

投資家から見た「次元の違う金融緩和」 による国債市場の変化

みずほ証券 金融市場調査部 シニア債券ストラテジスト

早乙女 輝美



■ 1. 「池の中の鯨」の出現に 対する、国債市場の反応

2013年4月4日、日銀は「量的・質的金融緩和」を導入。この中で日銀は、「イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」とした。長期国債の買入れ対象は「40年債を含む全ゾーンの国債」とされ、買入れの平均残存期間は「現状の3年弱から国債発行残高の平均並み

— <目次> —

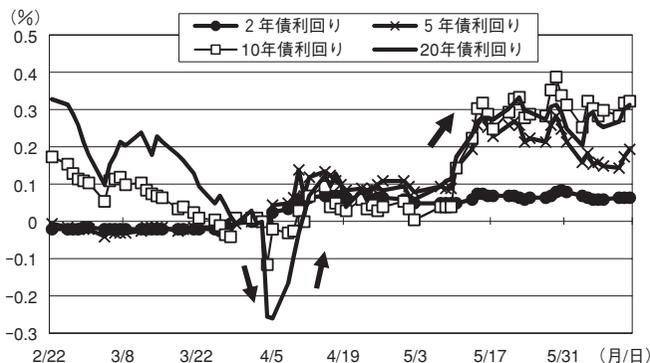
1. 「池の中の鯨」の出現に対する、国債市場の反応
2. ボラティリティの急上昇
3. 時間軸効果の減退
4. コスト面での制約
5. 国債市場のパラダイム・シフト

の7年程度に延長」された。これにより日銀は、額面のベースだけでなく金利リスク量のベースでも、新規に発行される国債の過半にあたる分を、市中から吸収していくことになった。「池の中の鯨」にも例えられるほどの、巨大な国債投資家の誕生である。

物の取引において需給が逼迫すれば、通常は価格が上昇する。日銀による強力な国債買入れは、国債市場の需給を逼迫化させ、国債価格を上昇（利回りは低下）させると見られた。4月5日の10年債金利は一時0.315%まで低下し、過去最低値を更新。20年債を含む超長期ゾーンの金利は特に大きく低下し、量的・質的金融緩和の導入直後の市場の値動きには、イールドカーブ全体の低下を促そうという日銀の意図が、十分に反映されていた。

しかし、この流れは一日と続かなかった。各年限の金利は5日の取引時間中から反転。週を明けた8日からは、実際に国債買入れが開始されたものの、金利はジリジリと上昇を

(図表1) 各年限における国債利回りの変化幅 (2013年4月3日の終値を基準)



(出所) みずほ証券金融市場調査部

続けた。10年債金利は10日、終値ベースで「量的・質的金融緩和」導入前の水準を回復。4月後半の国債市場はほぼ横ばいで推移したが、5月の大型連休明けには金利が一段と上昇。10年債金利は5月23日、およそ1年2ヵ月ぶりに1.0%の大台に達する場面もあった(図表1)。

国債の需給が着実に逼迫化していくにもかかわらず、何故金利は低下せず、むしろ上昇しているのか。この点について考えるにあたり、本稿ではあえて「鯨」ではなく投資家の視点を重視し、強力な国債買入れがもたらした「国債市場の変化」を確認したい。その際、特に重要と思われるのは以下の3点である。

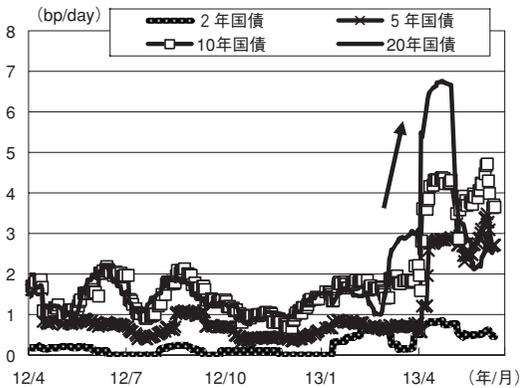
- ・ボラティリティの急上昇
- ・時間軸効果の減退
- ・コスト面での制約

2. ボラティリティの急上昇

(図表2)にて、国債の各年限のイールド・ボラティリティを示した。イールド・ボラティリティとは、ある観測期間の値動きから計算された、1標準偏差あたりの金利の変動幅を指す。例えば(図表2)で10年国債が2bp(1bp=0.01%)の時、10年債金利の1営業日あたりの変化幅は、3分の2程度の確率で2bp以内の値動きに収まることが、過去20営業日の金利変動から計算されたことになる。

