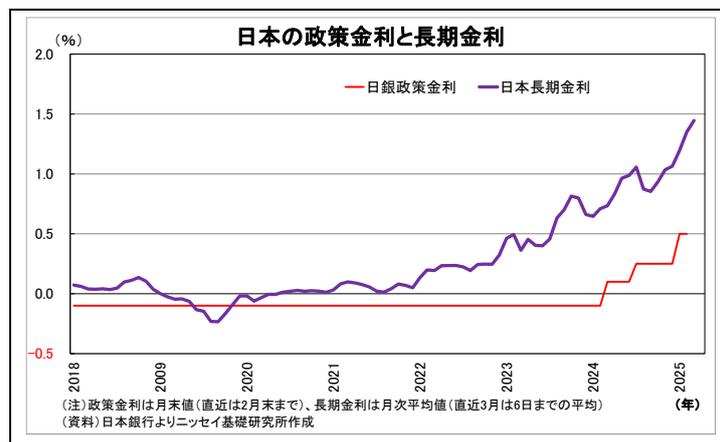


Weekly
エコノミスト・
レター長期金利の上昇は続くのか？
～16年ぶり 1.5%到達後の金利見通し経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 今年に入って長期金利の上昇が鮮明になり、約16年ぶりとなる1.5%台に到達している。その最大の原動力となってきたのが、「利上げの前倒し」観測と「ターミナルレートの引き上げ」観測という2つの意味での「日銀利上げ観測の高まり」だ。予想を上回る経済指標が増え、経済と物価の好循環への市場の期待が高まったうえ、タカ派の審議委員による情報発信が続いたことがその背景にある。また、直近では、トランプ米大統領による円安けん制や防衛費増額圧力による国債増発懸念も金利上昇に働いた可能性がある。
2. 今後も当面は長期金利がさらに上昇する余地がある。投資家の金利上昇への警戒感が燃ると見られるうえ、春闘集中回答日に昨年と遜色ない高めの賃上げでの妥結が相次ぎ、日銀利上げ観測がさらに刺激される可能性があるためだ。当面の上昇余地の目途としては、1.6%台を見ておきたい。一方、メインシナリオとしては、4月頃には一旦1.3%台へやや低下すると見ている。利上げ観測はやや行き過ぎていると見られ、その修正が入ると見込まれるためだ。その後、6月頃以降は、改めて日銀の段階的な利上げや国債買入れ減額を堅実に織り込む形で、緩やかに上昇していく姿を想定している。来年末までの具体的な水準としては、今年末時点で1.5%、来年末時点で1.6%台と見込んでいる。
3. なお、上振れリスクシナリオとしては、賃上げが予想を大きく上回るケースや、円安が加速するケース、インフレ予想が顕著に高まるケース、米政権による円安是正圧力が強まるケースなどが考えられる。これらの場合は、2%に達する可能性も否定できない。下振れリスクシナリオとしては、賃上げが期待外れに終わるケース、円高が加速するケース、トランプ政権が日本に対して大幅な関税をかけてくるケースなどが考えられる。実現可能性のイメージとしては、メインが5割、上振れが3割、下振れが2割と見ている。



1. トピック： 長期金利の上昇は続くのか？

(長期金利は 1.5% を突破)

今年に入って、本邦長期金利(10年国債利回り)の上昇が鮮明になっている。昨年末時点で 1.1% 付近にあったものが、昨日には 2009 年以來約 16 年ぶりとなる 1.5% の節目を突破し、足元も 1.5% 台をやや上回る水準で推移している。

従来、日本の長期金利は米長期金利に連動する傾向が強いが、今年に入ってから米長期金利が低下基調である一方で、日本の長期金利が逆行する形で上昇しているのが特徴的だ。このことは、本邦長期金利の上昇に日本独自の要因が強く働いたことを示している。

