

複雑化する日本の金利を取り巻く環境

経済調査部 嵐峰 義清

金利低下を促す日銀新体制

2013年度の日本の市場金利を取り巻く環境は、非常に複雑なものになると考えられる。市場金利を左右する要因は多岐にわたるが、基本的には金融政策の動きと、景気（あるいは景気から生じる期待インフレ）の動向が考慮すべき変動要因であろう。これらのうち、当面最も注目され、市場金利にも大きなインパクトをもたらすのが、日銀の新体制下における金融政策だ。安倍政権が進めるデフレ脱却のためのリフレ政策の下で、日銀は「できるだけ早くデフレから脱却する」ために、これまでにない積極的な緩和政策が期待されている。

特に市場が期待している新たな緩和措置が、日銀が資金供給の手段として行っている国債の買取対象の拡大だ。これは、満期までの残存年限がより長期のものを日銀が買取対象に加えることで、長期金利には更に低下圧力が働く。さらに、日銀が新たに政策目標として導入した「2%のインフレ目標」により、かなりの長期間政策金利が据え置かれる見込みとなったことも、金利の押し下げ要因となる。これに加えて、日銀が当座預金超過準備に設定している0.1%の“付利”の撤廃、引き下げも決定されれば、中期ゾーンの国債利回りの一段の低下が見込まれる。

景気は金利押し上げに

一方、景気の動きは金利の押し上げに働きそうだ。生産活動の動きなどを勘案すれば、日本経済は循環的な回復局面に転じたと判断される。今後は、補正予算の執行に加え、円安による輸出押し上げ効果、海外経済の持ち直しなどが相俟って、景気は加速感を強めていくだろう。

当社では、13年度の日本の実質GDP成長率

は前年度比+2.5%と、1%に満たないとされる潜在成長率を大幅に上回ると予想している。潜在成長率を上回る景気拡大局面では、金利には相応の上昇圧力がかかる。これはデフレ下の日本でも同様で、過去においても景気拡大局面での10年債利回りは1%台半ばが平均的な水準だ。

もう一つ気になるのは需給の激変

短期的には、ファンダメンタルズで説明される変動要因よりも、金融政策（及び金融政策予想）から受ける力の方が、金利形成には強い影響を及ぼす。したがって、今後景気が力強さを増していっても、日銀による強力な緩和政策がその上昇圧力を押さえ込む公算が大きい。

しかし、海外経済の回復がより強まってきた場合、債券需給が不安定になり、予想外の金利急騰に見舞われるリスクがある。特に、米国経済が消費主導の本格回復軌道を取り戻せば、同国で行われているQE3の打ち止め期待が高まり、世界的にも金利には上昇圧力がかかろう。この場合、米住宅バブル崩壊以降日本の国債市場に逃避していた海外マネーが、日本の低金利や円安による外貨建てベースでの債券価格の下落を嫌って、流出する圧力も高まると考えられる。

似たような状況から金利が急騰したのが2003年だ。当時は債券価格の急変動によって日本の銀行も国債売却を余儀なくされたことが重なり、長期金利は4ヶ月間で1%以上も上昇した。今後、金利上昇を押さえ込む金融政策の力と、景気拡大による金利押し上げ圧力とのバランスが崩れると、債券市場に急激な変化が起こるリスクには要注意だ。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）