

国債市場の不安定化と金融政策

市場の流動性低下と国債買入れの持続性

市場調査部上席主任エコノミスト

野口 雄裕

03-3591-1249

takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

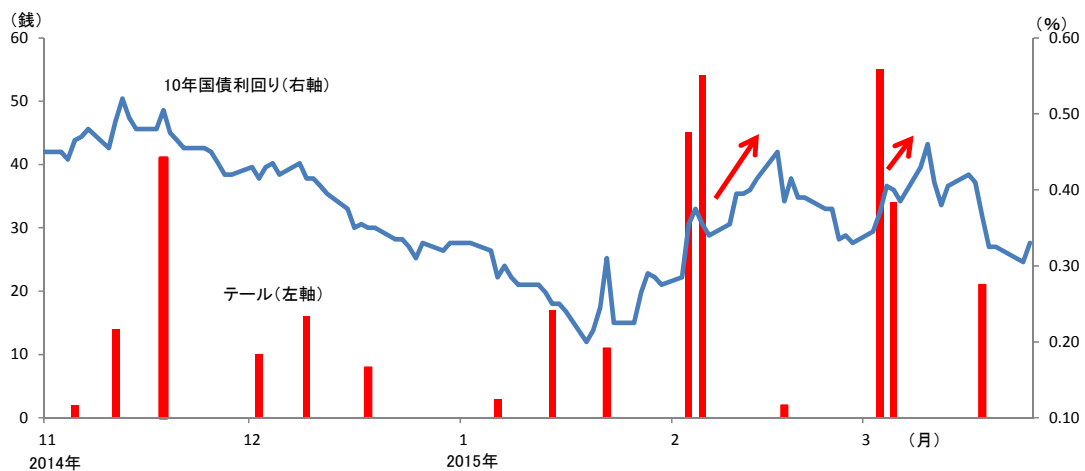
- 年初以降、国債市場の不安定な動きが続いている。日銀の追加緩和期待が後退したことを契機に、国債入札の不調などが重なり、金利変動が大きくなっている。
- 物価目標達成が見通せない中、日銀が強気の見通しを維持する一方、政府からは追加緩和期待の高まりを牽制する発言が見られる。日銀は「物価の基調」を注視しつつ緩和効果を見極める姿勢だ。
- 国債市場の流動性が低下する中、金融政策決定会合では国債買入れの持続性が議論されている。長期金利は、金融政策の先行きに対する思惑の変化で低位ながら振れやすい展開が続くと予想される。

1. 不安定な動きが続く国債市場

年初以降、国債市場の不安定な動きが続いている。1月の金融政策決定会合後に日銀の追加緩和期待が後退したことを契機に、国債入札の不調が重なったことで国債利回りは大きく変動した（図表1）。

10年国債利回りは、昨年10月の日銀追加緩和以降低下基調での推移が続いた。日銀は国債保有額の増加ペースをそれまでの年間50兆円から80兆円に拡大し、新規国債発行額に匹敵する国債買入れを行っている。安倍政権が昨年11月に消費増税の先送りを決定したにも関わらず、国債利回りの変動は限定的となった。日銀に加え、海外投資家の日本国債投資も金利を押し下げる要因になったと考えられる。海外投資家の日本国債買い越し額は、2014年に入り大きく増加している（図表2）。ECBの量的緩和期

図表1 10年国債利回りと国債入札



(※) 10・20・30年債国債入札時のテール(平均落札価格と最低落札価格の差)
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

待によるユーロ圏国債利回りの低下や、米国債利回りの上昇が限定的となっていることが、日本国債の相対的な投資妙味を引き上げているようだ。10年国債利回りは、1月の金融政策決定会合（1/20・21）直前に一時0.2%割れの水準に低下した。原油価格下落により消費者物価上昇率が低下する中、債券市場で日銀が何らかの対応を行なうのではないかと期待が高まったことが極端な金利低下につながった要因と考えられる。

