

長期金利の決定要因と今後の動向

量的緩和政策の解除後、長期金利の上昇が顕著である。長期金利はどういった要因で変動するのだろうか。そして、その要因が示唆する長期金利の水準はどの程度なのだろうか。本稿では、長期金利の動きを規定する基本的考え方について概説し、今後の金利動向を占う。

日銀が量的緩和政策を解除して以降、金利の上昇が顕著である。長期金利の指標となる新発10年物国債利回りのほか、企業の資金調達時の指標金利であるTIBORやスワップレートも、解除と前後して上昇ペースを加速させている(図表1)。

金利の上昇は、資産超過の経済主体にとっては金利収入の増加が期待できる半面、負債超過の経済主体は金利負担が一段と重くなることを意味しており、金利への関心は、その絶対水準が高まるにつれて更に増してくると予想される。

しばしば「景気がよくなると金利が上がる」、「インフレになると金利が上がる」などと言われる。また、最近では「長期金利と名目経済成長率のどちらが高いのか」といった議論が活発に行われている。では、実際のところ、どのような要因が長期金利を左右するのだろうか。そして、その要因が示唆する長期金利の水準とはどの程度なのだろうか。

金融政策の時間軸効果

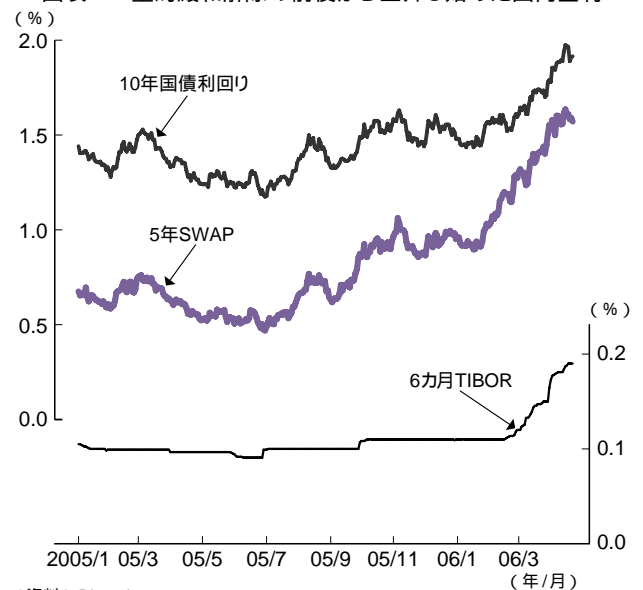
はじめに、これまで長期金利が極めて低い水準で推移してきた理由を振り返ってみると、それは量的緩和政策が持っていた「時間軸効果」の賜物であったということが出来る。

通常、日銀は、無担保コール翌日物金利(銀行同士が無担保で翌日まで資金融通する際の金利。以下、政策金利)を金融操作の対象とし、その水準を上下することで貯蓄・投資需要の管理を行い、結果として貨

幣供給量を調整している。ここで、政策金利を2.0%と仮定し、向こう1年間は政策金利に変更がないという「期待」が存在するとしよう。その時、1年物の金利はどのようになるだろうか。(例えば貸出先が倒産するといったリスクを考慮しなければ)預金金利も借入金利も2.0%に収斂するはずだ。なぜなら、翌日物金利が2.0%で1年間変わらないのであれば、毎日借り換え、預け換えすることで、皆が2.0%で資金の調達、運用を出来るからである。これを、金融政策の時間軸効果という。人々が政策金利の先行きに対する期待を共有していれば、金利はその期待に沿った水準に収斂する。

これまで日銀が続けてきた量的緩和政策は、民

図表1 量的緩和解除の前後から上昇し始めた国内金利



間金融機関が日銀内に持つ当座預金の残高を本来必要な額を上回る水準に維持すること、それを消費者物価の安定的な上昇が確認されるまで維持すること、が政策の大きな柱であった。量的緩和により、民間金融機関は必要な資金を他の銀行から調達する必要がなくなったため、政策金利はほぼゼロ%となった。そして、人々が「物価が上がらない限りゼロ金利は続く」との期待を共有したことで、短期金利のみならず、長期金利も極めて低い水準に維持されてきたのである。量的緩和政策が実施されてきたこの5年間は、金融政策の時間軸効果が最大限発揮されてきた時期だったといえる。

このように考えると、最近の長期金利の上昇は、量的緩和政策が解除されて時間軸効果が剥落したことを受け、金利が本来あるべき水準へ向けて自律的な調整を開始している、と捉えることが出来よう。では、金利の本来あるべき水準とはどのように決定されるのだろうか。

金利はどんな要因に左右されるのか

預金金利や住宅ローン金利など、我々が日常的に目にする金利を「名目金利」という。そして、名目金利は「実質金利」、「期待インフレ率」、及び「リスクプレミアム」の和である。

