

# Weekly エコノミスト・ レター

## 国債大增発、長期金利への影響は？

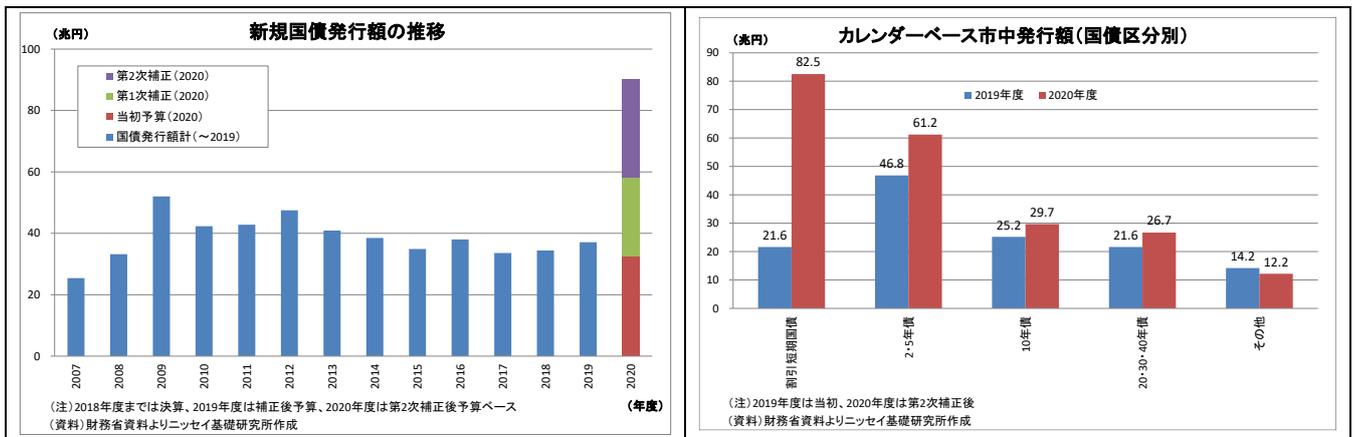
経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 新型コロナの拡大に伴って立て続けに大型補正予算が編成された結果、今年度の新規国債発行予定額は過去最大の 90.2 兆円に達している。本来、需給の緩みへの警戒感から利回りが反発してもおかしくないが、長期金利はコロナ前と大差ない水準に留まっている。その主因は、言うまでもなく日銀による国債買入れ増額だ。少なくとも短期的には「国債が増発されたとしても、需給が緩まないように日銀が吸収する」との安心感が市場に浸透しており、長期金利の上昇圧力を吸収する形となっている。
2. 今後も国債需給の緩みを背景とする潜在的な金利上昇圧力は続く可能性が高い。それに対して日銀が「どこまで金利上昇を許容するか」が長期金利の動向を占う最大のカギになる。この点に関する日銀からの説明はないものの、日銀が許容できる長期金利の上昇余地は殆どないとみられる。その理由は実質金利の上昇だ。予想物価上昇率の低下によって実質金利は既に大きく上昇している。今後も予想物価上昇率の低迷が見込まれる中で（名目）金利の上昇を認めれば、実質金利が一段と上昇して景気回復の逆風となるうえ、物価下落に拍車をかけかねない。また、長期金利の上昇許容が「金融緩和姿勢の後退」と受け止められて円高が進むリスクもある。従って、日銀は少なくとも年内は明確な金利上昇を許容せず、金利が現状と大差ない水準に留まるようにコントロールするだろう。年末にかけて、長期金利は 0.0%~0.0%台半ば付近で推移すると予想している。
3. 一方、超長期金利についてはある程度上昇余地があると考えられる。日銀は「超長期金利の過度の低下は望ましくない」とのスタンスを維持しているためだ。10年以下の金利に対する明確な上昇圧力にならない限り、超長期金利の上昇を許容するスタンスとみられる。20年国債利回りと長期金利の近年の利回り差を考慮した場合、既述の通り当面の長期金利に上昇余地がほぼ無いとすれば、20年国債利回りの上昇余地としては 0.6%弱が目安になる。
4. いずれにせよ、最近では政府による国債の大幅増発による金利上昇圧力を日銀が国債買入れ増額で強力に抑え込んでいる形になっており、もともと強かった国債市場における日銀の影響力はさらに強まっている。日銀のさじ加減一つで金利が大きく左右されることになるため、市場との対話の重要性もこれまでになく高まっている。

