

2016年10月19日 全7頁

米・独 10年国債金利の連動について

ECBの金融政策が円/USドル為替レートに影響を与える可能性

経済調査部 主席研究員
金子実

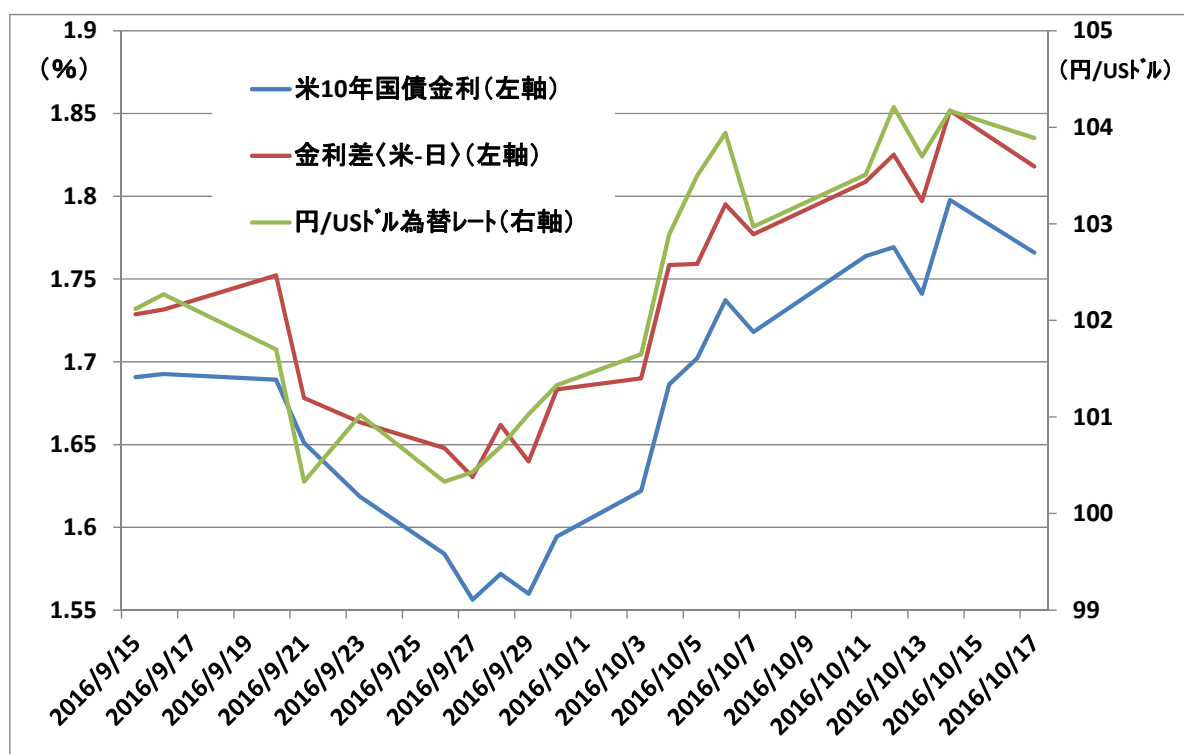
[要約]

- 本年9月末以降、米国10年国債金利の上昇に伴い、円/USドル為替レートは円安傾向となったが、並行してドイツ10年国債金利の上昇傾向が見られる。
- 米・独10年国債金利は、以前から連動する傾向が強く、米国10年国債金利の動きを考える際には、ECBの金融政策がドイツ10年国債金利を通じて影響を与える可能性も考慮する必要がある。
- 最近のドイツ10年国債金利の上昇傾向の背景には、ECBの金融緩和政策の持続性に対する疑いが高まっていることが考えられる。しかしながら、ECBの金融緩和政策を弱める大義名分や決定的理由はない可能性があり、今後の米国10年国債金利や円/USドル為替レートを考える場合には、ECBの金融緩和政策の長期化の可能性も考慮すべきである。

1. 本年9月末以降の米国10年国債金利の上昇

本年9月21日に日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策を導入し、日本の10年国債金利をゼロ%程度にすることとして以降、米国10年国債金利は9月末までに約0.1%pt低下したが、その後約0.2%pt強上昇した。それに伴って、日米10年国債金利差もそれと同程度拡大し、円/USドル為替レートは円安の方向に向かった（図表1）。

