

Financial Trends

経済関連レポート

日本でも起こる長期金利の「謎」

発表日：3月24日(金)

～BRICSを中心とした貿易構造の変化とインフレ経済の終焉～

(No. FT-31)

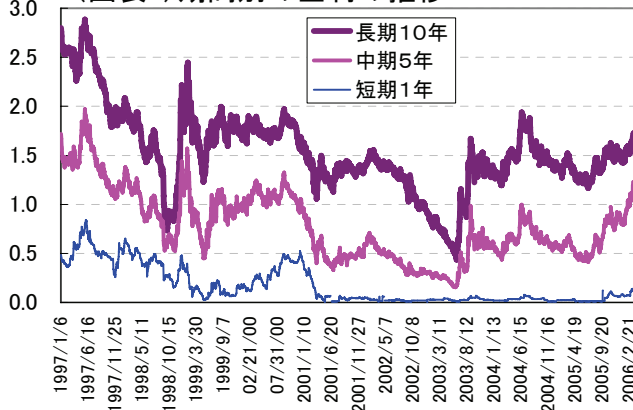
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

量的緩和解除後、長期金利が相対的に上昇しにくい傾向がある。ここにきて日本の金利形成にもグローバル・フラットニングの影響が現れてきたようだ。この背景には、賃金上昇を中心としたインフレ経済が長い目でみて終焉を迎えつつある事情がある。BRICS・東欧諸国の貿易拡大は、先進国の賃金上昇圧力を弱めたり、ドル安圧力を生む。BRICSの貿易黒字が米国債券市場に流れ込むから、米国で長期金利の低下が起こり、それが世界に波及していく。

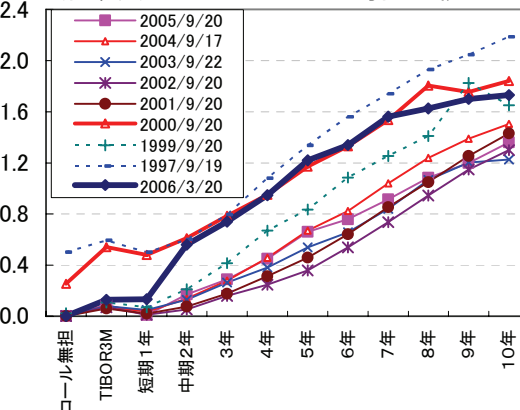
長期金利の謎

長期金利は量的緩和解除後1.7%台へと上昇し、イールドカーブも中期ゾーンを中心に先行きのゼロ金利解除を織り込み始めた(図表1、2)。中期金利は、2000年8月にゼロ金利解除が行われた直後まで上昇してきている。そうになると、10年の長期金利にまで上昇圧力がかかる不安が高まる流れになる。

(図表1) 期間別の金利の推移

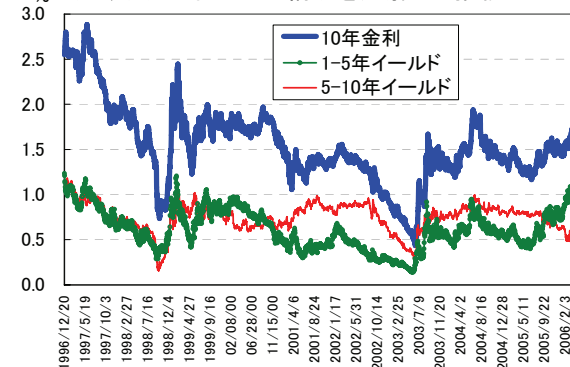


(図表2) イールドカーブの局面比較

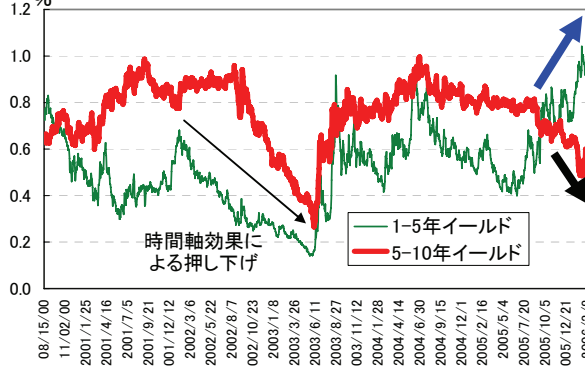


ところが、10年の長期金利の居所を考えると、今の1.7%台は先行きのゼロ金利解除を織り込み始めたにとしては、相対的に低い位置にある。これは、イールドカーブを1年から5年と、5年から10年に分解して、その推移をみると顕著にわかる(図表3、4)。10年金利が上昇しはじめたのは確かであるが、それは1-5年のイールドの上昇を反映したもので、5-10年のイールドについては上昇しているのではなく、反対に低下しているのである。

