

金融緩和による債券市場の 機能低下に対する危惧

ニッセイ基礎研究所 金融研究部上席研究員

徳島 勝幸



1. はじめに

日本銀行が昨年10月31日に導入した追加の金融緩和（いわゆる“ハローウィーン緩和”）で、日本の国債金利はかつてない水準まで低下するに至った。財務省の発表する国債金利情報を見ると、この2月までで金利が一度でもマイナスになった年限は、最長で4年となっている（ゼロ金利は6年まで）。かつては、金利がマイナスになってまで債券を購入する

ことは、投資して利息を支払うことになるから有り得ないと考えられてきた（『金利非負仮説』）。ところが、日本の国債市場においても、過去において元利金償還手数料収入を前提とした技術的な要因から償還直前の銘柄がマイナス利回りで取引される現象が確認されており、債券そのものの本質的な経済特性からだけでなく、担保ニーズ等国債が有する別種の特性に基づく需要から金利がマイナスになることが知られていた。

今回の強力な日本銀行による量的・質的金融緩和によって、マイナス金利が中期年限にまで及んだ背景としては、短中期の国債が多く買い取られたために市場での流動性が低下し、担保ニーズ等の手段としての国債への需要からマイナス金利まで買い進まれたことがあるとされる。結局のところ、マイナス金利で相手に利息を払ってまで債券を購入したり、金融機関にマイナス金利の預金を行うということは、単体では経済合理性を欠くと考

〈目 次〉

1. はじめに
2. 国債利回りの低下と金融機関行動
3. 国債利回りの低下と変動性の上昇
4. 機関投資家に及ぼす影響
5. 金利指標としての10年国債利回り
6. おわりに
～VaRショックの再来はあるか～

えられ、技術的な要因がない限り長期に継続することはないと期待される。実際に、2月に入ってからは、財務省の公表する金利情報においてマイナス金利は確認されていない。

なお、欧州の幾つかの国においては、中短期の国債金利がマイナスとなるだけでなく、企業向け銀行預金に対してマイナスの付利が行われるといった事態が生じている。小口顧客向けの預金に対してマイナス金利を付すことは考え難いが、ほとんどゼロ金利となっても銀行預金から流出しようとしないう個人金融資産の多くを強制的に他へ振り向けさせるには、マイナス金利は有力な手段かもしれない。ただし、既に限りなくゼロに近い普通預金金利に対し、ATM利用手数料や口座維持手数料といった名目で手数料を課すことは行われており、実際には、個人の銀行預金についてもマイナス金利に近い状態となっていると見る事が出来よう。

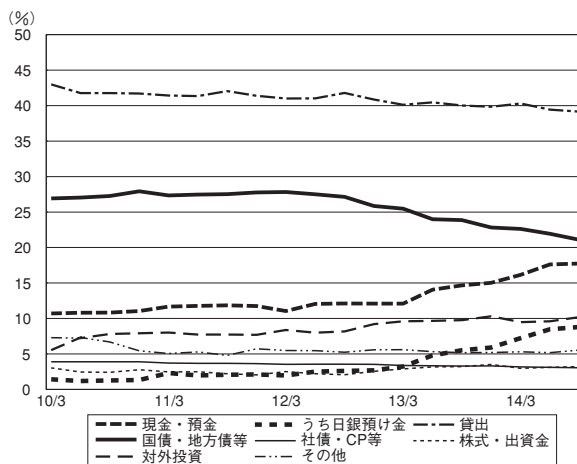
■ 2. 国債利回りの低下と金融機関行動

金融機関等にとっては、国債金利がマイナスになる事態において、本来ならば、国債を購入するよりも他の資産へ投資すべきである。日本銀行も現在の量的・質的金融緩和採用の当初から、ポートフォリオリバランス効果を期待すると明言していた。ところが、実際の資金の流れを見ると、地域金融機関は国債残高を維持しつつ、より長期の年限へとシ

