

2024. 6. 4



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

落ち着きどころを探る長期金利 ～1%台後半までの上昇ならありうる～

ポイント

- 足元の債券市場は、市場の力で動けるようになった長期金利が、経済状況に見合った居所を自力で探っている段階。現時点で景気への悪影響についての過度な懸念は不要とみる
- 黒田体制下で問題になっていた副作用の多くが、解消に向かう過程でもあり、金利上昇はむしろ望ましい動き。過去の水準と現在の市場環境のバランスから見て、1%台後半までの上昇は視野に入れる必要
- 為替相場で大きく円高が進まない限り、日銀は6月に国債買い入れの減額等に踏み切る可能性

1. 長期金利が1.1%まで上昇

5月30日の債券市場で、10年国債利回りが一時1.1%にまで上昇した。2011年7月以来の水準となる。2回にわたる政府の円買い介入や、植田総裁の発言のトーンの変化、5月13日の定例オペにおける国債買い入れの減額などを経て、日銀が円安対策に本腰を入れるとの観測が市場で高まっていることが背景にある。現行の金融政策の運営方針では、長期金利が急激に上昇する場合、「機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」ことになっているが、円安対応の必要上、よほど急激な動きでない限り長期金利の上昇は容認されているとみなされていることも、売り方の安心感を誘っている。

長期金利の上昇が、景気回復を阻害する可能性が懸念されているが、現時点でそこまで心配する必要はないのではないか。動きはあくまで緩やかで、相場がオーバーシュートするような気配は今のところまったくない。イールドカーブ・コントロール（YCC）の解除により、市場の力で動けるようになった長期金利が、経済状況に見合った居所を自力で探っている段階とみなすこともできる。長短金利差の拡大で、金融システムも安定に向かう可能性が高いことを考えれば、むしろ望ましい動きとも言える。黒田緩和下で問題になっていた副作用の多くが、ようやく解消に向かう過程にあるということである。

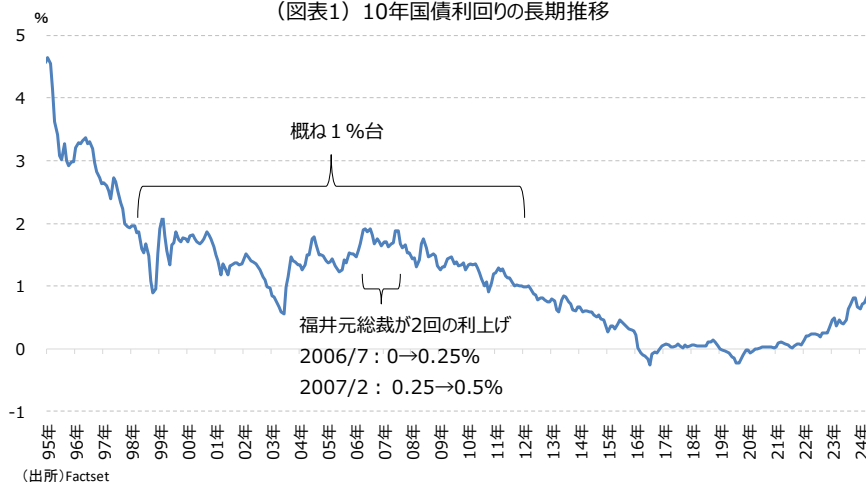
2. 1%台後半までの上昇はありうる

0%台の水準に目が慣れてしまったことで、1%に届いただけでずいぶん上がったように見えてしまうのは筆者だけではないだろう。ただ、振り返れば1998年から2011年まで、長期金利はかれこれ13年の長きにわたり1～2%を中心レンジとして動いてきた経緯がある（図表1）。持続的に1%を割り込むようになったのは、白川元総裁が「包括緩和」の枠組みのもと、「資産買入等の基金」を数次にわたり増額するなど、追加緩和策を一段と強化した2012年以降のことである。この13年間の大半がゼロ金利政策下にあったが、2006年に当時の福井総裁がいったんゼロ金利を解除した前後に10年国債利回りは2%にワンタッチした経緯がある。上昇余地として

