

米長期金利が急上昇、そして日銀は

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 2月の米長期金利は大幅上昇

2月当初は1.1%台だった米長期金利だが、その後上昇基調を強め、米国時間25日には一時1.6%台を付けるなど、50bpあまり上昇した。昨年の取引終了時ベースの最低値は8月4日の0.51%だったが、そこから半年間と同じ上昇幅を1ヵ月足らずで達成したことになる。

翌日26日の日本の10年国債利回りも一時0.18%を付け、日銀が設定する10年国債利回りの許容レンジの上限である0.2%に迫った。こちらも、0.05%前後で推移していた2月初めの時点では予想できなかった展開で、長期金利の水準に対する目線の切り上げを余儀なくされる形となっている(図表1)。

米金利上昇トレンドの根底にあるのは、ワクチン普及と大型財政出動に伴う景気のV字型回復期待である。それが、国債市場の需給悪化観測とインフレ懸念を伴いつつ拡大してきた。ただ、それまで金利上昇を無視するかのようにもともに上昇してきた株価がさすがに反応し、先週以降調整色を強めている(図表2)。FRB(米連邦準備制度理事会)が早期利上げに傾く前に、債券市場がある意味自律的に株価に歯止めをかけた形である。株価の下落を受けて金利上昇にもブレーキがかかっている。今後は株価と金利が互いに上昇に歯止めをかけ合うことも期待可能な状況で、その意味では健全な調整の範囲内の動きに見える。

株価の調整局面がどの程度続くかは予想が難しいが、現時点でバブル崩壊的な急落は予想しにくい。確かに、ワクチンが景気のV字型回復をもたらすとは限らない。また、アフターコロナの景気トレンドがある程度見えてくれば、「噂で買って事実で売る」的な動きが出てくる可能性もあるが、現状では、ワクチン普及は初期段階で、まだ株は期待で買える段階にあるように見える。ワクチン普及が人々の行動や企業の経済活動の正常化をもたらし、株価を正当化できるだけの景気の本格回復をもたらす可能性も決して低くはない。

市場の期待がオーバーシュートし、インフレ懸念が加速した場合はやっかいで、そうなれば金利上昇と株価下落の負のスパイラルに歯止めがかからなくなる展開が考えられるが、米国でそう簡単にインフレが起きるとは考えにくい。米国経済は、現状ではまだ負の需給ギャップが相当程度開いている段階にあるとみられる。実際、雇用統計を見る限り、労働市場にはかなりのスラックが残っている。また、日本のみならず、主要国で本格的なインフレを経験しなくなってから久しい。特に、金融危機後に人々の間で定着した低インフレ期待が、米国でも相当程度強固なものとなっている可能性は低くない。



多少物価の上昇ペースが早まったとしても、FRB が早めに金融引き締めを舵を切ればインフレ期待の抑制は十分可能と考えられる。それで株価の調整が深まり、景気の下振れリスクが台頭するようなことになれば、大きすぎるとの批判もあったバイデン新政権の大規模財政政策が適切だったことが明確になる。巨額の財政支出を実行することで、中長期的には、環境分野など、本来必要とされる分野に十分資金が行き渡らなくなる懸念は残るものの、現時点ではコロナ不況からの脱却を確実なものにさせるべき局面である。足元の金利環境と、FRBの政策オプションを考えれば、財政政策が有効で、米国の財政・金融政策のポリシーミックスは現状ではうまくバランスしている。財政が景気を下支えする中で、モデレートな利上げが可能なのであれば、FRBにとっては、待望の将来の利下げ余地、すなわち「のりしろ」を作ることでもできるという意味で、あながち悪いことばかりではない。

2. 日銀はどう出るか

米金利の上昇を受け、ここまですで日本の長期・超長期金利にも上昇圧力がかかっている。日銀としては、もともと長期・超長期金利の過度な低下に懸念を示していたこともあり、株価が堅調推移を続ける限りは、多少の金利上昇は静観する構えとみられる。金融政策の運営方針である10年国債利回りの0%±0.2%のレンジは遵守する必要があるとはいえ、あくまで「0.2%程度」であり、0.2%にワンタッチ

