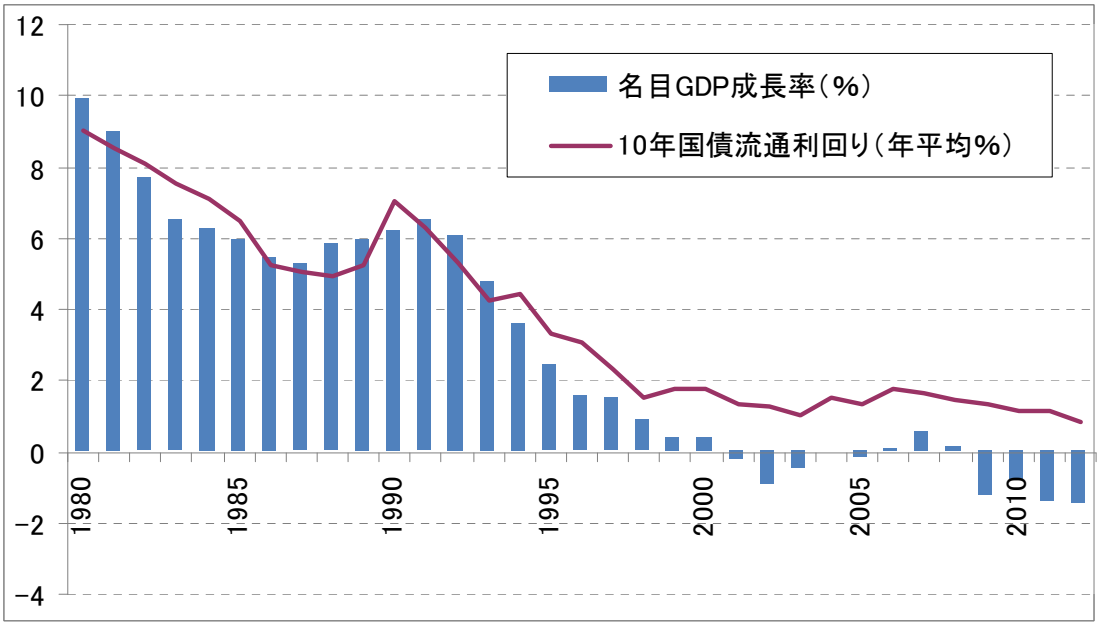
（年金運用）：今後の 10 年国債金利を考える

４月、日本銀行が異次元の金融緩和政策を打ち出した直後、長期国債の金利が上昇した。これを異常ととらえるのか、正常ととらえるのか。金融市場において金利水準が自由に決定されているのであれば、長期金利の上昇は正常な現象だと結論できる。

異次元の金融緩和政策が狙っているのは物価の上昇であり、その前提としての経済活動の活性化である。日本経済が、実質ベースにおいて潜在成長力を確保し、さらに日銀が政策目標とする 2%のインフレに目処をつけたとすれば、経済と金融市場に何が生じるのだろうか。

まず、図表によって過去の名目 GDP 成長率と 10 年国債利回り（流通利回り）の関係を確認しておきたい。期間は、国債流通市場が自由化され始めた 1980 年から、直近の 2012 年までである。なお、図表での 10 年国債利回りは「その年を含む過去 5 年間の平均利回り」とした。

図表： 名目 GDP 成長率と 10 年国債利回りの関係



（資料）内閣府資料、日銀資料等に基いて作成

この図表によれば、10 年国債利回りは、名目 GDP 成長率とほぼ同じか、少し高い水準で推移してきたことがわかる。もっとも、1980 年以降、日本の名目 GDP 成長率はほぼ低下の一途だった。また、2000 年前後から、名目成長率がマイナスに落ち込むことが多くなったものの、金利水準はマイナスにならないため、両者は正常な関係を示していないと考えられる。

今後、日銀の政策目標に沿って名目 GDP 成長率が上昇したとして、その時の 10 年国債利回りと名目 GDP 成長率の関係には不確かさが残る。というのも、日本経済が金融自由化以降に初めて経験する、「経済成長率の上昇段階での国債流通利回りの形成」だからである。とはいえ、1985 年から 1990 年にかけて状況を参考にすれば、少なくとも、10 年国債利回りは名目 GDP 成長率とほぼ同じ水準になると予想していいだろう。

そこで、日銀が目指すように、今後 2 年間程度で 2%のインフレ率達成の見通しが立ったとしよう。この時、経済に関しては、潜在成長率（実質）が 1%とすれば、これにインフレ率 2%を加え、名目ベースで 3%成長が実現すると予想できる。一方、10 年国債利回りは、少なくとも名目 GDP 成長率の 3%とほぼ同じになろう。もしくは、図示した過去 30 年間の平均的な関係に基づくと、この 3%よりも高い水準になったとしても不思議ではない。

1990 年以降の金融市場しか経験していない世代にとって、3%かそれを超える金利水準は「異常」と映るかもしれない。しかし、長期国債先物の標準物のクーポンレートが 6%に設定されていることを想起すれば、また、国債の大量発行が始まった直後に発行された 6.1%国債がその後の金利上昇局面において暴落した歴史を学べば、3%台の金利が「高過ぎる」とは到底言えない。経済がそれなりの率で成長すれば、金利もそれなりの水準になって当然である。むしろ、この 20 年間の名目ベースでのゼロ成長が異常である。

もちろん、日銀として、政策金利すなわち短期金利の上昇をすぐさま容認するわけでない。ゆっくりとした上昇に誘導するだろう。しかし、金融政策の影響を直接受けるのはインターバンクを中心とする短期金利であり、長期金利への影響は間接的でしかない。このため、長期金利は将来の政策金利の上昇期待を事前に反映し、いち早く上昇しようとする。

逆に、日銀の政策意図にかかわらず、インフレが生じない場合はどうか。目標とするインフレが実現しないから、名目経済成長率は現状と大差ない。税収は伸びない。消費税も十分に上げられない。切り札としての異次元の金融緩和も成長戦略もすべて投入したのに、経済に何の変化も生じないに等しい。結果として、政府財政の危機的状況だけが浮かび上がり、資金が大挙して日本から海外に逃避するかもしれない。こうなると、悪い金利上昇への流れである。

以上から、異次元の金融緩和政策により、10 年国債利回りが 0.0%を目指してさらに低下するとは考え難い。金融緩和政策の成否にかかわらず、金利上昇期待が生じるのはほぼ必然だった。10 年国債利回りが 1%近くまで上昇したのは、市場が正常だった証拠であろう。

角度を変え、需給面から考えてみよう。現在、日銀は新発国債の 7 割という膨大な量を購入しているものの、残り 3 割は日銀以外の「誰か」が買わないといけない。金利上昇の予想が強まれば、その「誰か」が不在となり、国債が市場で余り、金利が上昇してしまう。圧倒的な量を日銀が買ったとしても、金利上昇を抑えこむことができないわけだ。

金利上昇を無理やり抑えこむには、日銀として、新発国債のすべてを購入し、さらに、投資家が既存の国債ポートフォリオを縮小することにも対応しなければならない。結局のところ、第二次世界大戦当時と同様、国債金利を統制下に置くことになろう。その場合、大国としての日本が世界の非難を受けるのは必至である。

現在の 1%未満の 10 年国債利回りに、今後、いかに対処するのか。投資家は正念場にいる。

（京都大学経営管理大学院　川北英隆）