

平成 28 年 8 月 29 日

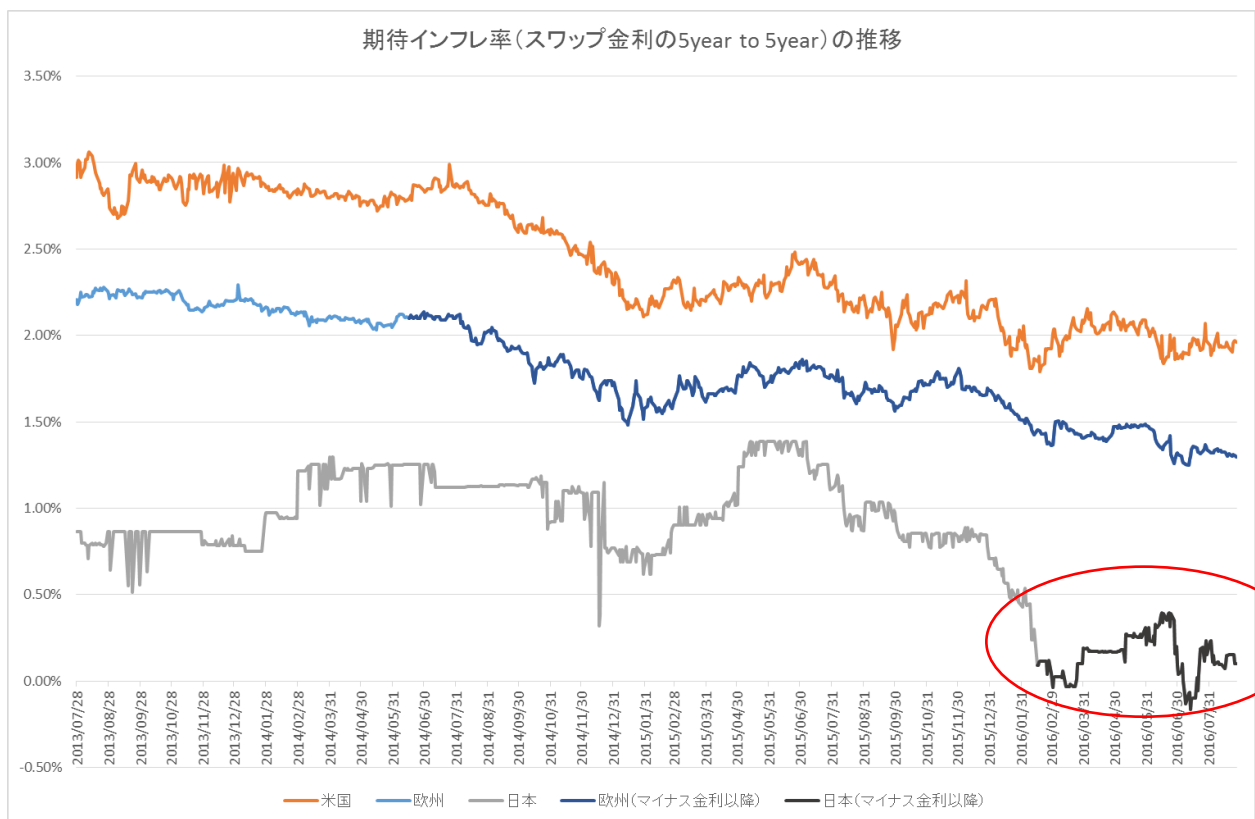
期待インフレ率・イールドカーブの形状と金融政策—日銀の今後の動きを考える—

今回は、スワップのイールドカーブから得られる期待インフレ率とイールドカーブを分析することで、金融政策の方向性に関し、検討することとします。

1. 期待インフレ率の推移

- 期待インフレ率の水準に関して、今回、各国のスワップ金利から計算できる一般的には、5year,5(以下 5y5)といわれているものを用います。(この数値は、欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が期待インフレ率の代理変数として注目しているものです。)
- 5y5 は、スワップの 10 年金利と 5 年金利から算出され、5 年後に借り入れた時の 5 年の金利の水準を表すものです。これは、現時点のスワップカーブから求められるため、市場が予想する 5 年後から 5 年間の平均インフレ率¹とされています。

