

2024年6月12日 全6頁

「国債買入減額＋利上げ」だけで長期金利は2%超えか

シナリオ別に見た日銀の国債買入減額による長期金利への影響試算

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 中村 華奈子

[要約]

- 本稿では、国債買入額の減額ペースに関してシナリオ（月額5兆円、同4兆円、同3兆円）ごとに長期金利への上昇圧力を試算した。
- いずれのシナリオにおいても、当面の間は、国債買入額の減額が長期金利に与える影響は限定的と見込まれる。だが、国債買入縮小による長期金利への上昇圧力は時間とともに強まっていくことには注意が必要だ。最終的な日本銀行の保有国債割合を10～30%と仮定すると、「国債買入縮小要因」と「短期金利引き上げ要因」だけで、長期金利は最終的には2%台半ばから3%程度まで押し上げられる可能性がある。
- リスクシナリオとしては、財政リスクプレミアムの拡大が挙げられる。この抑制には、財政に対する信認を失わないことが必要だ。「金利のある世界」で政府が財政健全化を着実に進めることができるか否かが、金融システムの安定性に大きく関わる。

日本銀行による長期国債買入額の減額観測が強まる

日本銀行（以下、日銀）による国債買入額が減額されるとの見方が広まっている。現在、日銀は月額 6 兆円程度のペースで長期国債を買い入れている。だが Bloomberg 社が 2024 年 5 月 31 日から 6 月 5 日に実施した「日銀サーベイ」によると、6 月 13 日、14 日の金融政策決定会合で国債買入額の減額が決定されるという見方を示した回答者の割合は 50%を超えているという¹。また、植田和男・日銀総裁は、6 月 6 日に開催された参議院財政金融委員会で、国債買入について「今後大規模な金融緩和からの出口を進めていく中で、減額することが適当である」²との考えを示した。仮に市場予想に反して 6 月会合での減額が見送られたとしても、近い将来に日銀が国債買入額の減額に踏み切る可能性は高いだろう。

国債買入額の減額を予想する見方が広まっている背景には、円安を起点としたインフレ率の上振れリスクがある。24 年初で 140 円/ドル台であったドル円レートは足元で 157 円/ドルまで減価している。[久後・中村\(2024\)](#)で指摘した通り、ドル円レートが 160 円/ドルを超えるような円安が進んだ場合、企業が投入コストを販売価格に転嫁する傾向を強める結果、インフレ率が押し上げられる度合いが非線形的に高まる。だが、実体経済に強さが見られない中で日銀が短期金利を引き上げれば、賃金・物価の循環的な上昇の芽を摘みかねない。

この点、長期金利は短期金利に比べて為替レートへの影響が大きい一方、実体経済への影響は小さい（詳細は[久後・中村\(2024\)](#)）。日銀は国債買入ペースの柔軟化または買入額の減額によって長期金利を上昇させることで、景気への悪影響を抑えながら円安圧力を緩和することが可能となる。すなわち、インフレ率の上振れリスクに効率的に対応できるということだ。

本稿では国債買入額の減額が長期金利に与える影響について、定量・定性の両面から検討する。初めに、長期金利関数によって金融政策が長期金利を押し下げる度合いを定量的に評価する。その上で、国債買入額の減額ペースに関していくつかのシナリオを用意し、各シナリオにおける長期金利への上昇圧力を試算する。最後に、定量分析では十分に捕捉できないリスクについて定性的な側面からも検討する。

シナリオ別に見た買入額減額の長期金利への影響

日銀の国債保有割合が 1%pt 高まると長期金利は 0.03%pt 低下

日銀は長期国債購入オペ等を通じて民間金融機関から国債を買い入れることで、国債保有残高を増やすことができる。日銀が国債の保有残高を増加させれば、国債市場での需給バランスがタイト化し、長期金利には低下圧力がかかる（長期国債の価格には上昇圧力がかかる）。

こうした関係を想定し、長期金利（10 年物国債利回り）関数を推計したところ、日銀の国債保有割合（発行残高に占める日銀の保有割合）が 1%pt 高まると、長期金利は 0.03%pt 程度低

