

角川総一の 金融 逆さメガネ

教

科書は現実を有為に解釈するためにあるのだと思う。つまり、我々は生きていくために、転変著しい現実を次から次へと解釈し続ける必要性に迫られるのだが、そのための予備レッスンを様々な教科書を通じて行うのだ。

ところが現実には、教科書が教えないこと、教科書には書かれていないことがまま起るのとは当然として、教科書が教えるのとは逆のことが現実には生起することが珍しくない。

で、当然のことながら「教科書では逆を習ったぜ」となる。そんな

第25回

政策金利の引上げにも反応しない 米国長期金利の動きをどうみるか

教科書どおりであるならば、短期金利が上昇すると長期金利も上昇することになる。しかし最近の米国の金利はそう動いていない。その要因には何があるのか？

教科書の常識を裏切る 米国の金利事情

我々は教科書では次のように習ったはずだ。「原則として長短金利は同じ方向で動く」と。そしてその理由として説明されるのが、「短期金利が上がると、一時的に長期から短期へ資金がシフトする」「つまり長期市場から資金が流出する」「多くの場合、長期債が売られる」「つまり長期債価格が下落、利回りは上がる」ということである。

ところが（注意深く見ている人はお気づきだろうが）、過去9カ月における米国の金利事情は、以上の常識を完全に裏切っている。これは図表1が示すとおりだ。

昨年6月30日のFOMC（連邦公開市場委員会）で政策金利（FFレート）の誘導目標水準が0・25%引き上げられたのを皮切りに、その後これを含めて7回開かれたFOMCで毎度0・25%の利上げが行われた。その結果、4月上旬現在では、FFレートは2・75%の水準にまで達した。

この間の利上げ幅は1・75%に上る。ところが、図表1でも分かる通り、期間10年の米国長期国債利回りは逆に下がってきている。今年3月には原油価格の急騰によるインフレ懸念を受けて一時的に上昇したが、まもなく再び低下に向かっている。

こうした長短金利のちぐはぐな動きは、図表2の米国債のイールドカーブの形状変化を見てもよく分かる。

イールドカーブとは、ある単一の通貨に付されている金利が期間別にどのような水準になっているかを見るために作成されるもの。一般には、最も信用度が高い国債の利回りの期間別構造として示される。

今回の利上げが始まる前の5月末には相当スティープ（急勾配）であったカーブが、昨今ではフラット（平らな）になっている。

長期金利低下の原因は
法人資金需要の乏しさ

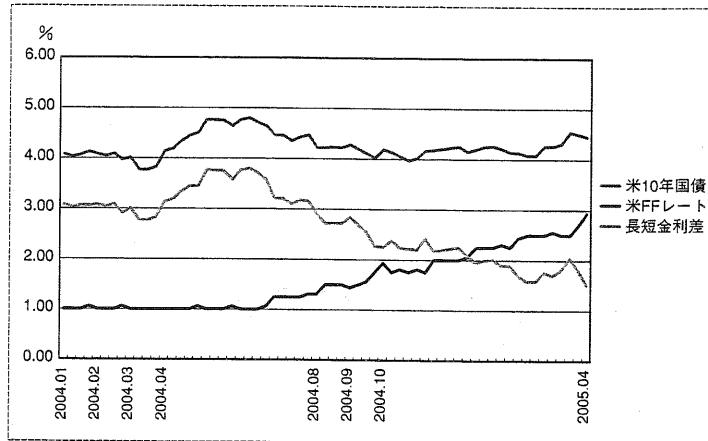
さて、この現象をどう見ればいいのか。ところが、現在一部の業種を除くと積極的な資金需要は見られない。

もう一つは、昨今の米国の政策金利引上げは「住宅バブルの沈静化」とともに「原油価格の急騰に伴うインフレ懸念の顕在化」を背景としたものだが、実際には景気の足取りは思ったほど強くないということだ。

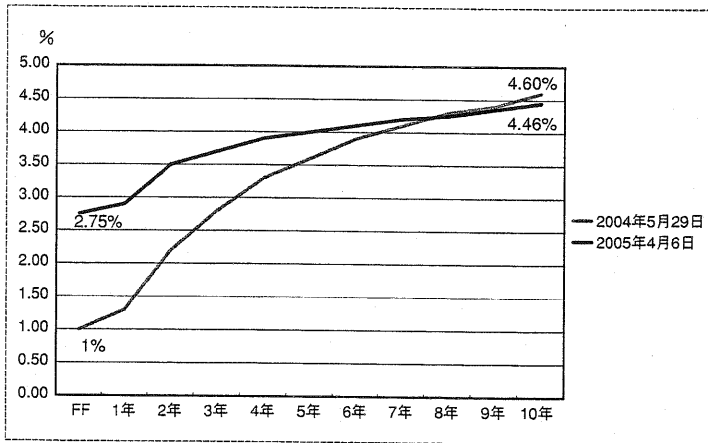
ちなみにNYダウ平均株価の足取りを四半期末ごとに見ると、昨年6月末は1万435・48ドル、9月末は1万800・27ドル、12月末は1万800・30ドル、今年3月末は1万503・76ドルとなっている。少なくとも株価をみる限りでは、景気が巡航速度で回復しているとは見なしがたい。

今後しばらくは、景気回復の足取りがはっきりしてきたとしても、企業からの資金需要が乏しい状態には変化がない中で、インフレ懸念を背景とした政策金利の引上げが行われるという状態が続きそう。

図表1 相次ぐFFレートの利上げにもかかわらず低下傾向を示す米長期金利



図表2 著しい形状変化を示す米国国債イールドカーブ



いか。まず第一に指摘すべきことは、長期金利の動向を決める最も重要な因子である「法人企業の資金調達需要」がきわめて乏しいということだ。

と、法人企業部門は2001年以降資金余剰の状態にある。つまり、日本企業と同じように、全体としてみる限り資金調達需要はほとんどなく、むしろ借金の返済に向かっているのである。

正常な姿での景気回復期には、企業の設備投資や運転資金なりの資金需要が高まり、そうした企業からの借入れ需要が増えることによって、金利は上がっていく。これは特に長期金利に顕著に現れ

る。ところが、現在一部の業種を除くと積極的な資金需要は見られない。

もう一つは、昨今の米国の政策金利引上げは「住宅バブルの沈静化」とともに「原油価格の急騰に伴うインフレ懸念の顕在化」を背景としたものだが、実際には景気の足取りは思ったほど強くないということだ。