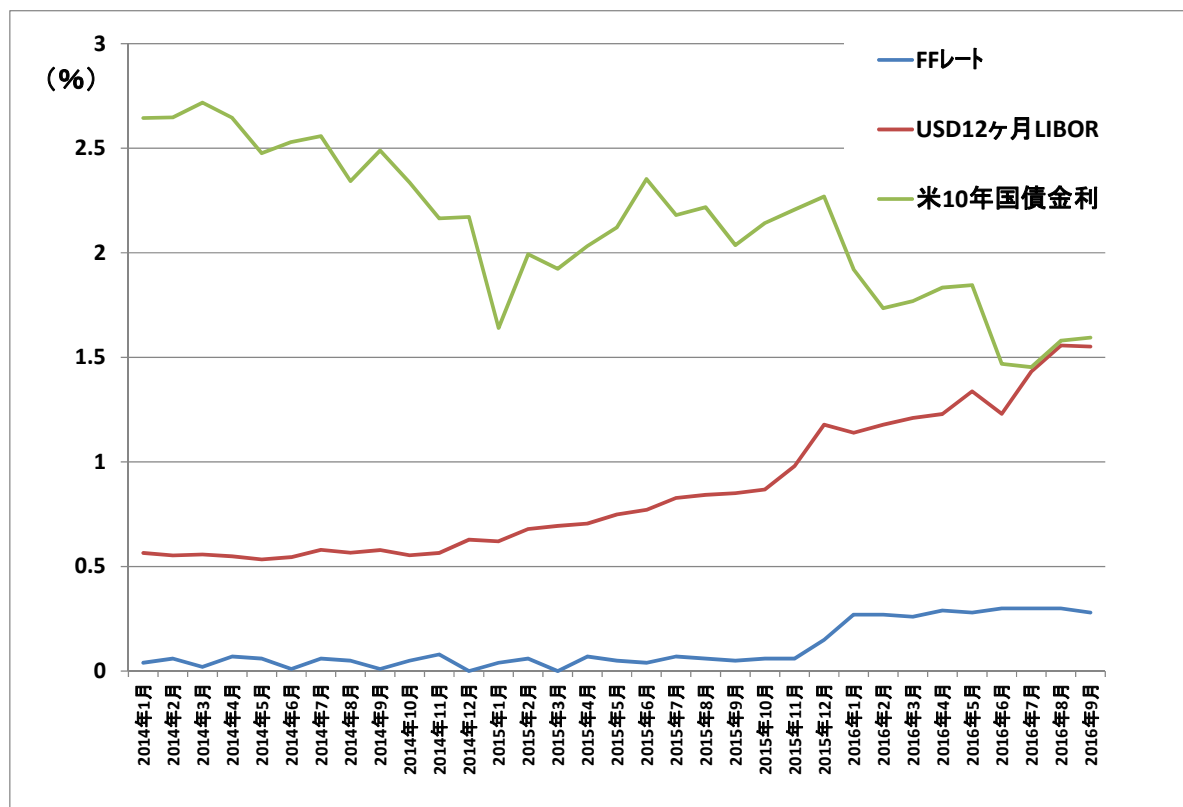
図表1 米国10年国債金利・日米10年国債金利差・円/ドルの推移（2016年9月15日以降）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

この米国10年国債金利の上昇は、米国政策金利の引き上げの可能性が高まっているためであり、今後米国政策金利が上昇すれば、それとともに円安が進むのではないかという見方もある。しかしながら、FRBは、次回の政策金利の引き上げの際には、保有する国債等の元本の再投資を停止しない一方で、超過準備預金金利や翌日物リバースレポ金利を同時に引き上げるとしており、次回の政策金利の引き上げが長期金利に直接的な影響を与えるものとならないように配慮している。リーマン・ショック以降、政策金利が下限と考えられた水準まで引き下げられた後も、資産購入プログラムを進めることによって長期国債の金利をかなり引き下げることができたことを考えると、次回の政策金利の引き上げの後も、FRBが資産の保有量を減らさない間は、あまり長期国債の金利の上昇につながらない可能性も考えられる。2014年10月のFRBの資産購入プログラムの終了後の実績をみても、米国10年国債金利は、政策金利と連動してはおらず、2016年には、むしろ政策金利と逆相関になっている（図表2）。

図表2 米国の政策金利・12ヶ月LIBOR・10年国債金利の推移（2014年以降の各月末）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

