

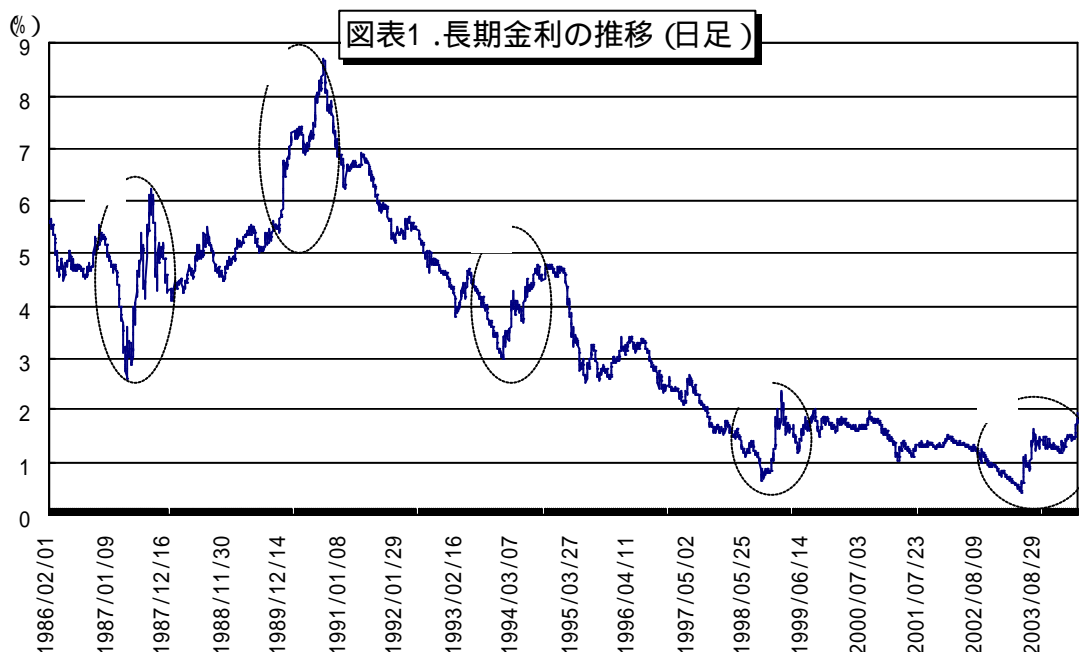
### 最近の長期金利上昇を考える

南 武志

2003年夏に続き、長期金利の急上昇が起きている。この背景には、世界経済の成長進展やイラク情勢の混迷などによって原材料価格高騰が引き起こされ、それが中間投入財価格にまで波及したことから、世界的に金融緩和スタンスが修正される動きが始まっていることが根底にあると見られる。国内でも現状の量的緩和政策にコミットされている消費者物価(全国コア)の前年比上昇率が若干マイナスながらもほぼゼロ近傍で推移し始めている。これを受けて、マーケットではデフレ脱却と金融政策の転換時期を探る動きの一環として、時間軸効果が徐々に剥落し、イールドカーブがスティープニングした。以下では、長期金利の変動要因についての現状分析を行いたい。

