

長期金利マイナスの衝撃

発表日：2016年2月9日（火）

～運用ビジネスへの大打撃～

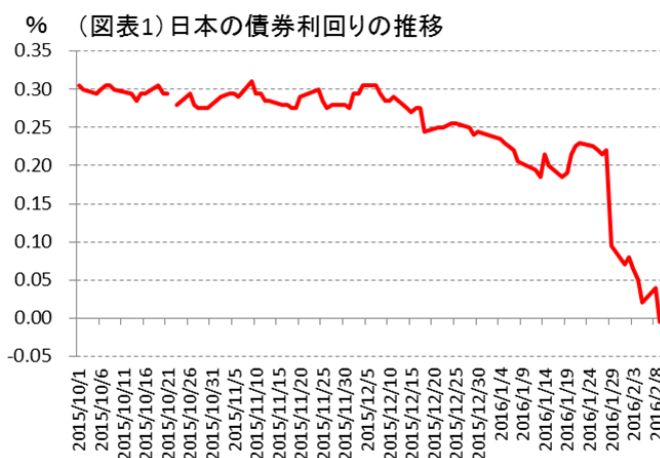
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

とうとう長期金利がマイナスを付けた。背景には、米利上げ観測の後退がある。すでに公社債投信などが新規募集を停止して、預金金利を含めて家計の運用環境は一層厳しくなる情勢である。政府を除いて、メリットを受けるのは企業の社債発行だと考えられるが、そのインパクトは大きくない。当面、金融機関などが外債投資を通じて金利収入を確保するような運用シフトが一段と進んでいくことだろう。

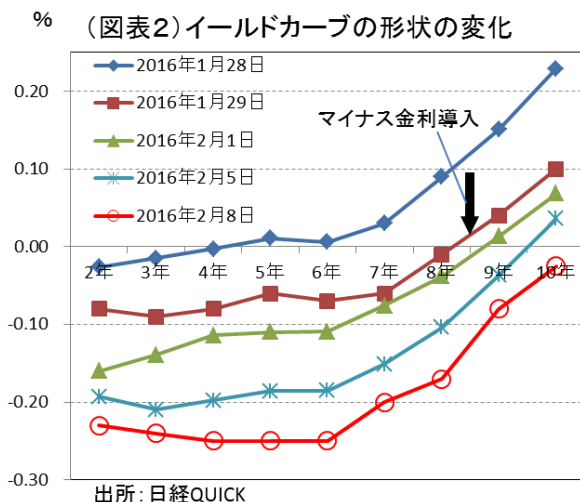
金利の天井が落ちてきた

遂に、長期金利がマイナスになった（図表1）。以前から、9年物の債券利回りがマイナスになっていたもので、10年物の金利がマイナスに水没するのも時間の問題だと感じていた。それでも、いざ起こってみると、衝撃的である。

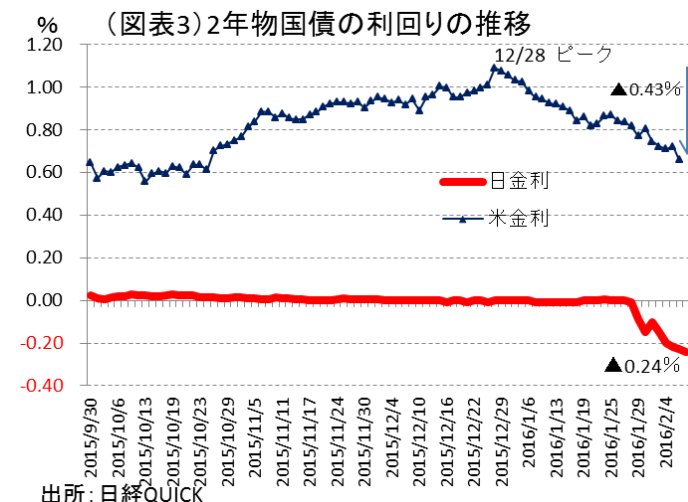
長期金利のマイナスは、日本の金融政策と米長期金利低下の相互作用である。日銀は、1月29日にマイナス金利の導入を決定した。これで一旦、イールドカーブが大きく低下した（図表2）。その後、追い討ちをかけるように、米経済指標が軒並み悪化して、FRBの利上げ予想が後退した。日銀が円安を促そうと日米金利差を拡大させるアクションを採ったならば、次に天井の米金利が下がってきて、一段の債券利回りの低下を余儀なくされた格好である。米金利の下落幅が大きかったことは、利上げ期待が一転して利上げの先送り観測に流れが変わっていることを物語っている（図表3）。達観すると、米利上げ観測が後退することを読み切れずに、日銀は債券利回りのマイナス化を先導するような対応を採って、傷口を広げるようなことを行ってしまったようにも思える。



