

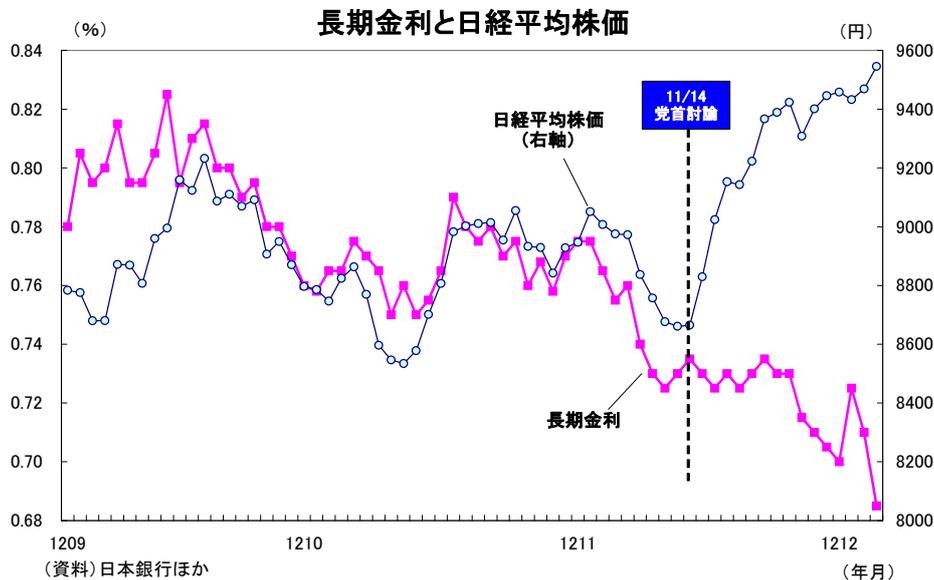
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(12月号)

～総選挙後の長期金利の行方

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(長期金利)** 衆議院解散表明以降、金融緩和強化観測の高まりで長期金利が低下している。債券市場は金融緩和のうち国債買入れ増額という側面を金利低下要因とみなす一方、緩和の目的であるデフレ脱却には懐疑的なようだ。実際、これまでの金融緩和にもかかわらず市中のマネー量増加は鈍く、「お金の目詰まり状態」が起きている。この目詰まりを解消するには成長力強化が必要だが、各党の選挙公約を見ても具体的な言及は少ない。市場が確実性の高い国債買入れ増額は信じる一方でインフレ期待を高めないとしても無理のない話だ。総選挙後もこの構図は変わらず、金融緩和強化は単なる金利低下圧力として当面働き続けそうだ。ただし、だからといって長期金利が上昇しないわけではない。米経済が財政の崖に目処をつけて回復基調を強めることで米長期金利が上昇し、裁定を通じて国内長期金利の上昇を促すシナリオも十分考えられる。
2. **(日米欧金融政策)** 11月の金融政策は日米欧ともに動きなしとなった。今月はFRBが再び追加緩和に踏み出す可能性が高まっているうえ、選挙を経た政治からの強い緩和圧力も予想され、19～20日の日銀決定会合にはとりわけ注目が集まりそうだ。
3. **(金融市場の動き)** 11月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドルは横ばい、長期金利は低下という結果となった。当面の予想は、ドル円は今月中旬に一旦調整入りと見るが波乱含み、ユーロドルは弱含み、長期金利は横ばい圏内で低迷と見る。



1. 長期金利：総選挙後の行方

11月14日の衆議院解散表明以降、金融緩和が各党政策の大きな焦点となり、安倍自民党総裁発言を手がかりとする金融緩和強化観測の高まりで円安が進行、株価は大幅に上昇した。通常、株価上昇は債券価格下落（金利上昇）要因となるため、株価と10年国債利回り（以下、長期金利）は連動することが多い。11月も直前までは両者の動きがほぼ一致していたが、14日を境に大きく乖離した（表紙図表参照）。長期金利は株高にもかかわらず低下基調を示し、直近では0.7%をも割り込んでいる。

