

長期金利の変動はなぜ生じたか

中島 将隆

1 金融緩和と政策によって長期金利が上昇

長期金利を決定する一つの要因は金融政策である。金融引締政策の下では長期金利は上昇し、緩和政策の下では低下するはずである。

ところが、現実には逆の展開になっている。四月四日、黒田新日銀体制による第一回の金融政策決定会合で、従来の次元と異にする大胆な金融緩和政策が決定された。決定会合の直後に長期金利は低下したが、直ぐに反転し、長期金利はその後、金融緩和以前の水準にとどまっている。金融緩和政策下で、長期金利は上昇しているのである。

事実を確認してみよう。図表1は、過去一年間の長期金利の推移をみたものである。大胆な金融緩和を主張する安倍政権が成立すると、長期金利はアベノミクスに対する市場の期待を反映して低下し、更に三月二日の黒田日銀総裁就任と共に一段と低下している。四月四日午後一時四〇分、新たな金融緩和政策が発表されると瞬時に長期金利は低下し、〇・四二五%と過去最低の低金利となった。翌五日の午前中には〇・三二五%となり、長期金利の過去最低水準を更新した。

ところが、五日の午後になると一転し、債券先物相場は急落してサーキットブレーカが二回発動され、現物の一〇年債国債利回りは、一時、〇・六二%まで急上昇した。長期金利の変動はこれまで、ロクイチ国債暴落（一

九八〇年四月）・タテホシヨック
(一九八七年六月)・運用部シヨック
(一九九八年一〇月)・VaR
シヨック(二〇〇三年六月)と何
度も経験してきたが、一日でこれ
ほどの変化が生じたことは無い。

長期金利は四月から五月九日ま
では〇・六%の近辺で推移してい
たが、五月一五日には〇・八五%
と一年一か月ぶりの高水準とな
り、五月二三日には、一時、一%
ちよどまで急上昇した。五月中
頃以降の長期金利は、安倍政権成
立以前の水準となっている⁽¹⁾。

金融緩和は、アベノミクスの最
大の課題である。アベノミクスを
実行するため新日銀総裁が登場
し、従来とは次元の異なる金融緩

図表1 長期金利の推移(2012年7月~2013年7月)



(注) 新発10年国債終値

(出所) 日本相互証券 マーケットデータ

<http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>

和政策が策定された。にもかかわらず、長期金利は低下することなく、逆に金融緩和以前の水準で推移している。これは何故であろうか。

この疑問を解くには、改めて今回の金融政策の特徴、金融緩和政策が国債相場に与えた影響、国債相場安定の条件を再検討する必要がある。

2 次元の異なる金融政策の特徴

(1) 国債大量購入による金融緩和とデフレ脱却

新日銀体制による四月四日の金融緩和政策は、従来の金融緩和政策と比較して量的規模が格段に大きいこと、金融緩和のためあらゆる手段を総動員したこと、金融政策の操作目標を金利からマネタリーベースに変更したこと、物価目標を二%と国際水準なみにしたこと、物価目標の達成時期を二年程度と明記したこと等、こうした特徴をもっている。「異次元の緩和政策」、「量的・質的緩和政策」とも言われている。図表2は、こうした金融緩和政策の新機軸の要点を整理したものである。

異次元緩和政策の最大の目標はデフレ脱却である。日本はこれまで、過去、一五年間に亘ってデフレから脱却することができなかった。アベノミクスはデフレ脱却こそが日本経済再生の最大の課題だとしている。デフレ脱却のため物価目標を二%とし、目標達成時期を二年程度と明記した。これまで、白川日銀体制の下では、物価目標は「一%を用途とする」、時期についても「できるだけ早期」と単なる努力目標に過ぎなかった。安倍政権成立後の一月二二日、日銀と政府の間でアコードが成立し、日銀は物価目標を二%にすると妥協したが、達成時期は明記されなかった。黒田新日銀体制の下で、物価目標は国際水準の二%に設定された上で、はじめて達成時期

が明記にされた。

デフレと並んで日本を苦しめてきた円高是正については言及していない。しかし、言及しなくとも変動相場制下の円高是正は金融緩和政策によって実現できるから、国際摩擦を回避するため、改めて円高是正と明記されなかったと思われる。従って、異次元緩和政策の目標はデフレ脱却と円高是正といえるだろう。

