

「債券と金利の潮流と歴史」(第4回) 過去の金利ショックと日本銀行の政策転換

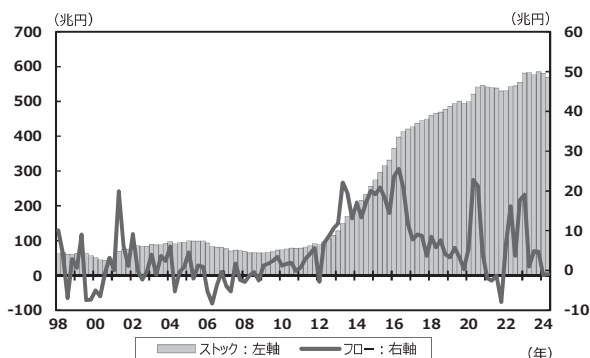
大和総研 主任研究員 長内 智

1. 日本銀行の長期国債買入れ減額

日本銀行は、2024年3月19日に金融政策の枠組みを見直し、金融緩和政策の「出口戦略」を進めています。同年7月31日には、政策金利を0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げるとともに、今後の長期国債買入れの減額計画を公表しました。

これまで、日本銀行は、大規模な金融緩和政策の下で国債を大量購入しており、現在、最大の国債保有主体となっています。日本銀行の「資金循環統計」によると、国債等（「国債・財投債」と「国庫短期証券」の合計）への純流入額（フロー）は、2013年4月4日に決定した「量的・質的金融緩和」以降に急増し、四半期ベースで20兆円を超える時期もありました（図表1）。2024年6月末の国債等の保有残高（ストック）は568兆円程度、保有割合は46.9%と4割を超えています。ただし、今後は、日本銀行の長期国債買入れの減額に伴い、国債等の保有残高は減少傾向となる見込みです。

（図表1）日本銀行の国債等のフローとストック



（注）国債等は、「国債・財投債」と「国庫短期証券」の合計。
（出所）日本銀行より大和総研作成

今回公表された減額計画では、原則として、長

期国債の月間買入額を四半期ごとに4,000億円程度ずつ減額していき、2026年1～3月には月間買入額を3兆円程度（2.9兆円）にするとしています。2024年7月時点の月間買入額が5.7兆円程度であったことから、今後1年半程度でほぼ半減する形です。また、この減額計画を終えた段階で、日本銀行の国債保有額は7～8%程度減少するとの見通しも示されました。日本銀行の「日本銀行勘定」によると、同行の保有国債は2024年6月末時点で588兆円程度であることから、その減少額は41～47兆円程度になる見込みです。

日本銀行の保有国債の減少規模を踏まえると、長期国債買入れの減額計画が進められる中で、国債の需給バランスの悪化などを通じて長期金利が予想外の上昇を示し、国債市場が動揺する可能性もあります。日本銀行は、長期国債買入れの減額により国債市場の安定が損なわれるリスクなどを考慮し、①2025年6月に中間評価を実施し、必要と判断した場合には計画を修正する、②長期金利が急激に上昇する場合に買入れ額の増額等の対応を実施する、③必要に応じて金融政策決定会合で減額計画を見直す、という方針も示しました。

実際には、日本銀行の長期国債買入れの減額が順調に進み、国債市場への影響は限定的なものにとどまるかもしれません。しかし、利上げや長期国債買入れの減額など、これまでの金融政策が大きく転換する中、市場関係者や金融当局者の間で金利急騰リスクに対する関心が高まることも十分想定されます。そこで、以下では、日本の国債市場に関するトピックスとしてよく取り上げられる過去の金利ショックについて整理し、海外の事例として米国の2013年の金利急騰局面を確認した後、今後注目される論点を取り上げます。

2. 長期金利の推移と金利ショック

過去に長期金利が急騰（国債価格は急落）して国債市場が大きく動揺した金利ショックの事例として、①ロクイチ国債暴落、②タテホショック、③資金運用部ショック、④VaRショック、の4つが有名です。長期金利の推移を見ると、各ショックの時期に長期金利が急速に上昇している様子を明確に確認できます（図表2）。