フトしていた。かつて2003年のVaRショック前にも確認された展開である。負債のデュレーションが短い金融機関にとって、運営コストや預金保険料の負担を賄うために投資する国債の年限を長期化することは、ALMのミスマッチの原因となる。かつて米国でのサブプライムショックを拡大したSIV (Structured Investment Vehicle)が、同様に、長短のミスマッチ構造になっていたことは記憶に新しい。必要なコストを賄うことと、長短ミスマッチを管理することの両立は、必ずしも容易ではない。

一方、メガバンク等は国債残高を引続き圧縮している。国債からの資金の移動先は、企業等への貸付ではなく、ほとんどが日本銀行へ当座預金であった。かつてのゼロ金利政策の時代には、日銀当座預金は付利されていなかったが、現在では0.1%の利息が維持されている。中期年限までの国債を購入してもマイナスの金利しか得られない状況で、一定残高を上回る部分について引出し自由の日銀当座預金に対し0.1%という相対的に高い利回りを付すことは、日本銀行に口座を設け当座預金を設定している金融機関等に対する優遇措置であるようにすら見える。2月に入って若干国債の金利水準は上昇しているものの、この約3ヶ月間において、0.1%を下回る国債利回りは最長で8年まで確認(1/19)されている。つまり、日によっては、日銀当座預金で残存8年の国債を購入するのと同様の利回りを得ることが可能なのである。当座預

(図表 1) 預金金融機関の資産構成推移



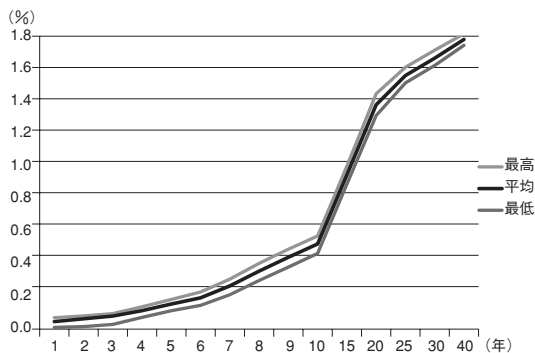
(出所) 日本銀行「資金循環統計」を基に筆者グラフ化

金への付利をゼロにすることに対しては、かつてのゼロ金利政策への回帰となることや、金融政策の機能低下に対する危惧から、日本銀行は及び腰である。また、メガバンク等が国債に代わる収益源としているために、付利利率を見直した場合には金融機関経営への大きなインパクトにもなりかねない。

3. 国債利回りの低下と変動性の上昇

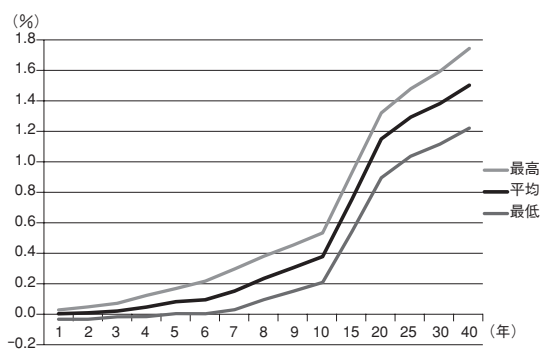
国債利回りはハローウィーン緩和を経て顕著に低下したが、その後、2月初めの10年長期国債入札以降変動性が增大している。1月

(図表 2 a) ハローウィーン緩和以前の年限ごとの国債金利水準



(出所) 財務省「国債金利情報」を元に筆者作成

(図表 2 b) ハローウィーン緩和以降の年限ごとの国債金利水準



(図表3) 追加緩和以降の年限ごとの利回りと以前との差(%)

