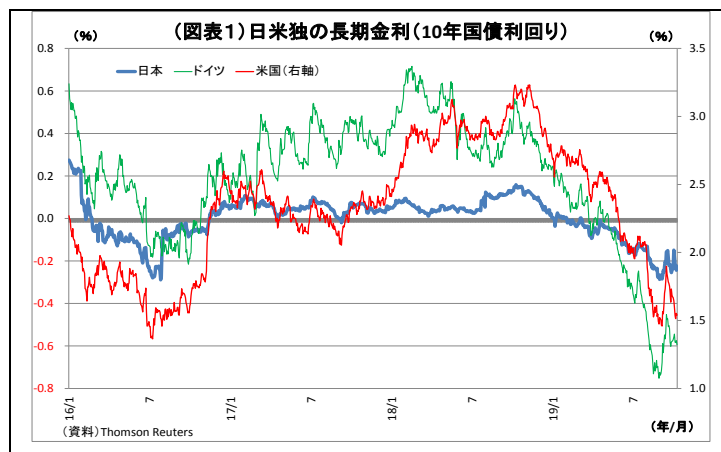


# Weekly エコノミスト・ レター

## 低迷が続く長期金利の行方 ～今後の注目点と見通し

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日本の長期金利は、昨年の秋以降低下基調が続き、9月初旬には一時過去最低値に肉薄。最近はやや持ち直したものの、足元も低迷が続いている。長期金利急低下の直接的な理由は米長期金利の急低下だ。昨年秋以降、米中貿易摩擦とそれに伴う世界経済減速懸念が高まったことが安全資産である米国債需要を高めたほか、FRB が利下げ路線に転じたことが米長期金利を押し下げた。また、日銀の対応も長期金利急低下の一因だ。昨年7月に長期金利の変動許容幅を従来の倍へと拡大した（長期金利柔軟化）。この結果、従来と比べて日本の長期金利は米金利変動の影響を受けやすくなったわけだが、その後に米長期金利が大きく低下したことで、日本の長期金利の低下幅が増幅された。
2. 以上の通り、昨年以降の日本の長期金利を大きく動かしてきた要因としては、何より米長期金利の動向が挙げられ、次に日銀のスタンスが挙げられる。長期金利の今後の見通し（メインシナリオ）としては、ごく緩やかな持ち直しを予想している。当面は下振れる局面も想定されるが、米中摩擦が緩和に向かうことで、米長期金利上昇が金利上昇圧力になることを見込んでいるためだ。米長期金利は来年にかけて2%程度まで上昇すると想定しているが、この際、米長期金利に対する感応度を考慮すると、日本の長期金利は来年にかけて▲0.1%程度まで持ち直すと考えられる。このシナリオが実現する場合、海外経済の失速や過度の円高は避けられることになるため、既に緩和余地の乏しい日銀の対応はフォワードガイダンスの強化などに留まり、マイナス金利深掘りといった本格的な追加緩和措置を回避すると見ている。そうなれば、長期金利への影響も限定的になる。ただし、来年末までに長期金利がプラス圏に浮上するのは難しいだろう。米長期金利に対する感応度を考慮した場合、日本の長期金利が0%を超えるためには、現在1.5%台の米長期金利が2.5%前後まで大幅に上昇する必要があるためだ。



