

長期金利上昇・円安は予兆なのか

発表日：2011年11月28日（月）

～ドイツ国債の札割れとは単純に重ならない～

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

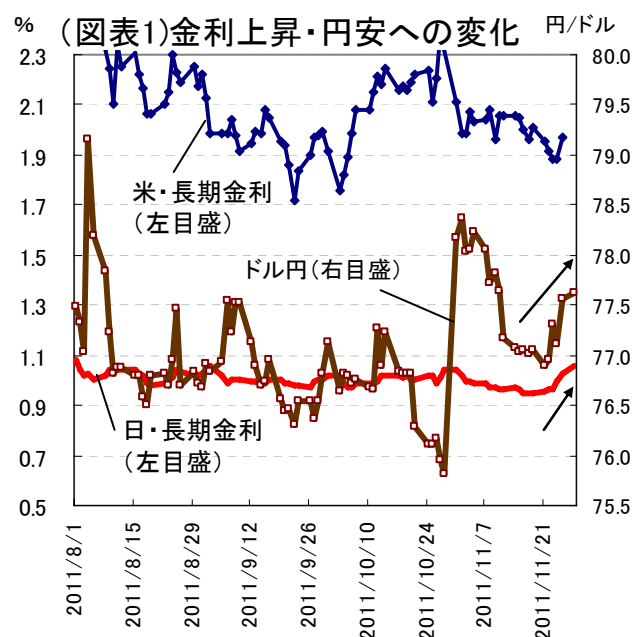
11月23日にドイツ国債が札割れになるというショックが起こった。これは単純に日本に当てはまらない。日本の長期金利の低位安定は崩れず、円安への振れも限定的であろう。万一の財政ショックを仮想すれば、その反応は長期金利上昇と円安の同時進行となるだろう。その場合、資金フローは、自己実現的に円安を加速させる作用を持ち、ひとたびそれが発生してしまうと、様相が変わることになるだろう。

悪い金利上昇？

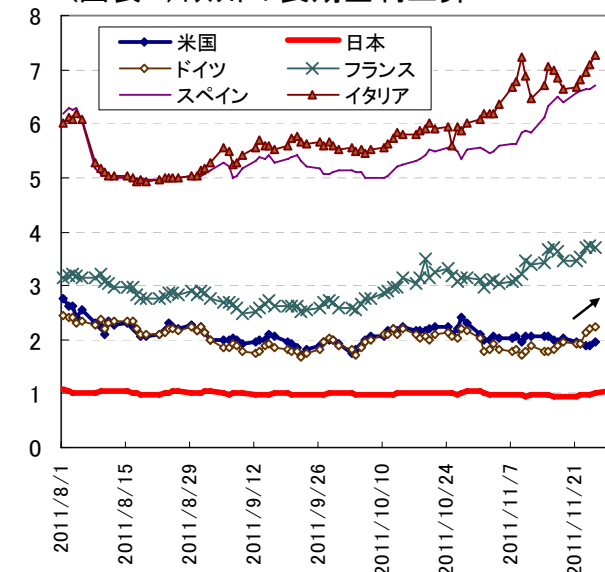
数年前に、ハインリッヒの法則という概念が、畑山洋太郎氏の「失敗学」の紹介もあって有名になった。1件の重大な事故・災害の陰には、29件の軽微な事故があり、29件の軽微な事故の背後には、事故には至らなかった300件の「ヒヤリとした、ハッとした」出来事があったという。1:29:300の関係は、大小事故の生起確率を反映していると考えられる。

11月25日のドル円レートは、前日77.11円/ドルが一時77.79円/ドルまで振れた（図表1）。この円安への変化は、ここ数か月で為替介入を除いて異例にみえる。ドイツ国債の入札で、11月23日に札割れが起こったことが、金融市場ではショックを与え、円売りの材料になったという見方ができる。これまで、イタリア・スペイン国債の売却の受け皿として信頼されてきたドイツ国債すら、取引が不安定化したことは驚きである（図表2）。ドル円についても、これまでリスク回避の円高という流れが、そのショックで巻き戻されたとも理解できる。

同時に、日本の長期金利についても、日本国債を保有する投資家のポジション調整を誘発した。日本の長期金利が前日0.995%から上昇して25日は1.030%、28日は1.055%へと振れている。ここには日本国債の格下げ観測も加わっていて、徐々に悪材料に反応した「悪い金利上昇」である。このままトレンドが、円安・長期金利上昇へ向かうという見方には一気に傾かないにしても、ヒヤリ、ハッとした出来事のひとつには数えられる。