(図表2)からは、「量的・質的金融緩和」の導入直後、国債のイールド・ボラティリティが長い年限を中心に大きく上昇したことが確認されよう。前例に無い規模で行われる国債買入れの影響を測りかねた国債市場は、一時的に極端な不安定化を余儀なくされたと見られる。問題は、急激なボラティリティの上

(図表2) 各年限のイールド・ボラティリティ



(出所) みずほ証券金融市場調査部

昇は、それ自体が金利上昇を促す要因となり得ることだ。この例としてよく知られるのが、2003年に起こったVaRショックである。

VaR (Value at Risk) とは、統計的手法を用いて、市場リスクから生じる予想最大損失額を算出し、これを管理するリスク管理手法を指す。債券の場合、直近の金利変動が大きいくほど、計算される損失の推計値も大きくなる。金利変動が収束しなかった場合、一層の含み損拡大を防止するため、保有債券を強制的に売却する必要が生じることもある。実際に、2003年6月以降の国債市場では、「金利上昇→ボラティリティ上昇→金利リスク量の増加→投資家の国債売却→金利上昇・・・」といったスパイラルのもと、0.4%台前半にあった10年債金利が、3ヵ月程度で1.7%前後まで押し上げられた。

VaRショックの例に鑑みても、ボラティリティの急上昇は、短期負債に比べて長期資産

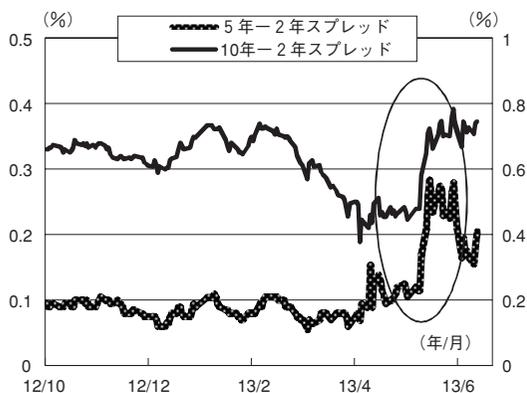
を多く保有する銀行等にとって、とりわけ大きなリスクである。もっとも現在では、多くの銀行が「売りが売りを呼ぶ」といった状況を回避できるよう、リスク管理態勢を高度化・複雑化させていると言われる。また日銀の公表する資金循環統計によると、国内銀行部門の国債保有残高はここ1年ほど漸減している。低金利環境が続く中、同部門が国債保有による金利リスクテイクに抑制的だったことがうかがえる。VaRショックのような極端な状況が再現される可能性は高くないと推測される。

しかし、どちらにしても投資家は、リスクが高まった資産に対しては必然的に高い収益性を求めざるを得ない。国債の収益性が投資家の期待に届いていなければ、市場では手控えムードが強まり、そのことがさらなるボラティリティの上昇に繋がりがかねない。イールドカーブ全体の金利低下を促す以前に日銀は、まず国債市場の動揺を鎮める必要があった。日銀が4月中旬以降、莫大な量の資金供給オペを実施したり、国債買入れの運営法を見直したりして、国債市場の安定化に傾注したのは、こうした危機感の表れだったと見られる。