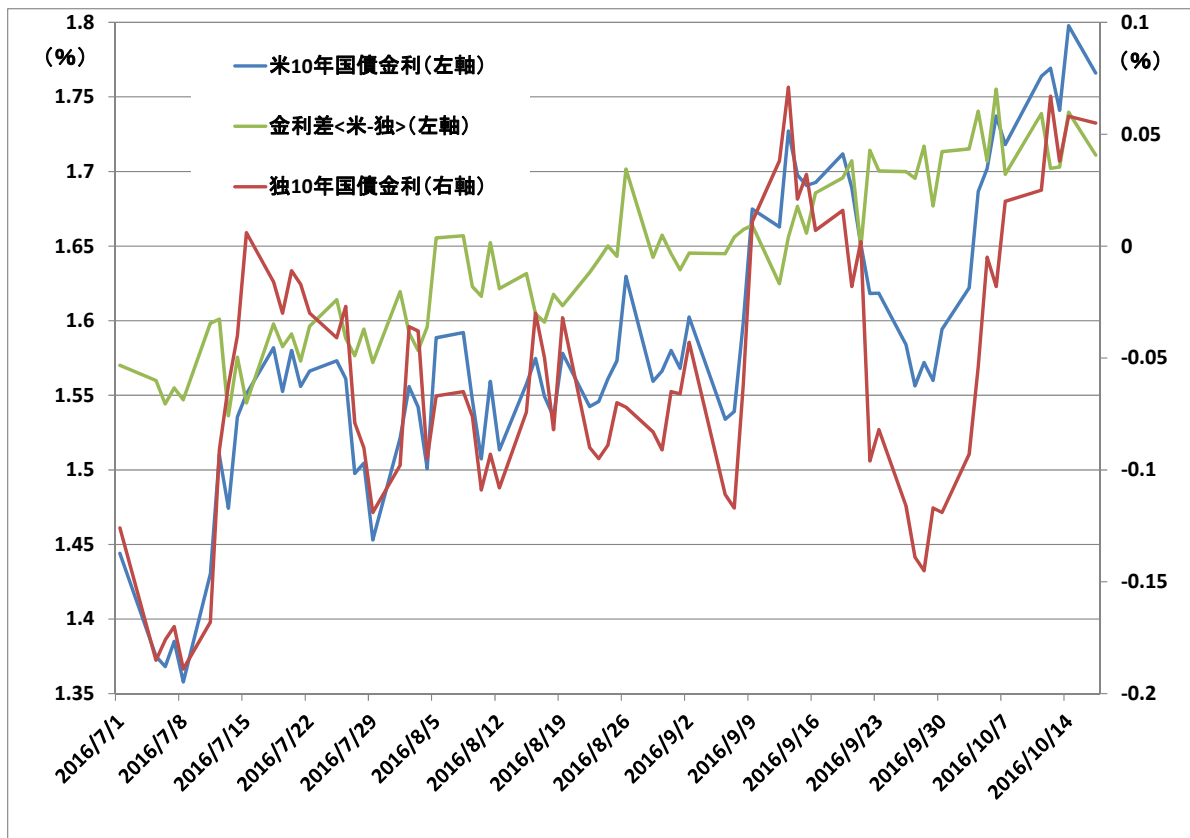
2. 米・独 10年国債金利の連動

米国10年国債金利の変動の要因としては、金融政策以外にも米国大統領選挙や原油価格など様々な要因が考えられるが、金融政策としては、ドイツの10年国債金利に影響を与えるECBの金融政策も重要な要因になっていると思われる。

本年の米国国債金利は、7月以降上昇傾向となったが、その推移をドイツの10年国債金利の推移と重ね合わせると、かなり連動して上昇、下降していることが観察される(図表3)。

