

## 長期金利上昇と金融政策の抑止力

発表日：2010年9月7日（火）

～財政論議に対する警戒感～

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

9月に入って長期金利は1%割れの水準から1.2%近くまで上昇する反発をみせている。この動きは、米国長期金利と連動性の範囲を超える上昇であり、民主党代表選における財政論議の不透明感に影響を受けたという見方もある。

過去、長期金利が1%割れした2度の局面の後には、長期金利が反発して高止まりした。そうすると、もはや金融政策による抑止効果は効きにくかった。政策運営が歳出抑制の路線を外れて、財源捻出の方法論へと傾くと、財政再建に対する取り組み姿勢が弱まる印象を与え、財政懸念に結びつきやすくなる。

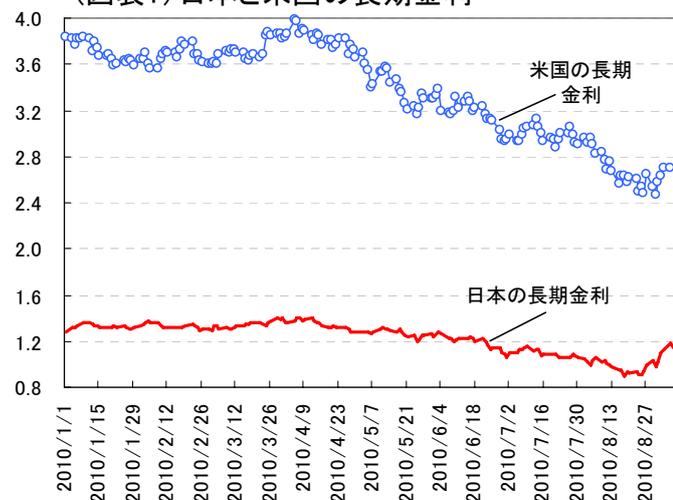
### 米金利上昇では説明できない要因

9月7日の日銀の金融政策決定会合は、ちょうどよいタイミングで開催された。ここにきて、上昇が進んできた長期金利の動きを、日銀のアナウンスメントが牽制する効果を及ぼす格好になっているからだ。前日9月6日の10年金利は1.195%まで上昇した。ここまで8月25日に0.895%まで低下したところから一転して上がってきている流れである。日銀にとっては、8月30日に臨時会合を開き、固定金利オペ30兆円の資金供給を決めたにもかかわらず、長期金利が反転していることをいぶかしく思っていたらう。

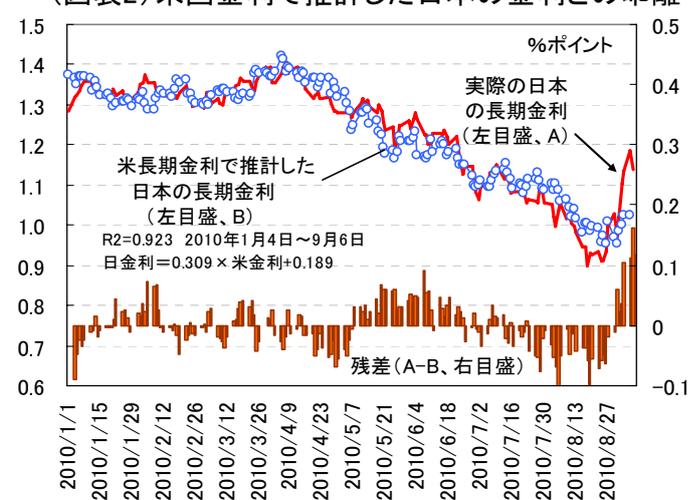
最近までの金利上昇の背景にはいくつかの要因が絡み合っているとみられる。ひとつは、米長期金利の上昇に連動した日本の長期金利の変動（図表1）。もうひとつは民主党代表選を眺めながら財政再建が遠のくリスクが、いづらか意識され始めていることがある。

筆者は、この2つの要因を峻別するために、長期金利のデータに次のような処理をした。米長期金利を説明変数にするかたちで、日本の長期金利を推計し、その推計値から実際の日本の長期金利がどのくらい乖離しているかを調べる手法である。2010年1月4日～9月6日の米長期金利データを用いて日本の長期金利を推計すると、両者の乖離幅は、年初来で最も目立った大きさになっている（図表2）。

