

日本の短期金利が低位安定化、株価底上げ 緩和修正後の混乱一服、長短金利差や米日金利差が拡大

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2023/3/8 (水)

日本の短期金利は昨年 12 月の日銀緩和修正による上昇混乱が一服となり、低位安定化となってきた。引き続き長期金利は上昇警戒が残るものの、米欧などでの利上げ継続下での短期金利再低下は、日本株の相対優位を支援する。緩和効果表出のほか、日本株市場では流動性や短期筋の資金調達環境などにプラスとなる。10 年債－2 年債の長短金利差は約 9 年ぶりの拡大幅となり、金融機関には追い風となるうえ、米国－日本の短期金利差は約 22 年ぶりの拡大幅と、円高抑制や対米国株比での日本株優位につながる。

IMF「マイナス金利は GDP 刺激や緩和効果」、日本堅持

「中央銀行がマイナス金利を導入した国・地域の証拠を踏まえると、マイナス金利政策には、それに類似した伝統的な利下げや、その他の非伝統的な金融政策とほぼ同じ程度に物価や GDP を刺激する力があることがわかっている。例えば、マイナス金利政策の有効性が伝統的な金融政策と比べて最高で 90%に達したとの推定がある。また、マイナス金利政策は、短期市場金利や長期利回り、銀行金利の低下にもつながってきた」――。

IMF は 2021 年時点でマイナス金利政策に関し、このような分析結果を示している。

IMF ではその段階から、「潜在的な副作用をめぐる懸念もある」、「意図したとおりに機能するか、多くの人が疑問を呈している」、「引き続き政治的な議論を呼んでいる」といった懐疑的な見方も紹介していた。それでも「金融政策が引き締めのにも緩和的にも作用しない『中立的な実質金利の水準』が非常に低くなっていることへの対処」という目的などでは、「検討や活用を排除すべきでない」と評価している。

その後 2022 年以降は世界的なインフレ高進もあり、各中銀でマイナス金利の解除が相次いだ。その中でも日本では潜在成長率の低下やイノベーションの停滞、少子高齢化と人口急減などで「中立的な実質金利の水準」が大きく低下していることもあり、良くも悪くも日銀がマイナス金利政策を堅持させている。

結果として日本では足元で、短期金利が改めて低位安定化してきた。昨年 12 月以降は日銀の緩和修正のほか、4 月以降の日銀新体制での緩和出口始動の思惑などもあり、短期金利は上昇波乱の場面が見られている。しかし、日銀による政策努力などもあり、政府短期証券の 3 カ月物金利は 3 月 7 日に一時－0.2%前後へと低下し、昨年 10 月以来の低水準となってきた。2 年債金利も 7 日には－0.046%前後に低

下する場面があり、直近最高である 1 月の 0.070% 前後から大きく低下。昨年 11 月以来の低水準で落ち着き始めている。

日本の 2 年債金利はトレンドを示す 13 週移動平均線の方向角度が、3 月 3 日週から下向き化へと転換し始めた。昨年 9 月 2 日週以来となる金利低下基調への回帰となっている。当時は昨年 5 月から下向き開始となったが、緩和効果の表出や円安効果などもあり、日経平均株価の月間高値は 5 月の 2 万 7463 円から 8 月には 2 万 9222 円という、+1759 円幅の株高が連動観測されている。

その前に 2 年債金利の 13 週移動平均線は、2020 年 9 月から 12 月にかけて下向き化の低下基調となっていた。連動する形で日経平均の高値は、同期間に 2 万 3622 円から 2 万 7602 円へと上昇。+3979 円幅の株高実績が見られている。今回についても日本の短期金利再低下は、「世界的に希少な緩和環境の残存」がクローズアップされる形となり、日本株の底上げ要因となりやすい。

長短金利差拡大で銀行株底堅さ、副作用打撃減殺

日本の長期金利については、引き続き緩和修正の思惑や米国など海外発の金利上昇圧力などにより、金利上昇の圧力と警戒感が根強い(国債価格は下落)。一方で米欧など他國中銀が短期金利(政策金利)引き上げの利上げ姿勢を再強化させるなか、日本での逆行的な短期金利低下は日本株の「他国株比」相対優位を醸成させていく。