この目標を達成するため、まず第一に、金融市場調節の誘導目標を金利（無担保コール翌日物）から資金量（マネタリーベース）に変更した。マネタリーベース（日銀が金融機関に供給する通貨・日債券発行高と日銀当座預金）を年六〇兆円から七〇兆円増加させる、というものである。二〇一二年末のマネタリーベースは一三八兆円だから、これを二〇一三年末には二〇〇兆円、二〇一四年末には二六〇兆円にする、つまり、マネタリーベースを二年で二倍にするというものである。

第二に、マネタリーベースを二倍にするため、国債を大量に購入することにした。具体的には、まず、日銀の国債

図表2 新たな量的金融緩和政策

（決定会合のポイント）

- 【量的・質的緩和導入】
 - 物価2%上昇を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」
 - マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に
 - 「量・質共に次元の違う金融緩和」を実施
- 【マネタリーベースを調節】
 - 金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更。年60兆〜70兆円が増えるよう市場調節
- 【資産の買い入れ拡大】
 - 長期国債の保有残高を年間50兆円のペースで増加させる
 - 長期国債の買い入れ対象を40年債を含む全ゾーン。買い入れの平均残存期間を3年弱から7年程度に
 - 不動産投資信託（REIT）、上場投資信託（ETF）などリスク資産を買い増し
- 【基金の統合】
 - 「資産買い入れ基金」を廃止
- 【銀行券ルール一時停止】
 - 長期国債買い入れは「財政ファイナンスではない」
 - 政府の財政規律の確保を踏まえ銀行券ルールを一時停止
- 【市場と対話】
 - 市場参加者との間で金融市場調節や取引全般に関し、密接に意見交換

（出所）日本経済新聞 2013年4月4日

買入れ残高を年間五〇兆円ベースで増加するように買入れを行う。五〇兆円ベースで増額するには、毎月の長期国債の買入れ額は、償還分を差し引かないグロスベースで七兆円となる。財務省が毎月発行する長期国債は約一〇兆円だから、日銀は発行額の七割を買入れることになる。

次に、買入れ対象となる国債銘柄の拡大である。従来では、「資産買入基金」による日銀の国債買入れ銘柄は三年以内、という制限があった。また、「輪番オペ」といわれる成長通貨供給のための国債買入れについては、直近発行の二銘柄を除く、という制約があった。こうした制約を全て排除して新発債も含めて全てのゾーンの国債を買入れることにした。

更に、買入れ国債の平均残存期間も延長することにした。従来の残存期間は三年弱であったが、買入れの平均残存期間を七年程度延長した。七年程度というのは、国債発行残高の平均残存期間である。平均残存期間を延長したのは、銀行や生命保険会社など国債を大量に保有している金融機関のポートフォリオ・リバランスを促すためである。銀行や生命保険会社など大口投資家から買うべき国債を奪ってしまえば、貸し出しや株式、外貨資産などへ投資を増やさざるを得ない。⁽²⁾

加えて、政府が財政規律を維持するものと前提して、銀行券ルールを一時停止することにした。銀行券ルールとは通常の国債買入オペに適用されるルールで、国債買入オペは「財政ファイナンスではない」ことを明示するため、国債買入オペ額は日債券発行額の範囲内に留める、というルールである。銀行券ルールに理論的根拠はないが、現実的根拠はある。国債買入額は、せめて、これくらいにしておきましょう、というルールである。しかし、このルールも現実には「資産買入基金」による国債を含めると、有名無実になっていた。重要なことは、政府が財政規律を守る、ということである。日銀は政府を信頼して、銀行券ルールを一時停止とすることにした。

異次元緩和政策は、政府が財政規律を維持することを前提にしている、と言える。

もう一つ、日銀の国債買入れ窓口が一本化された。従来、日銀の国債買入れは「資産買入基金」と「輪番オペ」の二本立てであった。しかも、それぞれ、異なるルールで国債を買入れていた。「資産買入基金」を廃止することによって窓口が一本化され、国債買入れの仕組みが理解しやすくなった。

