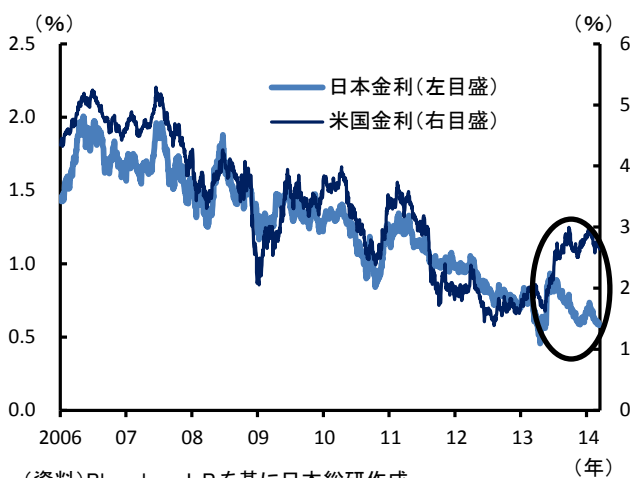


大幅にかい離した後、連動性を回復した日米長期金利

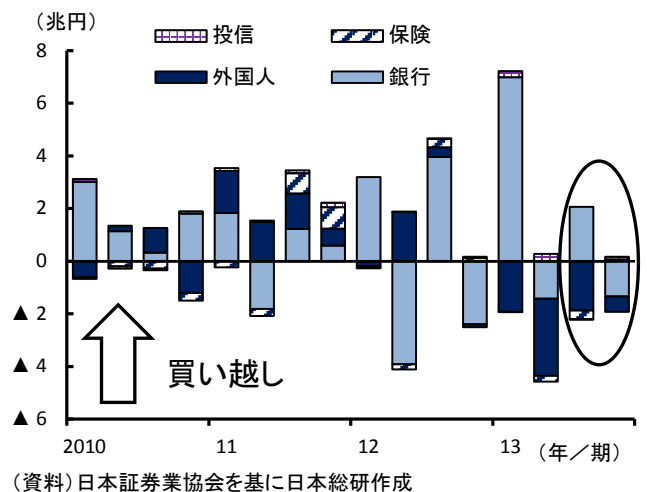
—先行き、一段のかい離幅拡大の公算は小。日米金利は連動した状態を維持する見込み。—

- (1) 日本と米国の長期金利は、従来概ね一致して推移（図表1）。この背景として、以下の2点を指摘可能。
- ①金利裁定の動き。米国金利が上昇した場合、為替変動を考慮した金利差を縮小させるような国際資金移動が起きるため、日本の金利にも上昇圧力。
 - ②日米経済の連動性。わが国経済は、輸出などを通じて、米国の景気循環と連動する傾向。
- (2) もっとも、2013年7～9月期には、米国金利が上昇する一方で、わが国金利は低下し、日米金利は大きくかい離（図表1）。この主因は、日銀の大量国債買い入れによる国債需給のひっ迫。さらに、日銀の大幅買い入れにより、金利低下予想を持ったトレーディング収益を目的としたセクターも国債を買い越し（図表2）。この結果、需給が一段とタイトに。しかし、10～12月期には、日米金利のかい離幅拡大に歯止め。日米金利は、連動性については回復の動き。
- (3) この背景には、消費者物価上昇率の高まりを受けた日銀によるさらなる国債購入期待の後退。消費者物価（除く生鮮食品）は、10～12月期に前年比+1.1%と、日銀の2013年度見通し（前年比+0.7%）を上回るペースで上昇（図表3）。除く食品（酒類除く）及びエネルギーベースでも前年比プラスが明確化。これに、日銀の異次元緩和以降の累積買い入れ額が、2013年度新規国債発行額の半分近くに達し（図表4）、一段の買い増しは財政ファイナンス懸念を想起させかねないとの見方も加わり、日銀による追加国債購入期待が後退。このため、国債に対する過度な需給ひっ迫が緩和。長期債売買動向でも、ディーリング収益を求めるセクターが売り越しに。

