

1. 金利の変動要因

(1) 金利のいろいろ

私たちは何気なく「金利」という言葉を日常的に使っていますが、広辞苑によると「金利」とは「資金を一定期間貸したことに對して支払われる報酬。利子。また、利子額の元金に対する割合」と定義されています。世の中には、資金を運用したい主体（貯蓄超過セクター）と調達したい主体（投資超過セクター）がいますが、市場メカニズムが働いていれば、全体の（あくまでフローではなく、ストックとしての）資金需給が一致するように金利水準で調整されることとなります。

また、一口に金利といっても、世の中にはいろいろな金利があります。その主な違いとしては、貸した期間（元金返済までの期間）はどのくらいの長さか、資金を貸し付けた相手は誰か、によって大きく区別することができるでしょう。

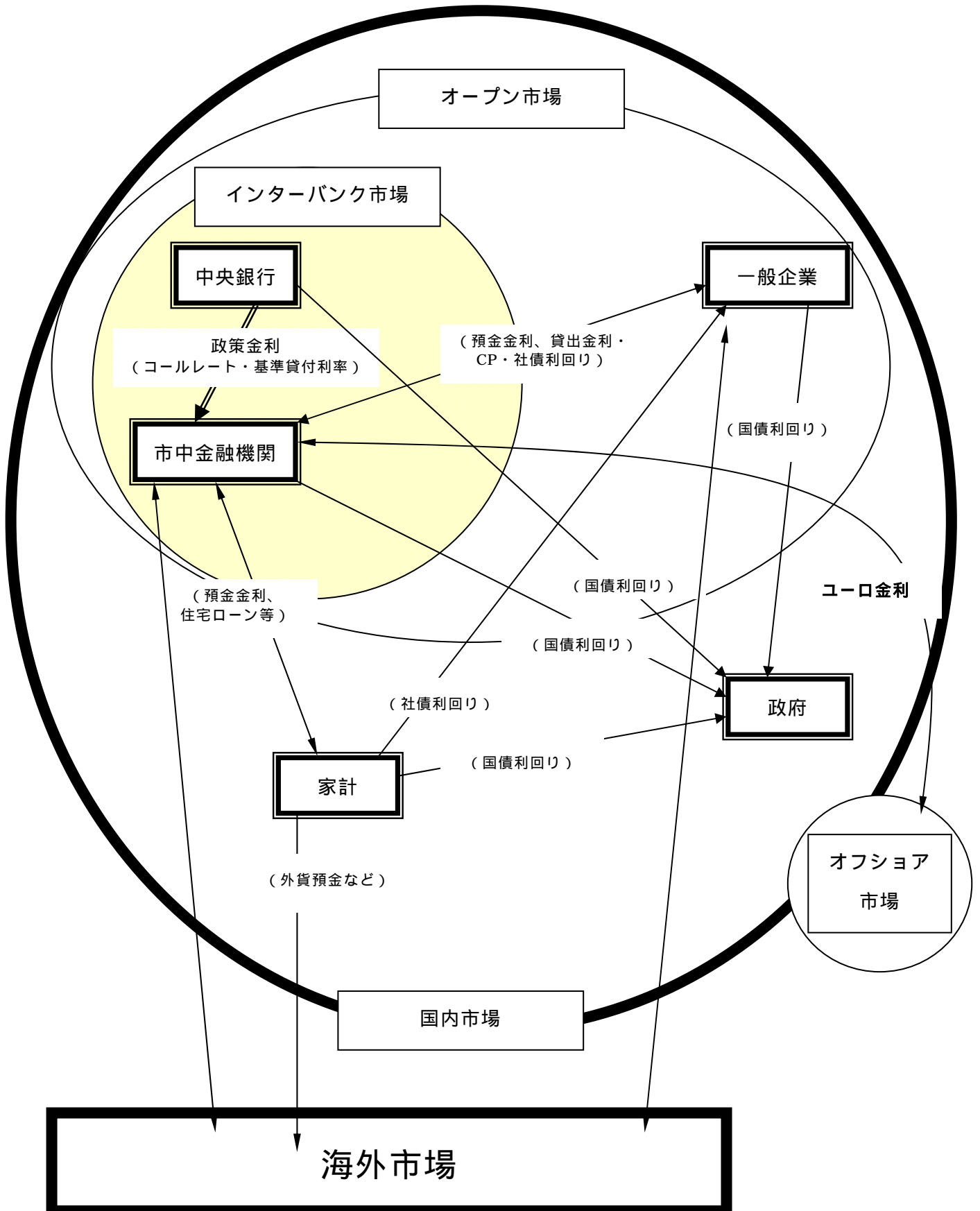
まず、期間としては、一般的に1年未満を「短期金利」、1年超を「長期金利」と呼んでいます。また、長期金利の中でも、0～2年もの金利を「短期ゾーン」、2～5年もの金利を「中期ゾーン」、5～10年もの金利を「長期ゾーン」、10年超の金利を「超長期ゾーン」と呼ぶこともあります。

