

1 平成 30 年度の国債市場の動向

(1) 概況

平成 30 年度は、保護主義的な通商政策の動きや、欧州各国の政治動向などがリスク要因として意識されながらも、年度前半は米国経済が拡大し、企業業績が改善する中、世界的な株高傾向が続きました。一方、年度後半は、世界経済の減速懸念が相場の大きなテーマとなり、投資家心理が慎重化する場面が増えるなど、債券市場を取り巻く環境が大きく変化しました。この間、我が国の国債市場では、日本銀行による「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策の持続性を高めるための「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」(☞)が決定され、これ以降、膠着感の強かった相場が、海外の長期金利の動向等を反映して上下に金利変動しやすくなりました。

4月から6月にかけて、海外では、米国景気の堅調持続やFRBによる利上げ継続などを背景に、米国の長期金利は数年振りの水準となる3%を超えて上昇する場面が多く見られました。一方、6月半ばから7月上旬にかけては、米中間の貿易摩擦に対する警戒感が高まり、債券買いの圧力が増しました。この間、我が国の国債相場は、海外市場の影響を受けつつも、現行の金融政策の長期化が織り込まれ、狭いレンジ内での変動に終始しました。

こうした中、7月下旬に、日本銀行が国債市場の機能度等への配慮から、長期金利操作の柔軟化を検討するとの観測が見られ、我が国の10年債金利は約1年振りに0.10%まで上昇しました。また、実際に7月末の金融政策決定会合で、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」が決定され、10年債金利の変動幅として、概ね±0.1%の幅から上下その倍程度に変動し得ることを許容する意向が示されると、8月初めには金利の上限を探る動きも見られ、10年債金利は一時0.145%まで上昇しました。長期ゾーンを対象にした予定外の国債買入オペの実施などから、ほどなく我が国の10年債金利は0.1%をやや下回る水準に低下しましたが、9月に入ると、好調な米国経済指標の公表等を受けて投資家がリスク選好に傾く中、我が国の10年債金利は一時0.155%まで上昇しました。

しかし、10月初めに米国の長期金利が上昇し、3.2%を超えると、既往最高値を更新して割高感が意識されつつあった米国株が下落に転じ、それに連れてその他の多くの国々で株価が下落基調となりました。また、米中間の貿易摩擦の激化や英国のEU離脱交渉、米国政府機関の一部閉鎖など、世界経済を巡る不透明感が増幅し、年末にかけては、投資家が一転してリスク回避姿勢を急速に強める展開となりました。さらに、原油価格が、需給バランスの悪化懸念から大幅に下落し、インフレ圧力を緩和する見通しとなったことも影響し、国内外の金利は大きく低下しました。

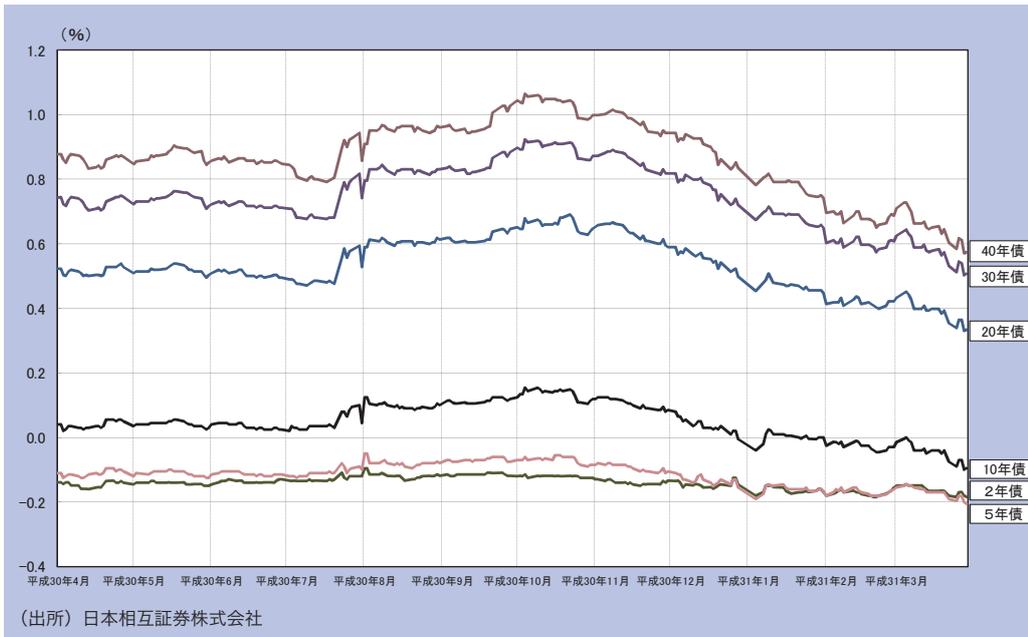
1月以降は、FRBが利上げシナリオを慎重化させたことや、国際機関等が経済見通しを相次いで下方修正したことなどを背景に、海外金利が低水準でもみ合う中、我が国の10年債金利はマイナス圏で推移する日が多くなりました。また、FRBやECBが利上げ停止や利上げ時期の先送り方針を示す中、年度末にかけては主要国の金利低下に拍車がかかり、米国の長期金利が一時2.3%台、我が国の10年債金利は一時平成28年8月以来の水準である▲0.100%まで低下しました。世界経済を取り巻く不透明要因の早期解消は見通し難しく、当面の間、金利が上昇

