

# 基礎研 レポート

## 個人向け国債、住宅ローンから 見た個人の金利先高観

金融研究部 主任研究員 新美 隆宏  
(03)3512-1857 niimi@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

安倍政権が発足して1年2ヶ月が経過したが、この間に我が国の金融政策は大きく変わった。昨年1月に日銀（白川総裁（当時））と政府の共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」が発表され、消費者物価の前年比上昇率2%が物価安定の「目途」から「目標」に変わった。その後、3月に黒田氏が日銀総裁に就任し、4月の金融政策決定会合で、物価上昇率の目標2%を2年程度で達成、国債買入額を増額しマネタリーベースを2年で2倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和政策」を決定した。アベノミクスの第1の矢である「大胆な金融緩和政策」だ。これに加えて、第2の矢である「機動的な財政政策」、第3の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」が矢継ぎ早に打ち出された。

これらの3本の矢からなるアベノミクスによる景気回復とデフレ脱却への期待から行き過ぎた円高が是正され、輸出企業を中心とした企業業績の改善期待により株価が上昇するなど金融市場は好転している。例えば、日経平均株価を見ると、安倍政権発足前の2012年11月末の9,446円から、2014年2月末は14,841円と5,395円、57%上昇した。株高による資産効果は個人にも及び、個人消費と景気を押し上げている。次に、金融政策の影響を受ける長期金利（10年金利）を見ると、昨年4月の量的・質的金融緩和政策の導入直後は乱高下したものの徐々に落ち着きを取り戻し、最近では1%台の消費者物価指数の上昇率が続いているにも関わらず、日銀による大規模な国債買入れの効果などにより0.6~0.7%程度での推移が続いている。

国債の多くは銀行や保険会社などの機関投資家が保有しているが、一部には個人向けに発行されている「個人向け国債」という債券がある。個人向け国債の発行額の動向を見ると、昨年末から今年初めにかけて変動金利型10年満期の売れ行きが大幅に増えた。また、個人に関わる代表的な金利関連商品として、この他に住宅ローンが挙げられるだろう。本稿では、個人向け国債と住宅ローンの2種類の個人向け金利関連商品に対する選好から、現時点の個人の潜在的な金利観や行動の背景を考えてみたい。

## 2—個人向け国債から見た個人の金利先高観

### 1 | 個人向け国債とは

個人向け国債<sup>i</sup>とは、個人が購入しやすいよう工夫された国債で、1万円から購入可能、中途換金制度により一定期間が経過すると請求により国が買い取るなどの特徴があり、2003年3月から発行されている。当初は変動金利型10年満期（以下、変動10年）のみの発行であったが、固定金利型5年満期（以下、固定5年）が2006年1月、固定金利型3年満期（以下、固定3年）が2010年7月に追加され、現在はこれらの3種類が発行されている<sup>ii</sup>。また、発行当初から変動10年と固定5年は3ヶ月に1回、固定3年は毎月の発行であったが、今年1月より3種類とも毎月発行となった。

3種類の債券の商品概要は図表1の通りだが、変動10年は2011年に金利設定方式を変更している。

2011年6月までに発行されたものは「基準金利-0.80%」の金利設定方式で発行されていたが、図表2から分かるように一般に流通している10年利付国債の金利（以下「10年金利」）の低下とともに変動10年の利息の水準も低くなったため、2011年7月発行分より現在の金利設定方式に変更された。長期金利の低下により変動10年の発行額は2008年度から少なくなっていたが、金利設定方式の変更後の2011年度から発行額が増加している。