年限	1	2	3	5	7	10	15	20	25	30	40
最高	0.025	0.045	0.069	0.166	0.294	0.531	0.927	1.318	1.476	1.591	1.741
平均	0.000	0.006	0.018	0.079	0.149	0.376	0.752	1.147	1.290	1.379	1.499
最低	-0.036	-0.036	-0.020	0.001	0.027	0.206	0.540	0.892	1.034	1.113	1.218
標準偏差	0.015	0.024	0.027	0.044	0.065	0.079	0.098	0.109	0.112	0.117	0.126
(差)											
最高	-0.045	-0.036	-0.026	-0.016	-0.013	-0.041	-0.075	-0.128	-0.133	-0.123	-0.073
平均	-0.046	-0.057	-0.062	-0.075	-0.116	-0.148	-0.197	-0.231	-0.268	-0.285	-0.280
最低	-0.046	-0.051	-0.049	-0.112	-0.184	-0.259	-0.352	-0.420	-0.479	-0.507	-0.526
標準偏差	0.001	0.008	0.011	0.031	0.046	0.056	0.072	0.077	0.084	0.092	0.109

(出所) 財務省「国債金利情報」を元に筆者作成

まではマイナス金利の見られた中短期年限も、2月に入ってむしろ金利は上昇している。10月31日を境に前後80営業日ずつの年限ごとの国債利回りを見ると、金利水準の低下と同時に、金利の変動幅が大きく拡大しているように見える(図表2aおよび2b)。

実際に統計値を見ると、図表3のような結果となっている。基本的な構造としては、もっとも低下したのが最低利回りであり、続くのが平均利回りで、最高利回りは最低や平均ほど下がっていない。同時に、長期から超長期年限を中心に、利回りの変動性を表わす標準偏差が大きく上昇していることがわかる。つまり、年限ごとに見ても金利の低下は顕著であるが、特に長い年限で金利変動幅が大きくなっているのである。図表2bを見ても、この動きは顕著である。これは、日本銀行が大量の既発国債を市場から買入れたために、金利水準そのものは低下したものの、利回りの変動性が拡大したものと見ることができ。黒田総裁は「流動性や市場の機能には十分配慮して状況を把握している」(2015年2

月27日発言)とするものの、物価上昇率2%達成によるデフレ脱却という目標のために、国債流通市場の安定性を損なっているという批判は免れないだろう。

日本銀行が3月に公表した債券市場サーベイ(注1)では、債券市場の機能度が3ヶ月前と比べ低下したとする調査対象先が75%にも上っている。具体的には、ビッド・アスク・スプレッドの拡大や、取引における板の厚みの減少等を指摘する市場参加者が多い。現状認識としても、債券市場の機能度を高いとするものはわずか5%であり、さほど高くないとする回答者が65%にも上っている。このような市場参加者の声に対して、日本銀行は真摯に耳を傾けるべきであろう。

■ 4. 機関投資家に及ぼす影響

日本銀行は、当初2年と設定していた量的・質的金融緩和による物価上昇率2%の達成目標の期限を、相当程度先延ばしする方向にある。昨年秋以降顕著になった原油価格の下

落によって、円安による輸入価格の上昇が抑制されていることの他、2014年4月の消費税率引上げによって、消費の長く低迷していることが背景にある。政策の導入当初から、量的・質的金融緩和は2%の物価安定の目標の実現を安定的に持続するために必要な時点まで継続する（時間軸効果）とされており、現在のような低金利水準が、今後も長期間にわたって継続する可能性が高い。経済環境によっては、更なる緩和手段が盛り込まれる可能性も否定できない。ただし、国債市場の関係者は、もうこれ以上国債を吸い上げて市場の流動性を低下させないでほしいと願っているようである。

低金利水準の長期にわたる継続は、これまで腰の重かった機関投資家の投資行動に、大きな変化を与える可能性が出ている。特に、MMFやMRF等短中期の債券ファンドの運用者からは、マイナス金利の国債を購入できないという切羽詰った声がある他、運用手数料を考慮して極度の低金利水準では購入を見送っているといった実態が明らかになっている。物価上昇へ誘導するための金融緩和政策によって金融市場の機能が損なわれているのは、目標は正しくとも手段に問題があることの証左ではなからうか。足元の状況を、デフレからの脱却を確実にするために甘受せざるを得ない痛みとして良いのだろうか。それならば、出口に向けたビジョンを明確にするとともに、「2年で2%」と宣言した目標をなし崩しに期限延長するのではなく、これまで

