

国債買い入れ減額で長期金利上昇か

日本銀行は国債買い入れを減額するが、長期金利の上昇は政府の発行政策とのバランスによる。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



撮影：今井康一

植田日銀はいよいよ国債買い入れ減額に踏み出す

日 本銀行は7月末の金融政策決定会合で、国債買い入れ減額の規模と方法を明らかにする。3月にイールドカーブ・コントロール政策を撤廃した際には、月額6兆円の買い入れペースを維持するだけ発表していたが、それから4カ月で早くもバランスシートの正常化に着手することになる。仮に月2兆円の減額であれば、国債発行総額に対する比率で17%、月3兆円の減額であれば26%の規模での国債保有削減となる。当然、債券市場あるいは長期金利への影響は小さくない。

ただし、日銀が国債の保有額を削減していけば、その削減ペースに応じて機械的に長期金利が上昇していくのかという点、そう単純なものではない。中央銀行の国債購入の目的は、債券市場でもともと形成されている供給（＝国債発行）と需要（＝債券投資）のバランスに介入することで需給を逼迫させ、長期金利を低下させることにある。長期金利の水準を決定する要素は中銀の国債購入以外にくつもあり、中銀のバランスシートが縮小すれば、それらの要素が長期金利の水準形成に及ぼす影響度合いが強まってくることになる。

長期金利の主要な決定要素としては、当然、短期金利と市場におけるその将来予想が最も重要であり、国債発行と投資家需要という需給要因がそれに続く。投資家需要の中には、銀行や生保といった投資主体ごとの制度、規制による影響なども含まれる。日本においては、そういった国内要因と同等かそれ以上に米国の長期金利の影響も大きい。これら複数の要因が日銀の国債買い入れ削減の影響を助長するの相殺するのによつて、長期金利水準は大きく変わる。

米国の金利要因について言えば、異次元緩和開始前に米国債10年物金利が現在と同じ4%台前半で推移していたときのJGB（日本国債）10年物金利は1・6%程度だった。つまり、今後日銀が正常化を進めていけば、長期金利はいずれ現在の1・1%から1・6%程度まで上昇していく可能性があるということだ。

しかし、米国債10年物金利が今後3%まで低下した場合は、異次元緩和開始前の日米長期金利のバランスからするとJGB10年物金利は現在の1・1%でちょうどフェアであり、あまり上昇しないと想定される。逆に、米国債10年物金利が今後5%を超えて上昇するような展開となれば、日銀が正常化をそうとう慎重に行ったとしても、JGB10年物金利の上昇は1・6%では止まらないだろう。米国長期金利の影響は大きいのだ。

同じようなことは、国債発行についてもいえる。日銀が今後、国債保有額を減らしていけば、市場に供給される国債は実質的にそれと同額だけ増加していくことになる。長期金利には上昇圧力が加わり、長期金利には上昇圧力が加わる。ただ、そこで政府が国債発行を減らして市場に供給される国債の量を抑えるか、減らさないまでも発行年限を短期化していけば、需給的な面から長期金利に加わる上昇圧力は緩和されることになる。

ここで、1つの見方として、政府と日銀の統合(≡連結)バランスシートを考えてみよう。日銀は現在、1100兆円強の国債発行残高総額の50%強を保有しているが、これは統合政府ベースで政府債務の約半分が実質的に日銀の負債に振り替わっている状態を意味する。

日銀の負債とは日銀券と日銀当座預金であり、要は政府の長期債発行が一部短期ファイナンスに置き換わっていることになる。貨幣は返済義務がないのでファイナンスではないという観念上の反論もあるだろうが、少なくとも日銀当座預金には金利もつので、実態としては短期ファイナンスである。

現在の政府債務(≡国債)の平均償還年限は約9年だが、統合バランスシート上では政府債務と日銀保有国債が相殺され、平均年限は約6年に短期化されていることになる。つまり、異次元緩和の本質的な意味合いは政府債務の実質的な短期化であり、日銀の国債保有削減は、短期化した政府債務の実質的な再長期化のプロセスだと

言い換えられる。負債の発行年限が長期化すれば、債券市場におけるリスクプレミアムが増大し、長期金利は上昇するわけである。

日銀の国債保有をこのように理解すると、市場で決定される長期金利水準は、需給的な面からは、政府による国債発行圧力と日銀の保有圧力の双方の要素が大きく影響して決まってくるといえる(他の需給要因が一定ならば)。極論すれば、日銀が今後国債保有を削減していく額にちょうど見合った規模で、政府が発行を減額ないし短期化すれば、長期金利の上昇圧力を完全に相殺してゼロにするこ

とさえ可能である。

前述の米国金利要因は人為的には動かしようのないものであり、ある意味で与件として捉えるしかない。しかし、政府の国債発行政策を日銀の買い入れ減額とバランスシート削減に対応して変化させていくことは、1つの政策オプションである。実際、政府債務の平均償還年限を現状の約9年に維持していかなくてはならない絶対的な理由はなく、海外との比較でも日本の平均償還年限は主要国の中で英国に次いで長い(米国は約6年)。今後、債務の平均償還年限を短期化していく意図を政府がどの程度持っているのかはわからないが、日銀が国債保有削減を進める中で長期金利水準がどの程度上昇しうるのかを考える際には、政府の発行政策とのバランスを見ていくことが重要である。

7月22～28日の経済日程

22日(月)

中国人民銀行最優遇貸出金利(LPR)発表

23日(火)

米6月中古住宅販売件数発表
イスラエル首相が米議会で演説

24日(水)

米7月製造業PMI(速報)発表

25日(木)

米6月個人消費支出(PCE)
物価指数発表
米4～6月期GDP(速報)発表
米6月耐久財受注(速報)発表
ユーロ圏6月マネーサプライM3
発表

26日(金)

7月東京都区部消費者物価指数
発表
米6月個人所得発表
米6月個人支出発表
米7月ミシガン大学消費者信頼感
指数発表

28日(日)

ベネズエラ大統領選挙