

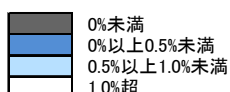
JGB も世界の「浮き輪」、それがいやなら付利は引下げ

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表は、これまで何度もTODAYで用いてきた「世界の金利の『水没』マップ」である¹。基本的に国別・年限別の国債利回り、イールドカーブ状況を示す。ここでは、マイナスになった(水没した)ゾーンを濃く示している。このなかで、水没していない米国を「浮き輪」と称してきた。すなわち、世界の多くの国々が水没するなか、米国は水没せず、「世界の海」のなかで「浮き輪」のように浮かび、水没している世界全体の支えとなってきた。金利が水没しているなか、世界の運用者が生き残りをかけて「運用難民」として「浮き輪」に殺到した結果が、ドル高と米国長期金利の低下圧力につながった。米国は今や金融緩和の出口戦略、FFレートの引上げの検討段階にある。政策金利であるFFレートの引上げは図表では米国の短期ゾーンの引上げであり、先の喩えで言えば「浮き輪」を高くして、世界の「運用難民」を引き寄せることとなる。本日の問題意識は、米国だけでなく、日本も相対的ではあるが「浮き輪」の役目を果たしてきたのではないかという点にある。欧州金利は足元で上昇した面もあるが、日本国債(JGB)は欧州諸国の金利が「水没」するなかで、「浮き輪」の役目を果たしてきた。なかでも、依然として1%以上の水準を保つ日本の20年ゾーンは、欧州の「運用難民」からみれば「浮き輪」である。このように考えれば、資金流入によって、これまでの円安傾向が小康状態になったことが理解できる。また、欧州もドイツを中心に金利が急上昇して、自らが「浮き輪」になり足元のユーロ高がもたらされた。同様に、5月に日本の金利が上昇したのも欧州の金利上昇を受けたもので、双方が「浮き輪」と「水没」を競い合う状況だ。

■ 図表: 世界の金利の「水没」マップ(2015年5月14日)

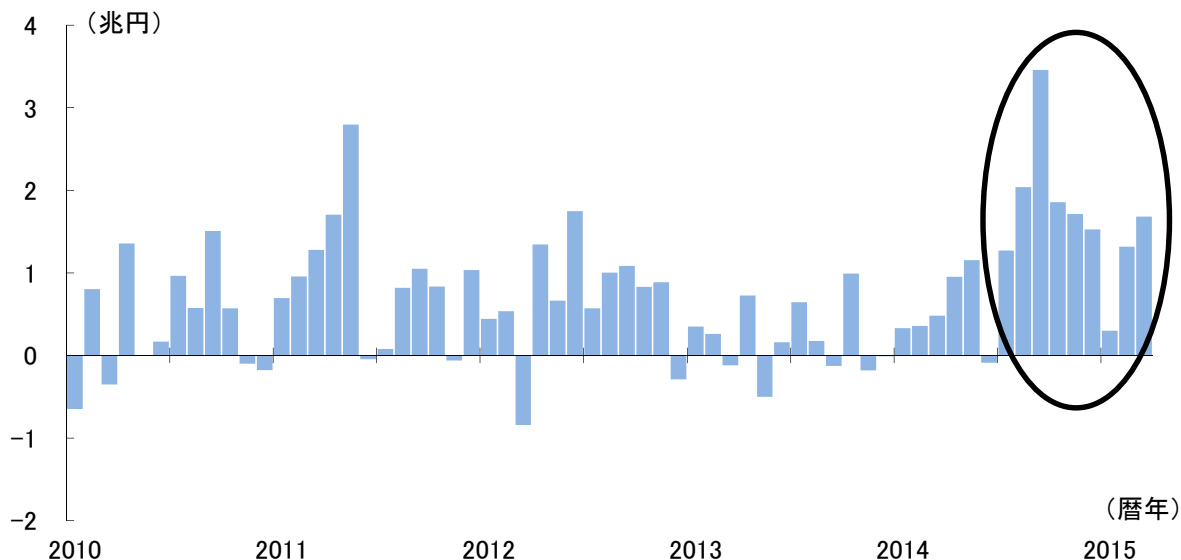
	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.79	-0.77	-0.73	-0.53	-0.34	-0.23	-0.11	-0.05	0.05	0.13	0.16	0.20	0.26	0.32	0.39	0.49	0.59	0.61
ドイツ	-0.24	-0.18	-0.13	-0.01	0.11	0.19	0.31	0.47	0.58	0.70	0.75	0.81	0.86	0.91	0.96	1.18	1.38	
フィンランド	-0.17	-0.17	0.00	0.10	0.19	0.24	0.32	0.55	0.63	0.74	0.81	0.88	0.95	1.02	1.10	1.19	1.38	
オランダ	-0.18	-0.15	-0.06	0.04	0.16	0.33	0.49	0.64	0.74	0.86	0.89	0.92	0.95	0.98	1.00	1.22	1.48	
オーストリア	-0.15	-0.08	0.03	0.15	0.23	0.38	0.57	0.70	0.76	0.82	0.86	0.90	0.94	0.97	1.01	1.18	1.50	
フランス	-0.17	-0.13	-0.02	0.11	0.26	0.35	0.50	0.69	0.83	0.97	1.04	1.12	1.19	1.26	1.34	1.53	1.82	
ベルギー	-0.18	-0.11	-0.01	0.15	0.25	0.39	0.56	0.71	0.85	0.98	1.02	1.07	1.11	1.15	1.20	1.51	1.80	
日本	0.00	-0.01	0.01	0.06	0.12	0.16	0.24	0.31	0.38	0.45	0.52	0.58	0.65	0.71	0.78	1.23	1.49	1.65
アイルランド	0.03	0.08	0.14	0.18	0.47	0.57	0.80	1.05	1.18	1.34	1.41	1.48	1.55	1.62	1.70	1.85	2.15	
イタリア	0.03	0.17	0.31	0.47	0.74	1.14	1.37	1.60	1.78	1.86	1.97	2.08	2.18	2.29	2.40	2.68	2.98	
スペイン	0.01	0.02	0.18	0.38	0.73	1.07	1.27	1.50	1.75	1.84	1.96	2.07	2.19	2.31	2.43	2.60	2.94	
ノルウェー	0.87	0.82	0.77	0.87	0.97	1.10	1.23	1.43	1.64	1.70								
英国	0.49	0.54	0.99	1.26	1.46	1.58	1.77	1.89	1.94	1.98	2.06	2.14	2.21	2.29	2.37	2.52	2.67	2.57
カナダ	0.71	0.67	0.70	0.83	1.07	1.24	1.46	1.61	1.70	1.80	1.86	1.92	1.97	2.03	2.08	2.37	2.42	
米国	0.20	0.54	0.92	1.21	1.50	1.72	1.95	2.04	2.14	2.23	2.27	2.31	2.35	2.39	2.44	2.64	3.05	
ポルトガル	0.03	0.14	0.34	0.72	1.08	1.36	1.67	1.97	2.12	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90	3.24	3.43	
中国	2.63	2.79	2.97	3.09	3.22	3.33	3.43	3.44	3.46	3.45	3.45	3.45	3.46	3.46	3.46			
トルコ	9.50	9.32	8.96	8.93	8.93	8.87	8.80	8.83	8.79	8.78								
ロシア	10.32	10.58	10.75	10.80	10.86	10.78	10.71	10.64	10.57	10.49	10.46	10.44	10.41	10.38	10.35	10.28		



