

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(10月号)

～急騰期における金利の動き

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(金利)** 安倍首相が消費税率引き上げを表明した。日本の財政再建を一步前進させる措置である。しかし、日本の財政再建の道筋はまだ先が長いのも事実。そして、財政懸念が高まる際の弊害が最もダイレクトに出るのが(悪い)金利急騰だ。また、アベノミクスが仮に成功を収めるとした場合にも金利は上昇するはずだ。バブル期以降で「3 ヶ月前と比べて長期金利が1%超上昇した局面」は5回ある。それぞれ長期金利がピークをつける前後における長期金利とイールドカーブの変化を見ると、3 ヶ月という短期間でも、かなり大幅な金利上昇が幅広い年限で起こり得ること、さらに早期にはなかなか収束しないことがうかがわれ、経済や金融に与える大きなインパクトが推測される。このような金利急騰が景気回復を反映したものであればまだ良いが、財政懸念顕在化に伴うものであれば、景気への下押し圧力はかなりのものとなるだろう。来年4月の消費税率引き上げ後も日本が財政健全化への意欲を保てるかが重要になる。
2. **(日米欧金融政策)** 9月の金融政策は日米欧ともに現状維持となった。米国については、QE3 縮小観測が高まっていただけに、市場の予想に反する結果に。年内縮小開始の可能性は否定しなかったものの、米金融政策の先行き不透明感は強まった印象だ。
3. **(金融市場の動き)** 9月の金融市場では、ドル円が弱含み、ユーロドルは急上昇、長期金利は低下した。今月は米財政協議難航を受けて、円高、ユーロ高、金利低下圧力が強まるが、下旬には米財政問題の緊迫感緩和で反動の動きが出ると見ている。

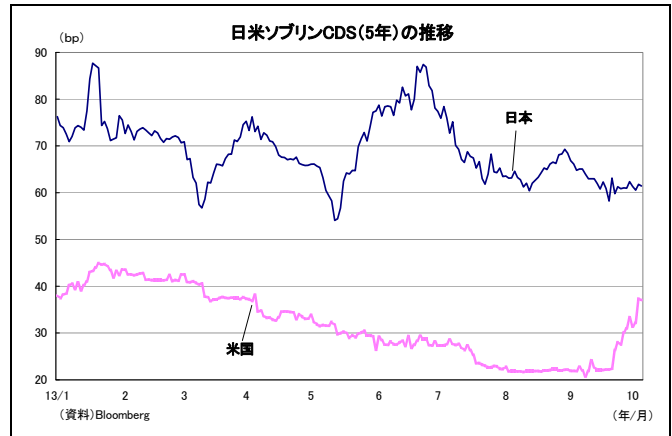
本邦長期金利の長期推移



1. 長期金利：急騰期における金利の動き

10月1日、安倍首相が来年4月からの消費税率引き上げを表明した。日本の財政再建を一步前進させる措置である。一方、米国では暫定予算協議難航により10月から一部政府機関の閉鎖という事態に陥っているうえ、今半月には債務上限問題の期限を迎える。可能性は低いだが、債務上限が引き上げられないと最悪米国債がデフォルトしかねないため、市場で警戒感が高まっている。

実際、国債の信用力を示す一つの指標であるCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の保証料率を見ると、9月下旬以降、米国で顕著な上昇（信用力の悪化）が見られる一方、日本の保証料率は過去との対比で低位安定している。



しかしながら、日本の財政再建の道筋はまだ先が長いのも事実。そして、財政懸念が高まる際の弊害が最もダイレクトに出るのが（悪い）金利急騰だ。また、アベノミクスが仮に成功を収めるとした場合にも金利は上昇するはずだ。