(図表3) 10年金利の構成を分解した推移



(図表4) 過去の例がないイールドの変化



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。

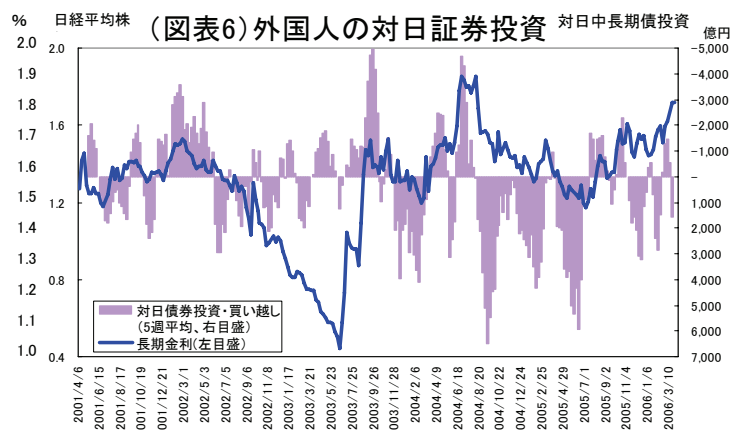
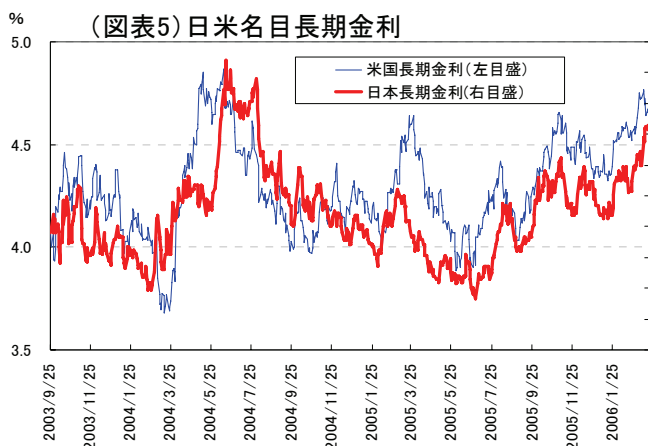
過去のパターンでみると、1—5年のイールドと5—10年のイールドは、過去2000年辺りまでは平行に動いていた。しかし、時間軸効果の影響を受けた2001年を例外^注として、最近になって両者の動きに食い違いを生じさせている。最近の5—10年のイールドカーブの低下は、説明ができない動きになっている。この現象は「謎」と言ってもよい。

注：時間軸効果が10年金利をどこまで押し下げること寄与したのかは、議論が分かれるところである。2001年の経験をみれば、1—5年のイールドはゼロ金利継続の期待を受けて低下する一方、5—10年はそれほど刺激を受けていないようだ。

世界的な長期金利低下

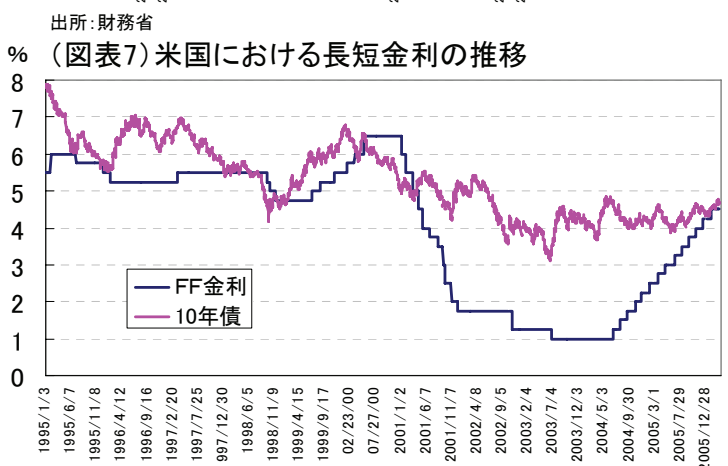
長期金利が上昇せず、中期金利が上昇することでイールドカーブが平坦化していく傾向は、フラットニング現象と言える。フラットニングは、最近の日本ばかりではなく、欧米ですでに進んできた。むしろ、日本は、少し遅れて、このグローバル・フラットニングの流れに巻き込まれてきている可能性が強い。

