

長期金利を巡る変動について

～日米欧における行き過ぎた長期金利低下～

発表日：2015年2月4日（水）

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

日本の長期金利が跳ね上がった。極端に金利が低下したことの反動リスクも徐々に意識されるようになってきている。長期金利が異例の状態まで下がっているのは、ドイツも米国でも共通して起こっていることである。これは需給面で、高まる安全資産のニーズに対して、受け皿になる安全性の高い国債が品薄になるという事情を反映している。ただし、長期金利があまりに低くなり過ぎることには弊害もあり、潜在的风险にも留意する必要がある。

入札不調の前に、マイナス金利が解消

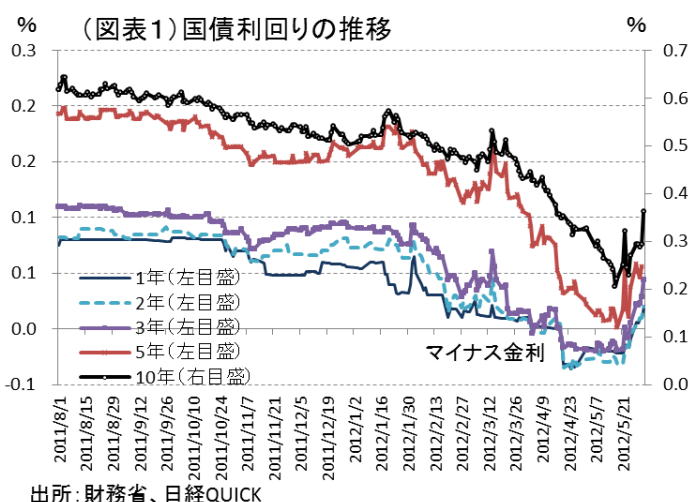
日本の長期金利は、2月3日に10年債入札が不調になったことで、突然の金利上昇となった（図表1）。2月3日の長期金利は0.365%まで上昇した。そこでの遠因には、微妙に日銀の追加緩和観測が変化してきたという要因もあろう。原油下落によって消費者物価が、2015年4月に前年比マイナスに陥ったとしても、日銀が追加緩和に動かないのではないかと観測である。長期金利は、追加緩和の観測により一旦は低下に働いたが、観測が後退したことで、逆に振れて金利上昇に作用した。

そのほか、仔細にみても、2014年12月から2015年1月末にかけて1～4年ゾーンの国債利回りがマイナスになっていたのが、ここにきて解消されている動きもある。10年債の入札不調は、そうした各種の変化に同調するかたちで起こっている。

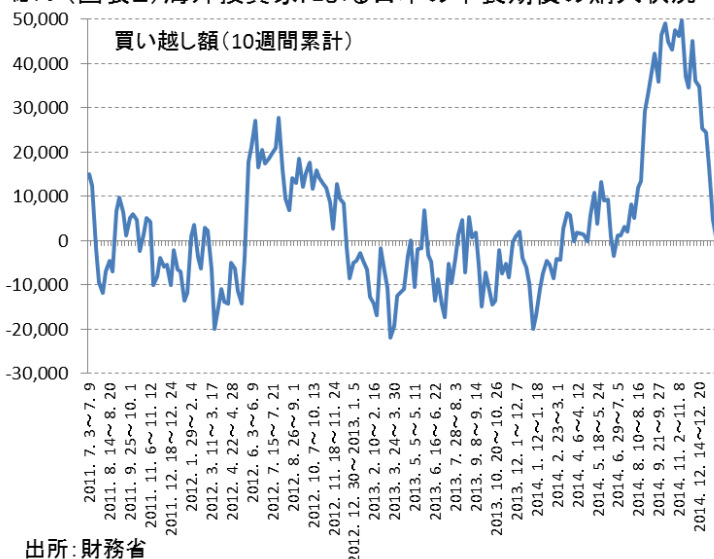
達観してみると、長期金利の上昇は、極端に下がった利回りが、ちょっとしたきっかけで上がったという面が強いのではないかと。あまりに低位に下がった長期金利には、不安定さを内在していることが明らかになった格好だ。債券市場には、日銀の巨大な国債購入の圧力があるので、長期金利が低位に据え置かれる構図には変わりがないとしても、長期金利が一定の範囲で振れることは起こり得る。

世界的に進んできた長期金利の低下現象

これまでの日本の長期金利には、欧州の金利低下の影響を受けた側面がある。海外投資家の中長期債の買い越し額は、2014年後半にかけて急拡大している（図表2）。これは、日銀の追加緩和に反応し



