

## 長短金利はどのように決まるのか

河村小百合

超低金利の時代となって久しく、預金通帳をみても、半年に一度の利息

は、<sup>すずめ</sup>雀の涙ほどしかつかない。だ

が、お金を借りる立場に立てば話は変わり、住宅ローンを抱える勤労世代に

とっては、半年に一度、送られてくる返済予定表を手に入れば、固定金利方式を選択している人も変動金利にしている人も、「金利」の重みを実感せざるを得ないだろう。

こうした預金金利や貸出金利は、実際には、金融市場で形成されている市場金利に連動して決まってくる。ではその市場金利とは、どのような要素、要因から形成されるものなのか。「金

利」とはそもそも、一体どういうものなのか。

### 1 金利とは何か（金利を構成する要素）

今日の一万円と一年後の一万円は同じ価値なのだろうか？ 今、お金が必ずやだが手許てもとにない人が、お金が余っている人から借りるケースで考えてみよう。一万円を今日借りて、一年後にぴつたり一万円を返すだけだったら、お金を貸す立場にとって何の「うまみ」もない。そこで、一万円の元本に合わせ、異時点間の資金の取引の価格が

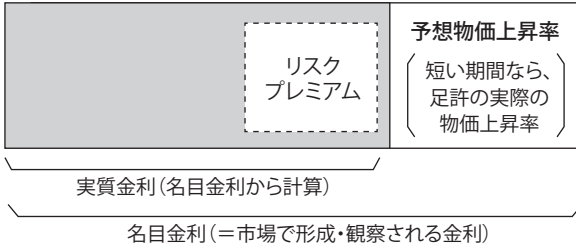
「金利」といえる。

では、金利としていくら払えばよいのか。仮に一年間の物価上昇率が5%のときに、「金利」として5%（元本が一万円なら五〇〇円）しか払わないとすると、お金を貸した側からすれば、せっかく一年間、一万円を貸したのに、一年後に返ってくるのは一万五〇〇円で、一年前と同じものをちよほど同じ個数しか買えないことになる。これでは「うまみ」はない。ゆえに、「金利」分としては、一年間に予想される物価上昇率にいくらかを上乗せした分を支払わなければならないのが普通だ。

さらに貸し手側が、業として多数の相手にお金を貸す金融機関だったらどうか。多くの借り手にお金を貸す場合、借り手のなかには一年後に予定通り元本と金利分を返済できず、貸し倒れとなる人が出てくるかもしれない。貸す

側として、そうした事態に備えるには、貸し倒れの可能性が高そうな人が多く含まれる借り手のグループには、最初から高めの金利を払ってもらおうことを約束したうえでお金を貸しておく。そして、実際に貸し倒れが出た場合には、

図表1 金利の構造(概念図)



(資料)日本総合研究所作成

他の借り手から高めにとっておいた金利で返済不能となった人の元本を穴埋めするしかない。

このような金利の構成要素を図示したものが図表1だ。市場で成立する(観察される)金利や、私たちの預金や借入れといった金融取引に適用される金利は「名目金利」だが、そのなかには、「先行きの予想物価上昇率の分」と「それ以外の分」が存在する。「先行きの予想物価上昇率の分」は一年間程度の期間であれば、足許の実際の物価上昇率を当てはめて考えても差し支えない。「それ以外の分」はよく「実質金利」と称されるもので、上述の例でみたときの、貸し手側の「うまみ」に相当する。ただし、この「うまみ」はそう簡単に割り切れるものではなく、先行きの不確実性が高いほど、その分が上乘せされることになる。これを「リスクプ

レミアム」と呼ぶ。これにはいくつかの種類がある。例えば、とりわけ長い年数にわたってお金を貸し借りする場合、その間の予想インフレ率の不確実性が高いとなれば、「インフレ・リスクプレミアム」相当分が厚めに上乘せされることになる。お金を貸した相手が貸し倒れになる可能性が高そうであれば、「信用リスクプレミアム」相当分が厚めに上乘せされることになる。国債につく金利の場合、当該国の財政事情が極度に悪化し、財政運営が行き詰まり、国債の満期が到来しても元本が満額で償還されなくなる可能性が高い場合には、「財政リスクプレミアム」が上乘せされることになる。

