

最近の長期金利の動向について

日銀によるゼロ金利政策解除から1年以上経過し、景気回復も長期間にわたって続いているが、長期金利については上昇トレンドとはならず、停滞している。

本稿では、最近の長期金利の動きの背景について整理するとともに、今後の金利動向についても注目すべきポイントを追ってみる。

2007 年の長期金利の動きについて

2007 年に入ってから長期金利の動きを概観すると、前半は 1.6~1.7% 台のレンジで概ね安定的に推移。6 月に入ってから上昇トレンドに転じ、6 月中旬には 1.9% 台にまで達した。6 月に金利が大きく上昇した要因としては、①米国長期金利の上昇、②堅調な国内経済の動き、③日銀による早期利上げ期待の高まり、等が考えられる。②については、国内上場企業の決算や 1-3 月期の GDP（国内総生産）などが相次ぎ、いずれも好調に推移していることが確認された。③については、消費者物価指数がマイナスでも利上げは可能、という趣旨の日銀の福井総裁発言をきっかけに、市場関係者の期待が高まったものである。

ところがその後 7 月後半からは、米国のサブプライムローン問題に端を発する金融市場の混乱により、世界経済の先行き不透明感が一挙に拡大し、世界同時株安を引き起こした。それにより投資家がより安全性・流動性の高い投資対象を求めて動く「質への逃避」が起こり、9 月にかけて 1.5% 近くまで長期金利が急低下した。その後は FRB（米連邦準備理事会）による利下げなどを好感していったん水準を戻したが、再びサブプライムローンに関連した米国主要金融機関の相次ぐ巨額損失の計上が公表されたことなどから長期金利は低下し、足元では 1.4~1.5% 台で推移している。

(図表 1) 10 年国債の市場流通利回り(2007 年)

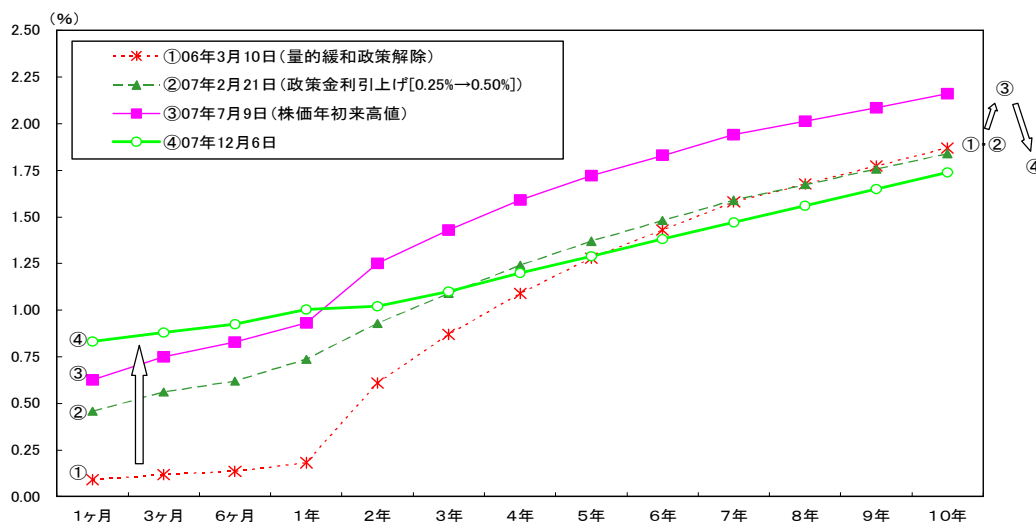


(資料) ロイター

イールドカーブはフラット化

2006年3月に日銀が量的緩和政策を解除してからの金利のイールドカーブ（利回り曲線）の推移をみると（図表2）、1年以下の短期金利については、概ね日銀の誘導金利に沿う形で段階的に上昇してきている。一方、1年超の長期金利については、ゼロ金利が続いていた量的緩和政策解除直後（グラフ①）から、政策金利の誘導目標が0.5%にまで上昇した約1年後（グラフ②）においても、ほとんど変化がみられなかった。その後、国内経済の底堅さが確認され成長期待が高まるにつれ、長期金利も上昇をみせるものの（グラフ③）、先段でみたように、サブプライムローン問題等の影響から長期金利は低下し、現在は量的緩和政策解除時点を下回る水準となっており（グラフ④）、イールドカーブはフラット化している。