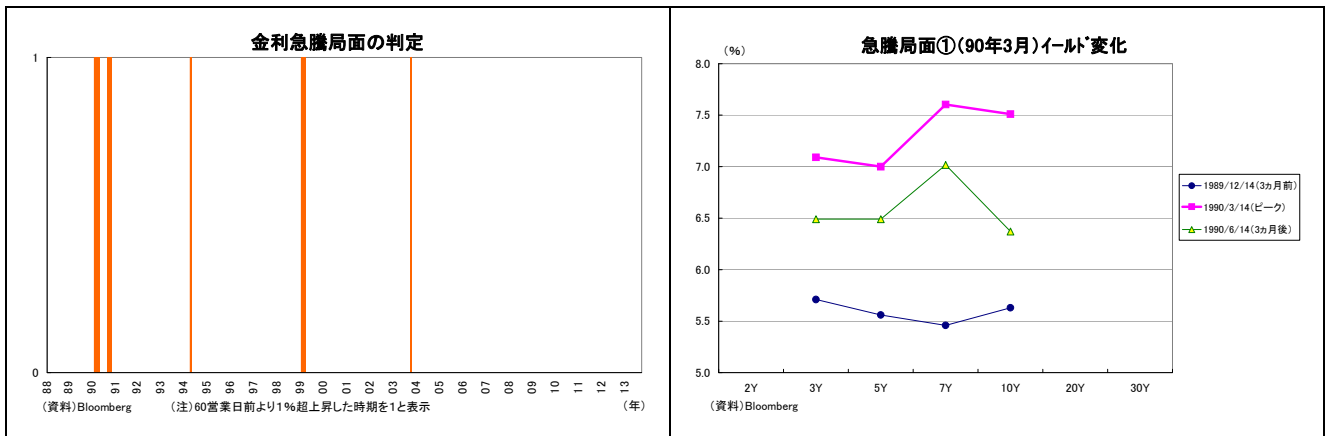
日本は近年、財政懸念等に伴う金利の急騰は起きていないが、金利急騰局面自体は存在した。従って、過去の急騰局面において、金利変動がどのように生じたのか振り返る。