これを借り手の側からみれば、様々なリスクプレミアムが上乘せされた形での実質金利が高ければ高いほど、お金を借りにくいことになる。ゆえに各

国の中央銀行は、景気が好転したり過熱して物価上昇率が高まってくると、この実質金利の部分が高くなるように名目金利を誘導して、金融引き締めを行い、貸し出しがそれ以上増えないように、もしくは減少するように促し、景気拡大ペースや物価の上昇ペースを巡航速度に戻そうとするのである。

## 2 短期金利と長期金利

また、金利には、貸し借りする期間に応じて「短期金利」と「長期金利」とがある。この両者は一年を境目として、分けて考えられることが多い。

上述のように、金利が「予想物価上昇率」とそれ以外の「実質金利」の部分で構成されるとすれば、単純に考えれば、二年物金利は一年物金利の二乗、五年物金利は一年物金利の五乗、といふきれいな右肩上がりの形で形成され

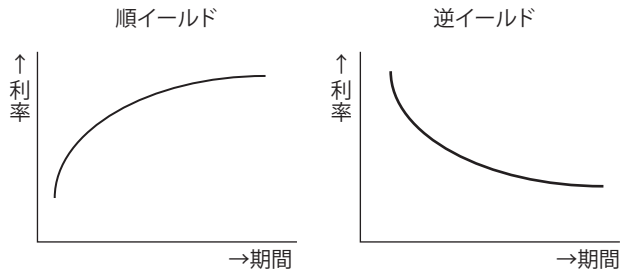
そうな気もするが、実際にはそうではない。

ある一定の時点において市場で成立している金利を、最も短い期間（オーバーナイト＝翌日物）から一年物、一〇年物、三〇年物といった長い年限まで順につなげて描いた曲線を「イールド・カーブ」（利回り曲線）と呼ぶ。

多くの場合、このイールド・カーブは、上述の単純な推測通り、右肩上がりの形状となるが、これを「順イールド」と呼ぶ（図表2）。ただし、その傾きは様々で、先行き高インフレが予想されるようなときは、右肩上がりの傾きは急傾斜となるが、逆にインフレ率はあまり伸びないと予想されるときは、平たんに近いような緩やかな傾きになる。

他方、景気が過熱して中央銀行が短期金利を引き上げ誘導して金融引き締

図表2 イールドカーブの形状



(資料) 日本総合研究所作成

めを行う際には、短期金利のほうが長期金利より高いという、「右肩下がり」の形状を呈することもある（図表2）。これを「逆イールド」と呼ぶ。

なぜ、イールドカーブが、金利の性

質に関する直感的な理解に反するよう  
な、こうした逆イールドの形状にもな  
り得るのかといえ、前回みた、中央  
銀行の金融調節に起因する。イールド  
カーブの期間が最も短い部分の短期金  
利は、市場参加者が中央銀行と当座取  
引のある金融機関（銀行等）に限られ  
るインターバンク市場で形成され、そ  
こでの資金供給には中央銀行が絶対  
的な影響力を及ぼすことができ、金利  
をコントロールできる。ゆえに、期間  
がもつとも短いオーバーナイト金利に  
限れば、他のより長い年限よりも高い  
水準の金利に誘導することも可能なの  
だ。

しかしながら、短期金融市場には、  
参加者が限定されないオープン市場が  
いくつも存在する。国が多額の発行を  
している国庫短期証券市場や、現金を  
担保に国債等の債券を貸し借りする債

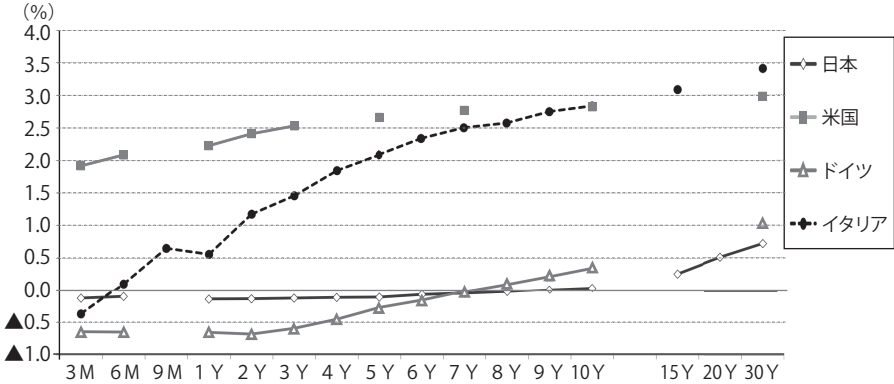
券レポ市場等がそれで、市場参加者は  
銀行に限られず、生保・損保や事業法  
人、外国投資家など多岐にわたる。短  
期金融市場においては、取引の期間が  
一か月物、三か月物と長くなればなる  
ほど、市場金利を形成するうえで、イ  
ンターバンク市場よりもそうしたオー  
ブン市場のほうが果たす役割のウェー  
トが増し、市場参加者の先行き見通  
しがより色濃く市場金利の形成に反映  
されることになる。ゆえに、取引期間  
が長くなればなるほど、通常は、中央  
銀行が金融調節によって市場金利に及  
ぼせる影響は限定的なものとなってい  
く。

