

KAMIYAMA Reports vol. 106

短期金利と長期金利の逆転は問題か？

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 短期金利と長期金利は、そもそもどう違うの？
- ・ 短期金利が長期金利よりも高くなるのは、景気悪化ではなく市場の予想
- ・ 短期金利が長期金利よりも高くなると予想していない

短期金利と長期金利は、そもそもどう違うの？

短期金利とは、例えば 30 日など短い期間に資金を貸し借りする時の金利であり、長期金利とは、10 年など長い期間の資金を貸し借りする時の金利だ。通常は、長期金利が短期金利よりも高い傾向にある。(ここから、資金を貸す観点で話を進めると)他の条件が一定ならば、資金を長い期間にわたって貸すことになれば、自分が使えない期間も長くなるし、借り手からの返済が滞るリスクも高くなる。そうであるならば、より高い金利を借り手から受け取る約束をしたくなるだろう。だから、通常は短期金利よりも長期金利が高くなる。しかし、まれに短期金利が長期金利よりも高くなることもある。この現象を「逆イールド」と呼んでいる。

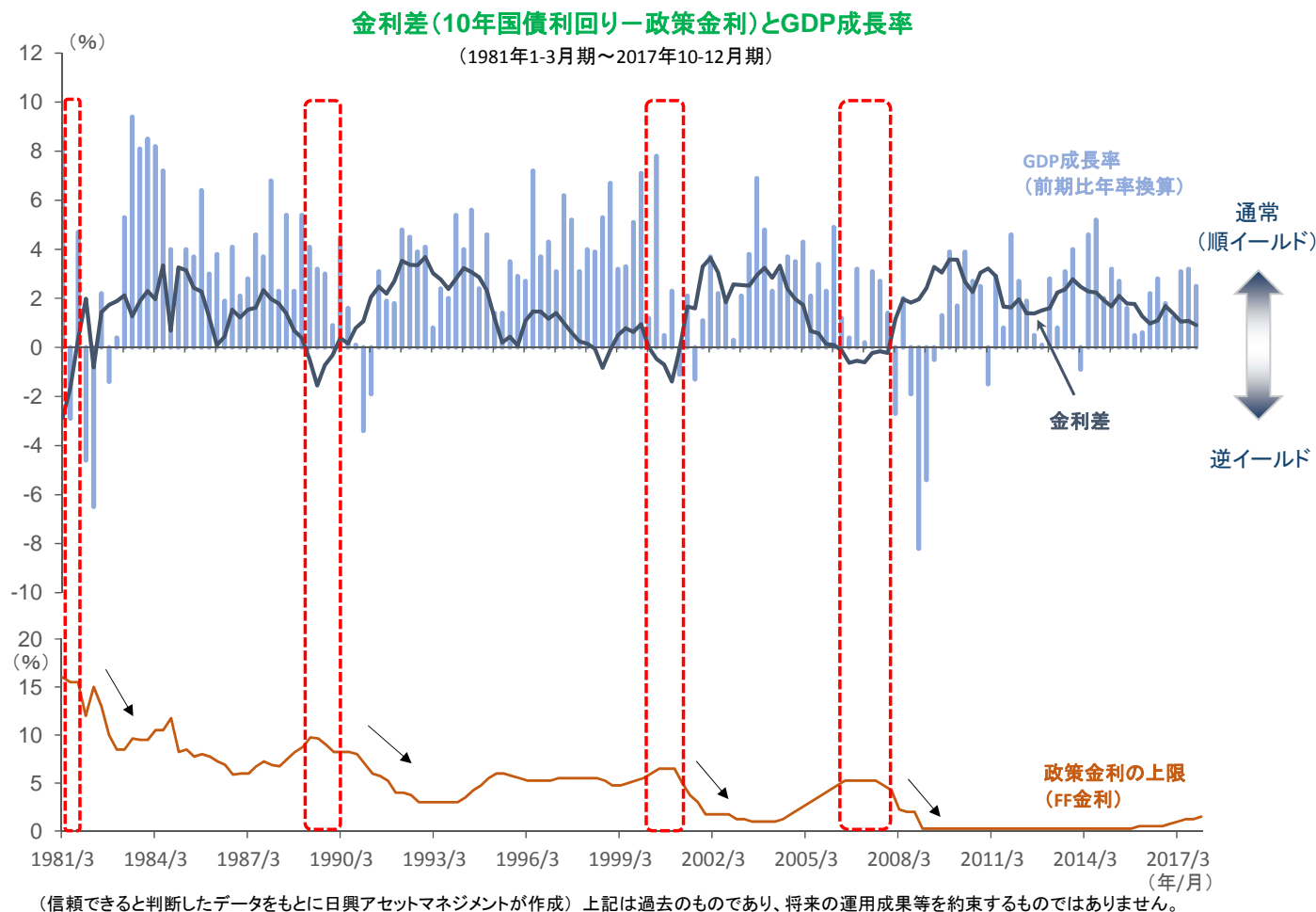
次に、金利水準を決める要因をみってみる。その前に、目に見える名目金利と目に見えない実質金利を整理しておこう。名目金利は、金融機関などで良く見る金利だ。実質金利は、名目金利からインフレ期待を差し引いたもので、実質的な成長の力であり、それほど変化はしないし、短期と長期で大きく違うこともない。ここでのポイントはインフレだ。例えば、いま 100 円を 10 年貸したとして、10 年後に返済される時にインフレでモノの値段が上がっていたとしたら、貸した時に 100 円で買ったモノが買えなくなってしまう。したがって、インフレになる分だけ金利を上乗せしなければ、将来の貸し手の購買力が下がってしまうことになる。ゆえに、いま 100 円貸して 10 年後の返済時に 90 円分の買い物しかできないとしたら、10 円分の金利を上乗せしたいと思うだろう。つまり、短期や長期などの異なる期間で金利に違いが出るのは、期間ごとにインフレ想定が異なるからだ。