第三に、質的・量的緩和を浸透させるため、国債だけでなく、不動産投資信託（REIT）、上場投資信託（ETF）も買い増しすることになった。しかし、その額は国債の比ではない。金融緩和は国債の大量購入に依存している。

（2）高橋財政と共通する異次元緩和政策

異次元の金融緩和政策は、満州事変期の高橋財政と多くの点で共通している。まず、デフレ脱却のため日銀信用の膨張によって金融を緩和させる点である。高橋蔵相は金解禁後のデフレ脱却のため、国債の日銀引受発行を創意工夫した。金解禁後、当時の金融市場は金融が逼迫し、高金利であった。国債を公募で発行しようとしても、金融機関には国債を引き受ける資金がない。そこで、日銀引受で低利国債を発行し、財政資金が市中に散布された時点を見定めて資金を回収すれば、日銀引受でも公募発行と同じである。低利国債の日銀引受発行は金融市場に資金を供給し、金利低下を誘導する窮余の一策、一時の便法であった。

異次元の金融緩和政策は、高橋蔵相の目的と同じく、金融緩和によるデフレ脱却を目標にしている。金融緩和の手段は、日銀信用の膨張である。高橋蔵相の時代は金融機関に国債を引き受ける資金が無かったが、現在は金融機関が大量の国債を保有している。日銀が金融機関の保有している国債を大量に買い取ることによって市場に

資金を供給することができる。デフレ脱却のため日銀信用に依存する点で共通している。

次に、異次元の金融緩和政策も、高橋蔵相の国債日銀引受も、一時の臨時的措置としている点である。高橋蔵相は国債の日銀引受は窮余の一策だとし、国債売りオペが成功するまでの一時の便法だとしていた。そして、国債売りオペの推移を注意深く観察し、売りオペが困難になった時点で国債発行を減額した。高橋財政によってデフレから脱出できた。

異次元の金融政策は物価目標が二％に達するまでの期間、すなわち、二年程度と期間を限定した臨時措置である。目標が到達した時点で、異次元緩和政策は終了することになっている。いずれも、臨時の措置、デフレ脱却までの一時の便法にすぎない。

高橋蔵相のデフレ対策は成功した。しかし、一時の便法とされた日銀引受は、その後の戦時拡大によって戦費調達的手段に変質した。異次元の金融緩和政策の成否は、共通する高橋財政から学ぶことが多い。

(3) 金融政策の新機軸

「市場の期待に働きかける」、この点が異次元金融緩和政策の新機軸である。「期待の効果」とは、クルーグマンが一九九八年の論文で明らかにしたもので「デフレ脱却のため中央銀行がインフレ目標を設定すれば、インフレ期待が生まれ、デフレ脱却の道筋が開ける」というものである。

この理論に基づいて、異次元の金融緩和政策は組み立てられている。二％という物価目標を設定し、目標実現のため規模の異なる量的金融緩和政策を行えば、市場ではデフレ脱却の期待が生まれる、というものである。デフレ脱却の期待が生まれると、インフレ期待率は高まり、実質金利は低下する。実質金利が低下すると新たな資

金需要が発生する。安倍政権成立後、デフレ脱出の期待が確実に高まった。期待先行の感はあるが、市場では今回は異なる、という明るい話題がでてきた。

期待インフレ率の算出には様々の見方があるが、一〇年物国債と物価連動国債の差をみると、後掲図表5でみるように、安倍政権以降、特に黒田日銀新総裁就任後、確実に高まっているように思われる。

しかし、「期待の効果」については、賛否両論がある。これまで、日本の金融政策では、期待に働きかける政策は無かった。むしろ、期待に働きかける政策は拒否されていた。白川総裁は辞任の記者会見で「期待への働き掛けが、中銀が言葉によって市場を思い通りに動かすという意味であるとすれば、そうした市場観、政策観は私には危うさを感じる」と述べている⁽³⁾。また、反リフレ派からは「イルージョン」との批判もある。期待の効果は、今後の現実の展開によって検証されていくだろう⁽⁴⁾。