VaRショック以降の長期金利の推移を確認しておく、2008年後半に発生した世界金融危機以降、日本銀行の積極的な金融緩和政策などを背景に低下傾向が続きました。そして、2016年1月29日に導入が決定された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（マイナス金利政策）を受けて、10年国債利回りは同年2月9日に史上初めてマイナスを記録したのです。当時、長期金利が急低下して国債市場が動揺するなど、「逆金利ショック」と呼べるような状況となりました。

その後、日本銀行は同年9月21日に導入を決定した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（イールドカーブ・コントロール政策）の下で、長期金利をしばらくゼロ近傍に誘導しました。国内景気の回復や海外の金利上昇などを背景に、2022年の秋頃から長期金利に上昇圧力が生じる中、日本銀行は長期金利の変動幅を段階的に調整し、それに伴い長期金利も上昇していきます。2024年に入ると、日本銀行は、3月19日にマイナス金利政策の解除やイールドカーブ・コントロール政策の撤廃

など金融政策の枠組みを見直し、7月31日に追加利上げと長期国債買入れの減額計画を公表しました。

長期金利は、2022年以降、緩やかに上昇してきたものの、足元の水準は歴史的にかなり低い水準で安定しているといえます。ただし、今後、金融緩和政策の「正常化」に向けて進むことを踏まえると、過去の金利ショックのような想定外の金利上昇リスクを理解しておくことも有益だと思えます。

3. 有名な4つの金利ショックの事例

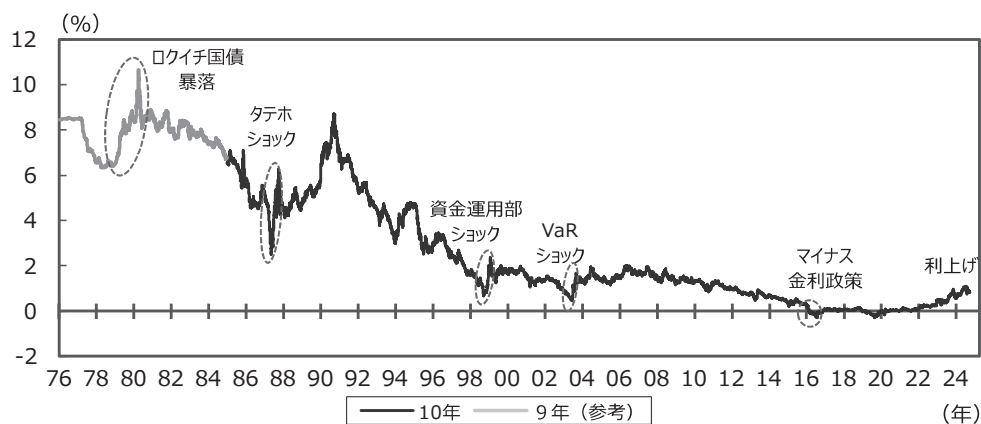
ここでは、過去に発生した有名な4つの金利ショックの事例について整理します（図表3）。

(1) ロクイチ国債暴落

ロクイチ国債暴落とは、1978年度に発行された表面利率6.1%の10年物国債（いわゆる「ロクイチ国債」）の価格が1980年4月に暴落（金利は急騰）して国債市場が動揺した出来事をいいます。単に「ロクイチ国債の暴落」と呼ばれることもあり、金利ショックの文脈の中で「ロクイチ国債ショック」という表記も見られます。ちなみに、6.1%という表面利率だけ見ると、すでに金利水準は非常に高いという印象を持つかもしれません。しかし、それ以前の表面利率はさらに高く、当時として6.1%という表面利率はかなり低い水準でした。

