

マネー潮流

「タームプレミアム」拡大で金利が上昇

日本国債の10年物金利が30年ぶりに3%に到達。「インフレの不確実性」の高まりも金利上昇の要因か？

森田長太郎

オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影・大澤 誠



Getty Images

各国で金利上昇が懸念される中、8月31日からアメリカ・ノースカロライナ州アッシュビルで行われたG20（主要20カ国・地域）財務相・中央銀行総裁会議

今

月、日本国債（JGB）10年物金利が1996年以来

30年ぶりの3%に達した。一方、アメリカでも7月以降、長期金利の上昇傾向が目立ち、30年国債金利が金融危機直前の2007年以来となる5.2%を超えた。長期金利の上昇はこの1、2カ月ほどのグローバル金融市場で大きな話題となっている。実際には、ここ最近にとどまらず、対イラン攻撃開始前後から各国、各市場で長期金利は上昇傾向にあり、年初から9月初めまで米債10年金利は63ベースポイント（bp、≒0.63%）、JGB 10年金利はそれを上回る94bpも上昇した。しかし、日米の長期金利上昇の中身はかなり異なっている。

長期金利は、理論的には、短期金利の将来予想の集計値に一定のプレミアムが加わったものと理解

される。短期金利の将来予想を実質金利部分とインフレ予想に分け、それ以外をタームプレミアムとして、合計3つに分割して観察する分析手法が一般的に用いられる。この3つの要素のうち、インフレ予想だけは実際に物価連動債の価格から算出可能なため市場で観測できるが、それ以外の2つはモデルで推計することになる。

その推計によると、米債10年金利の年初来の上昇は、実質短期金利予想が+49bp、インフレ予想が+11bp、タームプレミアムが+3bpとなっている。一方、JGB 10年金利の内訳は、実質短期金利予想が+13bp、インフレ予想が+30bp、タームプレミアムが+51bpである（アメリカはニューヨーク連邦準備銀行、日本は大和証券の推計による）。

アメリカの長期金利上昇は、主にFRB（米連邦準備制度理事会）の将来的な利上げ幅が大きくなるという予想の変化を反映したものだ。市場の織り込みが、昨年末の時点での先行き利下げ方向から利上げ方向に転じたこと自体が大きな変化である。一方、JGB金利の上昇に最も寄与したのはタームプレミアム拡大で、次いでインフレ予想の上昇である。このうちインフレ予想上昇は、消費者物価指

数上昇率が4年近くも2%を超えて推移してきた中で、一時的な要因を除いた「基調的なインフレ率」がいよいよ2%に近づきつつあるとの市場の判断が背景にある。ただし、日本のインフレ予想は突然跳ね上がったわけではなく、21年ごろからほぼ均一なペースで水準を切り上げてきた。つまり、「トレンド」として日本のインフレ予想は上昇している。日本銀行は、インフレ予想が2%で「アンカー」されること、すなわち恒久的に2%近傍に定着することを目指しているが、トレンドが明確に「上昇」のため、それが2%近傍できつちりと止まるかどうかについて不透明感も生じつつある。

実はこの点が、長期金利上昇の最も大きな部分を占める「チームプレミアム」の拡大にも影響を及ぼしている可能性がある。チームプレミアムはさまざまな要素で変動する。大きく分けると、「財政赤字と国債発行額」「インフレの不確実性」「経済成長の不確実性」「投資家行動や規制動向」「金融市場全体の安定度」などだ。高市政権は「積極財政」を掲げているため、これらのうち「財政赤字と国債発行」が最近のチームプレミアム拡大の主因だという認識が一般的だろう。ただ、今年のJGB市

場の特徴は、チームプレミアムとインフレ予想が連動して上下していることだ。このことは、「インフレの不確実性」がチームプレミアムの変動に大きく影響を及ぼしている可能性を示唆している。

日銀の36年ぶり方針変更

「インフレの不確実性」は、インフレ率やインフレ予想が上昇することそれ自体で高まるわけではない。インフレ率のボラティリティー（＝変動性）の上昇やインフレ予想の将来的な水準に対する不透明感の強まりによって、「インフレの不確実性」は高まると考えられる。実際、日銀は最近、従来のように「インフレ率を2%に押し上げる」ことだけでなく、イン

フレを2%超に「上振れさせない」ことにも注力していくと政策遂行スタンスを変更している。日銀がインフレ上振れの阻止を重視するようになるのは、実に平成バブルの最終盤期である90年前後以来、約36年ぶりのことだ。

しかし、90年前後と現在とでは、日銀を取り巻く環境は大きく異なる。平成バブル終盤にインフレを上振れさせる要素として最も大きかったのは、資産価格高騰や企業および家計の成長期待の上振れによる「民間需要」の過熱だった。それに対して、現在は、為替円安や資源価格高騰といった外的要素に加え、高市政権下で顕著になりつつある「財政需要」拡張も大きなインフレ要因となっている。為

替や資源価格などの外的要素は、本来、日銀が直接対応すべき変数ではない。一方、財政需要に関しては、根本的などころで政府との利害対立の要素をはらんでいる。

平成バブル期はまだ「旧日銀法」時代であったのに対して、現在は「新日銀法」により日銀の独立性は法的に強化されている。日銀がインフレ上振れを阻止するために独自の判断で権限を行使することに対して、本来は何も障害はないはずだ。それにもかかわらず、市場が「インフレの不確実性」の高まりをチームプレミアムとして織り込みつつあるとすれば、それは、日銀の「独立性をめぐる不確実性」が織り込まれているといってもよいのかもしれない。

9月14～27日の経済日程

14日(月)

IAEA(国際原子力機関)年次総会
(ウィーン、～18日)

15日(火)

米FOMC(連邦公開市場委員会、
～16日)

16日(水)

7月の機械受注統計発表
8月の貿易統計発表

17日(木)

日銀金融政策決定会合(～18日)
4～6月期の資金循環統計速報
発表

18日(金)

日銀・植田和男総裁会見
8月の全国消費者物価指数発表

22日(火)

国連総会一般討論演説開始
(ニューヨーク、～28日)

24日(木)

欧州7、8月の新車販売台数発表
米中首脳会談(ワシントン)
米4～6月期の経常収支発表