

長期金利は上昇局面入りか

南 武志

量的緩和政策解除直後は 1.6% だった長期金利（新発 10 年国債利回り）であるが、その後上昇傾向が強まり、4 月 18 日には節目となる 2.0% まで上昇するなど、ボラタイルな動きが強まっている（図表 1）。その後は 1.9% 台を中心に推移しており、一旦は上昇圧力が一服した感があるが、今後どのような展開が予想されるだろうか。そのヒントを探るべく、長期金利の変動要因を考慮しながら、これまでの金利上昇要因を検証してみよう。

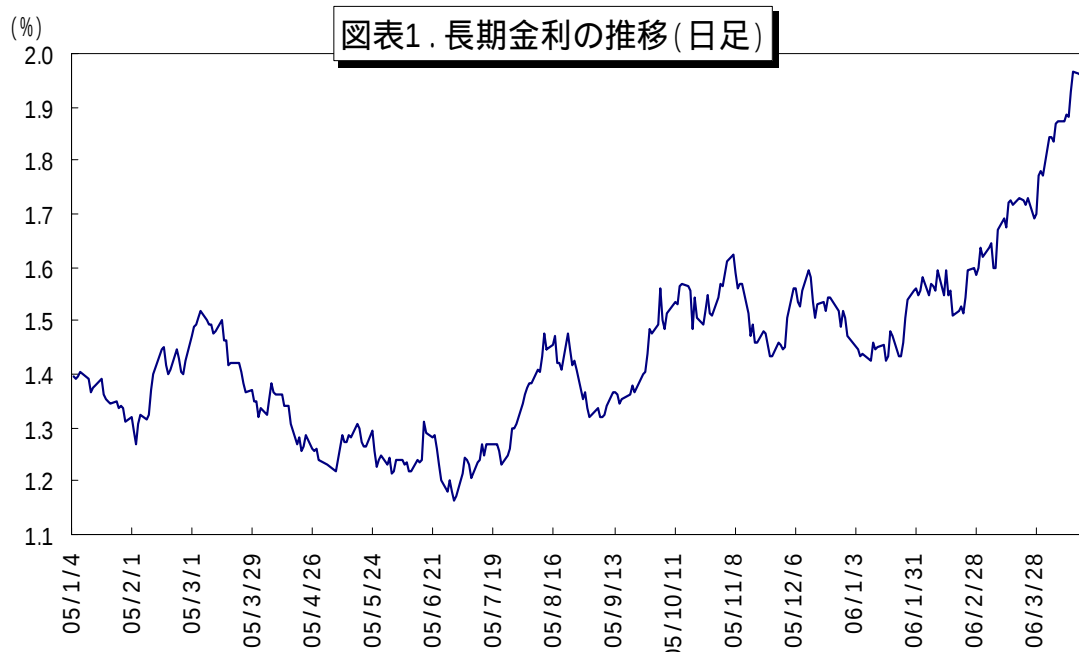
長期金利の変動要因

長期金利に影響をあたえる経済変数はいくつもあるだろうが、一般的には、金融政策や短期金利の動向や思惑、景気要因（方向性や力強さなど）、物価要因、海外要

因（先進国間の長期金利連動性）、財政要因（財政赤字の大きさや持続可能性）、その他金融環境要因（過剰流動性の状況など）などを挙げることが可能であろう。これらの要素を個々に検証してみると、確かにこれまでの長期金利上昇は不可避であったことが示唆される。

