

『金利・債券がわかれば経済がみえてくるコース』受講者各位

(株)ビジネス教育出版社 教育事業部 講座係
〒102-0074 東京都千代田区九段南 4-7-13
TEL 03-3221-5361 / Fax 03-3222-7878

2022 年度補遺（変更点のお知らせ）

本コース テキスト製作以降（2021 年 4 月～）、内外の金利、債券市場を巡る環境が急変しています。そこで、以下のとおり金利関連の最新情報をいくつかの具体的なデータを基に解説いたします。

1. 激動期に入った世界の経済・マーケット環境

2021 年後半から 2022 年にかけて、内外の経済・マーケット環境がかつてない激動期に入ったことを示す多くのニュースが報じられました。受講者の方々もご存じのとおりです。たとえば…

『米インフレ率が 9.1%、40 年ぶりの高水準』

『24 年ぶりの水準まで進んだ円安ドル高』

『米 FOMC（米連邦公開市場委員会）は 94 年以来の 0.75%という大幅な利上げ』

『米 S&P500 は 2020 年 1～6 月に 1970 年以来の歴史的な下落』

『原油価格は 2008 年以来の高値』

原油・物価の高騰、株価の急落、歴史的な円安、そして米国金利の急騰と、あらゆるマーケットが激変しています。そして、その中心にあって世界を不安に陥れているのが米国金利の急騰です。「米金利の上昇は世界経済を悪化させる」という経験則を我々は幾度も体験してきたからです。

世界経済が未曾有の激変期を迎えるなかで、その全体像を把握しようとしたとき、実は「金利・債券」の視点に立って眺めることがとても有効です。一番の理由は、金利は多くの経済社会の動きを先取りして動く、という特性を持つからです。つまり、一步先の経済・マーケット環境をいち早く予想す

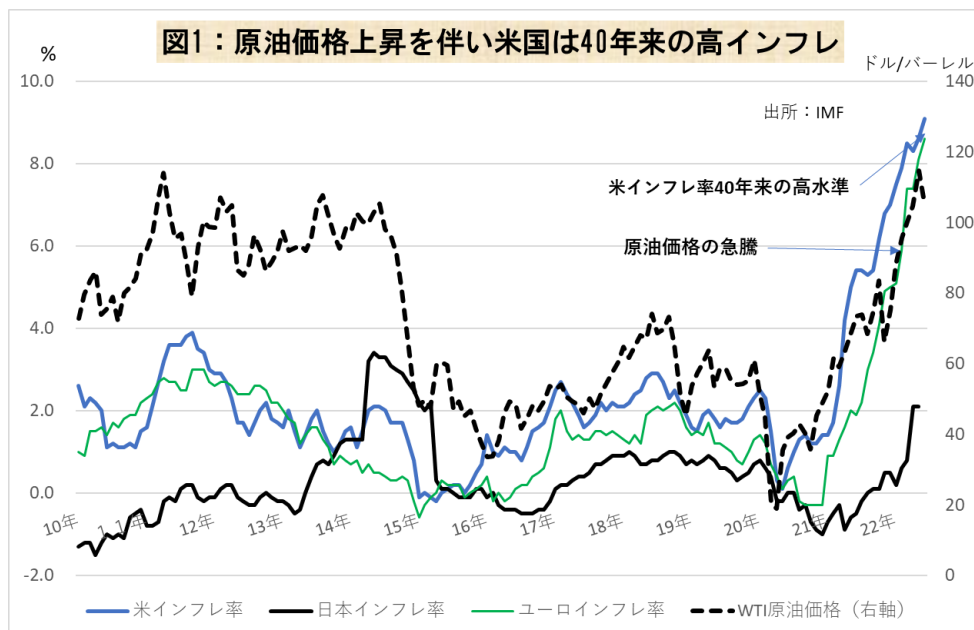
るには、金利の動きを丁寧にウォッチすることがとても有効だというわけです。

2. 米インフレ率は40年ぶりの水準に

まずはいくつかの具体的なデータを見ながら、世界経済そして日本を取り巻くマーケットの激変ぶりを確認しておきましょう。

図1は、海外の原油価格ならびに物価動向を示しています。

日米欧ともに消費者物価が2021年から急騰。米国のインフレ率はすさまじく、2022年半ばには9%台と実に第二次オイルショック後の1980年代前半の水準まで棒上げ状態です。これを追うようにユーロ圏のインフレ率も8%台まで上昇しています。