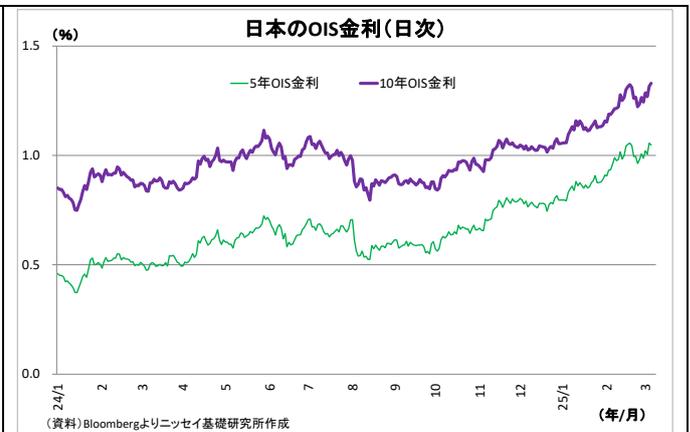
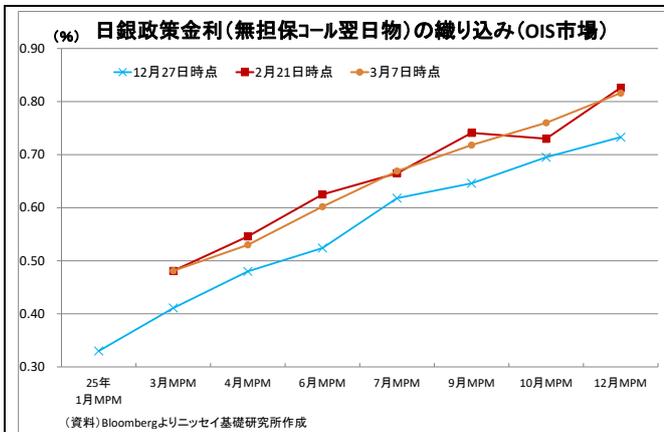


(最大の原動力は日銀の利上げ観測)

日本独自の要因として最も強く働いてきたのは、2つの意味での「日銀利上げ観測の高まり」だ。一つは利上げの「前倒し観測」だ。OIS (オーバーナイト・インデックス・スワップ) 市場の織り込む年内の政策金利は、各 MPM 時点ともに上振れしており、今後の利上げが「従来想定していたよりも早まる」との市場の見立てを反映している。例えば、「今年 6 月 MPM での 0.75% への利上げ」は昨年末の時点では殆ど織り込まれていなかったが、今年 2 月下旬時点では織り込みが約 6 割に達し、足元でも 6 割強が織り込まれている。

そして、もう一つの利上げ観測は、「ターミナルレート (利上げの最終到達点) の引き上げ」観測だ。従来、利上げの到達点は (日銀が推計する自然利子率から算出される中立金利の下限にあたる) 1% 程度」との認識が市場参加者の中心的な見方となっていた。実際、先行き 10 年間平均の政策金利見通しを織り込む OIS 金利 (10 年物) は昨年末にかけて 1% 付近での推移が続いていた。

しかしながら、OIS 金利 (10 年物) は今年に入ってから上昇基調を辿り、足元では 1.3% 台に達しており、市場の想定するターミナルレートが切り上がっている様子がうかがわれる。



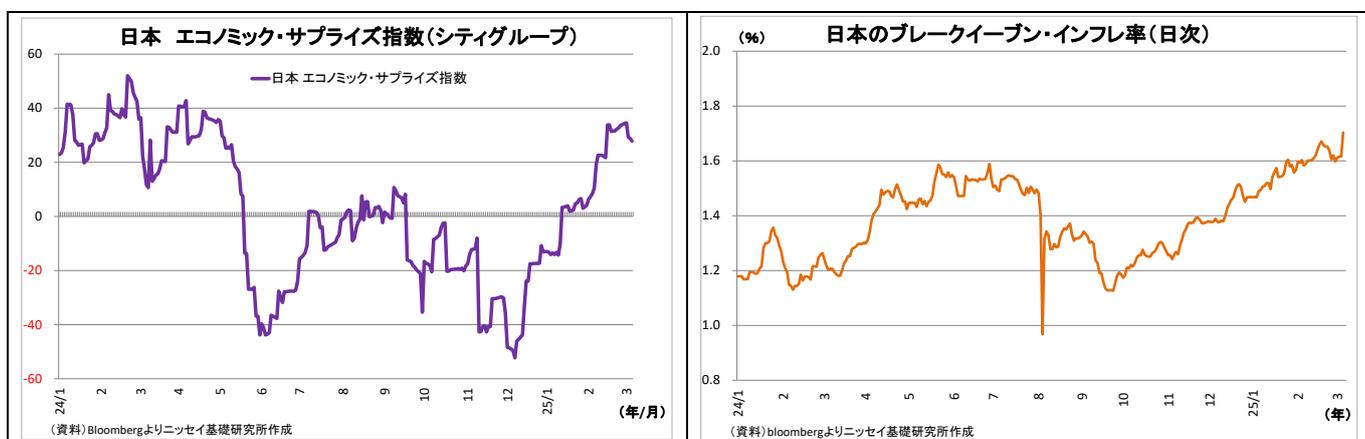
このように、日銀の利上げ観測が高まった背景には、日銀が 1 月下旬に 0.5% への利上げを決定したことに加え、予想を上回る経済指標が続いたことがある。具体的には 2 月初旬に公表された 12