（図表1）日本と米国の長期金利



（図表2）米国金利で推計した日本の金利との乖離

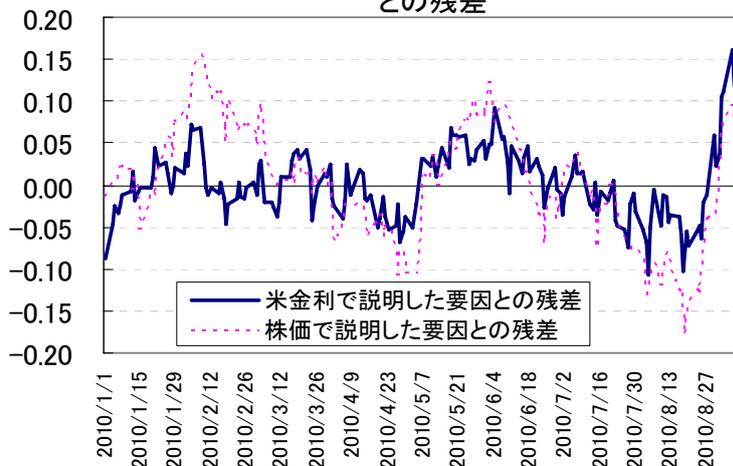


なお、同じ手法を用いて、日経平均株価を説明変数にした推計値と、実際の長期金利とを比べてその残差を計算してみた（図表3）。その結果でも、最近の長期金利上昇は、米国長期金利のトレンドでも、株価のトレンドで

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。

も説明できない別の要因が大きく作用している結果が抽出される。

%ポイント (図表3) 日経平均株価で長期金利を説明したものの残差



### 民主党代表選における財源論

国内要因のうち最も影響を及ぼしたのは、民主党代表選における候補者たちの財政運営のスタンスであろう。ちょうど、長期金利が上昇に転じたのは、民主党代表選が菅直人総理と小沢一郎前幹事長の一騎打ちになることが明らかになったのが8月26日以降である。前日25日は、0.895%とボトム水準の金利をつけている。

財政運営に関する小沢前幹事長のスタンスは、財政再建という方針を掲げることなく、歳出拡大を志向する点で菅総理とは一線を画するものだった。鳩山政権が推進して未完に終わった2009年の衆議院選挙のマニフェストを再び実現しようというのが小沢幹事長の目指すものとされている。小沢前幹事長が語ったのは、その財源確保について、①歳出の組み換えや、②政府資産の証券化、③無利子国債の発行などで対応すれば市場における新規国債発行の増発圧力を高めることなく確保できる、という説明であった。歳出の組み替えに関連して、④地方自治体に対する補助金を一括交付金化するかたちで切り替えれば、ひも付きの補助金で運営していたときの金額よりも少ない交付金の金額で運営できるというヒアリングの結果を開陳している。

これら①～④について個々に論ずることは複雑になるので本稿では割愛するが、要するに、小沢前幹事長が唱えている財源論のポイントは、あくまでマニフェスト実現のための財源確保の手法の説明の話であって、必ずしも財政収支を持続的に均衡させていくための運営方法ではないと理解できる。2011年度予算の概算要求基準で決められた1割削減の方針も見直すことが小沢前幹事長より示唆されたことも、歳出抑制の流れを変えようという姿勢に受け止められた。債券市場は、民主党代表選というイベントを期に、すでに出口が見えにくくなっている財政再建の目処がさらに先送りされるのではないかと戸惑ったのであろう。

### 民主政策のウイング

民主党代表選というイベントが、債券市場を戸惑せる理由は、菅総理の側にもある。小沢前幹事長に対する菅総理の姿勢もまた財政再建に関して前向きとは言い切れないからである。参議院選挙で敗北した菅政権は、選挙前に示した消費税率引き上げに対する意欲を大きく後退させ、代表選でも党内にその信を問うことはしていない。本来、次の民主党代表が、未来の政策構想について党全体に問いかけるのならば、改めて消費税問題を俎上にのせてもおかしくないはずだ。消費税問題への取り組みについて、菅総理にとって代表選は仕切り直すチャンスになるはずだという好意的な見方もできた。その点、代表選では消費税問題は不利になると判断して、消費税問題を遠ざけたよ

