

Topics

- ▶ 長期的にみると、実質経済成長率と消費者物価上昇率は金利水準を考える目安になるとみられる。
- ▶ 財政の持続可能性への懸念から財政赤字と経常赤字は金利水準を押し上げる要因となる恐れ。
- ▶ 日銀の金融政策変更後の長期金利（10年国債利回り）について、インフレ期待が日銀の物価目標並みに高まった場合、2.0~3.0%は不自然な水準ではないと考えられる。

ストラテジスト 中野 貴比呂

経済成長率と物価上昇率が金利の目安に

日銀の金融政策変更の時期等が注目されています。本稿では「名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率」の関係（フィッシャー方程式）から、金融政策変更後の日本の長期金利（10年国債利回り）水準の目安を探ります。

上の式で実質金利は、実質期待経済成長率に連動すると考えられます。企業が借入れにより投資する場合、借入金利以上の収益率が見込めなければ投資を見送ると考えられます。そのため、実質金利は企業が行う投資の限界的な実質期待収益率とほぼ等しいとみなすことができます。経済全体に当てはめると、実質金利は実質期待経済成長率とみなすことができます。また、将来の期待は過去の実績を基に形成される部分があるため実質期待経済成長率は実質経済成長率に、期待インフレ率は消費者物価上昇率に連動すると考えることができます。

一方、国債の保有には残存年限の違いを含め、各種リスクが存在するため、投資家はリスクに応じた上乗せ金利を要求することになると考えられます。

以上から、長期金利は「実質経済成長率 + 消費者物価上昇率 + リスクに応じた上乗せ金利」に連動すると考えることができます。ただし、期間・年限の捉え方や金利の期間構造など考慮すべき要因が多数あり、仮定を重ねているため幅を持って解釈する必要があります。

日本の実質経済成長率と消費者物価上昇率の和と長期金利（10年国債利回り、一部9年）の推移を比較するとおおむね連動して推移していることが確認できます（図表1）。金融政策や財政に対する懸念の強まりなど他の要素を除けば、実質経済成長率と消費者物価上昇率の和は長期金利の水準を考える目安の一つになると考えられます。

日銀の国債買い入れも金利水準に影響

続いて、成長率と物価以外の要因について考えます。中央銀行の金融政策も金利水準に影響します。日銀は2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入し、大量の国債買い入れによって長期金利の低下を促しました。日銀が2016年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では長期金利の目標を定めました。その結果、直近の日銀の国債保有比率は5割を超えています（図表2）。

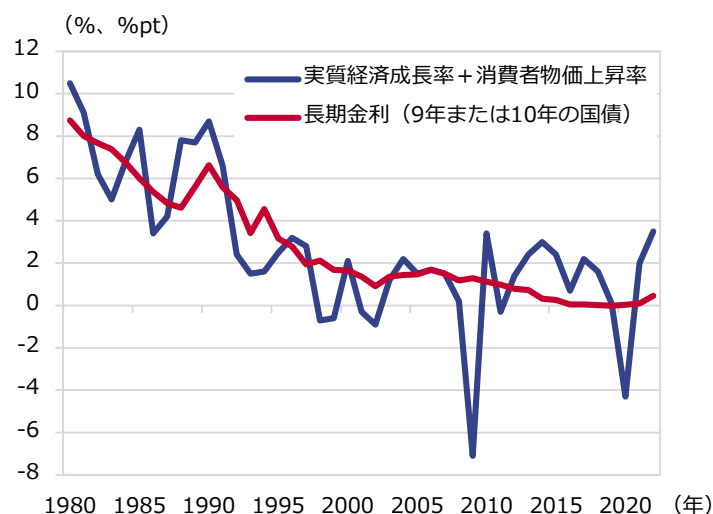
日銀の国債買い入れに対する姿勢は金利水準を左右する重要な要素となります。日銀が現在の金融政策の変更後も、何らかの形で国債買い入れを継続する場合、規模や方法などによっては金利水準を抑制する可能性があります。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 日本の経済・物価と長期金利の関係