# 1. トピック： 国債大增発、長期金利への影響は？

## (国債は大幅な増発へ)

新型コロナウイルス拡大に伴って今年度に入り立て続けに大型補正予算が編成された結果、現時点における今年度の新規国債発行予定額は過去最大の 90.2 兆円と前年度 (37.1 兆円) の 2.4 倍に達している。前回の世界的危機であったリーマンショック後 (2009 年度 52 兆円) と比べても 1.7 倍の規模となる。そして、借換債も含めた市中発行額を見た場合には、満期 1 年以下である短期国債の増発が目立つものの、今月以降、短期債から超長期債まで幅広く大幅な増発が行われる計画になっている。本来、ここまで大規模な国債増発となれば、需給の緩みへの警戒感から利回りが反発してもおかしくない。



## (日銀の積極的な国債買入れ方針が金利を抑制)

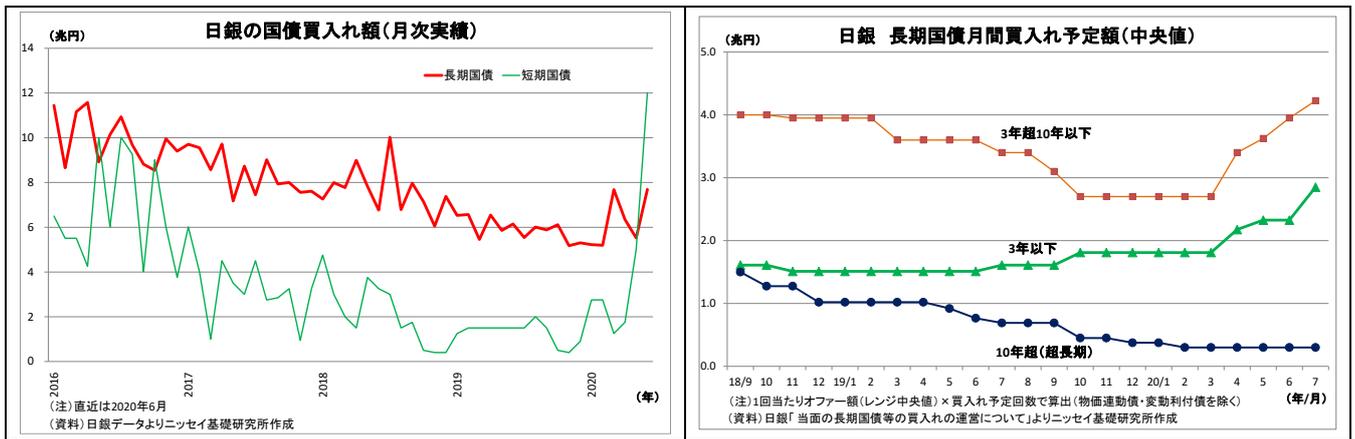
しかしながら、長期金利 (10 年国債利回り) は足元で 0.03% と、コロナ拡大前と大差ない水準に留まっている。その主因は、言うまでもなく日銀の存在だ。

日銀は今年 3 月の決定会合で新型コロナへの対応として国債買入れの積極化方針を表明し、以降実際に 6 月にかけて国債買入れ額を増加させているほか、6 月末に公表された 7 月の長期国債買入れ予定 (通称「オペ紙」) でも、残存期間 10 年以下のゾーンでのさらなる買入れ増額を示唆している。