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。

うな印象である。このことは、先々の消費税問題の取り組みが消極姿勢になっていると受け取られかねない。

大胆なことを言えば、もしも今の政策論争の相手が、小沢前幹事長ではなく、自民党の谷垣禎一総裁であったならば、谷垣総裁は菅総理の消費税の取り組みを真っ先に攻撃したであろう。首相が消費税率の引き上げに本気であれば、用意周到な計画をしっかりと立てるべきだという推進論の立場から、徹底追求が行われたのではないかと想像する。菅総理のウイークポイントになりそうな論点が素通りになったことは、普通に考えると奇妙な流れに思える。

そうした視点を踏まえて考えると、民主党代表選の議論の中で、財政再建や消費税問題が脇に置かれたことは、民主党政権の立ち位置が、財政運営のハト派側（歳出拡大路線）へとシフトして、タカ派（財政再建路線）の手薄さを印象付けることになったと解釈できるのではあるまいか。

さらに付言すると、議論の中で聞こえてくる「代表選挙後には挙党体制でまとまる」という言葉も、争点とするべき財政再建問題が挙党体制の下では下火になり、歳出拡大の圧力に寄り切られるという連想を抱かせている可能性はある。

### 長期金利1%割れ後の経験

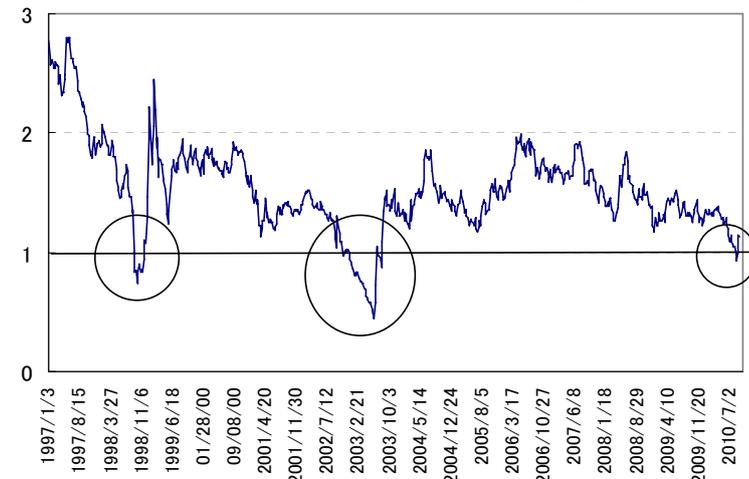
議論を長期金利に戻そう。政府は、債券市場の微妙なセンチメントの変化に、もっと注意を払うことが必要だと考えられる。言うまでもなく、わが国の政府債務は収束の目処が立たないほどに膨張している。国債・F B・借入残高は2010年6月末で900兆円を超えた。それなのに、8月には長期金利が一時1%を下回るまでに低下した。

現在のような米長期金利や株価のトレンドからの乖離は、過去10数年間の間には何度も起きているが、そうした事例と比べて今回の特徴は長期金利が1%割れにまで低下した点である。

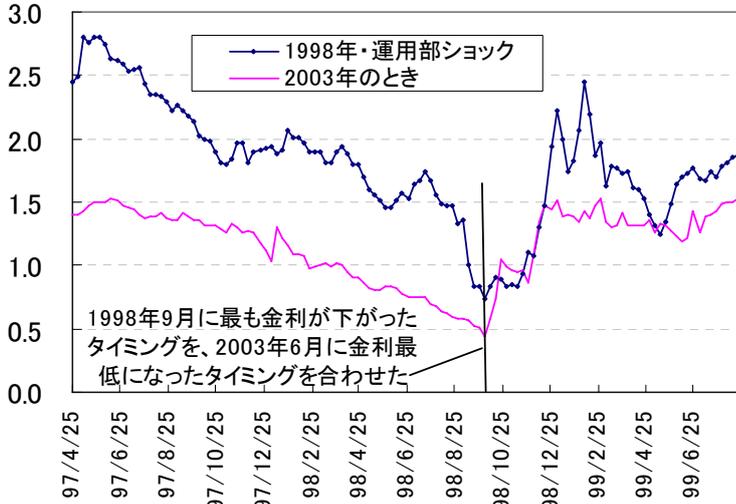
以前、長期金利1%が割れをした経験は、1998年秋（10月2日0.735%）と2002年秋～2003年夏までの2つの局面がある。そして、2010年8月が3度目になっている（図表4）。過去の長めの経験を振り返ると、長期金利が1%を割り込んだ後の局面では、金利が上昇してボラティリティが目立って大きくなっている。