図表1 個人向け国債の商品概要

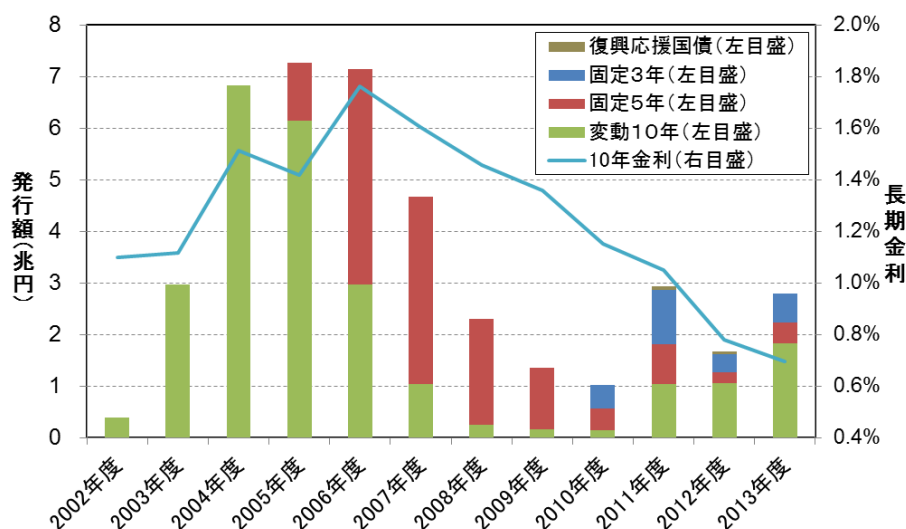
	変動金利型10年満期	固定金利型5年満期	固定金利型3年満期
満期	10年	5年	3年
金利タイプ	変動金利	固定金利	
金利設定方法	基準金利 <sup>注1</sup> × 0.66	基準金利 <sup>注2</sup> - 0.05%	基準金利 <sup>注2</sup> - 0.03%
金利の下限	0.05%		
利払回数	年2回(半年毎)		
償還価格	額面金額100円につき100円(中途換金時と同じ)		
中途換金	発行後1年経過すれば可能 直前2回分の各利子(税引前)相当額 × 0.79685が差し引かれる		

注1 利子計算開始期間の前月（初回利息は募集期間開始日）までの最後に行われた10年固定利付国債の入札における平均落札利回り

注2 募集期間開始日の2営業日前において、市場実勢利回りを基に計算した期間5年、3年の固定利付国債の想定利回り

(資料) 財務省「個人向け国債の商品性の比較」を元にニッセイ基礎研究所作成

図表2 個人向け国債の発行額の推移



注1 2013年度は2013/7~2014/2発行分

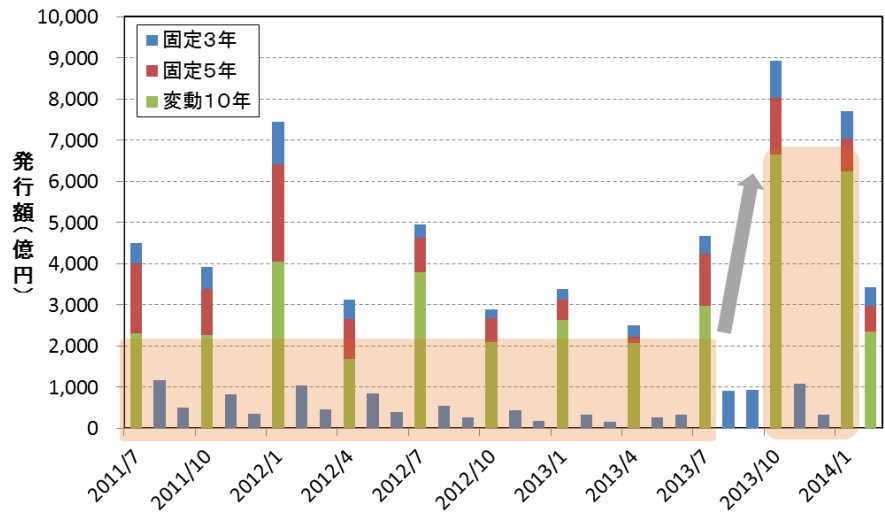
注2 10年金利は各年度の平均値、ただし2013年度は2/20までのデータで作成