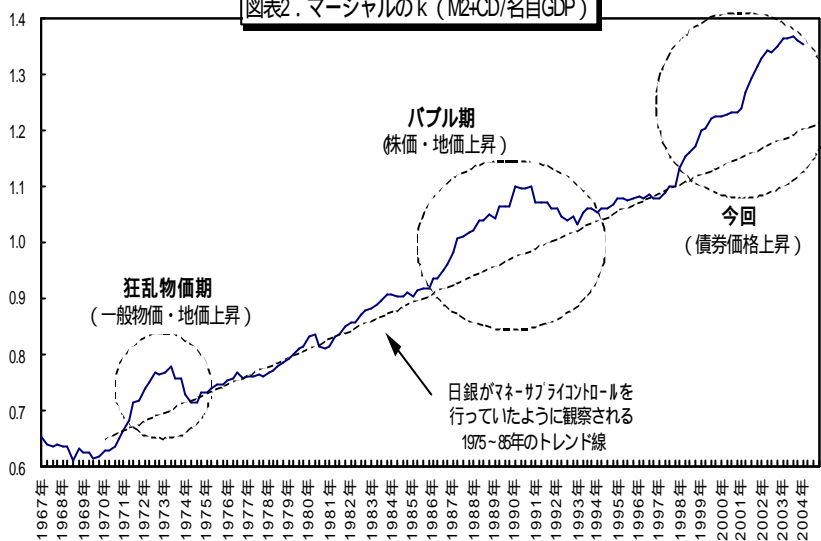
1980年代以降に整備された日本の国債市場にとって、短期間のうちに金利水準が大幅に上昇した局面としては、1987年5~10月(この間の上昇幅は約370bp以下同じ)、89年12月~90年9月(約330bp)、94年1~10月(約180bp)、98年11月~99年2月(約170bp)、03年6月~(足許の金利上昇を03年から継続した動きとすれば約150bp)の計5回ある。それぞれの局面における上昇要因は多少異なるが、景気回復、金融政策の変更(もしくは思惑の高まり)、政府(なかでも大蔵省資金運用部(現・財政融資資金特別会計))・日銀の国債マーケットに対する姿勢、などが挙げられるだろう。なお、のバブル崩壊期における金利上昇を除いては、「上昇に転じる直前まで緩やかに金利が低下した」という現象が見られている。事後的に見れ

#### 過去の金利上昇局面を振り返る



(資料)日経NEEDSFinancialQUEST (注)10年物国債の指標銘柄より作成

図表2. マーシャルのk (M2+CD/名目GDP)



(資料) 内閣府、日本銀行資料より作成 (注) 1979年までは68SNA、それ以降は93SNAでデータは不連続。

## 長期金利の決定要因

以下では、長期金利水準に影響を与える要因を考えてみる。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、などを挙げる事ができる。

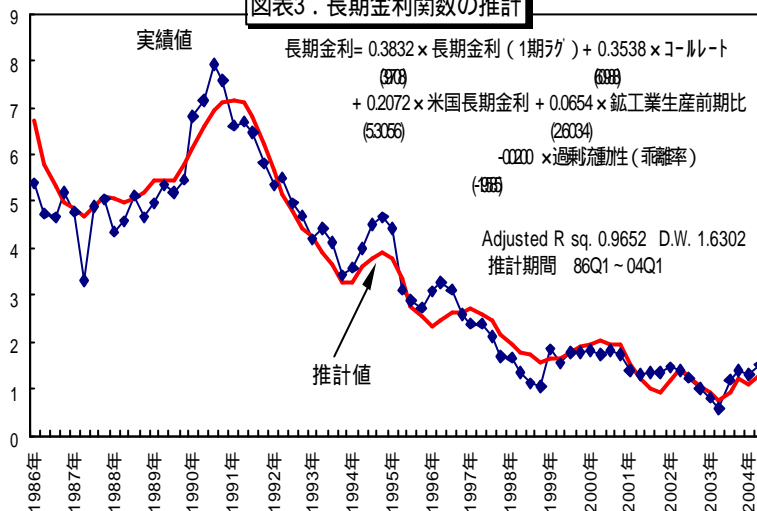
若干補足すると、マクロ経済環境としては経済成長のスピードを挙げる事ができるだ

ば、いずれの金利低下も不自然な動きであり、「行き過ぎた金利低下からの反動」という側面もあるようにも思われる。

また、政府・日銀による国債(管理)政策が転機になったケースもある。では資金運用部による売りオペ再開、では同じく資金運用部による買い切りオペ停止の発表や当時の速水日銀総裁が日銀資産に占める中長期国債偏重姿勢を修正する旨の発言をしたこと等が長期金利上昇を引き起こした面は否定できない。中央銀行は「短期金利と異なり、長期金利はコントロールできない」というのが定説であるが、影響を与えることは十分可能と考えられる。しかしながら、政府ともどもマーケットとの対話の必要性を過小評価したために、結果的にマーケットからの圧力に屈する格好となり、その後は信頼回復に向けてマーケット・フレンドリーな政策への転換を行い、現在に至っている。