世界の物価を大きく左右する原油価格がまず上昇し始め、やや遅れて日米欧のインフレ率が上がっていることがわかります。原油価格並びに物価上昇の理由は大別すると次の3つです。

- ①2021年に入り、コロナショックが一段落したことでそれまで抑制されていた需要が復活した。コロナ対策で各国ともに財政は拡大、金融は緩和

を維持していたことで、民間に大量に供給された緩和マネーが一気に原油などの資源に向かった。

②脱炭素政策が世界に浸透、各国で原油や天然ガスからクリーンエネルギーへの流れが加速する中で、原油掘削、精製などへの投資が縮小。このため、原油供給が減少した。

③コロナショックで世界的に人流が制限されるとともに、物流も停滞。このため原材料のほか中間部品を含め、製品供給が細った結果、価格が上昇した。

④2022年2月下旬、ロシアによるウクライナ侵攻が始まったが、これに西側諸国が反発、ロシアからの原油、天然ガスの輸入を大幅に削減、あるいは禁止したことで、世界的に原油の供給が減った。さらに、世界の穀倉地帯とも呼ばれるウクライナの小麦の生産、出荷が停滞したことで小麦価格が高騰した。

さて、その物価上昇ピッチはグラフにみるとおり、まれにみる速さです。こんな時、政策当局が検討するのが、まず政策金利の引上げを含む金融引き締めです。これはテキストでも説明したとおりです。

つまり、金利を上げて民間へのマネー供給を絞り、それで物価上昇に歯止めをかけるのです。

そして、政策金利の引き上げが行われることが想定されるときには、それを先取りするようにまず長期債券の利回りが上がり始めることも学んでいたきました。政策金利（短期）より、債券利回り（長期）のほうが先行して動くのですね。

では実際にその長期の債券利回りはどう動いたのか。そして、それにやや遅れて政策金利はどのように上がったか。グラフを2つ掲げておきました。

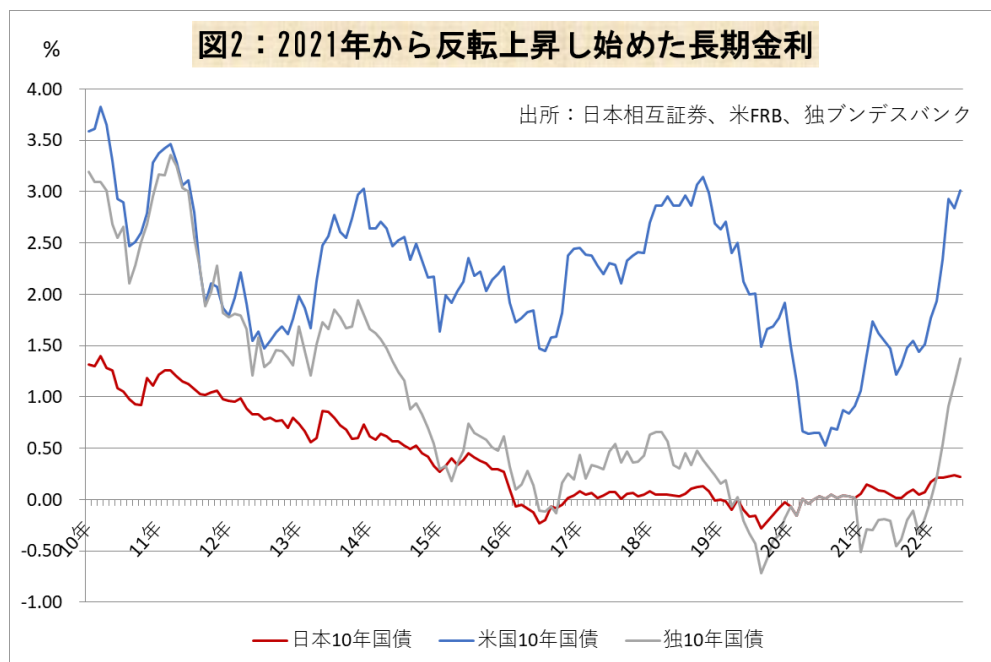


図2は日米欧の代表的な長期金利である10年国債の利回り推移です。2020年半ばから米国10年債の利回りが反転上昇し始めたのを追う格好で、日独の金利も上昇。マイナス圏にあったドイツ金利は2022年に入って一気にプラス圏に浮上しています。さらに、2022年半ばには米国の10年債の利回りは3%を突破しています。