(資料) 財務省「個人向け国債の発行額の推移」などを元にニッセイ基礎研究所作成

## 2 | 個人向け国債の発行額と個人の金利感

次に、変動10年の金利設定方式が変更された2011年7月以降の個人向け国債の発行額を、月次でもう少し詳しく見たい(図表3)。変動10年の発行額に注目すると、一回の発行で平均2,000億円前後、多くても4,000億円程度であった発行額が、2013年10月、2014年1月は6,000億円以上、毎月発行となった2014年2月にも2,000億円以上が

図表3 個人向け国債の発行額の推移



(資料) 財務省「個人向け国債の発行額の推移」などを元にニッセイ基礎研究所作成

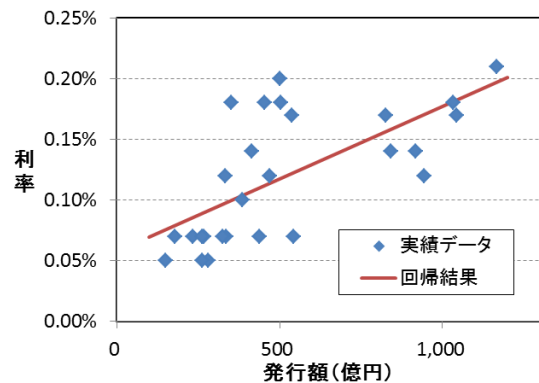
発行されている。個人の選好に何らかの変化があったと考えられる。

そこで、サンプル数は多くないものの、変動10年の金利設定方式が変更された2011年7月から変動10年の発行額が急増する直前の2013年9月までの期間のデータを使った分析をしたい。

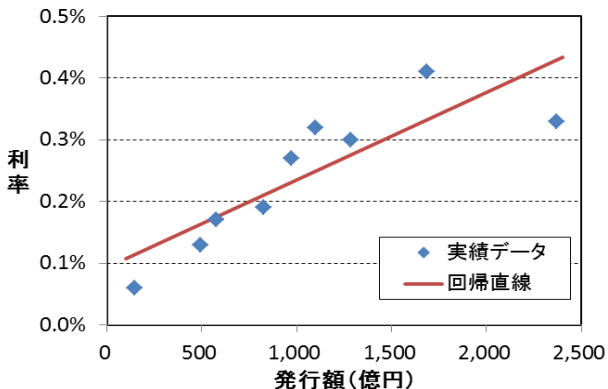
最初に、利息が確定している固定3年、固定5年について、発行額と利率の関係进行分析(図表4、5)。これらの図表から分かるように、利率が高いほど個人向け国債に対する需要が大きく、発行額が多くなっていることが分かる(固定3年、固定5年の発行額と利率の相関係数は0.65、0.85)。