（緩和強化観測で長期金利低下の意味合い）

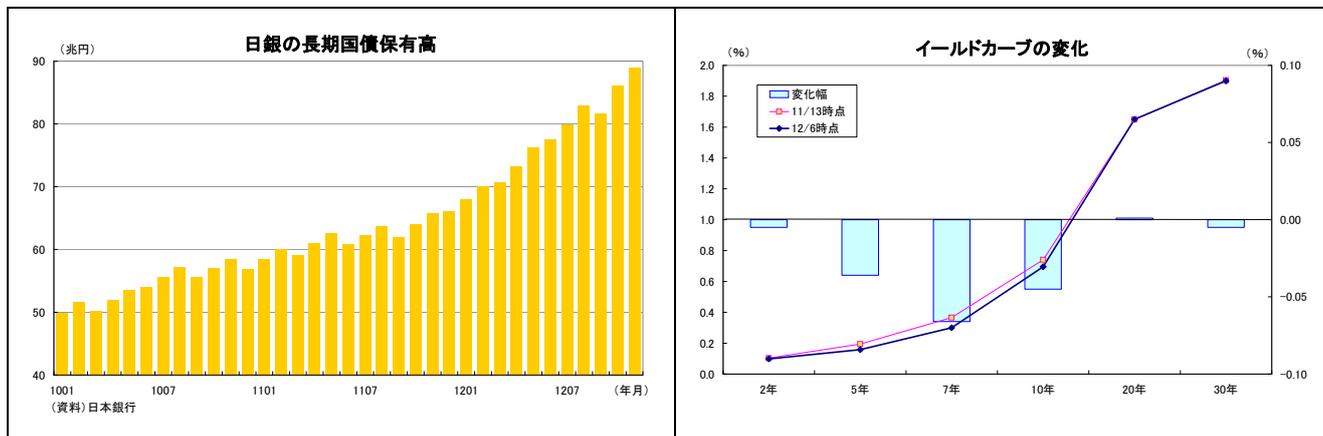
この長期金利の反応が意味するところは何か。金融緩和強化には複数の側面があるため分けて考えてみる。

まずは国債買入れの増額という側面だ。既に日銀が実施してきたことではあるが、資産買入等基金を拡大して国債買入れ増額を行えば、債券市場での需給がタイト化するため金利低下圧力となる。現在、同基金では年限3年までの国債を購入しており、一足飛びに10年債購入に動くとは思えないが、仮に5年債にまで対象が拡大すれば、イールドカーブを通じて長期金利への低下圧力となる。市場はこのシナリオを織り込みに行っているとみられる。

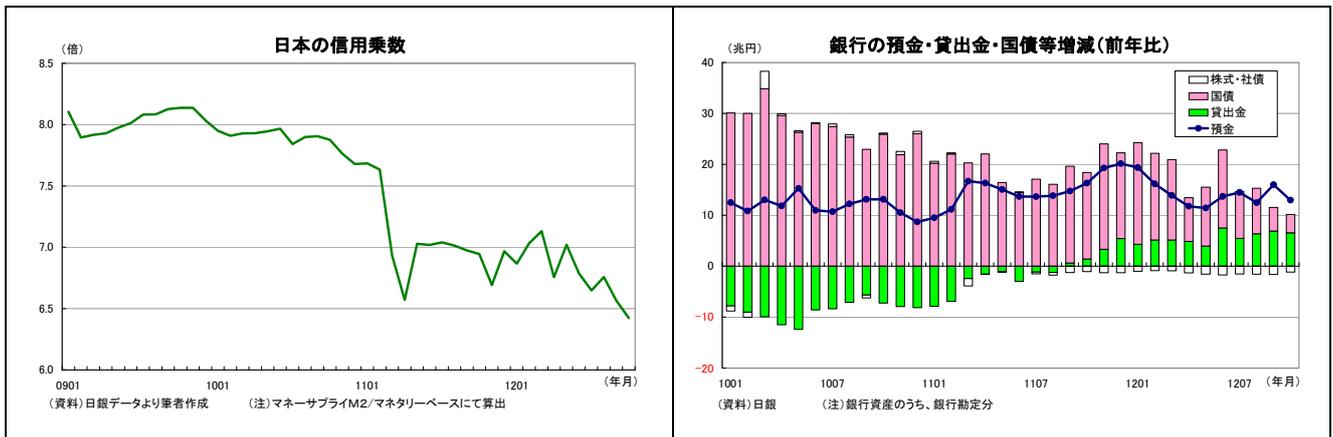
ただし、そもそも金融緩和を強化するのは「デフレ脱却」のためであり、国債買入れ増額も含めた緩和強化の結果として「デフレを脱却する」という予想が成り立てば、インフレ期待の高まりでむしろ金利上昇が促されるはずだ¹。また、自民党は公共工事に前向きな姿勢を見せているため、国債買入れ増額と財政支出拡大がセットになることによる財政ファイナンスへの懸念がリスクプレミアム拡大として金利上昇圧力となってもおかしくはない。

