国債利回りはどこまで上昇するのか？

客員研究員
古金　義洋

〇高市政権の積極財政政策とそれに伴うインフレ懸念の高まり、日銀の量的引き締めによる国債需給悪化懸念が長期金利上昇要因に

日本の長期金利が上昇している。長期金利の指標となる10年国債利回りは10月末の1.655％から11月末には1.805％へと１か月で0.150％ポイント上昇し、さらに直近12月５日には1.950％へとわずか１週間で0.145％ポイント上昇した。２年前の2023年12月の同利回りは0.6％程度だった。この２年間で利回りは1.4％ポイント程度上昇したことになる。

物価上昇率が高止まるなかでの高市首相の積極財政政策が物価を一段と高騰させ、国債利回りを上昇させるのではないかとの懸念、また、国債増発による国債需給悪化が国債価格を下落（国債利回りを上昇）させるとの懸念が高まっていることが背景にある。

高市氏が自民党総裁に選出されたのが10月４日、自民党と日本維新の会との連立によって首相に選出されたのが10月21日だった。それが11月以降の利回り上昇につながった。

高市首相は「責任ある積極財政」を掲げる。財政政策の自由度を確保するため、2025～26年度に基礎的財政収支（プライマリーバランス、利払費を除いた財政収支）を黒字化するとの財政健全化目標について、単年度ごとに達成状況を見るのでなく「数年単位でバランスを確認する」方針に転換する意向を示した。

そして、積極財政政策の第１弾として、11月21日に一般会計で約17.7兆円、減税・特別会計を合わせた国費等で約21.3兆円の大規模経済対策を打ち出した。

経済財政諮問会議の民間議員に大胆な金融緩和と積極財政を提唱するリフレ派の論客を起用するなど、積極財政政策の正当化のため、足場を固めている。

これを受けて債券市場の懸念は高まっている。経済対策の規模が予想以上に膨れ上がったことに加え、そもそも物価高騰への対策が最優先となっている現在の日本で、拡張的な財政政策の効果は限定的になるのではないかとの疑問もある。

現在の日本の経済環境は、安倍元首相がアベノミクスを打ち出した2010年代前半とは大きく異なる。当時の日本経済は東日本大震災の後遺症が残るなかで需要不足の状態にあり、物価は下落基調だった。景気を押し上げるための財政金融面からの景気刺激策は正当化されるものだった。

これに対して、現在の日本経済はＧＤＰギャップがほぼゼロで、労働市場での慢性的な人手不足は需要が過大であることを示す。現在の経済環境から言えば、ガソリンの暫定税率廃止など物価高対策として打ち出された対策を含めて、多くは需要を増大させる政策であり、当面の物価を抑制できたとしても、先行きはインフレを加速させるおそれがある。

インフレは長期債を中心に国債利回りを上昇させるとともに、日銀がインフレを警戒して政策金利を引き上げれば、短中期債を中心とした国債利回りも上昇することになる。

一方、債券市場は国債増発による債券需給悪化が直接的に国債価格を下落（国債利回りを上昇）させるのではないかと懸念する。

補正予算案では一般会計歳出18.3兆円のうち、11.7兆円を国債の追加発行で賄うことに

一般社団法人 JA共済総合研究所
（https://www.jkri.or.jp/）

なった。高市首相は、補正予算で追加されても今年度の国債発行額は40.3兆円にとどまり、前年度補正予算の42.1兆円（決算では37.1兆円）より少額に抑えたことで「財政の持続可能性にも十分配慮した姿を実現することができた」と胸を張る。

だが、発行額が幾分抑制されたとしても、高水準な国債発行が続いていることは間違いない。しかも、日銀が量的金融緩和政策をやめ、国債相場の支えが失われたことが投資家の心理を慎重なものとしている。