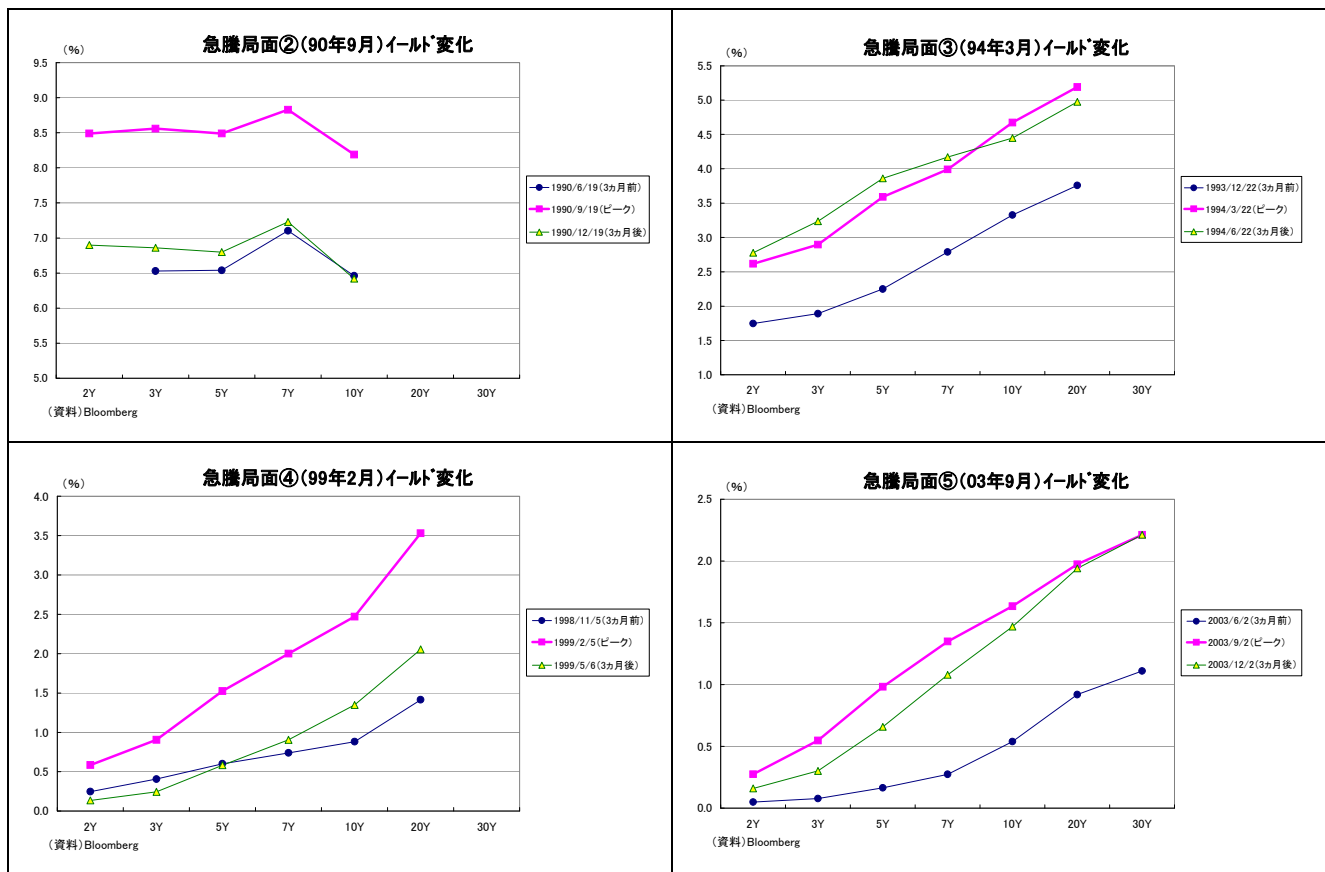
（過去の金利急騰が示唆すること）

長期金利（10年国債利回り）について、バブル期から直近までの超長期推移を見ると（表紙図表）、日本の長期金利はかなり動いており、大きく上昇した期間がいくつかあることがわかる。ただし、「金利急騰」の一般的な定義はないため、「どの期間で何%上昇したら急騰なのか」を決める必要がある。

今回は「3ヶ月前（60営業日前）と比べて長期金利が1%超上昇した局面」を急騰期と定義付け、1988年から直近までの急騰局面を判定した。その結果、この間に急騰局面は5回あり（左下図参照）、それぞれ、① 90年3月14日、② 90年9月19日、③ 94年3月22日、④ 99年2月5日、⑤ 03年9月2日に長期金利がピークをつけている。

それぞれの金利急騰の理由については、どのように解釈するかによる部分もあるが、過去の報道等か





ら推測すると、次のとおりとなる。

- 局面①：円安に伴うインフレ懸念
- 局面②：湾岸戦争に伴うインフレ懸念
- 局面③：大蔵省資金運用部による売りオペ再開
- 局面④：大蔵省資金運用部による国債買入れ停止（運用部ショック）
- 局面⑤：一部機関投資家の売りに多くの投資家が追随（VaR ショック）

次に、①～⑤の各急騰期について、長期金利がピークをつける3ヵ月前（60営業日前）、ピーク時、3ヵ月後（60営業日後）の3時点における長期金利とイールド・カーブ（利回り曲線）の変化を追って見た。

	ピーク時の長期金利	3ヵ月前からの上昇幅	イールドカーブの形状変化	3ヵ月後の長期金利の状況(3ヵ月前との比較)
局面①	7.51%	1.88%	ベア・スティープ化	+0.74%
局面②	8.19%	1.64%	逆イールド化	-0.04%
局面③	4.67%	1.36%	上方パラレルシフト	+1.12%
局面④	2.47%	1.61%	ベア・スティープ化	+0.47%
局面⑤	1.63%	1.13%	ベア・スティープ化	+0.93%

結果は以下のとおりとなった。

- ・ピークまでの3ヵ月間の長期金利上昇幅は1.13～1.88%

- ・イールドカーブの形状変化の仕方にはバラつきが出たが、全てのケースでカーブ全体が上方シフト（つまり、全年限で金利上昇が発生）
- ・3ヵ月後の長期金利が元の水準に戻ったのは一度だけ