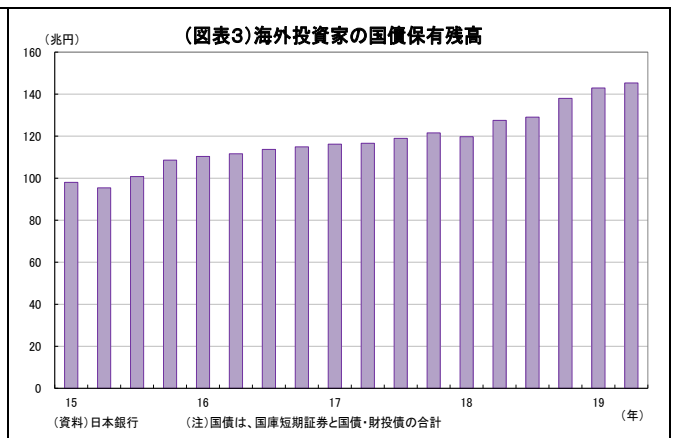
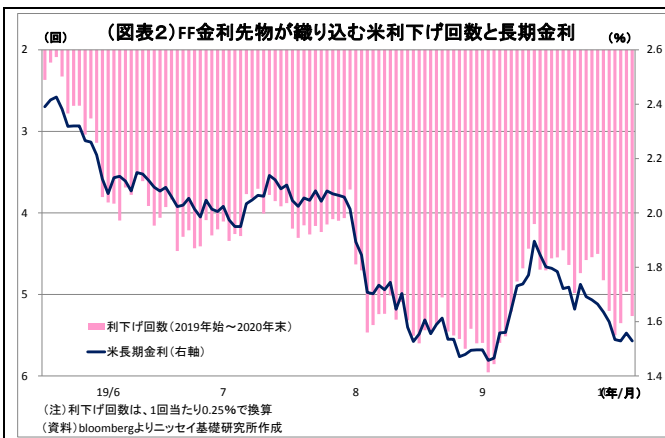
# 1. トピック：低迷が続く長期金利の行方

日本の長期金利(10年国債利回り)は、昨年の秋以降低下基調が続き、9月初旬には一時▲0.295%と2016年7月に記録した過去最低値(▲0.30%)に肉薄した。最近はやや持ち直したものの、足元も▲0.20%台での低迷が続いている(図表1)。

## (長期金利が急低下したワケ)

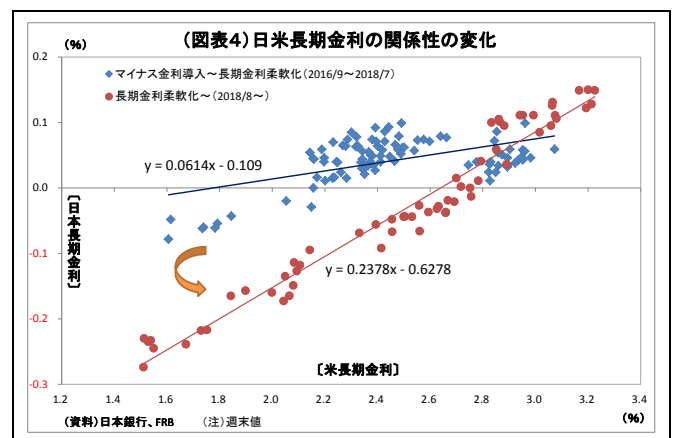
日本の長期金利が夏場にかけて急低下した直接的な理由には、米長期金利の急低下が挙げられる。昨年秋以降、米中貿易摩擦とそれに伴う世界経済減速懸念が高まったことが直接的に安全資産である米国債需要を高めたほか、米中摩擦等を受けてFRBが利下げ路線に転じたことが、米長期金利を押し下げた。実際、FF金利先物市場が織り込む先行きの利下げ回数と米長期金利の動向は殆ど完全に連動してきた(図表2)。

一般的に、米長期金利が低下すると米債投資の妙味が低下するため、国内投資家による消去法的な日本国債需要が債券価格を押し上げ(金利を押し下げ)ることで日本の長期金利にも低下圧力が波及する。さらに、米金利の低下は海外投資家にとっての日本国債の相対的な魅力も高めるため、海外勢による日本国債需要が高まることも日本の金利低下を促す。海外投資家は手持ちのドルを円と交換する通貨スワップ取引において高い上乗せ金利を得られる状況が続いているため、金利がマイナス圏でも日本国債を躊躇無く買うことができる(図表3)。



また、日銀の対応も長期金利の低下を増幅させた。日銀は、国債市場の機能度改善を目的として、昨年7月に長期金利の誘導目標を「ゼロ%程度」に据え置きつつ、その変動許容幅を従来の倍にあたる±0.1%の倍程度(つまり▲0.2%～+0.2%程度)へと拡大した(長期金利柔軟化)。