☞コラム2「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」(P12)参照。

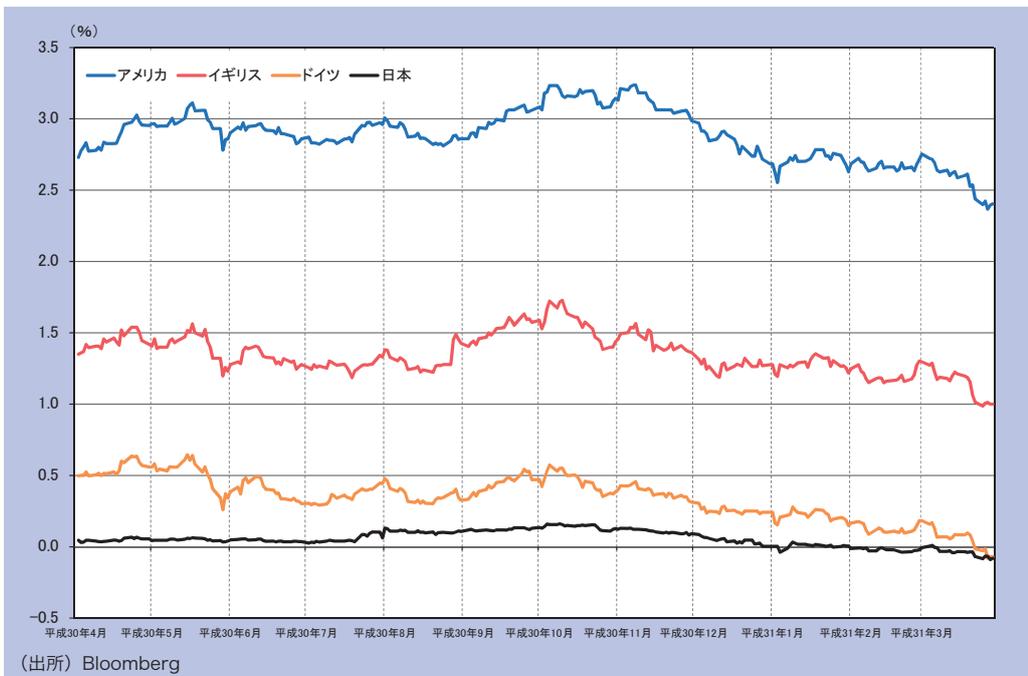
する材料が見当たらないと考えた投資家が、利回り確保のため、より長い年限の国債を購入したことなどから、イールドカーブは年度当初と比較し、大きくフラット化が進みました。