つまり、過去の金利急騰局面からは、たとえ3ヵ月という短期間でも、かなり大幅な金利上昇が幅広い年限で起こり得ること、さらに早期にはなかなか収束しないことがうかがわれ、経済や金融に与える大きなインパクトが推測される。このような金利急騰が景気回復を反映したものであればまだ良いが、財政懸念顕在化に伴うものであれば、景気への下押し圧力はかなりのものとなるだろう。

来年4月の消費税率引き上げ後も日本が財政健全化への意欲を保てるかが重要になる。

2. 日米欧金融政策（9月）：日米欧ともに現状維持

（日銀）維持

日銀は9月4～5日にかけて行われた決定会合において、金融政策を「現状維持」とした（全員一致）。今後もマネタリーベースが年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう、国債等の資産買入れを継続する。

なお、最近は毎回のことであるが、現在「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている2%の物価安定目標について、木内委員より、「（同目標の実現は）中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置づける」との議案が提出され、1対8の反対多数にて否決されている。

声明文における景気判断は「緩やかに回復している」とし、2ヵ月ぶりに上方修正した。

総裁会見では、増税決定判断の迫る消費税について、「（増税しても）経済は前向きな循環を維持し、潜在成長率を上回る成長を続ける可能性が高い」とする一方、「先送りした場合の財政に信認への影響を見通すのは難しく、国債価格の大幅下落への対応は非常に困難」とけん制した。

さらに、消費税引き上げにより景気に大きな影響が出た場合の追加緩和の可能性も示唆した。

その後、10月に入り3～4日にかけて行われた決定会合においても、日銀は金融政策を「現状維持」とした（全員一致）。声明文における景気判断は「緩やかに回復している」と、前月の判断を据え置いた。

直近8月のコアCPI上昇率は0.8%とプラス幅を徐々に拡大しており、これまでのところ日銀の展望レポートのシナリオに沿った動きを見せている。従って、当面は現状維持で様子見を続けるとみられる。しかしながら、来年4月に消費税増税が行われるとすれば、景気への下押し圧力は大きい。上記のとおり大きな悪影響が出た場合の追加緩和が示唆されているが、影響緩和という名目で政府の補正予算と併せて来年1-3月に日銀の追加緩和が行われる可能性もある。また、米債務上限問題などで株価が底割れする事態になった際には、追加緩和が検討されるだろう。

（FRB）維持（QE3 縮小見送り）

FRBは9月17日～18日にかけて開催したFOMC（連邦公開市場委員会）において、現行金融政策の維持を決定した。政策金利を据え置くとともに、MBSと長期国債合わせて月額850億ドルの資産

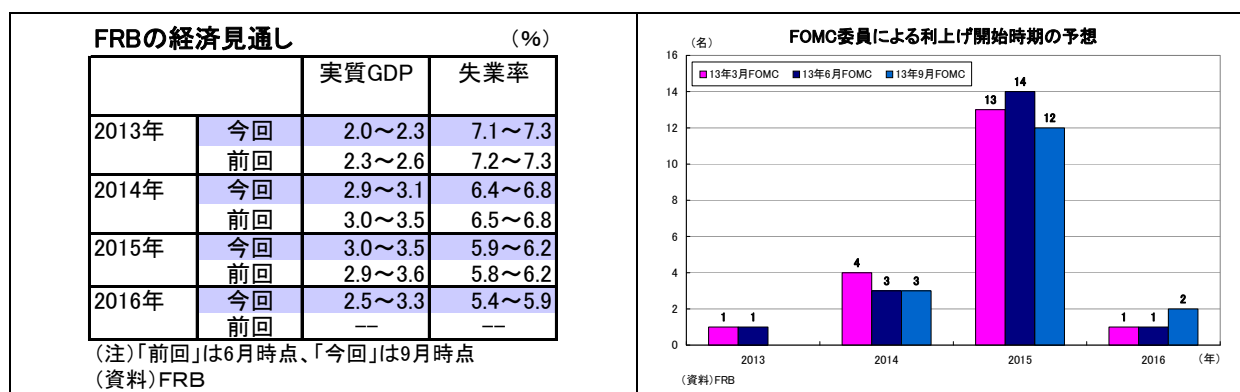
買入れも大方の市場予想に反して継続となった。「失業率が6.5%を上回る（かつインフレ見通しが2.5%以下）間は継続」としている超低金利の時間軸にも変更はなかった。