実際、債券市場全体の11月14日以降の反応を見ると、10年債以下では金利低下がみられる一方で20年債以上の金利は横ばいであり、イールドカーブ（利回り曲線）はスティープ化している。20年以上の超長期ゾーンは価格変動リスクが相対的に大きいため、将来のインフレや財政支出拡大に伴うリスクプレミアム拡大に対する警戒感が出ている可能性がある。しかしながら、市場の厚みがあり、期間も長い10年債において金利が低下するという事象からは、「国債買入れ増額は予想するが、その目的であるデフレ脱却には懐疑的で、財政懸念もさほど気にしていない」という市場参加者のスタンスが見える。

財政懸念が高まらないのは3党合意に加え、主要政党ともに財政再建の必要性を示しているためと推測されるが、デフレ脱却に懐疑的なのは何故か。



¹ 教科書的な国内長期金利の式は、長期金利＝期待潜在成長率＋期待インフレ率＋リスクプレミアム



日銀の白川総裁は先月の講演「デフレ脱却の道筋」の中で、金融緩和政策の波及経路について以下のように説明し、現在は第1段階を実現、今後の第2段階実現がデフレ脱却の鍵であると述べている。

- ・第1段階：金融緩和により企業が十分な資金を低コストで調達できる緩和的な金融環境を作り出す
- ・第2段階：企業や家計が緩和的な金融環境を実際に活用して資金を調達し、投資や支出の増加を通じて、経済・物価の好転に繋がる

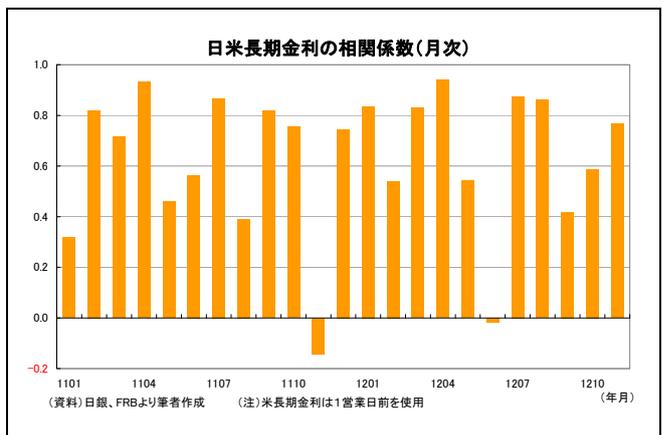
実際、日本の市中（銀行除く）にあるお金の量を示すマネーサプライ（M2）を日銀の資金供給量（紙幣＋貨幣＋日銀当座預金）で割った信用乗数は低下しており、日銀が供給した資金があまりうまく世の中に出回っていない姿が確認できる。この1年間で見ても、10月のマネタリーベースは前年比で10.6%増加しているが、M2の増加率は2.3%に過ぎない。一言でいえば「お金の目詰まり状態」だ。金融緩和強化と言って国債を買い、どれだけ日銀当座預金を積み上げたところで、お金が市中に回らないのであれば、その効果は投機的円安による輸入物価上昇が起きるかどうかとといった程度に留まり、デフレ脱却への寄与は限定的になるだろう。

