

長期金利上昇の背後にある作用

発表日：2009年6月8日(月)

～リスク許容力の回復と期待インフレの変化～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

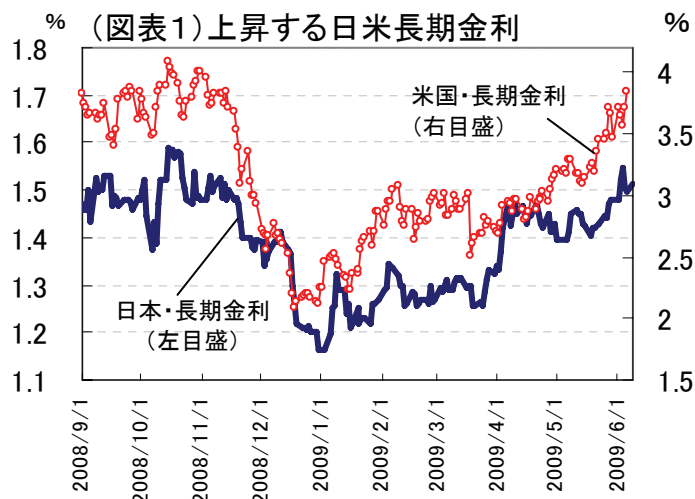
日米の長期金利がじわじわと上昇してきている。その背景を「良い金利上昇」、「悪い金利上昇」という対立軸で説明することはできない。むしろ、投資家のリスク許容力が復元し、社債から国債へと運用資産がシフトしていた行動があるだろう。これは「質への逃避」の終焉へのシグナルと理解できる。また、過度の経済不安が解消していくと同時に、期待インフレ率の上昇にもつながっている。こちらは、中央銀行の金融緩和スタンスとも密接に関係している。

「質への逃避」の終焉へのシグナル

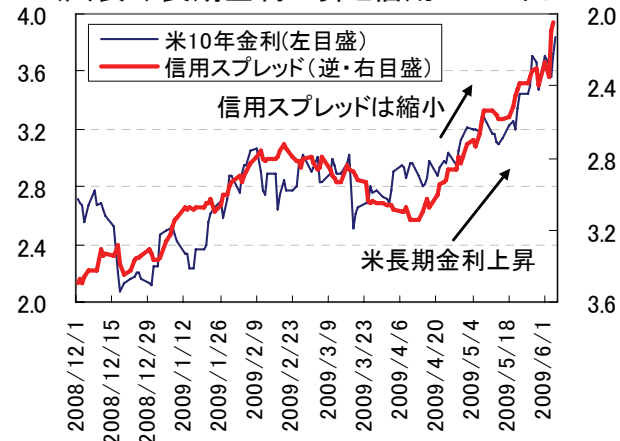
日米の長期金利が上昇する傾向を見せ始めている。その動きは、ある程度、金融市場の投資行動を反映していると考えられる。リーマンショック以降、リスク資産への投資を減らし、安全性の高い国債へシフトする「質への逃避」があった。従来、それが長期金利を押し下げていたのだが、最近では逆方向の作用として「質への逃避」が終息方向に向かっているために、金利上昇方向に巻き戻されていると理解できる。

直感的に言えば、リスクへの選好が正常化してきている代表例は株価上昇である。株価上昇と長期金利上昇が同時並行しているときは、債券が売られて株式投資へと資金がシフトしている可能性を示唆している。

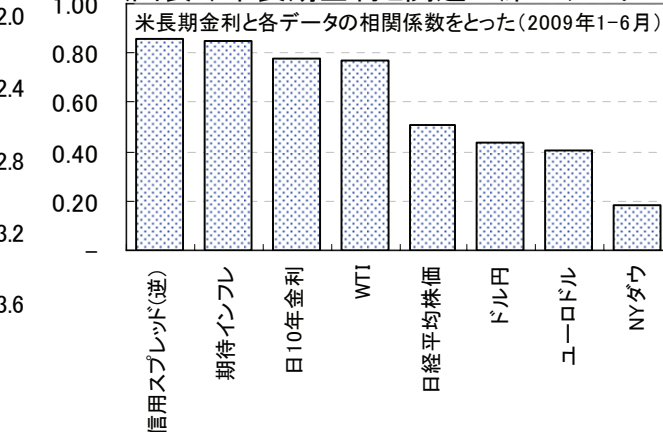
ただし、株価と金利の連動性をみると、日米の株式・金利では必ずしも明確な対応関係がみられている訳ではない。むしろ、いくつかのリスク指標の中で、金利上昇との連動性が高いのは、米国における社債スプレッドと長期金利の関係である(図表2、3)。