また、短期金利にも、インターバンク市場を例にとると、当日から翌日にかけてのオーバーナイト（O/N）取引や翌日スタートのオーバーナイトものであるトムネ（T/N）取引から、ターム物と呼ばれる、数日後、1週間後、・・・、1ヵ月後、・・・、12ヵ月後に返済されるもの等があって、大抵のケースでは期間が長くなるほど金利水準は高くなる傾向があります（この状態を順イールドと呼びます）。ただし、インフレ抑制のために中央銀行が金利を引き上げた際、その効果が十分発揮されると期待され、かつ近い将来に再び金利が引き下げられることが予想される場合には、期間が長いものの方が金利水準が低くなるケースもあります（この状態を逆イールドと呼びます）。

次に、相手としては、国、地方公共団体、事業法人、金融機関、個人などのほか、外国政府、国際機関などが考えられます。一般的には、徴税権を担保に資金を借り入れる国（外国政府や国際機関も同様）が最も信用度が高い（つまり、元利金の返済能力が高い）と考えられており、一国内では金利水準が最も低くなるとされています。これをベンチマークとして、借り手の信用リスクを勘案してその分の金利の上乗せを行っていくため、信用リスクが高まるほど金利水準は上昇します。なお、発行体の信用度が低くても、信用度の高いところが元利払いを保証する場合には、金利は低くなります。

また、以上の2点以外にも、例えば、担保の有無や劣後順位、流動性（発行量・市場の厚み）の違い等、によっても金利水準は異なると考えられます。

主な経済主体間の金融取引



(資料) 農林中金総合研究所作成

(2) 金利の波及経路

次に、金利ショックの波及経路を考えてみましょう。詳しくは4章で述べますが、短期金利の決定には日本銀行（以下、日銀）の意図が強く反映されます。その中でも日銀が政策手段として操作する「政策金利」である無担保コールレート翌日物は最も重要でベースとなる金利です。コール市場は、準備預金制度の下で、各金融機関に割り当てられた所要準備預金を積み立てるために必要な資金を銀行間で融通し合う市場であり、日銀はコール市場に対して資金を供給したり吸収したり（実際には、FB・TBや手形の売買を通じて）と、介入することでコールレートを誘導しています。つまり、「翌日物金利
ターム物金利 1年債利回り 2年債利回り・・・」と、より長めの金利へと波及していくと考えられます。