月分の毎月勤労統計で賃金が高い伸びを示したほか、同月中旬に公表された1-3月期のGDP統計では実質成長率が高い伸びを示した。シティグループが算出するエコノミック・サプライズ指数も最近プラス幅を拡大しており、予想を上回る経済指標が増えていることを示している。同時に、市場の予想物価上昇率であるブレイクイーブン・インフレ率も上振れていることから、この間に経済と物価の好循環に対する市場の期待が高まったと考えられる。

さらに、2月には6日に田村日銀審議委員、19日には高田審議委員が挨拶を行ったが、その中で利上げに対する前向きな発言が目立った(詳細はP5参照)。もともと両氏は日銀内でもタカ派的(利上げに積極的)なポジションに位置付けられるため、予想されたことではあるが、日銀からタカ派的なメッセージが相次いだことが市場の利上げ観測の高まりに拍車をかけた。

直近では、トランプ米大統領が今月3日に「中国とともに日本が通貨安誘導をしてきた」と主張したことで、「日銀への利上げ圧力が高まりかねない」との観測が燦った可能性もある。また、日銀関連以外では、6日にトランプ政権から国防費増強を求められているドイツの与野党が国防費増強などに向けて財政赤字の拡大方針を示したことを受けて、米政権の圧力によって日本の防衛費が増加し、国債が増発されるリスクが意識されたことが長期金利をやや押し上げた可能性もある。

さらに需給の観点では、今年に入ってから長期金利が急ピッチで上昇(=債券価格が速いペースで下落)したことで、投資家が国債購入を見合わせ、買い手不足になったことが長期金利上昇に拍車をかけた面もある。



(今後の長期金利見通し)

次に、今後の見通しを考えると、当面はさらに長期金利が上昇する余地があるだろう。既述の通り、投資家の金利上昇への警戒感がしばらく燦ると見られるうえ、今月12日の春闘集中回答日には昨年と遜色ない高めの賃上げでの妥結が相次ぎ、日銀の利上げ観測がさらに刺激される可能性があるためだ。

日銀は「長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では、機動的に国債買い入れの増額を実施する」と表明しているが、日銀による金利抑制は過度の円安を再発させる恐れがあるため、そう簡単には動かないだろう。

従って、当面の上昇余地の目途としては、1.6%台を見ておきたい。

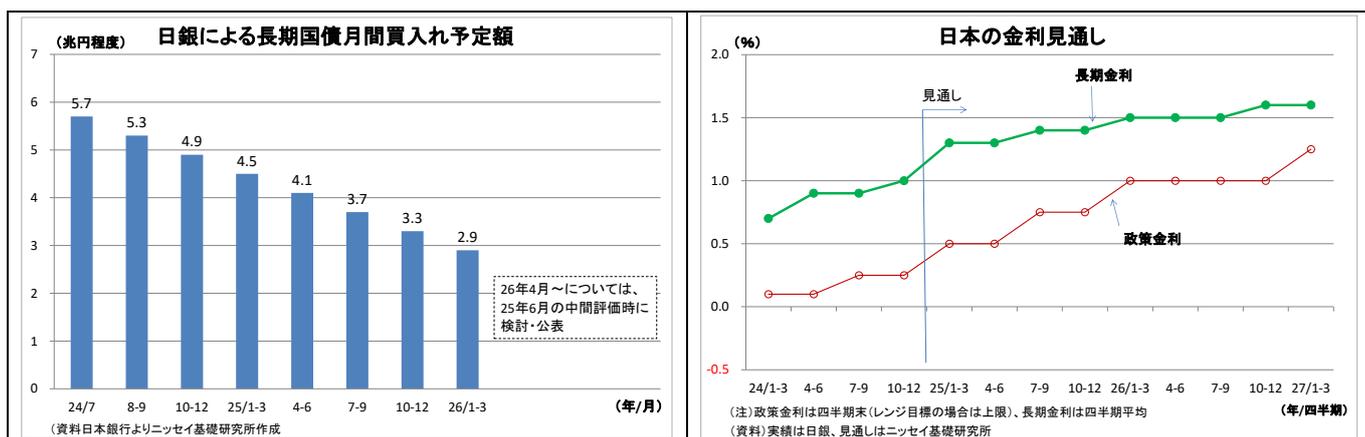
一方、メインシナリオとしては、4月頃に長期金利が一旦1.3%台へとやや低下すると見ている。日銀の利上げ観測はやや行き過ぎていると見ているためだ。