期間一年を超える金融取引が行われ  
る債券市場では、金利は市場参加者全  
体の先行き見通しが反映される形で決  
まるといふ性質が一段と強まることに  
なる。実際には、金融商品の異時点間

の価格を取引する先物市場や、外国為  
替市場との間で、少しでも異なる価格  
が形成されていればそこから利益を得  
ようとする裁定取引が活発に行われ、  
イールドカーブの年限が長くなればな  
るほど、様々な市場の様々な見方を包  
摂的に反映する形で、金利が形成され  
ていくことになる。

ゆえにイールドカーブの形状も、  
オーバーナイトといったごく短い年限  
では、中央銀行の金融調節を色濃く反  
映した金利が形成されても、イールド  
カーブ全体が、その短期金利を前提に  
右肩上がり形で形成されることには必ず  
しもならず、過去の経験を振り返れば、  
ときにはこうした「逆イールド」のよ  
うな形状を呈することもみられていた  
のである。

図表3 2018年5月31日時点の主要国のイールドカーブ



(資料) Datastreamを基に日本総研作成

(注) 各国のスポット・レート(割引現在価値方式で算出した金利)ベース

### 3 最近のイールドカーブが物語るもの

では、今、実際に市場で形成されているイールドカーブはどのようなものか。図表3は、日本を含む主要国の今年五月末時点のイールドカーブを描いたものである。

これを見ると、同じユーロ圏でありながら、ドイツとイタリアのイールドカーブはともに順イールドの形状とはいえ、その傾きはかなり違っていることがわかる。ユーロ圏では欧州中央銀行が現在もおマイナス金利政策<sup>(注)</sup>を続けており、ユーロ圏全体で一本化した金融政策運営を行っている。そのため、本グラフ上でもっとも短い年限である三か月ものの独自の金利はほぼ同水準(▲○・五%前後)となつているにもかかわらず、

それより長い年限の金利水準には、独伊の間で大きな差がついていることを示す。指折りの健全財政国であるドイツに対して、重債務国であるイタリアは、欧州債務危機で財政緊縮を余儀なくされた後遺症に今もお苦しんでおり、物価上昇率はユーロ圏各国のなかでも最も低いグループに入るなど低迷している。ゆえに、この独伊のイールドカーブの傾きの格差は、先行きの予想物価上昇率の格差によるものとは考えにくい。むしろ、イタリアでは今年三月の総選挙の結果、いずれも財政のパラマキを掲げる新興政党(「五つ星運動」と「同盟」)による連立政権が発足する運びとなり、先行きの財政事情の悪化が懸念されるため、いわゆる「財政リスクプレミアム」が上乘せされる形で、ドイツとの金利格差が拡大しているものとみられる。

このほか、米国のイールドカーブも現在、「順イールド」の形ではあるが、その傾きはだんだん小さくなり、フラット（平たん）化しつつある。これは、同国の中央銀行である連邦準備制度が、危機後の超金融緩和状態からの正常化を着々と進めるなかで、最近ではトランプ政権が大型の法人税減税といった景気刺激策を打ち出したことでもあって、景気過熱が予想され、インフレ圧力が高まっているため、二〇一五年末以降本年六月までにすでに七回の利上げを行うなど、金融引き締めスタンスを強めていることを反映している。

そうしたなか、図表3からは、日本のイールドカーブが極めて低い金利水準で、ほぼフラットな形状で形成されているのがみとれる。これは、日銀が現在、「長短金利操作付き量的・質

的金融緩和」という異例の金融政策運営を、すでに長期間継続していることによる。そうしたいわば「力づく」の金融政策運営のもとで、日本の長短金融市場にどのような事態が起こっているのかについては、次回で詳しくみることにしたい。

（注）マイナス金利政策に関しては、次回以降に詳しく説明する。

（株）日本総合研究所調査部上席主任研究員