の成果と課題とを点検し、改めて目標と期限と追加する手段とを市場に向けて明確に提示するべきであろう。

低金利の弊害は、中短期市場の参加者だけに影響するものではない。負債側の調達コストが必ずしも市場金利水準に連動しない保険や年金にとって、従来のポートフォリオをそのまま維持するだけでは、必要な運用利回りが確保できなくなる可能性がある。足元では過去の蓄積のお陰で切迫感が小さいかもしれないが、株価の上昇や円安の進行が停止した局面では、結局のところ、頼れるのは債券利息に代表される安定的なインカム収益なのである。為替リスクを甘受して外債にシフトすることや、従来の伝統的資産の枠組みを越えてオルタナティブ投資を加えること等何らかの取組みを行わないままでは、座して死を待つと同様の結果になりかねない。

日銀のハローウィーン緩和と同日に公表されたGPIFやその後公表されている各種共済組合の基本ポートフォリオ見直しも、株価引上げのみを意図したものではなく、将来の金利上昇への備えの他に、高い国内債券への配分比率を維持していたのでは、当面、十分な運用利回りを得ることが出来なくなるという警戒感があったのである。日本の機関投資家は、自らの運用コストの水準と市場との連動構造を考慮しつつ、想定される当面の運用環境に適応した新たな資産ポートフォリオを構築することが求められているのである。

■ 5. 金利指標としての10年国債利回り

日本銀行による量的・質的金融緩和の影響は、既に円金利のイールドカーブ全体に及んでおり、金利市場のもの見方を変質させる懸念が生じている。1999年3月以降、日本の金利指標としては、もっとも最近に募集された10年物国債銘柄（「カレント銘柄」と呼ばれる）の利回りが用いられてきた。それ以前は、10年長期国債のうち銘柄統合等によって発行量の多い銘柄が指標銘柄とされ、その利回りが金利市場での注目対象とされていた。

いわゆる“長期金利”とは、この指標銘柄の流通利回り（単利）であった。指標銘柄になるための要件としては、“①市中向け発行量が多く、流動性が高い、②残存期間が長い（十分に残っている）、ことが必要といわれており、③場合によってはクーポンレートがその時の市場レートに近いことも加えられる。”とされていた（注2）。

指標銘柄を決めるのは特定の誰かではなく、上記の要件を満たす銘柄候補の中から市場取引の中で自然と合意が形成されていたのである。指標銘柄はディーリング取引の対象とされ、特に流動性が高くなったことから、利回りが相対的に低くなることも珍しくなかった。多い時には業者間取引のほとんどを指標銘柄で占めることもあったとされ、その流通利回りは市場実勢を適格に表わすものとさ

れていた。しかし、この“長期金利”は、指標銘柄の交代が遅くなって残存が8年程度にまで短くなっていたこともあり、10年の長期金利とは異なる意味合いのものであった。現在では、市場の注目は10年長期国債のカレント銘柄の流通利回りに集まるようになっており、ほぼ10年の金利と考えて良い状況にある。

日本銀行によるハローウィーン緩和では、更に国債の購入額が上積みされて、ほぼ新規に発行されるのと同額程度を日本銀行が市場から吸い上げることになっている。発行された国債をそのまま中央銀行が吸収する財政ファイナンス構造になっているために、ハイパーインフレーションをもたらすとか、日本の財政健全化が損なわれているといった誤解が生じているのは、もはや日本銀行による説明不足ではなく、批判者によって「為にする議論」になっているからだろう。