(図表2) 欧州の長期金利上昇



ドイツ国債札割れの連想

引き金になったドイツ国債の札割れをレビューしておこう。11月23日のドイツ10年債の入札で、60億ユーロの予定に対して、応札額が39億ユーロしかなかった。いくら2%割れの超低金利で、債券投資の魅力が乏しくなったとはいえ、札割れになることはショッキングであった。この札割れの理由には、いくつかの解説がある。過去、ドイツでは、札割れは何回も起こっている。日本で2002年9月に起こった日本国債の札割れのような異例の事態ではない。ドイツは、日米のようにプライマリー・ディーラー制度が敷かれておらず、国債消化に責任を持つプレイヤーがいる訳ではない。

金利動向を鳥瞰すると、いきなり札割れになったのではなく、債券価格が歴史的な高値になった後の札割れであった。高所恐怖症からの一転した札割れは、過熱の反動とみることもできる。

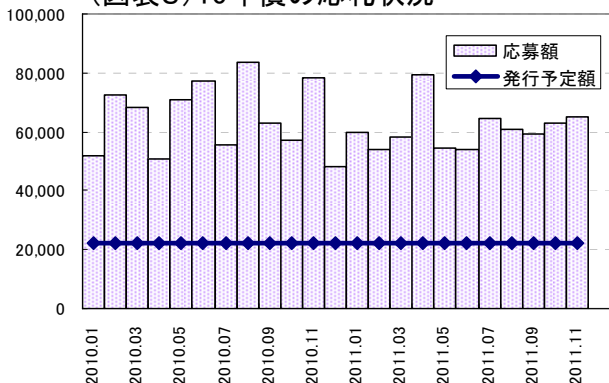
さらに、ドイツ国債の信用を脅かすようなニュースとして、バローゾEU委員長が、ユーロ共同債に積極的な発言をしていたことが挙げられる。バローゾ委員長は、ユーロ共同債発行と同時に財政統合についても言及しており、財政規律自体を曖昧にするようなことは語っていない。それでも、ドイツの信用力を使って、ユーロ共同債を発行することは、間接的にはドイツ国民の税金が財政悪化国の支援に回ることになりかねないことなので、ドイツ国債の評価が低下した。財政統合はまだ現実との距離感が遠く、いくつかの障害がある。財政悪化国の資金調達コストを軽減できるメリットばかりに注目が集まってしまうが、統合政府の徴税権の行使がどう担保され、歳出管理が徹底されるのかという規律の確保は一体どうなるのであろうか。

長期金利上昇に持続性があるか

今後、長期金利上昇・円安は継続するのだろうか。まず、ドイツ国債の札割れは日本国債と単純に重ならない。日本国債の投資家は、主に国内金融機関によって構成されていて、ドイツ国債の投資家とは異なる。日本国債の最近の入札状況を確認しておくと、2.0兆円の入札予定額に対して6兆円前後の応札がある（図表3）。応札倍率が3倍もあるから、長期金利が上昇しないという解釈は正しくないが、長期的な傾向として、応札倍率が高いときには長期金利は低くなる傾向がある（図表4）。

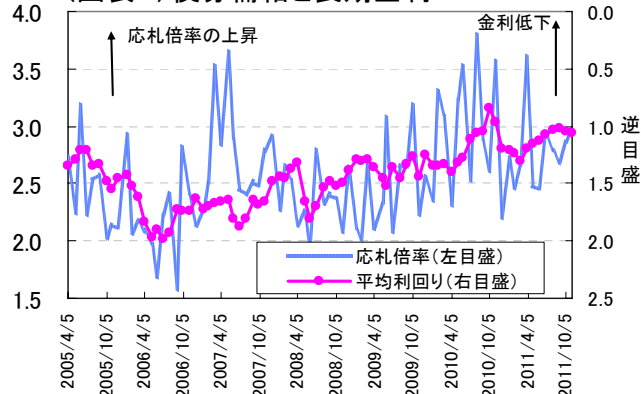
ドイツの場合は、財政が比較的健全なのに、ユーロ共同債のような話題が出たために、金融市場は機敏に反応して需給バランスが崩れてしまった。イタリアやスペイン国債からドイツ国債が安全地帯だと思ってシフトした資金は、予想を裏切られるかたちになった。ドイツ国債の歴史的な高値が続いていても、将来も信用が安泰という訳ではなく、疑心暗鬼によって一瞬にして様変わりしてしまったということだろう。日本の場合に敢えて重ねるとすれば、いかに債券需給の超過幅が厚くとも、予想外の大きなショックが加わると、超低位の長期金利も一変する可能性は否定できない。需給面だけのトラックレコードに拠って長期金利が動くのではなく、ニュースの大きさによって変動し得るという教訓である。