声明文では、経済活動については従来同様「緩やかなペースで拡大している」との見方を据え置き、先行きについても「成長が加速する」との見方を存置している。しかしながら、「最近観察される金融状況の引き締め（金利上昇）が今後もし継続すれば、景気と雇用の改善ペースを鈍化させる可能性がある」と、金利上昇のリスクについて新たに言及。「委員会は資産買入れペースを調整する前に、（景気や雇用の）改善が持続するとのさらなる証拠を待つことを決定した」と表明している。

会合後の議長会見にて、バーナンキ議長はQE3縮小見送りの理由として、景気が縮小の根拠となるほど強くないことや、金利上昇による景気への影響の懸念、リスク要因としての米財政協議などを列挙した。

年内縮小開始の可能性は否定しなかったものの、有力な手掛かりが示されたわけでもなく、市場では縮小観測にバラつきが発生。米金融政策の先行き不透明感は強まった印象だ。

また同日、FRBによる最新の経済見通しも公表された。6月時点の見通しに比べて、2013年、14年の成長率見通しを引き下げており、FRBが先行きに対して従来よりもやや慎重になっている姿が示された。ただし、15年についてはほぼ前回同様となっており、委員による利上げ開始時期の予想も前回と同じく、15年との回答が大半となっている。



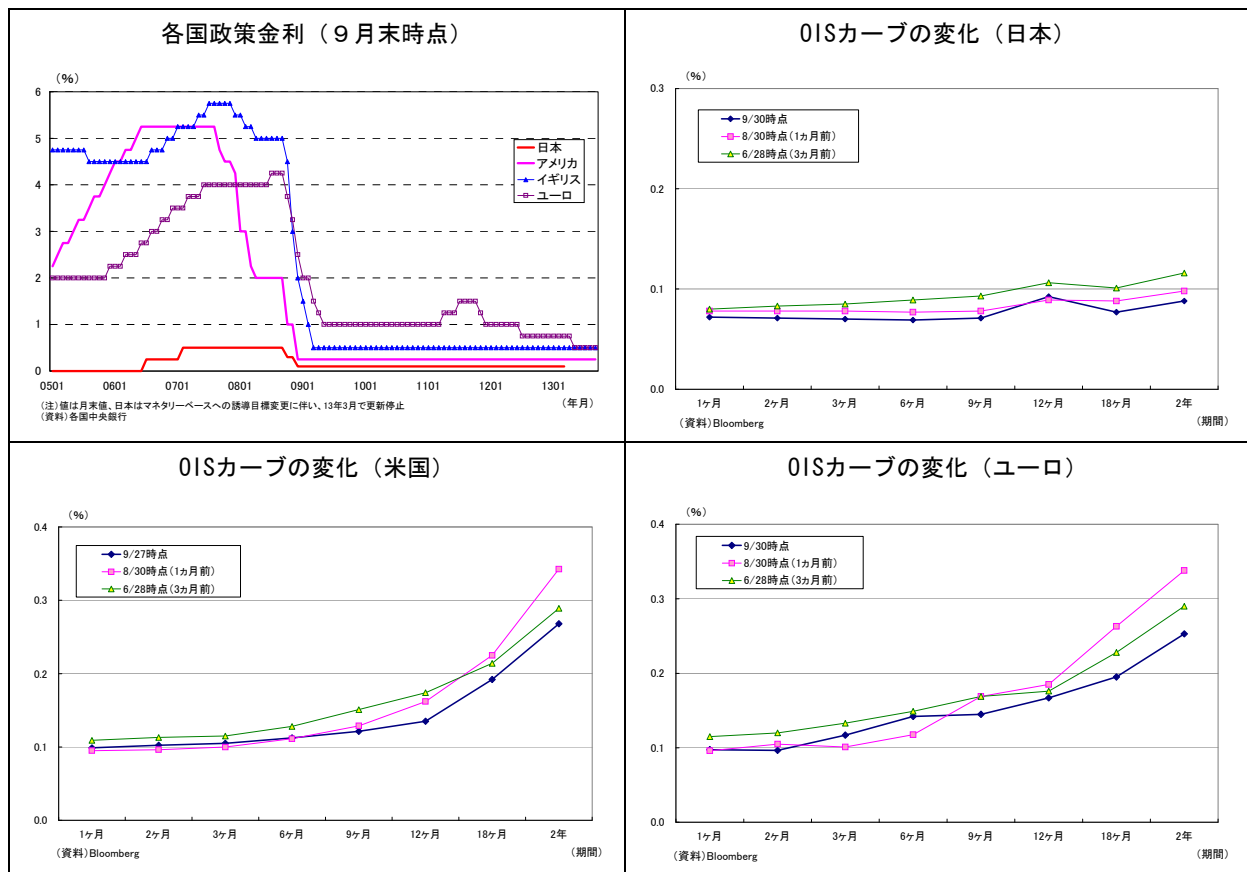
(ECB) 維持

ECBは9月5日に開催された定例理事会において、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.5%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。フォワードガイダンスについての表現も変更なしであった。

その後10月に入り2日に開催された理事会においても、金融政策は現状維持で据え置かれた。

総裁会見では、従来同様、先行きの景気回復シナリオを示しつつも「経済見通しには依然下振れリスクがある」との警戒感を出すことも忘れなかった。

また、短期金利の動向を注視する姿勢を示し、中期的な物価安定に関する評価と整合しない金利上昇に対しては、3年物資金供給を含め「あらゆる手段を活用する容易がある」と表明した。



政策金利¹の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の9月末時点における利回り曲線を見ると、欧米は長期ゾーンを中心に利回りの低下が見られる。米国では市場の事前観測が大いに盛り上がっていたQE3縮小が見送られたこと、ユーロ圏ではECBのドラギ総裁がたびたび追加緩和に含みを持たせていることが金融緩和の長期化観測として影響している可能性がある。なお、日本については従来同様、殆ど変化が無い。2年以内の日銀の利上げは全くと言っていいほど織り込まれていない。