出所：日経QUICK



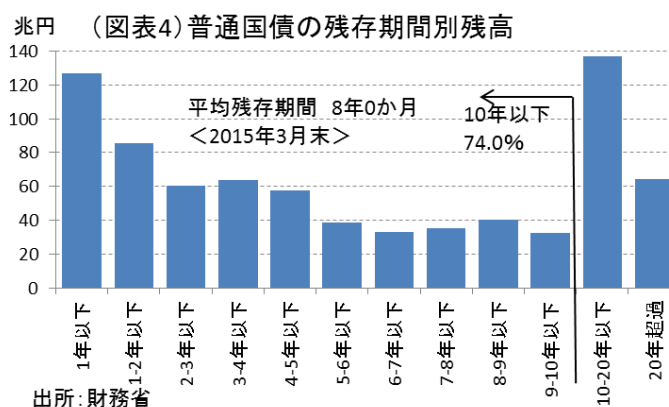
出所：日経QUICK



出所：日経QUICK

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。

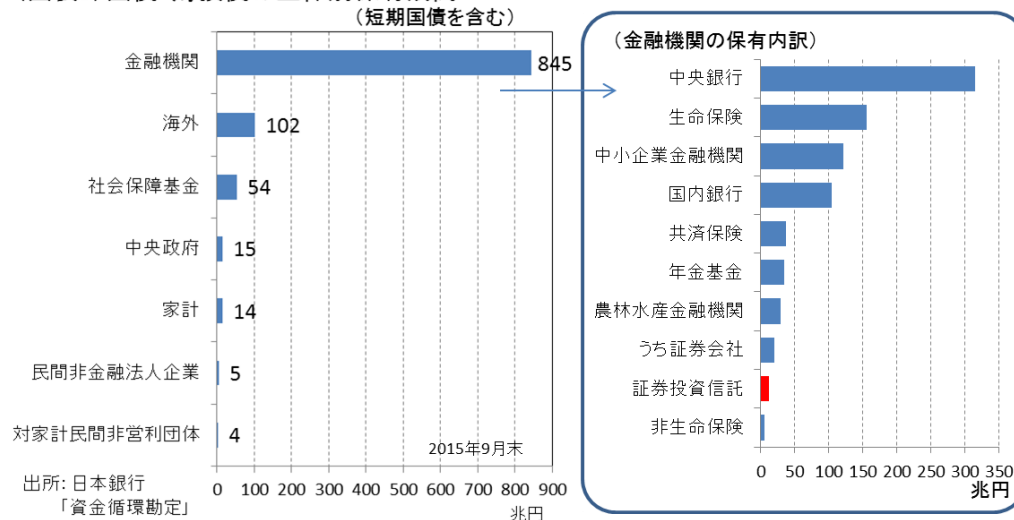
政府にとってみると、長い期間に亘って債券利回りが低下することは、利払費用の軽減が進む点でメリットを感じるかもしれない。残存期間別の普通国債残高のデータをみると、10年以下の残高は全体のウェイトの74%を占めている(図表4)。今後、こうした歴史的超低金利下で、借り換えが進むと、その部分で長い期間に亘って利払費用が減少する効果をもたらす。金利低下が長い期間まで及んできたことは、そうしたメリットを強く実感させる。以前のレポートでも述べたことであるが、わが国で金利低下メリットを最も大きく受けるのは政府部門となっている。