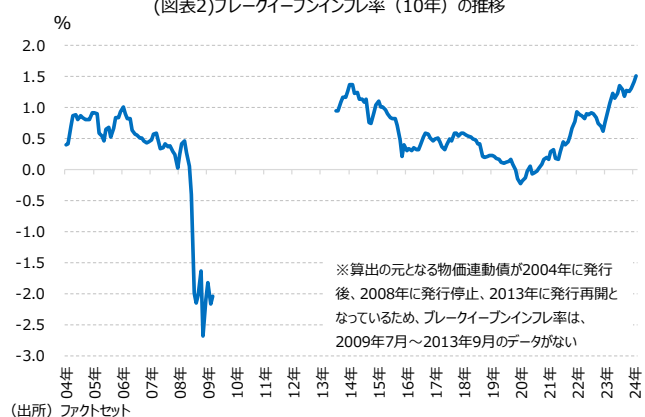
はこれが一つの目安となる。当時よりも長期金利を押し上げる要因があったとしたら、インフレ期待である。ブレイクイーブンインフレ率で計ったインフレ期待は当時より 0.5%程度高い（図表2）。反面、押し下げ要因も多い。日銀が4月の展望レポートで示している試算によれば、日銀の国債買い入れによる長期金利の押し下げ効果が、いわゆるストック効果を中心に足元では▲1%程度ある。2006年当時ほぼゼロだった。また、実質中立金利は当時より下がっている可能性が高い。中立金利自体、かなりの幅を持つてみる必要がある概念だが、少なくとも当時より今の方が上がっているとの分析は見当たらない。当研究所の試算では、おそらく1%前後は下がっている。差し引きすると0.5%が足元の10年国債利回りの適正水準ということになる。これは過去2年間の平均レベルであり、ある意味面白みのない結果である。しかし、ここ数週間は、日銀の追加利上げが前倒しされる可能性や、国債買い入れが今後減っていくとの観測（日銀が試算で

用いている数字も今後2年の予想ベース）、米金利の高止まり等が追加的な押し上げ要因になっているとみられる。今後は、金利上昇を待っている機関投資家の投資行動がどこで積極化するかなど、需給面の動向もポイントになるが、そう遠くない過去に経験した水準であれば、市場の目が慣れるのは早く、1%台半ばから後半までの上昇であれば視野に入れておくべきと考える。インフレ目標の達成が現実のものとなれば2%超もありうるが、現時点ではそこまでは難しいとみている。

(図表1) 10年国債利回りの長期推移



(図表2) ブレイクイーブンインフレ率(10年)の推移



3. 6月決定会合に注目

短期的には、市場が織り込みつつある日銀のタカ派的姿勢が本物かどうか焦点となる。日銀が6月あるいは7月の決定会合で動くかどうかは、あくまで為替相場次第である。会合までに、150円/ドルを割り込むようなレベルにまで大きく円高が進むようであれば、急いで動く必要はまったくない。日銀にとっては、賃金と物価の好循環を見極める余裕が生まれる。ただ、そのためには今後米国でかなり弱い経済指標が連続することが条件になる。ここまでの米国経済が、大方のエコノミストの予想を上回る底堅さを示してきたことを考えれば、過大な期待はできない。

元はといえば、植田総裁の4月26日の定例会見における記者との会話のキャッチボール上の齟齬で円安が加速し、財務省が円買い介入に動かざるをえなくなった経緯がある。日銀に罪滅ぼしが要求されているわけではないだろうが、もし6月会合もゼロ回答で、それで円安に拍車がかかるようなことになれば、政治サイドからの植田総裁への信頼感がさらに揺らぐのは避けられない。少なくとも為替相場が現状のような動きを続ける限り、何もしないという選択肢はないのではないかと。最低限、国債の買い入れの減額であろう。そのうえで、7月に追加利上げというのが現時点での当方のメインシナリオである。ただ、この辺りまでは市場はすでに織り込みつ

つあるとみられ、為替相場が「噂で買って事実で売る」的な動きを示す可能性も捨てきれない。したがって、6月に追加利上げの可能性もないわけではない。問題は大き義名分で、円安が基調的な物価上昇率に影響を与えていると言えることが条件になる。この点、6月会合の時点では、4月までの主要経済指標しか確認できないことがネックとなる。昨年4月の時点では、春闘の賃上げ率は約2割の企業にしか反映されておらず、4月の個人消費が急回復する展開は考えにくい。どのみち個人消費には慣性効果が働くため、トレンド変化を確認するには一定の時間がかかる。7月会合でもひと月分のデータが追加されるにすぎないが、賞与の支給が一通り進んだ後の開催となるため、一段と消費回復ムードが上向いている可能性もある。7月の個人消費の動向が主要統計から確認できるのは8月末以降だが、民間の調査会社が発表している各種のオルタナティブデータ（POSデータ、クレジットカードデータ等）から、ある程度趨勢が見えてくるかもしれない。そもそもマイナス金利の解除も見切り発車的だった経緯を考えれば、個人消費の回復の証拠を待たなくても、高めの伸びが確実視される賞与水準自体を「賃金と物価の好循環の兆し」だとして追加利上げに動くこともできなくはない。

今のところ、日銀から当面の金融政策に関する目立った情報発信はない。内田副総裁が5月27日の講演で、デフレ脱却に向けた道りは順調だとし、スライドの最後で、「This time is different（今回は違う）」と締めくくったというが、6月追加利上げの布石というほどの感じはしない。もっとも、為替市場に与えるインパクトを重視するなら、マイナス金利解除の時ほどの明確な織り込ませ方は目指さない可能性もある。露骨なサプライズだと、コミュニケーションの手法がちぐはぐと批判されるのは必至で、植田総裁のやり方でもない。この点、微妙なコミュニケーション能力が要求されるが、直前まで市場の見方が割れる程度の線を狙ってくる可能性はないわけではない。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411