日銀は2013年以降、大規模金融緩和、いわゆる異次元緩和を続けた。2013年から16年にかけての金融緩和は国債の大量購入によりマネタリーベースを増やし、それによってインフレ期待を高めて経済を回復させようとするものだった。その後、2016年以降実施されたのがイールドカーブ・コントロール（ＹＣＣ）政策で、短期金利である日銀当座預金金利をマイナス0.1％とする一方、国債買い入れによって10年物国債利回りが概ねゼロ％程度（23年には柔軟化で上限を引き上げ）で推移させる政策で、24年３月まで続いた。

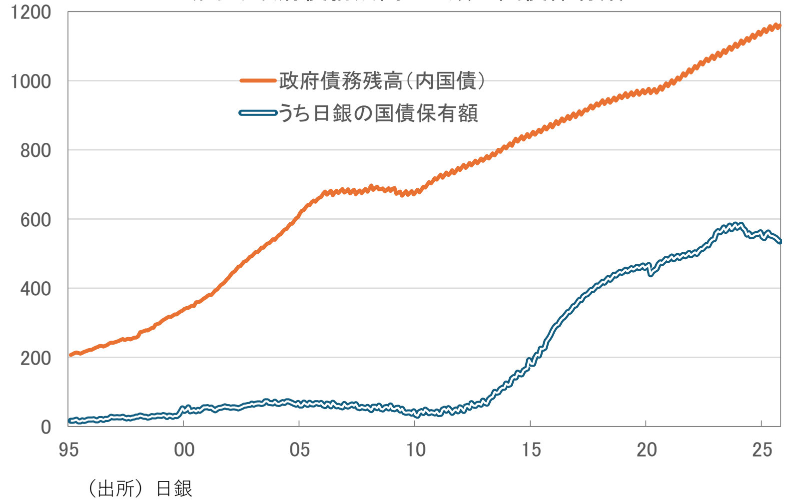
2014年３月末から24年３月末までの11年間の政府債務残高（内国債残高）は332兆円増加したが、同期間の日銀の国債保有残高は495兆円増と、財政赤字により市場に新たに供給される量以上の国債を日銀が買い上げるという状況が続いた（図１参照）。

だが、こうした量的金融緩和は終了し、日銀は2024年８月から月間の国債買い入れ額を四半期ごとに4,000億円ずつ減らすことを決めた。同年７月の国債買い入れ額は5.7兆円だったが、同年８～９月は4,000億円減らして5.3兆円に、その後も4,000億円ずつ減らして、10～12月4.9兆円、25年１～３月4.5兆円、４～６月4.1兆円、７～９月3.7兆円、10～12月3.3兆円と減額している。日銀の保有する国債の償還額は月６兆円程度であるため、23年末ごろをピークに日銀の保有国債は減少している。量的緩和政策が量的引き締め政策に転換されたと言ってよく、これが国債需給を悪化させる要因になっている。

日銀は2025年４月以降の超長期金利の上昇に対応し、同年６月、26年４月以降の国債買い入れ減額幅を縮小する措置を実施した。また、植田日銀総裁は、12月９日、最近の長期金利の動きについて「やや速いスピードで上昇している」と指摘し「通常の市場の動きと異なるような形で急激に上昇する例外的な状況では、機動的に国債買い入れの増額などを実施する」と述べた。