次に、変動10年の発行額と初回利率の関係を分析する(図表6)。先の固定利付債の場合と比較す

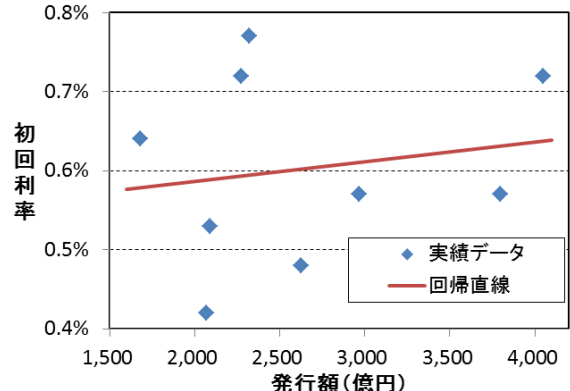
図表4 固定3年の発行額と利率の関係



図表5 固定5年の発行額と利率の関係



図表6 変動10年の発行額と初回利率の関係

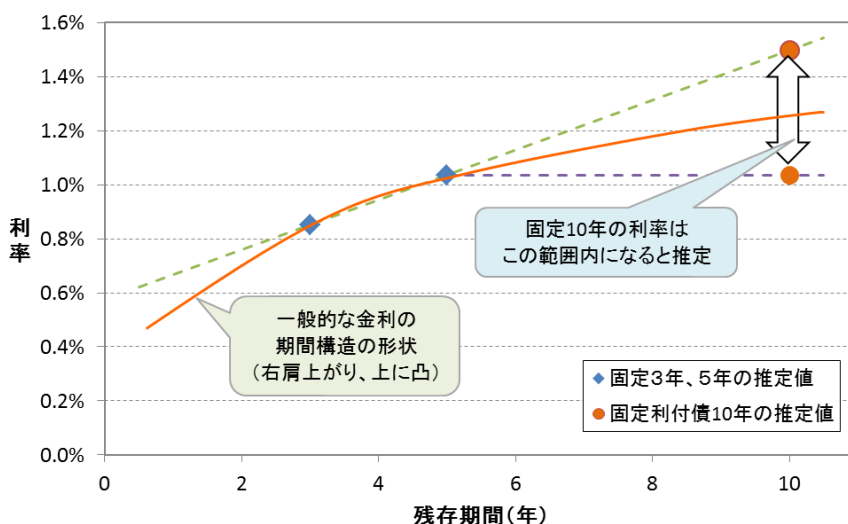


ると初回利率と発行額の関係性が弱いことが分かる（変動10年の発行額と初回利息の相関係数は0.17）。固定利付債は発行時に将来の全ての受取利息が確定するため購入者はより高い利率を選好することに対し、変動利付債の将来の受取利息の総額は初回利率より、むしろ将来の長期金利の水準の影響を強く受けるためであり、当然と言えるだろう。

変動10年の購入者が将来の長期金利をどのように考えているかを知る手段はないだろうか。そのために、まずは固定3年、固定5年について、先に分析した発行額と利率の関係が変わらないと仮定して、それぞれの発行額が6,660億円（2013年10月の変動10年（以下「第44回債」）の発行額）となるために必要な利率の水準を試算する。この場合、固定3年では0.85%、固定5年では1.04%が必要となる。次に、これらを用いて個人向け国債の固定金利型10年満期（以下、固定10年）があると仮定して、これの利率水準を推計したい。金利には「期間構造」と呼ばれる構造があり、一般的には残存期間3年の金利より残存期間5年の金利、残存期間5年の金利より残存期間10年の金利が高く（右肩上がり）、また形状は上に凸の曲線で表される残存期間と金利水準の関係がある。従って、第44回債を元に推計する固定10年の利率の水準は、固定3年、5年を結んだ直線上（1.50%、上限）と固定5年と同水準（1.04%、下限）の間にあると思われる（図表7）。また、変動10年の初回利率は予め

決まっており第44回債は0.51%であるため、推計した固定10年の利率の上限（1.50%）と同額の利息総額を得るには、第44回債の残り19回の利率の平均が1.55%になる必要がある。更に、変動10年の利率は金利設定方式で基準金利を0.66倍にしていることを考慮して10年金利に換算すると、2.35%に相当すると推計できる。

図表7 固定3年、5年と固定10年の推定値



第44回債について同様の推計を下限に関して行くと1.61%になる。また、第44回債と同じく発行額が6,000億円を超える第45回債（2014年1月発行、発行額：6,253億円、初回利率：0.43%）についても推計すると、上限は2.23%、下限は1.53%となる。このように、発行額が6,000億円を超えた第44回、第45回から推計すると、10年金利で1.5%～2.4%の水準を潜在的に期待していると考えられる。日本の潜在成長力が1%程度であること、物価目標が2%であることを考えれば、2%程度の10年金利は実現可能な金利水準と思われるものの、日銀の量的・質的金融緩和政策による長期金利の低位安定が当面続く可能性を考慮すべきであろう。足元の10年金利が0.6～0.7%程度であることを考えると、この水準を満たすためには今後10年かけて緩やかに少なくとも3%程度まで10年金利が上昇することが必要と考えられる。