ろう。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意識させる。また、金融政策として政策金利水準や金余りの状況が挙げられる。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)」が代表的であるが、過去にマーシャルのkが上方乖離した際には、いずれも何かしらの価格上昇が起きており、現状では債券価格上昇につながっていると考えられる(図表2)。財政赤字要因は国債の供給圧力と考えられるが、90年代後半以降の日本を振り返ってみると、折にふれて消化懸念などが顕在化することもあるが、常に財政赤字の累増が金利上昇圧力として作用しているようには見えない。海外金利動向要因の採用は、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あるが、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る。

図表3. 長期金利関数の推計



(資料) 内閣府、経済産業省、日本銀行、米国財務省などの資料より農中総研推計

以上の要因を考慮して長期金利関数の推計を行ってみたい。被説明変数は長期金利(10年物国債利回り)であるが、説明変数を、長期金利自身の1期ラグ、鉱工業生産(前期比、景気の代理変数)、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(注1)からの乖離率(金余)要因の代理変数)を考えた(注2)。この結果は、図表3に示す通り(注3)であり、他の経済変数との整合性を重視したアプローチからの長期金利水準が示される。

参考までに5月に公表した当社の「2004、05年度経済見通し」を用いて外挿シミュレーションを行うと、04年度中の長期金利水準は1.6~1.7%を中心レートとするような結果が得られる。

(注1)マーシャルのkのトレンド線は1975~85年の比較的安定している時期に適用している。

(注2)財政要因はあまり有意な結果が得られなかったため、説明変数から外している。

(注3)推計結果(パラメーターの符号条件や各種統計量)はほぼ有意であり、推計値も概ね実績値に近い

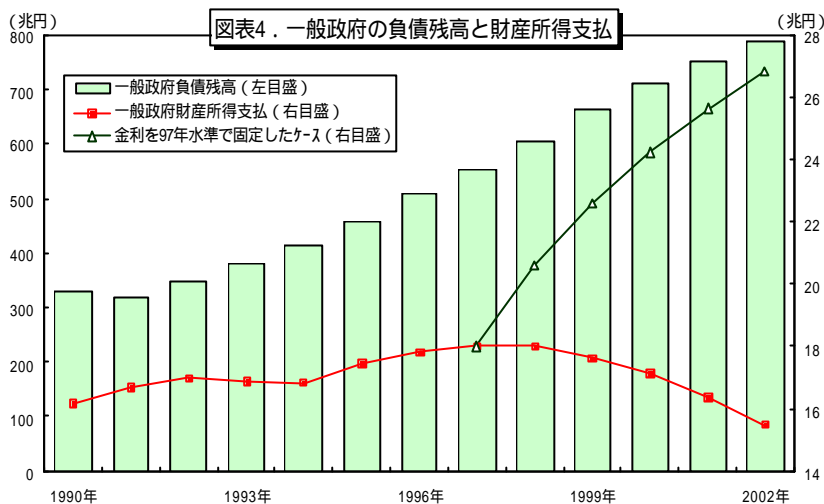
値をとっていると判断できる。

## 長期金利上昇の影響

デフレ脱却が実現する前に、長期金利が上昇してしまうことで、様々な弊害が出るのが予想される。例えば、膨大な財政赤字を抱える公的部門は利払い費抑制という形で低金利の恩恵を享受してきたが、税の自然増収が得られる前に利払い費が増加すれば、

財政破綻リスクが顕在化し、それが国債の消化懸念を一層高める、といった悪循環に陥る可能性もある。ここで日本経済が低金利状態に突入した1997年以降、金利低下によって一般政府の財産所得支払(保有する金融負債に対する支払)がどのくらい圧縮できたかを簡単に試算してみよう。図表4では、実際の財産所得支払と、1997年時点での借入れ金利水準が継続したと仮定した場合の財産所得支払推計額を比較したものであるが、その差は2002年時点で約11兆円となっており、実際の支払額に対して7割強の「節約」ができています。長期金利の上昇が起きれば、その「節約」は消滅し、国民負担が増加し、最終的には将来の増税によって賄われることが予想される。

また、バブル期・バブル崩壊期の90年前後と比較すると、金融機関の資産に占める国債保有ウェイトも大きく上昇しており、金利変動リスクを大きく抱える格好となっている。確かに、平時においては景気回復に応じて金利水準が上昇しても、債券の評価損を相殺するだけの代替的収益源が確保されているかもしれないが、貸出額の減少傾向が続く中では、そうし