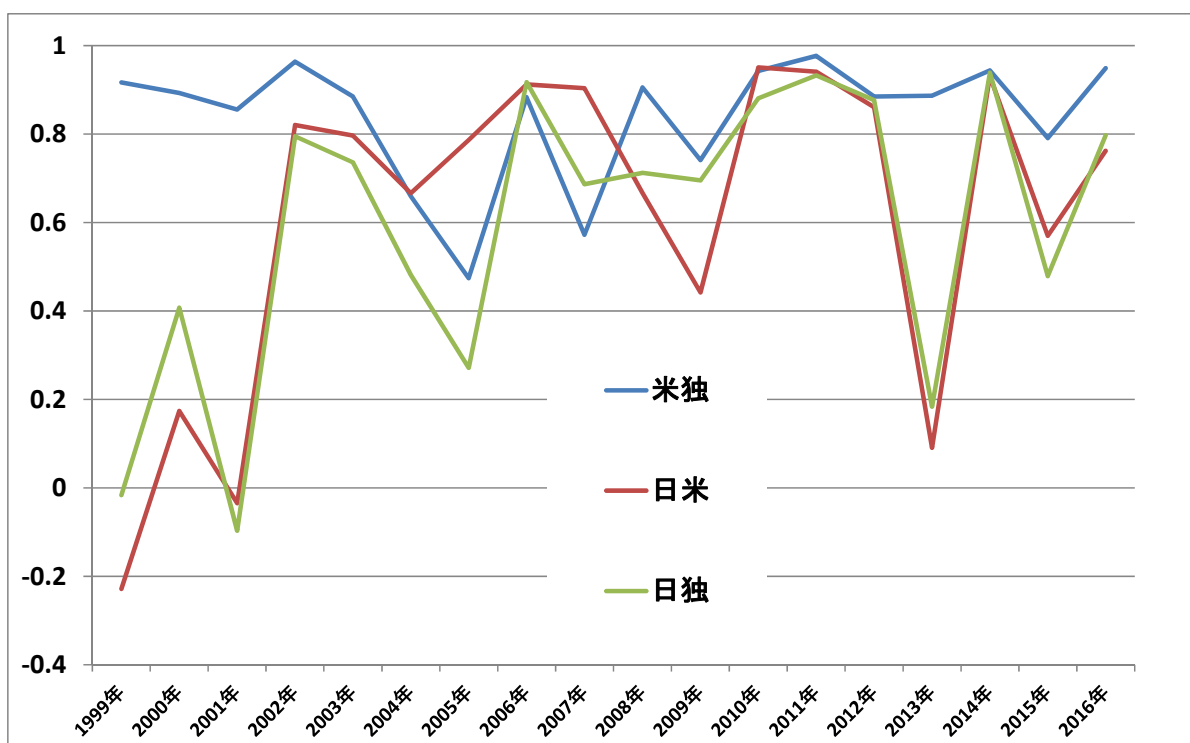
また、ユーロが創設された後の1999年以降の米、日、独の10年国債金利の日次データを使って、米・独の10年国債金利の相関係数、日・米の10年国債金利の相関係数、日・独の10年国債金利の相関係数を年ごとにみると、米・独の10年国債金利については、すべての年で0.4以上の相関係数となり、3分の2以上の年で0.8以上の相関係数となっているのに対し、日・米、日・独の10年国債金利については、0.8以上の相関係数となっているのは2分の1未満の年で、極めて低い相関係数となったりマイナスの相関係数となったりしている年もある。これは、米・独の10年国債は代替関係が強いため、両国の金融政策の違いが大きく、それぞれの国の10年国債金利を異なった方向に動かすものである年でも、両国の金融政策の影響を中和する形で、

図表3 米独10年国債金利及び金利差の推移（2016年7月以降）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表4 米独・日米・日独の10年国債金利の日次データの相関係数の推移（1999年以降の各年）