■ 3. 時間軸効果の減退

日銀の迅速な対応により、4月後半の国債市場は、一旦落ち着きを取り戻した。しかし、5月の大型連休明け後の国債市場は、FRB

(図表3) 5年-2年、10年-2年スプレッド



(出所) みずほ証券金融市場調査部

(連邦準備制度理事会)の金融緩和スタンスが後退するとの観測をきっかけに強く売られ、金利は一段と上昇した。

この折の特徴は、特に中期ゾーンの金利に大きな変動が見られたことであった。(図表3)では、5年-2年金利スプレッドと、10年-2年金利スプレッドを示した。ここからは、4月中はそれほど大きく動かなかつた両スプレッドが、5月以降、特に中期ゾーンの金利上昇に主導されて急拡大したことが見てとれる。

中期ゾーンの急速な不安定化は、2011年度、2012年度には見られなかった現象である。白川日銀は、一定の条件が達成されるまで金融緩和政策の継続を約束することで、市場の金利見通しを低下させ、より長い年限の金利に低下圧力を加える「時間軸効果」を重視。「包括的な金融緩和政策」の中で創設した「資産買入れ等の基金」による国債買入れも、短中

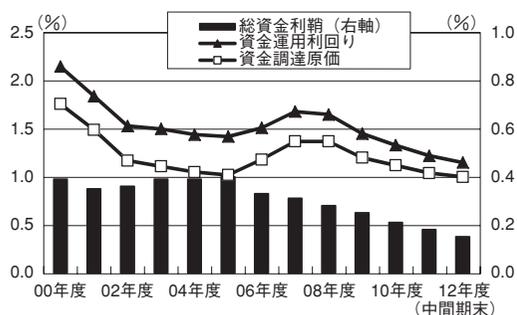
期ゾーン金利の低下を需給面からサポートするものであった。その結果、白川日銀後期の短中期ゾーンの金利は、低下余地がほとんど無いような水準で押さえ込まれていた。

一方、黒田日銀の量的・質的金融緩和は、「消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と宣言している。一段と強力になった国債買入れも、あくまでインフレ目標達成のための手段である。

日銀が4月26日に公表した展望レポートによると、日銀審議委員の消費者物価指数(除く生鮮食品)見通しの中央値は、消費税率引き上げの影響を除いて、2014年度は+0.9%、2015年度は+1.9%であった。このような楽観的な見通しは、時間軸に対して負のアナウンスメント効果をもたらす。すなわち、先行き2年ほどは強力な金融緩和政策が続くとしても、その後の展開が不透明とあれば、時間軸効果による金利への低下圧力は、長い年限へと波及しづらい。

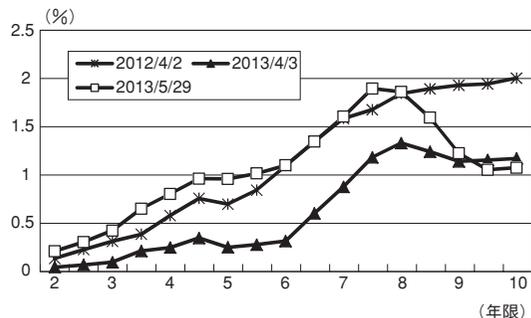
そもそも、金利の低位安定と、インフレ率の早期上昇とは、根本的に相容れない目標である。確かに5月の金利上昇は、日銀単独では対処しきれない、グローバルな流れの一環で起きたものだった。しかし、そうした金利見通しの変化に対し、現在の国債市場が反応しやすい構造上の問題を抱えていることは重要な論点であろう。

(図表4) 国内銀行の総資金利鞘等



(出所) 全国銀行協会資料

(図表5) 日本国債ローリングイールド(6ヵ月)



(出所) みずほ証券金融市場調査部

4. コスト面での制約

言うまでも無いことだが、資産運用にあたって、投資家にはコスト面での制約が存在する。(図表4)では例として、全国銀行の国内業務における資金運用利回り、資金調達原価、および両者の差分となる総資金利鞘を示した。銀行の利鞘は2005年で直近の最高値をつけた後、ジリジリと低下し続けている。2012年度中間期の全国銀行の資金調達原価は1.00%まで低下。ここからの一段のコストカットは見込みづらい。したがって、10年1%以下といった現状の金利水準から得られる利息収入は、コストにすら見合わないのである。