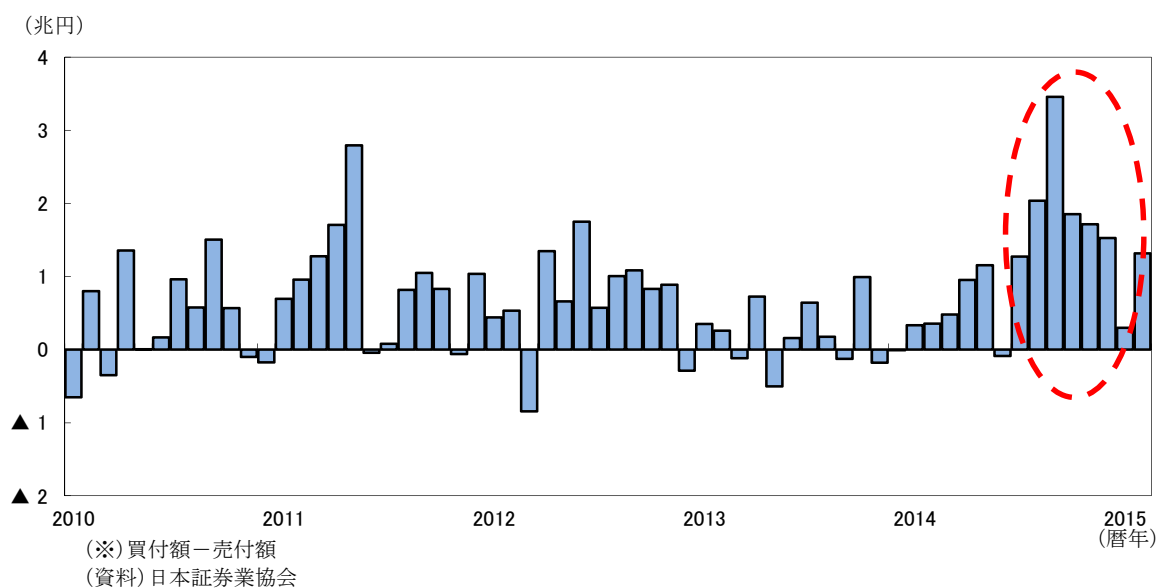
しかしながら、1月の金融政策決定会合後、10年国債利回りは大きく上昇した。日銀が原油価格下落は中長期的に日本経済にプラスになるとの判断を示し、物価下落に対し直ちに追加緩和を行う必要はないとのスタンスを示したことで、追加緩和期待が後退したことが金利上昇の要因となった。その後、10年国債や30年国債の入札が不調となったことが金利上昇を加速させた。10年国債入札(2/3)のテール¹は45銭と2002年以来の水準に拡大した。

2. 政府は追加緩和期待の高まりをけん制

日銀が強気の経済・物価見通しを維持する一方、政府からは追加緩和期待の高まりをけん制する発言が増えている。もっとも、政府もデフレ脱却に向け、日銀の金融緩和を支持するスタンスに変化はない。

政府は2月5日、3月で任期満了となる宮尾日銀審議委員の後任に、リフレ派として知られる原田早大教授を提示した（3月26日に就任）。デフレから確実に脱却するため、政府として量的・質的金融緩和を強力に推進するというスタンスに変化はないと言えよう。但し、物価目標の達成時期については柔軟性を許容する発言や動きが見られる。甘利経済再生相は、物価目標達成時期について、「具体的にいつまでという厳格な期限を政府も日銀もコミットしているわけではない」と発言した（1月27日）。本田

図表2 海外投資家中長期債買い越し動向



内閣官房参与は、「物価は年末にかけ上昇する公算が大きい」とし、日銀が追加緩和に踏み切る必要が当面ないとの見解を示した（3月3日）。また、1月の月例経済報告では、物価目標達成時期について、これまでの「できるだけ早期に（実現）」との文言が削除された。1月の経済財政諮問会議では、物価やデフレを見るうえで、消費者物価指数以外に、GDPデフレーターや単位労働コストなど様々な指標で判断する必要があるといった議論がなされている。量的・質的金融緩和導入以降に進んだ円安は株価の上昇などをもたらしたが、円安は原料輸入への依存度が高い中小企業などの経営を厳しくする側面があるのも事実だ。4月の統一地方選挙を控え、追加緩和期待が高まることによる円安進展に対し、政府が慎重なスタンスを示していると考えられる。

一方、日銀は金融緩和の効果を見極めるスタンスを維持しつつ、強気の見通しを維持している。黒田総裁は3月の金融政策決定会合（3月16・17日）後の記者会見で、「物価の基調は改善している。年後半の物価上昇により、2015年度を中心とする期間に物価目標2%程度に達する可能性が高い」と発言した。需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される「物価の基調」が改善傾向を辿り2%に向かっている限りにおいて、金融政策を変更する必要はないとのスタンスだ。日銀は、原油価格が下落しても、インフレ期待は概ね維持されているとの見方を示している。日銀は賃金交渉や原油価格の日本経済への影響を注視している。春闘では昨年引き続き賃上げの動きが見られており、日銀がインフレ期待の上昇に自信を示す要因となっている。しかしながら、原油価格下落の影響で、当面物価は下落基調で推移し、今後マイナス圏に低下する可能性が高いと予想される。物価がマイナスになっても人々のインフ