％ (図表2) 長期金利上昇と信用スプレッド



(図表3) 米長期金利と関連の深いデータ



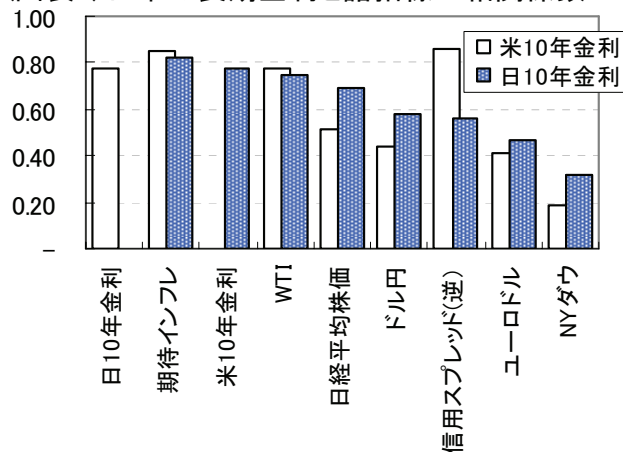
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

米国の10年債利回り、社債のAAAとBaaの格付け（ムーディーズ）の間の信用スプレッドの間の関係について比べてみると、リーマンショック以降の期間のうち、2009年1～6月にかけては、信用リスクへの警戒感が徐々に緩和するとともに、信用スプレッドが縮小に向かい、それに連動するかたちで長期金利が上昇している。この長期金利上昇をマネタリーに説明すると、長期国債が売られて、社債市場に資金が戻っている動きが背後にあるのだろう。これまで、そうした説明は実感しにくかったが、最近のように社債市場における不安心理が、いざ落ち着きを見せ始めると、より明確に実感できるようになった。

具体的に振り返ると、米国では4月後半から主要金融機関に対するストレステストが実施されて、各金融機関が自力資本調達を目指そうとした動きが進み、これが不安解消に貢献した。ここにはGM問題の影響も大きい。GM問題は、春先から大きな懸念材料として重石になっていたが、クライスラーの処理を経て、重大な悪影響を及ぼさない範囲内でどうにか乗り切ることができるという展望が強まってきた。クレジットリスクに対する警戒感は顕著に変化しているのが現状である。

こうした米国長期金利の動きは、日本の長期金利にも影響を与えている。米国での信用不安の後退が、日本経済の成長期待を前向きに変えているという見方である。日本の長期金利と、米国の金融諸指標を比べると、日本の金利形成に米国の金融指標が結構大きな影響を及ぼしていることがわかる（図表4）。

（図表4）日米の長期金利と諸指標の相関係数



「悪い金利上昇」の話題はたくさんある

一方、金利上昇に対しては、先進各国の財政悪化によって「悪い金利上昇」が進んでいるという指摘がよく聞かれる。5月21日にS&Pが英国の国債の長期格付けをネガティブに修正したことで、米国にも潜在的な格下げの不安が想起された。この不安は、ムーディーズが米国債の最高格付けが安定的という評価を確認したことで一服したが、それでも以前のような磐石さには陰りがある。

現状、オバマ政権の財政運営は、2009年度（08/10月～09/9月）の財政赤字が1.8兆ドルと桁外れの規模で見込まれている。2008年度の4,548億ドルから飛躍的に増えた格好である。オバマ政権は、1.8兆ドルのうち1.3兆ドルは前ブッシュ政権からの引き継ぎだとするが、オバマ政権には赤字拡大に寛容な雰囲気がある。オバマ政権は、前ブッシュ政権は2012年度に黒字化する目標だったのに対し、その目標を修正して任期中の2013年初までに赤字半減というかたちに後退させている。この目標は、2010年以降の楽観的な経済見通しに依存し、税収増による財政赤字縮小を見込んでいる。それが達成させる保証はどこにもない。

ただし、「悪い金利上昇」を説明する要因は、いろいろとあげつらうことはできるのだが、それが直接的に金利上昇に作用したかどうかを証明することはできない。具体的に、日本の長期金利と米国の長期金利にそれぞれどれくらい「悪い金利上昇」が寄与しているかを峻別するのは甚だ困難であろう。財政悪化という事象は、現段階では長期金利の安定感を試す悪材料のひとつという位置づけであろう。

インフレ懸念をどうみるか

「悪い金利上昇」を示す現象として、財政事情に反応した債券売りの作用がある。仮に、需給懸念がクローズア

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。

ップされているのならば、米国債を買っていた海外投資家が、運用資産構成を見直して、足元で債券売りの行動に出ているはずである。ドルの動きにも、悪い金利上昇は、金利上昇＝ドル高ではなく、金利上昇＝ドル安という反応になるはずである。

その点を確認するために、米国に対する長期債の売買状況を見ると、3月までのデータでは海外投資家は、むしろ国債購入を増やしていた(図表5)。米財務省の統計では、少なくとも3月まで海外投資家は、社債・機関債・株式などを売却して、国債を購入するかたちで運用を進めている。これは、目下のリスク選好の回復とは逆に、「質への逃避」が続いている状況である。

類推解釈をすると、5月以降の海外投資家の反応は、社債などを買戻すかたちで、国債を売っているのではないだろうか。つまり、海外投資家の反応は、悪い金利上昇というよりも、リスク許容力の回復に基づくものであるという見方をサポートする。