このお金の目詰まりを解消するには、成長力強化による成長期待の高まりが必要だと考えられるが、各党の選挙公約を見ていると、色々な方面への配慮もあって成長力強化に関する具体的な言及は少ない。債券市場が確実性の高い国債買入れ増額は信じる一方でインフレ期待を高めないとしても無理のない話だ。

また、成長期待が低いことは銀行の「金余り」に直結する。企業はいくら低金利であっても成長しない市場には借金してまで投資しない。最近では徐々に貸出が増えつつあるが、負債サイドの銀行預金の流入量に対してはまだ足りない。余ったお金が債券へと流れやすい環境は一貫して続いている。

総選挙後、どのような政治的枠組みとなっても国債買入れ増額期待が続くのはほぼ確実。従って、インフレ期待とリスクプレミアムが長期金利の行方を左右すると考えられる、

具体的には、「インフレ期待が高まるような具体策が出てくるか」、「財政規律が損なわれるのか」であるが、筆者の見立てでは、どちらも急な展開は起こらず、金融緩和強化はこれまで同様に単なる金利低下圧力として当面働き続けそうだ。



ただし、だからといって今後とも長期金利が上昇しないわけではない。最近では総選挙と結び付けて市場を見る向きがどうしても多いが、日米長期金利の連動性が崩れているわけではない。米国経済が財政の崖になんとか目処をつけて回復基調を強めることで米長期金利が上昇し、市場の裁定を通じて国内長期金利の上昇を促していくシナリオも十分考えられる。

また、年明けにも予想される補正予算が市場の予想以上に大規模化すれば、財政懸念が大きく高まることは無いにせよ、債券売り（金利上昇）材料となり、金利に水準調整が入る可能性もある。

2. 日米欧金融政策(11月)：日米欧ともに動きなし

(日銀) 維持

日銀は11月19～20日に開催された決定会合で現行の金融政策を維持した。

景気の現状判断については「弱含みとなっている」と前月末展望レポートでの表現を踏襲。先行きについては、「緩やかな回復経路に復していく」という回復シナリオは維持しつつも、当面については、前回の「横ばい圏内の動きにとどまる」から、今回は「弱めに推移する」へと下方修正している。

9月、10月と連月で追加緩和を実施しただけに、「さすがに今回は様子見だろう」という市場の事前予想とおりの結果であった。

決定会合後の総裁会見では、日銀に対する一段の金融緩和を求める安倍自民党総裁の発言に対する質問が相次いだ。白川総裁は一般論と断った上で、「建設国債の日銀買取り」、「2～3%の物価目標」、「日銀当座預金へのマイナス付利」について否定的な見解を示し、日銀の独立性尊重への理解を求めた。こちらも予想通りの対応であった。

なお、10月30日に開催された決定会合の議事要旨が11月26日に公表された。その中で、現在「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで」とされている強力な金融緩和推進のコミットメントについて、民間出身の佐藤委員から「1%を安定的に達成するまで」に変更すべきとの議案が提出されたことが明らかになった。反対多数で否決されたものの、同じく民間出身の木内委員は賛成にまわっており、日銀内部でも積極緩和派が存在感を増している構図が鮮明になっている。

12月にはFRBが再び追加緩和に踏み出す可能性が高まっているうえ、選挙を経た政治サイドからの強い緩和圧力も予想され、19～20日に行われる日銀決定会合にはとりわけ注目が集まりそうだ。

(FRB) 維持(開催なし)