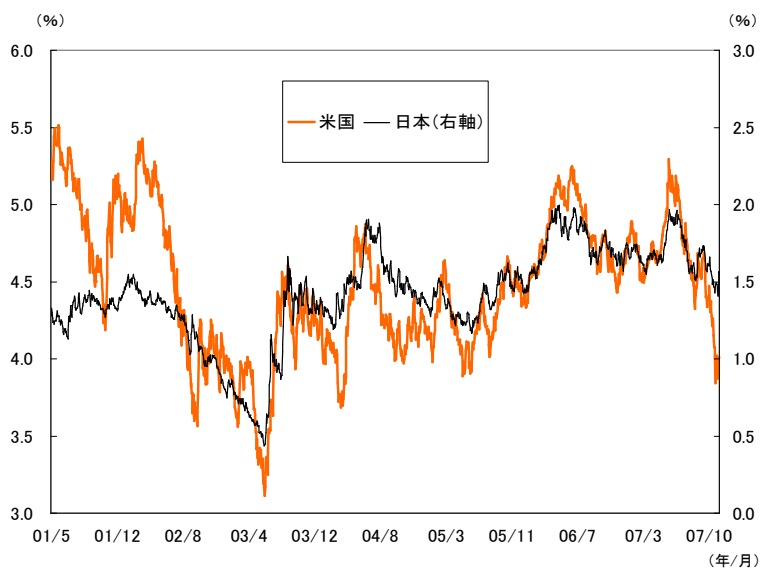
（図表2）金利のイールドカーブ



（注） 1年以下はユーロ円 TIBOR（365日換算）。2年以上はスワップレート。
（資料） ロイター

連動を高める日米の長期金利

（図表3）日米の長期金利（10年国債）



（資料） ロイター

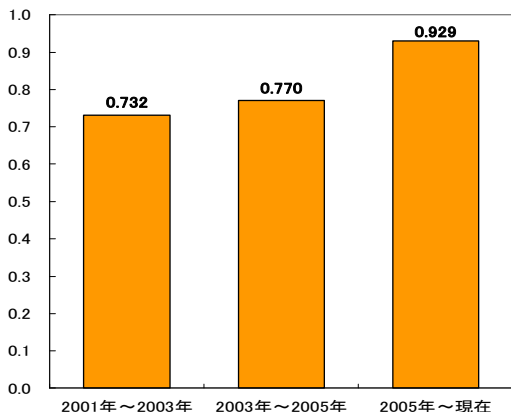
わが国が超低金利状態から脱していく中で、米国金利との連動性が高まっております（図表3、図表4）、日本の金利動向を分析する上において、米国金利の動向を把握することも非常に重要となっている。

2007年上期においては、米国経済に対して住宅市場の調整等から景気後退局面入りするとの見方もあったが、6月に雇用統計や製造業景気指数といった各経済指標で強めの数字が相次いだことから、引き続き米国経済の堅調さが確認された。これによりFRB（米連邦準備理事会）による政策金利の引下げ可能性が大きく後退し、米国金利が急上昇し、わが国長期金利も米国金利との裁定から急上昇した。

一方、足元では、サブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱が实体经济にも広く影響を及ぼすとの懸念から米国長期金利は低下し、11月下旬には4%を下回るなど約2年半ぶりの低い水準となっている。

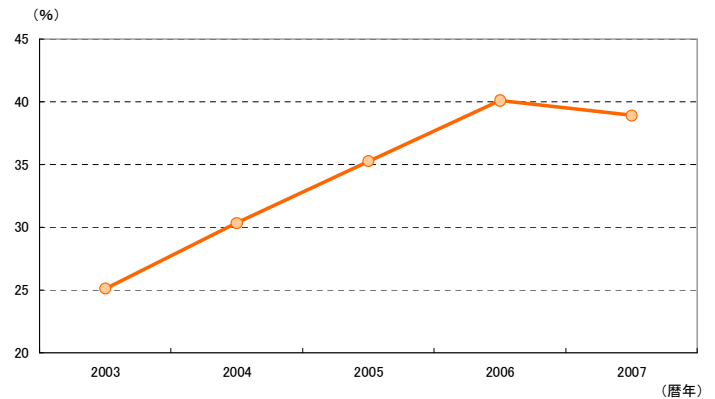
このように国内長期金利は、米国経済の動向や先行きに対する見方とともに、わが国債券市場における海外投資家ウェイトの高まりなど、金融グローバル化が進展し、直接的な影響を強く受けるようになっている（図表5）。