(資料) 内閣府経済社会総合研究所

た役割を担える代替資産は限定される。かつては株式がその役割を果たしてきたが、BIS規制や金融システム健全化、金融商品の時価会計などの面から、金融機関が株式保有を増額するインセンティブは極めて乏しい。

非金融法人部門にしても、一部企業を除けばさほど景気回復の恩恵が十分波及しているわけではなく、調整が遅れている面も見受けられる。こうした状況で実質金利が上昇すれば、企業行動への悪影響は避けられないだろう。

一方、家計や一部金融機関などにとってむしろ金利上昇は望ましい、との指摘もある。確かに、超低金利の結果、家計の利子所得は大きく落ち込み、消費低迷の一因になった可能性は否定できないし、長期資金を扱う金融機関では持続する超低金利状態がもたらす逆ざや現象が経営悪化につながったとの認識もある。また、年金財政も低金利の影響を少なからず受けているだろう。しかし、総合的に見れば、家計もまた雇用維持という面から超低金利のメリットを受けていたことも考慮する必要があるだろう。

### 過度の長期金利変動を避けるには

金融変数の持つ特徴として、価格上昇(金利低下)の時のスピードはまちまちであるが、価格下落(金利上昇)のスピードはかなり速いということが指摘できる。この背景には、金融機関のリスク管理が強化された結果、相場下落時にはそれを一段と加速させるよう

な動きが出やすいということが知られている。加えて、低金利下でありそもそもインカムゲインが小さく、キャピタルロスがそれを容易に上回ることができるという状況も長期金利上昇への警戒感が強い要因となっている。

金融政策の面からは、03年度後半の「緩やかな景気回復」といふ景気判断の下でさえも、断続的に追加的な量的緩和政策を実施してきたことから推察できるように、現行の金融政策は単なる景気刺激やその結果としてのデフレ脱却だけに割り当てられているのではなく、金融システム不安の顕在化やマーケットの変動を大量の資金供給で無理やり抑え込んでいる面も担っているように思われる。特に前者は信用秩序維持政策が未整備であったためにそうなったことであるが、信用秩序制度が徐々に整備されつつあるとはいえ、量的緩和の役割を軽視するのは危険であろう。また、後者に関しても、現状の日銀の姿勢は、マーケットとの対話が順調であるとはいえず、むしろ日銀のスタンスを試している面もないわけではない。

なお、国際商品市況はすでにピークアウトしており、過熱気味だった中国経済がやや減速

する可能性が高いことと合わせて考えると、今後物価上昇が加速していく状況にはない。また、05年度から予定されているペイオフの全面解禁、今後予想される景気拡大モメンタムの低下 (= 景気回復のスローダウン) を考慮すれば、05年度の早い段階での量的緩和政策からの転換は困難に近いと思われる。

ただし、真にデフレから脱却できるのであれば、長期金利水準は上昇しても不自然ではない。しかしながら、デフレ脱却への道のりは実際にはまだ遠い、と思われる。例えば、物価指数の持つ上方バイアスを考慮すると、ゼロインフレは脱デフレの条件にはなりにくい、ということである。10月末に予定されている次回展望レポートで、05年度の消費者物価(コア)見通しがゼロを上回り、それがマーケット参加者の持つ物価見通しとあまり違和感がなければ、量的緩和政策が持っている時間軸効果は即座かつ完全に剥落するだろう。その結果、デフレ脱却が実現する前に長期金利だけが上昇し、実質金利上昇が景気回復を阻害する懸念も指摘できる。現状では政策委員の間にも導入の必要なしとする意見が大勢を占めているが、現行の金融政策の枠組みを変更すべき、真のデフレ脱却のハードルは何に設定するか」という問題については、十分検討し、公表すべきである<sup>(注4)</sup>。そうしたプロセスを通じて再び時間軸効果は強化され、その結果デフレ脱却に向けた実態経済の動きを金融政策がサポートするという姿が継続されるだろう。長期金利水準についても再び落ち着きを取り戻す可能性は高いと考えられる。

(注4) 先進7ヶ国(G7)の中央銀行で、インフレとデフレの判断基準をゼロインフレ率に設定している(ように受け取られかねない表記をしている)のは日本銀行だけである。