

債券市場からみた日銀の金融政策 ～サプライズから対話へ～

目 次

- I. はじめに
- II. 量的・質的金融緩和以降の金融政策
- III. マーケットへの影響及び各政策の評価
- IV. 国債買入の限界と今後の金融緩和の行方
- V. 終わりに

資産運用部	シニアファンドマネージャー	菊谷 俊輔
	シニアファンドマネージャー	前島 英和
	シニアクレジットアナリスト	角山 亮祐
	ファンドマネージャー	樋口 裕之

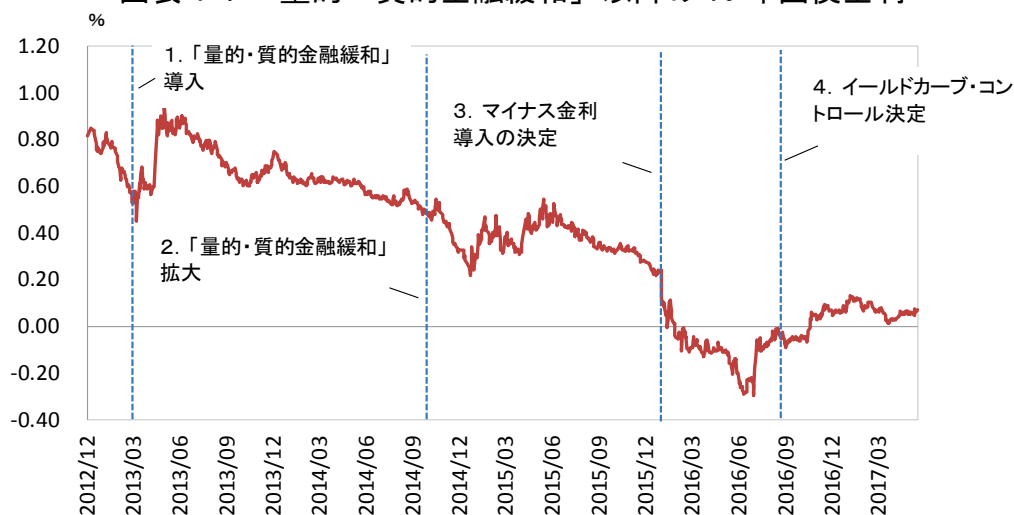
I. はじめに

日本銀行(以下日銀)は 2013 年の黒田総裁の就任以降、自ら「異次元」と銘打った金融政策を矢継ぎ早に実施してきた。2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」に始まり、市場参加者にサプライズを与えた 2014 年 10 月の「量的・質的金融緩和」の拡大と 2016 年 2 月からの「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」。そして「総括的な検証」を踏まえた上での 2016 年 9 月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」。新たな名称が付けられ、その内容は複雑化かつ難解化したようにも見える一連の金融政策ではあるが、日銀はその時々を経済情勢や市場動向に対応した明確な政策の狙いを持っていたはずである。本稿では債券市場における運用者としての視点から 2013 年以降の日銀の金融政策の変遷を、政策の狙いはどこにあったのか、そして債券市場にどのような影響を与えたのかという問題意識に基づいて振り返り、今後の日銀の金融政策の方向性を展望してみたい。

Ⅱ. 量的・質的金融緩和以降の金融政策

1. 量的・質的金融緩和の概要

図表 1 : 「量的・質的金融緩和」以降の 10 年国債金利



出所：QUICK データより三菱 UFJ 信託銀行作成

2013 年 4 月の黒田新執行部下での初めての金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和(以下QQE)」¹が導入された。その主な内容は以下のとおりである(図表 2)。

まず日銀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コミットした。これに向け、マネタリーベースおよび長期国債・ETF の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行うとした。

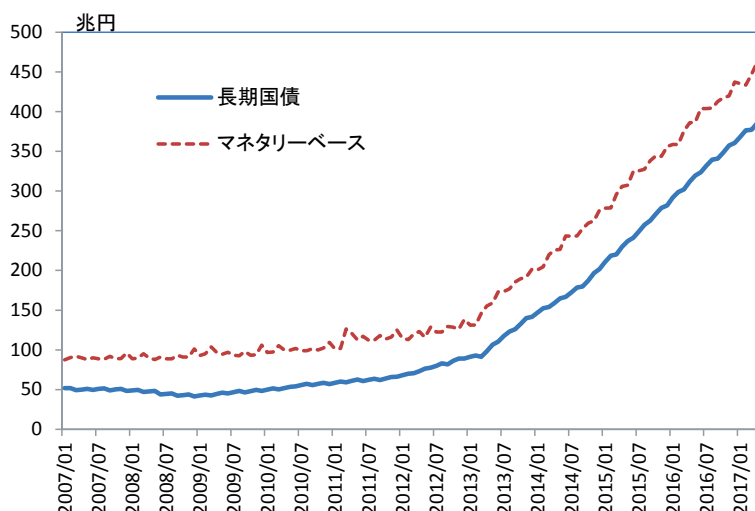
図表 2 : 「量的・質的金融緩和」の概要

		決定会合前	2013 年 4 月決定
物価安定の目標		物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2%	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
金融市場調節方針		無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するように促す	無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う
資産買入方針	長期国債買入れ額	—	保有残高の年間増加ペースを約 50 兆円増加
	長期国債買入れ平均残存期間	3 年程度	7 年程度 買入れ対象は 40 年債を含む全ゾーンの国債
	ETF	—	保有残高が年間 1 兆円増加
	J-REIT	—	保有残高が年間約 300 億円増加
金融政策運営方針		上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続し、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う

出所：日銀ホームページより三菱 UFJ 信託銀行作成

¹ Quantitative and Qualitative Monetary Easing

図表 3：マネタリーベースと長期国債保有残高



出所：日銀ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

QQE 以降の債券市場を中心とした市場動向については後述するが、QQE 発表後のマーケットの反応としては、株高・円安が大幅に進行する一方で債券市場では金利が急低下したが、その後は大規模な売りが生じ債券先物市場で4年半ぶりにサーキットブレーカーが発動するなど、混乱が生じることとなった(図表1)。

QQE の狙い、政策の波及メカニズムは当初は以下のように説明された。

図表 4：QQE の政策の狙いと波及メカニズム

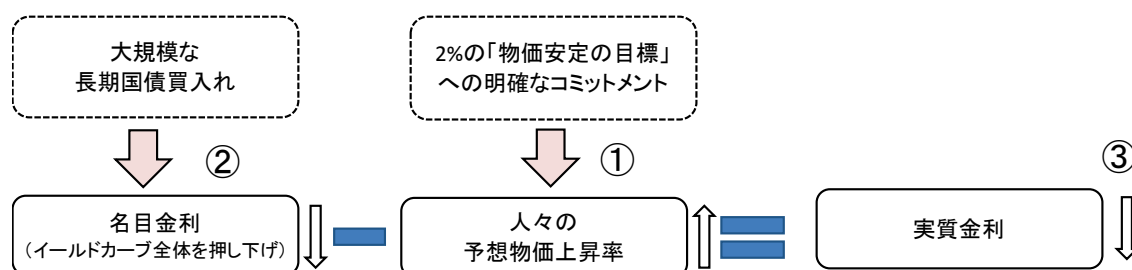
(A) 資産リスクプレミアムへの働きかけ	長期国債やETF、J-REITの買入れは、長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果を持ち、資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起する
(B) ポートフォリオリバランス効果	長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていくことが期待される
(C) 期待への働きかけ	物価安定目標の早期実現を約束し、次元の違う金融緩和を継続することにより、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果。予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響を与えるだけでなく、実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激することも期待できる