11月はもともとFOMCの開催が予定されていない空白月にあたり、金融政策の変更は無かった。

次回12月11～12日のFOMCでは、①大統領選が終わり金融政策変更の制約が無くなったこと、②年末に“財政の崖”を控えていること、③6月から実施しているツイスト・オペ(期間3年内の国債を売却する一方、6年以上の国債を購入するオペ)が年内に終了することから、FRBが再び追加緩和に踏み切る可能性が高い。

FRBは前回10月のFOMC声明文でも、労働市場の見通しに十分な改善がみられない時には、「QE3継続に加えて追加の資産購入や必要に応じその他の政策手段を導入する」と追加緩和への含みを残している。また、11月14日に公開された同FOMC議事録では、多くの委員が「ツイスト・オペが期

限を迎えた後も追加的な資産買い入れが必要になる公算が高い」との認識を示したことが明らかになっている。

その意味で本日発表の米11月雇用統計は判断材料としての重みを持つ。FRBが「雇用の改善が不十分」と判断することを正当化する内容であれば、追加緩和へ踏み切る可能性がさらに高まる。

(ECB) 維持

ECBは11月8日に開催された定例理事会にて政策金利の0.75%での据え置きを決定。その他の政策についても特段の変更はなかった。

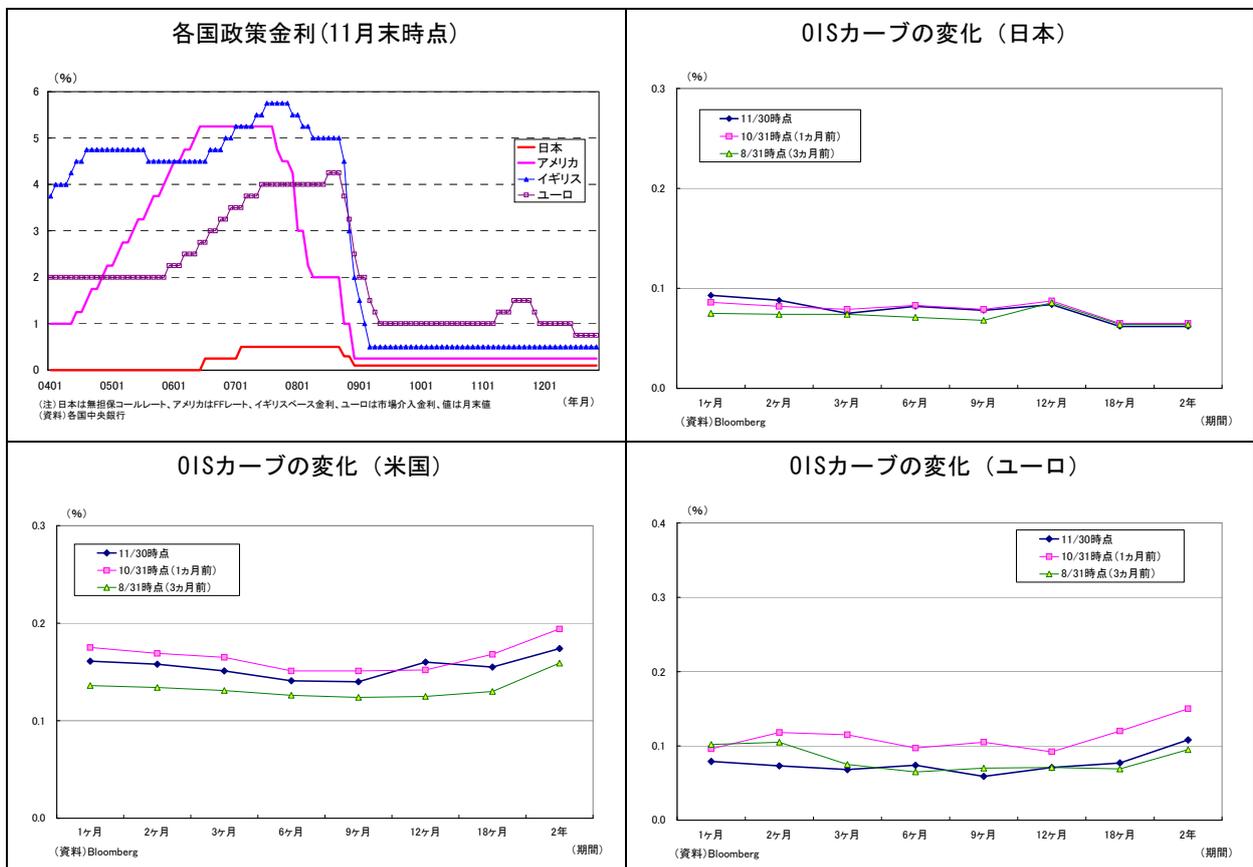
声明文では、景気の見通しについて「ユーロ圏の経済活動は弱いままであると予想される」とし、具体的には「年末にかけて改善する兆候はない」、「来年も成長の動きは弱いと予想される」、「経済見通しを巡る下振れリスクがある」など、厳しい文言が随所に散りばめられた。

