

異次元緩和が迷い込んだ介入主義の罫 ～長期国債の買入れが価格形成に生じさせた軋轢～

発表日：2013年4月12日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

異次元緩和の実態は、債券運用のインカムゲインをとことん低下させて、金融機関がリスクをテイクして資金シフトを後押しする政策である。しかし、4月4日の決定会合後、中長期ゾーンの金利は乱高下して、金融緩和の思惑は壁にぶつかっている。日銀の長期国債買入の規模が大きくなり過ぎて「池の中の鯨」となり、債券市場の流動性を低下させたことが原因だ。日銀がこのまま原理で押ししていくのか、摩擦を回避するための原理修正に動くのかが問われる。

2%のインフレ目標は震んでしまった

4月4日の決定会合は、マネタリー・ベースを2014年末までに270兆円にまで積み増すという驚くべき金融緩和を発表した。確かに、金融緩和の内容を、驚きをもって受け止めている人は多いのだが、反面、人々の意識からは2年程度で2%の消費者物価上昇率を達成するというコミットメントがまったく震んでしまった印象がある。「インフレ・ターゲットを日銀が掲げれば、人々の期待形成が変わって、期待インフレ率が上昇する」というリフレの教義は、未だ空想の段階にある。

筆者の理解は、今回の大規模金融緩和が、単純明快なマネタリー・ベースのコントロールではなく、大量資金供給にあるとみている。大量資金供給の方針によって金融市場は、債券利回りが全期間に亘って押し潰されることに強烈な警戒感を抱いている。日銀が長期国債買入れによってイールドカーブを極端なまでにフラット化させると、インカムゲインを稼げなくなる。そうすると、否応なくリスク資産への資金シフトが促される。いずれインカム・ゲインをすべて奪い去るという”焦土作戦”への不安感が、間接的にポートフォリオ・リバランス効果を働かせる構図なのである。このポートフォリオ・リバランス効果は、2001～2006年の量的緩和期のときに語られた理屈であるが、今回は、それをより徹底的に浸透させることが考えられている。

考えてみれば、当座預金金利を0.1%に据え置いた理由もここにある。金利が0.1%とプラスで残っていれば、債券利回りが低下したときでも、日銀当座預金には資金が集まる。日銀は、金融機関保有の債券をせっせと購入して、日銀当座預金に資金を積み上げる。積み上げた資金が歩留まるのは、安全性において類似した債券運用のメリットが乏しくなったことの裏返しであろう。日銀当座預金での運用と、短期国債の運用が無差別になっていき、さらに中長期国債も利回り低下を通じて均質化が浸透していく。だからこそ、ポートフォリオ・リバランス効果が効くという仕掛けになっている。

異次元緩和が巻き起こした「先が読めない不確実性」

4月4日に黒田総裁が決定した大規模金融緩和は、「量的・質的金融緩和」という公式名称を持っている。しかし、より人口に膾炙したネーミングは「異次元緩和」である。想像を絶するような金融緩和ということを表現するために、「異次元」という言葉を使っている。いかにも誇大表現である。

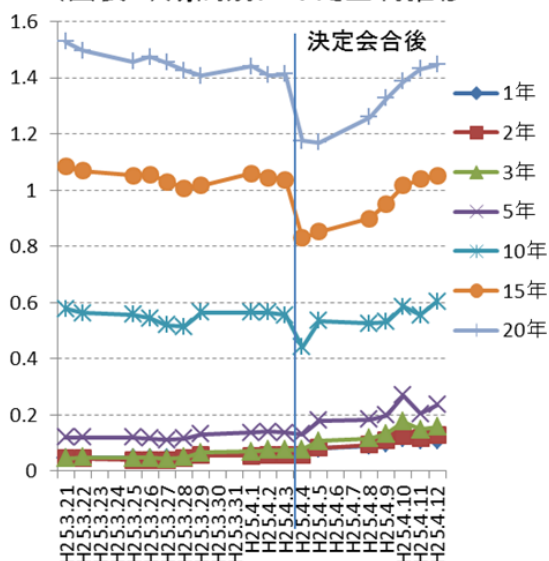
呼び名はともかく、冒険的な政策であることは間違いない。政策の方針として、日銀は2014年12月末までにマネタリーベース（資金供給量）を270兆円に増やすと発表している。具体的には、日銀がこの方針に沿って、金融機

