

日本の金利はどこまで上がるのか 正常性バイアスと「円金利急騰シナリオ」

三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史



12月18、19日に開催される日銀の金融政策決定会合を前に、市場では追加利上げの有無に関心が集まっています。特に、レバレッジをかけて大きなポジションを振り回すトレーダー達は、「今月か、来月か」という利上げの実施時期について、神経をとがらせているように思われます。しかし、短期の値幅取りを狙う一部の市場参加者を除けば、短期的な利上げタイミングよりも、「円金利はどこまで上昇するのか」という将来の金利動向の方がより重要なのではないのでしょうか。そこで今回は、様々な仮説を置いたうえで、日本の長期金利の上昇余地について考えてみたいと思います。

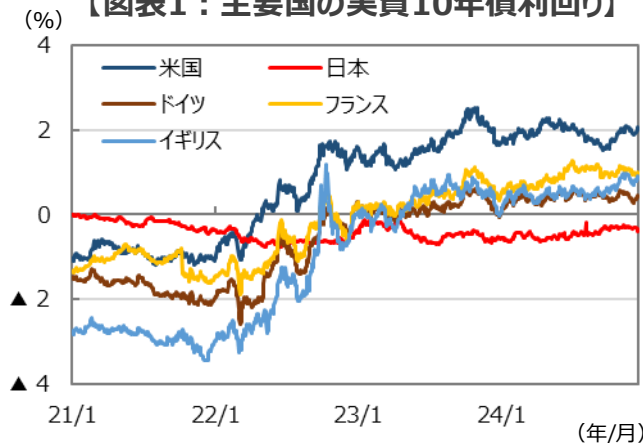
1 異常な低金利が続く日本

- 弊社では、変動の大きい食品を除いた消費者物価指数（コアCPI）について、来年度から再来年度にかけて2%前後の水準で推移するものと見ています。そして、日銀は政策金利を現状の0.25%から2025年1月に0.5%へ引き上げ、その後も7月に0.75%、2026年1月には1%へと段階的に引き上げていくものと予想しています。このため、日本の長期金利は今後も徐々にレンジを切り上げていくものと想定していますが、足元の日本の10年国債（10年債）利回りは1%を若干超える水準に留まっています。

実質金利マイナスはG7で日本だけ

- こうした日本の低金利は、インフレを考慮するとさらにその違和感が際立ちます。市場が織り込む期待インフレ率を控除した日本の実質10年債利回りは、現在▲0.386%で、G7では唯一マイナスとなっています。ちなみに、米国の同実質利回りは2.053%、欧州で最も信用の高い（金利の低い）ドイツは0.455%、フランスは1.012%、イギリスは0.897%などとなっており、日本の長期金利は突出して低い水準に留まっています（図表1、データはいずれも12月13日時点）。
- 政策金利は各国の中央銀行が決めるものですから、ある程度人為的なコントロールが可能です。しかし、市場メカニズムにより決まる長期金利は、そういう訳にはいかないでしょう。では、どうして日本の長期金利は突出して低い水準にとどまっているのでしょうか。
- 過去の異次元緩和の影響だとする意見もあります。しかし、10年債の利回りだけが極端に低い状態は既に解消し、イールドカーブの形状は普通の緩やかな右肩上がりに戻っています。また、日銀が集計する債券市場の機能度判断DIを見ても、市場の値付け機能は着実な改善傾向にあることが伺えます（図表2）。

【図表1：主要国の実質10年債利回り】



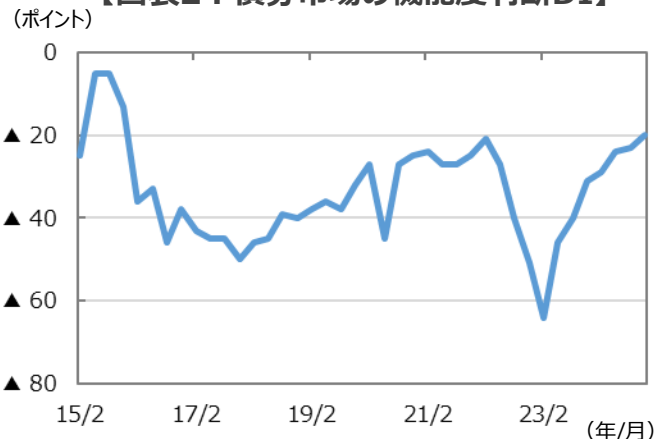
(注) データは2021年1月1日～2024年12月13日、実質金利は10年債利回りから市場が織り込む期待インフレ率である10年ブレイク・イーブン・インフレ率を控除したもの。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