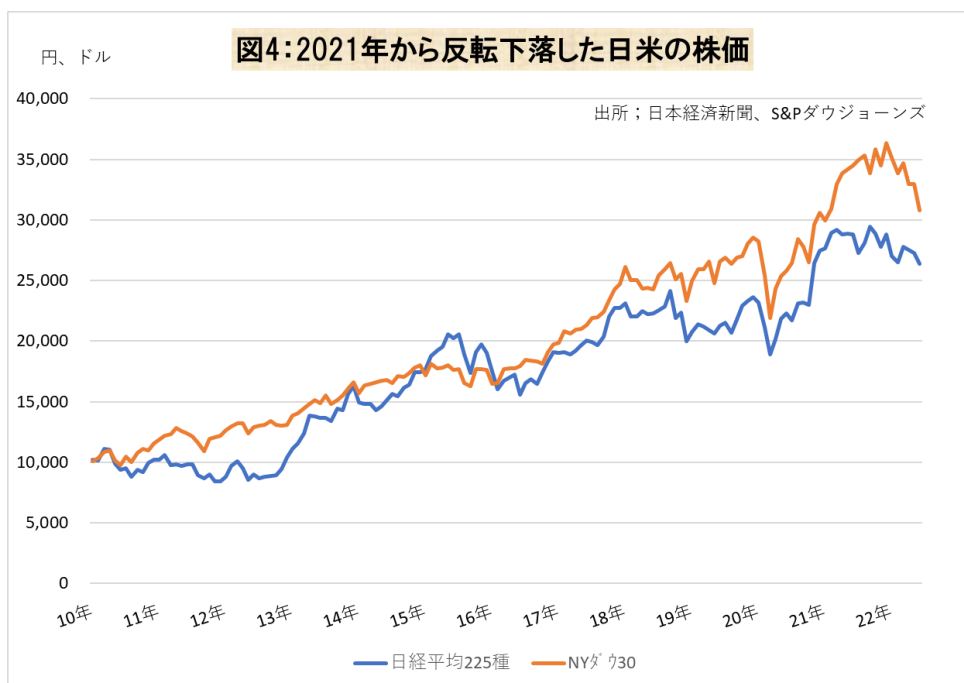
これに遅れる格好で、米国の政策金利は2022年3月から急ピッチで引き上げられています。**図3**では7月までしか描かれていませんが、年内にはまだ数回、1~2%程度の引き上げは必至であるとの見方が大勢です。



ここまでが金利の動きですが、ではこれが経済、マーケットにどのような影響を与えたのでしょうか？

3. 株安、そして円安ドル高が一気に進行

この長期金利の上昇を受け、長期にわたって上げてきた内外の株価も一転下落しています。図4で示したとおりです。もちろん金利の上昇が企業の借り入れコストを膨らませ、企業業績を悪化させるとの連想から、株式が売られたためです。



もう1点重要なことがあります。それは先に記した『24年ぶりの水準まで進んだ円安ドル高』です。図5にみるとおり、2021年から日米の10年国債の利回り差が拡大するのに合わせ、円安が一気に進んでいます。アベノミクスで強力な円安政策がとられた時でさえ1ドル＝120円台前半の円安だったのが、今回は140円近くまで極めて速いピッチで円安が進んでいるのです。もちろんこれは「低い日本金利には魅力なし」⇒「一気に高くなった米金利での運用に妙味あり」と多くの人が考えたからです。