持続的な景気拡大と金融政策正常化

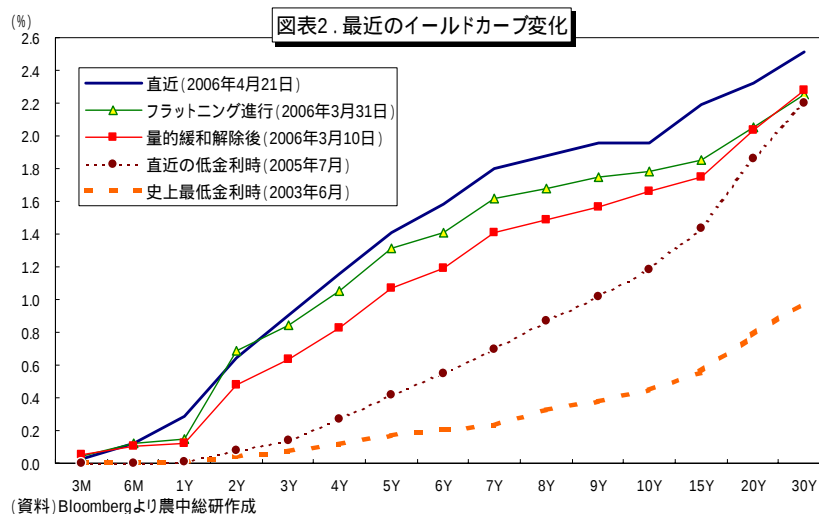
景気拡大が長期間持続していることもあり、マクロ的な需給ギャップが縮小し、デフレを脱してマイルドなインフレへ、という状況に徐々に近づいていることは間違いないだろう。こうした情勢の下、金融政策・金融環境を見ても、これまでの超緩和的状态から、徐々に正常化に向かう動きが始まっている。足許の短期金利はまだ概ねゼ



(資料) Nikkei Financial QUEST (注) 新発10年国債利回り、終値ベース

口%であるが、近い将来に利上げが実施されることはすでに織り込まれており、中期ゾーンまでのイールドカーブは大きく膨らんできた（図表2）。

また、90年代後半以降に定着した超低金利の原因の一つと



考えられる過剰流動性については、これまでは流動性の高い資産保有にかかる機会費用は無視し得る状況であったが、短期金利の上昇に伴って機会費用は高まる可能性が強い。その結果、過剰流動性は解消される方向に動くだろう。

世界的にも過剰流動性解消へ

また、こうした金融面の動きは日本だけでなく、先進国共通の動きとなっている。第二次世界大戦後の先進国経済ではデフレーションや恐慌はもはや起きないと考えられてきたが、日本は90年代後半以降デフレに突入した他、01～03年の世界経済は全般的にデフレ懸念が強かった。こうした中、各国中央銀行は日本の経験を反面教師として生かし、デフレ回避のための超金融緩和措置に踏み切った。その結果、世界的に過剰流動性が発生したと同時に、低金利や回復し始めた株価などが实体经济に好影響を与える、といった好循環が見られた。

しかしながら、近年ではエネルギー価格上昇や労働需給逼迫から来る賃金上昇圧力によって、インフレ懸念が強まり始めている。そのため、主要国中央銀行は金融政策

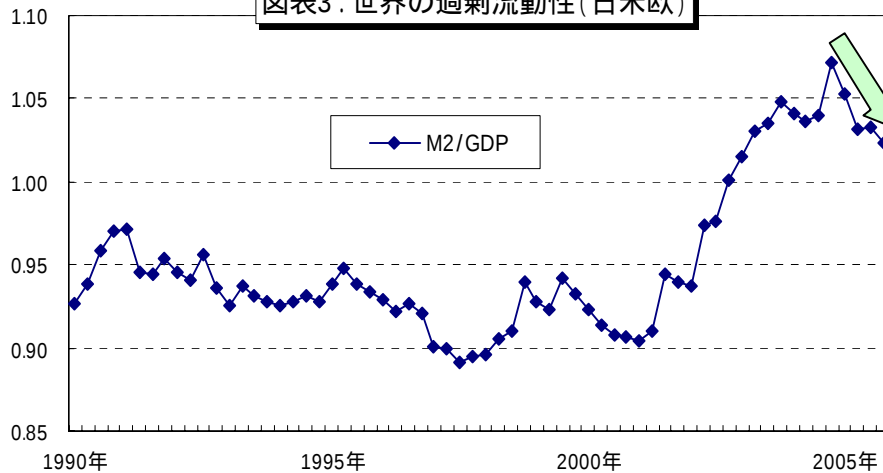
の正常化に取り組んでおり、世界的な過剰流動性もまた解消する方向に動きつつある（次頁の図表3）。