グラフ 1

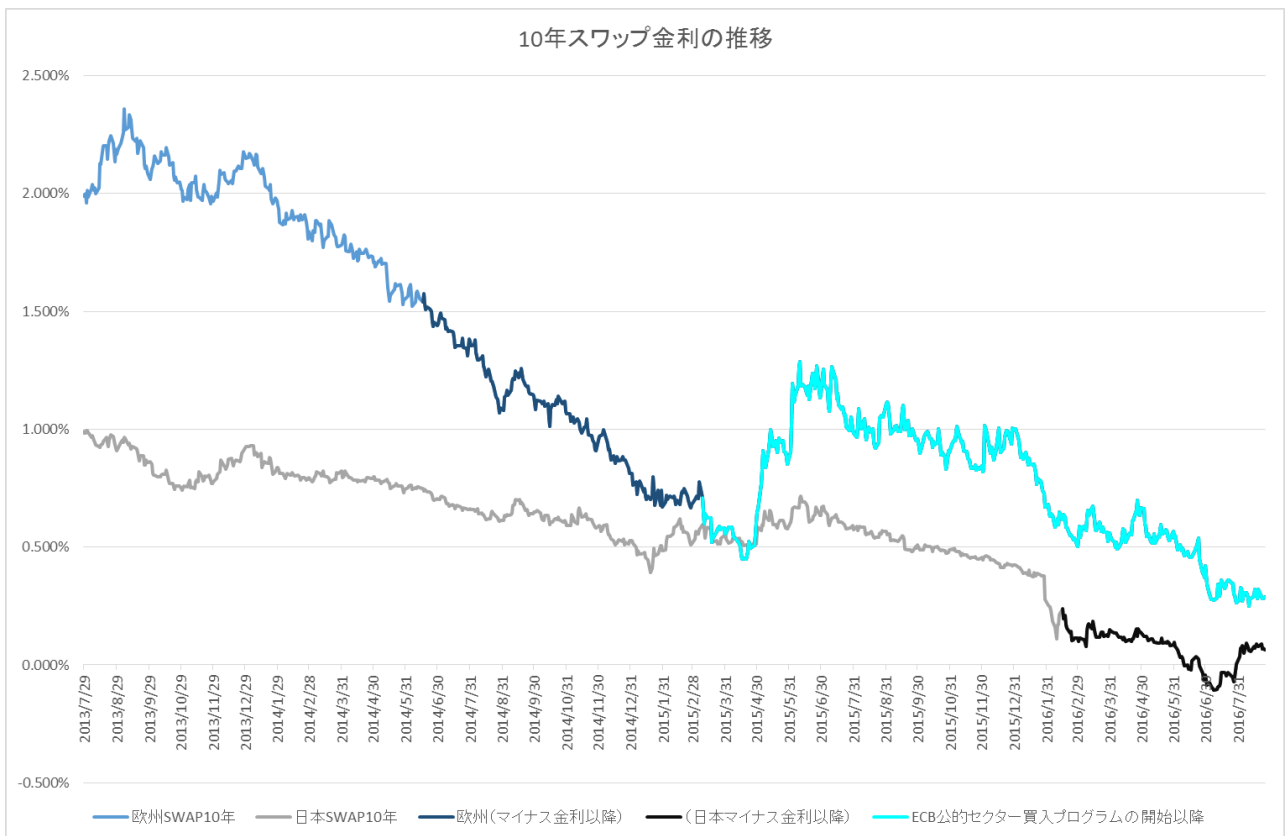


Bloomberg より当社作成

¹ この考え方は、金利の期間構造(イールドカーブ)に関する「期待仮説」という仮説に基づくもので、金利が、将来どのようになるかに関する期待によって、イールドカーブの形状が決定するというものです。市場が、1 年金利が翌年にはもっと上がっているだろうと信じるのであれば、2 年の金利は、1 年金利より高くなるだろうというものです。(インフレ率が上昇し、同じ実質金利を保つためには、名目金利も上昇しなければならないと信じている場合。)そこで、この数値が期待インフレの代理変数として用いられます。

- グラフ 1 は、5y5 の推移を米国、欧州、日本に関して見たものです。米国と欧州は、金利低下傾向が続く中、5y5 も低下傾向が出ています。
- 更に、欧州と日本のグラフに注目すると、面白い現象が出ています。欧州では、ECB による中央銀行預金金利のマイナス金利導入(2014/6/6)以降、濃紺の線で示されているように、金利の全体的な低下(グラフ 2 参照)に応じて同様に低下を示しています。また、グラフ 2 を見ると、ECBによる公的セクター買い入れプログラム(PSPF)の開始(2015/3/9)以降、10年金利の上昇が発生²し、この結果、5y5 をある程度の水準に維持することに成功しているように見受けられます。
- 一方、日本の場合、マイナス金利導入のアナウンス(2016/1/29)以降、5y5 が急激に低下して、一時的にはマイナス水準になっています。(グラフ 1 の赤い丸で囲まれた部分)同時に、10年金利もグラフ 2 の通り低下しています。日本の場合、期待インフレ率の観点からすると、マイナス金利を導入したことにより、デフレ期待を醸成してしまっているように思われます。