日本銀行による買入オペレーションは、利付国債に対しては残存期間1年以下・残存期間1年超5年以下・残存期間5年超10年以下・残存期間10年超の4つの区分で行われている。ただし、残存期間1年超5年以下および残存期間10年超については、より細分化した形でオファーされることもあり、この3月以降の最初のオファー金額は、残存期間1年以下500億円、残存期間1年超3年以下3,500億円、残存期間3年超5年以下4,000億円、残存期間5年超10年以下4,000億円、残存期間10年超25年以下2,400億円、残存期間25年超1,400億円、変動利付債1,400億円、物価連動

債200億円と細かく分かれる予定である。

しかしながら、財務省の発行する国債を大量に中央銀行が購入しているという事実が変わりではなく、日本銀行による国債の買入れは、デフレ脱却という政策目的達成のために採られた臨時的な措置と考えるべきである。米国がQE3と呼ばれる同種の量的緩和を早期に打ち切ったのは、米国経済が順調に回復したことに加えて、量的緩和政策を長期的に継続することによる副作用の発生を懸念したためでもある。日本銀行は、新規発行国債を原則として直接引受・購入していないが、マネーに色がない以上、流通市場から国債を吸い上げていることの影響として、金利水準の低下という側面に加えて取引対象である国債そのものの市場からの減少という現象も発生している。ただし、1990年代後半以降の国債流通市場の整備によって国債のレポ取引が活発化しており、また、必要に応じ、特別流動性供給入札によって市場で枯渇している銘柄の流通量を増やすことが可能となっているため、すぐに過度な市場の歪みをもたらすことはないと考えられる。

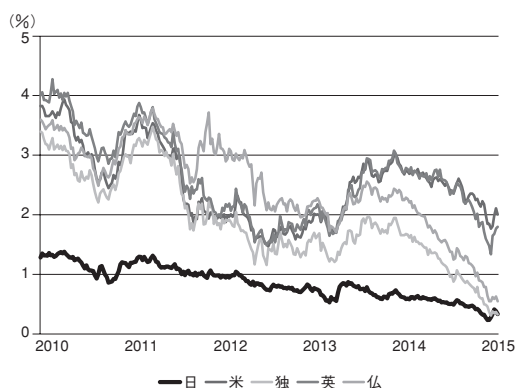
実際の市場では、日本銀行が市場から国債を大量に買い続ける中で、短期及び中期の国債流通市場が徐々に麻痺状態に陥っている。10年国債の流通市場ですら正常な取引状況でなくなり始めている現象が散見されており、例えば、10年長期国債カレント銘柄の取引が複数営業日にわたって成立しなかったこともある。イベント発生時を除いて10年長期国債

利回りのボラティリティは著しく低下していたが、前述の通り、この2月の長期国債入札が不調に終わって以降、金利の変動性が大きく上昇している。

そのため、このまま10年国債利回りを長期金利の指標として用いることの妥当性すら喪失しかねない状況である。金融緩和政策の出口を考えると、日本銀行が積極的な買入対象としづらい20年物や30年物国債の利回りの方が、市場のダイナミズムを反映し金利指標としてより適切になって来るかもしれない。かつての米国国債のように、30年物国債の利回りを指標として用いることも考えられよう。そもそも、他の先進国において、超長期国債を20年債・30年債（・40年債）と並存している例は珍しい。流動性を確保する観点からは、10年債の次の年限は、より離れた30年債であることが望ましい。日本においては段階的に超長期年限への国債発行を拡大してきた（20年債は1987年から公募され、30年債は1999年から）ことから、年限の重複感を拭えないままで、また、国債を大量に発行・消化する観点から、年限を一方に寄せることも出来なくなっている。