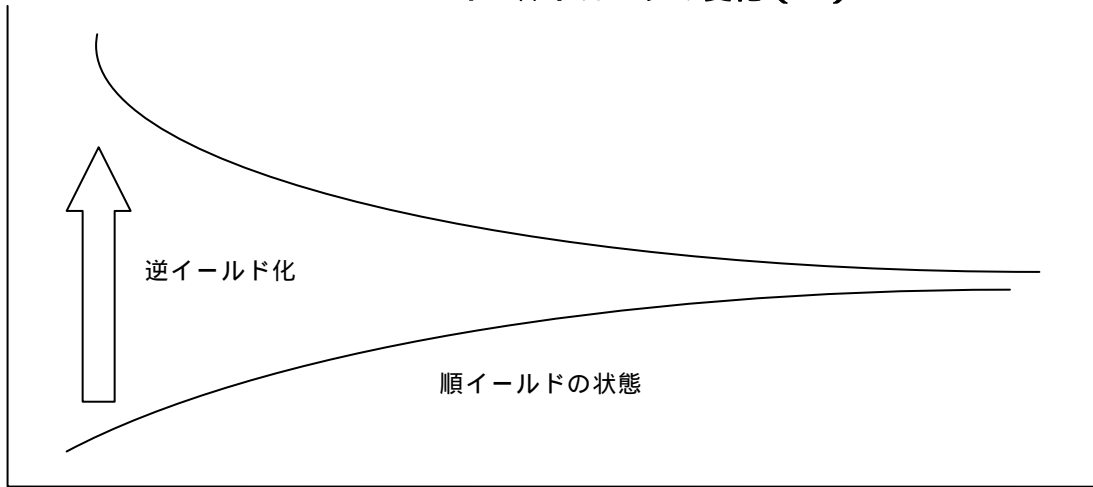
期間構造の理論

長短金利の関係を期間構造の理論から考えてみましょう。まず、長期金利は足許の短期金利と将来の予想短期金利（フォワードレート）の加重平均であるとする「純粹期待仮説」を挙げることができます。これは、投資家は将来の短期金利（フォワードレート）を100%予測することができる（完全予見）、取引コストはない、デフォルトリスクはない、といった仮定を前提にしています。それゆえ、将来的に金利が上昇する（予想フォワードレートが足許の短期金利よりも高い）場合には、イールドカーブ（利回り曲線）は順イールド（右上がり）に、逆に金利先安観がある場合には逆イールド（右下がり）になります。

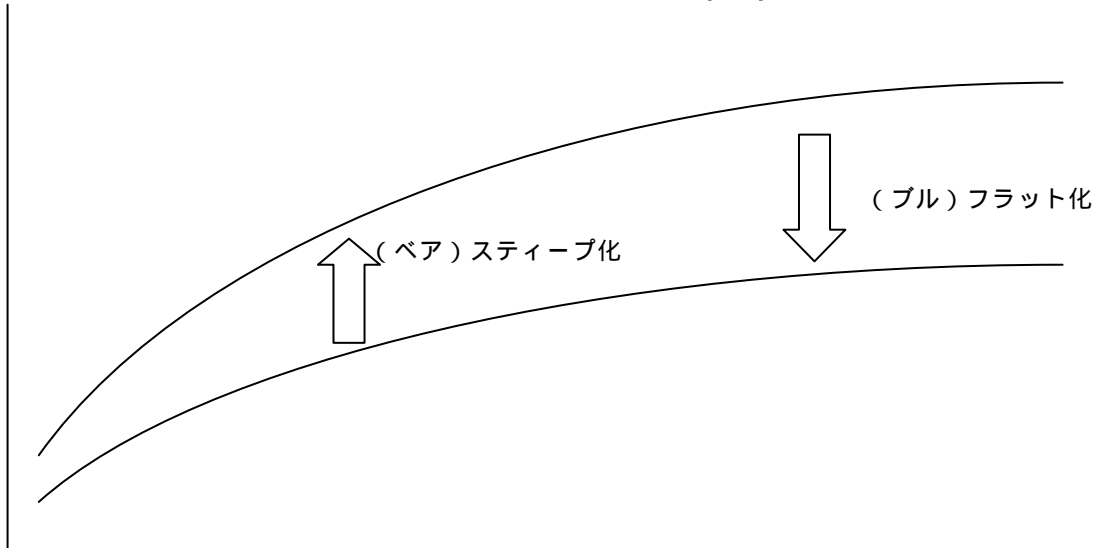
次に、投資家は償還時期が長い債券に対して流動性を放棄する見返りに、プレミアムを要求する、という「流動性プレミアム仮説」を取り上げてみましょう。この場合、単純に長期金利は短期金利（足許および予想）の加重平均といったわけではなく、期間が長くなるにつれて上乘せが必要となってきます。そのため、イールドカーブは通常、順イールドとなり、金利先高観がある場合にはスティープ化（急勾配になること）、金利先安観がある場合にはフラット化（平坦化すること）することになります。また、金利上昇（債券価格下落）を示す「ベア」、金利下落（債券価格上昇）を示す「ブル」と組み合わせることでカーブの変化を表現することもあります。