### 3—住宅ローンの金利選択から見た個人の金利先高観

個人が関わる金利関連商品のうち、運用対象としての観点から個人向け国債を見てきたが、ここでは負債の観点から住宅ローンに関する個人の選好を見たい。

そこで、住宅金融支援機構による「民間住宅ローン利用者の実態調査<sup>iii</sup>」により、住宅ローンの借入者の変動金利、固定金利など金利タイプに対する選好を見る(図表8)。安倍政権の発足直前の調査である2012年度第2回と、直近の2013年度第2回を比較する。構成比が最も大きく変化したのは変動金利型で、53.6%から41.3%に12.3ポイント減少した。これに対して、

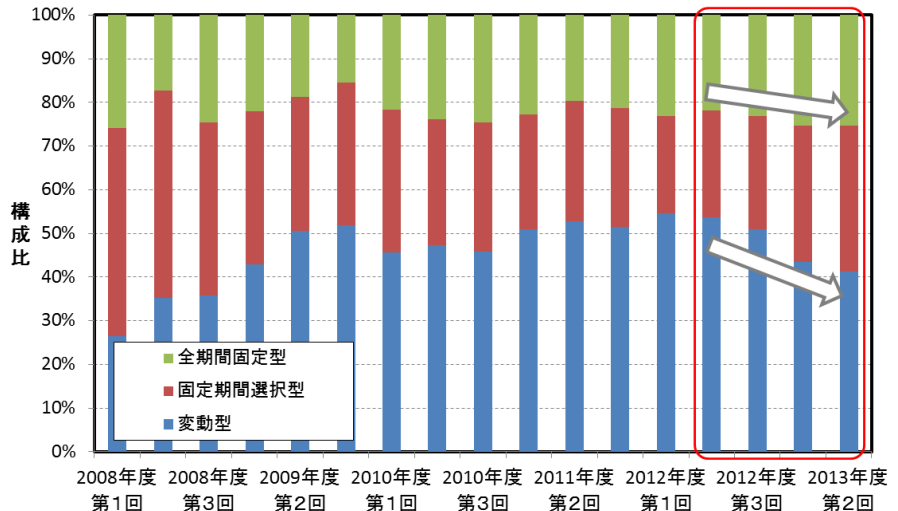
全期間固定型の構成比は21.9%から25.3%と3.4ポイントの増加、固定期間選択型は24.4%から33.4%と9.0ポイントの増加となった。

以下では、2013年度第2回の調査について、もう少し詳しく見たい。今後1年間の住宅ローン金利見通しに関する回答(図表9)では、「現状よりも上昇する」の割合は、全期間固定型(48.6%)、固定期間選択型(47.6%)はほぼ同水準であることに

対し、変動型は34.6%となっている。「ほとんど変わらない」の割合は、全期間固定型(34.0%)、固定期間選択型(38.3%)よりも変動型(43.1%)が高く、「現状よりも低下する」の割合はいずれの型も3~5%台にすぎない。また、固定期間選択型と変動型の選択者に対して、住宅ローンの商品特性や金利リスクへの理解度に関する質問をしているが、「理解しているか不安」「よく(全く)理解していない」との回答が4~5割となっている。この他、利用した住宅ローンを組んだ決め手に関する質問では、「金利が低いこと」が65.7%でトップ、「将来の返済額を確定しておきたかったから」は14.5%の4位であった。

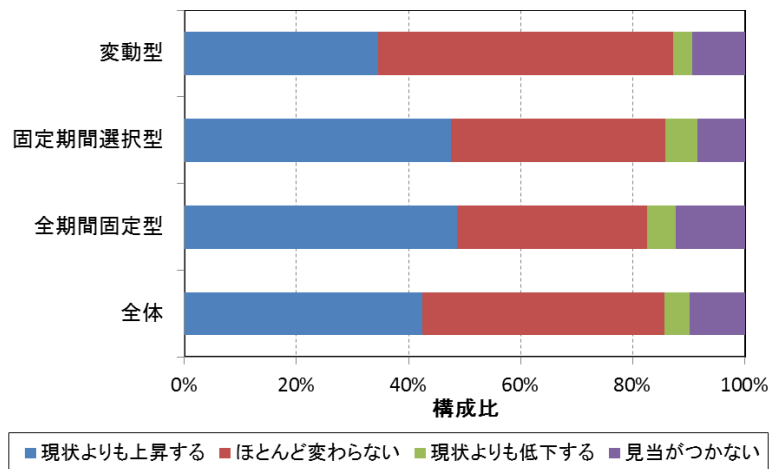
金利が上昇するとの見通しにも関わらず、変動型や固定期間選択型を選択している場合があるが、