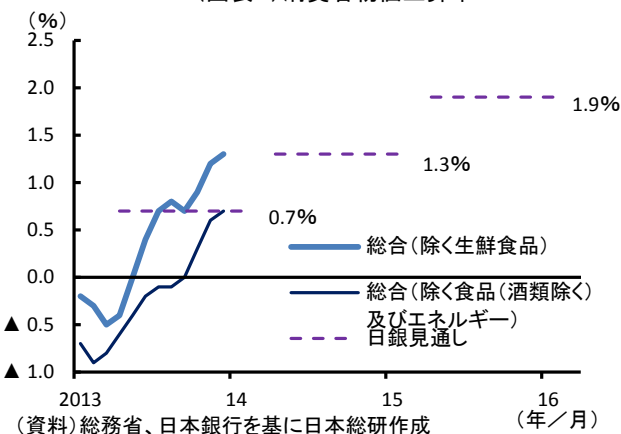
(図表1) 日米の長期金利



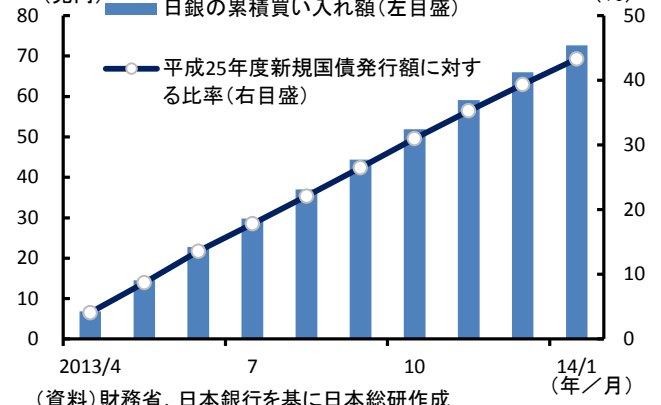
(図表2) 長期債の主要投資家別売買動向



(図表3) 消費者物価上昇率

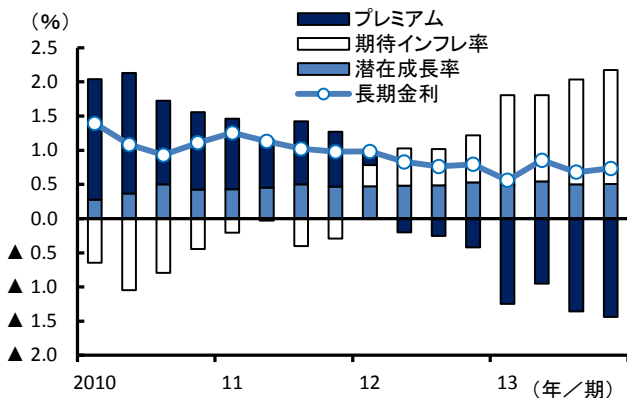


(図表4) 日銀の国債買い入れ額(累積)と国債発行額に占めるシェア



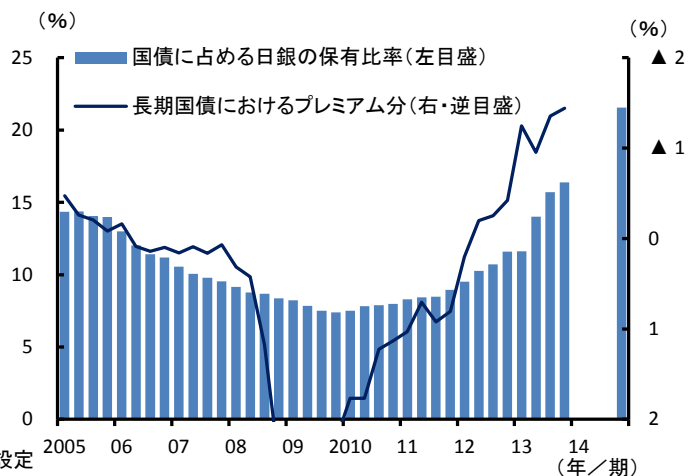
- (4) 先行きを展望するにあたり、日銀の国債買い入れによる金利低下効果をどうみるのかが焦点。そこで、長期金利を潜在成長率、期待インフレ率、プレミアムに分解（図表5）。このうちプレミアム部分と日銀の国債買い入れとの関係を見ると、プレミアムは、国債に占める日銀の保有比率が15%程度であった前回の量的緩和時をはるかに超えて低下しており、2014年末までの国債買い入れをほぼ織り込みつつある状況（図表6）。さらに、日銀による国債の大幅な積み増し期待が低いことも踏まえれば、先行き、日米金利が一段とかい離する可能性は小。わが国長期金利は、現状程度のかい離幅を維持しつつ、米国金利動向に左右される展開に復帰する見通し。米国金利がテーパリングと景気回復を背景に、上昇する見込みのなか、わが国金利も上昇トレンドに。
- (5) もっとも、日銀は2013年5～6月の金利が急上昇した局面では、毎月の買い入れ額を増加させ、金利を抑制（図表7）。したがって、最終的な国債買い入れ額は不変ながらも、金利が急上昇する局面では、日銀が毎月の買い入れ額を弾力的に調整することで、金利上昇ペースを抑制する見込み。
- (6) 以上のことは、中長期的にみて、いずれ日銀の出口戦略が意識される状況になれば、プレミアム部分のマイナスが解消されることで、わが国金利は急激に上昇するリスクがあることを示唆。

(図表5) 長期金利の要因分解



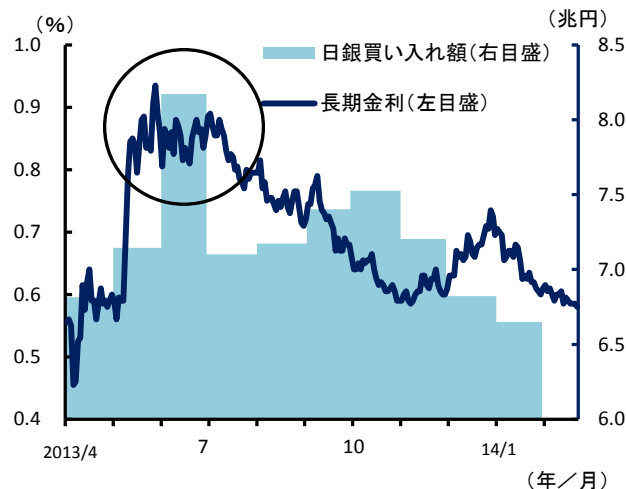
(資料) Bloomberg L.P.、内閣府、を基に日本総研作成
 (注1) 長期金利＝潜在成長率(前年比)＋期待インフレ率＋プレミアムと設定
 (注2) 期待インフレ率はブレーク・イーブン・インフレ率を使用
 (注3) プレミアムは「潜在成長率＋期待インフレ率」と実際の長期金利との差

(図表6) 国債に占める日銀の保有比率と長期金利のプレミア



(資料) Bloomberg L.P.、財務省、内閣府、日本銀行を基に日本総研作成
 (注) 2013年10～12月期以降の日銀保有比率は、日銀目標値から算出

(図表8) 長期金利と日銀の買い入れ額(月次)



(資料) Bloomberg L.P.、日本銀行を基に日本総研作成