グラフ 2



Bloomberg より当社作成

2. イールドカーブの変化

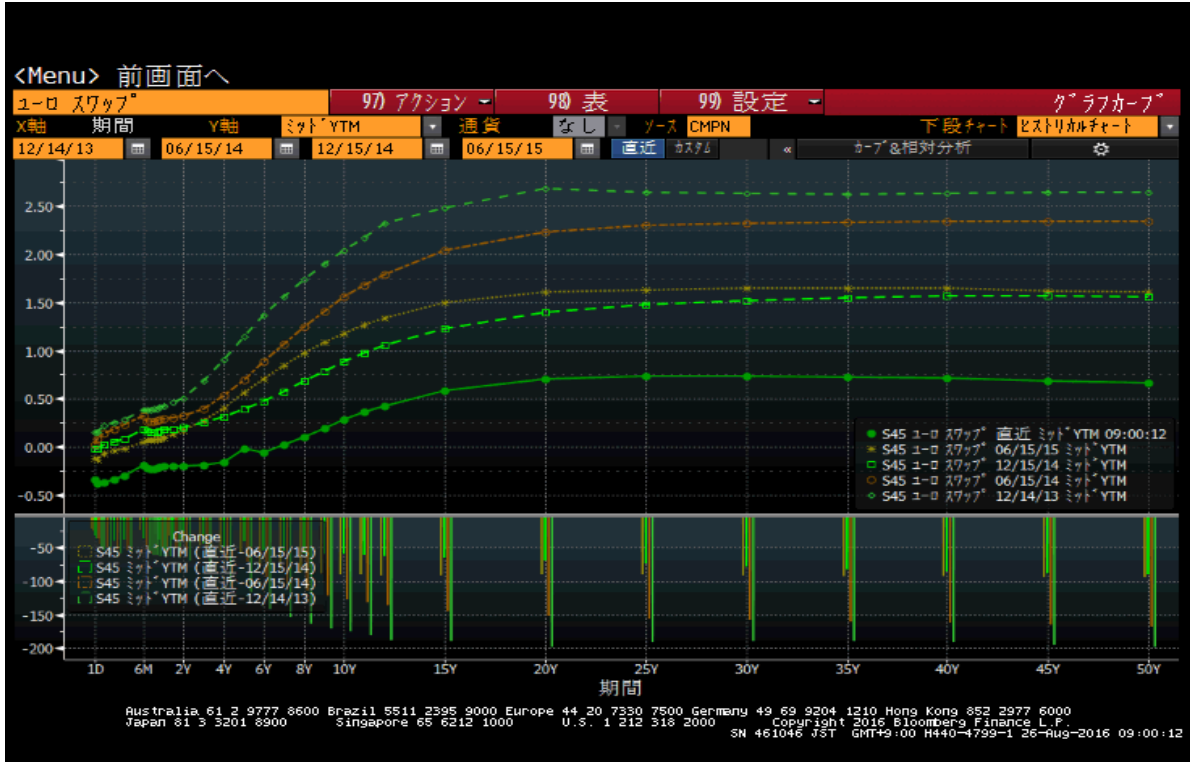
- グラフ 3 は、欧州のスワップのイールドカーブの変化を見たものです。ECB のマイナス金利導

² 10年の金利の上昇は、ECBによるPSPFの公表以降、その期待により、買われすぎたものの反動と思われる。実際には、需給に見合った適正な水準に戻ったと考える方が適切と思われる。