この結果、従来と比べて日本の長期金利は米金利変動の影響を受けやすくなった<sup>1</sup>わけだが、その後には米長期金利が大きく低下したことで、日本の長期金



<sup>1</sup> 日米長期金利の関係性を定量化すると(図表4内数式より)、長期金利柔軟化前は米長期金利の1%の変動が日本の長期金利に与える影響は0.06%に過ぎなかったが、柔軟化後は0.24%へと約4倍に拡大している。

利の低下幅が増幅された。

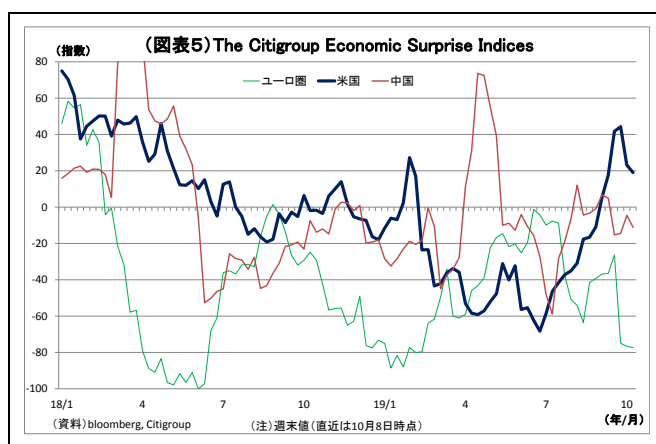
ちなみに、長期金利が大きく低下した際に、日銀が国債買入れ額を大幅に縮小するなどして国債需給を大きく緩和させれば、理論上は金利低下を食い止めることができる。ただし、米金利が低下する局面において日銀が国債買入れを大幅に縮小すれば、①「緩和姿勢の後退」と映るほか、②「日米金利差の縮小を助長する」ことで円高を促進してしまう恐れが高い。従って、今回、長期金利が「▲0.2%程度」とするレンジを下回った場面でも、日銀は緩やかな国債買入れ減額に留め（つまり、本気で止めにかかず）、▲0.2%台を実質的に容認してきた。

### （最近、金利がやや持ち直したワケ）

このような経緯で長期金利は昨年秋から低下基調を辿ってきたわけだが、9月初旬以降はやや持ち直している。その最大の理由は米長期金利の下げ止まりだ。

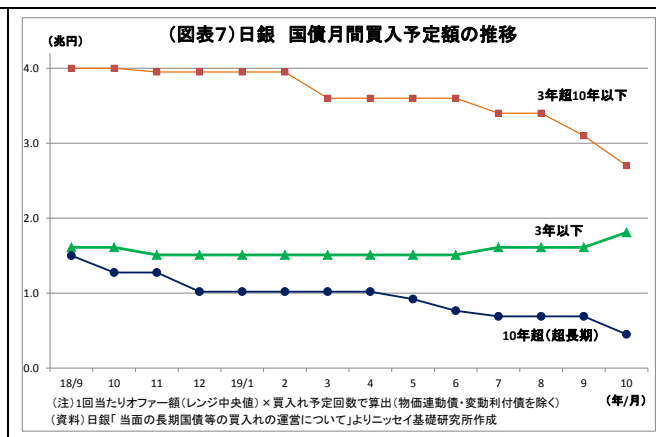
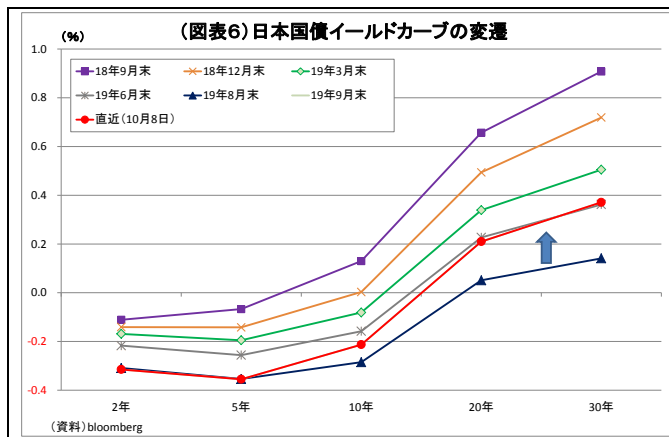
9月初旬以降、米中協議再開に向けた動きや米政権による対中関税引き上げの延期などから米中摩擦激化懸念が後退したほか、ブレグジット情勢の緊張緩和などもあって、米利下げ観測の後退が主導する形で米長期金利が大きく持ち直した（前項図表2）。