長期金利は、1979年に入ってから上昇傾向とな

（図表2）長期金利の推移と金利ショック



（注）1984年以前は、財務省の9年物のデータを示している。

（出所）Bloomberg、財務省より大和総研作成

(図表3) 過去の金利ショックの概要

	概要
ロクイチ国債暴落	・1980年4月に金利急騰（金利上昇局面は、1979年初め～1980年4月上旬） ・インフレ急進に伴う日本銀行の積極的な金融引締政策や1970年後半の国債大量発行等が背景
タテホショック	・1987年9月に金利急騰（金利上昇局面は、1987年5月中旬～同年10月上旬） ・10年国債利回りは、1987年9月2日（4.39%）～同年10月6日（6.25%）に1.86% pt 上昇 ・タテホ化学工業の国債先物取引での巨額損失公表が背景
資金運用部ショック	・1998年12月22日に金利急騰（金利上昇局面は、1998年11月下旬～1999年2月上旬） ・10年国債利回りは、1998年11月19日（0.85%）～1999年2月5日（2.36%）に1.51% pt 上昇 ・国債増発懸念と資金運用部の国債買入の停止決定が背景
VaRショック	・2003年6月後半以降に金利急騰（金利上昇局面は2003年6月中旬～同年9月初め） ・10年国債利回りは、2003年6月12日（0.44%）～同年9月2日（1.67%）に1.23% pt 上昇 ・VaR（バリュー・アット・リスク）と呼ばれる債券運用ルールによる機械的な債券売りの発動が背景

（注）金利上昇局面は国債利回りの推移を基に判断。

（出所）各種報道、Bloombergより大和総研作成

り、日本銀行が同年4月以降に政策金利である公定歩合の引き上げを進める中で一段と上昇していきます。日本銀行の利上げの背景には、国内景気の回復や第二次石油危機に伴うインフレ急進などがあります。また、積極財政に伴う国債の大量発行や海外の金利上昇なども長期金利の上昇に作用しました。

1980年に入ってから金利上昇は止まらず、日本銀行が2月と3月に連続利上げを行った後、翌4月に長期金利が急騰しました。ロクイチ国債は、額面100円の価額が一時70円を割り込み、利回り（単利）は13%まで上昇したとされています。ロクイチ国債を大量に保有していた金融機関に大きな影響を及ぼしたとされる一方、当時の国債市場の規模は現在に比べてかなり小さかったこともあり、金融システム不安が生じるような深刻な事態には至りませんでした。なお、公定歩合は、1979年4月の利上げ前（3.5%）から1980年3月の利上げ後（9.0%）まで約1年間で5.5% ptも上昇しています。

(2) タテホショック

タテホショックとは、タテホ化学工業が1987年9月2日に国債先物取引による巨額損失を公表したことをきっかけに長期金利が急騰した出来事です。当時はバブル景気の全盛期であり、事業会社は「財テク」と呼ばれる金融取引に注力していました。財テクとは、事業会社が本業以外の収益を増やすために手元資金や借入金を活用して有価証券で資産運用を行っていたことをいいます。

タテホ化学工業の巨額損失が判明したことを受

けて、同社のように損失を抱えている事業会社が他にも存在するのではないかとの見方が広がるとともに、事業会社の「財テク」のための運用資金が国債市場から流出するとの懸念が台頭して国債売りの動きが強まりました。つまり、国債市場の需給悪化懸念が金利急騰の大きな要因になったといえます。また、タテホ化学工業が国債先物取引で巨額損失を被った背景として、国債価格が高値から大きく下落に転じた影響を指摘できます。

当時の金融環境を簡単に振り返ると、日本銀行は、1985年9月22日のブラザ合意後の円高急進と円高不況を受けて、1986年1月から積極的に利下げを進め、それまで5%であった公定歩合は1987年2月に2.5%まで低下しました。日本銀行の金融緩和策に伴い長期金利は低下し、国債先物価格は上昇傾向となりました。