(図表3) 日銀の「点検」についての黒田総裁の1月定例会見におけるコメント

点検作業の方向性	①・大規模な金融緩和が金融環境や経済・物価情勢に及ぼした影響について、4年前の「総括的な検証」を踏まえ、その後の状況を含めて点検・YCCの枠組みのもとでの各種施策が所期の効果を挙げているかという点が重要な点検項目
	②・金融緩和が金融仲介機能や金融市場の機能度に与える影響、副作用についても改めて点検 ・金融緩和が長期にわたっており、更に継続することが予想される中で、その影響は累積的な性質を持つ点を考慮する
現時点での問題意識	① 副作用をできるだけ抑制しつつ、効果的な金融緩和を実施する。4年間の経験や現下の情勢を踏まえ、費用対効果の面でより効果的な運営ができないか模索する
	②・金融緩和の長期化が予想される中で、持続性を高めるとともに、経済・物価・金融情勢の変化が起こった際には、機動的に対応できるようにしておく ・状況の変化に応じて、よりメリハリをつけた運営を行う
	③ 点検の重点は副作用対策ではない。副作用には配慮しながら、いかに効果的な対応を機動的に行うかが問題意識

(出所)日銀資料より作成

ただけでは、指値オペ等、無理に押さえつけようとする行動は取らず、口先介入程度にとどめるかもしれない。

日銀は、3月18、19日の金融政策決定会合で、「2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検」の結果を発表予定である(図表3)。ここへきて、市場の過度な期待を戒めるような情報発信が目立ってきたが、少なくとも何もしないという選択肢はないだろう。これまで通り、ETFの買い入れ柔軟化やイールドカーブ・コントロール(YCC)の微修正が行なわれる可能性が高いとみている。今の相場環境であれば、ETFの事実上の買い入れ減少に繋がるような政策変更を発表しても、株価が急落する雰囲気はない。すでにそうした方向性の変更が行なわれることを市場もある程度織り込んでいる。一方、YCCに関しては、市場の見方は多少割れている。現時点で市場が「なんとなく」織り込んでいるのは、上下0.2%のレンジ拡大だが、個人的には、せっかく「点検」なるイベントを経るにしては、これではもったいないとの印象を受ける。2018年に上下の変動許容幅を0.1%から0.2%に拡大した際は、こうしたイベントを経たわけではなかった。また、これを0.3%や0.4%に拡大するとなると、0%の誘導目標が形骸化するとの議論も当然出てくる。今週に入り、「日銀は上下0.2%の変動幅を重視」との報道も出ているが、ターゲット金利の変更等、違った角度からの政策変更が行なわれることを示唆している可能性もなくはない。

日銀が恐れるのは、発表直後の市場が荒れることである。どのような変更を行うにしても、角度を変えれば金融緩和の強化に見えるよう「見せ方」には細心の注意を払うと考えられる。他の緩和的政策を追加する方法

もあるし、直前の市場の状況に応じ、レベルを調整した複数の政策オプションを用意している可能性もあるだろう。どう細工しても市場は深読みするので、来るべき政策変更が金融緩和の強化と受け止められる可能性は低いものの、日銀としては既存の枠組み、およびこれまでの行動との整合性について市場に説明可能な建て付けになることが重要である。よしんば会合後の日本の長期金利が上昇したとしても、ここまでそれ以上のスピードで米金利が上昇し、ドル高円安トレンドに繋がってきた状況を考えれば（図表4）、円の急騰リスクは小さく、したがって株価急落のリスクも小さい。この半年間で、日米金利差（10年国債）は約90bp上昇しており、日本の長期金利がいかに上がったとしても、それだけでこの差が元に戻ることはほぼありえない。このままあと2週間、金融市場のリスクオンの状況が続くのであれば、日銀にとって踏み込んだ政策変更を行う絶好のチャンスである。追加金融緩和とは言えない政策変更を行うにあたり、これだけ恵まれた相場環境は待ってもそうそう訪れるものではない。会合後にさらなる金利上昇が進む可能性はあるものの、イベント通過で投資家の押し目買いも予想されることから、金利上昇基調が定着する可能性は低い。

黒田総裁は今回、マイナス金利の撤廃は行なわないことも明言しているが、米国がいずれ利上げサイクルに移行すれば、日銀にとっては市場にショックを与えずマイナス金利を解除できる環境が訪れることを意味する。黒田総裁の任期中にそうした機会が訪れるかどうかは微妙だが、「点検」には黒田総裁の「立つ鳥跡を濁さず」的な姿勢も垣間見えることから、任期間際に地均しくらいであれば進む可能性はなくはない。



※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。

●照会先● 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