

長期金利はどう決まる？

『日本経済新聞』にはしばしば次のような文言が現れる：

「長期金利が上昇 (国債の相場は下落)」

これを読んで不可解に思ったことは無いだろうか。

このからくりが分からないと、いつまで経っても長期金利に関する記事は敬遠せざるを得ず、逆に一度理解してしまえば安心して読めるようになる。そこで不肖小林が解説を試みた。

小林が仏語のプロなのは確からしいけど、経済学部を出たわけでもない人間の説明を信用して良いものか知らん… というご不審は当然。そこで、都内某国立大学・経済学部卒の元受講生と、証券会社勤務の経験のある同業者にチェックしてもらい、問題無しとの回答を得た。

参考までに短期金利から解説する。

短期金利 (taux d'intérêt à court terme)：取引期間が一年未満の金利。

- 普通預金、一年未満の定期預金、短期金融市場など。
- 国毎に中央銀行が、政策金利 (taux directeurs) を通じて誘導する。実際の利率は、市中銀行や金融市場が決める。

長期金利 (taux d'intérêt à long terme)：家計、企業、金融機関、政府などが、期間一年以上の貸し借りをした場合に適用される金利。

- 対象は一年以上の定期預金、個人向け住宅ローン、企業向け貸出など。
- 但し、中央銀行が決める政策金利のようなものは無い。
- 日米欧の主要国では**10年物国債の利回り** (rendement des obligations d'Etat à dix ans) が**長期金利の指標** (目安) となっている。

但し一般に**利回り** (rendement) とは、ある金額を銀行預金、株式、外貨預金などに投資した場合、一年後、二年後、… に何%余分に戻ってくるかという、運用または投資効果を示す数字。

では**10年物国債**とは何か。国が財政赤字を補填するために、民間から10年間お金を借りる際に出す証文である。資金の余裕があつて貸す側から考えると、毎年利息を受け取り最後に元本も回収できるので、資金の運用手段である。

その**利回りは流通市場における相場**で決まる。その仕組を以下に説明する。

まず、銀行の持つ債権が売り買いされるように、国債も**債券市場** (marché obligataire) で売り買いされる。但し債券市場には、発行市場と流通市場の二つがある (広くは、民間企業が銀行から借金する代りに発行する社債も含む)。

発行市場：国が、銀行、保険会社等に新規発行の国債を売る。銀行、保険会社等は「国債を引き受ける」と表現する。個人は、主に銀行を通じて購入することになる。

国債は、国が財政赤字を補填するために民間から借金する際に出す証文であるから、借金の額 (額面価格) と金利 (表面利率) が記載してある。

例として、

額面価格 (pair) 100万円、表面利率 (coupon) 5% の10年物国債

を考える。元本が返済される (償還される) 日を満期日と言う (maturité, échéance)。

これを購入するとは即ち、国に対して100万を年利5%で10年間貸すことを意味する。従って、**毎年国から5万の利息を受け取り、10年後には元本の100万も償還される**。国は、民間から10年という長期に亘ってお金を借りるのに、金利として5%を提示したことになる。

流通市場：発行市場で銀行、保険会社等の引き受けた国債が、投資家の間で売買され、価格の相場が形成される。

但し、売買されても額面価格と表面利率は変化しない。従って、例に挙げた国債を何年後に幾らで購入しても、満期日まで毎年5万の利息が支払われ、満期日には100万の元本が償還される。

話を単純化して、今後一年間で10%のインフレが起こりそうだとする。今なら100万で買える品物が、一年後には110万するわけだ。

この状況で、流通市場で例に挙げた国債を発行時と同じ価格100万で買ったとすると、一年後に利息として5万しか受け取れないので、投資としては割に合わない。

同じ100万で今何か品物を買えば、その品物は一年後には110万の価値を持つ。実際に110万で売れるかというところが簡単でないが、理屈の上では100万投資して10万の利息が得られるに等しい。

それでは**同じ国債を、新規発行直後に流通市場で75万で買えたら**どうか。

それでも毎年5万の利息が支払われ、10年後まで持ち続ければ100万が償還される。しかも今度は75万しか投資してないので、償還される100万との差額25万は一種の利息と見なせる。

25万を10年間に割り振れば年2.5万。本来の利息5万と合わせれば、75万の投資に対して年7.5万の利息が付くと見なせる。 $7.5/75 = 0.1$ だから、年10%の利回りである。

厳密に言えば、25万は10年後にしか手に入らないものである。それ以前の段階で毎年2.5万の利息を見込むのは不正確であり、いわゆる現在価値に換算して少なく見積もる必要がある。ここでは基本的な構図を説明するために、その点をネグる。

言い換えれば、75万でこの国債を買った投資家は、

額面価格 75万円、表面利率 10% の10年物国債

を買ったのと同じことになる。しかも最初の一年間は、インフレを考慮しても損しない。

逆に、発行時に100万出してこの国債を買った投資家が現金に換えたいと思えば、インフレ予想10%の状況では、75万まで安売りしないと買手がつかないということだ。

この状況を、**国債の相場は75万**、投資家にとっての**利回りは10%**と表現する。そして、10%が**長期金利の指標**となる。

国は民間から10年という長期に亘ってお金を借りるのに、年利5%で充分と考えて表面利率を決めた。つまり長期金利として5%を提示した。しかし金融市場は納得せず、**国債の相場が下落して、長期金利が上昇**したわけだ。

逆に、国債相場の上昇は長期金利の下落に対応する。

正確には、国債相場と長期金利は同じことの表裏と言うべきである。但し二つの内で、人間の行為が直接及ぶのは国債相場の方のみ。

現実には、国が新規発行する際も、投資家を買ってくれなければ予算に見込んだ歳入が確保できないので、市場が納得する表面利率で発行する。それでも、発行後に相場と長期金利の変動が起こるのが普通である。

ちなみに、中央銀行が金融市場に流動性を供給するために流通市場から国債を買い入れれば、国債の需要が増えた分だけ相場が上昇し、長期金利は下る。

例えば、2013年4月に黒田総裁率いる日銀が異次元の金融緩和を始めた。その一環として、長期金利を抑え込むために毎年何十兆円という額の国債を買い入れ、10年間で累積の国債購入額は963兆円に達した。

「黒田日銀、国債購入960兆円に 異次元緩和10年で」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB032LC0T00C23A4000000/#:-:text=2013年4月に,兆円に達した%E3%80%82>

以上では、インフレ予想を切口に考えたが、他にも様々な要素が国債相場に影響する：将来の景気回復期待, 為替レート, 財政赤字と累積債務, 国債に関する債務不履行の可能性など。

例えば、フランス, イタリアなどはドイツより債務不履行のリスクが高い。つまり国債の信用度が低い。従って国債を新規発行する際にも、仏伊等は表面金利をドイツより高く設定しなければ、国債を購入してもらえない。そのため、いわゆるスプレッド (ドイツと仏伊等の長期金利の差) が生じる。