世界的に取り残されている日本のマイナス金利政策は、実際の効果や副作用の大きさはともかく、IMF の検証に沿えば、「短期市場金利や長期利回り、銀行金利の低下につながり、総じて金融環境の緩和をもたらし、成長を下支えする」という。日本株市場では緩和効果表出のほか、カネ余りと流動性、内外の短期投資家による資金繰りや資金調達の環境などにプラスとなる。

同時に日本では長期金利に上昇圧力が続く一方、短期金利は低位安定化してきたことで、長短金利差は拡大となっている。日銀による昨年 12 月のイールドカーブ・コントロール(長短金利操作、YCC)修正自体が、「長短金利差の形状のゆがみを是正させるため」と説明されてきた。

日本の 10 年債－2 年債の長短金利差は 3 月 6 日の終値ベースで、+0.54%前後の 10 年債優位となっている。月末値比較では 2021 年 7 月の +0.14%を直近最少として金利差が拡大傾向にあり、2014 年 3 月以来、約 9 年ぶりの拡大幅となってきた。利ざやの改

善は金融機関の収益を支援するほか、金融仲介機能と信用創造の回復、金融緩和策の実効的な効果発揮などにプラスとなりやすい。

実際に日本株市場では、東証の銀行業指数が底堅さを強めている。2月中旬以降は日銀新体制による早期の緩和修正後退などが上値を抑えているが、3月7日にかけては2018年1月以来の高値を更新してきた。マイナス金利政策の持続などによる副作用打撃が、差し引きで減殺されている。

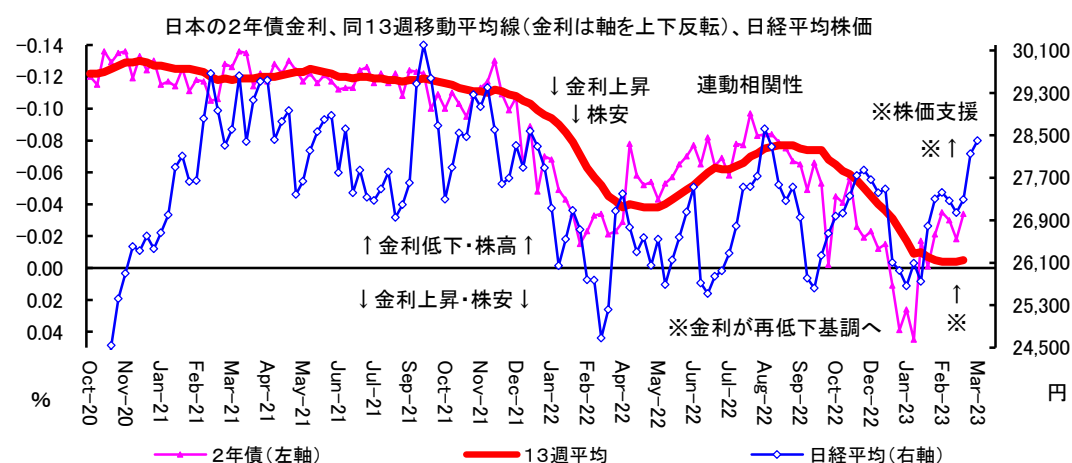
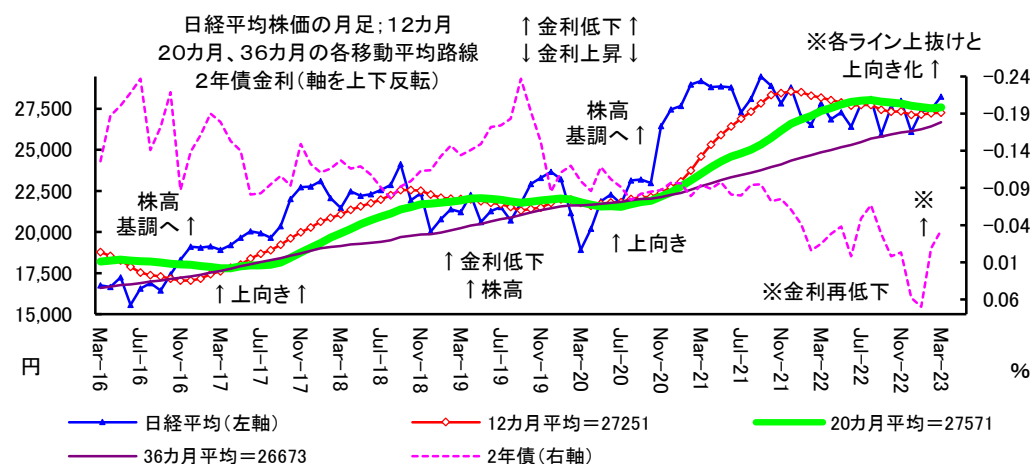
前回、長短金利差が+0.5%以上の開きとなった2014年3月の場合、銀行業指数は月間高値ベースで同月から15カ月後となる2015年6月の高値まで上昇トレンドが持続。上昇率は+38.6%に及んでいた。