¹ Bloomberg 「[過半が今月日銀会合で国債減額予想、年内利上げ 9 割に増加—サーベイ](#)」、2024 年 6 月 7 日

² Bloomberg 「[国債買い入れ、出口進める中で減額が適当と考えている—植田日銀総裁](#)」、2024 年 6 月 6 日

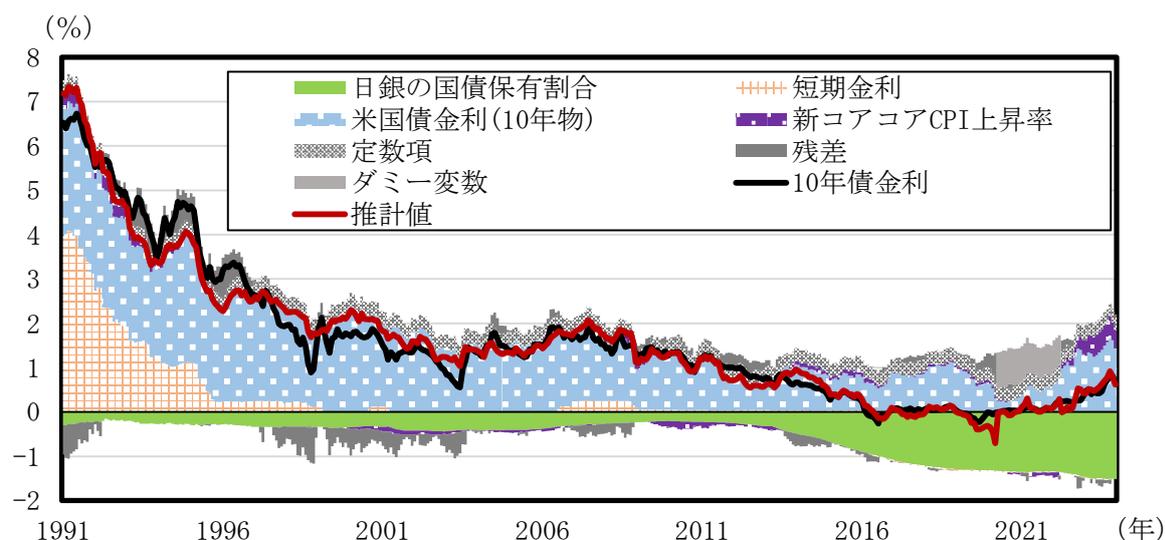
下するという結果を得た（**図表 1**）³。

2013年4月に量的・質的金融緩和政策を導入して以降、日銀の国債保有割合は急速に高まり、23年末時点で50%を超えている（資金循環統計ベース）。日銀が大量の国債を保有することで足元では長期金利を1.5%pt程度押し下げているとみられる。

また、短期金利（無担保コールレートオーバーナイト物）が1%pt高まると長期金利は0.49%pt程度上昇するという結果も得られた。国債買入の減額に加え、短期金利の引き上げも段階的に行われれば、これら両面から長期金利の上昇圧力は強まることになる。

図表 1：長期金利関数に基づく要因分解

$$\begin{aligned}
 \text{10年債金利} &= 0.29 & + 0.49 & \times \text{短期金利} \\
 & & + 0.36 & \times \text{米国債金利(10年物)} \\
 & & + 0.11 & \times \text{新コアコアCPI上昇率} \\
 & & - 0.03 & \times \text{日銀の国債保有割合} \\
 & & + \sum \gamma_i & \times \text{ダミー変数}_i \\
 & & & + \text{誤差項}
 \end{aligned}$$



(注) 推計期間は1991年1月～2023年12月。各説明変数はいずれも1%有意。新型コロナウイルス禍等の影響を除くため、ダミー変数は2020年度または21年度を1とするよう設定した。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、U.S. Treasury、Haver Analyticsより大和総研作成