もっとも、国債の収益性は金利水準だけでは測れない。国債価格が金利の低下に応じて上昇すれば、その上昇分は売却益として計上できる。特にイールドカーブが右肩上がりの場合、時間の経過とともに金利も低下しやすい(ローリング効果)。イールドカーブが不

変と仮定したとき、一定の期間における利息収入と売却益とを合計して計算された国債の収益率は、ローリングイールドと呼ばれる。

(図表5)では、国債のローリングイールドの期間構造を示した。2012年度当初、金利が1.0%前後の10年債からは、年率2.0%程度のローリングイールドを期待できた。量的・質的金融緩和導入の直前、10年債金利は0.5%台まで低下していたが、ローリング効果を加味すれば、年率1.2%程度の収益率を期待できた。すなわち、将来的に売却益を得られる見込みが十分にあれば、低金利環境下でも、コストに見合った収益性を確保できる可能性が高まる。

問題は「イールドカーブが不変」という前提だ。時間軸効果がより長い年限まで及び、イールドカーブの動きが安定していた頃は、ローリングイールドの実現性をある程度見込むことができた。特に、デフレ継続への懸念が根強い中では、時間の経過を味方にできる国債は、投資家に「持たざるリスク」を意識

させる重要な運用資産であった。

一方、現在の国債市場は、質的・量的金融緩和の性格上、「不安定化の種」を常に内包していると思われる。その分、ローリングワールドの実現性についても、一定のストレスをかけて見ていく必要がある。また、不安定な国債市場においては、コストに見合わない利息収入にとどまる国債が、評価損を抱えてしまうリスクも高まることになる。国債市場が極めて安定的だったからこそ成立していた金利水準は、投資家のコストとリターンのバランスにおける観点から、必然的に一定の調整を迫られたと言えよう。

■ 5. 国債市場のパラダイム・シフト

以上で見てきた通り、量的・質的金融緩和によって、投資家の目から見た国債市場は大きく変化した。それまでの安定的な国債市場で熟成されてきた金利観・相場観は、4月4日を境に根底から覆ったのである。

「池の中の鯨」による強力な国債買入れは、金利低下要因に他ならない。しかし、ここでの「池」とは、世界最大規模の債券市場のことを指している。その大きさと深さに鑑みれば、他の投資家の金利観・相場観に関係無く、イールドカーブをコントロールするのは、いかに巨大な鯨にとっても至難の業であろう。もちろん日銀は、「市場参加者との対話の強化」に努める方針を明確に示している。しかし、投資家が国債に求める収益性は、ボラテ

ィリティの上昇、時間軸効果の減退、一段の低下が見込みづらいコスト面からの制約により、現状ではむしろ高まっていると見られる。これらは量的・質的金融緩和の副作用として、国債買入れによる金利への低下圧力を減殺してきたと考えられよう。

もっとも、この副作用は「産みの苦しみ」でもある。国債市場は、デフレ見通しの根強さによって安定を得ていた部分が多い。もし何らかのきっかけでデフレ脱却が見込まれた時には、量的・質的金融緩和の有無にかかわらず、国債市場は不安定化を避けられなかっただろう。その意味で、黒田日銀の金融政策は、国債市場の時計の針を進める要素を持ったものと言えるかもしれない。

思えば、白川日銀時代の低金利・低ボラティリティ環境における国債運用の論点は、「いかに少ない収益機会を活用できるか」であった。翻って、黒田日銀時代の国債運用の論点は、不安定な金利変動に対して「いかにポートフォリオを守りつつ収益性を維持できるか」ということになりそうである。投資家は、金融政策のレジーム・チェンジとともに起こった、国債市場のパラダイム・シフトに対応せねばならない。日銀も、新しいパラダイムが国債市場の機能停止に繋がらないよう、投資家の視点を重視した、繊細な対応を心掛けていく必要があろう。