最後に、そもそも短期金利と長期金利には何の関係もない、という「市場分断仮説」を紹介します。これは、短期資金が必要なセクターと長期資金が必要なセクターはそもそも別であり、互いに影響を及ぼすことはない、とする考え方です。

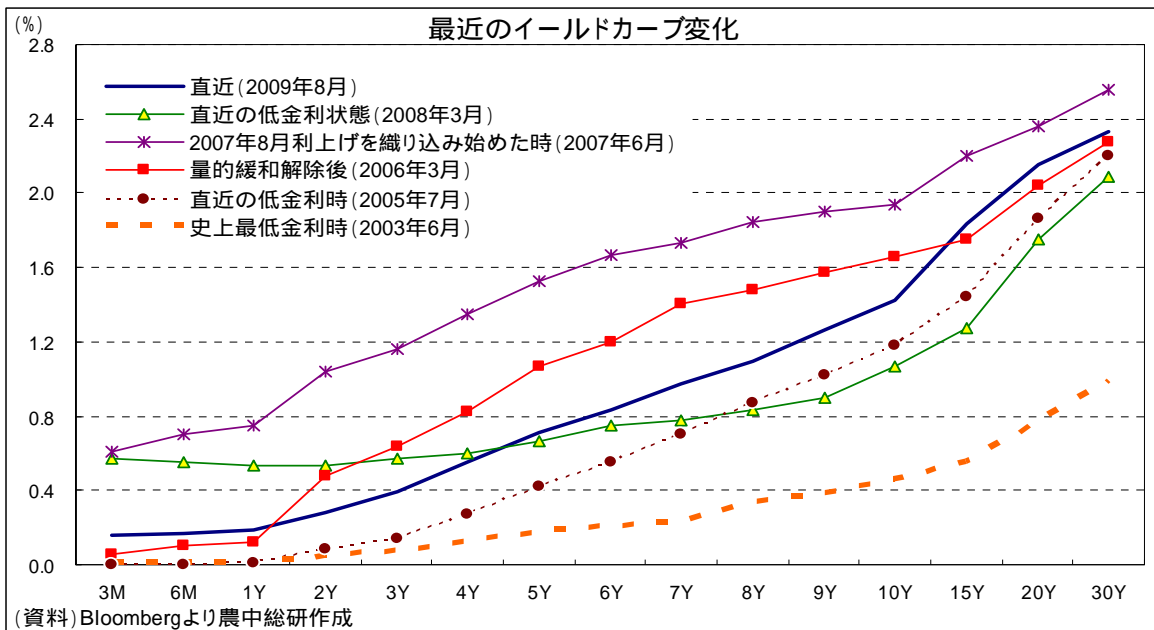
イールドカーブの変化 (1)



イールドカーブの変化 (2)