出所：日銀資料より三菱UFJ信託銀行作成

このうち(A)、(B)については日銀が2000年代初頭から実施してきた一連のゼロ金利政策、量的緩和政策、包括緩和政策でも効果が期待されていたものである。(A)の長めの金利の低下を促し、リスク資産のプレミアム縮小を狙う効果は、QQE 実施前までに実施されていた包括緩和で期待されていたものであり、(B)のポートフォリオリバランス効果は2001年から2006年まで実施されていた量的緩和政策の狙いのひとつである。QQE 以降の一連の黒

田執行部下の金融政策を特徴づけるのは(C)の市場や人々の期待に働きかけ、期待の転換による予想物価上昇率の上昇と実質金利の低下を狙ったところにある。

図表 5：量的・質的金融緩和のメカニズム



出所：日銀資料より三菱UFJ信託銀行作成

日銀はQQEの効果の波及メカニズムとして、①2%の「物価安定の目標」に対する強く明確なコミットメントとそれを裏打ちする大規模な金融緩和によって予想物価上昇率を引き上げると同時に、②巨額の国債買入れによってイールドカーブ全体を押し下げることで、③実質金利を押し下げる、としている(図表5)。上記①～③の波及経路は当初は①(大規模な金融緩和・量的拡大による予想物価上昇率の引き上げ)が強調されていたが、次第に②(名目金利の押し下げ)に重点が移っていくことになる。

日銀から明示的な言及はないものの、2013年4月の導入当初、黒田総裁は①の効果を市場へのサプライズによって高めようとしていたと考えられる。後述する「量的緩和の拡大」はその必要性を黒田総裁が否定していたにもかかわらず実施されたことで大きなサプライズを市場に与え、市場参加者の一部から不興を買う一面もあったが、名目10年金利が既に0%台にあり低下余地が限られる環境の中で、サプライズによって人々の期待、予想物価上昇率に働きかけざるを得なかったのであろう。

但し、当時を振り返ってみると、債券市場の参加者の注目は、大規模な国債買入れとその年限間(超長期ゾーンや中長期ゾーンの国債をどの程度の規模で買うのかといった)オペレーション動向に集まっており、予想インフレ率の上昇と実質金利の低下による需給ギャップの改善や景気浮揚効果への関心が低かったことは否めない。

2. QQEの拡大と国債買入の限界論

2013年4月の導入当初は金利が乱高下したものの、次第にQQE下での大規模国債買入オペレーションも円滑に行われるようになり、それとともに国債金利も日銀の意図通りにイールドカーブ全般に亘って低下していくことになった(図表1)。

その後、2014年10月末には消費税引き上げ後の需要の弱さと原油価格の下落によるデフレマインドの転換の遅延を防ぐため、として、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した(図表6)。

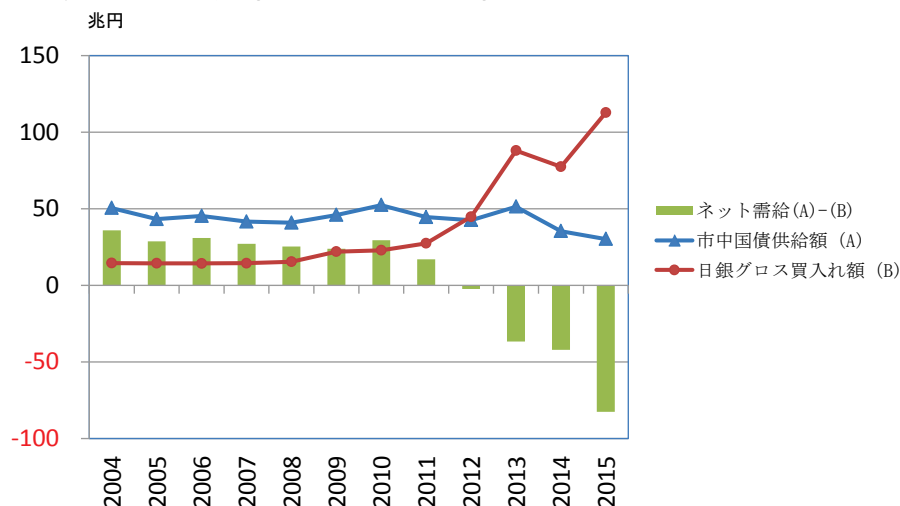
図表 6 : 「量的・質的金融緩和」の拡大

	14年10月追加緩和の内容	拡大幅
マネタリーベース	年間約80兆円増加	約10～20兆円追加
長期国債 買入れ額	保有残高が 年間80兆円増加	約30兆円追加
長期国債 平均残存期間	7年～10年程度	最大3年程度延長
ETF	保有残高が 年間3兆円増加	3倍増
J-REIT	保有残高が 年間約900億円増加	3倍増

出所：日銀資料より三菱UFJ信託銀行作成

この2014年10月末の追加緩和はそのタイミングと規模感からハロウィン緩和とも黒田バズーカとも呼ばれるようになったが、黒田総裁が直前まで講演等で強気な景気見通しを示し追加緩和の必要性を否定していたことから市場は大きなサプライズを持って受け止めた。為替市場ではドル円が発表当日に3円以上円安が急進した他、日経平均株価は1,000円近く上昇した。債券市場では発表当日こそ小幅な値動きとなったが、0.4%台半ばであった10年国債金利は2015年1月にかけて0.2%台程度まで低下した。

図表 7 : 日銀国債買入れ額と国債市中供給額



出所：日銀、財務省データより三菱UFJ信託銀行作成

QQEの拡大策により日銀の国債買入れ額は月間で10兆円を超えることになり、特に残存10年超の超長期債の買入れ額は2倍から4倍強に増加した。市中供給額以上に日銀の国債買入れ額が多くなったため、需給逼迫による流動性の一段の低下や国債買入れオペの持続性への懸念が強まることになった(図表7)。また市場の予想外のタイミングでの追加金融緩和となったことから、金融政策決定会合毎に市場参加者の緩和観測が強まり、政策の現状維持が報道されると失望感から円高・株安が進行する現象が生じる、いわばサプライズ緩和を催促するような展開が繰り返されることとなった。

