

2005 年 3 月 11 日

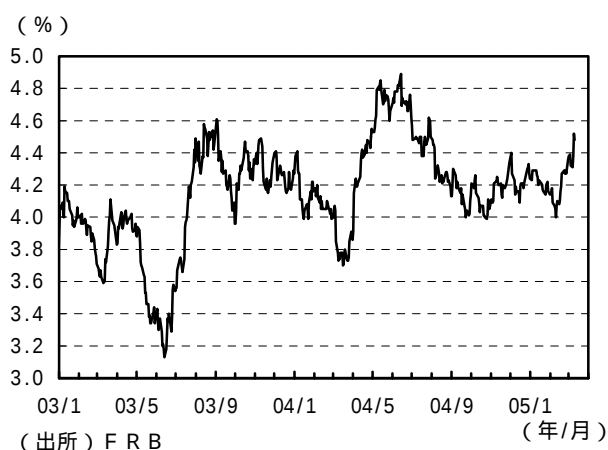
上昇に転じた長期金利～長期債市場の「謎」は消えたか？

調査部 高山 真 (shin.takayama@ufji.co.jp)

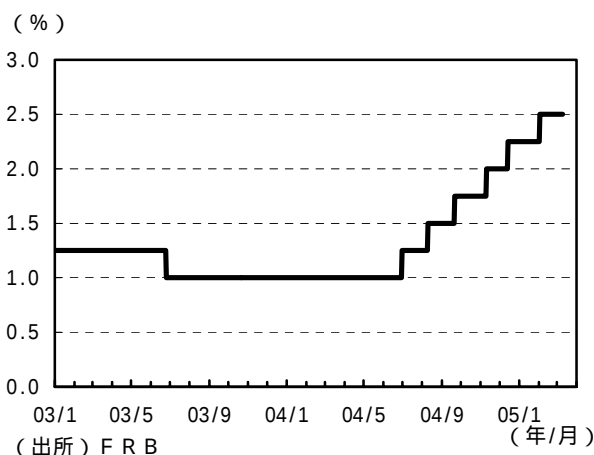
1. 2004 年年央から 2005 年年初までの金利動向

- 2004 年年央以降、長期金利は低下傾向が続いてきたが、今年 2 月半ば以降、上昇に転じた。足元の 10 年債の利回りは 4.48% (3 月 10 日時点) に達しているが、昨年つけた直近の最高値 4.89% (2004 年 6 月 14 日) と比較すると、依然としてかなり低い水準にある (図表 1)。
- 一方、短期金利は、緩やかなペースではあるが一貫して上昇が続いている (図表 2)。F F 金利は昨年 6 月以降、F O M C の度に 0.25% ポイントずつ引き上げられ、足元の水準は 2.50% に達した (2004 年 6 月以降の利上げ幅は合計 1.50% ポイント)¹。

図表 1 . 長期金利



図表 2 . 短期金利



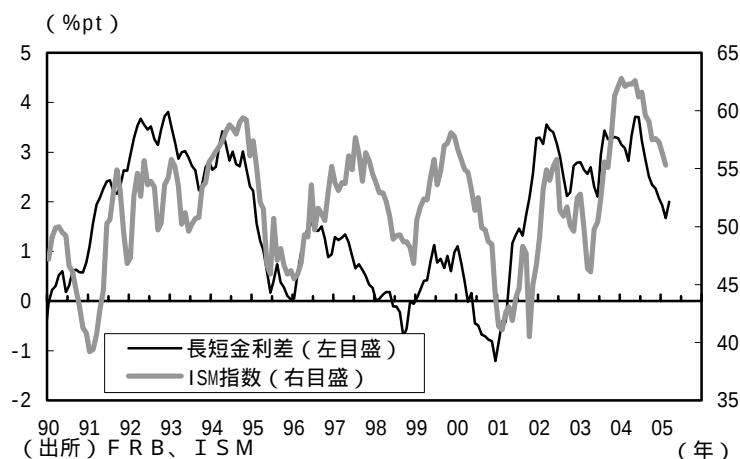
2. 長短金利差の縮小

- 長期金利の低下と F F 金利の上昇を受け、昨年半ば以降、長短金利差は縮小傾向が続いてきた。しかし、それでも足元の長短金利差は 1.96% ポイント (3 月 10 日時点) と、依然として 1980 年以降の景気拡大期の平均 (1.47% ポイント) を上回っている。現在の長期金利の水準が F F 金利の水準との相関関係において例外的に低い水準にあるとはいえ、長短金利差が極端に縮小しているというわけではない。

¹ F F 金利の引き上げが続く中、長期金利が低下傾向で推移したことについて、F R B (米連邦準備制度理事会) のグリーンズパン議長は 2 月 16 日の議会証言において「経験則に反する」と述べた。また、「10 年物金利は、連続した 10 年分の 1 年物フォワードレートの平均と考えられる。最初の 1 年間分のフォワードレート (F F 金利と連動性が高い) の上昇は 10 年物金利を押し上げる筈だ」とも述べ、足元の現象は「イールドカーブについての単純な数学」にそぐわないとした。