理事会後の総裁会見でも、金融市場については、財政危機国向けの新たな国債買い入れプログラム(OMT)によって「改善した」というアピールをする一方で、12月に予定されている経済見通しの改定については、下方修正を示唆した。

その後、今月6日に開催された定例理事会でも、ECBは政策金利の据え置きを決定した。ただし、総裁会見にてドラギ総裁が金利について幅広い議論が行われたことを明らかにし、現在ゼロ%になっている中銀預金ファシリティ金利の引き下げについても討議したことを認めた。

また、同時に四半期に一度の経済見通し改定において、2012~2013年の成長率見通しを下方修正している。

同理事会ならびに総裁会見を受けて、市場では来年初頭の追加利下げ観測が高まっている模様。



政策金利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 11 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は先月末から殆ど変化が無いが、欧米では全体的にやや下方シフトしている。米国については、大統領選においてオバマ氏が勝利したことで金融緩和路線継続が意識されたこと、欧州では景気弱含みから追加利下げ期待が高まってきたことがイールドカーブの押し下げに作用している可能性がある。

3. 金融市場(11月)の動き：円安・金利低下が顕著に、ユーロドルは横ばい

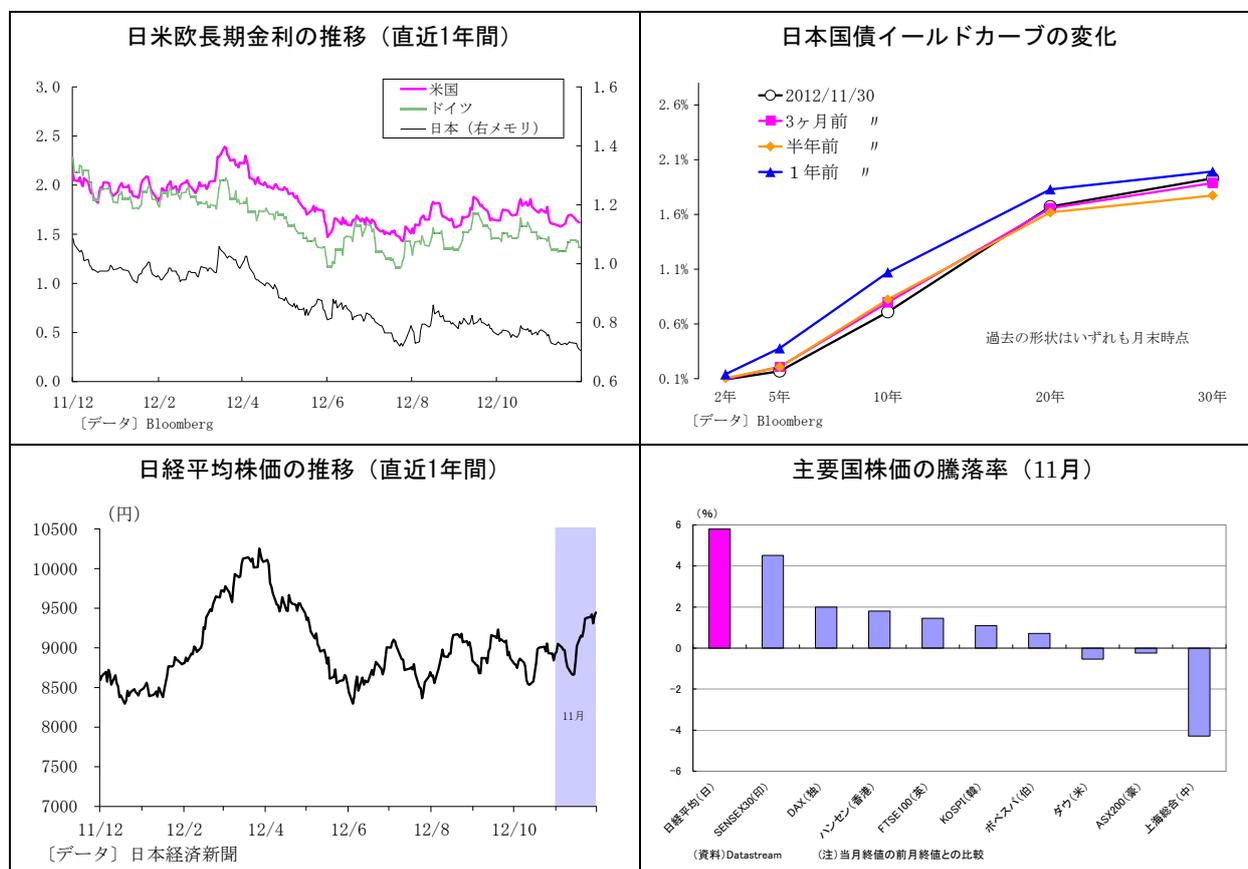
(10年国債利回り)

11月の動き 月初0.7%台後半からスタートし、月末0.7%間際に。