運用ビジネスへの大打撃

さて、この長期金利のマイナスによる負の部分を考えたい。まずは、債券運用をしているファンド、すなわち公社債投信の中で、新規募集停止に直面する先が表れている。主な運用資産である国債利回りがマイナスになってしまうと、顧客に還元できる収益もマイナスに陥るリスクがあるからだ。日本銀行「資金循環勘定」では、公社債投信の国債・財投債・短期国債の保有残高は、8.4兆円(2015年9月末)となっている。ただし、証券投資信託の保有残高は、他の保有主体に比べると、相対的に少ない(図表5)。運用ビジネスに及ぶダメージは、公社債投信の問題については氷山の一角に過ぎないと思わせる。今後、公社債投信以外にも、様々な金融機関が長期国債で運用していると考えられるので、運用成績が悪化してロールオーバーがしにくくなる問題は表れるのではないかと危惧される。

(図表5) 国債・財投債の主体別保有残高
(短期国債を含む)



マクロ的にみて、公社債投信によって運用ができなくなった資金が返還されると、その資金の大宗が銀行の預貯金へと流れ込むことになる。銀行では、その資金を新規の預貯金を受入れて、何かで運用しなくてはいけなくなる。銀行が貸出を容易に増やせない中では、コール運用あるいは債券運用に回っていくと考えられる。ただし、限界的に銀行に向けた資金は、銀行の利鞘が圧縮している中では、銀行の収益

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。

改善への効果はなかなか期待できない。運用難が極端に進むと、運用会社だけではなく、銀行にもそのしわ寄せが行くという図式である。

なお、今回のマイナス金利の取引を成り立たせているのは、日銀の国債買入れである。債券売買においては、金融機関がマイナス金利の国債を購入して、日銀のオペに応じてそれをより高値で買い取ってもらえれば、満期時に発生する損失を避けられる。一方では、日銀が損失を被ることになるが、それは政策実現のコストであると考えているのであろう。

問題は、日銀に国債を買い取ってもらうという逃げ道がない場合には、大幅なマイナス金利が継続できないという条件である。このことは、日銀のマイナス金利政策に内在するリスクを暗示させる。仮に、日銀が国債の買切りを縮小・停止したならば、もはや成り立たなくなるのではないかという不安を想起させる。2015年5・6月のドイツの長期金利の上昇がそうであったように、消費者物価が上昇し始めたときに、もはや極端なマイナス金利政策が継続しないのではないかという市場心理が膨れ上がってしまふリスクがある。これは、将来、長期金利を含んだ債券運用への大きな波乱要因になると考えられる。

調達金利低下のメリットは大きくない

運用利回りの低下とコインの裏表の関係になるのは、貸出金利の低下である。長期金利に連動する住宅ローンは、軒並み下がると予想される。これは、借り手にはありがたい話であるが、金融機関側から見ると厳しい状況である。すでに、住宅ローンの分野では競争激化によって利鞘が稼ぎにくくなっている。だから、住宅ローン金利が引き下げると、銀行はそこの採算性が下押しされる。つまり、銀行の中には積極的に住宅ローンを増さなくなる可能性がある。採算悪化によって信用リスクを受入れる能力が低下した場合には、すべての顧客が優遇された住宅ローン金利の恩恵に与れないことも考えられる。

もうひとつ、長期金利の低下に伴って、社債発行が活発化するシナリオも考えられる。企業の資金調達にとって、長期金利が低下して長期固定で資金調達することは、金利負担が割安になるメリットをもたらす。年間の社債発行額（公募民間債）は、2014年度8.8兆円であった（2014年12月～2015年11月累計7.2兆円、日本証券業協会）。

ただし、そのメリットは実額で考えると、それほど大きくはない。2015年の年中平均の長期金利は0.36%である。2016年中の長期金利・平均値が0.18%なので、1年間の金利低下幅は▲0.18%に過ぎない。仮に、社債調達金利が、長期金利低下の恩恵を同じく▲0.18%の幅で受けていたと仮定すると、先の7.2兆円をかけて、支払利息の低下は▲129億円となる。企業のメリットは案外少ないと考えられる。