関から長期国債を毎月7兆円ずつ買い増すことになる。そのとき、代金は金融機関の日銀当座預金に振り込まれ、資金供給残高は増える。直感的に言えば、金融機関が政府の国債入札に応じて購入した国債を、日銀が片っ端から買取政策だ。計算上では、日銀が政府の発行した7割の金額を買い占める。事前には、多くの投資家が、きっと長期金利の利回りは大きく低下するだろうと予想した。

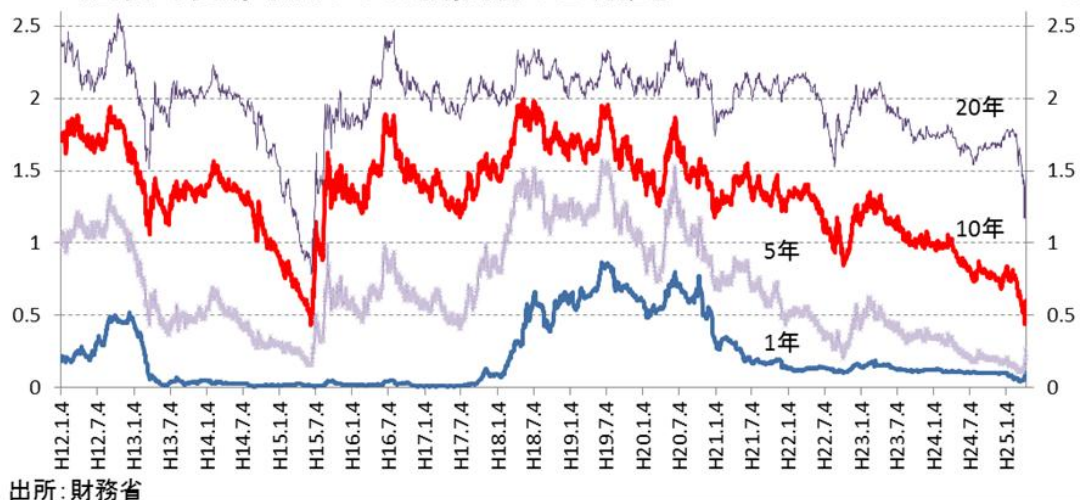
事実は小説より奇なりである。日銀が新しい方針で金融政策を開始すると、中長期ゾーンの金利は一旦低下した後で跳ね上がった(図表1)。長い目でみると、金融緩和観測によって長期ゾーンを中心に金利水準は低下しているが、足元では事前の思惑通りに金利低下が進まなかったことは認めざるを得ない事実だ

(図表2)。金融機関は、市場の売買で日銀の存在感が大きくなり過ぎると考えて、誰もが日銀が長期国債を買ってくれると確信する。すると、通常の市場取引では、金融機関は手持ちの国債売却を手控えるようになる。売却が少なくなると、買い手も少なくなる。そうすると、高値警戒感が強まる中、予期せぬ利益確定の売りが先行し、買い手不在で債券価格が下落して長期金利が跳ね上がりやすくなる。民間金融機関同士の売買量が少なくなって、価格変動リスクが以前より増した格好だ。流動性リスクという現象だ。

%(図表1)期間別にみた金利推移



%(図表2)長期時系列でみた期間別の金利推移



この関係は、一度、債券価格が乱高下すると、悪循環が生じる面もある。価格変動リスクが大きくなったのをみて、リスクを警戒した金融機関が長期国債を保有することを嫌がるからだ。4月5日以降、債券先物取引では、サーキットブレーカーが発動されるという事態も起こった。売買再開後も乱高下は繰り返され、落ち着いたとは言えない状態が続いている。投資理論の教えるところでは、収益性(リターン)はリスク見合いで評価される。期待収益率÷標準偏差という評価手法だ。価格変動リスクが大きくなると、標準偏差が大きくなることでリターンが低下してしまう。これが、事前と事後で金融機関の投資行動を変えた。2003年のときのVaRショックを彷彿とさせるきな臭い状況である。

直感的に言えば、そもそも長期国債は本来安全資産であり、安定しているから買い手が率先して購入するスタンス

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

だ。その環境が脅かされると、民間金融機関の買い手はますます少なくなって、価格変動リスクがもっと増大する。債券市場の価格形成に、日銀が深入りしすぎて、管理相場をつくり出したことが、かえって自由な市場売買を阻害する弊害が表れたかたちだ。