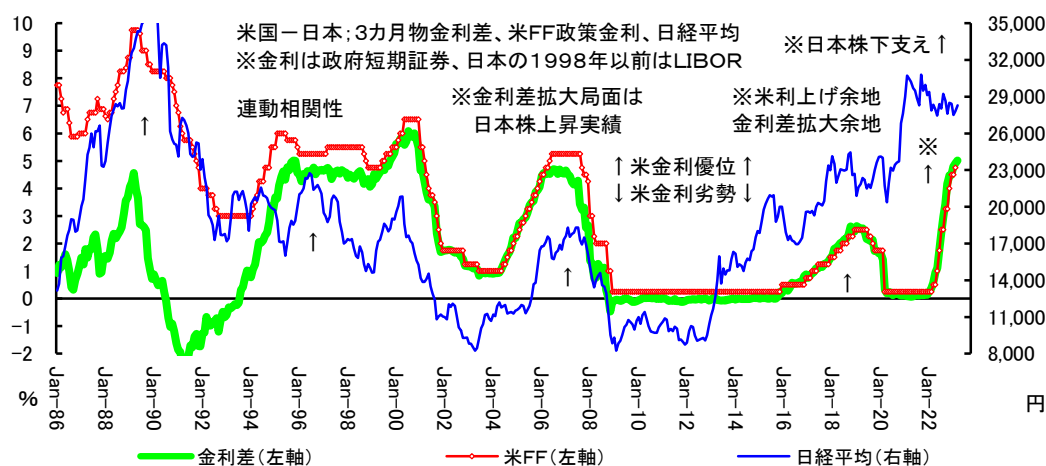
同時に現在は日本で短期金利が再低下となる一方、米国では利上げ継続や利上げ休止後の金利高止まり長期化観測などで、短期金利が再上昇となっている。3カ月物ドル建てロンドン銀行間取引金利（LIBOR）

は3月6日、2007年以来、約15年ぶりに5%を上回る上昇となってきた。

連動する形で政府短期証券の3カ月物金利による「米国－日本」の金利差は大きく拡大。3月6日には+5.01%前後の米国優位となり、2000年12月以来、約22年ぶりの開き幅となっている。現在のFRBは6月にかけての利上げ継続観測が浮上しており、先行き一段の金利差拡大余地が残されている。

1980年代以降の長期実績として、米国－日本の3カ月物金利差が+4%幅から+5%幅に拡大する局面では、米国株と日本株の相対比較で日本株が優位となる連動傾向が見られてきた。為替相場でのドル高・円安や円高抑制といった為替効果のほか、金利水準との見合いでの日本株の割安感、緩和環境面での日本株や日本経済の優位性などが、「対米国株比」での日本株のアウト・パフォーマンスを連動支援している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。