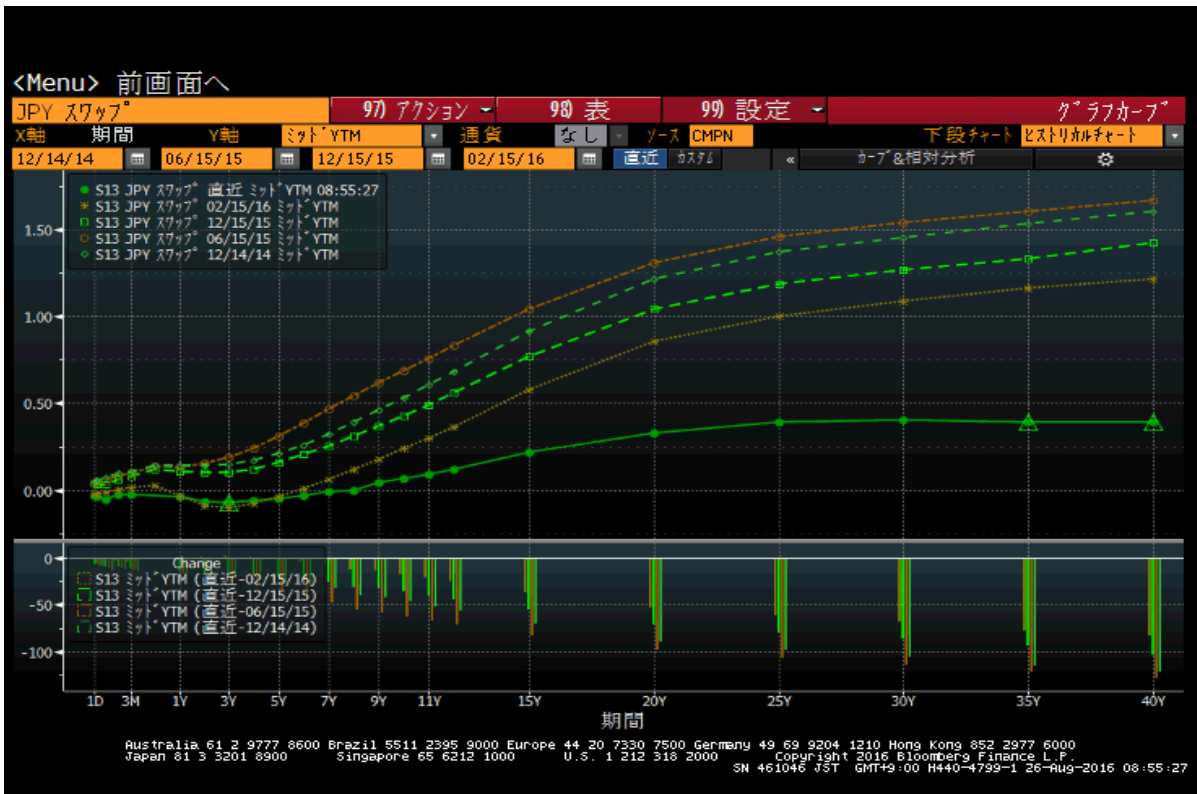
入以前から、半年ごとの推移ですが、イールドカーブは、超長期金利のフラットニングを伴い、0年から10年までの傾斜を維持しつつ、全体のレベルが低下しています。(直近の形状は一番下の●印のライン)

- 一方、グラフ 4 にあるように、日本のイールドカーブは、マイナス金利の導入以降、急激なフラットニングが進み、長期金利と短期金利の差がほとんどない状況となっています。