まとめると、日銀の市場介入で債券需給が逼迫すると思いきや、売買の厚みが減ってしまい、流動性リスクが生じて金利が上昇した。介入主義の発想が「池の中の鯨」をつくり、官需が民需を押しつけて、正常な市場機能が失われたことが混乱の原因だ。

長期金利の安定化には時間がかかる

黒田総裁は、4月12日の講演会で、「市場の一部には、日本銀行による買入れが実務的に可能なのかという声もあります。この点、基本的には、幅広いゾーンの国債を入札方式によって買入れる以上、可能です。必ず実現します。ただし、これまでの常識を超える規模の買入れですので、『整齐と』とはいかない可能性があります。もともと金利低下を促すための措置ですから、**市場に対するある程度の影響は不可避**ですが、それでも円滑に進めたいと思います」（傍点は筆者）と語っていた。経済政策には、原理を優先するか、実務に配慮するかというジレンマが生じることがある。黒田総裁は、どちらかと言えば、原理主義者だろう。

日銀は、市場関係者との対話を深めることで、巨大オペが市場取引を無用に混乱させることを避けようと努力している。長期国債オペのアナウンスを事前にしっかりと伝えておき、政府の入札予定とのバランスを調整することにも配慮するだろう。日銀が自ら債券市場の混乱の火種にならないようにコミュニケーションを深めることが先決だ。ただし、本質的に日銀の「池の中の鯨」状態を解消することはできない。

今後、日銀・政府がどのような対応をするのかはわからない。頭の体操をすると、政府が国債発行量を増やして、相対的に買オペの存在感を薄めるといった考え方もできる。しかし、それではおかしなことになるので、本当のことを言えば、日銀の買入れの平均年限を厳格に7年程度にするという方針を止めて、曖昧に長期化する方針にすることがソフトランディング路線になろう。そうしたソフトランディング路線は、原理主義に嫌われやすい選択だ。

考えてみると、白川総裁は、残存期間が3年以下の長期国債に限定して、資産買入基金で規模を限定して買入れを行っていた。この方針が、物足りないという印象を与えて、新体制が原理的な介入主義に突っ走ったきらいはある。常々、昔の日銀幹部は、市場という鏡を壊してはいけないと語っていたのを思い出す。そうした実務感覚に逆らって、政策方針がアンシャンレジームの否定ばかりを追及すると、経験主義の利点は踏みにじられてしまう。この点は、今後のアベノミクスを推進するときにも、同様の留意が必要だ。

リフレの痛みを解消する方法

多くの金融機関は、先行き長期金利が低下して、運用利益が乏しくなることも警戒している。繰り返しになるが、「異次元緩和」の実態は、超巨大な金あまりを発生させて、もはやリスクを取らなければリターンが得られないような瀬戸際に資金運用を追い詰めるものだ。発想としては、「円安・株高なのだから、外債、株式を買えばよい」と考えがちだが、そう簡単にリスク資産への投資拡大は進まない。リスク資産を、銀行貸出、社債にまで広げて考えると、金融機関は信用リスクを積極的にとらなくてはリターンを取り戻せない。こうしたリスク資産には投資できない金融機関もある。今までもそうしたプレッシャーは銀行などに生じていたが、大胆には損失リスクを取れないので、安全資産である国債に資金が滞留していたのが実情だ。金融機関の行動が、リスクテイクできるように制度やルールの見直しをしなければ、このまま持久戦に入る可能性もある。

今後の長期金利の動向は様々なリスクをもたらす。長期金利が上がることもリスクであるし、低下することにも痛みがある。例えば、公的年金運用などの運用利回りも、時間が経つほどに低下していくので、年金収支は悪化して

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

だろう。運用収入の目減りが、将来の現役世代の保険料率の引き上げへとしわ寄せされれば、多くの国民が年金制度にたいへんな不信感を抱くだろう。

こうした矛盾の構図を解消・緩和するには、経済成長を果たして、家計などの所得増が見込めるようにするしかない。こうした痛みを乗り越えるための成長を駆動させるには、アベノミクスの本目の矢だけでなく、三本目の矢、すなわち成長戦略を成功させることが必要だ。よく考えると、金融緩和だけで経済成長率を嵩上げすることには限界があり、成長分野の創出によって生まれたビジネスチャンスに資金が回ることで、本質的なデフレ脱却へと通じる。私たちが未知の領域へ連れて行く「異次元緩和」については、成長戦略でビジョンを描き出し、この先どうなるのかを見極められる成長展望へとスイッチしていくことが重要である。