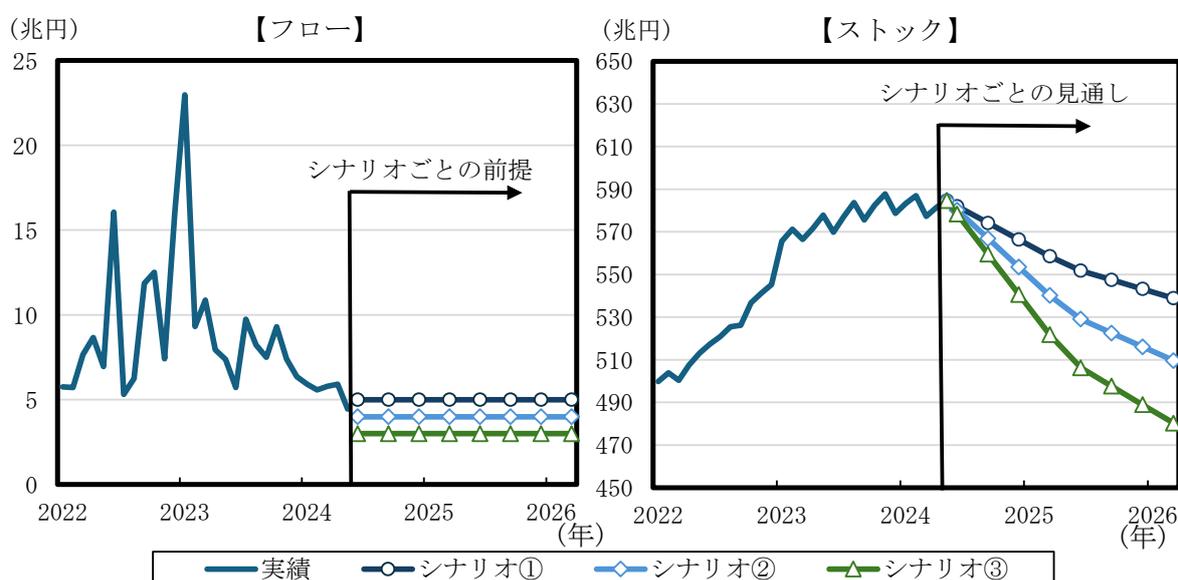
国債買入額が減額される場合、量的引き締め（QT）の状況が実現

先に示した長期金利関数を基に、国債買入額の減額や短期金利の引き上げといった金融政策の変更によって、長期金利にどの程度の上昇圧力がかかるかを検討する。月額6兆円程度の現在の国債買入額がどの程度まで減額されるのかは現時点では不透明だ。そこで、シナリオ①では月間購入額が5兆円、シナリオ②では同4兆円、シナリオ③では同3兆円という想定を置いた（**図表 2 左**）。

³ 日本銀行(2021, p. 39)では、「日本銀行の国債保有割合」が1%pt高まると、長期金利が0.02%pt低下するという分析結果を示している。

各シナリオにおける日銀保有国債残高の見通しを示したものが**図表 2 右**だ。買い入れる国債の残存期間などの前提が違えば結果は異なるため、幅を持って見る必要はあるが、買入額が最も多いシナリオ①でも、日銀が保有する国債残高は減少していく見込みだ。量的引き締め (QT: Quantitative Tightening) の状況といえる。大規模な量的緩和政策を長期間実施していたため、過去に購入した国債が今後も大量に償還を迎えることが背景にある。すなわち、日銀が新たに買い入れる国債の金額よりも、保有している国債が償還する額の方が大きいため、国債保有残高が減少していくということだ。買入額がより少ないシナリオ②や③では、日銀保有国債残高の減少ペースは相対的に速くなっている。

図表 2 : 日銀の月間国債買入額の想定 (左)、シナリオ別の日銀保有国債残高 (右)



(注)シナリオ別の日本銀行の国債保有残高は「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」ベースの金額。2024年1～5月のフローベースの国債購入額を残存期間別に算出し、残存期間別の買入ウェイトを計算した。これと各シナリオでの国債買入額を掛け合わせることで残存期間別国債購入額の見通しを作成し、国債保有残高を算出した。