3. マイナス金利(マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策)の導入

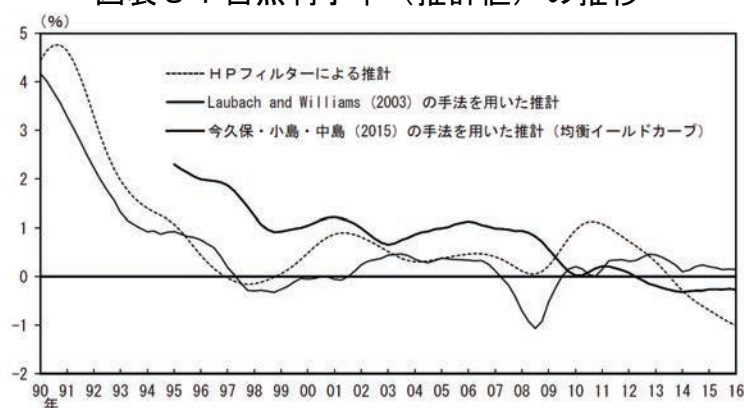
(1) 政策の概要

日銀は 2016 年 1 月の金融政策決定会合で「金利」・「量」・「質」の 3 つの次元の緩和手段を駆使するとして「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決定した。QQE での「量」・「質」面での金融緩和に「金利」面でのマイナス金利を追加したものである。マイナス金利部分の導入は日銀当座預金残高の一部に適用するなど金融機関収益の配慮から設計されたものとされるが、「量」面のマネタリーベース目標や「質」面での国債買入を中心とする資産買入れ方針はそれまでの政策と変化はない。ただし、「マイナス金利を必要に応じて更に引き下げられる」とし、追加緩和の手段が国債買入を中心とする量的な面に金利操作が加わったことは大きな変更であった。

(2) マイナス金利政策の狙い、政策効果の波及経路

マイナス金利政策について「イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般に強い下押し圧力を加えていく」との説明がされており、実質金利の一段の低下を狙ったものであるが、QQEの核心とされている「期待の転換」を促すという波及経路はトーンダウンさせている。マイナス金利導入によるメリットは自然利子率²の低下に対応して実質金利を引き下げることが可能となったことである。日銀によれば自然利子率は趨勢的に低下し続けており(図表 8)、足下では 0% 近傍にあるとみられる。正確には計測できないが、ゼロ近傍と想定される自然利子率より実質金利を低下させるために、マイナス金利の導入に踏み切ったのだろう。同政策の導入により 0.2% 台前半であった 10 年国債金利は 2016 年 7 月には▲0.3% 近くまで低下した(図表 1)。

図表 8：自然利子率（推計値）の推移



出所：日本銀行(2016) 「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」から転載

² 経済・物価に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準のことであり、自然利子率は均衡実質金利とも呼ばれる。日銀は、金融緩和の基本メカニズムは、実質金利を自然利子率よりも低位にすることであるととし、また実質金利低下の効果を評価するためには、観察されない自然利子率を推計し、実質金利の動向を自然利子率との相対的な関係で捉えることが必要である、としている(日銀レビュー[2016]「わが国における自然利子率の動向」)。

4. 「総括的な検証」と長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策

マイナス金利導入以降は、日銀の狙い通りにイールドカーブ全体に亘って金利が大きく低下した。多くの投資家はマイナス金利に沈んだ債券への投資を忌避したために、プラス利回りを確保するための長期債、超長期債への投資が殺到し、20 年金利までも一時的にマイナス利回りに到達した。年金資金の運用難が深刻化した他、生保が運用難から一時払い終身保険の取り扱いを停止するなど、行き過ぎた利回り低下の弊害が指摘されるようになった。

こうした状況下、日銀は 2016 年 9 月、QQEおよびマイナス金利付きQQEのもとでの経済・物価動向と政策効果について総括的な検証を行い、それを踏まえて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」³を決定した。その主要内容は、

- ① 長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」(以下 YCC)
- ② 消費者物価上昇率の実績値が安定的に 2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」、である。

YCCの手段としては、短期金利は当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用する一方、長期金利は 10 年国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行うとし、買入れ額の目途としては現状維持(当時)の買入れペース(保有残高の増加額年間約 80 兆円)を目途としている。長短金利の操作を円滑に行うためのオペレーションとして日銀は「指値オペ」⁴と呼ばれる新型のオペレーションを併せて導入した。また今後の追加緩和手段としては、短期金利の引き下げ及び長期金利操作目標(ゼロ%程度からの引き下げ)に加え、資産買入れ規模の拡大、としている。

マイナス金利付き・QQE から YCC への移行の背景を「総括的な検証」で指摘している。マイナス金利導入は、実質金利の一段の低下を狙い金利全般に下押し圧力を加えることに主眼が置かれていたが、前述のとおり実際には長期ゾーンの金利が特に大きく低下していた。一方、日銀によると、企業や家計の資金調達の年限構成などから景気や物価への刺激は 1 ～ 2 年ゾーンの金利低下が最も効果があり、長期ゾーンの金利低下は効果が小さいことに加え、金融機関(銀行・保険等)の収益を圧縮する懸念がある、と分析している。YCC はこのような理由から、短中期ゾーンの金利を低位に安定させる一方で、長期ゾーン以降の過度な金利低下を避けることも狙っている。もう一つの柱である「オーバーシュート型コミットメント」については、QQE やマイナス金利と同様に実質金利の低下を狙う中で、予想物価上昇率への働きかけを強化し、コミットメントをより明確化したものであると解釈できる。

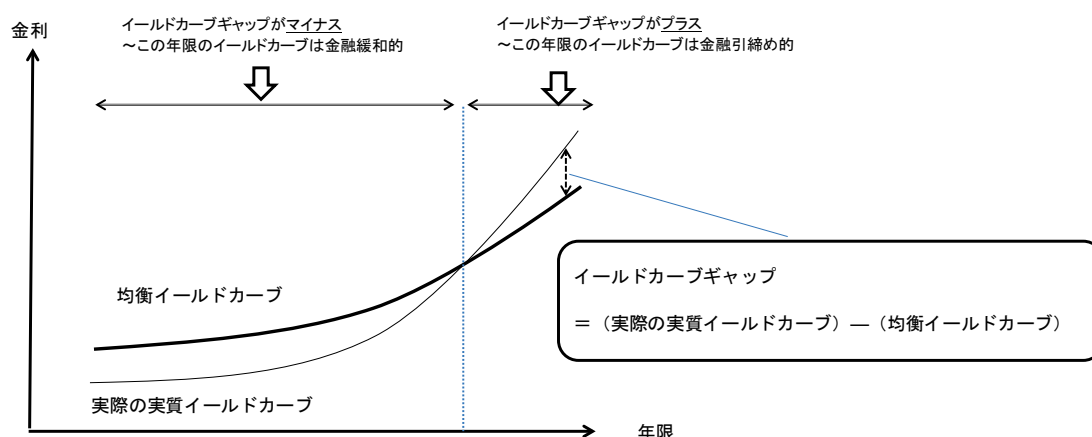
³ Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control

⁴ 日銀が望ましくないと判断した水準に金利が上昇した場合に無制限に国債を買入れるもの。日銀はかねて「長期金利の誘導は容易ではない」と説明していたが、各種オペ等の手段により長期金利誘導を実施する方針転換を行っている。

YCC 導入後には、日銀の意図する「適正なイールドカーブ」とは何か、特定時点の金利水準を指すのかといったことが市場の関心を集めることとなった。特に、指値オペの発動の基準として、当日の公表文に「現状程度のイールドカーブから大きく変動することを防止する」と記されていたことから、「現状程度」からの変動幅がどの程度なのか、ということに関心が集まり、日銀の真意を推し量るべく長短金利が上下に乱高下する動きがたびたび観察された。そうした中、指値オペは、その実効性や日銀の国債買入れオペレーションへの不透明感、そして米大統領選後の米国金利の上昇の影響から金利が一時的に急上昇した 2016 年 11 月と 2017 年 2 月の 2 回、発動されることになった。