大規模緩和は終了、市場機能改善でも低金利の不思議

- 日銀行員や外部研究者による研究の成果を公表する、日本銀行ワーキングペーパーシリーズの「大規模金融緩和の金融システムへの影響に関する反実仮想分析（2024年6月）」によれば、「大規模緩和には、イールドカーブを大幅にフラット化させる効果があった」と記されています。そして、10年債利回りへの押し下げ効果は、おおむね0.8%前後との試算が図示されています。一方、実際の債券市場の動きを見ると、2020年末から直近まで期待インフレ率（10年）は約1.4%上昇し、更に大規模金融緩和が終了したにも関わらず、同期間の10年債利回りの上昇幅は約1%に留まっています。なぜ、大規模緩和が終了し、インフレの高止まりが続いているにもかかわらず、長期金利は低水準が続いているのでしょうか。

【図表2：債券市場の機能度判断DI】



(注) データは2015年2月～2024年11月、調査は毎年2、5、8、11月に実施、DIは「高い」から「低い」を差し引いた「現状」の数字。
(出所) 日銀のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

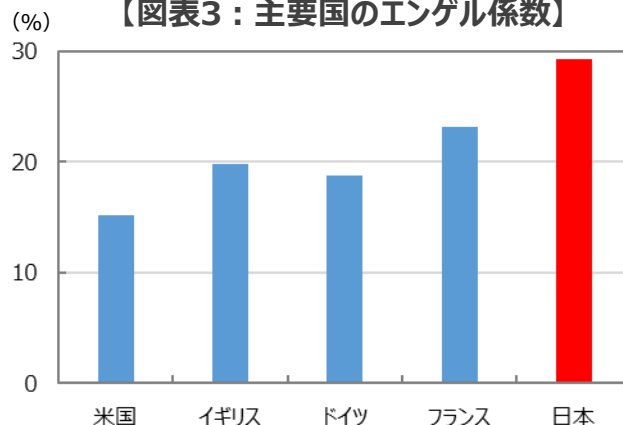
2 「正常性バイアス」という仮説

- 都合の悪い情報から目をそらすことを、心理学では「正常性バイアス（Normalcy bias）」と呼びます。例えば、災害や事故、事件により危険が迫っている時でも、人はパニックに陥る事を回避するため、①都合の悪い情報を無視したり、②「まだ大丈夫」と過小評価したり、その結果として、③必要な回避行動をとらないことが少なくありません。日本のコアCPIは、2022年4月に約7年ぶりの2%台となる2.1%を付けて以降、31カ月連続で2%超の水準が続いています。こうした長期にわたる日本のインフレを「一時的」と考えるのは、さすがに無理が生じてきているのではないのでしょうか。

インフレで進む貧困、エンゲル係数は40年ぶりの高水準に

- 食品価格の高騰と実質賃金の低迷から、日本のエンゲル係数は約40年ぶりの高水準となる約29.3%まで上昇しています（図表3、2024年7-9月期）。こうした厳しい状況にも関わらず、長期金利がインフレに反応しないのは、保険会社に代表される一部の機関投資家が積極的な買い姿勢を見せていること、日本経済が更なる利上げに耐えられないと考える向きが多いこと、そして、政治的なプレッシャーもあって日銀は大胆な利上げには踏み切れないとの見方が多いこと、といった要因が挙げられそうです。
- こうした長期金利の上昇を抑え込む要因の背景にあるのは、①インフレの実態から目を背け（無視）、②本格的な利上げは先と考え（まだ大丈夫）、だから③債券の保有を続けても大丈夫（回避行動はとらない）と考える、「正常性バイアス」のせいかもしれません。

【図表3：主要国のエンゲル係数】



(注) 日本のデータは2024年7-9月期の二人以上の世帯、その他の国は2022年の通年。エンゲル係数は食品、飲料、酒類、外食支出の合計の総消費支出に占める割合。
(出所) 総務省、経済協力開発機構（OECD）のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 Rスターを起点に検証する金利上昇ポテンシャル

- もし、日本の低金利の背景にこうした「正常性バイアス」があるならば、円金利は些細な出来事をきっかけに大きく上昇に転じる可能性があります。そこで、自然利子率や期待インフレ率、そして金利の長短スプレッドを使い、10年債利回りのフェアバリューを試算していきます。具体的には、まず、①日本の自然利子率の推計値を起点に、② 市場の期待インフレ率を加えて景気に中立な政策金利を試算し、これに③長短スプレッドを加えて10年債のフェアバリューを試算します。
- 「自然利子率」は、景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない実質金利の水準のことです。英語では“Neutral rate of interest”、略してRスター（R*、Rは実質金利Real interest rateの頭文字、スターは星印「*」のことで「特別な」「特定の」という意味）とも呼ばれます。
- 自然利子率は一般に推計が難しく、計算方法によりばらつきが大きいとされています。ちなみに、日銀では複数のモデルを用いて日本の自然利子率を試算していて、その結果は▲1～+0.5%としています。
- 自然利子率の推計には、需給ギャップと実質金利の関係などを仮定して景気中立的な金利水準を試算する「準構造モデル」と呼ばれる手法が良く使われています。そこで、今回の試算では代表的な「準構造モデル」である「Laubach-Williamsモデル」の発展形で、米ニューヨーク連銀も自然利子率の公表データの算出に使用している「Holston-Laubach-Williamsモデル（HLWモデル）」の数字を用いることとします。