(出所)日本銀行より大和総研作成

長期金利は「国債買入縮小」「短期金利引き上げ」要因だけで2%を超える可能性

図表 2 右におけるシナリオ別の日銀の国債保有残高と当社の「[第 221 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2024年6月10日)で示した短期金利見通しから、長期金利の先行きを試算したものが**図表 3**だ。いずれのシナリオにおいても国債保有残高は減少するとはいえ、そのペースは比較的緩やかであり、日銀は引き続き大量の国債を保有し続けることになる。このため、「国債買入縮小要因」による当面の長期金利の上昇幅はいずれのシナリオにおいても限定的だ。

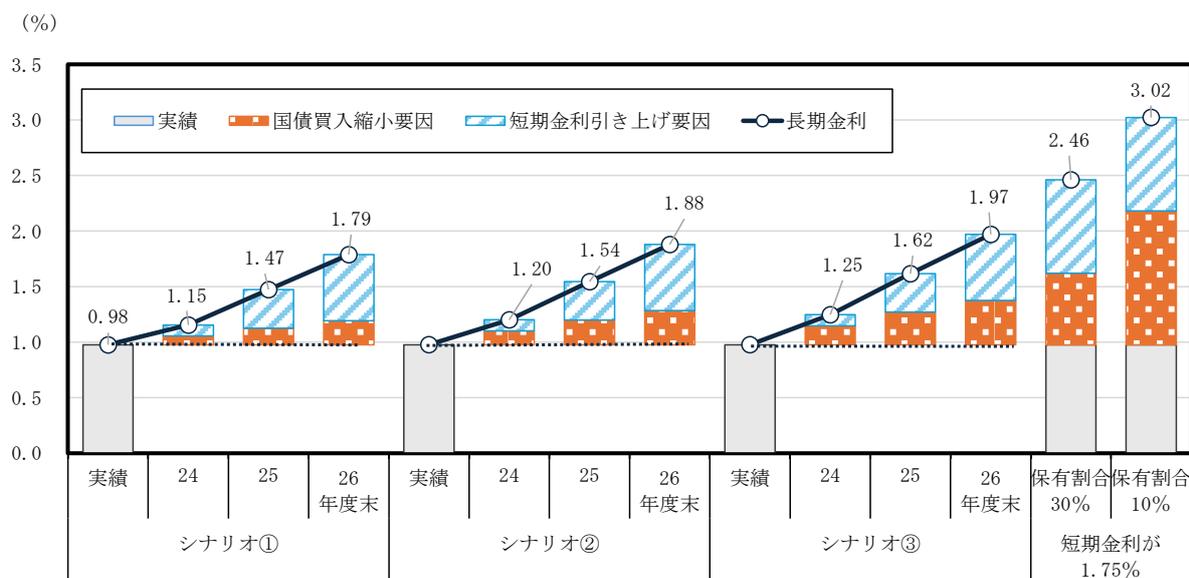
他方、長期金利の先行きを考える上では、短期金利の動向にも注意を払う必要がある。当社のメインシナリオでは、日銀は24年10-12月期に短期金利を0.25%に引き上げ、25年以降は年0.50%pt(年2回)のペースで追加利上げを行うと想定している(24年度末で0.25%、25年度末で0.75%、26年度末で1.25%)。緩やかなペースとはいえ、利上げが進むことで長期金利にかかる上昇圧力は徐々に強まる見込みだ。

当面の間は、短期金利の引き上げの影響の方が国債買入額の減額の影響よりも大きいとみられる。また日銀が国債買入額の減額を決定しても、長期金利が急騰するような局面では、金利を安定化させるため、指値オペなど必要な手段を講じるだろう。このため、少なくとも短期的には、買入減額の影響を過度に警戒する必要性は小さいとみている。

だが、国債買入縮小による長期金利への上昇圧力は時間とともに強まっていくことには注意が必要だ。日銀による国債保有残高は、非常に長い期間にわたって減少が続く見込みである。仮に最終的な日銀の保有国債割合を10~30%⁴とし、短期金利が景気に対して中立的な水準とみられる1.75%で維持されると、将来的に長期金利は「国債買入縮小要因」と「短期金利引き上げ要因」だけで2%台半ばから3%程度まで上昇する可能性がある。

