



Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

ユーロ圏の長期金利上昇

- ・ 昨年9月に過去最低の3%となったドイツの長期金利は、2006年入り後、日米に比べ速いテンポで上昇、昨年秋までとは逆にスプレッドは米独間で縮小、日独間で拡大している。利上げを織り込んだ2年国債金利の上昇でフラット化していたイールド・カーブはスティープ化し、ユーロ圏内の「信用リスク・プレミアム」も、ドイツの長期金利上昇に連れて緩やかに拡大している。
- ・ ユーロ圏の長期金利上昇は、インフレ期待に大きな変化が見られない中で、サーベイ調査などの景気拡大を示す材料やECB高官の発言から、ECBの金融政策の正常化が年内にも完了するとの見方を織り込んだものである。
- ・ ECBの6月の利上げは確実視されるが、その後は、累計75bpの利上げ効果と内外環境変化の影響を見極めるため、政策金利変更には慎重に対応せざるを得なくなるだろう。インフレ期待が顕著に高まらない限り、市場が織り込んでいるペースで金融政策の正常化が実現する可能性は低い。「非常に低い」とされる長期金利の上昇の余地はあるが、上昇のペースは、今後、より緩やかなものとなるだろう。

4%台が目前となったドイツ長期金利



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< ユーロ圏の長期金利上昇 >

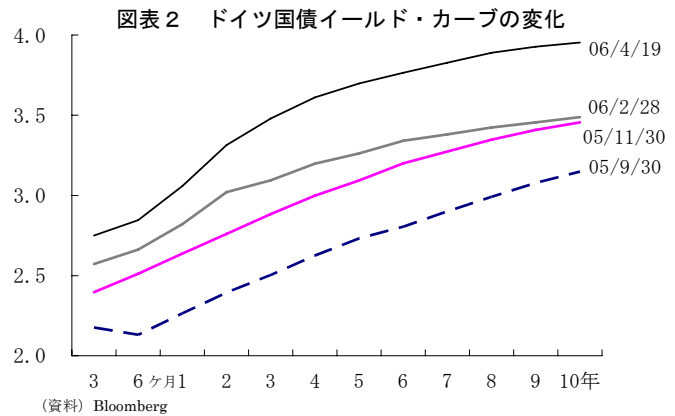
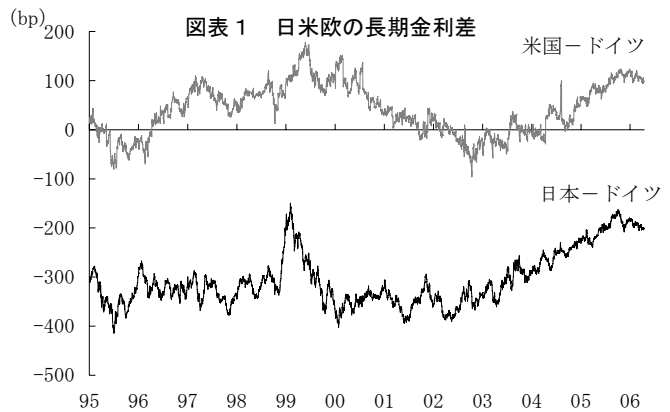
● 4%台が目前となったドイツの長期金利

(相対的に速いドイツの長期金利上昇ペース)

世界的に長期金利が上昇する中、ユーロ圏のベンチ・マークであるドイツの長期金利も上昇のテンポを速めている。イースター休暇(14~17日)前の終値は、5%を超えた米長期金利への追従もあり3.95%まで上昇、休暇明け後も、米長期金利が一進一退で推移する中、ドイツの長期金利は2004年10月以来となる4%台をうかがう推移が続いている(表紙図表参照)。

ドイツの長期金利は、景気の低迷もあり、2004年半ば以降、低下ペースが加速、昨年9月22日には過去最低水準の3.0%につけた。この間、米独間のスプレッドは拡大、日独間では縮小する流れが続いたが、2006年に入ってから、ドイツの長期金利は日米に比べて速いペースで上昇しており、スプレッドは、僅かながら米独間で縮小、日独間で拡大する流れに転じている(図表1)。

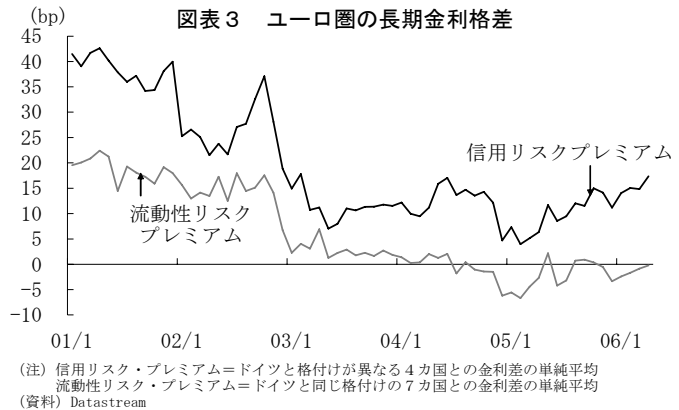
この間、イールド・カーブは、ECBが超金融緩和策の修正に着手したことを受けて、金融政策の変更の影響を受け易い2年国債の金利が大きく上昇し、フラット化が進んでいた。しかし、2005年末から、僅かながらも長短金利の逆転が見られた米国で、3月下旬にインフレ懸念の高まりから長期金利が上昇、ベア・ステイプに転じたことにつられるかたちでドイツのイールド・カーブもステイプ化(図表2)、10年国債と2年国債のスプレッドの縮小にも歯止めが掛かった。