図表3 金融政策を巡る発言

	物価目標について	今後の金融政策運営について
本田内閣官房参与 (3月2・3日)	<ul style="list-style-type: none"> 原油価格の急落は予想困難であり、2年で（物価目標が）達成できないのは仕方がない。 しかし目標を外すと期待インフレが落ちるため、<u>2年程度で2%との文言維持が望ましい</u>。 	<ul style="list-style-type: none"> 4月以降は消費増税の影響がはけ、物価は年末にかけ自然に上昇する公算が大きい。2016年初頭には2%程度に達するだろう。 原油価格が上昇に転じても物価が上昇しないような事態にならない限り、追加緩和は不要。
浜田内閣官房参与 (2月23・26日)	<ul style="list-style-type: none"> 変動しやすいエネルギーの影響を除くためコアコアCPIを金融政策の目標にすべき。 物価目標達成期間は2年から3年程度に変更できる。 物価目標はエネルギー価格の急落を踏まえ、<u>2%の半分にできるはず</u>。原油価格の下落は予想困難であり、物価目標の再検討は自然な成り行き。 	<ul style="list-style-type: none"> 目標値の再検討により（現状では）追加緩和は不要。失業や投資の低迷が深刻になりそうなら追加緩和を行うべき。
黒田総裁 (3月17日)	<ul style="list-style-type: none"> 需給ギャップやインフレ期待などで規定される物価の基調は改善。<u>年度後半に物価上昇率が加速し、2015年度を中心とする期間に物価目標2%に達する可能性が高い</u>。 物価がマイナスとなった場合のインフレ期待への影響は注視する必要があるが、直ちに影響が出る状況にはない。 	<ul style="list-style-type: none"> 原油安は想定外であったが、物価の基調が改善する中、物価目標達成が困難になったとは考えていない。 債券市場サーベイでは市場の機能低下を示す結果となった。但し、意図した価格で取引できないとの見方は少ない。初めての調査で幅を持つてみる必要。

(資料)各種報道よりみずほ総合研究所作成

レ期待が維持されるのかどうか金融政策の行方を考えるうえでポイントとなるだろう。黒田総裁は、「物価がマイナスになったから直ちにインフレ期待が低下する状況にはない」と発言している。4月、7月の日銀短観で発表される企業の物価見通しなどインフレ期待の動きも注目される。

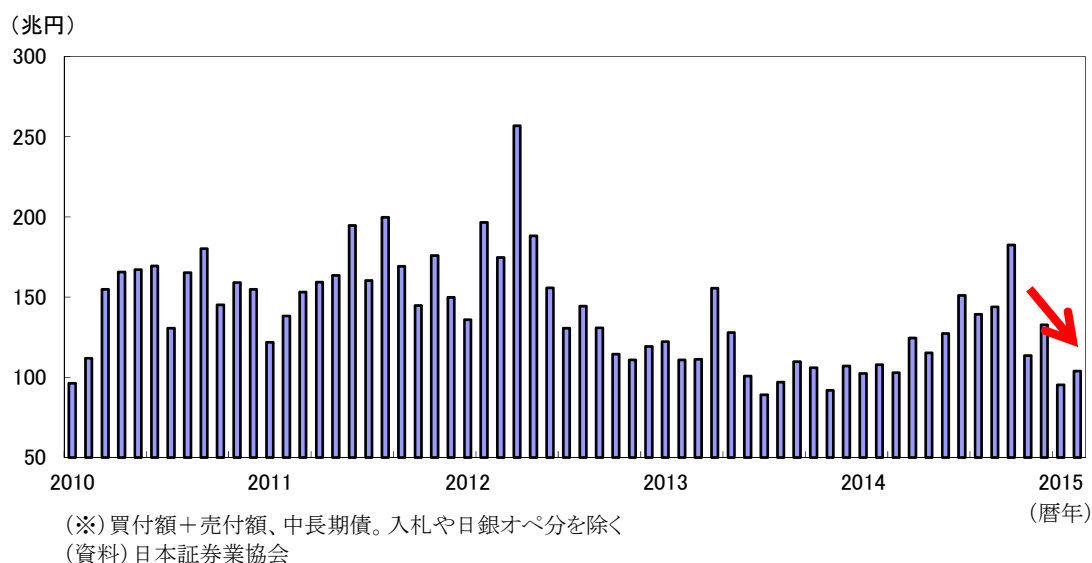
3. 国債買入れの持続可能性

昨年10月の追加緩和以降、国債市場では売買高の減少が見られる（図表4）。国債市場の流動性低下に加え、日銀が国債を市場から持続的に購入できるかについての懸念も、国債市場が不安定な動きを続ける要因になっていると考えられる。