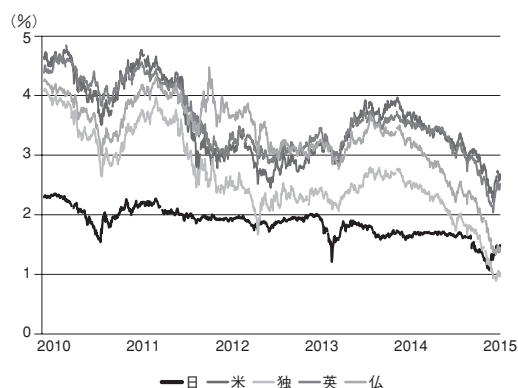
基本的には、30年国債利回りの方が利回りの指標として一般的であるように考えられるが、どちらの年限が指標性を獲得するかは、かつての指標銘柄のように、市場における雰囲気や取引過程を通じ自然に決まってくるのではなかろうか。また、金融当局がどちらかを後押しすることも考えて良いだろう。少な

(図表 4 a) 主要国の10年金利の推移



(出所) 日本証券業協会及び各国中央銀行公表値を基に筆者作成

(図表 4 b) 主要国の30年金利の推移



(出所) Bloombergのデータを基に筆者作成

くとも、現状では10年国債利回りが、必ずしも適切な長期金利の姿を示していない可能性が高くなっているという認識を持ってマーケットに臨んだ方が良い。

6. おわりに

～VaRショックの再来はあるか～

日本銀行による異次元の金融緩和及び追加緩和によって、全般的な金利水準そのものは低下しているが、その安定性は損なわれており、市場における流動性の減少から、むしろ脆弱になっているものと見られる。金利の変動率が追加緩和以降上昇しているのである。これまでの金利の歴史を見ると、1998年末の資金運用部ショックや2003年夏のVaRショック等、時に乱暴なまでの幅で金利水準の変動するような事態が生じている。これらの事態の直前には、超長期ゾーンも含めて金利水準

が大きく低下しており、一種の債券バブルに近い様相を呈していたのである。

現在の金利市場は必ずしもバブルとは言えない。何と云っても日本銀行という巨大な買い手が存在しているために、市場そのものに過熱感が見られないのである。しかし、決して健全な市場であるとは言えないだろう。日本銀行が社債の買入オペを開始した際にも、対象年限までの適格銘柄については、起債市場からすぐ日本銀行へと吸収される前提でのプライシングが横行し、信用力とスプレッドの関係を中央銀行が自ら破壊した経緯が存在する。これまでの日本銀行による量的・質的金融緩和の取組みを見ると、当面、出口を考える必要すらないようであるが、2015年1月のスイス国立銀行による為替の対ユーロ上限制限の停止が市場に及ぼした大混乱を考えると、果たして日本銀行による量的緩和の収束は軟着陸が可能なのであろうか。また、それ

を受け止める債券市場の側も、既に資金運用部ショックやVaRショックといった大幅な金利変動による混乱を経験した人間は、数少なくなっているのである。

日本の金利市場に対して大きな影響を及ぼす地雷は、国内のみならず、欧州やアジアにも色々と埋まっているようであり、ここまで金利低下が継続し脆弱になっている市場の姿を見ると、近い内に大きな変動が起きる可能性が高いのではないかと危惧される。金融機関が保有するOECD加盟国の国債はリスクウェイトをゼロとしているが、果たして格付けが大きく低下した国の債券でも良いのか、また、自国債と外国債とで当然差を設けるべきであるとかといった議論もあり、規制サイドからの要因で国債市場が大きく変質する可能性も残っている。ジェットコースターは、次に左右上下どの方向に振らされるか、前もって目に入れておくと、若干なりとも恐怖感を軽減することができる。同じように、金利市場に大きな変動が生じて大丈夫なよう、先行きのシナリオを複数用意しておいた方が良さそうである。

(注1) 日本銀行金融市場局『債券市場サーベイ〈2015年2月調査〉』2015年3月9日。調査対象は、国債売買オペ対象先のうち、協力の得られた40先

(注2) 浜田恵造編『国債発行・流通市場の現状と将来の課題』大蔵財務協会 平成9年8月