(ユーロ圏内での信用リスク・プレミアムも拡大へ)

ユーロ圏内では、単一通貨ユーロの導入で金融政策が一元化されたことで、短期金利の域内格差は解消した。その一方、長期金利については金利差の大きな要因となってきた「為替変動リスク」が消滅したものの、財政事情などの違いからくる「信用リスク・プレミアム」と市場の取引量や取引コストの差から生じる「流動性リスク・プレミアム」は残されることになった。

これら2つの要因のうち、「流動性リスク・プレミアム」は、ドイツと同じ最高格付けを持ち、信用力は同一であるが、市場の規模は異なるユーロ参加国(フランス、オランダ等)との長期金利差によって測ることができる。2005年以降は、これらの国々の長期金利はドイツを下回るケースも増え、2003年以降の平均では、金利差はゼロとなっており、ほぼ消滅したと言える状況にある。



もう1つの「信用リスク・プレミアム」は、ドイツと格付けが異なるユーロ参加国(ベルギー、イタリア、ギリシャ、ポルトガル)との金利差によって測ることができる。これらの国々にとって、ユーロ参加は、域内における為替変動のリスクの除去とともに、財政規律の維持が義務付けられるなど、マクロ経済政策に対する信認の向上という意味を持ったことから、ユーロ発足から2003年にかけて金利差は縮小、2005年初頭には平均で5bpを下回るようになった。しかし、最近では長期金利上昇に連れて緩やかな拡大が見られるようになっている(図表3)。

●長期金利の上昇テンポは今後より緩やかになる見込み

(インフレ期待はおおむね安定、景気回復期待が長期金利を押し上げ)

世界的な長期金利上昇の背景には、「景気回復期待と原油等価格上昇を背景とするインフレ期待の高まり」があるが、ドイツとユーロ圏の長期金利については、インフレ期待の変化で押し上げられている部分は今のところ小さいようだ。

市場が織り込んでいる期待インフレ率は、10年国債利回り(名目金利)と物価連動国債(実質金利)の差(ブレイク・イーブン・インフレ率)から知ることができる。ECBは、これをユーロ圏の消費者物価(除く煙草)を指数としているフランス、イタリアの物価連動国債を対象としてモニタリングしている。ECB月報の最新号(4月号)での分析を見ると、昨年9月以降の名目金利上昇局面では、実質金利の上昇が見られる一方、期待インフレ率は2.1%程度で安定的に推移している。欧州委員会のサーベイ調査でも、昨年秋以降、企業、家計のインフレ見通しの安定を確認することができる。

このため、ユーロ圏の長期金利の上昇は、3月下旬以降、公表された米国の経済指標や、50を大きく上回る推移が続くユーロ圏の製造業購買担当者指数(PMI)、東西ドイツ統一直後の91年3月以来の高水準となったドイツのIfo指数など、主要な先行指標の改善を受けた景気回復期待が高まり、ECBの超金融緩和政策の早期正常化を織り込むようになったこと、すなわち将来の実質短期金利に対する予想が変化したことが主因と考えることができる。

さらに、ユーロ圏内における「信用リスク・プレミアム」の拡大が示すとおり、世界的な過剰流動性を背景に、2005年にかけて著しく縮小していたリスク・プレミアムが正常化する動きも、

実質金利の押し上げ要因になっていると考えることができる。

(必ずしも高くはない年内の金融政策正常化の実現可能性)

ECBの政策金利について、市場は6月8日、8月31日に続いて、年内から来年初にも追加利上げが実施され、中立とみなされる3.25%に達して、金融政策の正常化が完了するとの見方を織り込むようになっている。

4月の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は、「金利はイールド・カーブの全体にわたって名目、実質ともに非常に低い水準にあり、流動性は潤沢、金融政策のスタンスは緩和的(“accommodative”）」という判断を示し、市場で観測が高まった5月の利上げは否定する一方、1～3月期のGDP成長率(5月11日公表予定)を始め、より多くの材料が出揃う6月の利上げを示唆した。その後も、オーストリア中銀、ルクセンブルク中銀、スペイン中銀の総裁ら、ECBの政策理事会のメンバーによる、インフレ・リスクに対処するための利上げを示唆する発言が相次いでいる。

6月は、過去2回の利上げ時と同じように、3カ月に1回の経済・物価見通しの公表のタイミングと重なる。前期比0.3%に留まった10～12月期の反動もあり、前期比0.6%を超える強めの内容が見込まれる1～3月期のGDP成長率も支援材料となり、6月は利上げが行なわれるだろう。

しかし、その後は、米国の利上げ局面の終了が想定されることもあり、ECBも昨年12月から累計75bpとなった政策効果と内外の経済金融環境の変化を見極めるため、政策金利の変更に慎重に対応せざるを得なくなるだろう。ここにきて原油価格は高値を更新、米独間の金利差縮小もあり、輸出主導の景気拡大を支えてきたユーロ安にも修正が加わりつつある(図表4)。インフレ期待に顕著な高まりが見られない限りは、現在、市場が織り込んでいるペースで金融政策の正常化が実現する可能性は低いものと思われる。

ドイツの長期金利の水準は、4～5%台と見られる中長期的な均衡水準に比べてなお低く上昇の余地はある。しかし、上昇のペースは、今後、より緩やかなものとなるだろう。