日銀の考える「最適なイールドカーブ」を理解する鍵は 2015 年 6 月に日銀から公表された「均衡イールドカーブ」にある。均衡イールドカーブとは、先に述べた自然利子率の概念をイールドカーブ全体に拡張したものである(図表 9)。

図表 9：均衡イールドカーブの概念



出所：日本銀行(2016)「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」から三菱UFJ信託銀行作成

均衡イールドカーブに対して、実質イールドカーブを低めにすると金融緩和的となり、高めにすると金融引締めのになる。長短金利操作によって、特に景気や物価への刺激効果の高い短期から中期ゾーンにかけてのイールドカーブを適正な水準に維持し、実質金利を自然利子率以下の低位で緩和的な状況に誘導しているものと理解できる。一方、超長期ゾーンについては特段の水準目標を設けず、過度な金利低下を避け投資家の資金運用ニーズに応えると同時に、将来的な金融緩和の出口戦略を見据え、変動の大きい同ゾーンへのインパクトを和らげることが YCC 導入の狙いの一つであると考えられる。

但し、均衡実質金利(自然利子率)自体は推計方法により一義的に定まるものではなく、これをイールドカーブ全体に引き直すことは容易ではないことから、「最適なイールドカーブ」を巡る日銀と市場との間にある溝はなかなか埋まらないものと思われる。

Ⅲ. マーケットへの影響及び各政策の評価

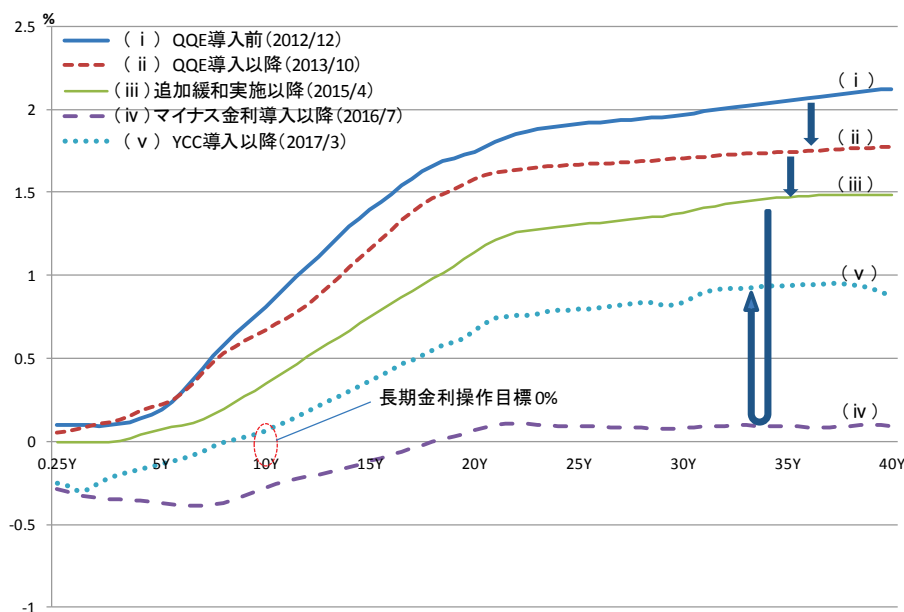
第Ⅱ章では金融政策の概要と狙いに焦点を当ててきたが、ここではそれらの政策が金融市場や実態経済にどのように影響したのか、また残る課題は何か、その現状をより詳しく確認していきたい。具体的には、金融市場への影響として国債市場および社債市場への影響を、実体経済への影響として金融政策のターゲットである個人消費の動向、個人消費に直結する企業の業績およびその活動、金融政策の継続性の観点にも関係する金融機関への影響をみてもみる。

1. マーケットへの影響

(1) 国債市場への影響

既述のとおり、日銀は金融政策の効果を高めるために、経済的環境や市場動向に合わせ金融政策を変化させてきた。ここでは各政策の変更に対するイールドカーブの影響をみたい。図表 10 のように各金融政策変更前後のイールドカーブの形状は大きく異なっていることがわかる。

図表 10：金融政策の変更に伴う、イールドカーブの変遷



出所：QUICK データより三菱UFJ信託銀行作成

イールドカーブ (i)⇒(ii)：異次元緩和前後

2013 年 4 月に黒田総裁就任後の QQE でイールドカーブは市場の想像を超える大規模な長期国債買入れにより、大きくフラット化した。この時期は当該国債買入れの影響が未知数であったため、市場に歪みができ、乱高下する局面も度々観察された。

イールドカーブ (ii)⇒(iii)：追加金融緩和前後

追加金融緩和の実施により、国債買入れ額の拡大及び年限の長期化を行ったため、イール

ドカーブのフラット化が進展した。この頃になると需給の逼迫感が強まり、「入札で安く仕入れ、日銀オペで高く入れる」日銀トレードと呼ばれる取引が活発化し、金利低下に拍車をかける展開となった。また、サプライズを演出した緩和スタイルであったため、市場は次の金融緩和を催促するように、追加緩和を先取る動きがみられるようになった。

イールドカーブ(iii)⇒(iv)：マイナス金利導入前後

マイナス金利導入直後は、中短期金利中心に金利低下し、イールドカーブはスティープ化したものの、その後はイールドハンティングと呼ばれるプラスの金利を求める動きが強まり、フラット化し、20年債は一時マイナス金利を記録した。

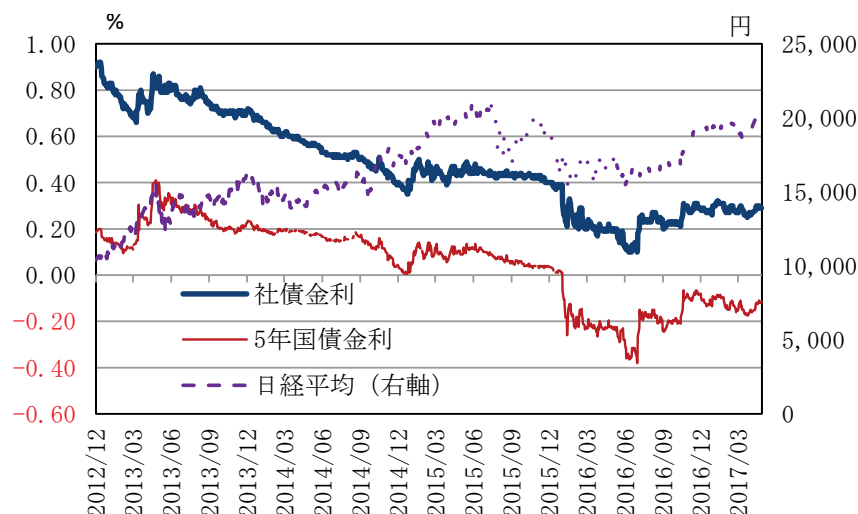
イールドカーブ(iv)⇒(v)：YCC 導入

長期金利を0%近傍に設定し、国債買入れ額の調整したことで、マーケットでは日銀が適正と判断するイールドカーブを模索する展開となり、スティープ化した。

以上のようにいずれの局面においても金融緩和を強化する方向であったものの、マーケットの反応はそれぞれ異なっている。また、新たな金融政策の発表後、日銀の真意を探るべく様々な憶測が浮上し、マーケットにボラティリティを与えていた局面は相応に存在していたといえよう。

