

ユーロ円金先とキャッシュ金利の動向から見る円短期金利市場のセンチメントについて

資 金 証 券 部

1. はじめに

- (1) 2000年8月11日の金融政策決定会合において、約1年半に及んだ「ゼロ金利政策」に終止符が打たれた。今後についても日銀は、本邦景気を確実な回復軌道に乗せるべく、当面は金融緩和スタンスを継続するとの見方が市場を支配していた。然し乍ら、ゼロ金利解除後の本邦短期金融市場を振り返ると、景気回復期待による追加利上げ観測が先行したかと思えば、一転、株価の低迷や景気腰折れ懸念などからゼロ金利政策の復活論までもが浮上するなど、今後の金融政策見通しは振らされている。
- (2) 本邦景気は、12月調査の日銀短観では大企業製造業の業況判断DIでプラス10と3期連続でプラスを維持したものの、1999年3月調査から続いていた景況感の改善は2年ぶりにストップした。3月の先行き見通しについてもプラス7と改善幅が今回調査より縮小した。景気回復を牽引する設備投資の2000年度計画は上方修正されたが、世界的な景気減速懸念から企業が先行き見通しに慎重になっていることが示されたといえ、本邦景気は緩やかな回復局面から踊り場入りしたと見る市場参加者が多いようだ。
- (3) こうした状況下、政策金利変更という日銀の次の一手は、日銀の景気判断に全面的に委ねられているが、ユーロ円金利先物（以下、金先レート）、とユーロ円現物金利から計算する金先レートと同期間の3ヶ月物インプライドフォワードレート（以下、キャッシュレート）の動向を比較することによって、過去の市場センチメントを検証し、政策金利変更のシグナルをキャッチできるかどうかについて、その可能性を探ってみた。

2. 検証方法について

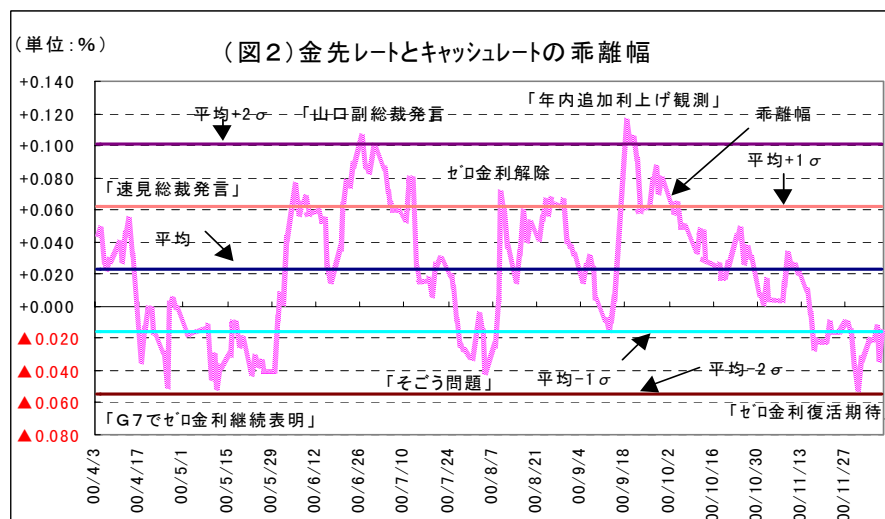
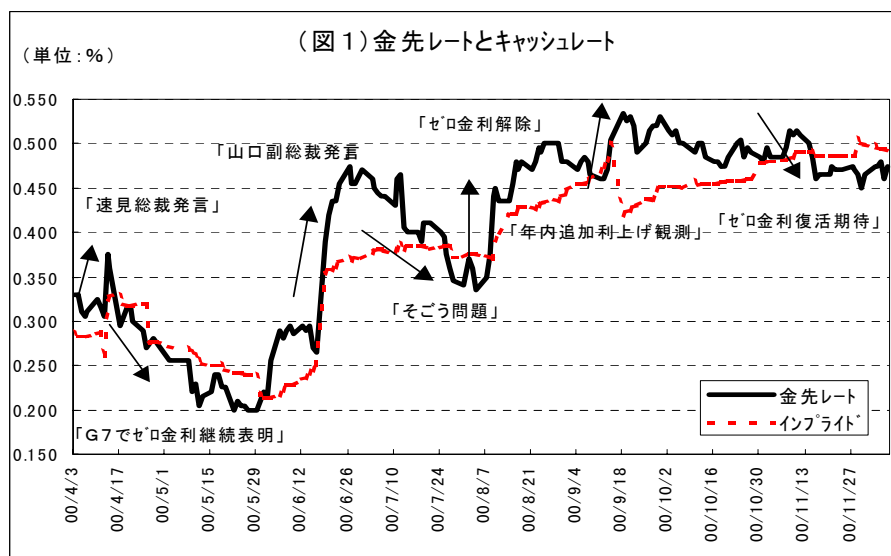
- (1) ユーロ円金利先物は、3月・6月・9月・12月の第3水曜日スタートのキャッシュ金利【全国銀行協会が提示するTIBOR（東京ユーロ円市場で午前11時にレファレンスバンクが提示するオフアードレートの平均値）】と差金決済するが、決済日の近い第一限月は、決済時期が近づくと、一部の市場参加者のポジションによって先行きの金利感とは異なった動きをする場合があるので、今回の検証では常に第二限月を使用した。これによって、本邦短期金融市場における3ヶ月～6ヶ月程度先の市場の金利感を的確に捉えられる。
- (2) 検証期間については、過去の本邦金融市場でも例がない超低金利下での微妙な動きを捉えるために、「ゼロ金利政策」が実施されたのち、金融政策決定会合でゼロ金



利政策が解除される可能性が取り沙汰され始めた 2000 年 4 月から現在(2000 年 12 月) までの期間で行った。金先レートは、一定期間先の金利を取引する先物市場の商品であり、キャッシュレートより早く市場の金利感を反映するものと前提し、市場センチメントの確認手順としては、極力単純化するために 「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」 が拡大すれば金利先高感 (追加利上げ方向) 、 「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」 が縮小すれば金利先安感 (ゼロ金利復活方向) 、と見ることとした。

3. 過去の局面分析

(1) 総括



「金先レートとキャッシュレート (図 1) 」 から、市場センチメントに変化があった場合、金先レートがキャッシュレートに先行してその方向へ動き始め、「金先レートとキ

キャッシュレートの乖離幅（図2）」から、市場のセンチメントが金利上昇に傾くと「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が拡大し、市場のセンチメントが金利低下に傾くと「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」は縮小するという前提に誤りがないことが確認された。

特に市場がその動きを織り込みに行った場合には、図2が示すとおり「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が検証期間の平均値 ± 1 標準偏差（以下）を超える水準を試す動きが見られる。現在の金利環境下では、金利上昇については、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」で+7bp以上、金利低下については、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」で4b以下が、市場センチメントが十分に形成されたかどうかの基準値と見てよさそうだ。

（2）利上げ期待が高まった局面

「ゼロ金利解除」に対するファーストサプライズ<2000年4月上旬>

～日銀短観の改善、速見日銀総裁が「ゼロ金利解除」の可能性について言及～

ゼロ金利政策の実施以来、初めて日銀筋から解除の可能性について言及された。特に総裁の発言であったことから、市場でのインパクトは大きかったが、市場が「ゼロ金利解除」を完全に織り込むまでには至らなかった。この場面では「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値+1弱までの拡大にとどまり、市場センチメントと合致している。

「ゼロ金利解除」観測が強弱しながらも ± 1 に達した状況<2000年5月下旬～6月>
～株価回復や日銀筋による「ゼロ金利」解除に向けた地均しの発言が活発化～

本邦株価が落ち着きを取り戻す中、日銀筋から「ゼロ金利」解除に向けた地均しの発言が相次ぎ、早期「ゼロ金利解除」の思惑が高まった。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値+1を超える位置まで拡大しており、市場センチメントと合致している。

その後、日銀金融経済月報や速見日銀総裁会見などで「ゼロ金利解除」議論に大きな進展がないことが確認されると、一旦、早期の「ゼロ金利解除」観測は一服。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値まで縮小しており、市場センチメントと合致している。

その後、早期の「ゼロ金利解除」に対して「慎重派」と目されていた山口日銀副総裁が「ゼロ金利解除は引き締めにとならず、金融の微調整を行うことが混乱回避の最良の方法」と位置付けたことで、市場は完全に「ゼロ金利解除」を織り込んだ状態となった。この場面では「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が、平均値+1を超えて平均値+2程度まで拡大しており、市場センチメントと合致している。



「ゼロ金利解除」が実施された場面 <2000年7月下旬～2000年8月11日>

～市場の思惑とは裏腹に「ゼロ金利解除」を実施～

山口日銀副総裁が講演で「個人消費は全体として回復を確認できる状態ではない」、「家計・個人所得の伸びは期待しがたい状況」と述べ、景気動向に慎重な見方を示したことが、早期「ゼロ金利解除」の思惑を後退させていた。然し乍ら、速見日銀総裁が国会答弁を通じて断続的に「ゼロ金利解除」の姿勢を強調したため、8月11日の決定会合の前までには、市場も「ゼロ金利解除」を織り込まされた。この場面でも、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が、 $\text{平均値} + 1$ を超えて拡大しており、市場センチメントと合致している。