もっとも、上記の試算はこの2つの要因が長期金利に与える影響を重点的に分析したものであり、想定を置くことが難しい米国の長期金利などについては考慮していないことには留意が必要だ。米国長期金利の上昇や、後述するような財政状況への懸念の強まりによって、日本の長期金利は先に示した結果以上に上昇する可能性はある。

図表3：シナリオ別の長期金利の見通し



(注1)各シナリオは、前掲図表2でのシナリオに対応している。

(注2)実績は24年5月時点。「国債買入縮小要因」は同時点とそれぞれの年度末における「日銀の国債保有割合」の差、「短期金利引き上げ要因」は当社の短期金利（無担保コールレートオーバーナイト物）見通しの差に、前掲図表1のパラメーターを乗ずることで、追加的な長期金利の上昇幅を算出。当社では、短期金利を24年度末で0.25%、25年度末で0.75%、26年度末で1.25%と見込んでいる。景気に対しておおむね中立的な短期金利水準を1.75%と想定した。詳細は、当社の「[日本経済見通し：2024年1月](#)」（2024年1月23日）を参照。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、U.S. Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

⁴ 日銀がバランスシートの拡大政策を行っていない期間における日銀保有国債の割合が概ね10%であったため、この水準を下限とした。また、現在の保有割合が50%程度であることから下限値とのおおよその中間である30%をもう一つの目安に設定した。

財政リスクプレミアムの拡大や金融機関の行動変化には要警戒

以上のような定量分析は、長期金利と各変数のこれまでの関係から国債買入額の減額や短期金利の引き上げが長期金利に与える影響を大まかに捉えるには有益だ。だが、経済主体の行動や選好が変化した場合の影響を十分に捉えることはできない。そこで最後に、国債買入の縮小が長期金利や金融システムに及ぼす影響を定性的に検討したい。

長期金利において最も警戒すべきリスクは、財政リスクプレミアムの拡大だ。日本の財政状況が世界的に見ても極めて厳しいことを踏まえれば、長期金利には相応のリスクプレミアムが上乘せられていてもおかしくない。こうした状況にもかかわらず、これまで長期金利が低位に推移してきた背景には、低インフレに加え、日銀が国債を大量に買い入れることでリスクプレミアムを直接的に押し下げていることなどがある。

この点、日本経済は2%の物価安定目標の達成が視野に入りつつある状況だ。加えて、国債の最大の需要者である日銀が購入量を減らせば、長期金利を低位に安定させてきた2つの大きな要因が一度に解消することで、国債の安定消化への懸念が強まる可能性がある。このような見方が市場で支配的となれば、国債価格が低下することを見越して売り圧力が強まることで、自己実現的に長期金利が急上昇しかねない。こうしたリスクを抑制するには、財政に対する信認を失わないことが必要だ。「金利のある世界」で政府が財政健全化を着実に進めることができるか否かが、金融システムの安定性に大きく関わる。

また、金融機関の行動変化が金融システムに与える影響にも注意が必要だ。日本銀行(2024)によると、金融機関は満期保有目的の債券の割合を増加させているという。売買目的で保有される国債は時価評価の対象となるが、満期保有目的であれば原則時価評価はされない。このため、金利が上昇した場合でも損失の計上を抑制することができる。だが満期保有目的での債券の割合が高まれば、その分、売買可能な債券が減少するため、金融機関のバランスシートが硬直化する。結果として、金利が上昇する局面では評価損リスクを軽減することはできても、運用利回りの低下という別の問題に直面する可能性があるだろう。

【参考文献】

久後翔太郎・中村華奈子(2024)「[円安進行で高まるインフレリスクと金融政策への示唆](#)」、大和総研レポート、2024年6月3日

日本銀行(2021)「[より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検](#)」、2021年3月19日

日本銀行(2024)「[金融システムレポート\(2024年4月号\)](#)」、2024年4月18日