(2) 社債市場への影響

図表 11：社債金利、5年国債金利、日経平均



出所：QUICK データより三菱UFJ信託銀行作成

社債の金利についてみると、2011年の震災の影響やその後の過度な円高などにより企業の信用力に下押し圧力が掛かり、社債金利は一時上昇する局面があったものの、2013年以降はQQEをはじめとした金融政策のサポートやその後の業績回復により、国債金利の低下に足並みを合わせる形で低下してきた。このような社債金利の低下は企業の資金調達を容易にし、一部は将来に向けた成長投資にも向かっており、金融緩和の一定の効果といえよ

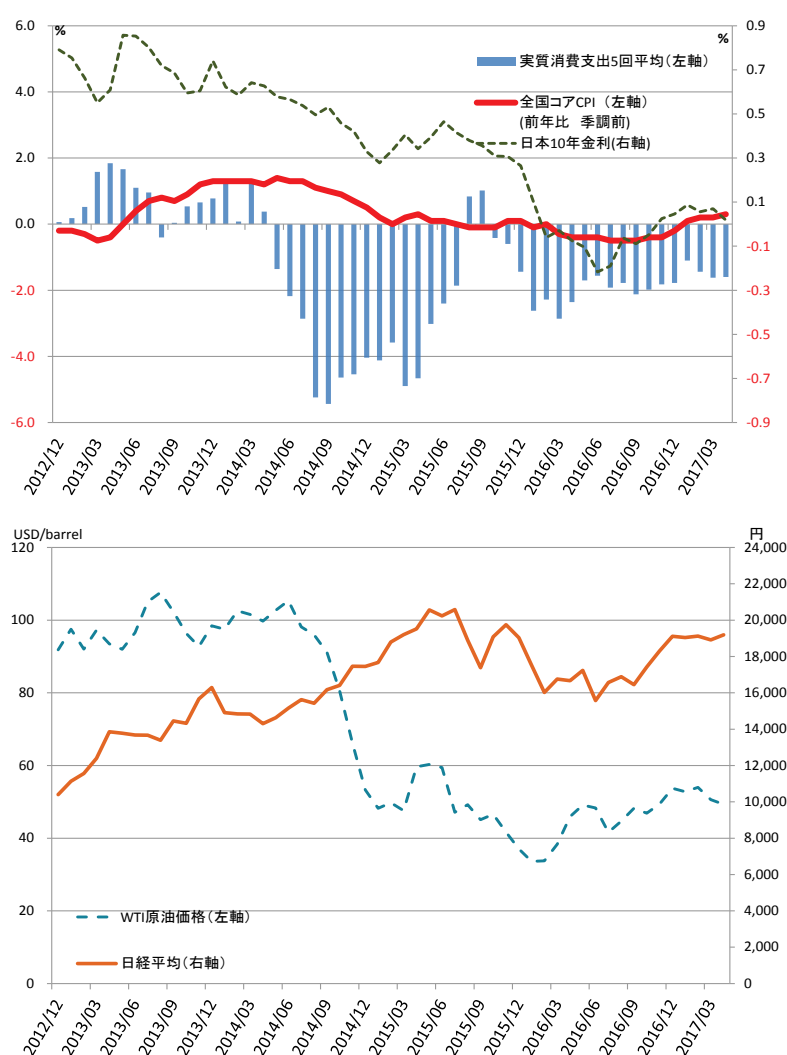
う。なお、一部の高格付け企業においては、残存3年の社債をほぼコストのかからない0%近辺の金利で発行しており、現在の社債市場を表す象徴的な事象である。

2. 金融政策の効果とその影響

(1) 物価目標に対する日銀の金融政策

上段図表 12：コア CPI、実質消費支出、10 年国債金利

下段図表 13：日経平均、原油価格



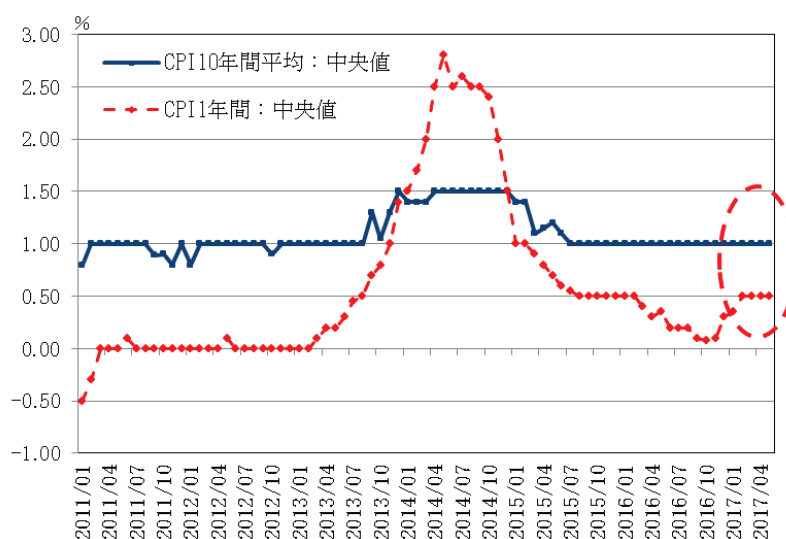
上段・下段 出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図表 12 のように 2014 年夏ごろまでは異次元金融緩和の効果が表れ、日銀の 2% 目標と掲げる消費者物価指数は順調に上昇したものの、2014 年夏以降の原油安と 2015 年夏に発生したチャイナショックに加え、2016 年初の世界的な金融市場の混乱によって、金融緩和の効果は打ち消され、消費者物価指数は再び低位に推移している。株価は日銀の ETF 買入れや

公的年金の買いを受け堅調に推移している一方、実態経済の温度を示す実質消費支出は低位に推移しており、個人の景気浮上に対する期待感は低下している。

また、債券担当者に今後の物価の見通しをアンケート調査した以下QSSレポート⁵においても、物価の見通しは低く、個人及びマーケットの期待インフレに金融緩和が働ききれていないことがわかる。以上のことから、現状の金融政策を当面維持する必要があるといえよう。

