

年度初以降、先進国の長期金利の低下が著しい。日本では、6月末に2003年8月以来の1.1%割れ、米国・ドイツでは、リーマンショック後の08年11月～09年4月を除けば、初の3%割れということになる（図1）。

一般的に、長期金利は、①期待潜在成長率、②期待インフレ率、③リスクプレミアムの3要因から構成される。したがって、財政赤字拡大によるソブリンリスクが懸念される昨今、リスクプレミアム拡大による金利上昇が示現しても何ら不思議ではない。事実、南欧諸国の長期金利は上昇している。一方、この地域とは正反対に、先進国の長期金利が低下していることも、また事実である。そこで、今般は、低下トレンドを示しつつある先進国長期金利動向の背景について、長期金利を構成する上記3要因の視点から検証していきたい。

まず、第1の要因である期待潜在成長率については、労働投入量・資本投入量・生産性がポイントとなる。このうち、後者の2つのポイントは、景気の循環的な局面や構造改革を推し進める政策当局の意向に依存する部分が大きいため、ここでは潜在成長率のトレンドをみる上で労働投入量に焦点を当てる。

労働投入量は基本的に、人口や労働力人口比率で規定される（図2）。現在、日本ではもちろんのこと、ドイツにおいても高齢化の進展に伴い労働力人口の緩やかな減少が見込まれている。また、移民の受け入れにより労働力人口の増加基調が継続する米国においても、ベビーブーマー世代の退職や高齢化という構造要因を背景に、全人口に対する労働力人口比率は2010年をピークに低下基調を辿るとみられている。したがって、資本投入量や生産性に劇的な変化が生じない限り、先進国各国の期待潜在成長率は労働投入量の減少に伴い低下し、長期的に長期金利の低下要因となることが想定される。

続いて、第2の期待インフレ率をみていく。日本のコアインフレ率（消費者物価指数（除く食料・エネルギー））は、08年に一時的にプラス圏まで浮上した以外、2000年以降マイナス圏での推移が定着している。また、米国・ドイツのコアインフレ率についても、このところ低下基調が鮮明となっている（図3）。とりわけ、足下のコアインフレ率は3極いずれも伸び率の低下が顕著であり、米国では1970年以降で初の1%割れとなっている。

そして、この背景には以下のプロセスが存

在すると推測される。100年に1度の危機といわれる2008年の信用バブル崩壊により、それまで債務拡大主体であった家計部門ではバランスシート縮小が必須の課題となり、それに伴い民間需要が急速に縮小することとなった。また、供給サイドにおいても、グローバル高成長を前提とした設備・雇用等に余剰感が顕在化し、需給ギャップが大幅に拡大した。この結果、コアインフレ率が低下し、ここもとの長期金利動向に対し、下押し圧力として作用している。

続いて、第3のリスクプレミアムについてみていく。今般の信用バブル崩壊後、各国は民間の需要不足に対して、財政出動、つまり公的需要の拡大により、危機への突入を食い止めてきた（図4）。ただ、08年からの対応は、本来民間が抱えるはずであった債務を公的部門へと移転したに過ぎず、一国全体の経済運営の改善という点で、抜本的な解決手段にはならなかった。ゆえに、10年に入ると、債務移転先の公的部門ではリスクプレミアム（ソブリンリスク）拡大による長期金利上昇が懸念されることとなった。そして、現在、このソブリンリスクに対する抜本的な対応策として、①歳入増（増税）または歳出減（支出削減）による財政再建、②経済成長による歳入増（税収増）、③中央銀行への債務移転（中央銀行の国債引受）が考えられている。

今回、ソブリンリスクの標的となった欧州各国では、上記の①を採用し、6月以降は財政再建策を競う形で表明している。これは、97年に消費税引き上げによる財政再建（デフレ政策）を目指した橋本内閣を思い起こさせる。

一方、民間需要が脆弱な中、各国政府が財政再建へ向かうことのリスクを1930年代の大恐慌時に学んでいる米国は、上記の②を優先する姿勢を示している。ただ、年末までに追加景気刺激策が採用されない限り、2011年は09年からの景気対策の財政規模が縮小するとともに、ブッシュ減税の期限を迎えることから、自動的に緊縮財政となる。

つまり、欧州・米国ではソブリンリスクを意識するがゆえ、経済成長以上に財政再建に重きが置かれ、長期金利はデフレ懸念を過度に織り込む形で低下している可能性がある。今後、市場の思惑が更に進展するか否かについて、短期的には対極に位置する経済成長と財政再建の両立の実現性に注目が集まると考えている。（2010年7月21日記）

