

## 長期金利が2%を超えることはないのか

10年物国債金利が2006年度中に2%を超える可能性は小さいと予想されている。日本銀行が量的緩和政策<sup>(\*)</sup>解除後も極めて低い金利を維持すると表明しているため、長期金利が急上昇することはないとみられているのである。

10年物国債金利は日本銀行のゼロ金利政策<sup>(\*\*)</sup>開始から7年にわたって2%割れとなっている。量的緩和政策の開始後では、10年物国債金利が2%に迫ったことが一度ある。2004年夏、景気が順調に回復し、近い将来デフレから脱却できるのではないかとの見通しから、10年物国債の表面利率が、7月債は1.8%、8月債は1.9%に上昇した。

10年物国債金利の2%割れは異例の金融政策によってのみもたらされているわけではない。より根本的な要因は長期にわたる景気低迷や物価下落である。長期不況のもとで企業部門全体としては投資を減らし借入金を返済している。銀行貸出残高は減り続け、2006年1月でも前年同月比がマイナスとなっている。

消費者物価指数（生鮮食品を除く）は、2005年の11月、12月と2ヶ月連続して前年比が0.1%増となったものの、7年以上にわたって前年割れが続いた。

資金需要、物価の両面から長期金利を引き下げる力が作用しているのである。

### 2005年の長期金利

2005年に発行された10年物国債の表面利率は、最高で1.5%であった。10年物国債の入札は毎月行われている。景気の踊り場脱却宣言が出され、量的緩和政策の解除が現実味を帯びてきた10月以降発行の10月債、11月債、12月債の表面利率はいずれも1.5%となったものの、2004年夏のように2%に迫るまで上昇することとはなかった。

2006年に入ってからには量的緩和政策解除後の金融政策に対する見方が定まらず、1月債が1.4%、2月債は1.6%と不安定な動きになっている。

### 長期金利の考え方

長期金利は、経済見通しや資金事情の異なる経済主体間の資金需給により決まる。市場が決めた金利を説明するための方法の一つに、長期金利は次のような3要素から構成されると考えるものがある。

- ①生産性向上のため資本整備に投入される長期資金の収益率＝経済成長率
- ②物価上昇による購買力減少の補償＝物価上昇率

<sup>(\*)</sup> 量的緩和政策

2001年3月開始。金融機関が日本銀行に保有する当座預金の合計額を目標として資金供給を行う政策。消費者物価上昇率がゼロ%以上になるまで継続と表明。

<sup>(\*\*)</sup> ゼロ金利政策

1999年2月開始。2000年8月解除。コール・レート（金融機関同士の資金貸借で、申込日に融資を受けその翌日に返済するものに適用される金利）をゼロ近辺に維持する政策。デフレ懸念が払拭されるまで継続と表明。

③経済成長や物価上昇の見通しが実際と異なる場合に生ずる可能性のある損失の補填＝不確実な損失に対する保険料

この方法により、10年物国債の2005年における最高表面利率である1.5%を、

$$(\text{成長率}) 1.0\% + (\text{物価上昇率}) 0.0\% + (\text{保険料}) 0.5\% = 1.5\%$$

と解釈すると、1.5%という水準は低成長デフレ経済の金利であることが明らかとなる。

## 2006年度の経済

2006年度の経済は前年度比で、成長率が2%前後、消費者物価上昇率は0.5%程度と予想されている。この予想から2006年度を相変わらずのデフレ経済とみるか、あるいはデフレ脱却第1年目の経済と認識するかで、先行きの見通しが異なってくる。

2006年度以降も低成長デフレ経済が続くとみて、物価上昇率のみを若干変更し、上述の方法により、2006年度の長期金利を予想すると

$$(\text{成長率}) 1.0\% + (\text{物価上昇率}) 0.5\% + (\text{保険料}) 0.5\% = 2\%$$

となる。10年物国債金利が2006年度に2%を超えることはないとの予想のもとには低成長デフレ経済観があるのである。

日本経済は2006年度に低成長デフレ路線から脱出し、成長率、物価上昇率ともに上方修正されるとみると、

$$(\text{成長率}) 1.5\% + (\text{物価上昇率}) 1.0\% + (\text{保険料}) 0.5\% = 3\%$$

となり、長期金利は急上昇する可能性が出てくる。

## 2006年度の長期金利を左右する要因

金融政策や経済認識の転換がなければ、2006年度の長期金利が資金需給の面から上昇する可能性は小さい。民間企業設備投資は引き続き増加するが、企業部門全体としての資金余剰が大きく変わる兆候はみられない。唯一の資金不足部門である政府も国債発行額を前年度より減額する予算を組んでいる。

2006年度の長期金利を左右する最大の要因は金融政策である。量的緩和政策の解除がデフレ経済脱却宣言とみられ、各経済主体の将来見通しが変わると、長期金利は急上昇する可能性がある。量的緩和政策の解除後も、ある程度の期間コール・レートをゼロ近辺に維持するとの方針が打ち出されれば、量的緩和政策解除のインパクトは弱くなり、大方の予想通り10年物国債金利は2%を超えない可能性が強くなる。

日本銀行は量的緩和政策を始めるまでは、毎月4,000億円の長期国債を購入していた。量的緩和政策の開始後、買入額は引き上げられ、2002年10月以降は毎月1兆2,000億円、年間15兆円に近い額になっている。量的緩和政策の解除に伴い長期国債の買入額をどう変更するかは明らかにされていない。買入額の減少は国債需給にショックをもたらす可能性がある。買入額の変更は2006年度の長期金利に影響を与える最大の不確定要素である。

(日本経済研究所 研究主幹 松村 正俊)