億円 (図表3) 10年債の応札状況



出所:財務省

倍率 (図表4) 債券需給と長期金利



出所:財務省

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。

今回は、長期金利上昇と併せてドル円レートが円安に振れたことが特徴である。為替が円安へと動く変化は持続的であろうか。為替を巡る環境は、ユーロとドルについて考えるとわかりやすい。ユーロは、欧州ソブリンリスクがくすぶり、ユーロ安の流れが本格的に反転するとは考えにくい。南欧諸国の救済スキームは、依然として有効に機能するのかどうか不透明感が残る。民間金融機関の自己資本比率を引き上げさせようと急かせるほどに、リスクアセットを圧縮し、信用収縮へ向かってしまう。独仏から中東欧に向かっている資金が細っていくと、今度は新興国経済の通貨危機へと発展するリスクが高まる。ハンガリーはIMFとEUに金融支援を打診した。欧州の不安は、ユーロ安ドル高の要因であり、円高にもつながる。ユーロに対するリスク回避の反応が起こると、ドルが買われるのにつれて円も買われる。

一方、円売り・ドル買いへと為替レートが向かうためには、米個人消費がクリスマス商戦で予想以上に好調が続き、米経済が着実に拡大するというファンダメンタルズの好転が必要になる。感謝祭から始まったクリスマス商戦の出足は今のところ好調だと伝えられる。この動きが継続的に続けばよいのだが、それは不透明である。

結局、為替の動向には、ユーロ圏の不安定さが強く働き、それが円高要因となるシナリオがまだ当分は続きそうだ。米ファンダメンタルズの好転による円安圧力の方は、まだそれほど信憑性を持たない点でも、円高シナリオの方が蓋然性は高い。

もしもの時の資金フロー

財政問題に端を発する悪い金利上昇は、その可能性が高いか低いか、有か無か、ということよりも、万一それが起こったときにどうなるかをイメージすることが重要である。万一のリスクに対して、きちんとリスクシナリオを描いて備えを怠らないことの重要性は、災害対策の例を引き合いに出すまでもない。

ポイントは、万一財政ショックによって引き起こされた債券売りが、円安と同時進行する可能性が高いことである。債券売り・円売り・株式売却のトリプル安になるのかは不明^{*}であるが、円安と長期債の売却はセットになる蓋然性は小さくない。その理由は、日本の長期金利上昇は財政に関する相当にネガティブなショックが起こったとき、同時に円資産に対する信認が脅かされるという関係になるからだ。

^{*}円安に振れる相場変動は、輸出企業の収益にとってはプラスである。海外資産を保有する日本企業は、海外資産を売却して、国内の産業再編を進める可能性もある。海外投資家も、世界の金融市場の混乱度合いにもよるが、日本の株式投資を増やす可能性がある。

ショックへの対応を考えると、債券投資よりも外貨投資へとポートフォリオの配分を替えることがリスク耐性を増すことにつながる。ショックに反応して起こる円安は、その時点ではしばらくは継続しそうだという観測が強まるだろう。そうした円安観測が起こると、日本から海外へ外貨投資をしている投資家に有利に働くと同時に、円資金で借入れをしている海外投資家にも有利になる。また、日銀は、日本国内で財政ショックに見舞われたときには、超低金利の時間軸をより長くすると予想される。投資家にとっては、短期資金を格安で長い期間調達できるという安心感が高まる。世界の金融市場の混乱度合いにもよるが、円資金で海外投資家が資金調達をして他の通貨で資産運用をするキャリートレードが促進されて、円安へ振れる勢いが加速感を持つことになるだろう。

問題は、日本国内の投資家が財政ショックを回避するために、国内資産を海外に逃避させる資本移動を引き起こすかどうかである。仮に、そうした過去に例がないマネーフローの異変が起こったならば、国内貯蓄で政府が国債消化をするという図式が崩れてしまう。そのとき、日銀が国債消化を助けるという腹案も現実味を帯びるだろうが、それは長期金利上昇を抑え切れず、さらに円安トレンドを加速させるという循環を起

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。

こす。日本がそうした悪循環に陥ることになったときには、欧州で言われているような金融取引税も現実には議論されることになろう。

一方、円安が進むときに、外貨の為替変動はどうなるのであろうか。当面の間、ユーロ圏はファンダメンタルズの回復が見込みにくい。ドルは、リスク回避のための逃避通貨になる可能性はあるが、米金融市場も日本の財政問題の悪影響を受ける可能性が否定できない。

具体的に考えると、日本に財政ショックが起こるまでは、それに備えた資金移動が起こるということは容易には進みにくい。国内投資家からみれば、円高リスクが高まっているときに、外貨投資を行うことになるので、万一の財政リスクに備えることは不利になる。だからこそ、財政ショックが起こった後では、それまで慎重姿勢を持っていた個人投資家などは、投資行動をがらりと変えてしまう可能性が高いとも言える。

日本政府が経済政策として選択すべきは、事後の世界に変わってしまう前に、財政ショックが起きないような先見的な備えをすることである。近視眼的な利害に囚われることなく、財政再建を構想しなくてはならない。