月初0.7%台後半で推移した後、欧米景気の不透明感やオバマ米大統領再選を受けて8日に0.7%台前半へと低下。以降0.7%台前半での推移が続く。14日に野田首相が衆議院解散を明言して以降、円安に伴う株価上昇が金利上昇圧力となったが、同時に次期政権による金融緩和強化が金利低下として働き、長期金利の膠着状態が続く。月終盤には米財政の崖への懸念や金融緩和期待のさらなる高まりから低下し、月末は0.7%間際で着地した。

当面の予想

12月債券市場の焦点は衆議院選挙とその後の枠組みだが、主要政党は濃淡の差こそあれ金融緩和強化を日銀に求めていく点では一致しており、日銀の国債買入れ増額が市場で強く意識される。当面は財政の崖問題を抱える中で米長期金利も上がりにくいいため、国内長期金利は低位で推移するだろう。ただし、来年初にも予想される補正予算編成で大規模補正が見えてくれば、国債増発、財政悪化懸念から一時的に上方への金利水準調整もあり得る。



(ドル円レート)

11月の動き 月初80円近辺からスタートし、月末82円台半ばに。

月初、80円台前半での推移が続いたが、米財政の崖とギリシャの債務問題に伴うリスク回避の動きで8日には80円を割り込み、9日以降は79円台半ばで推移した。その後14日に野田首相が衆議院解散を明言したのを受けて、自民党政権による金融緩和強化観測から15日には80円台へ。さらに安倍自民党総裁の度重なる金融緩和への踏み込んだ発言を受けて円は下げ足を速め、22日には82円台半ばへ。輸出企業による月末の円買いにより28日には一旦81円台へと円が上昇したが、根強い緩和期待や米財政の崖への悲観後退などで、月末は再び82円台半ばとなる。