この間に、予想を上回る米経済指標の公表が相次ぎ（図表5）、米経済の堅調さが再確認されたことも米長期金利上昇をサポートした。



また、日銀による情報発信も長期金利の下げ止まりに繋がった。9月上旬以降、黒田総裁は報道<sup>2</sup>や記者会見<sup>3</sup>を通じて、①今後、マイナス金利深堀りも選択肢とする追加緩和を辞さない姿勢を示す一方で、②超長期金利は下がりすぎであり、年金や生命保険の運用難といった副作用を避けるために金利低下を回避すべき旨、③長期金利が操作目標であるゼロ%程度を外れる状況をいつまでも容認するという旨を表明した。

金融機関等への副作用を和らげるため、市場が落ち着きを取り戻し、米金利が上昇しているうち



<sup>2</sup> 9月7日付日本経済新聞朝刊

<sup>3</sup> 9月19日の金融政策決定会合後の会見ならびに同月24日の大阪での会見

に、フラット化が進んでいた利回り曲線（以下、イールドカーブ）をスティープ化させる狙いがあったものとみられるが、この過程において長期金利に上昇圧力が加わった（図表6）。

さらに、同じくイールドカーブを立てる狙いがあったものと見られるが、日銀が9月末に公表した10月の国債買い入れ方針において、期間が短めの国債の買い入れを増額する一方で、長期・超長期ゾーンの買い入れを明確に減額したことも、長期金利の持ち直しに寄与した（図表7）。

### （今後の注目点と見通し）

以上の通り、昨年以降の日本の長期金利を大きく動かしてきた要因としては、何より米長期金利の動向が挙げられ、次に日銀のスタンスが挙げられる。従って、今後の長期金利の行方（期間は来年いっぱいまで）を考えるうえでも、まずは米長期金利の行方が重要になる。

米長期金利についての注目点は米経済の行方を左右する米中協議となる。弊社では、トランプ大統領は大統領選本格化を前に、景気・支持基盤への配慮を優先し、早ければ年内に米中協議で部分合意、その後も段階的な合意に向うと見ている。

この場合、米国経済は来年にかけて堅調を維持すると見込まれ、FRBの利下げもあと1回で停止される可能性が高い。一方、足元の市場は来年にかけて残り3回程度の利下げを織り込んでいるため（P2の図表2参照）、利下げの織り込みが後退することで、米長期金利も2%程度まで上昇すると予想している。

一方、仮に米中協議が決裂し、両国の貿易摩擦がどんどん激化していくことになれば、米国経済の回復シナリオは崩れる。この場合、FRBは「予防的利下げ」などとは言っていられなくなり、「景気悪化に対処するための大幅な利下げ」に踏み切らざるを得なくなる。米長期金利は大きく低下し、日本の長期金利にも強い低下圧力が加わることになる。