日本の長期金利が上がりにくい構図は、国際分散投資を通じ、海外長期金利との裁定が働いて、量的緩和が解除されても上昇しにくいという説明ができる。実際、日米金利差を確認してみても、ほとんど両者は3%前後の金利差で平行に動いている(図表5)。また、対日長期債投資の動向をみても、最近まで極端に大きな売り越しは起こっていない(図表6)。過去、日本の金利が上昇した2003年6月や2004年8月のタイミングをみても、その前後では外国人投資家が、米国で起こった金利上昇に反応して、日本の長期国債を売り越す動きが活発になっている。今回、日本の長期金利について5—10年のイールドがフラット化している背景には、外国人投資家によって10年債が買われ続けているという理由があるとみられる。



結局、日本の長期金利が上昇しにくい理由は、米国の長期金利との裁定が働き続けるからだと考えられる。そこで、次に過去からの経緯をさかのぼるために、平坦化の典型例である米国についてみてみよう。

米国では、2004年の利上げ初期局面から長期金利が低下し、FFレートと長期金利の間のイールド・スプレッドが縮小してきた(図表7)。現在、FRBのバーナンキ議長があと1・2回利上げをすれば、平坦化してきたイールドカーブが、今度は長短逆転(逆イールド)を引き起こるだろう。過去、米国で60年代以降7回の長短逆転が起こり、うち6回が景気後



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。

退に陥っている。FRBが引き締めすぎたことが、景気後退のシグナルとして長期金利低下を誘発したと理解されるケースである。なお、現在の米国に関して、景気後退という見方は少数派であろう。今の長期金利の趨勢的低下が進むことが前提になり、短期金利を正常水準まで引き上げたことでテクニカルに起こっているに過ぎないという理解が多い。むしろ、景気が安定成長する中で、米国の長期金利が上昇しないのは不可思議だとされる。グリーンズパン前議長が2005年に語った「長期金利低下の謎(Conundrum)」である。

この謎に関して、グリーンズパン前議長は、それを説明する仮説として以下の4つを挙げている。

- (1) 先行きの景気に対する不安
- (2) 年金基金の債券運用の拡大
- (3) 海外中央銀行による米国債の大量購入
- (4) 中国やインドなどの台頭によるインフレ圧力の低下

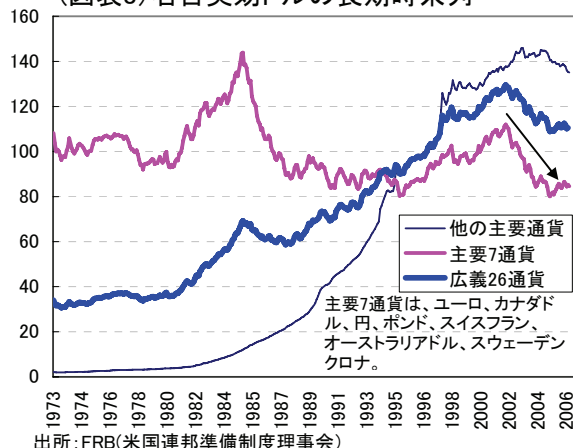
次に、筆者は、こうした長期金利の低下が世界的に起こっている原理をグリーンズパン議長の仮説になぞらえて考えてみたい。

インフレ経済からの転換

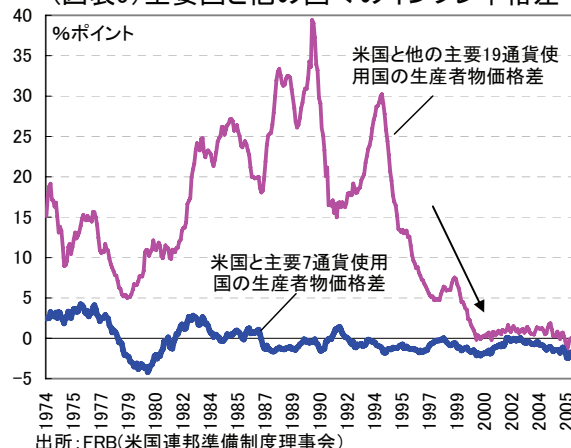
90年前後から長期金利が低下したのは、日欧米のみならず、北欧、スイス、シンガポール、オーストラリア、ニュージーランドなどに共通する現象だ。世界中で長期金利が低下していることの単純明快な説明は、多くの国々でインフレ率が低下していることだ。

世界的にインフレ経済の局面が終わりつつあることは、為替レートの中にも反映されている。米国ドルを各国通貨で加重平均した名目実効ドルは、その上昇が2002年頃に頭打ちになる姿が鮮明である(図表8)。かつての名目実効ドルは、米国のインフレ率に対して、各国のインフレ率が相対的に高かったことで、持続的に各国通貨の価値下落が進むこと、つまりドル高が一般的であった。ところが、2000年以降は、米国のインフレ率が各国のインフレ格差が、先進主要国でも、途上国との間でも急速に縮小し、ドルの割高感が解消されてきた(図表9)。米国が2003年のドバイG7以降、ドル安誘導をしてきた背後には、潜在的なドル安圧力に背を押され、そうせざるを得なくなった事情もある。最近、世界的な素材インフレが進んでいるが、実は各国の賃金上昇率は抑えられ、物価全体が落ち着いた格好になっている。