（図表4）日米長期金利の相関係数



（資料）ロイター、中小公庫総合研究所

（図表5）国債先物売買高における海外投資家構成比



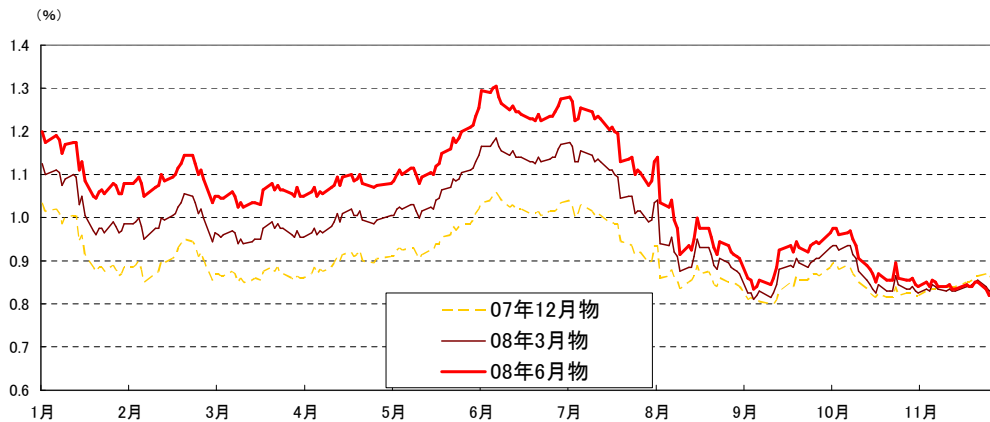
（資料）東証「投資部門別売買状況」
（注）2007年については、1月～11月までの平均

今後の金利動向について

最後に、今後の金利の動きについて、現時点（07年12月上旬）において市場関係者がどのようにみているかを概観しておく。

まず短期金利であるが、円金利先物（3ヶ月）の動きを見ると、各限月間の利回りは足元で近接している。

（図表6）円金利先物（3ヶ月）の推移

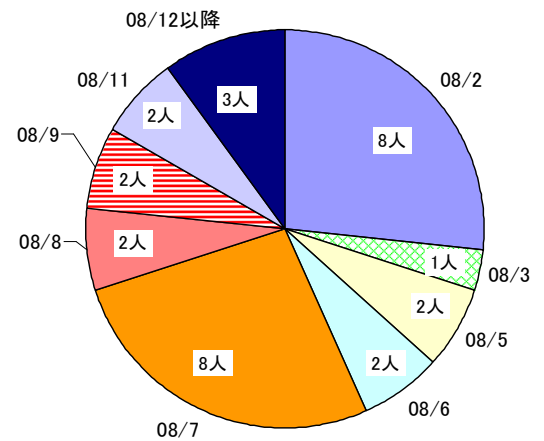


（資料）ロイター

（図表7）日銀の政策金利引き上げ予想時期

ESPフォーキャスト調査（12月）¹をみると、日銀による政策金利の引き上げ予想時期について、来年度以降との予想が約7割となっており、前回調査（11月）では約1割だったことと比べて、予想時期がかなり後ずれしてきている。月別にみても、08年7月がやや多いものの、08年を通して幅広く分散しているなど、見方が分かれている（図表7）。