億円（図表2）海外投資家による日本の中長期債の購入状況



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。

た部分も大きいですが、同じ時期にドイツなど欧州金利が低下したことに連動して、対日債券投資が増えたこともある。日銀要因と海外要因の両方が金利を押し下げている。

海外金利について少し経緯を述べると、欧州の金利低下は、ECB によって 2014 年にかけて大きく進んだ。ECB は 2014 年 6 月に政策金利をマイナス金利にし、2015 年 1 月に量的緩和に踏み切った。そのため、欧州の国債利回りは、短い期間でマイナス金利が発生し、特にドイツでは 2 月初は、期間の長いところまで（1～6 年ゾーンまで）がマイナス金利になっている。そして、10 年金利に関しては、とうとう日本とドイツの間で金利水準の逆転が起こっている（図表 3）。

2015 年 1 月に決定された ECB の量的緩和は、ドイツの金利低下に寄与する仕組みである。各国国債の購入割合は、ECB の出資比率に応じて決められるため、必然的にドイツ国債の買入金額が大きくなる。また、ドイツは 2015 年に財政黒字に転じることも、需給面でドイツの長期金利を押し下げる。

そもそもマイナス金利とは、倒錯した世界である。国債で運用する側が損失を被るのに投資することは直感的にわかり

にくい。マイナス金利になった国債を購入した投資家は、国債を満期まで保有すれば、償還時に損失が保有者に生じてしまうことになる。一方、途中で誰かに売却したときには、価格変動リスクはあるが、必ずしも損失が生じることはない。だから、中央銀行がマイナス金利と量的緩和を同時に行っているときには、金融機関は一旦保有したマイナス金利の国債を途中で、各国中央銀行に売り付ければ、損失を中央銀行に押し付けることができる。

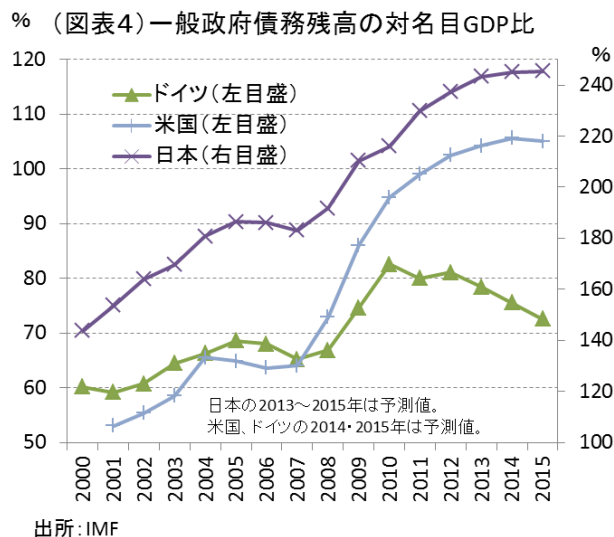
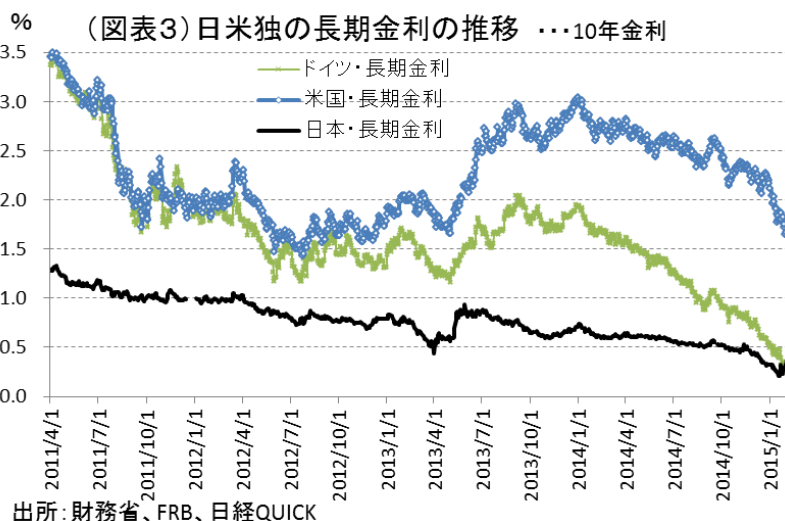
この点は、日本においても同じで、金融機関がマイナス金利の国債を日銀に売れば、損失確定は日銀にしわ寄せされる。国債を発行する政府が得をして、中央銀行が損失を被るような状態は、通貨の信用度を落として為替を減価させるという禁じ手に近い政策にみえる。

そこまでして国債利回りを引き下げる目的は何なのか。目的は、金融政策の限界的な効果を探るということなのだろうか。ECB もまた量的緩和に関する市場観測が強まりすぎて、背中を押された可能性はある。日銀の金融政策を見慣れたせいで、不思議に思わない人も多いだろうが、よく考えるとわかりにくい。実際のところ、ECB の対応には、真意が測り難い部分が残っている。