中長期債の売買高の推移を見ると、2013年4月の量的・質的金融緩和後に売買高は大きく減少したが、その後は緩やかに増加する動きが見られた。昨年10月の追加緩和後、年末年始にかけては再び減少している。1月の金融政策決定会合後に大きく上昇した国債利回りは、投資家の買戻しの動きから一旦低下したが、その後も不安定な動きが続いている。国債市場の流動性が低下しているため、国債入札などの需給バランスの変化に反応しやすい状況が続いている。

次頁の図表5は、日銀が現状のペース（年間80兆円純増）で長期国債の買入れを進めると想定した場合の、国債発行残高に占める日銀の国債保有シェアと、日銀以外の民間投資家の国債保有額の見通しを試算したものである。本試算によると、国債発行残高に占める日銀の保有割合は2020年に70%台に到達する（左図）。年限別に見ると、日銀は残存10年以下の国債を多く買入れているため、残存10年以下のゾーンの保有シェアは2020年に80%超に上昇する。一方、日銀を除く民間投資家の国債保有額は、日銀の国債保有増加に伴い減少していく（右図）。年限別では残存10年以下の減少ペースが速く、2020年末には90兆円台に減少する見込みだ。しかしながら、金融機関に担保需要などで一定額の国債保有ニーズがあることを踏まえると、2020年より前のタイミングで、国債買入れが困難となる可能性が

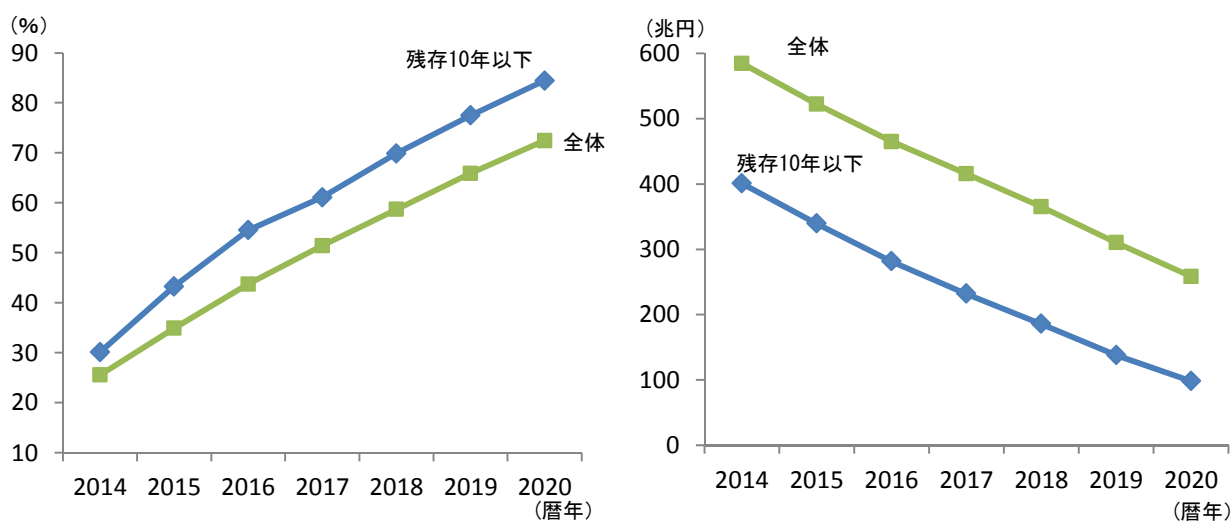
図表4 中長期債売買高の推移



ある。金融機関が担保需要のため保有する国債は、残存年限が短いものが中心と考えられる。本試算では残存期間が1年超5年以下の民間国債保有残高は2020年にゼロになる。国債の担保需要がどの程度あるかは明確ではないが、日銀が発表している2月末時点の担保預け入れ国債残高（約46兆円）を踏まえると、2018年以降は国債買入れが困難となる可能性が出てくる。金融規制強化などを踏まえると、担保需要は今後更に増加するだろう。実際には国債買入れが円滑に行えるように、日銀は機動的に買入れ額を調整すると考えられるため、以上の試算はかなり極端な前提に基づいたものであるが、2月の金融政策決定会合議事要旨では、複数の委員から「国債買入れの継続は技術的には当分可能だが、先行きの持続可能性について留意することが必要」との指摘がなされている。日銀内でもこうした問題が議論されていることがわかる。