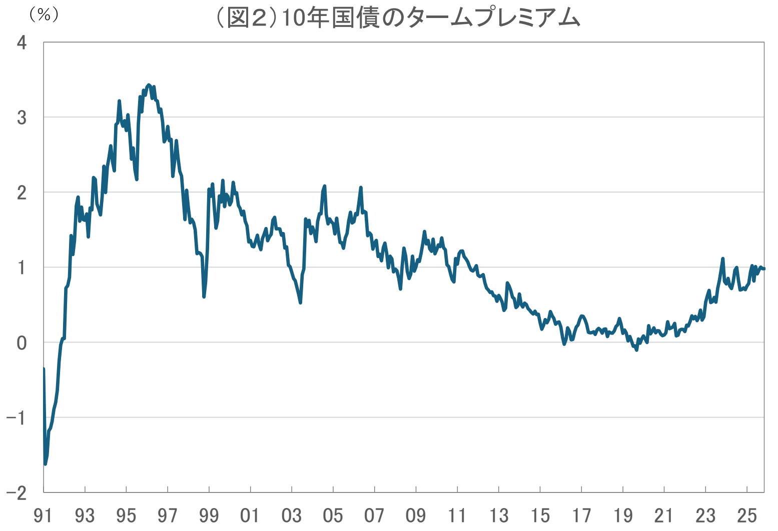
ただ、前述した通り、最近の10年国債利回り上昇は２年間で1.4％ポイント（月換算で0.06％ポイント）、この１か月余りで0.3％ポイントと、緩やかで比較的小幅な上昇であり、異常な上昇とは考えにくい。実際、日本で10

（図１）政府債務残高と日銀の国債保有額



（出所）日銀

年国債利回りが上昇した時期とほぼ同じ10月下旬から12月上旬にかけて、米10年国債利回りは0.2%ポイント強（3.95%から4.19%へ）上昇、独10年国債利回りは日本と同程度の0.3%ポイント(2.55%から2.86%へ）上昇した。「やや速いスピード」とは言え、この程度の市場の変化で、以前のような量的金融緩和が再開されることはないだろう。



（図2）10年国債のタームプレミアム
（出所）ブルームバーグデータよりJA共済総研が推計したもの

〇今後2年間で､政策金利は1.75%程度まで上昇、それに合わせて10年国債利回りは3.5%程度まで上昇へ

今後の国債利回りがどうなるのかについて、政策金利との関係からみていこう。日銀はこの12月会合で利上げに踏み切るだろうが、その後も、半年に１回程度のペースで利上げを続けていくだろう。

「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」というのが、現在の日銀の金融政策の基本的なスタンスだ。

植田総裁は､「見通し期間の後半（2026年度後半～27年度）にかけてのどこかでは基調的な物価上昇率が目標の２%に達するのではないかと思っている」「(そうなれば）政策金利は概ね中立金利水準になっている」と述べている。

中立金利の水準について、植田総裁は「狭い範囲に絞り切れていない」と述べているが、自然利子率（実質中立金利）がマイナス0.5%～ゼロで、２%物価上昇の目標が達成できているとすれば､その時の名目中立金利は1.5%～２%になる。

仮に、この12月に0.75%への利上げが実施されたあと、２年後の2027年10～12月に物価目標が達成され、政策金利が中立金利水準（1.5%～2.0%）の中間値である1.75%に引き上げられるとすると、機械的な計算では、半年に一度、0.25%ポイントの利上げが行なわれることになる。

では、２年後に政策金利が1.75%に引き上げられるとの前提で、10年国債利回りはどこまで上昇すると考えられるか。

本来、長期金利は、投資家が長期保有のリスクプレミアム（タームプレミアム）を要求するため、短期金利である政策金利より高くなるのが普通だ。

では、本来、10年国債利回りのタームプレミアムはどの程度なのか。ＪＡ共済総研がブルームバーグのデータを使って、10年国債利回りのタームプレミアムを計算したところ、量的金融緩和が始まる前の10年間（1991年１月～2001年２月）のタームプレミアムは約1.8%だった。日銀の関与が少ない、自由な金融市場の下でのタームプレミアムは1.8%程

一般社団法人 JA共済総合研究所
（https://www.jkri.or.jp/）

度だったと考えられる。

その後、日銀が量的金融緩和を開始した2001年３月以降、日銀の国債購入により、タームプレミアムは低下した。特に黒田前総裁が異次元緩和を開始した2013年４月から植田総裁に代わる23年３月までは日銀による大規模な国債購入とＹＣＣ政策により、投資家は安心して国債を購入できるようになり、タームプレミアムは一段と低下した（図２参照）。

