

## 長期金利上昇を見極めようとする日銀

発表日：2013年5月22日（水）

～5月22日の決定会合で木内委員が反対票～

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

決定会合後の黒田総裁の記者会見では、長期金利上昇に対する見方について集中的に質問が行われた。黒田総裁は短期的に金利上昇に目くじらを立てるようなことはしないという構えなのだろう。確かに現在の金利上昇は、米金利上昇に引きずられている面が強く、これを完全に封じることができない。今後、継続的な金利上昇になるかどうかについて、今しばらくは米経済の動向などを見極めると考えられる。

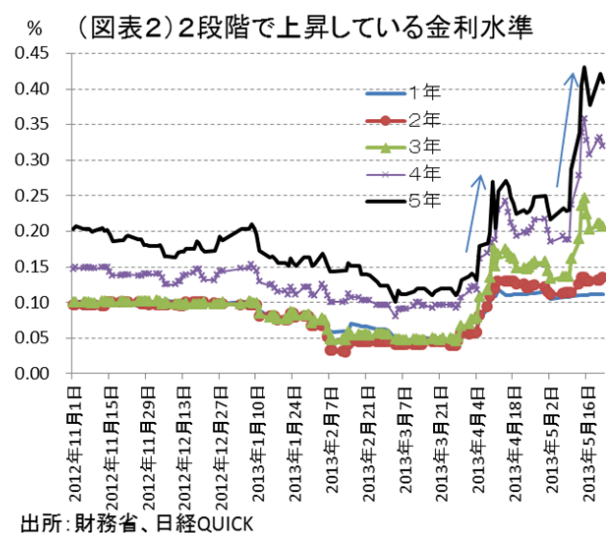
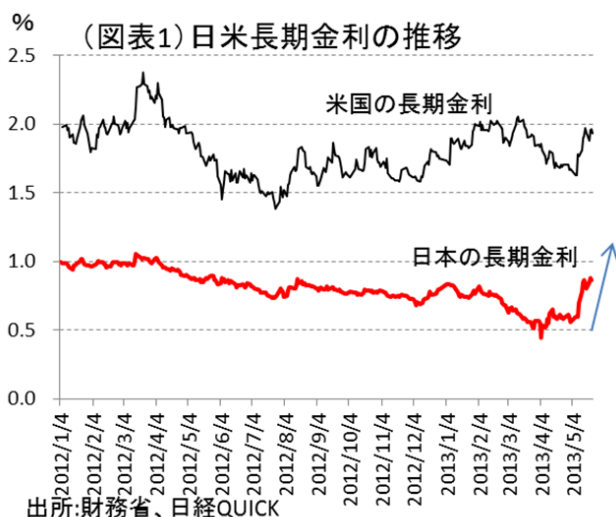
### 通説、出口論を議論するのはまだ早い

5月21・22日に開催された金融政策決定会合は、現状維持で終わった。衆目の関心事は、金融政策の枠組みよりも、日銀が最近の金利上昇に対してどんな反応を示すかという点にあった。

黒田総裁の記者会見では、長期金利への質問が集中している。基本的に黒田総裁は、「量的・質的金融緩和の強力な金利低下圧力の下で、長期金利が跳ね上がるとことは想定していない」と強気である。「物価上昇・景気期待によって長期金利上昇が起こることはある」としつつも、現時点では「（長期金利は）落ち着きどころを探っている面はまだあるかもしれない」と語っている。「政策効果の浸透を促すため、弾力的なオペ運営を行っていく」方針ではあるが、ボラティリティの沈静化のために長めのオペを使っていくことに関しては、「今からそういうものをするとかやらないとか言うのは弾力的ということと反する」と語っている。今の金利上昇に目くじらを立てて牽制していくような対応は採らないという構えなのだろうか。

### 米金利上昇の影響

最近の金利動向を窺うと、日本の長期金利上昇は、大枠としては米金利上昇につられたものだと考えられる（図表1）。仔細な変化まで含めてみると、ここ数か月の金利上昇は、2段階の変化が起こっている（図表2）。まず、4月4日の金融緩和の後で、期待先行で買われすぎた債券が予期せぬ利益確定売りが起って上昇し、さらに価格変動に伴うリスク量の変化によって、投資家がかつてほどは積極的に買えなく状況になった。日銀の積極的な介入姿勢によって、流動性リスクを逆に高めてしまった弊害とも言える。その動きは、4月4日から5月9日まで続いた。