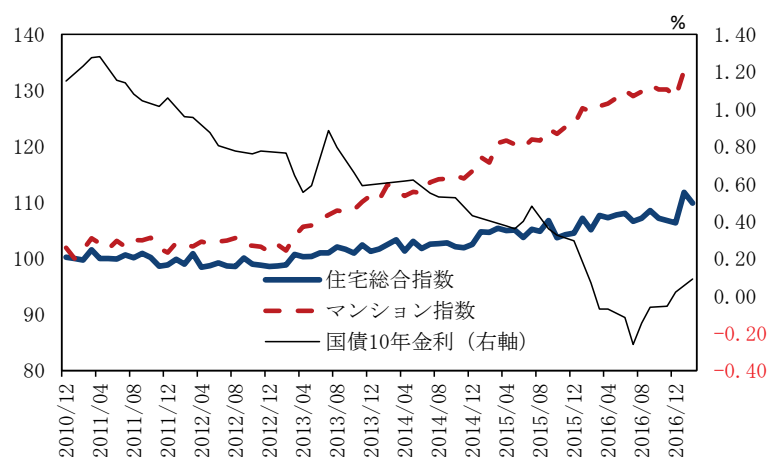
図表 14：QUICK 月次調査による債券担当者のコア CPI の予想値



出所：QUICK データより三菱 UFJ 信託銀行作成

(2) 住宅市場からみる日銀の金融政策

図表 15：不動産価格指数(住宅)、国債 10 年金利



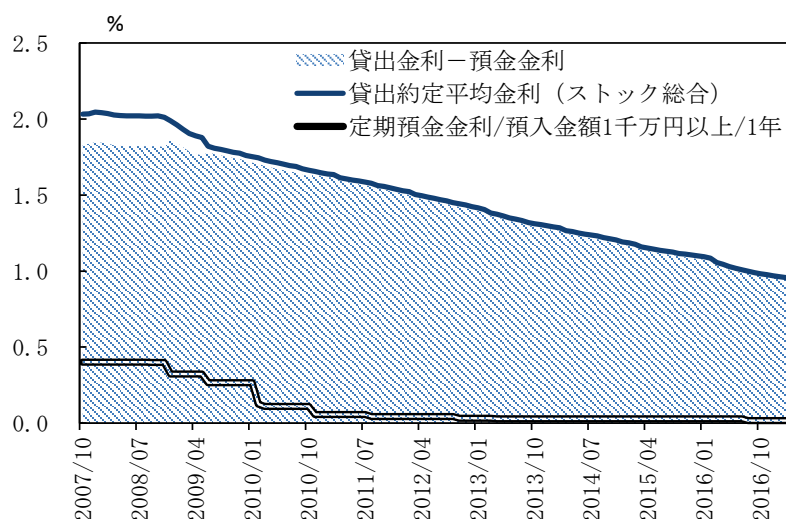
出所：国土交通省および QUICK データより三菱 UFJ 信託銀行作成

⁵ QUICK 社が債券担当者にに対し、月次で金利や物価の見通しなどアンケート調査したもの

住宅市場についてみると、金利の低下に伴い、借入金利が低下したことで個人の消費意欲を刺激した側面もありそうである。これは金利低下が住宅ローンの借入コストの低下につながり、直接的に住宅購入意欲を刺激した効果に加え、住宅ローンにおいても変動借入から長期固定借入にシフトすることにより、家計における将来のキャッシュフローが低位安定化し、その他も含めた消費に波及したことも背景にあると考えられる。この点では、より長い金利を低下させる金融政策の効果が一定程度あったものといえよう。但し、低金利環境により削減された借入コストは住宅価格に転嫁されつつあり、近年伸び悩んでいる年収対比で住宅価格を捉えると相応に高値圏にあるとみられ、金融緩和による住宅市場の後押し効果も徐々に頭打ちとなりそうな情勢である。

(3) 銀行の収益性にみる日銀の金融政策

図表 16：貸出金利、預金金利、利ざや



出所：日本銀行データより三菱UFJ信託銀行作成

日銀の金融緩和を支える意味で重要な役割が求められる銀行セクターへの影響を確認すると、収益性の観点から金融政策の負の側面がみえてくる。長引く金融緩和に加え、足元のマイナス金利の導入で利ざやが縮小し、金利差を収益源としている銀行には負の影響が生じている。金融機関に対するマイナス金利の影響に配慮し、マイナス金利の適用を三段階に分けたものの、悪影響は避けられなかった様子である。また、YCC導入後においては、イールドカーブは超長期ゾーンを中心にスティープ化し長短金利に差が生じているものの、10年未満の年限の貸出が中心とされる銀行収益に対する効果は限定的な可能性が高い。なお、このイールドカーブのスティープ化による長短金利差を利用し、超長期ゾーンの国債や社債へ投資を増やす銀行も出てきている様子であるが、年限が長くなることによる価格変動性の高さを踏まえると相応にリスクを伴う投資であり、収益性の改善に資するのかが注目される。

(4) 資金調達からみる日銀の金融政策

図 17：社債の発行年限別の発行規模

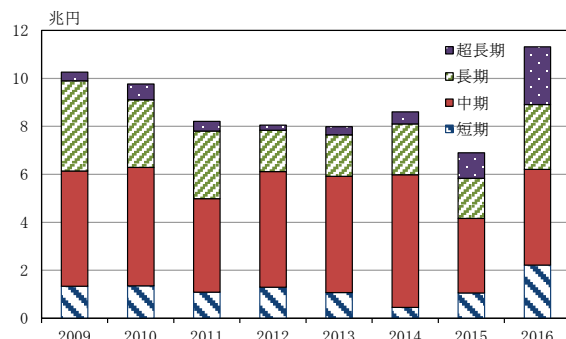
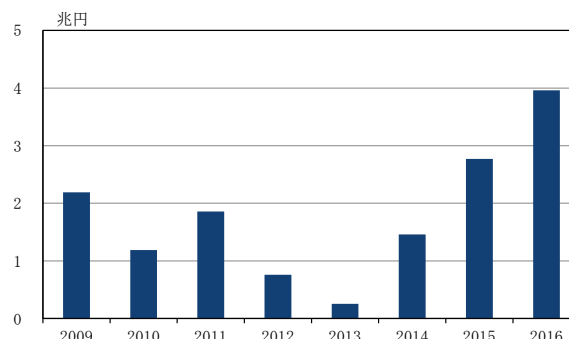
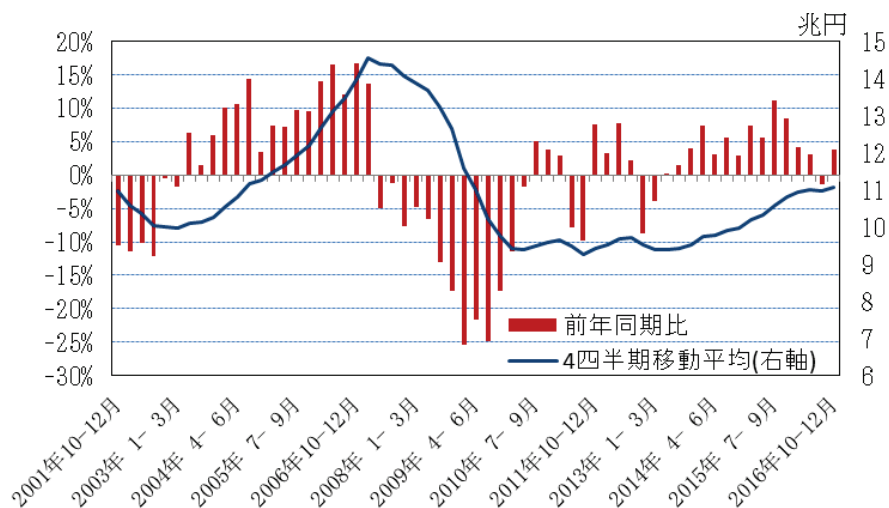