3 金融緩和と政策は国債相場に如何なる影響を与えたか

(1) 史上空前の長期金利低下

四月四日午後一時四〇分、日銀は金融緩和政策の概要を発表した。発表と同時に長期金利は急低下し、一時、一〇年物国債の利回りは史上最低の〇・四二五%となった。翌日の午前中には、長期金利は更に低下し、一時、〇・三二五%と史上最低水準を更新した⁽⁴⁾。

日銀が金融緩和政策を発表する以前、緩和政策を先取りして、長期金利は三月以降、低下を続けていた（前掲図表1）。にもかかわらず、金融緩和政策の発表と同時に長期金利が急落し、史上最低水準を更新したのは、市場が予想した以上の内容であったからだ。日銀の国債買入れは毎年、五〇兆円の純増となれば、毎月の購入額は

七兆円となり、財務省が発行する国債の七割を日銀が購入することになる。こうなれば、市場では国債の品不足となつて国債相場は急上昇するだろう、と市場は反応したのである。黒田日銀総裁は四日午後三時半から始まつた記者会見で「イールドカーブ全体の金利低下を促すため」大規模な国債購入を行う、と述べたから、市場は一段の金利低下を予想したのであつた。

(2) 日銀の国債大量買入れが招いた長期金利上昇

ところが、五日午後、事態は一変する。過去最高値圏にあつた債券の先物市場価格が制限値幅一杯に急落し、取引所が一時的に売買を停止するサーキッドブレイカーが発動された。この日、サーキッドブレイカーは二度発動された。現物市場でも長期金利は、一時、〇・六二%まで急騰した。⁽⁵⁾

長期金利の反転急騰は、その後、継続する。前掲図表1でみたように、四月から五月九日までは〇・六%前後で長期金利は推移していたが、五月一〇日〇・六九%、一三日〇・七九%となり、五月二三日は一時、一%にまで上昇した。その後、〇・八%前後の水準で推移している。〇・八%といえは、安倍政権が成立する以前の水準である。

なぜ、大規模な金融緩和政策にもかかわらず、長期金利は上昇を続けたのだろうか。市場関係者の証言を聞きながら、原因を考えてみたい。

まず、日銀が巨額の国債を購入することによつて国債の流動性が低下したとの指摘である。

「国債はこれまで流動性が極めて高く、売買を最もしやすい市場だったのに、池の中に巨鯨が入ってきたことで、流動性枯渇への恐怖心が広がってきた」⁽⁶⁾。

「流動性が薄いといざというときに売買できなくなる。これまでは一〇〇億円の売買も可能だったが、いまはその金額だと値がつかない。売買は一〇〇億円単位でとまっている。国債の売買は株のように市場で取引されているのではなく買い手と売り手との相対取引。証券会社がブローカーとして取引の間に入るが、国債価格の変動が大きいと、売り手から引き受けた価格と買い手に渡す価格で大きな差が出る。証券会社は国債の売買単位を下げることで、リスクを減らそうとしているわけだ」⁽⁷⁾。

次に、長期金利の変動幅が大きいことにも起因するとの指摘である。

「金利が高止まりする最大の理由は、変動率（ボラティリティー）の上昇にある。長期金利が過去最低の〇・三一五％から一％に上昇するなど急変動したことで、本来なら安全資産の代表である国債が高リスク資産とみなされるようになった。∴ボラティリティーが拡大すると、証券会社は値下がり警戒して投資家から大口の売り注文を受けなくなる」⁽⁸⁾。

更に、長期金利の変動率が高いのは金利方向感が不透明だからとの指摘である。

「長期金利が今後上がるのか下がるのか、国債市場の関係者は確信がもてていない。∴日銀が大量国債買入れを継続するなら低金利のままだし、二年間で物価上昇率二％を達成すると信じるなら金利上昇するのが自然なためだ」⁽⁹⁾。

「日銀の金融政策が本当に景気を押し上げ、物価を上昇させるのか、市場関係者の間で見方がわかれている。∴この迷いで市場参加者が持つ金利の相場観が揺らいでいる」⁽¹⁰⁾。