次に、日銀のスタンスに関しては、今後追加緩和に踏み込むかどうかという点が注目される。

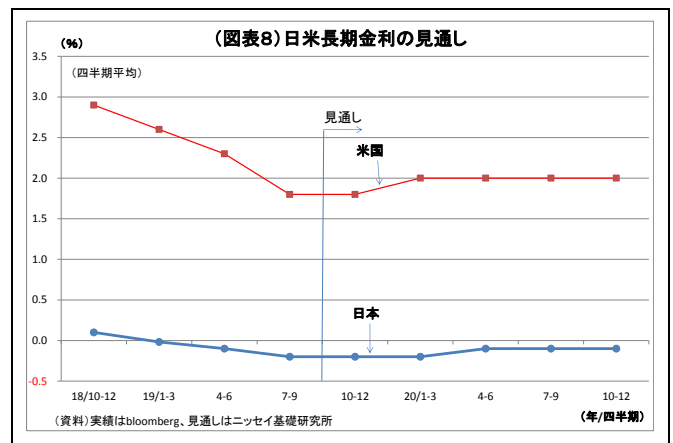
黒田総裁は次に追加緩和に踏み切る際には短中金利を引き下げる方針を示しているため（P6参照）、もし追加緩和を実施するとなれば、マイナス金利の深掘りが主軸になる可能性が高い。この場合、長期金利にも低下圧力がかかることになる。ただし、副作用への懸念から、マイナス金利を大幅に深掘りするとは考えにくいこと、同じく副作用を増大させる超長期金利の低下は口先介入やオペを通じて抑制しにかかることと予想されることから、追加緩和による長期金利への影響は小幅に留まりそうだ。このシナリオが実現する場合、追加緩和余地が乏しい日銀は本格的な追加緩和を回避すると考えられるため、日本の長期金利も米長期金利に連動する形で持ち直すだろう。

これらの点を踏まえ、最後に、長期金利の見通し（メインシナリオ）を示すと、ごく緩やかな持ち直しを予想している。

当面は下振れする局面も想定されるが、既述の通り、米中摩擦が緩和に向かい、米長期金利上昇が日本の長期金利の上昇圧力になることを見込んでいるためだ。米長期金利については来年にかけて2%程度まで上昇すると想定しているが、この際、米長期金利に対する感応度（P2の図表4内数式ならびにP2下の注1参照）を考慮すると、日本の長期金利は▲0.1%程度まで持ち直すと考えられる。

このシナリオが実現するのであれば、海外経済の失速や過度の円高は避けられることになるため、既に緩和余地の乏しい日銀の今後の対応はフォワードガイダンスの強化などに留まり、マイナス金利深掘りといった本格的な追加緩和措置を回避すると見ている。そうなれば、長期金利への影響も限定的になる。

ただし、来年末までに長期金利がプラス圏に浮上するのは難しいだろう（図表8）。米長期金利に対する感応度を考慮した場合、日本の長期金利が0%を超えるためには、現在1.5%台の米長期金利が2.5%前後まで大幅に上昇する必要があるためだ。



## 2. 日銀金融政策(9月)：次回会合での点検を強調

### (日銀) 維持

日銀は9月18日～19日に開催された決定会合において金融政策を維持した（原田、片岡両審議委員は、引き続き、長短金利操作とフォワードガイダンスの方針に対して反対を表明した）。声明文では、景気の総括判断を「基調としては緩やかに拡大している」に据え置き、今後の回復シナリオも維持した。一方で、7月に追加した「モメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との文言を維持したうえで、「モメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつある」と指摘。次回の会合で、「経済・物価動向を改めて点検していく考えである」との文言を追加した。

会合後の総裁記者会見では、上記文言があえて追加されたことを受けて、追加緩和に関する質問が相次いだ。黒田総裁は「前回国合時よりも金融緩和に前向きになっている」と述べる一方で、次回会合での追加緩和の可能性については、「海外経済の減速の動きが続いていて下振れリスクが高まりつつあるとみているので、金融緩和についても、次回の展望レポートをまとめる会合で、十分、経済・物価情勢をよく点検していく」との言及に留めた。結果的に「何もしない」可能性についても排除せず、追加緩和の有無に関する言質を取らせなかった。

追加緩和に踏み切る際の手法についても、「具体的に何をどうするかということは、そのときの金融政策決定会合において議論して、プラスの効果とマイナスの副作用等を十分勘案して、適切な緩和措置を行う」と明言を避けたが、「追加緩和を仮に議論する場合でも、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和という全体の枠組みを変更する必要があるとは思っていない」と枠組み変更にも否定的な見解を示し、従来から挙げている4つのオプション（短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速）とそれらの組み合わせや応用を選択肢として挙げた。

イールドカーブについては、「超長期の金利が下がり過ぎると年金とか生保の運用利回りが下がるのではないかとということで消費者のマインドに影響があり得る」と指摘したうえで、「もう少し立った方が好ましい」と言及。「適切なイールドカーブになるように、国債買入れについて必要な