市場では一部5月や6月の追加利上げ観測が高まっているが、筆者としては、7月MPMの可能性が最も高いと考えている。1月の利上げの影響と今春闘での賃上げの波及を慎重に確認するのであれば、半年程度を要すると見られる。さらに、1月MPM以降、円安が一定程度是正されているため、輸入物価を通じた物価の上振れリスクもやや後退している。トランプ政権が事前の想定よりも強硬な関税策を打ち出してきているため、少なくとも今後2~3カ月は不透明感が強く、市場も不安定化しやすい状況が続くことも利上げのハードルになる。

また、ターミナルレートについては、到達するのは再来年度以降とみられ、その際の経済・物価動向に大きく左右される話であるため、引き上げ観測が続く可能性は低い。

さらに金利の上昇が一服すれば、投資家の買い意欲が回復し、金利の抑制に働くだらう。

その後、6月頃以降は、改めて日銀の段階的な利上げや国債買入れの減額を堅実に織り込む形で、長期金利が緩やかに上昇していく姿を想定している。来年末までの具体的な水準としては、今年末時点で1.5%、来年末時点で1.6%台と見込んでいる。



なお、メインシナリオに対する上振れリスクシナリオとしては、今春闘での賃上げが予想を大きく上回るケースや、円安が加速するケース、食品価格の上昇等を受けてインフレ予想が顕著に高まるケース、トランプ政権による円安是正圧力を受けた政府が利上げの加速を督促するケースなどが考えられる。これら場合は、日銀の利上げが前倒し・加速され、長期金利が2%に到達する可能性も否定できない。

一方、下振れリスクシナリオとしては、今春闘での賃上げが期待外れの結果に終わるケース、円高が加速するケース、トランプ政権が日本に対して大幅な関税をかけてくるケースなどが考えられる。これら場合は、日銀の利上げ路線が妨げられることで長期金利の1%割れも起こり得る。

大まかな実現可能性のイメージとしては、メインシナリオが5割、上振れリスクシナリオが3割、下振れリスクシナリオが2割と見ているが、賃上げの勢いとトランプ政権の政策運営が長期金利の帰趨を大きく左右することになりそうだ。

2. 日銀金融政策(2月)

(日銀) 現状維持(会合開催なし)

2月はもともと金融政策決定会合(MPM)が予定されていない月であったため会合は開催されず、金融政策は現状維持となった。次回会合は、今月18~19日に開催される予定となっている。

そうした中、2月は日銀政策委員による情報発信に注目が集まった。

まず、6日の長野県金融経済懇談会で田村審議委員が挨拶を行った。同氏は、「中小企業まで含めた賃上げの実績を確認できる2025年度後半には、物価安定の目標が実現したと判断できる状況に至ると見ている」、「この場合、2025年度後半には、政策金利である短期金利は経済・物価に対して中立的な水準、すなわち名目の中立金利まで上昇していることが必要」との見解を示し、その理由として、「物価上振れリスクがある中、短期金利が経済・物価に対して中立的な水準を下回っていると、物価をさらに押し上げてしまう」ことを挙げた。さらに、「この中立金利について、私は、最低でも1%程度だろうとみており、したがって2025年度後半には少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが、物価上振れリスクを抑え、物価安定の目標を持続的・安定的に達成するうえで、必要だ」との具体的な政策金利の水準にまで言及した。

一方、「長きに亘ってほとんど金利がない世界が続いてきたわが国においては、経済主体が金利にどのように反応するか、予断を持たずに注意深くみていく必要がある」と多少バランスを取る発言も見受けられたが、全体的に利上げに対して前向き、かつ比較的速いペースでの利上げを志向している姿勢がうかがわれた。