「株高と円安が急ピッチで進んだ昨年一二月以降の「アベノミクス」相場で、三メガ銀の運用戦略は真二つに割れた。残存期間が五年以上の長めの国債を三菱UFJ、みずほの両フィナンシャルグループは買い増した。一

方、三井住友フィナンシャルグループは国債保有を圧縮し、代わりに株式投資信託を買い増した⁽¹¹⁾。

市場関係者が指摘する要点を整理すると、日銀の大量買入で金利方向感が不透明となり、不透明感が長期金利の上昇や変動率を拡大させ、その結果、国債の流動性が低下し、国債はリスク資産とみなされるようになった、このように図式化できるだろう。

(3) 市場との情報伝達不足

国債の需給が逼迫しているにもかかわらず長期金利が上昇した理由は、国債の市場関係者が金利方向感を共有できなかった点を強調せねばならない。このような事態を招いたのは、日銀と市場関係者との間に対話が不足していたからである。

異次元金融政策は、市場の期待がキーポイントとなっている。市場の期待は、日銀の方針を具体的に市場関係者に伝える対話によって深まる。

IMF経済顧問兼調査局長は異次元金融政策について、次のようにコメントしている。「情報発信に行動が伴うことが重要だ。日本でも、情報伝達をしないで資金供給量（マネタリーベース）を倍増しても効果はない。なぜそうするのかを説明することが必要で、期待を変えるには注意深い情報伝達が必要だ⁽¹²⁾」。現代の金融政策執行において最重要視されるのは中央銀行と市場関係者との対話である。

日銀が四月以降、情報伝達にどのように取り組んだか、新聞報道を整理してみる。まず、四月一日、金融機関の幹部と意見交換会を開催した。「日銀は市場との対話にも一段と気を使い始めた。一日夕、東京・日本橋本石町の本店に資金供給先となる金融機関などの幹部約五〇名を集めて意見交換会を開いた。「債券市場のボラ

テイリテイー（変動率）が高すぎる」「これからも国債購入日は前もって公表するのか」「購入額を見直す考えはあるのか」…。市場関係者の要求に日銀幹部は「柔軟に対応したい」と引き取った⁽¹³⁾。

四月一八日には、市場関係者の要望を受けて、国債購入回数を増やすことにした。「従来は毎月六回のオペで計約七・五兆円を購入する計画だったが、五月から月八回に増やす。：日銀は市場参加者との意見交換会を開催。市場の声を聞いて、オペの手法の見直しを決めた」⁽¹⁴⁾。

市場参加者の要望を受けて、六月からオペ回数を従来の八回から一〇回以上に増やし、買入金額も少なくすることを決定した。「市場参加者からの「より頻繁に、より小さな額で買入れを進めてほしい」との要請に対応し、金利が急上昇したときに柔軟に対応できるようにする。：日銀は月八回実施していた国債買入を六月以降、一〇回以上に増やす考えを示した。長期国債の買入れが頻繁にできるようにすれば、金利が急騰しても、すぐに日銀は大量の資金で債券を買い、金利上昇を抑えやすくなる。毎月の買入れ回数が多いほど、月末にむけて市場調節の手法が手詰まりになる可能性も低くなる」⁽¹⁵⁾。

日銀が市場との対話、情報伝達の努力を重ねる過程で、長期金利は次第に安定的に推移するようになる。この点について、次にみていくことにする。

4 異次元緩和政策は絶対矛盾の自己同一

(1) 相反する二つの要求

異次元緩和政策には、相反する二つの要求を内在している。一つは、金利の引下げである。黒田新総裁は記者会見で金融緩和政策によって「イールドカーブ全体の金利低下を促す」と述べている。金融緩和政策の目的が金

利引下げにあることは明白である。だが、この金融緩和政策は物価目標二%を実現するためである。黒田総裁は記者会見の冒頭で「消費者物価の前年比上昇率二%の「物価安定の目標」を、二年度程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」を導入することを決定しました」と述べている⁽¹⁶⁾。物価目標二%が実現すれば、物価は上昇し、同時に名目金利も上昇する。異次元金融緩和政策は、物価目標二%を実現するため金利を引き下げるといふものである。従って、異次元金融緩和政策は相反する二つの要求に応えるもの、ということが出来る。