図表8 住宅ローンの金利タイプ



注1 各回の調査期間は、第1回：3~6月、第2回：7~10月、第3回：11~2月  
 注2 固定期間選択型は、「2年」「3年」「5年」「その他10年未満」「10年」の合計  
 (資料) 住宅金融支援機構「民間住宅ローン利用者の実態調査」を元にニッセイ基礎研究所作成

図表9 今後1年間の住宅ローン金利見通し



(資料) 住宅金融支援機構「民間住宅ローン利用者の実態調査(2013年度第2回)」を元にニッセイ基礎研究所作成

現在の住宅ローンの借入金利は、変動型のうち低いものは1%を下回る水準だが、全期間固定型では少なくとも1%台後半となっており、両者の水準の差異による足元の返済金額の多寡が家計に及ぼす影響は小さくないのだろう。金利見通しに加えて、ローン金利の水準、商品特性、金利リスクを総合的に判断した上で、それぞれの金利タイプを選択しているためと思われる。

#### 4—おわりに

個人の金利観、行動の背景を考えるための手段として、個人向け国債と住宅ローンにおける個人の選好を見てきた。

個人向け国債に関しては、昨年末は証券税制変更前の株式の売却などがあったため、その売却代金の一部が個人向け国債に流入した可能性や取扱金融機関の販売努力の影響はあるだろう。しかしながら、固定3年、固定5年ではなく変動10年を選好していることから考えると、水準までを明確に意識をしていないかも知れないが、将来の金利上昇を意識した動きと考えるべきではないだろうか。個人向け国債はいずれも毎月発行となったため、今後の発行額の推移に注目したい。

住宅ローンに関しては、ネット銀行の参入などにより、以前と比べると変動型と全期間固定型の金利差は縮小気味であり、競争環境が厳しくなる中、金利水準は商品性などで競争力のある商品提供が続くと思われる。今後は、足元の金利水準だけではなく、金利の見通しと金利リスクも意識した金利タイプの選択が行われるだろう。

金融市場を人為的に管理するには限界があり、時間がかかったとしても、いずれはファンダメンタルズに基づく水準に収斂する。市場は、アベノミクスによる市場の期待を醸成する過程から、景気回復やデフレ脱却の実績を評価する過程に移行しつつある。このような環境下で、個人は運用と負債の双方の与えられた選択肢の中から将来の変化を先取りし、収益獲得やリスク回避の手段を模索していると思われる。足元では物価連動国債を組み入れた投資信託を設定する動きが見られるが、例えば物価連動国債の購入を個人に解禁すれば、変動10年と同様に個人の運用ニーズに合うかもしれない。経済活動が活発化し自律的に経済成長するためには、1,600兆円の個人の金融資産を有効に活用する施策は欠かせない。株式はもちろんだが、金利関連商品を含めたあらゆる金融商品において創意工夫の余地があるだろう。

<sup>i</sup> 個人は、個人向け国債以外にも、一般的な固定利付国債（2、5、10年物）を金融機関の窓口販売で購入できる。

<sup>ii</sup> この3種類の他に、2012年4月、7月、10月、2013年1月には復興応援国債が合計1,251億円発行された。

<sup>iii</sup> 住宅金融支援機構が定期的（年3回）行っており、調査方法はインターネット調査、調査対象は民間住宅ローン利用者（調査期間中に借入）。

詳しくは同機構ホームページ（<http://www.jhf.go.jp/index.html>）を参照。