むしろ、過去の社債発行分が10年間で償還してきて、それをロールオーバーしている先の方がメリットは大きいと考えられる。10年前の金利水準（2016年平均1.50%）はより高かったので、足元の金利を比べると金利低下幅は著しい。現在は、企業の資金調達コストを超低水準で固定化できる点において、企業金融にはプラスだと言ってよい。

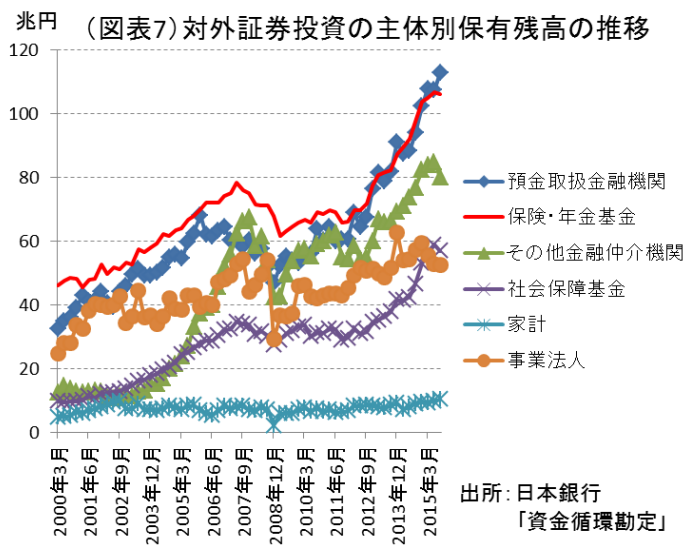
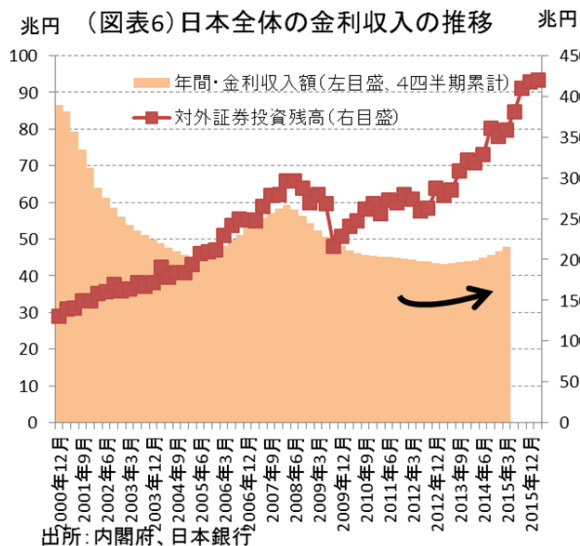
金融セクターへのしわ寄せ

金利収入が、短期から長期に亘って乏しくなると、運用収益の悪化が心配される。しかし、マクロでみた運用収益は、2014年度まで底堅く推移している。2014年度の金利収入は、日本全体で47.8兆円となっている（図表6）。過去最低は2012年度の43.2兆円であり、2013・2014年度と2年連続で僅かに改善している。どうして国内金利が下がっているのに、日本全体の金利収入が増えるのかという理

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。

由は、外債投資などによって、国内金利収入が乏しくなった部分を、金融機関が稼いでいるという構図があると考えられる。

金融機関の中でも、銀行・保険・年金基金はそうした資金シフトを行っているようにみえる（図表7）。今後も、マクロでみると、資金運用をする金融機関はより利回りが得られる外貨シフトを進めることで、異常な低金利環境を凌ぐことになるろう。



問題なのは、そうした運用シフトによって為替リスクを負うことである。為替が円高に振れたときには自ずと運用成績は悪化する。その一方で、顧客に対して固定金利で運用収益を還元している場合には、金融機関はその打撃を受けることになる。長期金利マイナスに背中を押されて、為替リスクをとったとしても、金融機関のリスク変換がうまくいかなかった場合には、そのダメージが金融機関を集中することになる。

結局、日銀のマイナス金利政策などによって最大のメリットを受けるのは政府に限られる。代わりに家計や金融セクターには金利収入が減少したり、過度のリスクテイクという歪みが発生するといった弊害が起こることになる。

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。