金利引上げのため、金利を引き下げる、これは絶対矛盾の自己同一である。この矛盾は、一体、どのように解決できるのだろうか。或いは、対立物を止揚できず解決不可能の二元論で終わるのか。

(2) 絶対矛盾は止揚できるか

期待インフレ率の上昇と名目金利の抑制、この二つの問題を如何に解決するか、この点がポイントである。名目金利の上昇を抑え、期待インフレ率が二%上昇すれば、物価目標二%上昇は実現する。期待インフレ率を大幅に引き上げるために、次元を異にする金融緩和を行う。質的・量的金融緩和によって市場の期待に働きかける。

一方、名目金利の上昇を抑制するため、日銀が国債大量買入れを行う。国債大量買入れによって国債の市場金利は低下する。国債の市場金利が低下すれば、ポートフォリオ・リバランスが期待できるだろう。

二年間のスケジュールで上記の課題を達成できれば、物価目標二%も実現可能ということになる。物価目標が達成できた時点で、金融緩和政策を解除すれば、長期金利は物価目標・インフレ期待率にスライドすることになる。

物価目標の達成のカギは、期待インフレ率の上昇と国債金利の安定であった。期待インフレ率の引上げは、中央銀行が市場に情報を伝達することがポイントであり、国債金利の安定は財政規律の維持によって支えられる。情報伝達に失敗すれば、そして、財政規律を喪失すると、インフレ期待率は上昇せず、名目金利は上昇する。この場合、矛盾は解決せず、悪い金利上昇となる。

(3) 長期金利の乱高下は過渡的現象

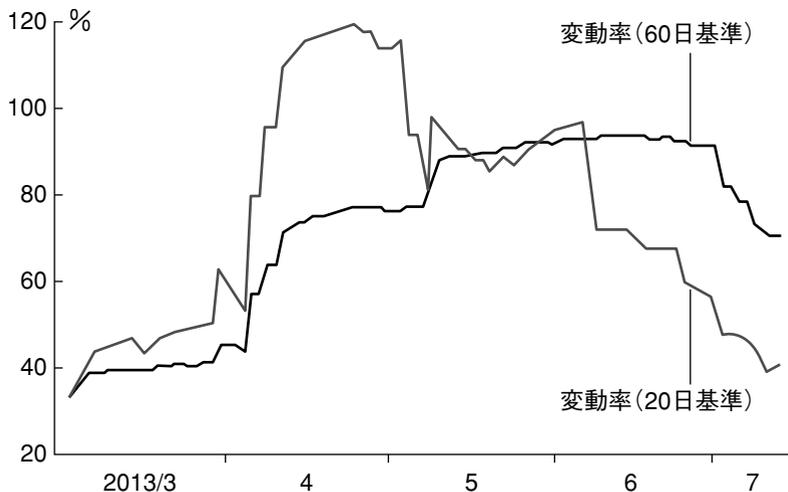
長期金利の変動率が拡大し金利が高止まりになったのは、異次元緩和政策が内包する異質の要求に戸惑い、相反する要求の解決方法の見定めができなかったからだ、と思う。

五月から六月中は、前掲図表1でみたように、長期金利の変動率は拡大し、長期金利は高止まりしていた。ところが、七月に入ると、図表3でみるように、長期金利の変動率は縮小している。また、図表4で直近二〇日営業日の長期金利の推移をみると、〇・九%の水準から〇・八%前後の水準まで低下を続けている。長期金利は次第に落ち着きはじめた、と言えるだろう。日銀は引き続きスケジュール通りに国債を買い続けるから、長期金利は更に低下すると予想できる。

長期金利の高止まりが修正され金利が低下しはじめたこと、長期金利の変動率が縮小しはじめたこと、こうした変化が生まれたのは、日銀の市場関係者に対する対話が成功したからだと思う。今日の金融政策執行に際して最重要点は、市場との対話であること、情報伝達が決定的に重要であること、この点を再確認した成果の表れだろう。