例えば、ある銀行の1年物定期預金金利が1.0%であったとしよう。我々はこの銀行に100万円を預金することで、1年後に101万円を手にする。ところが、この年のインフレ率が仮に1.0%であった場合、定期預金で得た利息収入は物価上昇によって相殺され、実質収入はゼロになる。上記の表現を用いれば、名目金利が1.0%、実質金利が0.0%、期待インフレ率が1.0%である(ここで「期待」インフレ率と表現している理由は、実際の物価上昇の程度は事後的にしかわからないので、預金開始時の金利には預金期間中の物価上昇「期待」が反映されるからである)。また、仮に預金者が満期時に101万円の払い戻しが実施されないリスクを感じていれば、銀行は1.0%の金利では十

分な預金を集められず、例えば金利を1.5%に引き上げるかもしれない。この上乘せされる0.5%をリスクプレミアムという。

実質金利は経済の期待成長率に近似する

名目金利は、実質金利、期待インフレ率、リスクプレミアムの影響を受ける。では、これらはそれぞれどのように決まるのであろうか。

まず実質金利は、一般にその期間の実質経済成長率にほぼ等しくなると理解されている。直観的な理解のために、企業の投資行動と金利の関係を考えよう。企業は収益を得るために投資を行うわけだが、投資の費用を借入金利と考えると、企業は投資によって得た資本の収益率が金利を上回る限り、借入を続けるだろう。従って、実質金利は資本の限界収益率(企業が資本をもう一単位増やすときに、その資本から得られる収益率)に等しくなる。ここで、実質GDPは、各生産主体の付加価値額の合計と定義されるので、資本が一定だとすると、実質金利は実質経済成長率に等しくなる。なお、物価上昇率と同じように実質経済成長率も事後的にしか観察できないので、実質金利は「期待実質経済成長率」にほぼ等しいという捉え方が正しいといえる。

期待インフレ率は日銀への信認に左右される

期待インフレ率は、過去のインフレ率や日銀への信認の度合いに左右される。日銀は、物価の安定に責任を有しており、各種の金融政策のツールを活用し、物価が大きく変動しないよう努めている。従って、金融政策が将来にわたり適切に運営されるとの期待が高まれば期待インフレ率は安定するし、そうでなければ、期待インフレ率は大きく変化する。

先般の量的緩和政策の解除にあたり、日銀に対して政府・与党の一部から「インフレ目標値」の導入を求める声が上がった。また、米国ではグリーンズパン氏からバーナンキ氏に米連邦準備制度理事会(FRB)議長

が交代したが、バーナンキ氏は「インフレ目標値」の導入に積極的である。これらの「インフレ目標値」推進論は、中央銀行が目指すべきインフレ率をあらかじめ公表することで、人々の将来物価への期待が収斂し、期待インフレ率が低下するとの考えに基づいている。

各種のリスクプレミアム

名目金利に影響する最後の要因であるリスクプレミアムについて考えていこう。金融商品の持つリスクは様々で、最も分かりやすいのが「信用リスク」である。例えば、国債は租税権を有する政府の信用力を裏付けとする債券なので、投資資金が償還されない可能性(=信用リスク)は、一般にその国の中で最も低い。逆に、経営不振の企業や多重債務を抱えた個人などは、信用リスクが相対的に高い。

「期待の不確実性に関するリスク」も存在する。先ほど、期待実質経済成長率や期待インフレ率が名目金利を決定する要因と述べたが、これらはあくまでも「期待」であるため、事後的な結果が当初の期待通りにはならない可能性がある。そのため、投資家はあらかじめ期待の不確実性に対してプレミアムを要求するのである。一般に、投資期間が長くなるほど、あるいは実質経済成長率やインフレ率の振れが大きくなるほど、プレミアムは拡大していく。

最後に「マッチングリスク」ともいふべき概念を紹介しよう。一般に投資家は、資産と負債をマッチさせた運用を行っている。例えば、満期が5年程度の債券を発行して資金調達を行っている銀行は、5年後にその資金を償還しなければならないので、企業への貸出期間も5年程度が中心になるだろう。年金の運用機関であれば、掛け金を預かってから年金の支払いを開始するまでには数十年のラグがある場合も多く、必然的に資産は長期運用されることになる。このように、投資家ごとに希望する投

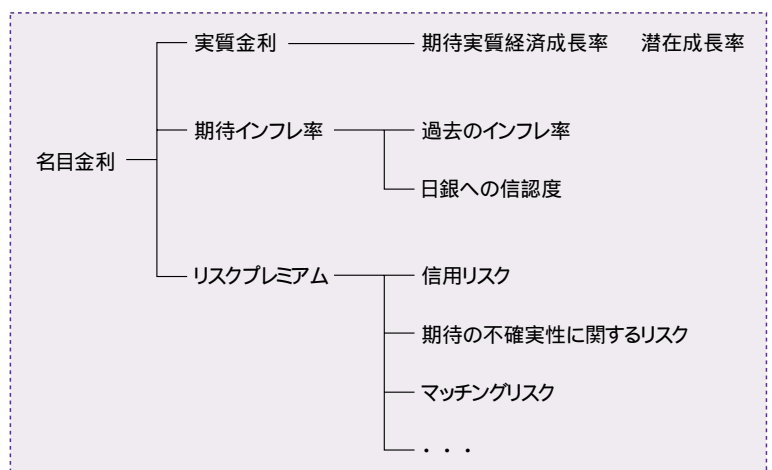
資期間や投資対象が異なるので、自らの希望に沿わない条件での投資を余儀なくされれば、それに対する補償を求めることとなり、それがマッチングリスクプレミアムとなる。なお、この考え方は債務者側にも同じく適用できるので、マッチングリスクについては、投資家側からみてプレミアム(金利の上昇要因)になると同時に、ディスカウント(金利の低下要因)にもなり得る。マッチングリスクプレミアム/ディスカウントは、一般に需給要因として表現されることも多い。ここまで述べてきた金利の決定要因をまとめると図表2のような形となる。