(資料) 農林中金総合研究所作成



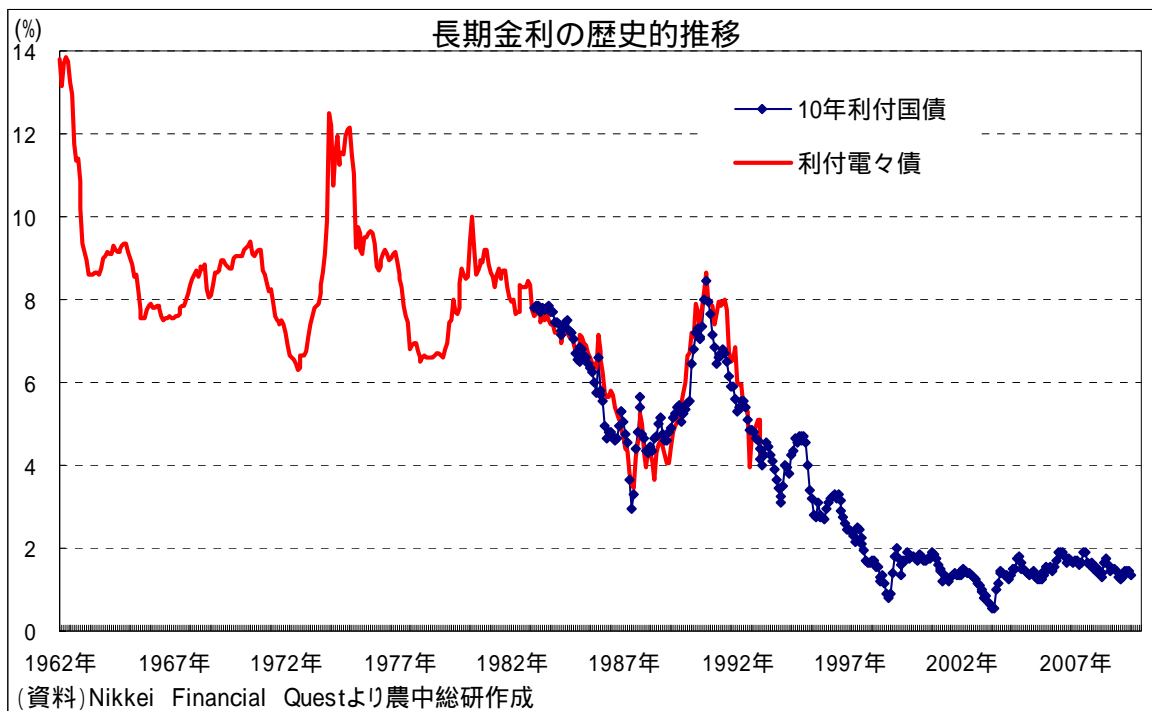
(3) 長期金利の歴史

以下では、戦後日本経済の金利の推移を簡単に振り返って見ましょう。通常、長期金利といえば、長期国債利回り（最近の日本では新発 10 年物国債利回り）を指すことが多いのですが、戦後日本では終戦後のハイパーインフレの原因が戦時中の国債の大量発行にあったとの認識から、財政法により国債の発行が禁じられてきました。そのため、長期金利の指標としては、利付電電債（10 年債）利回りが多く使われました。この電電債は電話に加入する際、電電公社（日本電信電話公社、現 NTT）の設備投資に協力する名目で、10 万円分購入することが強制されていました。しかし、ほとんどの加入者はそれを即時に売却することが多かったため、電電債の流通市場が発達しました。

なお、電電公社は、かつての通信省が 1949 年に電気通信省と郵政省（現在の総務省の一部と日本郵政公社）に分割され、52 年には電気通信省が公社化されて誕生しました（その後、53 年には国際電気通信事業が電電公社から分離・独立し、国際電信電話株式会社（現 KDDI）が設立されました）。同じく 53 年からは電々公社の政府保証債の発行が始まりましたが、こうした経緯から電電債の信用度は国と同等と考えられていました。

しかし、1965 年のいわゆる証券不況の際の歳入欠陥により、国債発行が特例法で解禁された後は、毎年の予算編成では財政法第 4 条で認められた公共事業費に充てるための国債発行（建設国債）を行ってきました。当時の国債発行は、銀行などを中心にシンジケート団を作り、そこに全額引受させるスキームでした。しかし、いわゆる市場実勢よりも低いクーポン設定だったために、引き受けたとたんに評価損が発生したり、売却制限があったり、と大蔵省による規制の下ではマーケット機能がほとんど働かず、国債利回りには長期金利としての指標性はありませんでした。また、発行後 1 年を経過したものは日銀が買い取るなど、実質的にはマネタイゼーション（財政赤字の貨幣化）も行われていました。