図1：債券市場動向

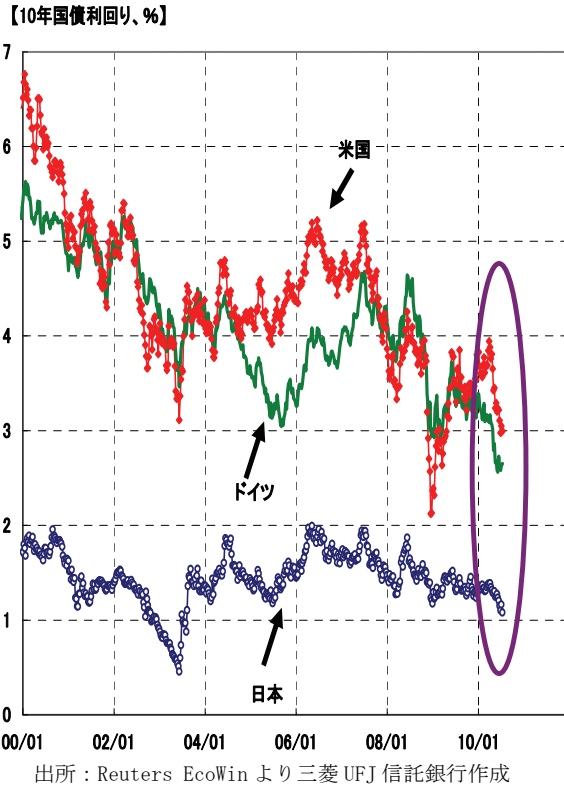


図2：労働力人口推移

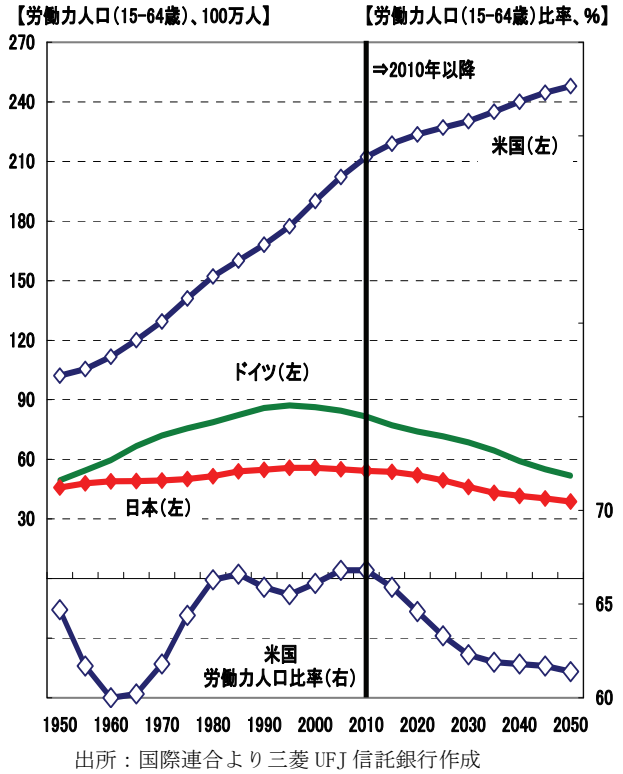


図3：需給ギャップと消費者物価指数

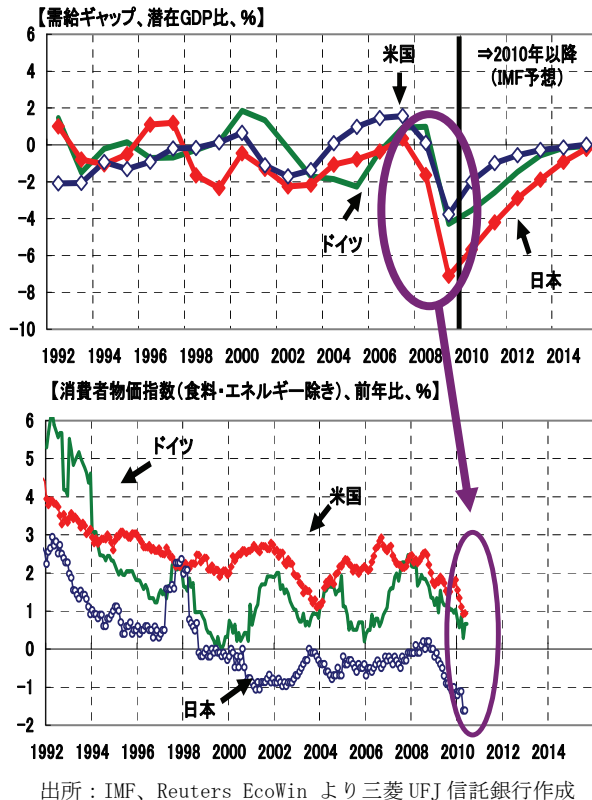
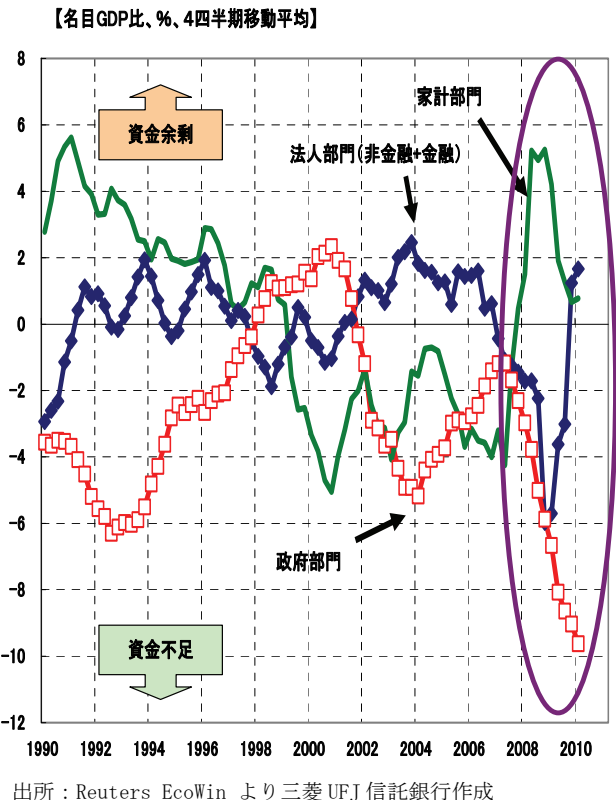


図4：部門別資金過不足（米国）



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）