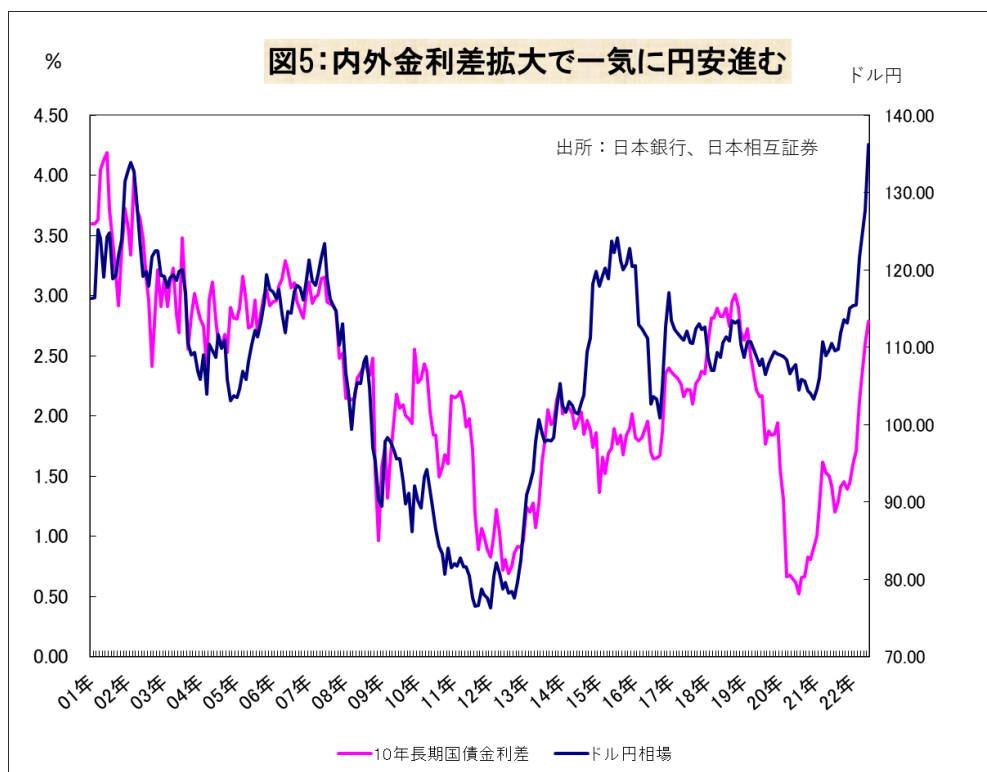
ではここで問題。なぜ日本の金利は欧米の金利ほどには上がらないのか？一番の理由は、日本は米国に比べまだインフレ率が低いことが1つです。これは図1でご覧いただいたとおりです。昔から日本のインフレ率は世界でも最も低いことで知られます。

主な要因は、日本国内での生産（供給）が消費（需要）を上回る状態が続いてきたことです。つまり、国内では買いエネルギーが相対的に弱いので値段が上がらないのです。

2つ目は以上とも関連しますが、日本は海外諸国との間で行うあらゆる経済取引を総合的に示す経常収支の黒字が続いてきたこと。これは、貿易収支が黒字だったことが主因です。先ほど述べたとおり日本では生産が消費を上回っていたため、余剰生産物は輸出に回り、そこで貿易黒字を稼ぎ続けてきたのです。つまり国内には巨額の余剰資金が滞留しているため、金利は上がりにくいというわけです。

3つ目は、米国に比べ日本の成長率がとても低い状態が続いていること。2021年の実質経済成長率は米国が5.7%でしたが、日本は2.0%にすぎません。これを受け、インフレ率も2022年半ばでは米国が9%台に達しているのに、日本はわずかせいぜい2%台にとどまっています。

これは、日本国内の需要（消費、投資）が盛り上がらないことが主因ですね。実質賃金は1970年頃をピークにその後1～2割は減少しています。また急速に高齢化が進んだことも、個人消費の伸び悩みをもたらしました。



景気が良くなく、物価上昇率も低い状態では政策金利も上げられないので
すね。こんな状態で金利を上げれば、それこそせっかく回復し始めた景気も
一気にしぼんでしまいます。

ということは、日米金利差の拡大でさらに円安が進む可能性が高いので
す。

2022 年中にはさらに日米の金利差は拡大、年内には 150 円近くまで円安が
進むといった予想も少なくありません。さて？

(執筆は 2022 年 7 月下旬時点)