さらに、10年国債利回りは、投資家による国債購入が膨らむ中、1987年5月に短期金利の誘導目標となる公定歩合と同水準の2.5%程度にまで低下しました。長期金利は公定歩合より高いのが通常です。しかし、長期金利の急速な低下（国債価格は急速に上昇）により、長期国債の価格は歴史的な高値となりました。この時期までは、タテホ化学工業も国債先物取引で十分な利益を上げていた可能性があります。

しかし、「国債バブル」のような状況は長続きせず、1987年5月中旬からバブル崩壊の様相を呈し始めたのです。10年国債利回りは同年8月に5%を超えるなど急ピッチで上昇し、国債先物価格が低下する中、タテホ化学工業の損失が拡大していったと考えられます。このような全体像を踏

まえると、タテホショックの根底には、国債バブルとその崩壊が存在していたといえます。

(3) 資金運用部ショック

資金運用部ショックとは、狭義には、1998年12月22日に長期金利が急騰し、国債先物価格が急落するなど国債市場が動揺した出来事です。単に、「運用部ショック」とも呼ばれます。ただし、1998年11月下旬もしくは同年12月下旬～1999年2月上旬の金利上昇局面を広く資金運用部ショックとすることもあります。なお、資金運用部とは、大蔵省（現財務省）に実在した組織ではなく、同省が所管していた勘定のことであり、郵便貯金などにより調達した資金の運用に用いられていました。

当時を振り返ると、まず、1997年夏以降のアジア通貨危機の影響による世界経済成長率の鈍化や国内金融不安の影響などを背景に、1998年の日本経済は「日本列島総不況」とも呼ばれる厳しい状況に直面し、長期金利は景気悪化懸念を背景に低下傾向となりました。日本銀行は、同年9月9日に金融緩和政策として無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて0.25%前後で推移するように促すとし、この決定等により、10年国債利回り（終値）は翌9月10日に史上初めて1%を下回ったのです。

1998年11月下旬以降の長期金利の上昇は、国内の景気悪化を受けて打ち出された大規模な経済対策に伴う国債増発懸念が主な要因です。当時の小渕政権が同年11月16日に過去最大規模の「緊急経済対策」を発表すると、翌17日には、米国の格付け会社が日本の財政悪化懸念などを背景に日本国債の格付けを1段階引き下げました。

また、同年11月20日、「緊急経済対策」などのための1998年度第3次補正予算において国債発行が大幅に増額されるとの報道がなされ、それをきっかけに長期金利が上昇基調を強めていきました。さらに、12月14日には、1998年度の国債市中消化額が大幅に増加するとの報道を受けて、国債を売る動きが再び強まりました。そして、12月22日、大蔵省の資金運用部による国債買入停止が伝えられると、長期金利は急騰し、国債先物価格が約10年4ヵ月ぶりにストップ安を付けるなど国債市場に大きなショックが走ったのです。

国債の大規模な増発や、それに伴う国債市場の

需給悪化懸念を背景とする長期金利の上昇は1999年2月初めまで続きました。その後、2月半ばに、資金運用部による国債買入の再開や10年国債の発行減額方針について発表されたことなどから、長期金利の上昇も一服することになります。

なお、資金運用部ショックに関しては、関係閣僚や日本銀行総裁による金利上昇容認とも捉えられる発言を受けて国債売り圧力が高まるケースもあったという点が注目されます。つまり、「要人発言」についても、国債市場に大きく影響する要因として注意しておく必要があるというのが資金運用部ショックの教訓の1つといえます。

(4) VaRショック

VaRショックとは、2003年6月以降に長期金利が急騰して国債市場が動揺した出来事です。2003年前半は、米国をはじめとする世界的なデフレ懸念と金融緩和観測、国内大手銀行の経営不安などを背景に長期金利は低下傾向となりました。6月2日には、10年国債利回り（終値）が史上初めて0.5%を割り込み、6月半ばにかけて一段と低下する動きを見せました。