10年国債のタームプレミアムは2001年３月から13年３月の平均で1.2%、その後、13年４月から23年３月の平均で0.2%と低下し、日銀の量的金融緩和（＝国債買い支え）がタームプレミアムを低下させ、それが国債利回りを低下させていたことになる。

この先、日銀の量的引き締め政策は続けられる。フローベースでの国債購入は徐々に縮小され（2017年10～12月には1.5兆円に縮小）、それに伴ってストックベースでの国債保有残高の減少ペースは速まっていくことになる。植田総裁に交代して以降の2024年４月から25年11月までのタームプレミアムは平均0.8%だったが、タームプレミアムの上昇は今後も続き、量的金融緩和が始まる前の1990年代の水準である1.8%程度まで上昇する可能性がある。

結果として、政策金利が1.75%に引き上げられるという前提での、２年後の10年国債利回りについては3.5%程度に上昇するという計算になる。

前述した通り、２年前の2023年12月の10年国債利回りは0.6%程度であり、この２年間で利回りは1.4%ポイント程度上昇した。２年後に現在より1.5%ポイント程度高い、3.5%程度まで10年国債利回りが上昇するのであるとすれば、ここまで２年間の上昇ペースとほぼ同程度の、緩やかなペースでの利回り上昇が続くということになる。

〇国債利回りが名目成長率を上回るようになれば財政危機が現実味を帯びてくる

もちろん、過去２年間と同様の緩やかな金利上昇とは言え、10年国債利回りが3.5%に上昇すると、留意すべき点もでてくる。

前述した通り、政策金利が1.75%で、10年国債利回りが3.5%というのが、正常化した金融政策のなかでの長短金利水準と言えるが、一方、ほぼデフレではなくなった過去３年間（2021～2024年度）の日本の名目ＧＤＰ成長率も年平均3.5%程度であり、名目成長率と10年国債利回りがほとんど同水準になる。

現在のように、金融正常化がまだ道半ばで、金融緩和によって国債利回りが低位に抑えられ、国債利回りが名目成長率を下回っている状態であれば、ドーマー条件により、プライマリーバランス（利払費を除く財政赤字）が多少の赤字でも、国債残高の対名目ＧＤＰ比は低下しやすく、同指標からは財政状況は改善しているかのようにみえる。

ところが、国債利回りと名目成長率が同水準になると、国債残高の対名目ＧＤＰ比を低下させるためには、プライマリーバランスが黒字でなければいけない。現在のようにプライマリーバランスが赤字なら、その分、国債残高の対名目ＧＤＰ比は上昇する。

さらに、何らかの要因で景気が低迷し、名目成長率が低下して、国債利回りが名目成長率を上回るような局面では、国債残高の対名目ＧＤＰ比は上昇し、それが財政状況の悪化を意識させることになる。そして、そうした財政状況の悪化は国債の信用リスクを高めて国債利回りを上昇させるおそれがあり、国債利回り上昇は景気にとってマイナスに作用するおそれもある。もちろん、財政状況悪化が

一般社団法人 JA共済総合研究所
(https://www.jkri.or.jp/)

意識される状況では､景気が低迷していても､これまでのような財政面からの景気刺激策は打ち出しにくくなる。

長期金利が名目成長率とほぼ同程度になった場合、若干の景気悪化が財政を悪化させ、それが景気を一段と悪化させると同時に、一段の財政悪化をもたらす、という悪循環につながるおそれがある。特に、現在のような高水準の国債残高を抱える日本では財政危機が現実味を帯びてくる。

日銀が大規模な金融緩和策を続けてきたことが、政府の財政規律を失わせるものになったことは確かだろう。だが、仮に、２年後に名目成長率と10年国債利回りがほぼ同水準になると､｢国債残高の対名目ＧＤＰ比が低下しているから、積極財政政策をとっても構わない」という理屈は通用しなくなる。いよいよ政府は真剣に財政再建に取り組む必要がでてくるだろう。

以上