3. 金融市場（9月）の動き：ドル円弱含み、ユーロドル急上昇、金利は低下

（10年国債利回り）

9月の動き 月初0.7%台前半からスタートし、月末0.6%台後半に。

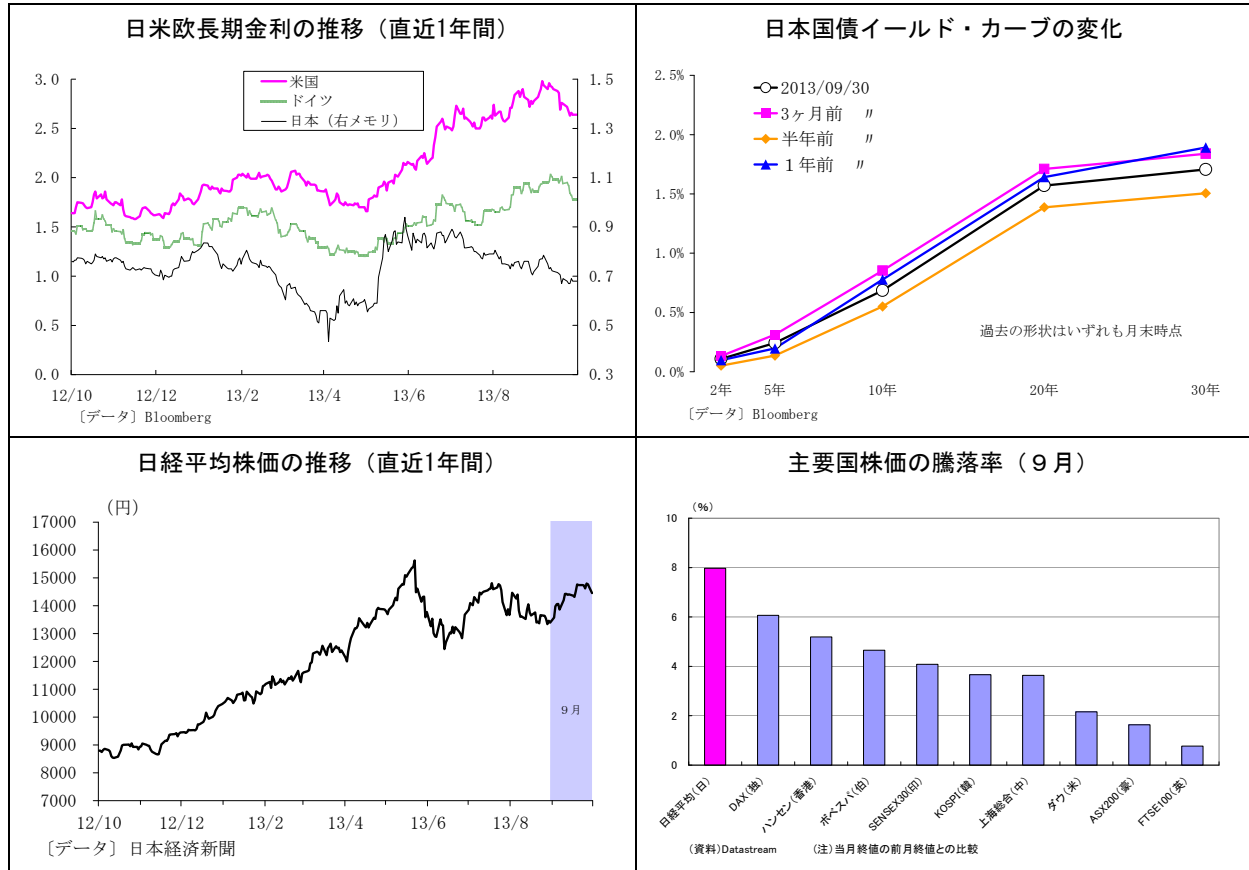
月初、シリア情勢の懸念後退に伴って上昇基調となり、6日には0.8%目前となる。その後は日銀オペで投資家の債券需要の強さが確認されたことを受けて低下に転じ、10日には0.7%台前半に戻る。しばらく同水準での推移が続いたが、米QE3縮小見送りを受けた米長期金利の大幅低下を受けて、19日に0.7%を割り込む。高値警戒感が燻るものの、月終盤には米財政協議難航に伴うリスク回避姿勢の強まりもあって、月末まで0.6%台後半での推移が続いた。

当面の予想

米暫定予算問題に伴う一部政府機関の閉鎖や債務上限問題で市場のリスク回避姿勢は強まって

¹ 日銀は4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

いる。米議会において早期に合意される見通しはなく、少なくとも債務上限問題の期限とされる10月中旬までは金利は低下余地を探る展開になりやすい。ただし、既に高値警戒感も出てきているため、これ以上の明確な低下トレンドも出ないだろう。債務上限問題はぎりぎり妥協策がとられるとみられ、今月下旬にはリスク回避の後退に伴う反動で、長期金利は多少水準を切り上げると見る。



（ドル円レート）

9月の動き 月初98円台後半からスタートし、月末97円台後半に。

月初、シリア情勢への懸念後退に伴うリスク回避後退で円が売られ、3日には99円台後半となる。その後も東京五輪の決定というリスクオン材料や米QE3縮小期待を反映する形でドルが高値をキープ、11日には一旦100円台に乗せる。翌12日に豪雇用統計悪化を受けて99円台に戻した後は、米FOMCを控えて膠着気味に。18日の米QE3縮小見送りを受けて、その後はリスクオンの円売りと米金利低下のドル売りが交錯する形となり方向感を消失、98円台前半から99円台後半で一進一退となる。月末は米財政問題への懸念が高まり、97円台後半で着地した。