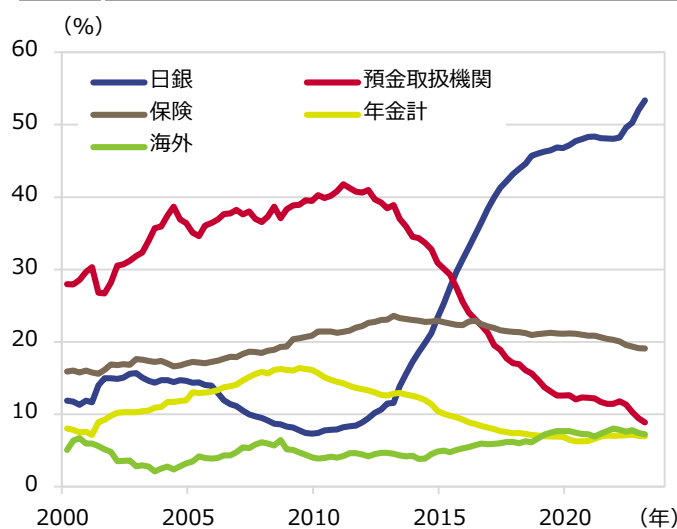


期間：1980年～2022年（年次）

注：実質経済成長率は複数の基準の実質GDP前年比を接続し作成。消費者物価上昇率は全国、総合、年平均。長期金利は1985年までは9年の国債、1986年以降は10年の国債の年末の半年複利。

出所：内閣府、総務省、財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日本の主体別国債等保有比率の推移



期間：2000年1-3月期～2023年1-3月期（四半期）

注：国債・財投債の保有比率。

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

財政への懸念は金利を押し上げる恐れ

金利水準を考える上で、財政への信認度合いも重要です。日本の財政への懸念が高まった場合、投資家が国債を購入する際にリスクに見合うよう、より高い金利を要求する恐れがあります。歳出の見直しが行われず、高い金利で国債発行を行えば利払いの負担が増大し、更なる金利上昇を招く悪循環に陥る危険もあります。

2009年10月に明らかになったギリシャの財政赤字の粉飾をきっかけとした2010年代前半の欧州債務危機では、財政への懸念から、一部の国の金利が大幅に上昇しました。

日本では国の一般会計において、歳出が歳入を大幅に上回る状況が続いており、毎年多額の国債発行によって不足分が賄われています(図表3)。日本では少子高齢化が続くと予想されており、社会保障関連費用の増大などによって一段と財政の状況が悪化した場合、金利水準が上昇する恐れがあります。

財政赤字下の経常赤字は金利上昇リスクに

国際収支統計の経常収支の動向も金利水準に影響を及ぼす可能性があります。経常収支が黒字であるか赤字であるかは一国の経済の資金過不足を示すものです。そのため、必ずしも黒字だから良い、赤字だから悪い、ということの意味するわけではありません。ただし、経常赤字、すなわち国内の資金不足が政府部門の財政赤字によって生じている場合、財政の持続可能性の観点から問題となる場合があります。

政府部門が大幅な資金不足、つまり財政赤字の場合、経常黒字であれば家計や企業の民間部門が大幅な資金余剰であって、国内だけで国債発行などによる政府部門の資金調達が可能であることを意味します。しかし、経常赤字であれば国内全体で資金不足の状態にあるため、海外部門から資金を調達しなければいけない可能性があることを意味します。他国と比較して相対的に金利水準が低い場合、海外部門からの投資を促すため、国債発行において高い金利を設定しなければいけなくなる可能性があります。一定以上の経済規模を持つ国等の、コロナ禍前(2015~19年)における経常収支と長期金利(10年国債利回り)の関係を見ると、経常収支が黒字だと金利が低く、赤字だと金利が高い傾向があります(図表4)。