しかし、6月後半以降、長期金利は歴史的な低水準から徐々に上昇傾向へと転じることとなります。この背景には、日本の20年国債の入札で需給がやや弱めの結果になったことや米国の2003年5月のCPI（消費者物価指数）が予想を上回ったことなどがあります。また、同年5月の国内大手銀行への予防的な公的資金注入を受けて株価指数が明確な上昇傾向となる中、投資家による国債買いの動きが弱まったことも長期金利の上昇に作用したと考えられます。

国内景気に回復の兆しが出始め、株価指数も一段と上昇する中で国債の需給バランスが悪化し、長期金利は7月初めに大幅に上昇しました。その後、8月半ばまで小幅に調整した後、9月初めまで再び上昇基調を強めました。

2003年6月後半以降の長期金利の急上昇に関しては、VaR（バリュー・アット・リスク）というリスク管理指標・手法を国債運用で利用していた金融機関の連鎖的な売りが主な要因として知られています。具体的には、国債価格の変動幅が一定水準を超えた場合、金融機関はリスク回避のために国債を機械的に売却する必要がある、長期金利が急速に上昇する中で売りが売りを呼ぶ展開に

なったのです。VaRというリスク管理指標・手法に起因する金利急騰であったことから、VaRショックと呼ばれるようになりました。

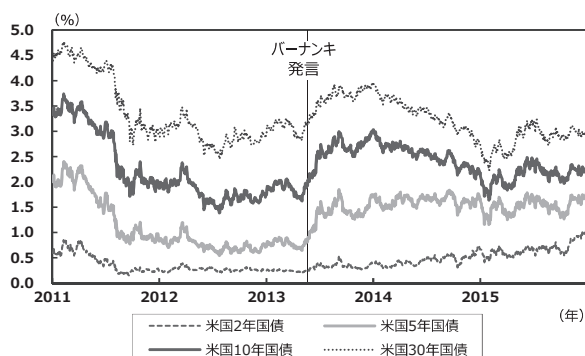
4. 米国のテーパー・タントラム

長期金利が急騰して国債市場が動揺したという事例は、当然ながら、日本だけではなく。そこで、金融緩和政策の「出口戦略」局面における金利急騰の事例として有名な米国の「テーパー・タントラム」について確認しておきたいと思います。

2013年5月22日、当時のバーナンキFRB（米連邦準備制度理事会）議長は、上下両院経済合同委員会の議会証言で量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小に言及し、この発言を受けて国債市場で金利が急騰しました（図表4）。株式市場は世界同時株安のような様相となり、為替市場も大きく変動し、世界の金融市場が不安定化する事態となりました。

この出来事がテーパー・タントラムと呼ばれるものです。「バーナンキ・ショック」とも言われます。なお、テーパー・タントラムという言葉は、英語の「Taper」（徐々に減らす）と「Tantrum」（かんしゃく）を組み合わせたものであり、QE3の縮小への警戒感から金融市場がかんしゃくを起こしたように混乱したことを表しています。

（図表4）米国の国債利回りの推移



（出所）Bloombergより大和総研作成

具体的な発言は、「経済見通し、とりわけ雇用市場の見通しが明確かつ持続的に改善する場合には、資産購入額を徐々に減らしていく」というものであり、さらに実際の資産購入ペースは今後の

各種データや雇用と物価の動向次第としました。決して「出口戦略」を拙速に進めるという内容ではないと思います。しかし、市場では、想定より早いタイミングでQE3の縮小が進められるといった警戒感が急速に高まり、金融市場の混乱へと発展したのです。テーパー・タントラムの教訓として、中央銀行は「市場との対話」を丁寧に行わなければならないということが改めて認識されました。

