

リサーチ TODAY

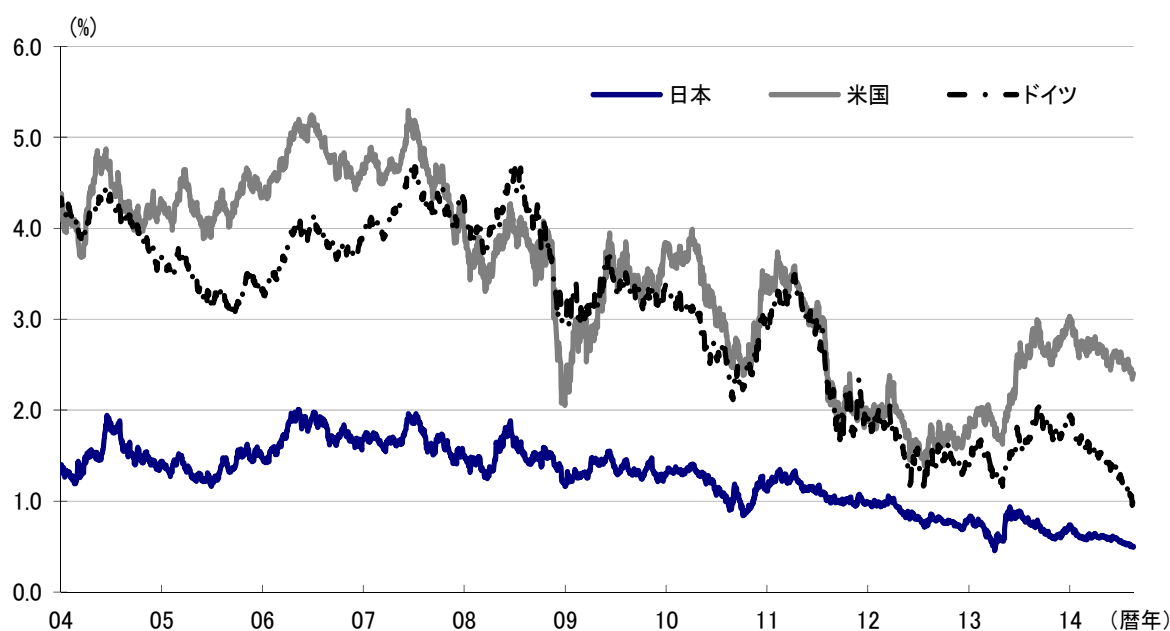
2014年 8月 21日

世界の長期金利はまだ低下傾向にあるのか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表にあるように、8月半ばに世界各地の長期金利は節目となる水準を割った。日本では昨年4月以来の0.5%割れとなった。米国では再び2.5%を割っていたが、さらに2.4%のラインも突破して2.3%台まで低下した。欧州ではドイツの金利が大台である1%を割り、なんと史上最低水準を記録した。こうした状況をみれば、世界的に金利低下トレンドが続いているとの見方もできる。図表もそうした見方を示すものといえる。筆者の認識は、足元の世界的な金利低下は、「日本化」の状況が世界的に波及したもので、低金利水準が予想以上に続くとの見方を裏付けるものではあるが、既に日米は歴史的な金利の底を付けたあとの二番底を探る動き、「ダブルボトム」の状況と考える。また、欧州の状況は、ドイツに限らず、その周辺国も含め典型的な「日本化」を示しており、日本の運用スタンスがまだ通じる状況に映る。

■ 図表：日米独の10年国債金利推移



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

この「日本化」という見方の背景には、日米欧の2007年以降のバランスシート調整の深度が戦後最大、つまり大恐慌以来といわなくては大きかったことにある。したがって、その調整の終了には当初想定よりも時間を要するとの意識が次第に共有化されてきた。先進国はかつてない需給ギャップを抱えている。米国では金融政策が出口戦略に向かい始めたが、今日、米国では日本化とは言わないものの、「長期停滞論」という見方が台頭した。次ページの図表は筆者が長らく、金融環境の5つの「日本化現象」としてきたものだ。

各国ともに経済主体の思考・行動が慎重化し、先行き期待が低下し、ISバランスが改善する。その結果、金融政策は非伝統的な量的緩和に向きやすく、同時に、預金金融機関を中心にキャリー重視の債券投資を強める動きになりやすい。同時に、投資家は「サーチ・フォー・イールド」、利回りを求めて社債や欧州の周辺国債に全般に向かう動きになりやすい。日本での現象とは異なるものの、今日、米欧でも類似した兆候が生じている。

■ 図表: 金融環境の5つの「日本化現象」

「日本化現象」の分野	状況
①資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、IS バランスで家計・企業の資金余剰化で資金需要の後退
②金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
③金融機関運用の日本化現象	金融機関が期待水準を引下げ、預貸率を引下げ、債券への長短金利差（キャリー）確保重視の運用、債券重視
④クレジット市場の日本化現象	社債中心にクレジットスプレッド縮小
⑤金融規制の日本化現象	預金重視の金融規制と流動性重視の対応での国債ニーズ高まり

(資料) みずほ総合研究所

米国では年初の大寒波等で、年初に想定した回復シナリオが大きく屈折した。欧州経済ではバランスシート調整が日米欧で最も遅れデフレ懸念も生じている。日本では今年4月の消費税引上げに伴う景気減速から自動車等で在庫が積みあがる状況が続く。新興国は本格的にバランスシート調整に入りただけに、急な回復を期待しにくい。2014年前半は世界経済の明確な牽引役が不在のなか、短期的な循環ではどこでも下方バイアスがかかっただけに、足元に至る金利低下圧力がかかっただけと解釈される。

ただし、長期的に金利の低下傾向が続いているとの見方はとりにくいと考えている。同じ世界的金利低下でも今回が2012年～2013年初までの低下傾向と異なるのは、少なくとも米国は調整から出口を模索する段階にあること、および日本も過去四半世紀近い調整からは出口を探る段階に入っていることだ。欧州はまだ調整の最中ではあるが、もはや危機の再来までの不安はない。確かに世界的に長期金利が低下しているが、日米では2012・2013年に金利が一旦ボトムを付けているとの認識にある。今日の状況は、2012・2013年のボトムからの金利上昇がかつてないほど緩やかになるとの意識が浸透したこと、同時に中央銀行のスタンスが「金融抑圧」ともされるほど緩和状況が続けていることによってもたらされている面が大きい。

世界的な長期金利低下にもかかわらず、企業や家計のマインドがそう悲観的な状況にないのはなぜだろうか。やはり、日米ではすでに出口が模索されているとの意識があるからであろう。世界的な金利低下局面というよりは、少なくとも日米はダブルボトムを付けに行っているとみるべきではないか。一方、欧州の状況は、かつて日本の国債が低金利で買えないと言われながらも思いのほか金利が低下した状況と類似する。こうした状況はドイツに止まらず、周辺国にも当てはまる。筆者はここ数年間、欧米の市場参加者から「日本の投資家は債券運用がうまい」と言われたことがあった。それは、バランスシート調整下の運用に日本人は習熟していたからだ。こうした見方は、今日の欧州債の運用について当てはまるのではないか。