黒田総裁も、「国債増発が見込まれている状況を踏まえると、(中略) イールドカーブ (利回り曲線) 全体を低位で安定させることが大事な状況」、「当面、国債の更なる積極的な買入れを行うことが適当」(6 月 17 日総裁会見) と述べている。



日銀の対応は財政ファイナンス色が強いいため中長期的には金利上昇リスクへの不安が否めない。ただし、少なくとも短期的には「国債が増発されたとしても、需給が緩まないように日銀が吸収する」という安心感が市場に浸透しており、長期金利の上昇圧力を吸収する形となっている。



### (長期金利の見通し：上昇余地は殆どない)

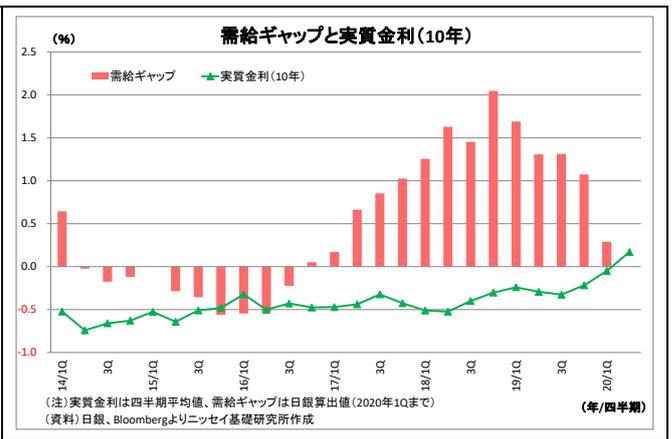
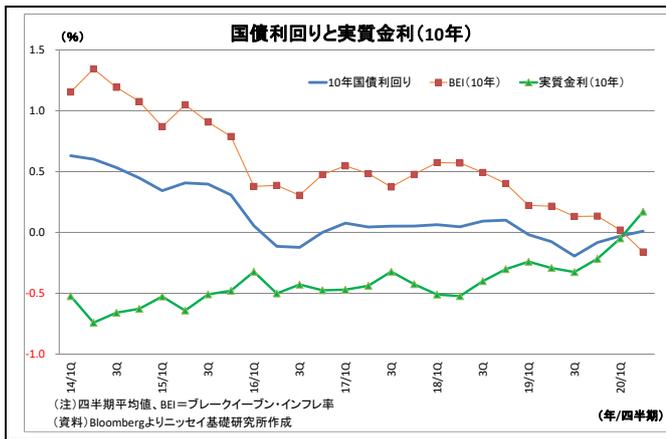
今後の長期金利の動向を考える場合、金利が低下に向かう可能性は低い。

国内金利に影響を与える米長期金利は既に1%を大きく割り込んでおり、FRBがマイナス金利政策に否定的であることを踏まえるとさらなる低下余地は小さいことから、米金利からの金利低下圧力の波及は考えにくい。また、日銀が長期金利の誘導目標を引き下げれば実際の長期金利も低下することになるが、金利の引き下げは金融機関の収益を圧迫し、コロナ禍での優先課題である企業の資金繰り支援にとって逆風になりかねないため、可能性は低い。さらに、今後、仮にコロナ感染の第2波が到来したとしても、追加の経済対策に伴うさらなる国債増発が予想されるため、金利低下要因にはなりづらい。

むしろ、今後も国債需給の緩みを背景とする潜在的な金利上昇圧力が続く可能性が高い。それに対して日銀が「どこまで金利上昇を許容するか」という点が今後の長期金利の動向を占う最大のカギになる。

