期金利がどのような要因で動かされるのかを考えることである。前述のように、2003年辺りからグローバルな金利裁定が強く働いている中では、たとえ物価がプラスに浮上してきても、日本の長期金利が独自に大きく上昇するシナリオを描きにくい。グローバルな金利動向の中で、日本の金利も変動すると考えるのが自然である。そこで、第一に、極めてシンプルなモデルとして、米国長期

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

金利の影響が強く働くことだけを考慮して、日本の長期金利がどうなるかを考えてみる。筆者は、米国長期金利が2006年以降4%台後半の金利水準で推移し、そのレンジよりも大きく上昇しないという前提を考えている。なぜならば、FRBの利上げは最終局面にあり、過去の経験則を考えてみ、そうした段階からは長期金利がさらに大きく上昇するとは考えにくいからだ。過去、米国で長短金利が接近(ないし逆転)した後に、長期金利が上昇したことはほとんどない。2006年1月のグリーンズパン議長の退任前後でFFレートが4.5%まで上昇したとしても、バーナンキ次期議長の下は早晩利上げ打ち止めに転じると考えられる。米国の長短金利は、2006年初に両者が近接したところで4.5~5.0%のレンジで横ばいで推移すると考えられる。

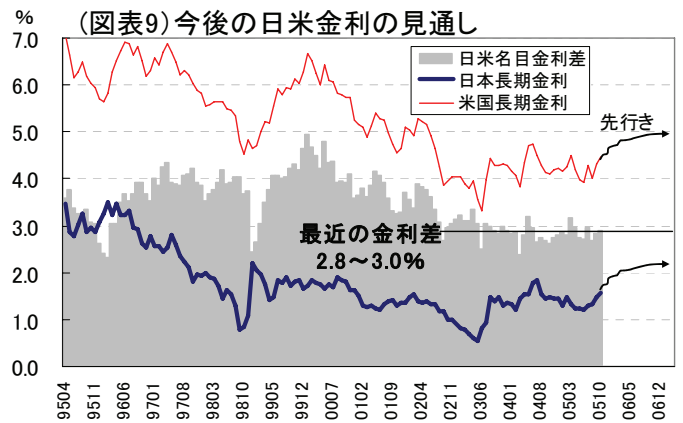
そうした見方に基づくと、米国金利との連動性が強まっている日本の長期金利は、米国金利に対応して1.5~2.3%の範囲に止まりそうだ。実は、ここ数年の日米金利の動向をみていると、2002年夏以降、日米名目金利差は均せば2.8~3.0%の範囲で安定している。これは不思議な関係である。今後もその関係が持続すると考えて、米国金利に対応する日本の金利は1.5~2.3%の範囲で落ち着くとみることができる(図表9)。

一方、先行きの日本の長期金利動向については、米国金利への連動性だけに主眼を置くよりも、もっと精緻に需給・物価動向を反映させて考えた方がよいという見方もできる。確かに、筆者自身、これからグローバルな金利裁定が作用し続けるにしても、国内の経済環境がある程度の金利上昇圧力を生み出すというシナリオも年頭に置いておいた方がよいと考えている。そのときには、日本の経済体質が、企業・銀行の競争体質が数量調整の世界から価格・金利変動に従って調整される世界に変わっていくことになるだろう。同時に、長期金利を決定する構造も価格伸縮的なかたちに変化していくと考えられる。

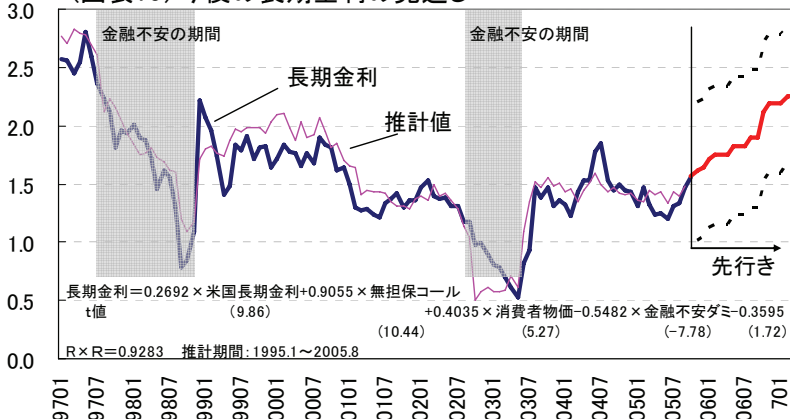
そこで、第二の推計として、長期金利についても、日銀の金融政策運営を反映したコールレートの変化と、消費者物価を含めて、1995年以降のデータで長期金利の推計式をつくり、前提となる変数を入れてみた。具体的には、①日銀のコールレートの引き上げ、②消費者物価のプラス幅の拡大、③米国長期金利の上昇、の3つの変数について、ややアドホックな前提であるが、2006年度にかけて経済環境の変化を次のように置いた。

- (1) 日銀のコールレートは、2006年10月に量的緩和解除後を行った後で0.25%に引き上げられる。
- (2) 日本の消費者物価は2006年初に前年比0.1~0.3%のプラスに転化し、2006年度中には前年比0.3~0.8%(現状よりも+0.4~+0.9%)まで上昇する。
- (3) 米国の長期金利は、2006年度4.5~5.0%で推移。

これらの仮設値を長期時系列の金利推計式に入れると、2006年度中は1.8~2.2%という水準で変化することになる(図表10)。この数字も、第一番目のシ



(図表10) 今後の長期金利の見通し



ンプルな見通しとさほど変わりが無い。

以上のように、今後の長期金利動向を占うと、2006年以降、1.6~2.2%(2006年度内1.8~2.2%)の中心値で推移すると予想できる。

長期金利(期間平均)

2005年10-12月	1.60%
2006年1-3月	1.74%
2006年4-6月	1.80%
2006年7-9月	1.87%
2006年10-12月	2.17%
2007年1-3月	2.23%

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。