マーケットフレンドリーな国債管理政策

一方で、財政赤字要因については、90年代後半の長期金利の低下傾向や低位安定状態をうまく説明することはできなかった。90年代後半以降、日本の財政赤字（対名目GDP比率）は大幅に累増していったが、長期金利は逆に低下するケースが多かった。

この背景には、98年末から99年初にかけての長期金利急騰時の反省（いわゆる資金運用部ショック）が生かされているように思われる。当時は、日本発の金融恐慌発生阻止に向けた大規模な財政出動により長期国債の発行量が膨張した一方で、大蔵省資金運用部が財投改革に向けて国債買い入れの中止を告知したことに加え、速水日銀総裁（当時）が中央銀行のバランスシート上に中長期国債が多すぎるのは好ましくないと発言したこともあり、マーケットでは市中消化懸念が高まり、長期金利が急騰した。そうした事態を収束するため、大蔵省は国債管理政策の再構築が迫られたととも

図表3. 世界の過剰流動性(日米欧)



(資料) Bloombergより農中総研作成 (注)ドル換算ベース

に、日銀は成長通貨の供給という枠を踏み越えて中長期国債買い入れオペを増額することを求められた。こうしたマーケットフレンドリーな国債管理政策の結果もあり、これ以降、海外格付け会社（S&P、ムーディーズなど）による断続的なJGB格下げといったニュースに対し、マーケットが反応することはなくなっていった。現時点ではこうした施策の正当な評価は困難であるが、リファイナンスリスクの高まりといった「悪い金利上昇」は回避されることになった。

金利上昇を静観する日本銀行

このような環境下、日銀はこれまでの長期金利上昇に対して静観姿勢を貫いている。これが意味するのは、2%程度までの長期金利上昇は想定範囲内ということであろう。

と同時に、中央銀行は長期金利をコントロールできないと強く主張し始めている。確かに、短期金融市場の市場規模と比較して、国債市場の市場規模は大きく、コールレートを誘導水準に合わせるようにコントロールするのは不可能である。

しかし、金利の期間構造理論からは、長期金利は将来時点の短期金利（予想フォワードレート）の加重平均として近似されるといった考え方（純粹期待仮説）もある。つまり、直接コントロールするこ

とはできないものの、マーケットに自らの行動を示唆したりして金融政策に関する予想を変化させることを通じて、長期金利に影響を与えるルートは残されている。こうした観点から日銀行動を見てみると、当面の焦点であるゼロ金利政策解除に関するの情報提供がほとんど皆無であり、マーケットの将来の金融政策に対する予想そのものがボラタイルになっている可能性が高いように見られる。日銀が、自らの意図をマーケットに対してより伝えることによって、長期金利の不規則な変動が低下する可能性もあるだろう。

このほか、日銀の国債市場への関与も徐々に弱まっているように思われる。日銀にとっての最初の目標は日銀当座預金残高をほぼ所要準備額まで圧縮し、政策金利を引き上げることであろうが、最終的には国債市場への過度な関与をやめることも目標の一つであろう。

日銀は量的緩和政策解除後も毎月1兆2,000億円行っている中長期国債買い入れオペは当面継続することを発表しており、表面的には日銀は依然として国債市場に対

して強く関与し続けているように見えるが、実際には既に日銀の保有国債の減額が始まっており、既に出口政策に移行している可能性が強い。

長期金利上昇は不可避

現段階での10年2%という水準は行き過ぎの感が強く、年度上期中盤にかけて一旦は金利が低下する場面も十分想定される。しかし、これまで述べてきたように、長期金利水準が先行き上昇していくことをサポートする要因は多く、中期的な金利上昇局面に入っているものと考えられる。