続いて、19日には宮城県金融経済懇談会で高田審議委員が挨拶を行った。同氏は、米国経済について、「新政権下における政策運営を巡る不確実性には依然留意が必要ですが、私としては、ソフトランディングよりむしろ早期の再加速一言わば「タッチ・アンド・ゴー」—の可能性が高まっていると捉えている」、「米国経済の上振れを念頭に置くと、それに伴う米国金利上昇・為替円安進展といった市場変動を背景に、今年的大幅なベアの実現も加わって物価が上振れるリスクに留意する必要があると考えている」との見解を示した。

さらに、今回の利上げ局面では、「日米の金融機関や企業、家計のバランスシート調整圧力は生じていないほか、1月にかけて米国経済の堅調さが改めて確認され、日米の金融政策スタンスの違いも縮小した」との認識を示したうえで、「日本銀行の政策の自由度が増した」と発言した。

そのうえで、先行きについては、「引き続き、前向きな企業行動の持続性が確認され、見通しが実現していけば、一段のギアシフトを進める局面だ」、「既に前向きな企業行動が生じてきたという点で、2%の物価安定の目標に近づいているとの認識のなか、過度な緩和継続期待が醸成され、物価上振れリスクや金融の過熱リスクが顕在化しないよう、1月に実施した追加利上げ以降も、ギアシフトを段階的に行っていくという視点も重要だ」と利上げに対する前向きな姿勢を表明した。

ちなみに、中立金利については、「中立金利の推定は困難」、「こうした(低金利が長期に続いたという)制約のもとで、中央銀行が一定の中立金利の水準を示すことは、市場でフォワード・ガイダンスのように捉えられる可能性もあり、政策の柔軟性の観点からも課題がある」と、その絞り込みに対して慎重な姿勢を示した。

なお、2月は長期金利が大きく上昇したことを受けて、日銀からの長期金利上昇に対する反応に

も注目が集まった。

19日の挨拶後の記者会見で、長期金利上昇に対する見解を問われた高田審議委員は、「YCC（長短金利操作）をやめた後の先行きに対する経済だとか、それから物価に対する見通しだとか、そういったものを普通に反映したものじゃないか」と発言した。

続く21日には、植田総裁が衆院予算委員会において見解を問われ、「長期金利は市場において形成されることが基本となる」、「基本的には景気の緩やかな回復が持続していることや、基調的な物価上昇率が高まってきていることを反映した動き」との認識を示す一方で、「長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では、機動的に国債買入れの増額を実施する」と発言した。

後段の発言については、質問に対して、昨年7月のMPMで国債買入れの減額計画を決定した際に公表した方針¹を改めて説明したに過ぎない形とも言えるため、総裁の真の意図は不明だが、市場では長期金利上昇に対してけん制を行ったと受け止められた。

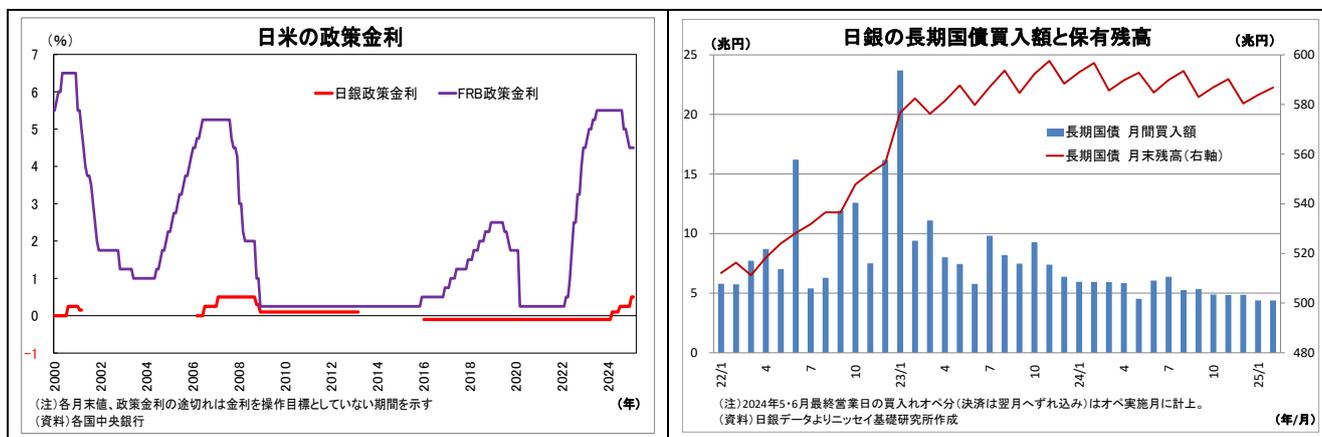
（今後の予想）

先行きについては、日銀総裁など複数の政策委員が「中立金利までは相応の距離がある」と述べていることから、一般的にその下限と見做される1.0%までは、既往の利上げの影響や経済・物価動向、米政権の動きを確認しつつ、半年に一度のペースで利上げを実施していくと見ている。