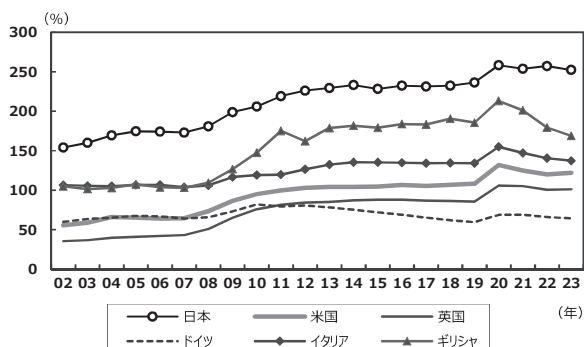
5. 厳しい財政状況下でも金利は低位

日本の国債市場に関しては、日本の財政状況や国債保有構成を巡る論点を押さえておくことも重要です。

これまで、日本では、急速な高齢化の進行に伴う社会保障費の増加や拡張的な財政政策の相次ぐ実施、長期経済停滞による税収の伸び悩みなどの影響によって政府の財政赤字が累積した結果、債務残高対名目GDP比が長期的な上昇傾向にあります（図表5）。現在、日本の債務残高対名目GDP比は主要先進国の中で最も高い水準にあり、2010年代に財政危機に陥ったギリシャをも上回っています。

このように財政状況が厳しい中でも、日本は諸外国に比べてインフレ率が総じて低く、金融緩和的な状況が続いていることもあり、長期金利は相対的に低位で安定しています。ただし、今後、日本銀行の「出口戦略」や拡張的な財政政策による債務残高のさらなる増加に伴って政府の利払費が

（図表5）一般政府の債務残高対名目GDP比



（注1）日本、米国、ギリシャの2023年の値はIMFの推計値。
（注2）一般政府は、中央政府、地方政府、社会保障基金の合計。
（出所）IMF "World Economic Outlook"（2024年4月）より大和総研作成

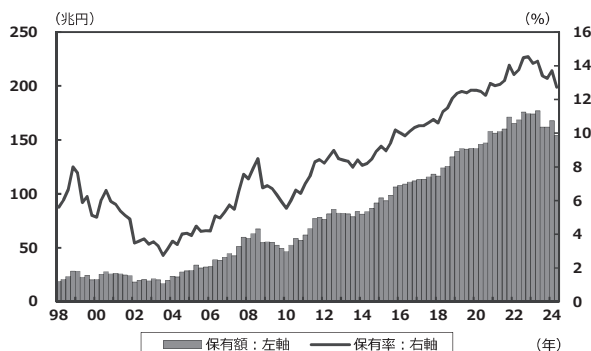
増加し、財政健全化に対する懸念が高まることになれば、主要先進国の中で突出した債務を抱える日本の長期金利が大きく上昇する可能性があります。

ロクイチ国債暴落や資金運用部ショックにおいて、国債増発懸念という財政要因が金利ショックの背景にあったことを踏まえると、今後も日本の財政状況に注視が必要だと考えます。

日本の厳しい財政状況下で、長期金利が相対的に低位で安定している要因の1つとして、国債保有構造の特異性が挙げられます。この点について、日本銀行の「資金循環統計」における「海外」（海外投資家）の国債等の保有状況を確認します（図表6）。

海外投資家による国債等の保有額と保有比率は、2000年代半ばから上昇し、2008年後半の世界金融危機時にいったん落ち込んだ後、その後は総じて上昇傾向を辿ってきました。ただし、2024年6月末の海外投資家の保有比率は12.7%程度にとどまり、依然として国債等の8割以上は国内投資家によって保有されています。国際的に見ると、日本の同比率は主要先進国の中で低いことが知られています。

（図表6）海外の国債等の保有状況



（注）国債等は、「国債・財投債」と「国庫短期証券」の合計。
（出所）日本銀行より大和総研作成

一般に、財政悪化懸念が高まった際、国内投資家より海外投資家の方が資金を急速に引き上げる傾向にあるとされます。国債保有者の多様化という点で海外投資家が国債保有を増やすことは好ましい一方、金利急騰リスクという観点からは、海外投資家の国債等の保有比率が高いほど潜在的なリスクも大きくなります。