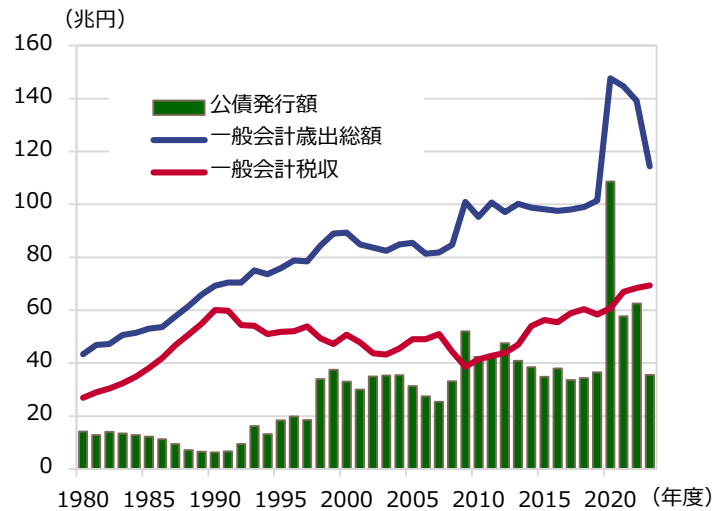
これまで日本では経常黒字が続いていたことから、海外部門による国債保有比率は低い水準で推移してきました(前頁図表2)。しかし、大幅な財政赤字の状況下で経常赤字が続く、海外からの資金調達への依存度が高まった場合、金利水準は上がる可能性があります。

日本の金利水準の目安を探る

潜在成長率について、日銀は2022年10月~2023年3月の年度半期を前年比0.3%、内閣府は2023年1-3月期を前期比年率0.4%としています。そのため、日本の成長率はおおむね0.0~1.0%程度の水準になると予想されます。また、日銀は物価目標を2%としています。

解釈には幅を持つ必要がありますが、金利と成長率・物価の関係から、インフレ期待が物価目標並みに高まった場合、2.0~3.0%程度の長期金利(10年国債利回り)の水準は不自然ではないこととなります。逆にインフレ期待が高まらなかった場合、0.5~2.0%程度が長期金利の目安になると考えられます。ただし、財政収支や経常収支は、金利を押し上げる要因となる恐れがあり、動向には注意が必要です。

図表3 日本の歳出・歳入・公債発行額の推移

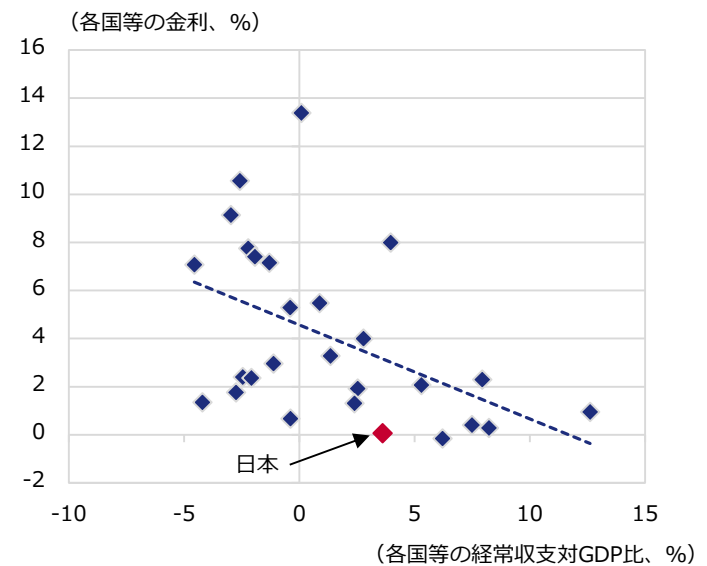


期間：1980年度~2023年度(年度)

注：2021年度までは決算、2022年度は第2次補正後予算、2023年度は予算。

出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 経常収支と長期金利の関係



期間：2015年~2019年の各年の平均値

注：IMF(国際通貨基金)によるPPP(購買力平価)ベースGDPシェアの2015年から2019年の平均値が一定規模以上の国等を抽出し、ファクトセットで2015年から2019年の長期金利のデータを取得可能な国等を表示。対象はオーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、コロンビア、フランス、ドイツ、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、マレーシア、メキシコ、オランダ、ナイジェリア、フィリピン、ポーランド、ロシア、南アフリカ、スペイン、スイス、台湾、タイ、英国、米国、ベトナムの27の国等。長期金利は2015年~2019年の10年国債利回りの各年年末値の平均。経常収支対GDP比はIMFのデータの2015年~2019年の各年の値の平均。破線は傾向線。出所：ファクトセット、IMF「World Economic Outlook Database, April 2023 Edition」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。