従って、次回の利上げは7月MPMを想定している。この時期になれば、利上げの障害となる参院選が終わり、今春闘での高めの賃上げの浸透が統計である程度確認できるようになるほか、関税をはじめとするトランプ政権の政策運営やその影響が今よりは見通せるようになっている可能性もある。

ただし、仮にそれより前の時点で円安が大きく進んだり、春闘での賃上げが予想を大きく上回ったり、トランプ政権初の利上げ圧力が高まったりすれば、利上げの時期が4月や6月に前倒しになる可能性もある。

逆に、米政権の関税引き上げ等による内外経済への悪影響に対する懸念が高まったり、円高が加速したり、参院選を受けて日本の政局が大きく混乱したりすれば、利上げ時期が筆者のメインシナリオである7月から先送りになる可能性も出てくる。

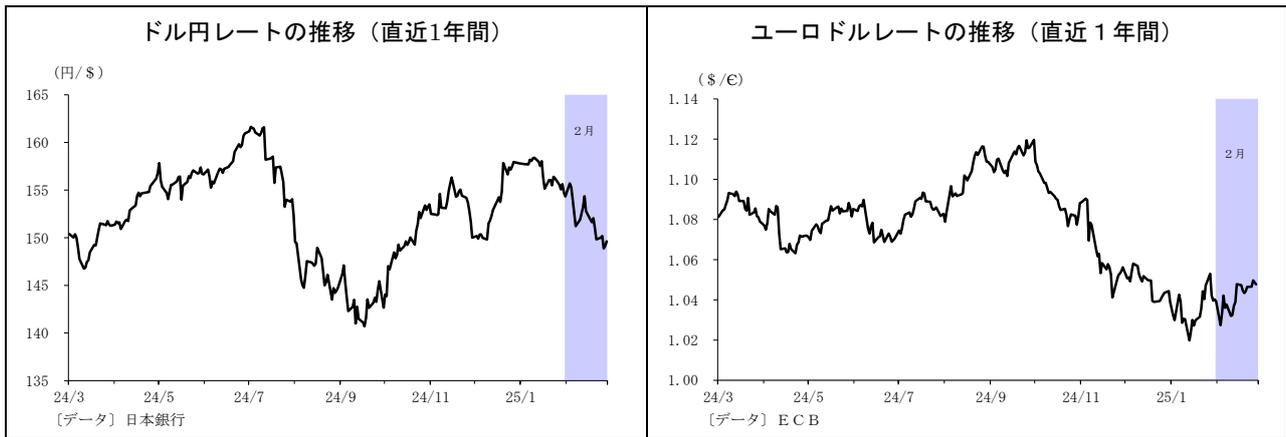


1 「長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する」

(ユーロドルレート)

2月の動き (ア) 月初1.02ドル台後半でスタートし、月末は1.04ドル近辺に。

月初、米政権によるカナダ・メキシコ関税の発動延期に伴うリスク選好のユーロ買いや米経済指標の悪化を受けて上昇し、5日に1.04ドル台前半に。その後は持ち高調整が入り、しばらく1.03ドル台での一進一退が継続したが、米政権の活発な動きによってロシア・ウクライナの停戦期待が高まったことで地理的に近いユーロが買われ、14日には1.04ドル台後半に上昇した。下旬には、独総選挙が無難に通過したことや米経済指標の悪化を受けてさらにユーロが水準を切り上げ、25日には1.05ドル台を回復。一方、月末にはトランプ大統領による投稿を受けて米関税発動への懸念が高まり、リスクオフのユーロ売りが入ったことで1.04ドル近辺に下落して終了した。



金利・為替予測表 (2025年3月7日現在)

		2024年	2025年				2026年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
米国	FFレート (期末)	4.50	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円	(平均)	152	153	150	150	149	147
ユーロドル	(平均)	1.07	1.05	1.05	1.06	1.07	1.08
ユーロ円	(平均)	163	161	158	159	159	159

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料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。