調整は行っていく」との方針を示した。

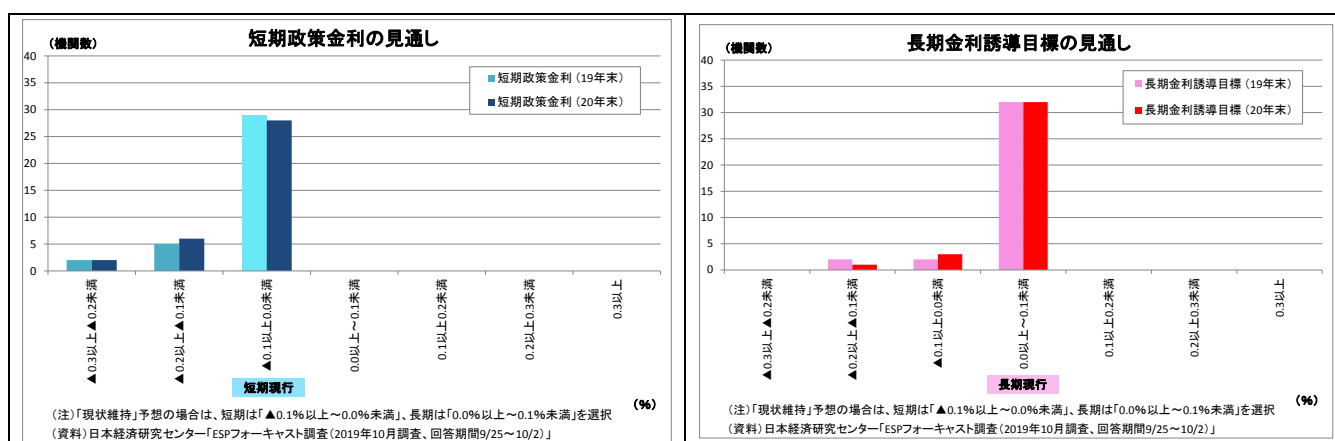
また、低下が進んできた長期金利についても、「海外の金利が下がったときに、それを反映してわが国の金利も下がるということを全部止めなくてはならないというの、国債市場の機能が十分発揮されている面もありますので、少し変」としつつ、「操作目標としてゼロ%程度と申し上げているわけですから、それを外れる状況をいつまでも容認するというではなく、(中略)、今後とも必要に応じて修正していく」と述べた。

なお、その後24日に行われた記者会見において、黒田総裁は、「追加緩和策を仮にやるということになれば、当然、短中期の金利は更に下げる必要がある」と追加緩和の具体策について踏み込んだ説明をした。さらに、「超長期の金利は下げる必要がないどころか、むしろ上がってもおかしくないのかもしれないと、ただそのようにどうやってするのかという話ですが、そこは従来から申し上げている通り、国債の買入れプログラムを適切に修正していくことによって、超長期の金利が下がり過ぎることは回避できる」と、短中金利引き下げの際にも超長期金利の低下は抑制する方針を示した。

### (今後の予想)

10月末決定会合での追加緩和の有無は、市場動向やその背景にある米中摩擦の動向次第となる。日銀の緩和余地は乏しいため、市場が比較的安定していれば、フォワードガイダンスの強化・延長<sup>4</sup>程度の措置に留めると予想する(メインシナリオ)。

一方、市場が緊迫化し、大幅な円高が進行している場合には、ある程度副作用が増大することを覚悟のうえで、マイナス金利深堀り(副作用緩和策とセットで)、ETF買入れ増額、国債買入増額(ただし、超長期ゾーンは金利低下抑制のために減額)などを組み合わせた本格的な追加緩和に踏み切ることになると見ている。