ポートフォリオ・リバランスは、現時点では、確認できない。しかし、三菱UFJフィナンシャル・グループ

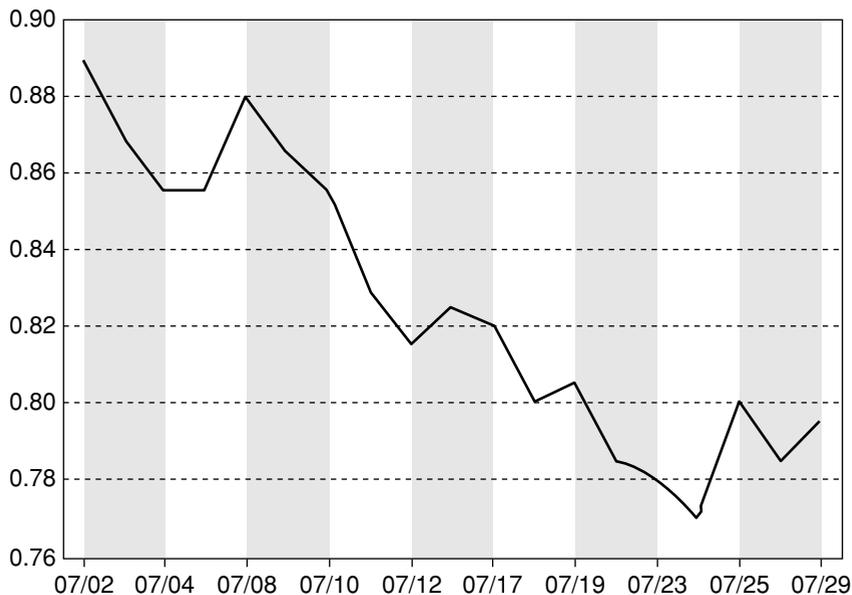
図表3 長期国債利回り変動率の推移



(注) それぞれヒストリカル・ボラティリティを算出

(出所) 日本経済新聞 2013年7月12日

図表4 直近にみる長期金利推移 (2013年7月2日～7月29日)



(注) 新発10年国債終値(%)、7月29日の終値は0.795%。

(出所) 日本相互証券 マーケットデータ

<http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>

など三メガ銀行は保有国債を二割圧縮したと伝えられている。⁽¹⁷⁾

また、期待の効果については、図表5をみると、安倍政権成立後、そして、黒田日銀総裁就任後、期待インフレ率は明らかに上昇している。加えて六月、消費者物価は一四か月ぶりにプラスに転換した。⁽¹⁸⁾ 消費者物価は上昇をはじめたが、図表4でみたように、長期金利は低下をはじめている。異次元金融緩和の効果徐徐に発揮されはじめた、とみることができよう。

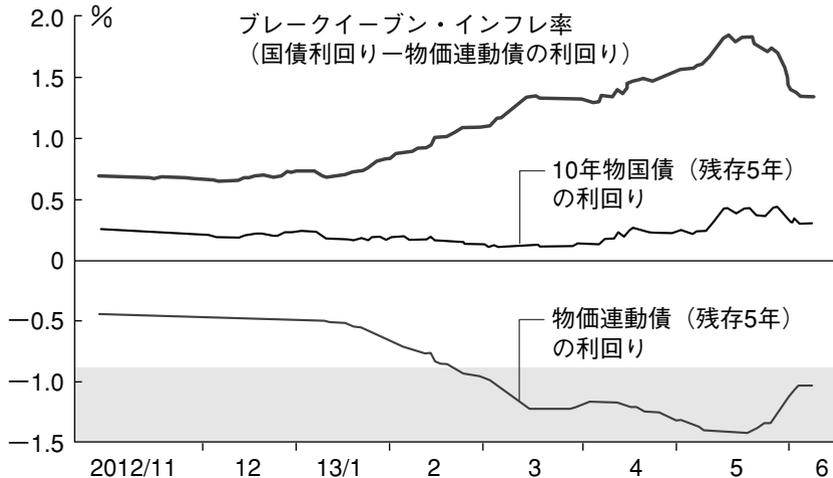
5 財政健全化が異次元緩和政策の前提条件

異次元緩和政策は、財政健全化が前提条件となっている。銀行券ルールを一時停止にしたのは、政府が財政規律を順守するという信頼があつてのことだった。

ところが、財政規律の維持に危険信号が点滅しはじめた。政府は来年四月に予定されている消費税の引上げに逡巡し始めた。消費税を引き上げると、景気回復や物価に悪影響を与えるから、という理由である。⁽¹⁹⁾