利上げが予想されるのに低下する米長期金利

もうひとつ重要なのは、米国の長期金利低下の動向である。米長期金利は、FRB が 2015 年 6 月を目処に利上げを準備しているとみられるのに、金利低下に向っているという「謎」がある。かつて、グリーンズパン議長が 2004 年に長期金利の低下をみて語った「謎」と同じような話である。

この背後にあると考えられるのは、世界的な安全資産シフトが起こっていて、日米欧の国債が買われるという需給変化であろう。

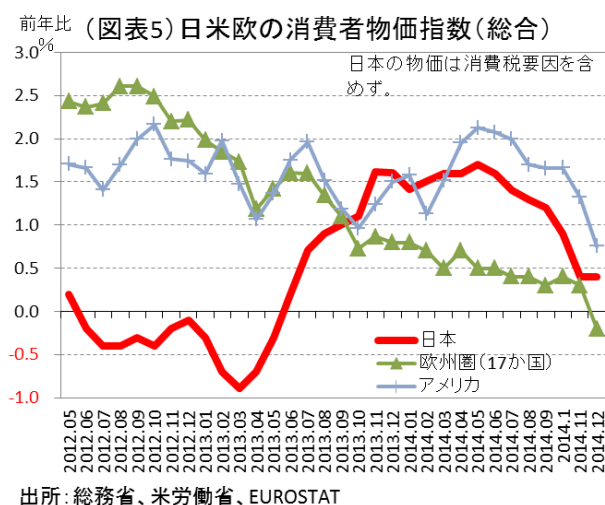


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

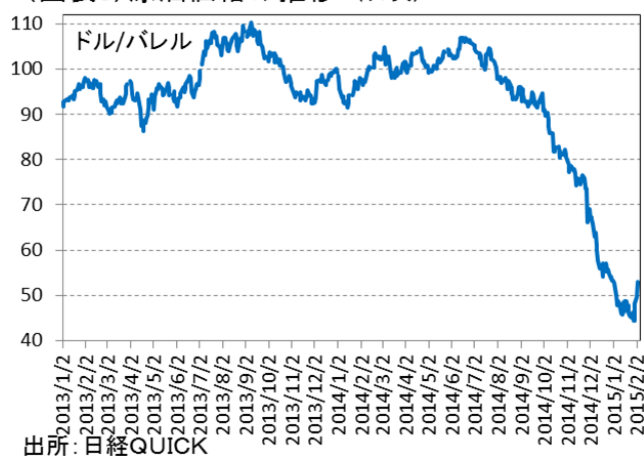
需給面について述べると、米国もドイツと同様に財政再建が進んでいるので、政府債務の対名目 GDP 比が低下している（図表 4）。つまり、金融の世界では、安全資産のニーズが高まっている一方で、その受け皿となっている国債が品薄になるという異例の状態が起こっている。だから、各国の長期金利が下がるのだろう。

ただし、今後、FRB が利上げを始めた後で、政策金利が 2～3%まで引き上げられるという見通しが定着してくれば、米長期金利は現状のような異例の低水準ではいられなくなる。ここは要注意である。

例えば、現在の日米欧の消費者物価は原油要因によって、いずれの地域でも消費者物価の伸び率が鈍化している（図表 5）。しかし、限界的な変化に注目すると、ニューヨーク原油先物市場では、WTI の市況が 1 月末 1 バレル 44 ドルから底入れし、2 月初は 50 ドル台を回復している（図表 6）。足元の動きだけで、本格的な原油価格の上昇を展望することはできないが、変化しやすい原油価格の前提が変わってしまうと、金融緩和の予想もそれに応じて変化することは認識しておかねばなるまい。



(図表6) 原油価格の推移 (日次)



潜在的リスクを考える

最後に、趨勢的に長期金利が極端に低位にあることの弊害を述べておこう。ひとつは、金融機関の極端な運用難である。これは、日本の金融機関が苦しんでいる状態に、欧米の金融機関・投資家が近づいていくということだろう。債券運用でインカムゲインが得られないことは、金融システムのリスクテイク能力を低下させる。株価や為替の価格変動リスクから、自己資本がダメージを受けにくくするバッファー（緩衝帯）を失わせる結果をもたらす。

もうひとつの懸念材料は、日本の長期金利が、将来の欧米の金利正常化の影響を受けそうだということである。今までは、日本では、日銀が長期金利を完全にコントロールしているので、金利の跳ね上がりは起こりそうにないという見方が当然視されていた。しかし、日本の長期金利は、欧米の長期金利とも連動する側面がある。ECB や FRB の金融政策の見直しが、欧米の長期金利を反転上昇させたとき、過度に低下した部分が剥落するかたちになって、日本の長期金利にも予期せぬ「小爆発」をもたらす可能性は否定できない。相場変動リスクには、市場参加者が安心し切ったときに、ついつい相場が反対に振れるリスクを忘れてしまうことも含まれている。