金利の決定要因はどう動くか

では、ここからは、これまで述べてきた金利の決定要因をわが国に適用し、今後これらの要因がどう変化していくのかを考えてみたい。

実質経済成長率は、景気循環によって高まったり落ち込んだりするわけだが、長期的には「潜在成長率(その経済の実力に見合った成長率)」並みのペースに落ち着く。潜在成長率は経済統計によって明示的に示されるものではなく、その水準は労働力量や資本量などから推計するのが一般的だ。みずほ総合研究所は1%台の半ば程度と捉えており、内閣府では1.5%弱、日銀では1%台の後半と推計しているようだ。

図表2 金利の決定要因



(資料) みずほ総合研究所

期待実質経済成長率はおおむね1.5%程度と考えておくのが妥当であろう。

わが国の期待インフレ率を考える上で今もっとも重要なのは、量的緩和政策解除と同じタイミングで日銀が発表した「物価安定の理解」という概念だ。これは、日銀の9人の政策委員が考える中長期的な「物価が安定していると理解出来るインフレ率」を取りまとめた数字で、具体的には0.0~2.0%(中心値は1.0%前後で分散)である。

「物価安定の理解」は上述の「インフレ目標値」のように、金融政策が目指すべき目標値ではない。だが、中長期的なインフレ率が0.0~2.0%の範囲内、特に1.0%前後で安定するよう金融政策が運営されるだろうことを強く意識させる概念であり、仮に日銀への信認が高ければ、長期的な期待インフレ率は1.0%程度で安定することになるだろう。

足元の期待インフレ率を市場関係者へのアンケート調査から確認すると、向こう1年が0.4%、2年が0.7%、10年が1.3%(いずれも年率)である。実際のインフレ率がようやくプラスに転じたばかりであるため、当面の期待インフレ率は低いが、期間が長くなるにつれて1.0%近傍に近づいている。アンケートにおける10年間の期待インフレ率は従来からおおむね1.0%前後で安定しており、これまでのところ、日銀への信認は維持されていると理解できる。

リスクプレミアムは投資対象によって大きく異なるので、ここで十把一絡げに議論することは難しい。ここでは、近年の金利形成に特に大きな影響を与えてきた期待の不確実性に関するリスクとマッチングリスクについて述べたい。

期待の不確実性に関するリスクは、近年大きく低下し、長期金利の低位安定に寄与してきたと言われていた。情報技術の進展などに伴って景気循環の振れが小さくなり、経済成長に対する不確実性が低下してきたことに加えて、世界的なインフレ率の低下傾向が金融政策に対する信認を高め、インフレ率に対する不確実性も低下してきた。今後も、大枠としてこのような傾向は続くとみられる。

マッチングリスクは、このところ超長期の金利の上昇を抑制する要因となっている。企業年金の改革や高齢化の進展を受けて、これまでになく長期の資金運用ニーズが高まっており、投資期間が長くなるにつれて投資家からみた「(金利の低下をもたらす)マッチングリスク・ディスカウント」が起こりやすい状況だ。今後については、やや長い目で見れば、このディスカウントは解消される方向にあるだろう。というのも、債務者がディスカウントの存在に着目し、期間の長い金利での調達を増やそうとするからだ。現に、財務省は30年物国債の発行増額や、それより更に長い年限の国債発行を検討しているようだ。ただし、このディスカウントが解消されるまでにはある程度の時間を要すると考えられ、しばらくは長期金利の上昇を抑制する要因として働くだらう。

今後の金利見通し

以上を踏まえ、今後の金利動向を考えていこう。期待実質経済成長率は、長期的には潜在成長率並みの1.5%程度とみられる。期待インフレ率は1.0%前後であり、これを足すと2%台半ばとなる。これに各種のリスクプレミアムが上乗せされるので、例えば国債であれば、年限が伸びるにつれて利回りは上昇していくわけだが、期待の不確実性に関するリスクプレミアムは低下しているし、上述のマッチングリスク・ディスカウントの存在もあり、上乗せ幅は大きくなりにくいとみられる。従って、長期金利の水準は2%台半ばが一つの中期的な目安となる。

足元の長期金利をみると、上昇しつつあるとは言え、まだ2%台半ばという水準には達していない。つまり、長期金利にはまだ水準調整の余地が残っており、今後も上昇トレンドでの推移が続くと考えておくのが自然である。□

みずほ総合研究所 経済調査部
エコノミスト 草場洋方
hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp