

金融政策正常化後の日本の長期金利上昇余地はどの程度か？

KEY
POINT

- 日銀の金融政策正常化を想定した場合、①OIS金利との乖離、②超長期金利との乖離、③名目潜在成長率の水準から鑑みると、長期金利(10年債利回り)は1%弱程度まで上昇余地があると推察。
- QQE(量的・質的金融緩和)導入前の米国長期金利との相関から考えると、長期金利の上昇余地は1%前後と想定。ただし、近年の日米の潜在成長率格差から考えると、1%には到達しない可能性。
- ただし、①公的債務残高の増大、②日銀の国債保有額減少、③インフレ上昇による日銀の収支バランス悪化などから、リスクプレミアムが増大して長期金利が上振れするリスクには留意。

1. 政策正常化期待沸騰、金利上昇余地は？

昨年12月20日の日本銀行の金融政策修正以後、日本の債券市場では今後の政策正常化期待が沸騰している。1月6日には10年物国債利回り(以下10年金利)が政策修正後の上限である0.5%に達した。OIS金利をみても、3カ月先1カ月物金利は0%近傍まで上昇し、債券市場では新総裁就任後の早期のマイナス金利解除が、織り込まれているほどだ。

日銀の意図したことは全くないが、12月の政策修正は、投資家から見れば債券市場の催促が要因となった面が大きいと映ったとみられ、市場機能低下が続けば、日銀が再度政策修正を余儀なくされるリスクは相応に大きいと捉えられたのだろう。4月から新総裁に交代することが予想される中、岸田政権が安倍政権とは異なる政策スタンスを強めることで、金融政策正常化路線の圧力が高まるとの見方も、こうした動きを後押ししている可能性が高い。

こうした状況下、日銀の次なる一手の内容や時期を予測することは現段階では困難極まりない。しかし、マイナス金利解除・YCC撤廃後に日本の金利がどこまで上昇しうるか、という点に対しては、債券市場に限らず関心が高く、筆者にも質問が寄せられることも少なくない。

そこで本稿では、金融政策正常化後の日本の金利上昇余地を考えてみよう。ただし、経済ファンダメンタルズに大きな変化が起これば、当然金利の均衡水準は変わりうる。本稿では、日本や世界の経済構造が現状から不変と仮定して考察することには留意されたい。

2. 10年金利は1%弱程度までの上昇余地あり

①OISとの乖離から見た場合

はじめに、10年金利について考察してみよう。以下、4つのアプローチから考察してみたい。

最もシンプルな考え方は、OISの10年金利をみることだろう。OIS金利は、債券市場参加者がリスクフリーの政策金利の期間平均、すなわち期待政策金利をどの程度見積もっているのか、を表しているものだ。実際の国債金利は、このOIS金利にリスクプレミアムが加えられたものと考えられる。

足下のOIS金利を見てみよう(図表1)。昨年、日本銀行は10

年金利を0.25%以内に抑制するために連続指値オペなどを総動員して大量の国債買い入れオペを実施した。その結果、国債利回りはOIS金利を下回る状態となった(マイナスのリスクプレミアム)。本来、投資家の期待政策金利を下回る水準に国債利回りが低下すれば、割高となるため需要が減少するはずだが、日本銀行の連続指値オペによる国債購入により、これを下回る金利が成立しているということだ。

図表1: 10年物OIS・国債利回り
連続指値オペ導入後にOISと国債の金利は乖離



出所: Bloomberg

この状況から単純に考察すると、マイナス金利解除・YCC撤廃により10年金利の上限がなくなれば、現状のOIS金利の水準である0.9%程度まで上昇する余地があるとみられる。

②超長期金利との乖離から見た場合

次に、超長期金利(ここでは40年金利)との乖離から考察してみよう。日本銀行は、超長期ゾーンの金利については、金融機関の収益への打撃等から考えると、過度に水準を抑制するべきではないとし、他の年限よりも上昇を許容している。足下では臨時オペや定例オペを強化してとはいえ、超長期債の日銀保有比率は他の年限と比べて相対的に小さい。例えば、昨年は10年物国債のうち、一部の銘柄の保有率が(統計上のテクニカルな要因から)100%を超えるほどだったが、直近の超長期債の銘柄については一桁台にとどまっているとみられる。つまり、日銀の国債保有による超長期債金利下押し効果(いわゆるストック効果)は10年物国債と比べて小さいはずだ。そう考えると、現状の超長期金利の水準は、マイナス金利解除・YCC撤廃を織り込んだ値に相対的に近いとみていいだろう。

実際、足下の40年金利はマイナス金利・YCC導入前の水準をすでに超えており、2%にも迫る勢いだ(図表2)。

図表2: 40年金利と10年金利とのスプレッド

超長期金利の水準はマイナス金利・YCC導入前より上昇



現状の40年金利はマイナス金利・YCC撤廃後を織り込んだ水準に近いと仮定すれば、40年金利の乖離(スプレッド)から金融政策正常化後の10年金利の水準を考察することができる。

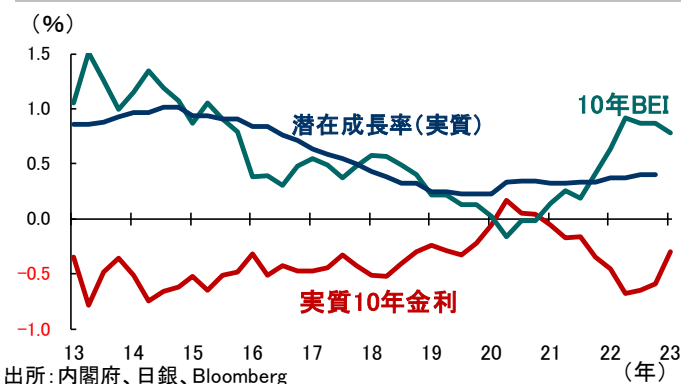
40年・10年金利スプレッドをみると、マイナス金利・YCC導入以降は10年金利が固定されたため、40年金利の上下によりスプレッドが変化しているにすぎない。しかし、マイナス金利・YCC導入前のスプレッドは、均してみれば1%程度の乖離がある。これから考えると、10年金利は現状の超長期金利の水準(1.9%程度)から1%PTを引いて、0.9%程度まで上昇する余地があると考えられる。なお、足下の40年金利はOISよりも大きく上振れしており、米国30年金利とも方向感が真逆だ。後述する名目潜在成長率と比べても、水準はかなり高い。すなわち、現状は政策修正期待による織り込みがやや過度となっている公算がある点には留意が必要だ。

③名目潜在成長率から見た場合

もう一つのアプローチは名目潜在成長率だ。名目潜在成長率は、要するに実物資産(あるいは日本経済全体)への投資による収益率に近似した値と考えられる。よって、借入コスト(資本コスト)である長期金利と理論上等しくなると考えられる。

名目潜在成長率は、実質潜在成長率と長期期待インフレ率の合計で算出される。実質潜在成長率は推計によって値に相応の幅があるため、日本銀行と内閣府の推計値の平均とすると、アベノミクスが開始された2013年の1%弱からはかなり低下し、現状は0.4%前後ぐらいと推察される(図表3)。よって、実質金利の上昇余地は同程度あると考えられる。

図表3: 潜在成長率(実質)と実質金利
潜在成長率低下で実質金利の上昇余地小



難しいのは期待インフレ率だ(図表4)。米国の場合、長期期待インフレ率は物価目標値である2%に整合的な水準(2%強)にアンカーされているが、日本の場合、期待インフレ率は2%に達したことはなく、1%越えもアベノミクス初期のみにとどまった。足下のCPIが4%に達する勢いをしり目に、現状の長期期待インフレ率は1%弱で上昇が一服している。

図表4: 長期期待インフレ率(10年BEI)とコアCPI

現状の期待インフレ率は1%を超えられず



当社では、日本のコアCPIが2023年末に0.8%まで減速し、2024年も0%前後まで減速すると想定している。過去の長期期待インフレ率とコアCPIの傾向から考えると、期待インフレ率は、今後0.5%以下に低下していくと見込むのが妥当ではないか。

以上を踏まえると、名目潜在成長率は0.9%以下になると考えられる。ただし、コロナ禍での構造変化に伴って、日本のインフレマインドのレジームチェンジが起こるというテールリスクは完全には無視しえないので、今後よく観察する必要はある。

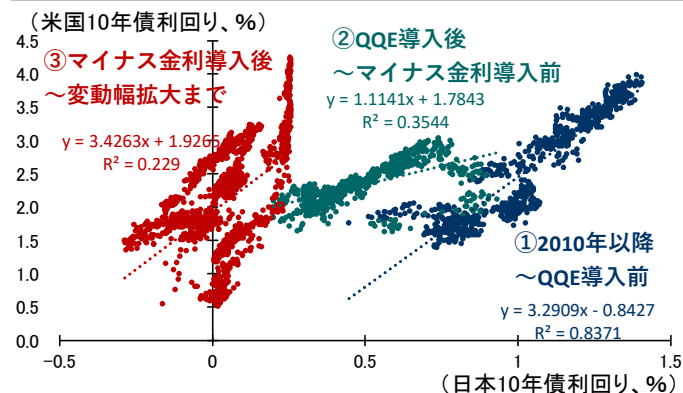
4. 米国長期金利からの考察

以上の3つのアプローチを踏まえると、金融政策正常化後の日本の長期金利は、いずれも1%弱程度まで上昇する余地があると示唆される。それでは視点を変えて、米国金利との連動から見た場合はどうか。

2010年以降の米国と日本の10年金利をみると(図表5)、①QQE導入前は、②QQE導入後および③マイナス金利導入後と比べて、単純な相関を見ても明らかに強い。よって、金融政策が正常化され、米国の長期金利がFOMCのDOTチャートで示されるロンガーラン金利の2.5%で定着すると仮定した場合、日本の10年金利は1%前後となる可能性が示唆される。

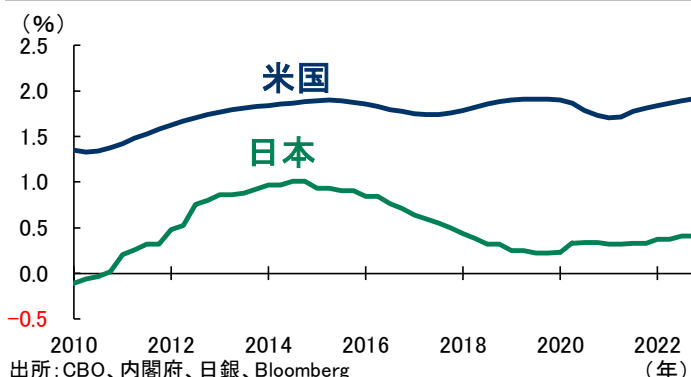
図表5: 日本・米国の10年金利

QQE導入以降、米国の長期金利との連動性低下



ただし、QQE導入前との環境の変化で言えば、米国と日本の潜在成長率(実質)格差が大きくなっている点には留意が必要だ(図表6)。米国の潜在成長率は2010年以降に持ち直して現状は2%弱程度だが、日本はその真逆で一時は1%程度まで上昇したものの、その後は(前述したように)低下して現状は0.4%程度まで落ち込んだ。

図表6: 米国と日本の潜在成長率(実質)
米国と日本の潜在成長率格差は近年拡大



日本の潜在成長率低下を踏まえると、金融政策正常化後は米金利との連動性が今よりも強まると考えられるものの、QQE前と全く同様の相関関係に回帰するわけではなく、上値は抑えられて1%強にはとどかないのではないかと。図表5でいえば、①の傾向線が左シフトするイメージだ。

5. リスクプレミアム増大による上振れに留意

以上を総じてみると、金融政策正常化後の日本の長期金利は、やはり1%弱程度まで上昇する余地があると考えられる。

ただし、ここまでの議論については、金利の変動を左右するリスクプレミアムを考慮していない。そこで、最後にリスクプレミアムについて考察してみよう。

まず、日本にとって重要な点は公的債務残高が大きく、また今後も債務残高が増加するリスクが大きい点は、リスクプレミアムを通じて長期金利を上昇させる要因となりうる。もともと、少子高齢化の進展に伴う社会保障費の増大から、財政悪化懸念は高まっている。対外純債権国である点などから、財政面のリスクプレミアムが金利を大きく押し上げるほどではないとの見方もある。しかし、少子高齢化が今後さらに進展することは確実であり、昨今の国際情勢を鑑みて防衛費の増額も必要課題となり、歳出拡大の可能性が高まっている。政府も増税など歳入の強化を検討する方針ではあるが、国債増発が抑制されてリスクプレミアムの増大が回避されるほどの歳入増が実現するハードルは高いとみられる。中期的な金利押し上げ要因として、財政面からリスクプレミアムが意識されれば、長期金利が1%よりも上振れする可能性がある。

この点に関連して重要な点は、日銀の国債保有の方針だ。マイナス金利解除・YCC撤廃に際して、日銀は国債買い入れ減額(フローの減少)および保有額の減少(ストックの減少、すなわちQT)を相応に進める必要がある。日銀の先行研究によれば、国債買い入れ(フロー)による金利押し下げ効果はかなり小さいとされるため、買い入れ額減少の段階では金利押し上げ効果は小さいだろう。もともとYCC導入以降、日本銀行は国債の買い入れペースを鈍化させてきた。

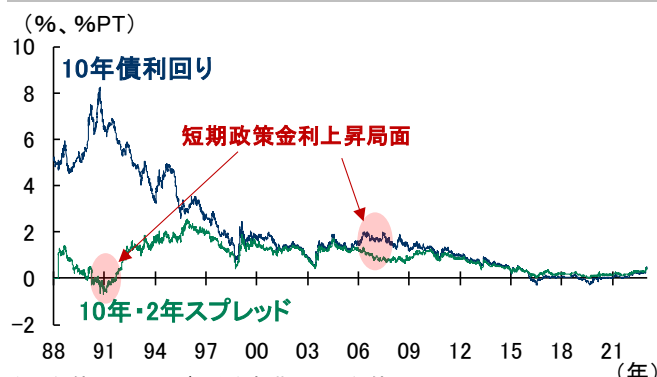
しかし、国債保有(ストック)率は足元では50%規模に達しており、保有による金利下押し効果は相応に大きいとの指摘が多く、日銀自身は2021年3月に1%程度の押し下げ効果があると推計している。よって、国債保有額の減少によって金利押し下げ効果が剥落すれば、長期金利にはリスクプレミアムの増大を通じて上昇圧力が一定程度かかりそうだ。

もちろん、保有額減少による効果については、これまでの経験も知見も乏しく、幅を持つてみる必要がある。しかし、日銀による国債保有額の減少方針が発表された後、債券市場でストック効果剥落を織り込む動きが活発となり、金利が押し上げられるリスクは否定できない。これまでは、日本銀行が国債を安定保有し続けるとの期待が大きいことを通じて、リスクプレミアムが抑えられてきたと考えれば、市場の信認が急速に変化し、長期金利が上振れするリスクも否定できない。

市場の信認に関連して、日銀の収支バランス悪化が影響を及ぼす可能性もある。筆者自身は可能性が低いと現段階では考えるが、かつて日本ではバブル期に短期政策金利の引き上げによって長短金利差が解消した(図表7)。もし今後、バブル期と同等の景気と物価の過熱が実現に向かっていくとした場合、いよいよ短期政策金利の引き上げが開始され、超過準備付利の水準が引き上げられていくと想定される。この際、日銀は多額の超過準備を抱えているため、利上げによる金利支払い負担はかなり大きくなり、一方で既に関入した保有国債からの受取利息が同等に増加するわけではないため、期間損益は悪化する公算が大きい。

図表7: 長期金利と長短金利差

長短金利差解消時期はバブル期まで遡る



日銀の収支バランスが大きく悪化した場合の影響については、簡単に結論を出すことは困難だが、国債への信認の変化を契機にリスクプレミアムが増大し、長期金利の押し上げにつながるリスクを完全に否定することはできないだろう。

以上、リスクプレミアムを踏まえると、長期金利が1%を超える水準に達する可能性はある。ただ、日銀の国債保有額減少(QT)や短期政策金利の引き上げの実施は、2%物価目標を前提とする限り、ハードルはやはり高いだろう。また、長期金利の1%弱への上昇のみ(短期政策金利0%維持、QTなし)であれば、日銀のバランスシートへの影響も限定的だ。上述した点は、現段階では中長期的なリスクとして捉えるべきだ。

むしろ、今後インフレ率が低下すれば、財政規律が緩んで短期的には日銀の国債保有が増加するリスクも懸念される。

宮嶋 貴之

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部に於て為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場（2016年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



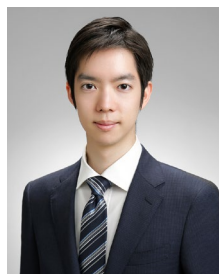
石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部に於てエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部に於て機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

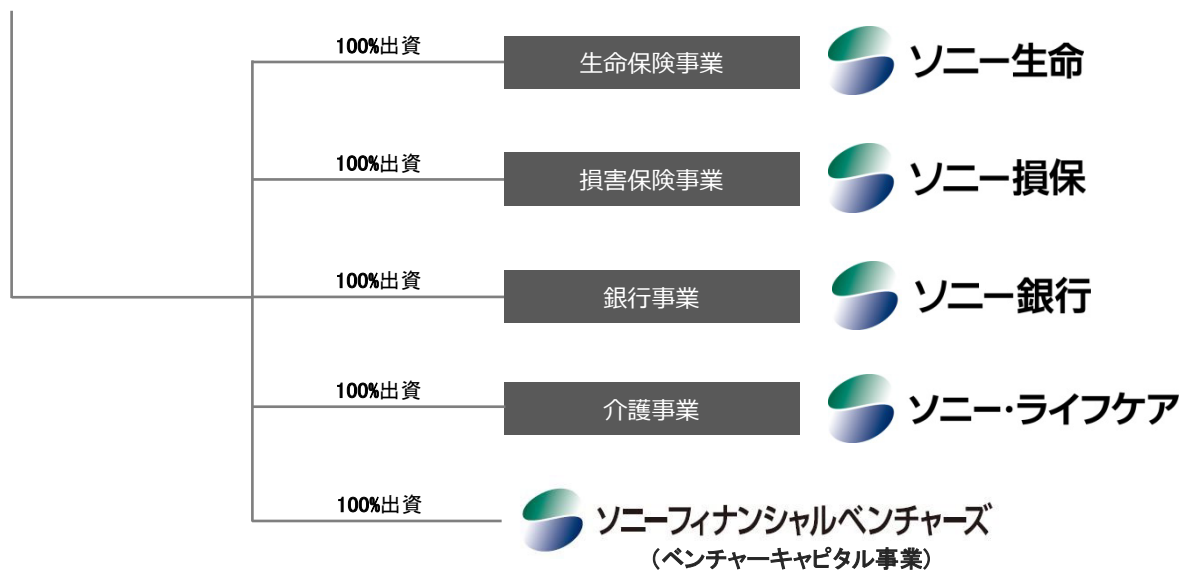
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>