景気に中立な政策金利の推計

- 日銀が試算するHLWモデルを用いた日本の自然利子率は、直近の値で0.509%とされています（図表4、2023年第1四半期時点）。自然利子率はインフレ調整後の実質値なので、この数字に市場が現在織り込んでいる期待インフレ率（10年、1.428%、12月13日時点）を加えて景気に中立な名目の政策金利を試算すると、その結果は1.937%になります。
- 次に、10年債利回りを試算するため、景気に中立的な政策金利に「政策金利と10年債の利回り格差（スプレッド）」の0.792%（12月13日時点）を加えると、計算結果は2.729%になります。



日本の長期金利のフェアバリューは2.7～3.1%か

- ちなみに、「政策金利と10年債のスプレッド」は、アベノミクスによる異次元緩和の実施時期に大きく縮小していたことが確認できます。そこで、2000年1月以降、2012年12月の第2次安倍政権発足までのスプレッドを確認すると、平均値は1.184%（中央値1.192%）でした。そこで、この長短スプレッドの平均値に景気に中立な政策金利の推計値を加えると、10年債利回りの試算値は3.121%となります。

- 直近の長短スプレッドを使用した10年債のフェアバリューは2.729%、異次元緩和前の約12年間の平均値を使用した結果は3.121%となり、いずれも足元の10年債利回りの1.042%（12月13日現在）からは相当な隔たりがあることが確認できます（図表5）。

【図表5：日本の10年債利回りの推計値】

（%）

自然利子率	期待インフレ率	景気中立な政策金利	長短スプレッド	10年債利回り
0.509	1.428	1.937	0.792/1.184	2.729/3.121

（注）データは2024年12月13日時点。長短スプレッド及び10年債利回りの左の数字は直近の数字、右は2000年1月～2012年12月の平均値と、それらを使った推計値。

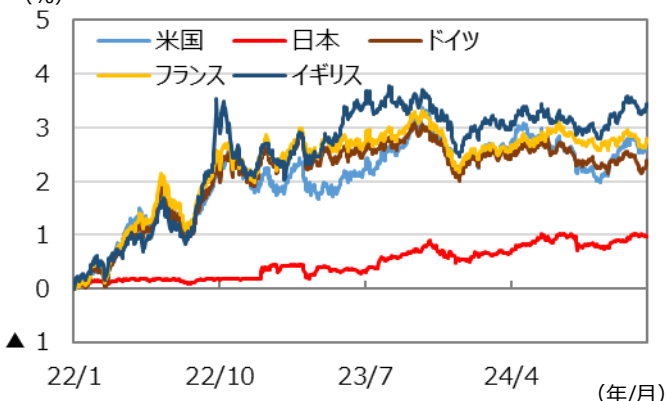
（出所）各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- これらの結果は、一見すると現実離れた水準に見えますが、海外の主要国と比較するとそうした違和感は薄れていきます。というのも、主要国の長期金利はコロナ禍後のインフレ圧力の高まりから大きく水準を切り上げていて、例えば、米国の10年債利回りは、2022年1月から2023年10月のピークにかけて約3.36%上昇しています。同様に、ドイツ国債は▲0.12%から2.98%へ、フランス国債は0.24%から3.56%へ、イギリスのギルト債は0.97%から4.74%へと、いずれも3%前後の大幅な上昇を見せています（図表6）。

- 現在、日本のCPIと欧米主要国のCPIはほぼ同水準にありますが、日本の長期金利だけは2022年1月以降の上昇幅が僅かに約1%にとどまっています。こうして見ると、日本の長期金利だけが現在の水準に留まっていることの方がむしろ不自然に感じられ、今回の試算値が示すような2%台後半～3%程度の金利水準の方が、むしろ腹落ちする数字に見えてきます。

【図表6：コロナ禍後の主要国の長期金利の上昇幅】

（%）



（注）データは2022年1月3日～2024年12月13日、2022年1月3日を起点とした上昇幅。金利は各国10年債利回り。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

まとめに

日本の国債利回りは、海外との比較で驚くほど低いように見えます。こうした円金利の低さは、日本のCPIが31カ月連続で2%を上回り、今後も暫くは2%台での推移が見込まれる現状にあって、持続可能なのでしょうか。もし、危険を過小評価する「正常性バイアス」が働いているならば、非常口が混みあう前に逃げ出した方が良いのかもしれない。

自然利子率や金利の長短スプレッドを仮定して日本の10年債利回りのフェアバリューを試算すると、その水準は約2.7%～3.1%にも達します。こうした数字は現実離れして見えますが、日本のインフレ率が欧米諸国と遜色ないと、そして、欧米諸国の長期金利が日本よりもはるかに高水準にあることを考えると、あながち的外れな推計とも言えないように思われます。

ここも
チェック！

2024年12月 6日 悲観の中から生まれる「日本株再起動シナリオ」 日経平均4万円という薄壁
2024年11月26日 トランプ相場が増幅する円高リスク 政治相場の賞味期限

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.