(注) 2016年は10月7日まで

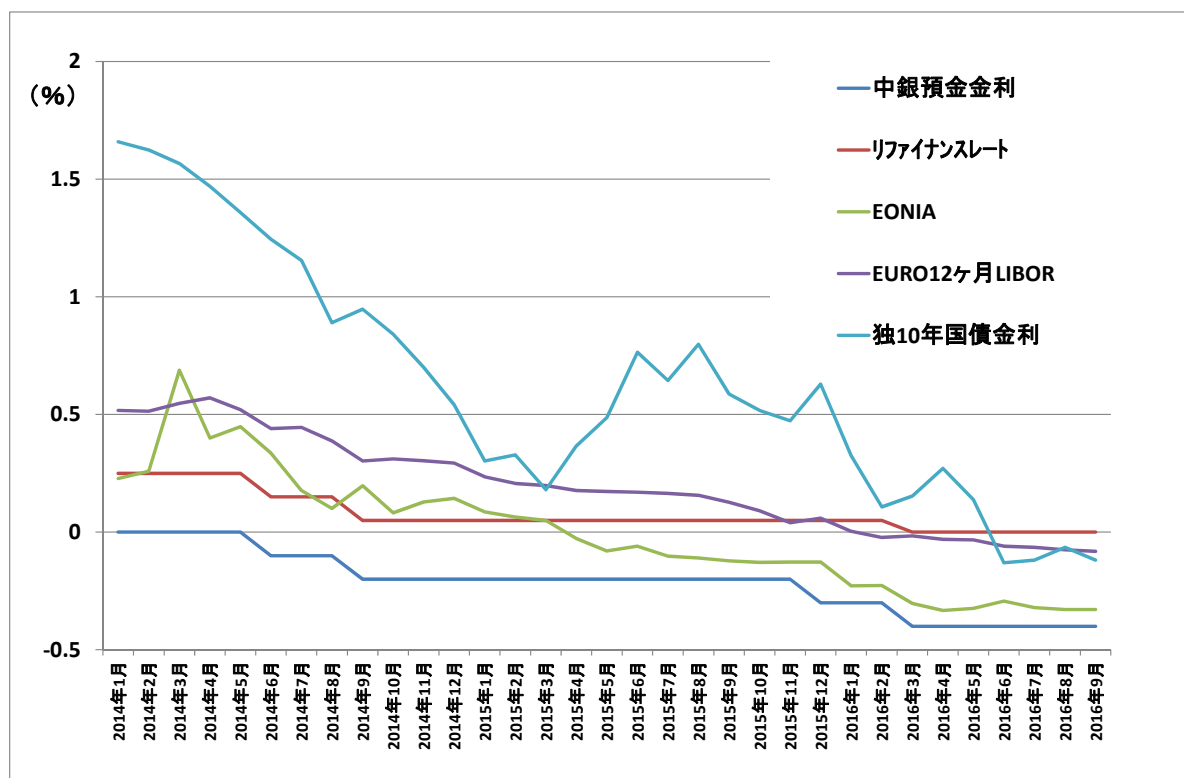
(出所) Bloomberg より大和総研作成

10年国債金利が連動する傾向が残るのに対して、日・米、日・独の10年国債については、代替関係がそれ程強くないので、金融政策の違いが大きい年には、それぞれの国の金融政策に従って10年国債金利が異なる方向に動き、金利の連動が弱まってしまうためと考えられる。2013年には日・米、日・独の相関係数が著しく低くなっているが、この年に、日本ではアベノミクスにより長期金利が低下したのに対して、米国ではFRBの資産購入規模縮小の方針が発表されて長期金利が上昇し、日米金利差が拡大して円/USドル為替レートが円安の方向に向かったことは、その一例と考えることができる。

3. 今後のドイツ10年国債金利の見通し

米国では、政策金利の引き上げが開始されるまでに景気回復が進んでいるが、ヨーロッパでは、今日においてもなおデフレの回避が大きな課題となっている。ECBは、その課題に対応して、2014年にマイナス金利政策を、2015年に資産購入プログラムを開始している。これらのECBの金融緩和政策の下、本年前半まで、ドイツ10年国債金利は低下傾向となっていた（図表5）。しかしながら、本年7月以降、ドイツ10年国債金利に若干の上昇傾向が見られ始めており、その要因として、ECBの金融政策に根ざすものも考えられる。

図表5 ドイツの政策金利・12ヶ月LIBOR・10年国債金利の推移（2014年以降の各月末）



(出所) Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

第一に、ECB のマイナス金利政策がユーロ圏の銀行の収益を悪化させており、ECB は、マイナス金利政策や資産購入プログラムを継続、強化することができないのではないかと疑いが生じていることである。本年中ごろからイタリアやドイツなどの銀行の問題が広く報道されるようになっており、またユーロ圏の多くの銀行が人員削減を始めている。日銀が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」政策を転換した理由の一つに金融機関の収益性への悪影響を挙げたことが、ECB も同様の方針転換をする可能性があるという連想につながったことも考えられる。

第二に、ECB の資産購入プログラムで購入できる資産には、金利や量等についての制限が定められているが、本年 9 月の ECB 理事会において、関連する委員会での再検討を行うことが決定されたことである。資産購入プログラムについては、ユーロ加盟国により様々な意見があると以前から言われており、再検討を行うことが決まっても、結局は資産購入プログラムを持続可能なものとするような決定はできないのではないかと疑いが生じた可能性が考えられる。