当面の予想

現在のドル円水準は金融緩和への期待を強く織り込んでおり、総選挙の結果とそれを受けて市場がどう反応するかが当面の最大の焦点。また、米財政の崖の展開が読みにくい中、12月FOMCの追加緩和も予想されるため波乱含み。FOMC、総選挙のある中旬にドル円は一旦調整で下落というのが筆者のメインシナリオだが、日銀緩和期待は繋がれ、貿易赤字も意識される中でドルが底割れる可能性は小さい。一方、米国金利の大幅上昇がまだ見込めない現状では、大幅な円安進行シナリオも期待薄。

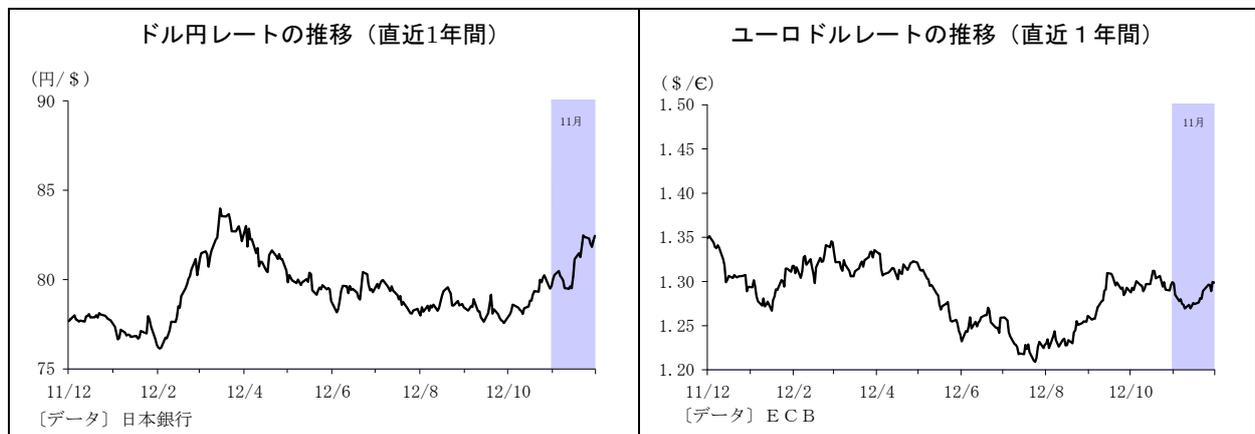
(ユーロドルレート)

11月の動き 月初1.29ドル台後半でスタートし、月末も1.29ドル台後半に。

月初からギリシャ支援を巡る不透明感を受けてユーロは弱含み、5日には1.27ドル台へ下落。9日には1.26ドル台となる。12日のユーロ圏財務相会合でギリシャへの金融支援が先送りされたことで、その後も1.27ドル台での推移が続く。ただし下旬に入ると、要人発言などからギリシャ支援合意への期待が高まり、23日には1.29ドル台を回復。27日には実際に追加支援合意に至ったことで、月末まで1.29ドル台が継続。

当面の予想

12月に入り1.31ドル台へ上昇した後、利下げ観測の高まりで足元は1.29ドル台。財政の崖の期限が徐々に近づいてきたドル、総選挙決定で緩和強化期待が高まっている円ともに買いづらさがあり、「ギリシャ支援の合意」という目立った好材料があったユーロが消去法的に高値を維持している印象。しかし、じきにこの構図は崩れるはず。その際はユーロ圏のファンダメンタルズの弱さと払拭できない債務危機の不透明感が意識され、ユーロドルは弱含む可能性が高いと予想。



金利・為替予測表(2012年12月7日現在)

		2012年		2013年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	コールレート(期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利(平均)	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
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)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利(ドイツ、平均)	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1
円ドル	(平均)	79	81	82	82	83
ユーロ・ドル	(平均)	1.25	1.29	1.28	1.27	1.26
円・ユーロ	(平均)	98	104	105	104	105

(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。