図 18：劣後債の発行規模



出所：QUICK データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図 19：設備投資



出所：法人企業統計データより三菱 UFJ 信託銀行作成

企業金融の観点から社債マーケットをみてみると、調達コストの低下、調達年限の長期化、劣後債等の増加の特徴がみてとれる。一部の高格付け企業の年限3年の社債においては0%近辺というほぼコストのかからない資金調達が可能となっており、また長期性資金の必要な企業においては20年や30年などの超長期年限での資金調達も活発化している。さらに、金融機関や一部の高格付け企業においては財務強化の一環として劣後性のある社債での資金調達が増加傾向にある。このように、金融政策は企業の資金調達をサポートし、一部は設備投資や事業投資のような成長に向けた投資につながるなど一定の効果があったといえよう。ただし、緩和的な金融政策が継続し資金調達が容易になっているものの、設備投資の水準は2000年台半ばの水準を回復しておらず、また足元では減速感もみてとれる状況である。

以上のように2013年4月以降、黒田日銀総裁による金融緩和により一定の効果はみられたものの、外部環境の悪化なども影響して日銀の「物価安定の目標」である消費者物価指数

(除く生鮮食品)前年比2%の実現には程遠い状況が続いており、金融緩和の出口までは相当程度の時間を要するものと考えます。しかし、一方で次章に詳述するとおり、国債残高を年間80兆円増加するペースで買入れを行うこととした現在の金融緩和の枠組みには限界が近づいている。そこで、第Ⅳ章では現状の国債買入れの限界と今後の金融緩和の行方について議論したい。

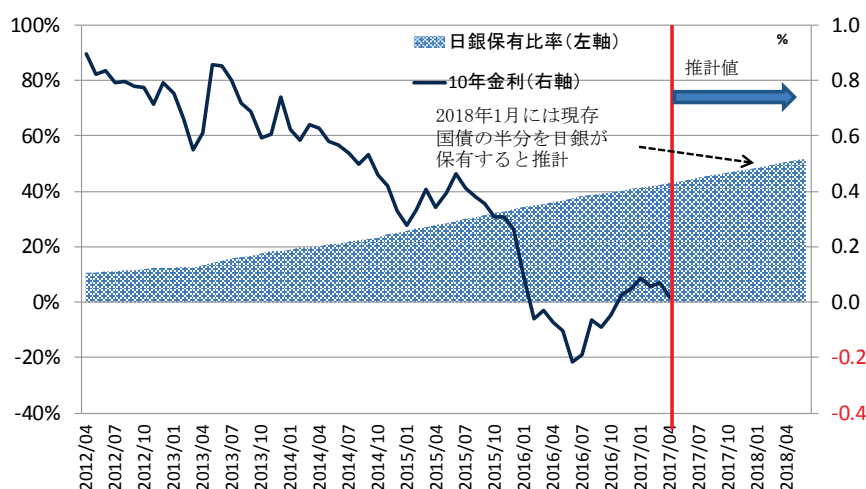
Ⅳ. 国債買入れの限界と今後の金融緩和の行方

1. 国債買入れの限界

第Ⅲ章でも述べたとおり、現在の日本経済は金融緩和を継続する必要がある中、日銀は国債残高を年間80兆円を目途に増加させるべく買入れを行っているが、市場規模に対する買入れ規模を考えると同運営への限界が迫りつつあるとの懸念が生じている。当社の試算によると、図表20のとおり、来年初には日銀の国債保有比率は50%を超えると推計される。一方、生命保険会社や年金のALM需要、銀行の資金調達に必要な担保需要など、継続的に「保有」する需要が各主体には存在し、これらの保有を考慮にいと、今後日銀が買入れを進めて保有比率が50%を超えるにしたがって急激な需給の引き締めに加え、市場機能の著しい低下などが生じると想定されるからである。

またIMFにおいても、2017年から2018年には実質的な購入の限界を迎えるとの試算を2015年時点で行っている⁶。そのため、現状の金融緩和の枠組みを見直す必要に迫られる時期が近い将来到来するものと考えます。尤も、YCC下において日銀は年間60兆円程度のペースでしか現在買入れしておらず、80兆円は形骸化しているという議論もあるものの、2017年6月の日銀金融政策決定会合においても同目標は依然取り下げていない。

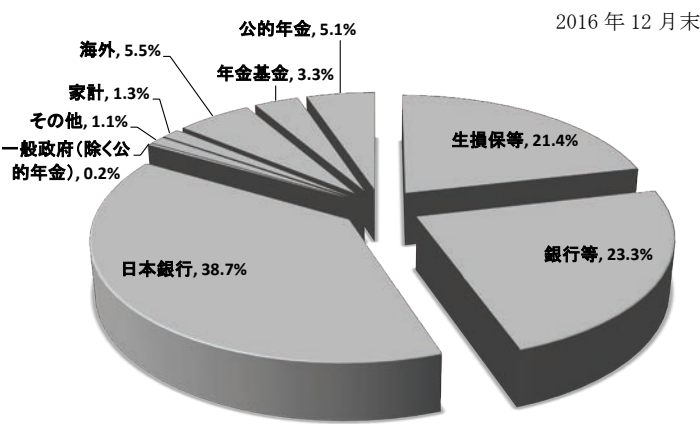
図表20：日銀の国債買入れ比率



出所：日本銀行データ、Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成

⁶ Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing (IMF Working Paper)

図表 21：日本国債の投資家保有比率



出所：日本銀行データより三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 市場参加者が予想する次の金融政策

さて、市場で予想されている次の金融政策オプションは以下のとおりに整理できるが、市場参加者の中でも、長期金利操作目標、国債買入れ目標、その他の金融政策の内容及びそれらの変更時期についてコンセンサスが定まっているとは言い難い。

図表 22：予想される金融政策オプション

金融政策オプション	主な論点
国債買入れ額の目途「80兆円」の扱い	・既に形骸化しており、減額ないしは撤廃、時期については年度内を予想する向きも ・「量」の拡大を重視する審議委員への配慮から継続
長短金利目標（現状は短期マイナス、長期 0%程度）の変更	・長期金利目標を引き上げ ・マイナス金利の引き下げ
その他	・物価目標の再定義 ・レポ市場の安定化政策 ・ETF買取額の減額

出所：情報ベンダー各社・各証券会社リサーチレポートより三菱 UFJ 信託銀行作成

日銀の目標とする物価上昇が見通せない環境であるものの現状の国債買入れへの限界が迫っているため、次の方向性や手段、時間軸が非常に予想しづらい状況となっている。今後、国債の需給がさらに引き締まる環境下、もし政策変更が実施された場合には、日銀が市場に政策変更の内容を事前に織り込ませ、かつその政策の狙いについて丁寧な説明が日銀からなされない限り、政策変更後は日銀の真意を探る動きからボラタイルな相場展開になる可能性が高いだろう(図表 23)。

図表 23：金融政策の変更とその後6ヵ月の国内10年金利の推移



出所：Bloomberg データより三菱UFJ信託銀行作成

3. 金融政策の方向性

現状規模の国債買入れの継続性が不安視され、日銀の追加緩和の手段が減りつつある一方で、次の政策に対する市場の予想が定まらない中、今後の方向性をどのように考えれば良いだろうか。