日銀への国債の主要な売り手は金融機関であるが、2013年4月以来国債残高を既に約40兆円減額し、2014年以降は減額ペースが鈍化している。また、信託銀行（主に年金基金）は昨年後半以降中長期債を売り越してきたが、1月以降買い越しに転じており、超長期債の売り越しも減少している。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の国内債券保有比率は昨年末時点で43.1%と、目標水準（35%±10%）の上限まで低下している。年金資金の国債減額のペースが今後鈍化する可能性も考えられる。このような投資家動向を踏まえると、日銀の国債残高積み上げは決して容易ではない。

図表5 日銀の国債保有割合と民間投資家の国債保有残高



(注) 日銀の国債買入れは年間80兆円増額ペースで想定。年限別の買入れ額は、2015年1月実績を踏まえ想定。国債発行額は2015年度計画ベース。
 (資料) みずほ総合研究所作成

4. 長期金利は低位ながら、振れやすい展開が続く見込み

日銀が今月発表した「債券市場サーベイ」では、債券市場の機能度が低下していることを示す結果となった。日銀は市場との対話を強化しているが、長期金利の安定化には今しばらく時間を要するだろう。

日銀はこれまで国債市場の流動性低下を認めつつも、市場で大きな問題が生じてはいないとの説明を

行ってきた。しかしながら、日銀が国債売買オペ対象先 40 社に対し初めて実施した「債券市場サーベイ」(3月9日)(図表6)では、債券市場の機能度・流動性の低下を示す結果が示された。本調査では、市場参加者の注文量や取引頻度の変化などが調査項目となっている。3カ月前との比較では、市場参加者の注文量が減少し、ビッドアスクスプレッドが拡大したとの見方が多くなっている。黒田総裁は「初めての調査であり幅を持つてみる必要がある」と説明しているが、日銀がこれまで主張してきた「債券市場に大きな問題は生じていない」といった見方とは異なる結果が示される結果となった。

来月で量的・質的金融緩和が導入されて2年となる。今後注目されるのは4月30日に発表される展望レポートだ。日銀は貸上げの動きなどを踏まえ強気の経済・物価見通しを維持する可能性が高い。一方で懸念されるのは債券市場の動きだ。黒田総裁は現時点で追加緩和の必要はないと発言しているが、昨年10月と同様、市場のサプライズとなるようなタイミングで追加緩和を打ち出すとの観測が高まる可能性がある。30日の金融政策決定会合が近づくとつれ追加緩和期待が高まれば、1月と同様に金利は大きく低下するだろう。1月の金融政策決定会合直前には、欧州でのマイナス金利導入の動きなどから日銀も当座預金の超過準備に対する付利(現状0.1%)を引き下げるとの見方が一時的に強まった。日銀は付利引き下げを否定しているが、海外投資家などでは依然として引き下げ観測が燻っている。金利が過度に低下すれば、反動で大きく上昇することが懸念される。日銀は「債券市場サーベイ」調査などにより投資家との対話を強化し、国債補完供給の利用日数の引き上げなど、債券市場の機能強化に向けた取り組みを進めている。しかしながら、債券市場が落ち着くまでには時間を要するだろう。長期金利は、金融政策の思惑の変化などで振れやすい展開が続くと予想される。

図表6 債券市場サーベイ

(3カ月前と比べた変化)

	増加	さほど増加せず	減少
・市場参加者の注文量	2.5	20.0	77.5
・取引頻度の変化	15.4	53.8	30.8
・取引相手の数	10.3	61.5	28.2
・取引ロット	2.6	64.1	33.3

	縮小	さほど縮小せず	拡大
・ビッドアスクスプレッド	0.0	35.0	65.0

← 高 市場の機能度・流動性 低

(※) 国債売買オペ対象40社の回答構成比
(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

¹ 平均落札価格と最低落札価格の差。テールの拡大は入札の不調を示す。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。