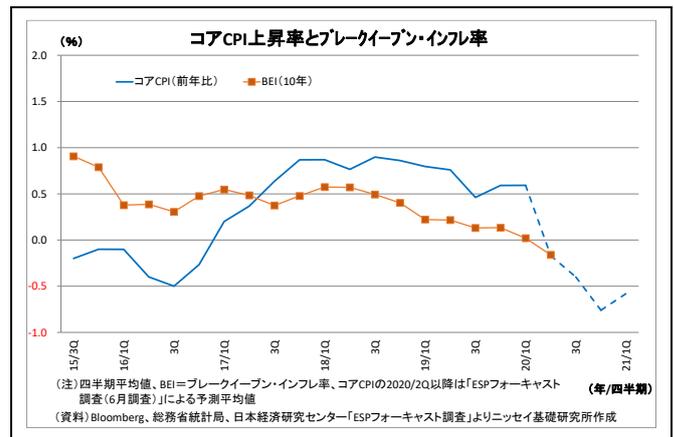
ここで、現在の日銀の長期金利に対する方針を確認しておく。まず、長期金利の誘導目標は「ゼロ%程度」で、「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるもの」とされている。具体的な変動許容レンジについては、2018年7月に弾力化がなされ、以降は「概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度(つまり-0.2%~0.2%程度)に変動し得る」(2018.7.31 黒田総裁会見)とされてきた。ただし、直近では既述の通り、新型コロナの拡大に伴う国債増発を受けて、「イールドカーブ全体を低位で安定させることが大事な状況」とされているため、「低位」がどの水準を意味しているかが重要になる。この点に関する日銀からの説明はないものの、日銀が許容できる長期金利の上昇余地は殆どないとみられる。

その理由は実質金利(名目金利-予想物価上昇率)の上昇だ。日銀は従来、実質金利の押し下げを通じて需給ギャップを改善させることを物価目標達成の主要経路と位置付けてきた。しかしながら、今年に入ってから新型コロナの拡大を受けて需給ギャップが縮小し、4-6月期にはマイナス転落が必至の情勢になっている。一方で実質金利(10年)は上昇が顕著になっており、足元ではプラス圏に浮上している。名目金利(長期金利)は小動きに留まっているものの、新型コロナの拡大に伴う景気の失速と原油価格下落を受けて市場の予想物価上昇率(ブレイクイーブン・インフレ率)が大きく低下したためだ。



予想物価上昇率の動きは原油価格の動向などにも左右されるため不確実性が高いものの、今後も感染抑制策や自粛ムードが制約となって景気のV字回復が見込み難いため、当面、大幅に持ち直す可能性は低い。

予想物価上昇率が低迷を続ける中で名目金利の上昇を認めてしまえば、実質金利が一段と上昇して景気回復の逆風となるうえ、需給ギャップの悪化を通じて物価下落に拍車がかかりかねない。日銀としては、こうした事態は避けたいはずだ。



また、日銀が長期金利の上昇を許容することは市場に悪影響を与えるリスクもある。金利上昇の許容が「金融緩和姿勢の後退」と受け止められて円高が進むリスクがあるほか、金利が上昇することで抑え込んできた財政や国債需給への懸念が喚起され、市場の不安定化に繋がる恐れもある。