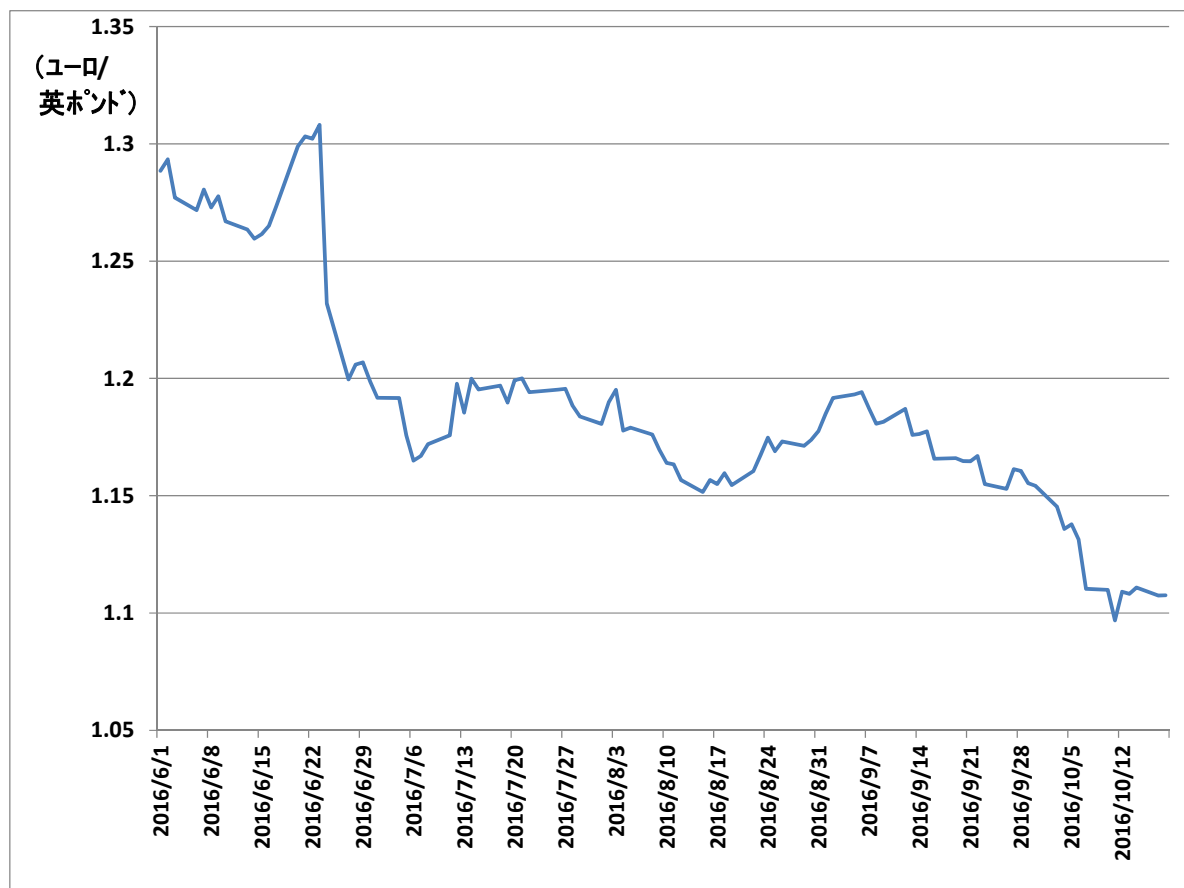
ただ、これらの疑いを考える場合に確認しておかなければならない事実も、いくつかあると思われる。

第一に、現在の金融緩和政策を継続、強化しても、金融機関への悪影響についての問題は何か回避できるという ECB の見解が正しいかどうかはともかくとして、日銀の場合には、長期金利が当座預金金利以下に低下して、日銀自身に逆ザヤが生じたという問題もあったということである。ECB の場合には、その問題は、購入できる資産の金利の制限により一応回避されている。

第二に、ドイツ国債金利が上昇すると、購入できる資産の範囲が広がり、資産購入プログラムの持続可能性が現行の制限の下でも高まることである。

第三に、本年 9 月の ECB 理事会以降、ハードブレグジットの可能性が高まったという見方が広がり、ユーロ／英ポンド為替レートが更に下落したことである。ユーロ／英ポンド為替レート下落は、ユーロ圏にとってのデフレ圧力であり、この観点からのデフレ対策の必要性は、従来にも増して高まっている（図表 6）。

図表6 ユーロ/英ポンド為替レートの推移 (2016年6月以降)



(出所) Bloomberg より大和総研作成

ECBの金融政策の今後を予測することは難しいが、これまでのECBの見解を言葉通りに受け止めるならば、当面の間、ECBが金融緩和を弱める大義名分や決定的理由はあまり見当たらない。ECBの金融緩和が長期化し、そのことがドイツ10年国債金利の上昇を妨げ、それとの連動で、米国が政策金利を引き上げても、米国10年国債金利がなかなか上昇しない可能性も考慮しておく必要があると思われる。