- そもそも長短金利差は、景気拡大テンポの加速局面で拡大し、減速局面で縮小する傾向がある（図表3）。最近の長短金利差の推移を振り返ると、長短金利差が大幅に拡大した2004年5～6月は、雇用の大幅増加やF R Bのデフレ懸念後退宣言などから景況感が上ぶれしていた。その後、景気拡大テンポの鈍化を受けて景気に対する過度に強気な見方が修正され、長短金利差も縮小に転じた。

図表3．長短金利差とISM指数



- また、今回のF F金利の引き上げは、1回の引き上げ幅が0.25%ポイントという過去の利上げ局面に比べて小幅な「慎重なペース」で進められているため、短期金利上昇による長期金利押し上げ効果が弱かったことも長短金利差縮小の一端を担ったとみられる。
- 強すぎた景況感が修正される過程で長短金利差が縮小することは、経験則に沿うものであり、とくに「謎」と呼ぶほどのものではない。たしかに、過去の利上げ局面では長期金利も上昇することが一般的であったが、その場合でも、長期金利の上昇幅は短期金利の上昇幅を下回り、結果として長短金利差は縮小した（図表4）。
- 2004年6月から足元までの利上げ局面は、F F金利の引き上げペースが緩やかなものであったうえに、景況感の修正が起こっていたため、長期金利が低下したと考えられる。そうした前提に立てば、昨年来の長期金利の動向はそもそも「謎」ではなかったといえよう。

図表4．景気後退終了後の利上げ局面

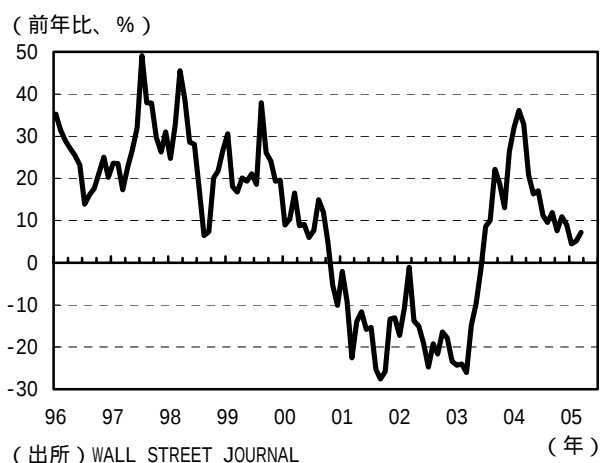
	1994/2/4～1995/2/1	2004/6/30～2005/2/2
短期金利	3.00%→6.00%	1.00%→2.50%
(上昇幅)	(3.00%pt)	(1.50%pt)
平均利上げ幅	0.43%pt	0.25%pt
長期金利	5.94%→7.66%	4.62%→4.18%
(上昇幅)	(1.72%pt)	(▲0.44%pt)
長短金利差	2.94%pt→1.66%pt	3.62%pt→1.68%pt

(出所) F R B

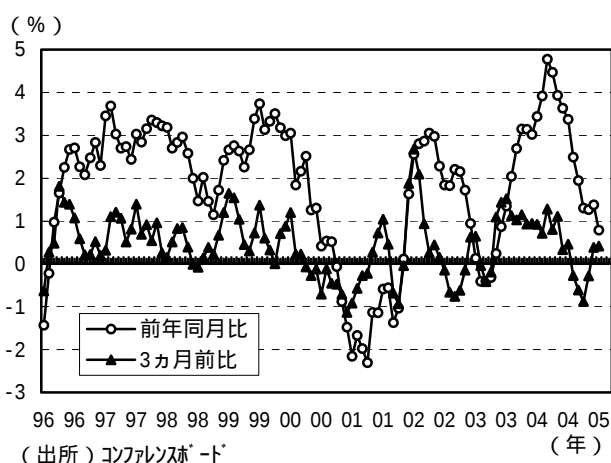
3. 今後の長期金利動向について

- 今後の長期金利の動向についても、景況感が大きく影響するとみられる。足元の経済指標をみると、景況感の改善を示唆するものが増えてきている。S & P 500 株価指数の上昇率は、昨年前半から鈍化傾向で推移してきたが、2月と3月（10日までの平均値）は上昇幅が拡大している（図表5）。また、コンファレンスボードの景気先行指数は、前年同月比の上昇率は鈍化が続いているが、3ヵ月前比では1月以降プラスに転じており、景気に再加速の兆しがみられる（図表6）。
- 景況感が下げ止まりから上昇に転じ、改善傾向がはっきりしたものとなれば、長期金利は短期金利の上昇を上回るペースで上昇し、当分、長短金利差は拡大することになるだろう。

図表5 . S & P 500 株式指数



図表6 . 景気先行指数(長短金利差要因除く)



- また、長期金利に影響を与えているその他の要因として、インフレ懸念が挙げられる。原油価格の再騰や生産者物価の上昇率拡大が足元の長期金利上昇の一因となっている。3月9日に発表された地区連銀景況報告（ページブック）でも、投入価格の上昇や最終製品への価格転嫁が行われやすくなっていることが指摘されており、川下段階でのインフレ圧力の高まりに対する懸念が増している。
- 金融市場では、こうしたインフレ懸念の高まりを受けて、F R B が利上げのペースを加速させるのではないかと警戒感が強まっている。今後、景況感が強含みに転じる中で、利上げ加速観測が高まった場合、長期金利は大幅に上昇する可能性がある。

以上