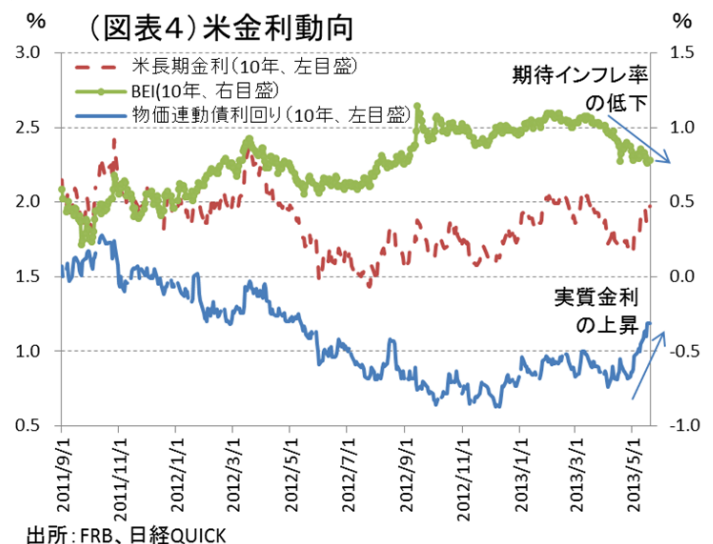
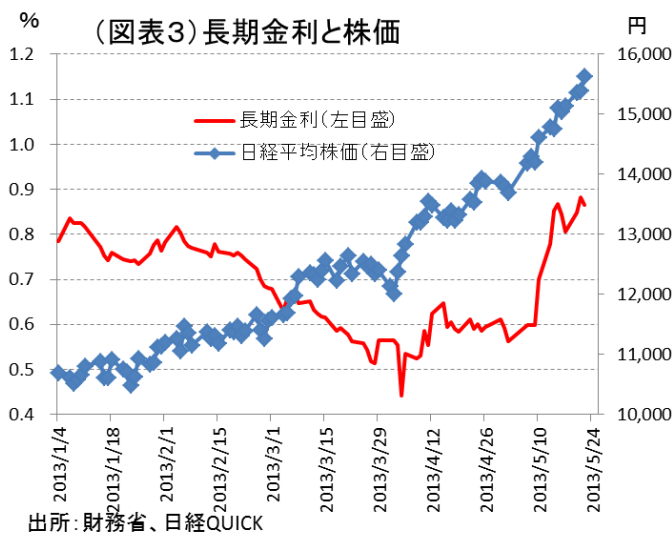


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しかし、5月10日から現在に至るまでの金利上昇は、その背景がやや違っている。むしろ、米国金利の上昇と、国内株価上昇につれた株高・債券安の流れに変わったとみられる（図表3）。この点は、金利・株価が国内要因だけでは決定される訳ではなく、海外の相場動向にひきずられている影響と言える。

米国金利の動向に関して言えば、3月1日からの強制歳出削減が始まり、一時的に景気拡大にブレーキを踏む影響が表れて、3月半ばから金利低下を促す流れができた。ところが、5月初の雇用統計が意外に堅調になり、マインド統計なども改善がみられ始めた。この変化は、米経済が改善してくるに足っては、タイミングは予想外に早かったように思われる。米長期金利と物価連動債利回りの差分であるBEIの推移をみると、ここにきて米金融政策の緩和スタンスが縮小することを予想するように、BEIが低下傾向にある（図表4）。これは、物価連動債利回りのマイナス幅がここにきて従来よりも縮小してきていることによる。つまり、実質金利が上昇方向に変化してきているということなのだろう。米経済にとっては見方が強くなる方向感である。

こうした海外のファンダメンタルズの変化を反映して米金利が上昇しているのならば、日本の金利にも実体面での影響が及ぶことになろう。日本の長期金利の上昇も単純に、米金利上昇につきずられた要因だけではなく、米経済の前向きな影響を織り込んでいるという解釈も成り立つ。



### 木内委員の反対票の解釈

これまでの黒田総裁の説明では、4月4日に決定した金融緩和効果は、①長期金利の低下、②ポートフォリオ・リバランス効果、③実体経済への好影響、という三段階での展開を期待していた。今般、その第一段階が想定外の金利上昇になったことは、黒田総裁にとっては、想定したシナリオとはやや異なる動きだったに違いない。さらに言えば、多少、長期金利が上昇したとしても、その変化に対して長期国債買い入れを通じて債券需給を逼迫させる影響力が、金利上昇圧力がある程度封じ込める効果を持っているはずだと思っていたことだろう。リフレ政策が、期待形成の役割を重視している割に、そのコントローラビリティを見誤ったことは、先行きのリスク管理に関しても、もっと用意周到に考えるべきだという教訓になる。

このことと微妙に絡んでくるのは、木内英登委員の反対票だ。5月21・22日の決定会合における予想外の出来事は、木内委員が「2%の『物価安定の目標』の実現は中長期的に目指すとしたうえで、『量的・質的金融緩和』を2年程度の集中対応措置と位置づける」との議案を提出したことである。こうした見直し案は、前々回の4月4日の票決で一度提案していたものである。その次の4月26日は、全体の提案に賛成票を投じていて、それから今回は反対票を入れたということになる。筆者の推測では、一度取り下げた反対案をもう一度提案するのだから、余程考え

