

# マイナス金利下のイールドカーブ

2016年5月31日

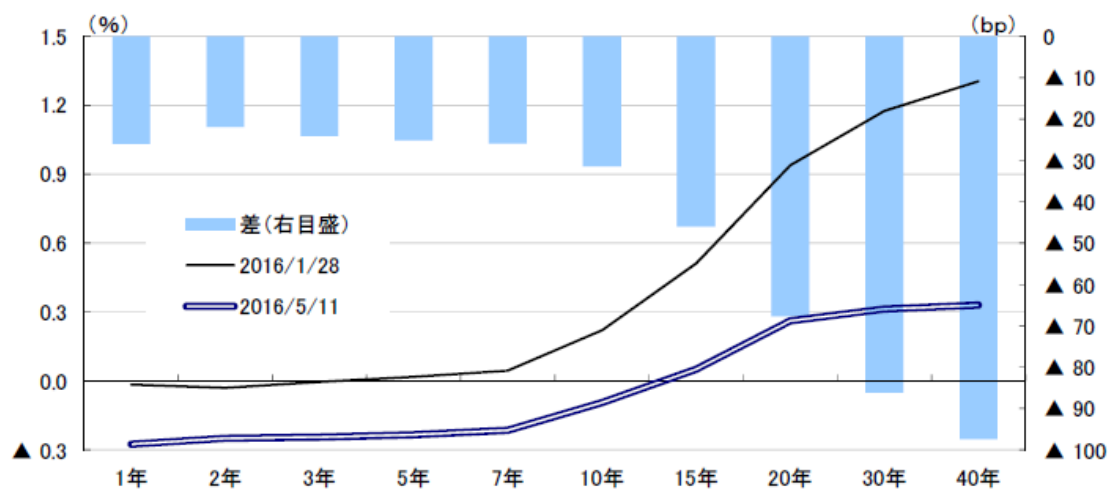
みずほ総合研究所の「リサーチ TODAY(2016年5月13日版)」(筆者、高田創氏)によると、マイナス金利導入後のイールドカーブの変化の動向について、長期金利の低下が大きいことが特徴的であると指摘している。図表によれば、確かに、残存期間が長いものほどマイナス金利適用後の金利の低下幅が大きい。これをどのように説明すべきだろうか。そもそもインフレ期待を高めるために導入したマイナス金利政策が市場の長期的なインフレ期待を、逆に下げているのだから、マイナス金利は、所期の効果が得られていない以上、やめるべきだとの意見が出てくることも不思議ではない。

これについて、週刊ダイヤモンド2016年5月14日号の「金利市場・透視眼鏡」の中で、SMBC日興証券為替・外債ストラテジストの野地慎氏は、2016年初以降の円高により日本の市場のインフレ期待を反映したブレイクイーブン・インフレ率が下がっている可能性を指摘する。そして日本のブレイクイーブン・インフレ率と円高ドル安がシンクロしていることは相違ないとする。その上で、今後、アベノミクスが掲げる構造改革や規制緩和の遅れによりインフレ期待が低下することに加えて、円高効果の顕在化が消費者物価指数の低迷をもたらし、それが更なるブレイクイーブン・インフレ率の低下⇒円高に繋がる可能性があるともいう。

ところで、イールドカーブを説明する基礎理論には、流動性プレミアム仮説、純粋期待仮説、市場分断仮説などが知られているが、いずれも通常は、長期金利が短期金利よりも高く、イールドカーブが右上がりになる根拠を説明するものであり、下記の図表には、その意味での逸脱はないが、マイナス金利下でなぜ長期金利の下がり方がより大きく、また、残存期間が20年を超える長期債について、なぜこの数か月間でフラット化が進んだのか。その説明は容易ではない。

思うに、これは、相対的に大きいリターンを得られる超長期国債ほど、大きく買い進まれたことが原因であろう。このため、売買対象の超長期国債が枯渇し、銀行、生保などの国内投資家は為替リスクヘッジ付の外国債券投資に目を移さざるを得なくなっており、実際、この2月～4月までの3か月に約10兆円を買い越している。これが欧米の長期金利を押し下げ、円高を促進させている可能性がある。

■図表: イールドカーブの変化



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

- (注) 1. みずほ総合研究所「リサーチ TODAY(2016年5月13日)」(著者、高田創氏)より抜粋  
 2. 平成27年3月末現在の普通国債残高の残存期間別シェア(財務省資料による)

残存期間	シェア (%)
1年以下	16.4
～3年以下	18.8
～5年以下	15.6
～10年以下	23.2
～20年以下	17.7
20年超	8.3
合計	100.0

(荒井 俊行)