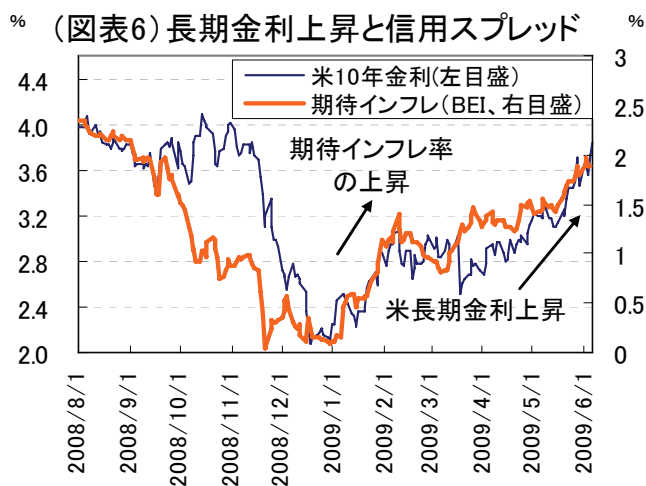
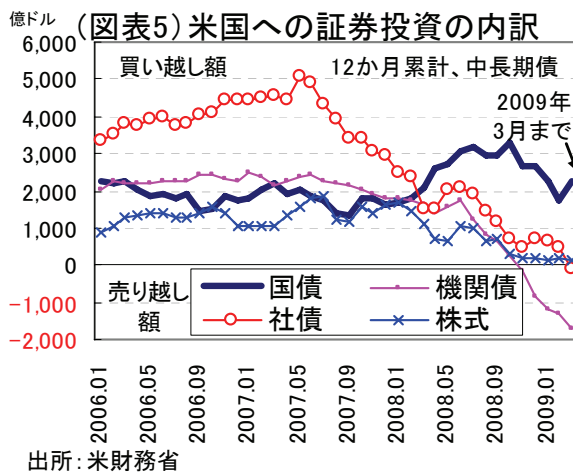
ドルの動きにしても、名目実効ドルは、リーマンショック以降にドル資産回帰によってドル高方向の動きを見せていた。最近では、こうしたドル回帰の動きは若干弱まっているが、ドル離れとみるだけの証拠にはならない。財政面では悪い金利上昇の懸念は高まっているが、マネタリーにそれを裏付けるだけの材料はまだ揃っていないと考えられる。

期待インフレの変化

むしろ、気になるのは、「良い金利上昇」だけでは説明できない変化として、インフレ懸念が先行している点である。米長期金利から物価連動債利回りを差し引いた期待インフレ率(BEI)は、このところ上昇している(図表6)。マクロ経済の需給ギャップが残る中で、期待インフレ率がにわかに上昇している点には注意を要するだろう。

ところで、本稿の前半で説明してきた信用スプレッドの縮小と、期待インフレ率の上昇の2つの動きをどう両立させて説明すべきなのか。今のところ筆者には首尾一貫した説明ができる理屈を持ち合わせていない。少なくとも、「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」といった説明は、分析ツールとして限界があつて、そうした説明に基づき金利上昇のファクターを色分けすることができない。

なお、期待インフレ率の上昇と歩調を合わせるような動きは、原油価格などの商品市況にもみられている。ここ数ヶ月は全く低迷していた穀物市況・海運市況にも2005～2007年にみられたような上昇の機運がみられる。これらは、財政要因だけではなく、各国中央銀行の緩和政策が長期化しそうだという観測に基づいた投機的な動機につき動かされている部分もあるだろう。リスク許容力の高まりが、信用面での緩和に反応したレバレッジ取引に結びついているのならば、それはインフレ的行動が起こっていると言えるだろう。実は、信用面での緊張緩和と、期待イ



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。

インフレ率の高まりは、色分けできない範囲で気脈を通じている可能性はある。

債券の買い切り政策の限界

リーマンショック以来の金融不安に対処するために各国中央銀行は、債券市場に対する介入を通じて、長期金利をコントロールできないかという挑戦を行っている。米英の中央銀行が、債券買い切りをスタートするとアナウンスしたときには、明らかに長期金利を押し下げる効果があった。

しかし、たとえ金融政策が長期金利に影響を与えることはできても、それは長期金利をコントロールするといった次元からは程遠いだろう。期待インフレ率が上昇しているときに、中央銀行が市場介入しても、長期金利を自在に低下させられるとは考えにくい。原油など商品市況の上昇への反応を考えても、インフレ懸念を動機とした投機が起こっているとき、中央銀行が投機的取引を助けるような流動性拡張をすれば、かえって期待インフレ率を上昇方向に導いてしまう。

こうした点は、最近になって、量的緩和・信用緩和を推進している中央銀行には悩みの種になってきているはずだ。日銀にしても、FRB、ECBにしても、債券市場への介入をしてはいるが、それぞれの中央銀行で取り組み姿勢に温度差がある。どこまで長期金利に影響力を及ぼせるかについても、かなり見解が異なっているに違いない。

まだ先のこともかもしれないが、今後、先進各国の中央銀行が超金融緩和から出口を探っていこうとするときに、買い切りオペレーションの有効性に対する総括を行っていかざるを得ないと考えられる。