海外投資家については、国債等の保有比率こそ

低いものの、先物取引を含めた国債流通市場で高い売買シェアを持っており、国債価格や長期金利に大きな影響を及ぼし得るという点も重要です。日本取引所グループが公表している「投資部門別国債先物取引状況」（自己・委託なし）によると、国債先物市場における海外投資家の売買シェアは2023年に72.8%と非常に高いことが分かります。また、日本証券業協会の統計によると、国債の店頭売買高（一般売買高）における海外投資家のシェアは2023年度に約30%となっています。

タテホショックや資金運用部ショックにおいて国債先物価格の急落が焦点となったこともあり、その流通市場において売買シェアが高い海外投資家の動向には十分注意しておく必要があるでしょう。

6. 年末の国債発行計画と需給

当面の注目点として、財務省が通常12月下旬に公表する翌年度の国債発行計画（当初）が挙げられます。もし、市場の予想を超えるような発行計画が示され、国債の需給悪化懸念が高まることになれば、長期金利に上昇圧力が生じます。なお、国債発行計画が公表される少し前に、関係者の情報を基にした観測報道が出るため、事前にある程度の内容は把握できるという点も少し頭に入れておくとよいでしょう。

国債の発行計画は、①国債発行予定額、②カレンダーベースの市中発行額、に大きく区分して確認するのがよいと思います。前者は、政府債務全体の動向を捉える上で重要です。後者は、あらかじめ定めた額を入札により定期発行する国債の年度発行予定総額であり、債券市場の需給を見通す際に重視されます。また、投資家にとっては、年限別の発行額を確認し、年限ごとの需給の見通しを検討しておくことも大切です。

財務省が2024年6月21日に開催した第6回「国の債務管理に関する研究会」では、日本銀行の長期国債の買入れ減額方針などを踏まえて、発行年限の短期化が重要との指摘がありました。これは、日本銀行の買入れ減額に伴い年限の長い国債価格が低下（金利は上昇）するリスクが見込まれる中、損失発生を回避するために投資家の購入が差し控えられる可能性などを想定したものだと考えられ

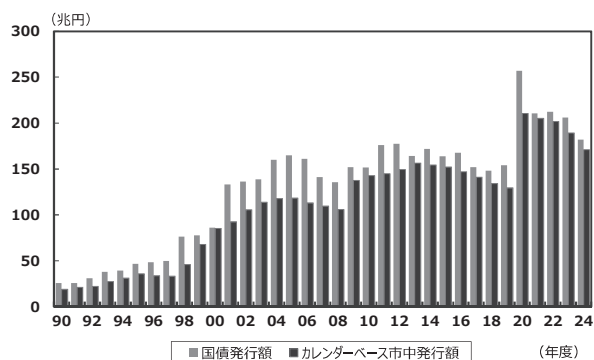
ます。実際、2025年度の国債発行計画（当初）において、比較的年限の短い国債発行の割合が高まるか注目されます。

これまでの国債発行額（実績ベース）の推移を確認しておくと、国債発行額は複数の山を形成しながら長期的に増加傾向にあることが分かります。2020年度は、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う巨額の財政出動を背景に国債発行額も大幅に増加し、その後、徐々に減少傾向となっています。

ただし、歴史的に見ると国債発行額は高水準にあり、これからは日本銀行による長期国債の買入れ額が段階的に減少する予定です。もし、日本銀行の買入れ減額分を民間の需要で補えないような場合には、国債の需給バランスの悪化を通じて長期金利が予想外の上昇を示すことも想定されます。いずれにせよ、日本銀行の金融政策が大きな

転換点を迎える中、今後の国債市場の変化を丹念に見極めていくことが重要になると考えます。

（図表7）国債発行額の推移



（注）カレンダーベース市中発行額は、あらかじめ定めた額を入札により定期発行する国債の年度発行予定総額。

（出所）財務省より大和総研作成