

# 明日 への 話題

## パラダイム・ シフト



公益財団法人 国際金融情報センター  
理事長

かとう たかし  
**加藤 隆俊**

過日会話したスイスの知人によれば、先日の10年物スイス国債の入札において初めてマイナス金利がついた、とのことである。ユーロ圏においては、最も信用度の高いドイツ国債ばかりでなく、短期物のフランス国債やイタリア国債にもマイナス金利がついた。最近の報道では、新興国であるポーランドの3年物スイス・フラン建て国債の入札でも、主要新興国の国債として初めてマイナス金利がついたとのことである。御案内のように、公的債務残高のGDP比が国際的にも飛びぬけて高い日本の国債に関しても短期国債はこのところマイナス金利がつき、かつ国内外の投資家の投資需要は強いようである。

一時期1%前後の10年物日本国債の利回りは、「日本の失われた20年」を体現するものとして海外から批判されてきた。しかし最近ではドイツ国債の利回りが短期債から長期債まで日本国債を下回った現象が起きている。また何故マイナス金利国債への需要が強いのかについては、中銀（日銀、ECB、スイス中銀等）の量的緩和による国債の値上がり期待、ALM面からの必要資産、レポ取引等における担保価値、円・ドルスワップにおけるドル・プレミアムに着目したドルベースの投資家から見たインセンティブなど合理的な説明がついている。

こう見てくるとマイナス金利は、一時的な要因に起因する異常な状態と性格づけることには無理があるように思える。換言すれば、時間の機会費用に対するコストという従来の金利の考え方からするとパラダイム・シフトが起きていると言っても過言ではなからう。

近い将来を展望してみると、先進国のみならず主要新興国でも潜在成長率の顕著な低下が懸念されており、そうなると主要中銀はなかなかQEから出口への糸口が見えてこない、即ちマイナス金利は簡単には解消しないとの見方にも一理があるのではないか。

翻ってマイナス金利のリスクを考えた場合、世界的な貯蓄過剰の中で預かり資産は着実に増加する一方、安全資産たる国債利回りの大幅な低下（場合によってはマイナス利回り）を補うべく生保・年金・銀行等の運用者は従来の基準からすればリスクの高い資産への運用インセンティブが働いていると見られる。世の中には「フリーランチ」は存在しないことを関係者は銘記すべき時期にあるのではなからうか。