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。

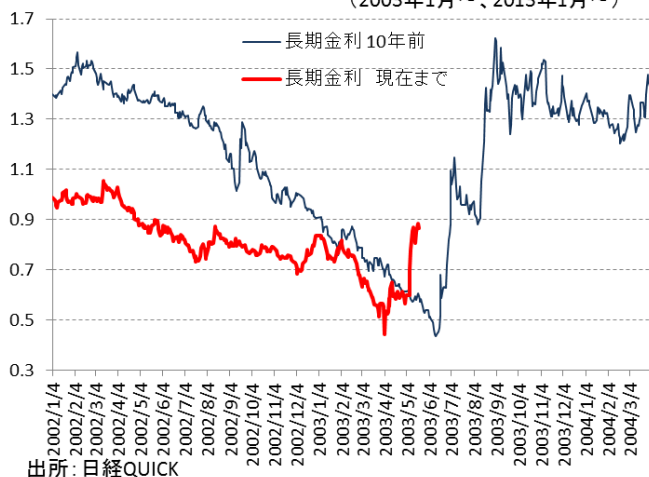
抜いての決意だと考えられる。木内委員は、当面、この意見を取り下げないだろう。木内委員の理解を窺うと、4月26日以降の金融市場の動きをみて、期待形成に過度に働きかけるよりは、フェアに金融緩和の姿勢を説明した方が長期的にはプラスが大きいと考えたのではあるまいか。もしも、目下の長期金利上昇に対して、あまり人為的に上昇圧力を押し止めるようなことをすれば、かえって先行きの金利のボラティリティを大きくする可能性がある。人為的な金利抑制をやると、実体経済の改善に合わせた金利上昇を大きくして、実体経済にも反動の悪影響を与えかねない。最近の長期金利上昇をみて、木内委員は期待を人為的に操作するスタンスには懐疑心を抱き、もっと正直に金融緩和の内容を説明した方が思惑を呼びにくいと考えたのだろう。木内委員は、そうした考え方に基づいて、今回は「2年程度の集中対応措置」というアナウンスメントを加えるべきだとしたのではあるまいか。

### 金利上昇局面かどうかの判断は今しばらく様子を見る

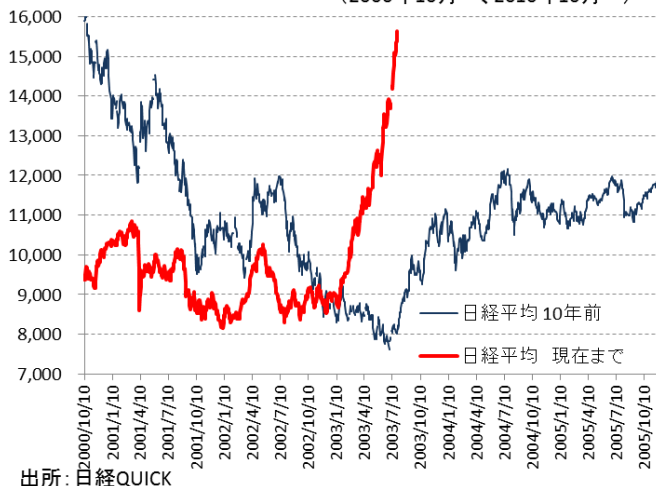
今後の日銀は、しばらくは実体経済の変化を窺いながら、金利上昇の継続性を見極めようとすると考えられる。特に、米長期金利の行動に影響を与えるFRBの金融緩和の姿勢について、6月のFOMCを睨んで、彼らがどのように動くかに注目していることだろう。

過去、日本の長期金利が大きく動いた事例として、2003年の経験がある(図表5)。このときは、金利が急上昇した時点ではそれなりにショックがあったが、しばらく時間が経過すると、金融危機が一服して実体経済も拡大へと転じていく転換期だったという理解が広がった。そのときは、株価上昇もほぼ同時に起こって、株高、金利上昇の展開になっている(図表6)。今回も、現時点での相場変動がどのくらいの幅で動くのか、そして実体経済の変化が追いついてくるのかは、目先の動きだけではよくわからない。黒田総裁はそうした過去の経験も踏まえながら、足元の金利上昇には一喜一憂することなく、現状認識を少し時間をかけて堅めようとするだろう。

％ (図表5) 長期金利の推移 10年前比較  
(2003年1月～、2013年1月～)



円 (図表6) 日経平均株価の推移 10年前比較  
(2000年10月～、2010年10月～)



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。