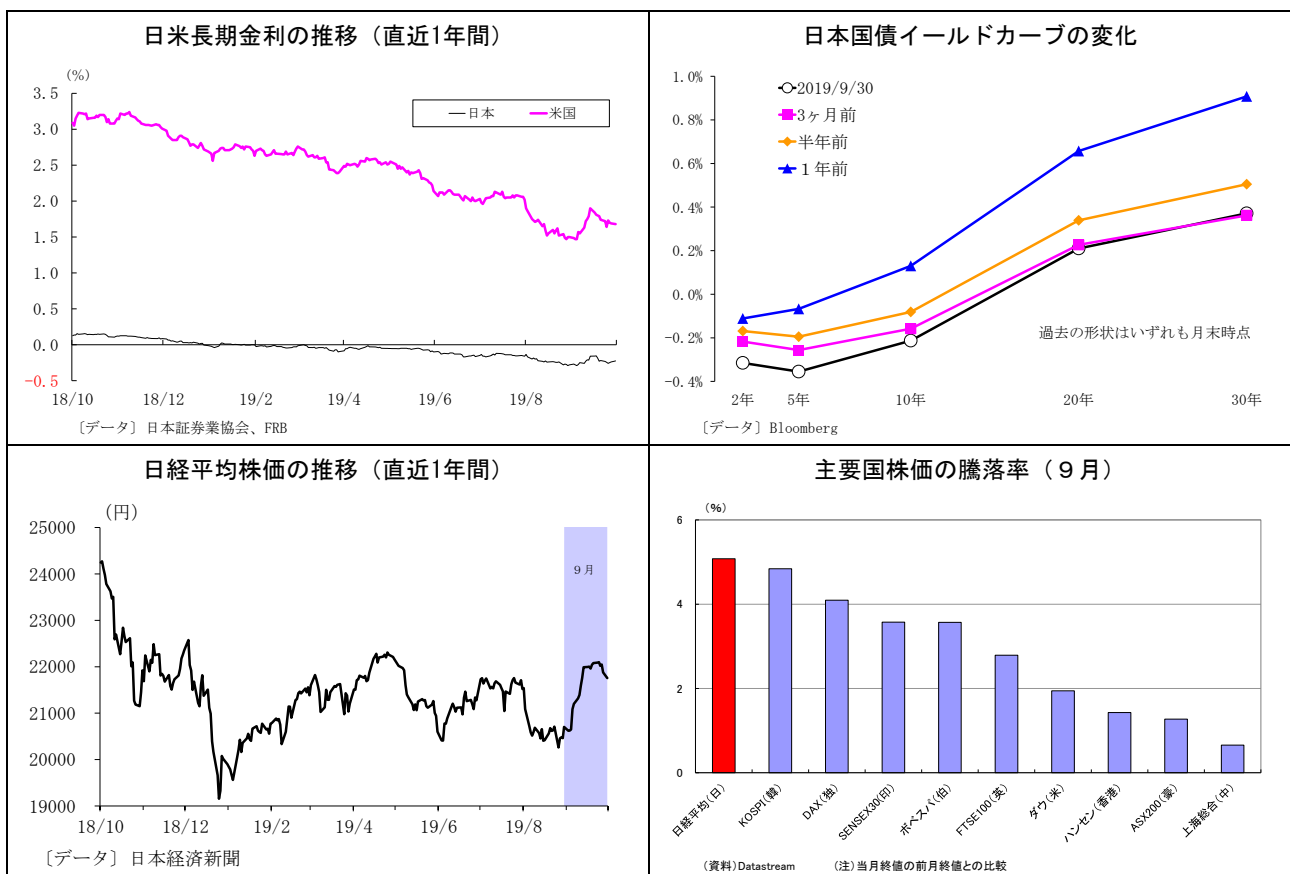
<sup>4</sup> 「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」としている金利に関するフォワードガイダンスについて、期間を延長したり、「現行またはそれ以下の水準に維持する」との文言に変更したりすることが考えられる。