では、短期金利が長期金利よりも高くなる「逆イールド」は、どのような時に起きるのか。答えは、短期的には好景気でモノが足りないので値段が上がる(インフレ率が上がる)と想定するが、長期的には景気悪化でモノの値段が下がる(インフレ率が下がる)と想定する時である。

短期金利が長期金利よりも高くなるのは、景気悪化ではなく市場の予想

原因と結果についてよく考えておこう。仮に、短期金利が長期金利よりも高くなったとして、それが原因で景気が悪くなるという因果関係があるわけではない。金利は市場参加者の多くが同意する水準で決まるので、市場参加者の平均的なインフレ想定が反映されていると考えてよい(もっとも中央銀行が長期金利も操作することがあるので、市場参加者の期待だけで決まるものではないことに留意)。つまり、原因ではなく、市場の予想が逆イールド状態を作っている。そうであるならば、市場の予想は当たるのか、ということを知る必要がある。

例として、米国の1981年から最近まで40年弱の期間を検証してみる。逆イールド(短期金利>長期金利)になった期間はおおよそ4回(下図の点線枠囲み)で、市場がその後のGDP(国内総生産)成長率がマイナス(景気後退)になることを予想していたといえそうだ。ただし、FRB(米連邦準備制度理事会)の政策金利水準は景気後退期にすぐさま低下しており、逆イールドが長く続いてはいない。FRBは、インフレやデフレと戦うこと(物価の安定)と雇用の最大化という二つの使命があるので、短期的なインフレを懸念しつつ(逆イールドを容認)、その後の景気後退に対応する、ということはあるだろう。



短期金利が長期金利よりも高くなると予想していない

ところで、2018年の予想として、市場参加者は逆イールドを形成せざるを得なくなるのだろうか。私たちは、現時点でそのようには考えていない。つまり、短期的には物価高になるが、長期的にはGDP成長率がマイナスあるいは低迷するような状態になると考えていない。リーマン・ショックからの米国経済の正常化プロセスは、2014年ごろの雇用回復、2015年後半の賃金上昇率の改善、2016年後半の消費・貿易改善を通じて世界に広まってきた。日本の輸出数量が増大したのは2017年後半だった。日本企業が円安でなくても利益を出せるのは、数量が増えたからだ。数量増の基調はまだ始まったばかりで、急に腰折れするとは考えにくい。2018年の米国長期金利水準は3%程度とみるが、政策金利については、FRBが正常化を進めて2.5%程度まで上昇するだろう。それでも、逆イールドになるとはみていない。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official