1998年の金利低下の後で起こった12月の金利上昇について、運用部ショックとして記憶する人は少なくないだろう。1998年のときは、ロシア危機後にF R Bや日銀の金融緩和が続き、国内では長銀破綻という金融不安によって、市場のセンチメントがリスク回避に傾いた。それが12月に大蔵省資金運用部（当時）が国債買い切りの停止を発表し、長期金利の急上昇を招き、そのとき蔵相や日銀総裁が金利上昇を看過するような発言を

(図表4) 長期金利の長期時系列の推移



(図表5) 長期金利が1%割れした後の長期金利の推移



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。

行ったことが金利上昇を後押ししてしまった。

また、2003年8月のときは米金利上昇に連動して、日本の長期金利も急上昇となった。このときは、長期金利が前年10月の金融再生プログラム発表の後から1%割れして、その後、2003年春に金融不安がクライマックスを迎えるまで金利低下が進んだ。同時期には、海外でFRBのデフレ警戒感が意識されるようになり、米長期金利も異例の低下になった。今考えると、そうした極端な悲観論は、債券を極端に買い進ませる効果を持っていたと解釈できる。2003年7月からは、内外で過度な悲観が修正される動きになって、長期金利が上昇を続けることとなった。1998年も2003年も一旦弾みのついた長期金利は反転上昇してからしばらくは低位安定に復するのに時間がかかっている（図表5）。

### 警戒感は解けない

現在の長期金利はどんどん上昇していく状況ではないが、債券市場にことさらに大きなストレスがかかるかどうかについて注意深く構えておくことは重要であろう。

日銀の金融政策は、8月30日に追加緩和に打って出た後も、さらに将来の追加緩和の可能性を否定せずに構えている。9月7日の定例決定会合では、声明文の中に「必要と判断される場合には、適時・適切に政策対応を行っていく方針である」と記されて、日銀が積極的な緩和姿勢を崩していないことがアピールされた。日銀のアナウンスメントは、長期金利の上昇を牽制する効果を狙ったものである。

半面、財政運営に関して発信された不安材料については、将来も金融政策からの低下圧力だけで吸収できるかどうかはわからない。過去、1998年と2003年は長期金利が上昇した後から時間を置いて金融緩和の度合いを強める措置を行った。それでも一旦上昇した長期金利は、かつての低位水準までは低下していかなかった。達観してみれば、金融政策だけが頑張っても、長期金利をコントロールできない状態に向かったのである。金融政策の抑止力を過大評価すべきではない。

現状、景気悲観論への傾斜が容易に財政出動に結びつく反応が強まって、金融政策への過度の期待に傾斜しているかどうかが気になる。まだ日銀のマネタイゼーションへの依存というシナリオは浮上していないが、財源捻出のメニューが広がっていけば、議論の行方はわからなくなる。日銀のマネタイゼーションが、長期国債の直接引き受けという議論になるのか、別の形態を採るのかも、まだ遠く先の先の話である。

こうしたシナリオが怖いのは、理論的には金融政策が節度を守ればそれで済む話だとしても、生身の政策運営の中では、経済情勢に対する配慮から生じた歳出拡大圧力が自己増殖して、政府債務収束の持続性条件が失われてしまうリスクがあることである。財政規律の原則が、日銀というからめ手から崩れていくことは、長期金利の低位安定を崩すことになりかない。

---

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。