当面の予想

10月に入って米政府機関の一時閉鎖が現実のものとなった。現在も閉鎖が続いており、本日公表予定であった米雇用統計の発表が先送りとなるなど、混乱が続いている。結果、足元のドル円は97円台前半となっている。また、今月中旬には米債務上限問題も佳境を迎えるが、米議会での協議難航が予想され、ドル安圧力が強まりそうだ。ただし、債務上限問題はぎりぎり妥協策がとられるとみられることに加え、日本で中旬に臨時国会が召集され成長戦略の肉付けが期待されることから、月の下旬には100円回復こそ難しいものの、やや円安方向に戻すと見ている。

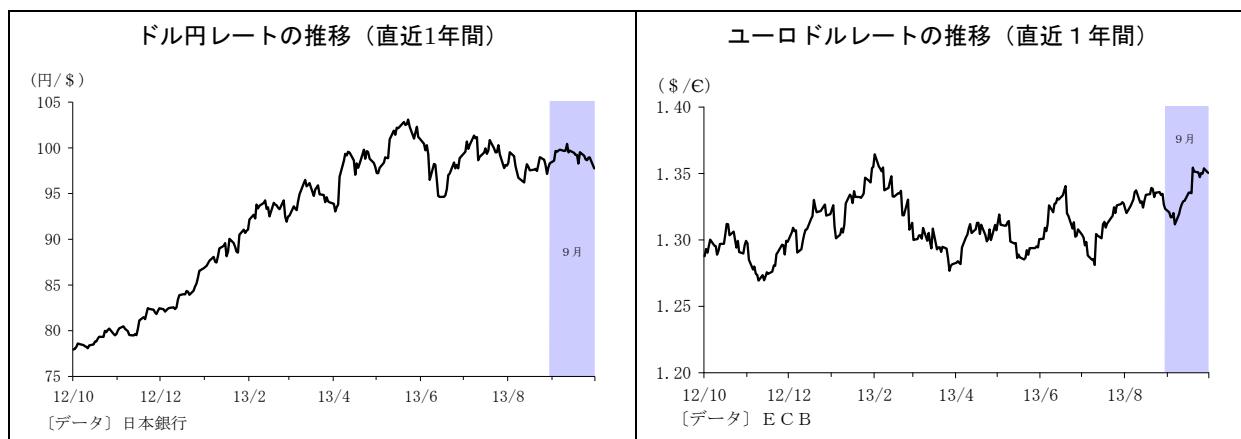
（ユーロドルレート）

9月の動き 月初1.32ドル台前半でスタートし、月末は1.35ドル台前半に。

月の上旬は米景況感指数の改善等でドルが買われ、ユーロが弱含む。9日にかけて1.31ドル台を中心に推移。その後、シリア問題の前進を受けたリスクオンでユーロが買われ、10日には1.32ドル台を回復。その後も、サマーズ氏のFRB次期議長候補辞退などを受け、ユーロは上昇基調をキープ。18日には米QE3縮小見送りを受けて、ユーロがドル安の受け皿となる形となったことで1.35ドル台へと急騰。以降も月末にかけて1.35ドル近辺での高値を継続した。

当面の予想

10月のECB理事会後の総裁会見にて、ユーロ高が明確に牽制されなかったこともあり、足元は1.36ドル近辺までユーロ高が進行している。ただし、現在のユーロ高は上記のとおりドル安の受け皿という側面が強く、ユーロ自体が積極的に評価された結果とは言えない。月下旬には米財政問題の緊迫感緩和に伴って、資金がユーロからドルに逆流しそう。従って、当面のユーロドルは高値を維持した後には下落すると予想している。



金利・為替予測表(2013年10月4日現在)

		2013年		2014年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	
	10年金利 (平均)	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	
ドル円	(平均)	99	100	102	103	104	
ユーロドル	(平均)	1.33	1.32	1.30	1.30	1.30	
ユーロ円	(平均)	131	132	133	134	135	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。