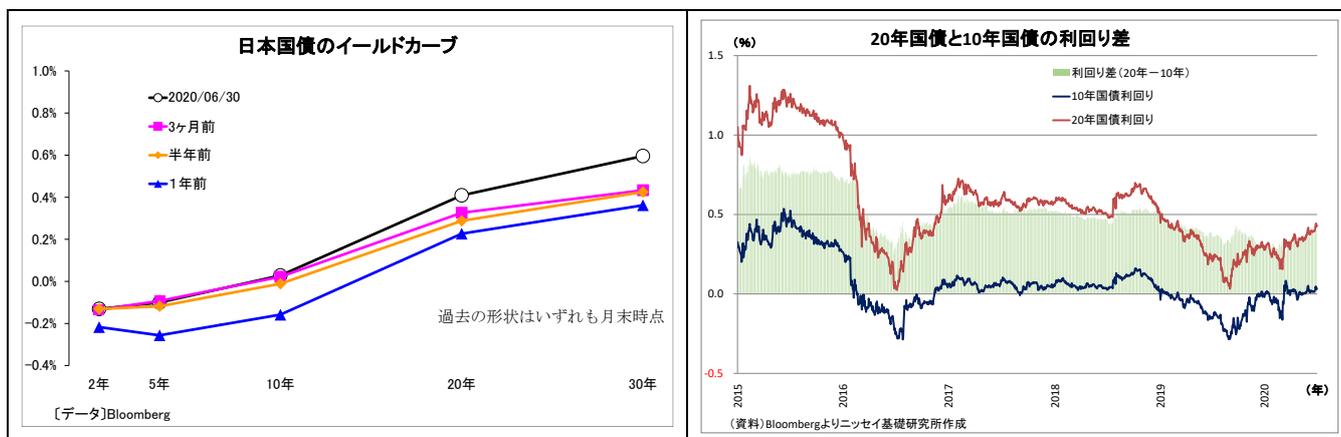
従って、日銀は少なくとも年内は明確な金利上昇を許容せず、情報発信や国債買入れオペ運営を通じて金利が現状と大差ない水準に留まるようにコントロールするだろう。今後年末にかけて、長期金利は0.0%~0.0%台半ば付近で推移すると予想している。

### (超長期金利には上昇余地も)

一方、10年超の超長期金利についてはある程度上昇余地があると考えられる。日銀は2016年9月の総括的な検証以降、「超長期金利の過度の低下は望ましくない」とのスタンスを維持しているためだ。6月の総裁会見においても、「超長期金利の過度な低下は、保険や年金等の運用利回りを過度に低下させ、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」と従来のスタンスを繰り返したほか、7月の長期国債買入れ予定では、超長期ゾーンに限って買入れ額を増額しなかった。

こうした日銀の対応を受けて、超長期金利はやや上昇しており、20年国債利回りは足元で0.4%台前半にある。日銀は、「足許で一番重要なのは、イールドカーブ全体を低位で安定させること」(6月17日総裁会見)としているため、10年以下の金利に対する明確な上昇圧力にならない限り、超長期金利の上昇を許容するスタンスとみられる。20年国債利回りと長期金利の近年の利回り差を確

認すると、2018年7月の長短金利操作弾力化以降の最大格差は0.5%強となっている。従って、既述の通り、当面の長期金利に上昇余地がほぼ無いとすれば、20年国債利回りの上昇余地としては0.6%弱が目安になる。



いずれにせよ、最近では政府による国債の大幅増発による金利上昇圧力を日銀が国債買入れ増額で強力に抑え込んでいる形になっており、もともと強かった国債市場における日銀の影響力はさらに強まっている。日銀のさじ加減一つで金利が大きく左右されることになるため、市場との対話の重要性もこれまでになく高まっている。

## 2. 日銀金融政策(6月)：資金繰り支援枠を110兆円に拡大

### (日銀) 現状維持 (資金繰り支援枠は拡大)

日銀は6月15日～16日の決定会合において金融政策の維持を決定した。長短金利操作、資産買入れ方針ともに変更なしであったが、第2次補正予算の成立によって民間金融機関の無利子・無担保融資が拡充されたことなどを受けて、そのバックファイナンス等を行う「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム(特別プログラム)」の総枠が従来の約75兆円から110兆円に拡大された。ただし、この対応は政府の予算拡大に伴う受動的な措置であり、追加緩和には位置付けられない。

なお、声明文における景気の総括判断は「きわめて厳しい状態にある」とされ、4月の「厳しさを増している」から一段と下方修正された。個別項目では、輸出、生産、住宅投資の判断がそれぞれ引き下げられている。