以上より、来年中の利上げはあり得るであろうが、当面半年程度は安定的に推移するとみられている。



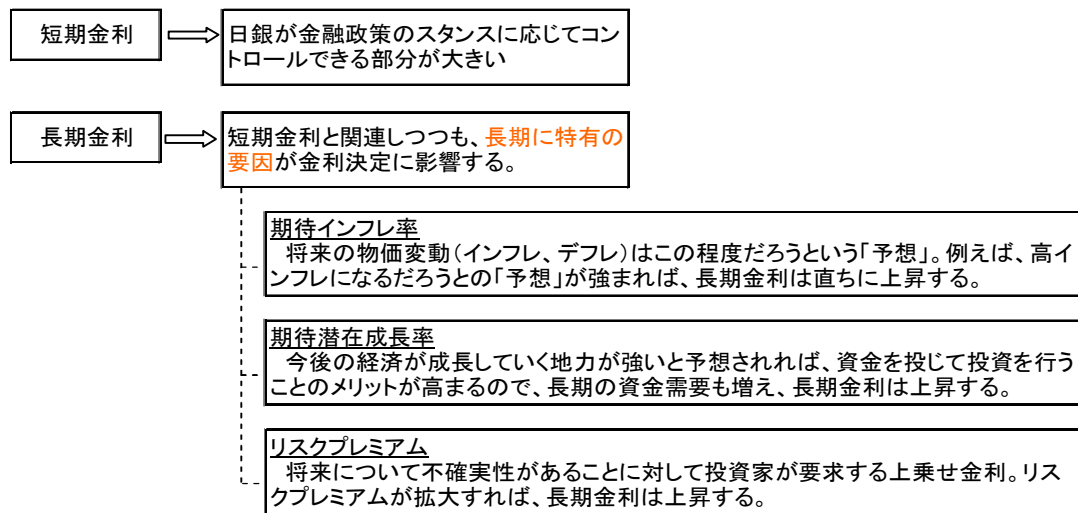
n=31人

（資料）（社）経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

¹ 経済企画協会が、36のエコノミスト・調査期間を対象に、GDP成長率や消費者物価等の予測をアンケート集計し、公表しているもの

長期金利については、その水準、方向性等を形成する要因は様々あるが、中でも重要なのが、市場参加者の将来の「予想」である（図表8）。短期金利の動向や、物価の動向（インフレになるか、デフレが継続するか）、投資収益性などに対して、今後の人々の期待が、長期金利の動きに影響を与える。

（図表8）金利の決定要因

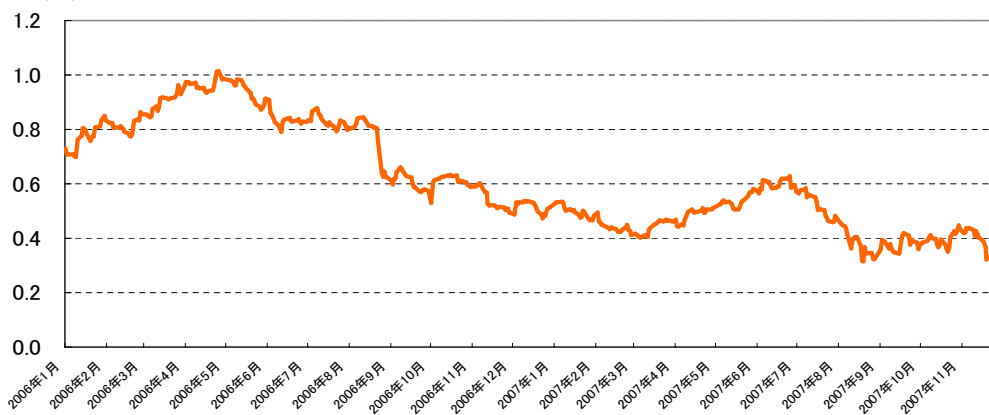


（資料）日銀 HP を参照し、中小公庫総合研究所にて作成

たとえば、期待インフレ率について、足元では原油価格が上昇し、素材価格や一部食料品の値上げの動きもみられることや、消費税率の引き上げ議論も再燃しつつあるものの、市場参加者の当面の物価判断については、弱含んでいる（図表9）。一方で、原油価格の高騰等が企業収益を圧迫し、資本投入の減少や生産性の低下等を招いたりするようであれば、期待潜在成長率は低下し、金利は下押しされる。また、先行き不透明感の漂っている米国経済の動向もわが国金利情勢に大きな影響を与える。

今後の金利の動きを把握する上において、国内外の動向に幅広く注意を払っていく必要がある。

（図表9）ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）²
（%）



（資料）ロイター

（足立 裕介）

² 10年長期国債と物価連動国債との流通利回りの差により算出。今後10年間の平均物価上昇予想を表す。市場参加者の物価見通しがタイムリーに把握できるが、物価連動国債の発行からの歴史が浅く、過半を海外投資家に依存している等、市場が未成熟であり、BEIは実感よりやや下振れしているとの指摘もある。

「中小企業動向トピックス」に関するご意見・ご要望等ございましたら、本支店窓口までお問い合わせください。

発行：中小企業金融公庫 総合研究所 ホームページ <http://www.jasme.go.jp/>