ところが、1970 年代に入ると、高度経済成長が終焉を迎えて税収が伸び悩む反面、福祉の充実もなされたこともあり財政支出は膨張する一方であり、国債の大量発行が始まりました。日銀も大量に発行される国債の全額買取りが事実上不可能になったことから、流通市場の整備が不可欠となりました。77 年には金融機関の対市中売却（発行後 1 年経過後）が解禁されるなど、国債は市場メカニズムに晒されるようになり、また、84 年には金融機関による国債ディーリングが開始されるなど、国債利回りの指標性が向上しました。ただし、一部の銘柄の取引偏重（いわゆる指標銘柄）やクーポン（利札）の高い国債が好まれる「直利指向」などもあり、イールドカーブは歪んだ状況が続きました。その後、会計制度の変更（時価会計、アモチゼーション・アキュムレーションの処理など）や「指標銘柄」廃止などの動きもあり、歪みは解消される方向になっています。



金利上昇の要因
 円高不況後の景気回復、タテホショック
 金融引締め、湾岸紛争による原油価格上昇
 大蔵省資金運用部による国債売りオペ再開
 大蔵省や日銀の国債市場に対する冷徹な対応
 景気回復

(資料) 農中総研作成

(4) 長期金利は何に影響されるか？

長期金利と短期金利の関係について見てきたように、基本的には「短期金利から長期金利へ」という波及経路があると考えられています。しかし、長期金利は短期金利だけに影響を受けるわけではありません。そのほかにも、一般的に、マクロ経済環境、金融政策、財政赤字、海外金利動向、などを変動要因として挙げる事ができるでしょう。

若干補足すると、マクロ経済環境としては経済成長のスピードを上げることができるでしょう。景気拡大は将来の金利上昇を予想させ、逆に景気悪化は金利低下を招きます。また、金融政策として政策金利水準や金余りの状況を上げることができます。金余りの指標としては「マーシャルの k (=マネーサプライ / 名目 GDP)」が代表的ですが、過去にマーシャルの k がトレンドより上方乖離した際には、いずれも物価や資産価格上昇が起きています。90年代後半以降から現在にかけての期間では、それが債券価格上昇につながっていると考えることができるでしょう。財政赤字要因は国債の供給圧力と考えることができます。しかし、90年代後半以降の日本を振り返ってみると、折にふれて国債消化懸念などが顕在化し、金利上昇を引き起こすことがあります。その後は再び金利低下が見られるなど、財政赤字の累増が恒常的に金利上昇圧力として作用しているようには見えません。また、海外金利動向要因は、国際的な資金フローが金利裁定を考慮していることを示唆するもので、経験的に先進国の長期金利変動は一致する傾向があることが知られています。

以上の要因を考慮して、長期金利関数の推計を行ってみました。被説明変数は長期金利(10年物国債利回り)、説明変数を 長期金利自身の1期ラグ、 鉱工業生産(前期比、マクロ経済環境の代理変数)、 無担保コールレート(金融政策の代理変数)、 米国長期金利(10年物米国財務省証券利回り、海外金利動向の代理変数)、 「マーシャルの k 」のトレンドからの乖離率(金余り要因の代理変数) を選んでいます。これらの結果は右ページの上段のグラフに示すとおりです。

債券価格と利回りの関係

債券価格と利回りは、ちょうどコインの表裏のような関係にあります。よく用いられる利回り(単利最終利回り)とは、債券を購入した日から最終償還日まで所有した場合、その全期間内に入ってくる利子と償還差益(差損)の総合計金額を1年あたりに換算して、投資元本(債券価格)に対してどのような利回りになるかをみるものです。これは「価格が上昇すると、利回りは低下する」という関係になっています。