(図表8) 名目実効ドルの長期時系列



(図表9) 主要国と他の国々のインフレ率格差



一方、各国の賃金上昇が停滞する背景には、貿易における中国・インド・ロシア・ブラジルといった新興BRICS諸国、東欧諸国の台頭が関係している。BRICSが世界貿易で存在感を増すことは、各国での輸入品と国内品の競合を生み、その国の貿易財産業の賃金を抑制させる作用を働かせている。国際経済学で使われる「要素価格均等化の原

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。

理」である。米国の貿易ウエイトをみると、日米の取引が急低下する一方で、中国との取引関係が急上昇している（図表10）。日本では最近の円安を喜んでいるが、対米貿易での日本のステータスは確実に凋落している。同様に欧州先進国でも、東欧との貿易取引の拡大が国内賃下げ圧力となっている。

先進中央銀行の苦悩

先進国の賃金上昇とインフレがマイルドになって、ドルの趨勢的な下落が始まったことは、ここ数年は先進中央銀行に累次の金融緩和を余儀なくなせる背景にもなってきた（図表11）。

中でも、日銀が円高に過剰反応して金融緩和に回しやすいことはよく知られている。ECB（欧州中銀）が低金利を続けてきた理由に、ユーロ高に悩んできたことがある。

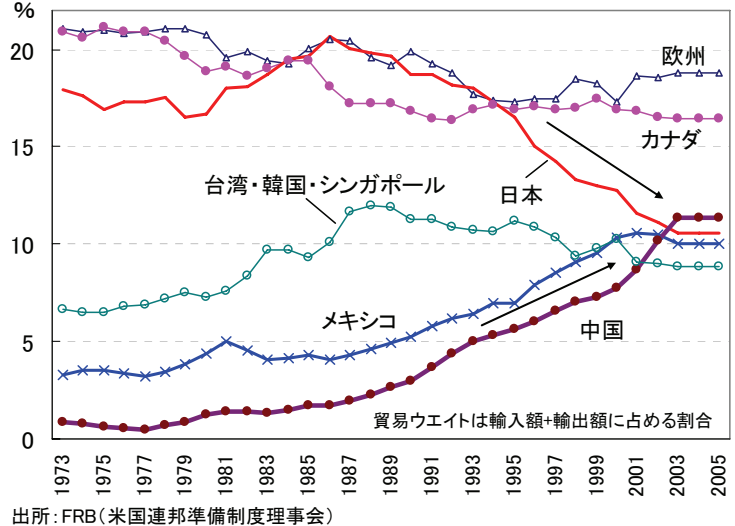
そうした低金利環境で日欧が拡張した流動性は、日欧米の金融機関・機関投資家によって、世界中の債券投資に回っていく。また、先進国の財政は、人口高齢化を背景とした社会保障関係支出が高み、財政赤字＝国債発行増に対して、中央銀行の超低金利政策を歓迎するムードがある。加えて、高齢化は先進国での年金運用ニーズを高め、資金が債券投資に回しやすいという事情をつくっているとも言える。

これらの作用は、先進国の投資・貯蓄（IS）バランスを、貿易赤字、財政赤字、低貯蓄率の流れに向かわせる。因果関係は、貿易赤字＝BRICS 台頭、財政赤字＝高齢化、低貯蓄率＝賃金抑制という構図で説明できる。これが、マネタリーな面で、中央銀行が低金利政策と通貨切り下げのポリシー・ミックスを選択せざるを得ない状況をつくる。すると、今度はBRICSや途上国にも、通貨切り上げ圧力がかかり、低インフレ圧力になる。アジアをはじめ世界各国の外貨準備が、ドルの長期債投資に集中していくのは、ドル価値の下落を相対的に抑制する政策対応の結果とも受け止められる。

一方、ここにきて日銀とECBは超低金利の是正に動き出そうとしている。もはや過去のインフレ懸念が再現されそうにないことは明白であるが、

中央銀行としては、過剰流動性を放置し続けることのリスクを感じるので、短期金利を資産インフレが抑止できる程度まで引き上げようとする。ここ数年、イールドカーブのフラットニングが促されているのは、中央銀行が金利水準の正常化を目指そうとするためだと理解できる（前掲図表11参照）。

(図表10) 米国との各国との貿易ウエイト



(図表11) 先進中央銀行の政策金利の推移