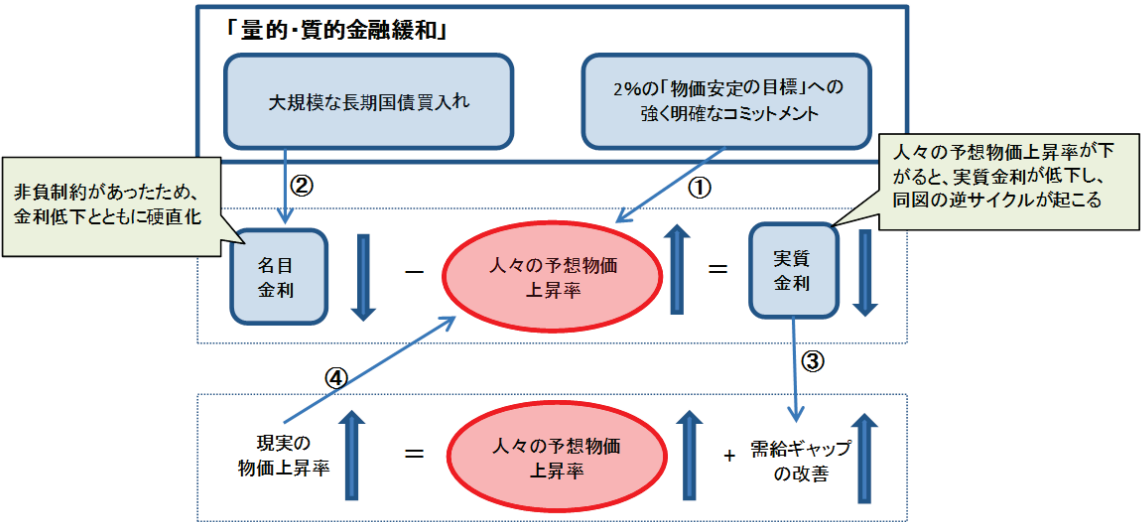
第Ⅱ章でも述べたように、日銀が黒田総裁体制となってQQEを導入した際に想定したメカニズムは、①2%の物価目標実現を約束し、実際に大規模な金融緩和を行うことで、人々の物価に対する見方(予想物価上昇率)を引き上げること、②大量の国債を買い入れることで名目金利を引き下げること、の二点により実質金利を大幅に引き下げ、③需給ギャップの改善を通して、④現実の物価上昇率と予想物価上昇率を循環的に押し上げることであった。マイナス金利導入前は、②の名目金利引き下げを国債買入れで実施しており、政策金利に非負制約があったため、日銀はサプライズによる市場へのインパクトを与えることにより人々の期待に働きかけて①の効果を高めることを重視していたと考えられる(図表24)。

一方マイナス金利導入により政策金利の非負制約が取り払われたことで、国債買入れに加えて政策金利の引き下げにより従前より直接的に名目金利の引き下げを実現できるようになった。他方、決定会合ごとに市場がサプライズ緩和を催促するという弊害が目立つようになる中で、日銀はインパクトやサプライズを重視する政策から、①と②のバランスをとった運営へシフトしている。

これは現状のYCCへと引き継がれ、①オーバーシュート型コミットメントで人々の物価上昇への期待に働きかけつつ、②マイナスの政策金利によりイールドカーブの起点をゼロ以下としながら、国債買入れにより10年金利をゼロ%近傍で安定させ、景気や物価への寄与

度の高いイールドカーブの短中期ゾーンを、自然利子率以下の水準にコントロールするという政策に落ち着いている。

図表 24：量的・質的金融緩和のメカニズム



出所：日銀資料より三菱UFJ信託銀行作成

このように考えると、サプライズで過度に期待に働きかける必要はなく（日銀が推計するように）自然利子率がゼロ%近傍の低位で推移している状況下においては、イールドカーブを現状の形状で安定させ続けていくことこそが重要になってくると思われる。ただし、現状の国債買入れに対する限界が近づいていることは事実であり、日銀にとって今後課題となるのは、マーケットインパクトを与えないよう、イールドカーブを安定させながら国債買入れ規模を減らしていくことであると考えられる。そのためにも市場との対話が一層重要になってこよう。

V. 終わりに

2013 年以降の日銀の一貫した政策の根幹は人々や市場の「期待に働きかける」「期待を転換する」ことにある。その期待への働きかけが有効となるためには、日銀が物価目標をはじめとする政策目標をコミットするとともに、市場参加者がそのコミットを信頼し、政策目標の達成を明確にイメージできることが必要であろう。

しかし、現在のマーケットでは金融政策に対する先行き不透明感が漂っている状況にあり、日銀の政策の方向性がイメージできていないだけでなく、日銀の最終的な政策目標である物価目標達成に対して懐疑的な声が多く聞かれる状況にある。このような状況を打破するためには、日銀は金融政策の真意や背景となる考え方をより具体的に市場参加者と共有するための密度の高い対話が求められている。FRB や ECB などの欧米の中央銀行では、中銀主要メンバーの政策金利の将来見通し（ドットチャート）や中長期的な金融政策の方向性を予告

するフォワードガイダンスといった手法で、市場とのコミュニケーションを重視した政策運営をしているが、日銀もどのような方法にせよ、市場とのコミュニケーションを一層深める対応が必要となろう。

一方、我々市場参加者も日銀の真意を理解する、日銀の期待はどこにあるのかを理解するように努める必要があろう。QQE以降の一連の政策変更の際には、市場の注目が都度実施された金融政策の狙いよりも国債やETFなどのリスク性資産の買取額の規模に注目が集まっていたことは否めず、結果として日銀の狙いとは異なったマーケットの反応が一時的に大きくなったことで、政策効果を減退させてしまった可能性もあるのではないかと。先に黒田総裁は中央銀行と市場の関わりについて講演し、その中で「できるだけ多くの市場参加者の理解や見解を共有することによって金融市場の本質に迫れる」と述べている。日銀が市場に歩み寄りつつあることは確かな中、市場の方も日銀との対話に取り組むべきであろう。

(平成 29 年 6 月 22 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ Serkan Arslanalp and Dennis Botman[2015] “Portfolio Rebalancing in Japan : Constraints and Implications for Quantitative Easing” IMF Working Paper No. 15/186
- ・ 雨宮正佳[2016] 「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論―「金融市場パネル40 回記念コンファレンス」における講演」日本銀行ホームページ
- ・ 岩田一政ほか編[2013] 『量的・質的金融緩和』日本経済新聞社
- ・ 岩田一政ほか編[2016] 『マイナス金利政策』日本経済新聞社
- ・ 黒田東彦[2013] 「量的・質的金融緩和―読売国際経済懇話会における講演―」日本銀行ホームページ
- ・ 黒田東彦[2013] 「デフレ脱却の目指すもの―日本経済団体連合会審議委員会における講演―」日本銀行ホームページ
- ・ 黒田東彦[2017] 「金融市場に関する理論と中央銀行―日本金融学会2017年度春季大会における特別講演―」日本銀行ホームページ
- ・ 早川英男[2016] 『金融政策の「誤解」』慶應義塾大学出版会
- ・ 日本銀行[2015] 日銀レビュー「『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証」日本銀行ホームページ
- ・ 日本銀行[2015] 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「均衡イールドカーブの概念と計測」日本銀行ホームページ
- ・ 日本銀行[2016] 「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】」日本銀行ホームページ
- ・ 日本銀行[2016] 日銀レビュー「わが国における自然利子率の動向」日本銀行ホームページ

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）