### 3. 金融市場（9月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

**9月の動き** 月初-0.2%台後半でスタートし、月末は-0.2%台前半に。

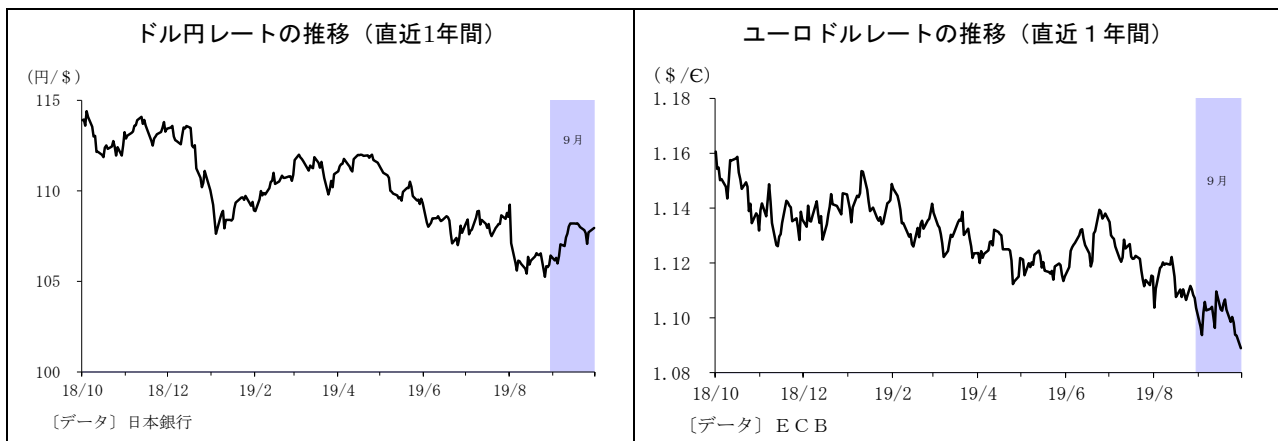
月初、米中摩擦を背景とする世界経済減速懸念などから、4日に一時過去最低の-0.30%に肉薄したが、米中摩擦や香港・ブレグジット情勢の緊張緩和を受けて、6日に-0.2%台半ば、10日には同前半へと上昇。さらに、16日には米中協議進展期待に加え、ECB追加緩和後に緩和の限界が意識されたことから-0.1%台後半へと急上昇した。一方、その後19日には、日銀政策決定会合後の声明文を受けてマイナス金利深掘り観測が強まり、-0.2%台に再び低下。さらに欧州経済指標悪化を受けた24日には-0.2%台半ばに低下した。月末には日銀の国債買入れ減額方針公表への警戒からやや上昇し、-0.2%台前半で終了した。



#### （ドル円レート）

**9月の動き** 月初106円台前半でスタートし、月末は107円台後半に。

月初、106円台前半で推移した後、米中摩擦や香港・ブレグジット情勢の緊張緩和を受けてリスクオンの円売りが進み、6日には107円台に。トランプ米大統領が中国に対する追加関税発動を延期したことなどからさらにリスクオンの円売りが入ったことで、12日には108円台を回復した。その後は日米の金融政策決定会合を無難に通過し、概ね108円台前半での推移がしばらく続いたが、トランプ大統領発言などから米中協議への期待が後退し、24日には107円台に下落。月末にかけて、107円台後半を中心とする推移が続いた。



## (ユーロドルレート)

**9月の動き** 月初1.09ドル台後半でスタートし、月末は1.09ドル台前半に。

月初、予想を上回るユーロ圏の経済指標を受けて、4日に1.10ドル台へ上昇し、しばらく1.10ドル台での推移が継続。12日にはECBによる追加緩和を受けて一時1.09ドル台へと下落したものの、緩和の限界が意識されたことで上昇に転じ、13日には1.11ドル付近へ。一方、サウジアラビアの石油施設が攻撃されたことでリスクオフのドル買いが入り、16日には1.10ドル台前半に下落。月の終盤は、ユーロ圏の経済指標悪化に伴ってユーロが弱含み、1.09ドル台での推移となった。月末も1.09ドル台前半で終了した。

## 金利・為替予測表(2019年10月9日現在)

		2019年		2020年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (独、平均)	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1
ドル円	(平均)	107	107	108	108	108	107
ユーロドル	(平均)	1.11	1.10	1.11	1.12	1.12	1.13
ユーロ円	(平均)	119	118	120	121	121	121

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。