グラフ 3



グラフ 4

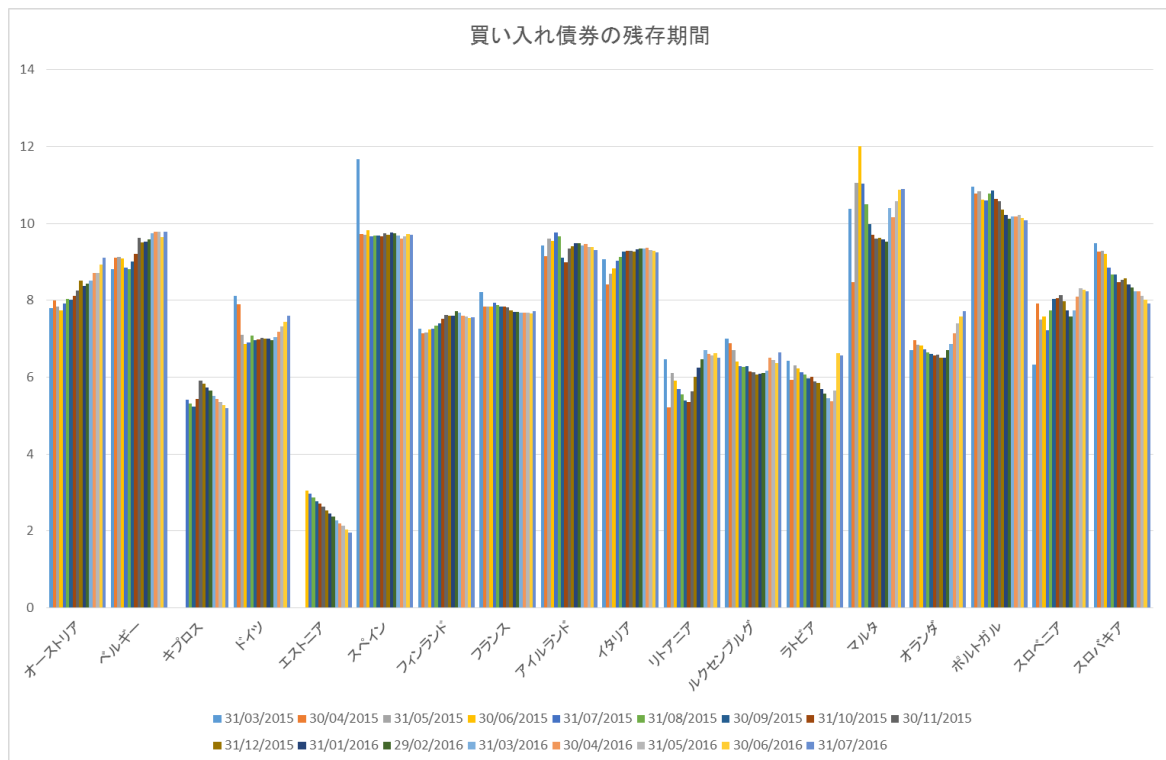


出典: Bloomberg

3. 日欧の金融政策とイールドカーブ・期待インフレ率

- 欧州は、マイナス金利の導入と PSPP の実施によりイールドカーブの形状を維持したまま、金利全体の押し下げを達成しているように見えます。これは、マイナス金利の導入による資金が、①同時に実施した対象を絞った長期資金供給オペ(TLTRO II³)、②銀行勘定における金利リスク管理の強化、③民間資金ニーズ、④ECB の PSPP の各国国債購入額の制限⁴により、長期の国債金利の極端な低下を避けつつ、イールドカーブ全体の低下をもたらし、同時に、マイナス金利の導入により、短期金利の更なる低下を、作り出す⁵ことで、イールドカーブがフラットニングすることを抑え、期待インフレ率を維持することとなったものと思われます。
- 一方、日本は、①日銀(BOJ)による国債の大量国債の継続、②民間の資金ニーズが少ない、③預貸率の低い金融機関の存在等により、マイナス金利の導入により発生した余剰資金が、BOJ による QQE という大規模な需要の存在する国債マーケットに向かい、結果的に、長期金利を押し下げてしまったのではないかとと思われます。この結果、イールドカーブのフラットニングが進み、デフレ期待を示すこととなったのではないかとと思われます。

グラフ 5



ECB 資料より当社作成

³ TLTRO II は、実体経済に寄与する貸出に関し、ECB の預金ファシリティ金利で、ECB から借入れが可能なもの。(借入金利はマイナス金利に連動する)

⁴ 各国国債の購入上限は、発行額の 33%、また国別の上限は、ECB の出資比率に応じたものとなっている。

⁵ グラフ 5 は、ECB による国債買取プログラムで購入された残存期間の国別推移を示したものです。発行額の多い、ドイツフランスに関して、残存きつかが 7、8 年に集中し、周辺国であるスペイン、ポルトガルアイルランド、イタリアの残存期間が 9 年から 10 年程度と長くなっており、ECB は、イールドカーブと周辺国と主要国との金利差を意識した購入を行っていることが窺えます。

4. まとめ－BOJの今後の施策に関する私見－

- これまで見てきたとおり、ECBとBOJの金融政策の両国のスワップ金利市場への影響は、相当異なるものとなっております。では、5y5を前提にした期待インフレ率に働きかけするということを仮に、BOJが考えているとした場合、どのような施策が可能なのでしょうか？
- 日銀当座預金へのマイナス金利の付与をさらに、マイナス幅を増やすということは、イールドカーブの長短金利差を広げるという目的のためには、有益のようにも感じますが、先ほどみたとおり、日本の場合、現状の金融政策(国債の80兆円の購入の継続)を維持する限り、余剰資金は、長期の国債市場に向かう可能性が高いと思われます。
- また、マイナス金利の更なる深堀は、預貸率の悪い金融機関の経営を圧迫することも、BOJは理解しているものと思われます。そのため、マイナス金利の深堀は、行わないのではないかと考えられます。
- そうなると、最後は、長期金利の上昇を発生させる手法だと思われます。金融緩和の維持を市場に認識させ続け、長期金利を上昇させるには、テーパリングではないが、確実ではない量的緩和を行うようなサインを送りことだと思われますが、どのような方法があるのでしょうか。いずれにしても相当難しい運営を求められるものと思われます。
- 仮に、BOJが、長期金利の上昇を期待し、それを行うのであれば、9月以降、国債金利が上昇することとなります。この点、BOJの金融政策に関しては、今後一段の注目が集まるとことにならないのではないかと考えられます。

商品本部
大塚

以上

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うことになります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号

本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11

加入協会 日本証券業協会

6

指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター

資本金 5億円

主な事業 金融商品取引業

設立年月 昭和24年7月

連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。