但し、決定会合前までに市場と対話する時間が限られていたことや、政府との溝を埋める作業がやや不十分であったため、市場センチメントも完全に「ゼロ金利解除」を織り込んだ状況までには至らず、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」は $\text{平均値} + 2$ 近辺までは拡大しなかった。

追加利上げ観測が高まった状況 <2000年9月>

～要人発言による「年内追加利上げ」観測の台頭～

大原元農相の「年内にも追加利上げの可能性あり」との発言や日銀筋が「設備投資はかなり力強い回復・家計所得にも改善の動き」と指摘したことなどから、市場の深層心理に燻っていた「景気回復持続・追加利上げ」警戒感に火を付けた。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」は $\text{平均値} + 1$ を越えて $\text{平均値} + 2$ まで一気に拡大しており、市場のセンチメントと合致している。

(2) ゼロ金利政策の継続、若しくは利下げ期待が高まった局面

「ゼロ金利解除」観測の後退 <2000年4月下旬>

～G7で「ゼロ金利継続」表明～

速見日銀総裁発言により市場にゼロ金利解除のリスクを警戒する動きが広がったが、G7の共同声明において「円高懸念の共有」と同時に「ゼロ金利政策の継続」が盛り込まれたことから早期のゼロ金利解除観測は消え去った。一旦、速見発言でゼロ金利解除を相応に意識させられた分、ゼロ金利政策の長期化観測は、市場では実質利下げと同インパクトがあった。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」は $\text{平均値} - 1$ 以下のところまで縮小しており、市場のセンチメントと合致している。

「ゼロ金利解除」の急遽取り止め <2000年7月>

～「そごう問題」により「ゼロ金利解除」見送り～

日銀首脳は7月17日の金融政策決定会合で「ゼロ金利解除」を決めていたようであり、市場も「ゼロ金利解除」を完全に織り込んでいた。然し乍ら、大手百貨店「そごう」の破



綻問題が逆風となった。政府首脳もそろって早期解除に否定的な発言を繰り返した。本邦株価はその場面であまり悪影響が出ておらず、金融システム全体の問題にまで波及する兆しは見えていないが、その影響を見極めるために、日銀は「ゼロ金利解除」を緊急的に回避した。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」は平均値 - 1 以下まで縮小しており、市場のセンチメントと合致している。

「ゼロ金利解除」後、初の利下げ観測浮上 < 2000 年 11 月下旬 ~ 12 月 >
~ 米国の景気後退観測による世界的な株価調整や本邦景気の腰折懸念台頭 ~

日米株式市場が年初来安値を更新、日銀の金融経済月報では緩やかな回復持続と基本シナリオは維持したが、外需の減速と鉱工業生産の増加テンポの鈍化を指摘し、景況感を微妙に下方修正した。また「経済・物価の将来展望とリスク評価」で景気のダウンスайд・リスクを指摘した。こうしたなか、10月の鉱工業生産が市場予想を大幅に下回ったことから、景気腰折れ懸念が再燃、市場の一部には「ゼロ金利政策の復活論」が台頭した。この場面でも「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値 - 1 以下まで縮小しており、市場のセンチメントと合致している。

4. 結論

- (1) 上記3章の結果から、円短期金融市場のセンチメントは「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」の動向とほぼ一致していることが確認された。今後、本邦景気が回復を持続するのか、当面踊り場を続けるのか、景気腰折れが現実のものとなるのかを現時点で予測するのは難しいが、足元金利の誘導水準の変更等も含め、日銀が政策金利の変更を行う場合には、「市場との対話」を重視し、市場に対して何らかのアクションを実施してくるものと思われる。今後も政策金利の変更が近づくとつれ、市場のセンチメントは政策金利変更を先取りし、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値 ± 1 (+ 7bp もしくは 4bp) を超える水準に達するであろう。
- (2) 今後、「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」が平均値 ± 1 (+ 7bp もしくは 4bp) 超える水準へ一方的に向かう動きが頻繁に現れれば、市場センチメント(先行きの金利感)が形成されたと判断でき、日銀としても次の一手に動き易いタイミングになっていると思われる。引き続き「金先レートとキャッシュレートの乖離幅」の動向に注目する必要があるようだ。

以上



発行 (株)東京三菱銀行 東京都千代田区丸の内2-7-1

(照会先 資金証券部 TEL(03)3240-3027)

※本資料は信頼出来ると思われる各種データに基づき作成しておりますが、当行はその正確性、安全性を保証するものではありません。また本資料はお客様への情報提供のみを目的としたもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本誌面の全部または一部を無断で複写、複製することを禁じます。尚、当方の都合で、誌面の全部または一部を予告せずに変更させて頂くことがございますので、予めご承知下さい。