これに対して、黒田総裁は直ちに反論し、七月二九日の日経新聞の夕刊は次のように報じている。「日銀の黒田東彦総裁は二

図表5 期待インフレ率の推移



(出所) 日本経済新聞 2013年6月11日

九日、都内で講演し、日本財政の信認が失われた場合、金利の上乗せ分であるリスクプレミアムの拡大から長期金利が上昇すると語った。政府による消費税増税の決断を前に、財政再建に向けた積極的な取り組みを求めた。仮に消費税を引き上げても「日本経済の成長が大きく損なわれることはない」との見通しを強調した¹⁹。

日経グループのQUICが七月末に実施した債券月次調査でも「債券市場で来年四月の増税を予想する声は九割超。それだけ政府の財政健全化路線への信頼は厚い。もし来春の増税が見送られれば、長期金利が上昇するとの方が約八割、日本株下落も約五割、円下落も六割との回答だった²⁰」。消費増税の見送りは、債券市場のリスク要因と市場はみなしている。

デフレ脱却と円高是正のため、国債相場を安定させるため、財政規律の順守が強く求められているのだ。

注：四月二日、日本証券経済研究所主催の証券セミナーで「アベノミクスと国債相場」のテーマで講演した。当日、会場から「国債相場が乱高下しているのは何故か」というご質問を頂戴した。その時は、金融政策決定会合の直後で、市場全体の変化を理解できず、ご質問に答えることができなかった。その後、この問題を考え続けてきたが、本稿は頂いたご質問に対する筆者の辿りついた現時点の結論である。なお検討すべき問題が残されているが、今後の研究課題としたい。鋭い質問を頂いたことに感謝申し上げます。なお、四月二日の講演記録は「証券レビュー」五三巻五号に収録されている。

注

(1) 長期金利の推移を検証するには、日次データが必要となる。日次データは東京証券取引所、日本証券業協会が提供し

ているが、過去三か月に限定・全ての銘柄のデータ、という制約がある。この点、日本相互証券が公表している「主要レート推移」は日次ベースの長期金利の推移が収録されている。ただし、過去三か月に限定され、以前のデータは利用不可能である。財務省は過去に遡って日次ベースで国債金利の推移を公表している。しかし、新発債の金利ではなく、半年複利の金利である。日銀は過去に遡って長期金利の推移を公表しているが、日次ではなく月次である。日次ベースの長期金利の推移を調べる際、公的機関によるデータ提供は様々の制約がある。現時点では、唯一、「角川総一 オフィシャルサイト」<http://datas.kadokawa.com/>で長期金利のデータが公開されている。このサイトでは、日本の長期金利だけでなく、株価・為替相場に加え、日・米・独など主要国のデータが日次ベースで公開されている。

- (2) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二十八日 三頁
- (3) 日経新聞 二〇一三年三月二〇日
- (4) 日経新聞 二〇一三年四月五日、六日
- (5) 日経新聞 二〇一三年四月六日
- (6) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二十八日 一頁
- (7) 「誌上覆面座談会」『エコノミスト』二〇一三年七月二日号
- (8) 日経ヴェリタス 二〇一三年六月九日 二二頁
- (9) 日経ヴェリタス 二〇一三年四月二十八日 四頁
- (10) 日経新聞 二〇一三年五月一八日
- (11) 日経新聞 二〇一三年五月一八日
- (12) 日経新聞 二〇一三年七月二二日

- (13) 日経新聞 二〇一三年四月二二日
- (14) 日経新聞 二〇一三年四月一九日
- (15) 日経新聞 二〇一三年五月三〇日
- (16) 日本銀行「総裁記者会見要旨」 二〇一三年四月五日
- (17) 日経新聞 二〇一三年七月二六日
- (18) 日経新聞 二〇一三年七月二八日
- (19) 日経新聞 二〇一三年七月二七日
- (20) 日経新聞 二〇一三年七月三〇日

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)