会合後の総裁会見において、黒田総裁は景気の先行きについて、「やや長い目でみて感染症の影響が収束していけば、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していく」との認識を示しながらも、「不透明感が強い」と従来同様の見方を示した。企業等の資金繰りに関しては、「依然として強いストレスがかかっている」との認識を示す一方で、「日本銀行や政府が、企業等の資金調達の円滑確保のために講じている様々な措置や、そうしたもとの民間金融機関による取組みもあり、(中略)外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている」と評価、「引き続き、3月以来導入し拡充してきた特別プログラムを、しっかりと実施していくことが必要であり、企業の資金繰り支援に努めていく」と表明した。これに関連して、金融機関向けに資金供給を行う特別オペの効果については、「相当効果がある」、「実際に金融機関の貸出は大幅に増

えている」と、その効果への自信を示した。

今後取り得る具体的な追加緩和の手段としては、「特別プログラムの拡充、長短金利の引き下げ等、様々なものが有りえる」としたうえで、新たな方策が必要になる可能性にも言及した。

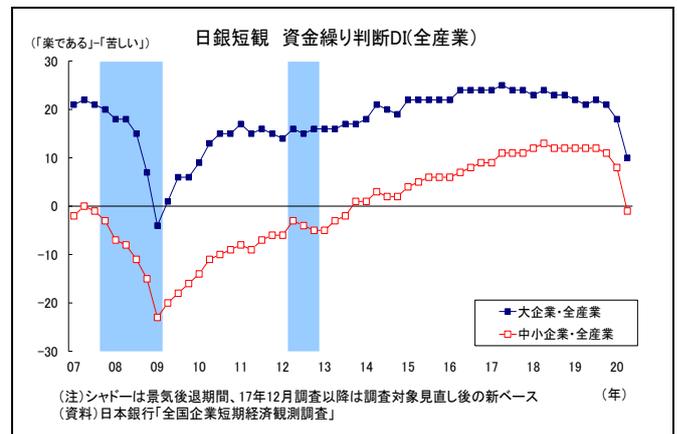
イールドカーブの適切な形状については、「超長期金利の過度な低下は経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」という従来の認識に変わりがないと述べる一方、「足許で一番重要なのは、イールドカーブ全体を低位で安定させること」との認識を示した。

なお、「日銀の金融緩和が政府の財政規律を歪めているのではないか」との質問に対して、黒田総裁は、「財政規律が緩むか緩まないかは、政府や国会に聞いて頂かないといけない話」、「日本銀行のオペレーションであたかも政府と国会が受動的にマニピュレート（操作）されると考えるのは、政策主体（政府・国会）に対しても失礼」などと発言。今回に限らず、最近では財政規律や財政ファイナンスに関する質問が多く投げかけられるが、十分に説明を尽くそうとする姿勢は見えない。

### （今後の予想）

日銀は3月から5月にかけて相次いで追加緩和や資金繰り対策の拡充に努めてきたうえ、最近では金融市場が安定を取り戻し、国内外で経済活動が再開されたことで景気もひとまず最悪期を脱しているため、今回の現状維持に意外感はない。当面、日銀は新型コロナの感染動向とその影響、景気の動向を見定めるため、基本的に様子見姿勢を取ると見込まれる。

ただし、7月1日に公表された6月短観では、日銀にとって足元の最大の課題である企業の資金繰り判断D.I.が大幅な悪化を示した。D.I.の水準こそリーマンショック後の最悪期を上回っているものの、今後の銀行貸出や倒産動向なども合わせ勘案し、追加対応が必要との判断に至れば、資金繰り対応策（特別プログラム、CP・社債買入れ等）のさらなる拡充に踏み切るだろう。