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

2014年後半以降、ECBの金融緩和期待が強まり、年初から欧州国債の金利が「水没」するなか、相対的に日本の長期金利は高まった。米国で自身が「浮き輪」として浮き上ることに抵抗感が生じたことから、資金の流れが米国へ一極集中することがなくなり、日本にも一部の投資資金が向きやすくなった。下記の図表にあるように、海外投資家の日本国債の買い越し額は、2014年以降増加する状態を続けている。すでに債券先物市場では、売買高の半分以上を海外投資家が占める状況にある。

■図表：海外投資家中長期債買い越し動向



(注) 買付額－売付額 (中期債、長期債、超長期債)

(資料) 日本証券業協会

欧州の金利がマイナスになった背景には、中央銀行によるマイナス金利設定がある。日本は、量的緩和として金融政策のターゲットを当座預金水準に定め、かつマネタリーベースの拡大を重視することから、当座預金に資金を引き付ける必要がある。従って、日本では欧州のように付利をマイナスにすることはハードルが高い。ただし、欧州でマイナス金利が生じる新たな次元が示され、しかもそうしたなかでも当座預金に相応の資金が滞留することが示されてしまった以上、日銀においてもマイナス金利を含めた付利引下げが選択肢の一つとして意識され始めた。特にマイナス金利の設定は為替対策には有効という「治験データ」が示されたことから、今後、為替市場で円高の不安が生じる場合には、追加緩和策のオプションのなかに、付利を引下げる選択肢も生じうる。ただし、そうした判断が生じるとしても、それは今年度後半以降ではないか。当面は米国の「浮き輪」のスタンス、FRBの利上げ時期の見極めが必要だろう。

日銀の緩和姿勢へ信認は強いものの、経済の回復期待が底堅いことから、日本の「浮き輪」に資金は向かいやすいだろう。日銀による大量の国債購入が続く中、金利はそう簡単に上昇しにくいだろう。ただし、こうした安定はあくまでも「麻醉」がかけられた異例な猶予期間で生じることで、さらに言えば、欧州にも「麻醉」がかかった中で生じる異例な状況だ。日本の投資家としては、そうした猶予期間にいかに関運用資産を多様化し、ポートフォリオのリバランスを実現できるかという現実的な対応を問われることになる。

1 「金利「水没」、金融機関戦略はLEDに集約」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2015年2月24日)など、国債については、野口雄裕「国債市場の不安定化と金融政策」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年3月31日)を参照いただきたい。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。