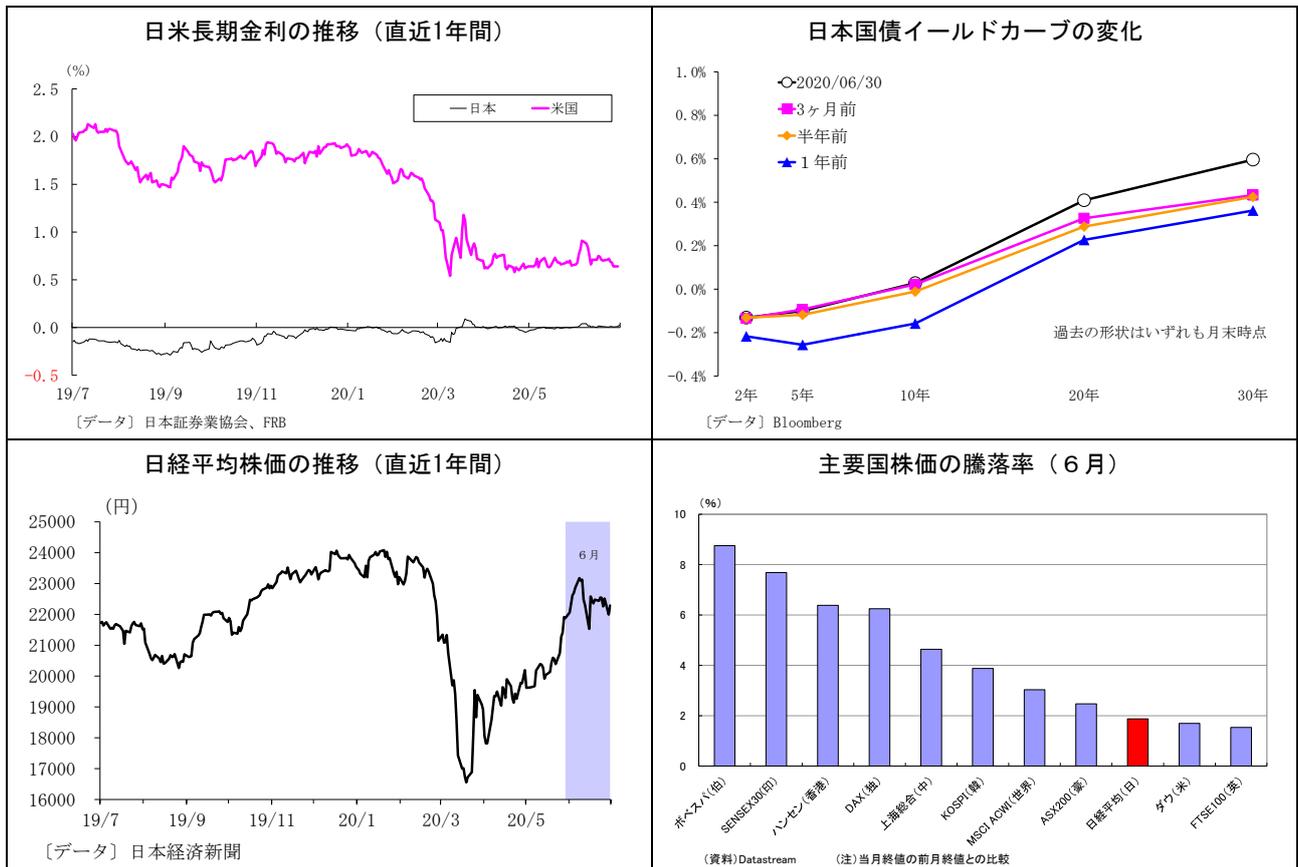


## 3. 金融市場（6月）の振り返りと予測表

### （10年国債利回り）

**6月の動き** 月初0.0%台前半でスタートし、月末も0.0%台前半に。

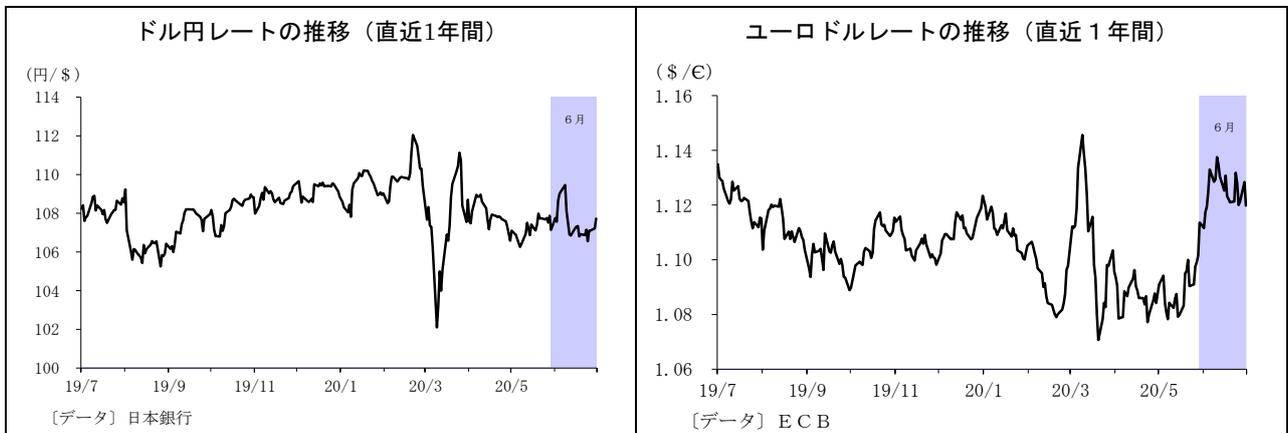
月初、米経済指標の改善と景気底入れ期待、国債増発に伴う需給悪化懸念を受けて金利がやや上昇し、5日に0.0%台半ばに。しかし、その後は債券価格の下落を受けた押し目買いや、FOMCでのゼロ金利長期化示唆を受けて金利が低下、コロナ感染拡大第2波への警戒が強まった15日には0.0%を付けた。翌16日には米インフラ計画への期待からやや上昇したが、以降は0.0%を若干上回る水準での膠着した推移が継続。月末には米経済指標の改善や日銀の国債買入れ予定公表を控えた警戒から債券がやや売られ、0.0%台前半で終了した。



**(ドル円レート)**

**6月の動き** 月初107円台後半でスタートし、月末も107円台後半に。

月初、米経済指標改善や経済再開期待を受けたリスクオンの円売りによって円安が進行し、4日には109円台を回復。予想を上回る米雇用統計を受けた8日には109円台半ばに到達した。しかし、その後は利益確定の円買いやコロナ感染拡大第2波への警戒に伴うリスクオフの円買いが進み、10日には107円台に。さらにFOMCでゼロ金利長期化が示唆されたことを受けてドルが売られ、翌11日には106円台後半を付けた。その後はコロナ感染拡大第2波や香港情勢を巡る米中対立への警戒が高まる中、リスクオフの円買いと流動性確保のドル買いが交錯する形となり、107円を挟んだ展開が継続。月末は米中経済指標改善に伴うリスク選好的な円売りが入り、107円台後半で終了した。



## (ユーロドルレート)

**6月の動き** 月初1.11ドル台前半でスタートし、月末は1.12ドル付近に。

月初、欧州委員会の復興計画案への期待によってユーロが大きく上昇し、4日には1.12ドル台に。ECBの量的緩和拡大を受けた5日には、1.13ドル台に乗せた。本来、量的緩和拡大は通貨安要因とされるが、拡大が景気回復に繋がるとの見方が優勢になったためだ。その後は一進一退の展開が続いたが、米経済指標の改善や感染第2波警戒に伴ってドル買いが優勢となり、17日には1.12ドル台前半に下落。下旬にはユーロ圏経済指標の改善で一旦ユーロ高に振れる場面もあったが、米経済指標改善やコロナ感染拡大への警戒に伴うドル買いに抑え込まれる形となり、月末も1.12ドル付近で終了した。

### 金利・為替予測表(2020年7月7日現在)

		2020年			2021年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利(平均)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
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)	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3
ドル円	(平均)	108	108	109	109	110	110
ユーロドル	(平均)	1.10	1.12	1.11	1.10	1.09	1.09
ユーロ円	(平均)	119	121	121	120	120	120

(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。