世界的に金融政策の正常化に向けた動きが岐路にあることや、各国の政治動向等、我が国の国債市場を取り巻く外部環境には、引き続き多くの変動要因が存在しています。

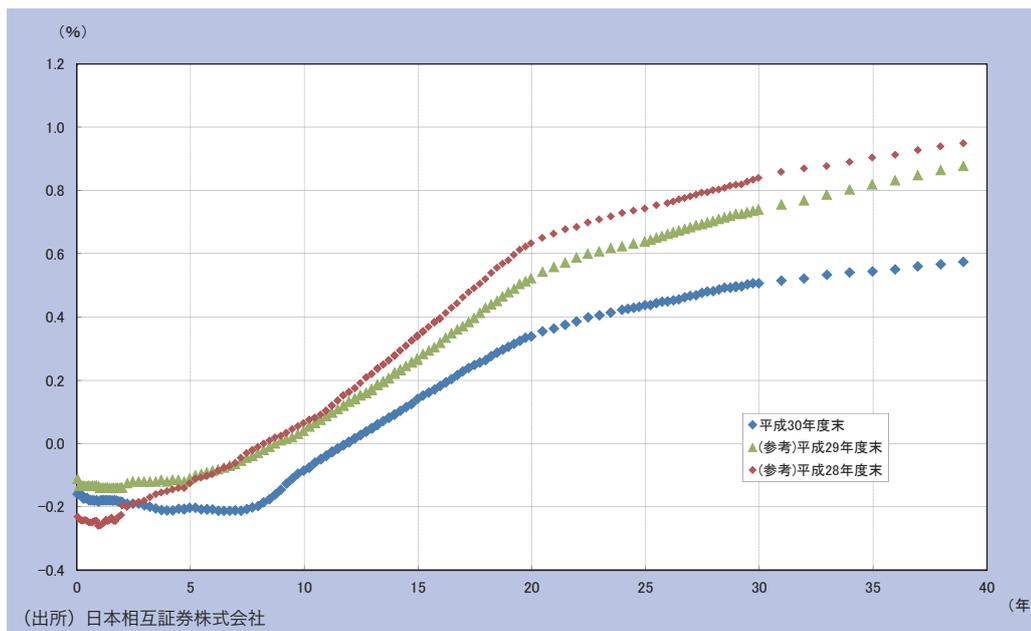
(図1-1) 年限別流通利回りの推移



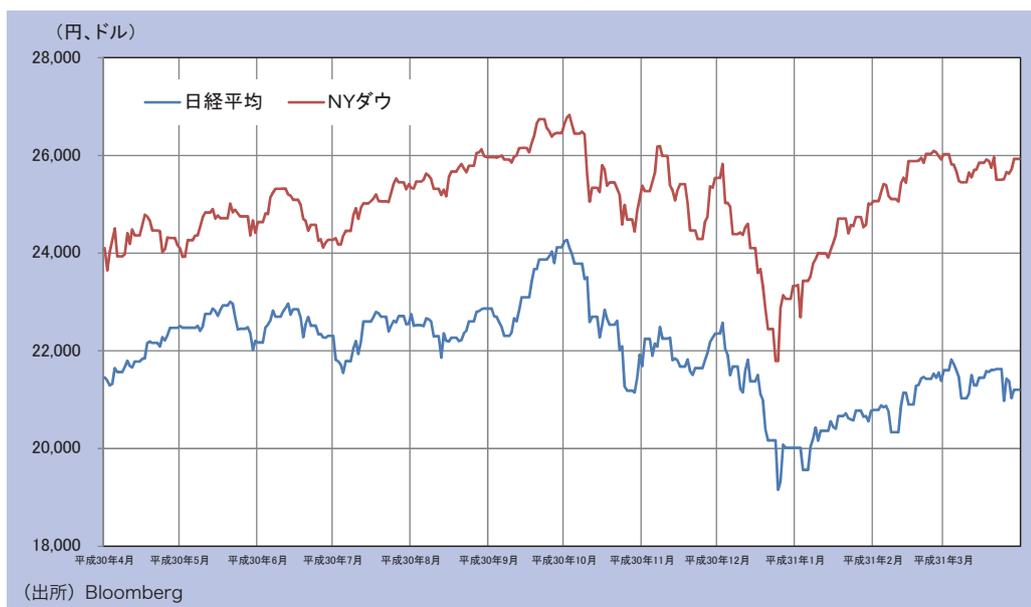
(図1-2) 10年金利(米・英・独・日)の推移



(図1-3) イールドカーブの推移



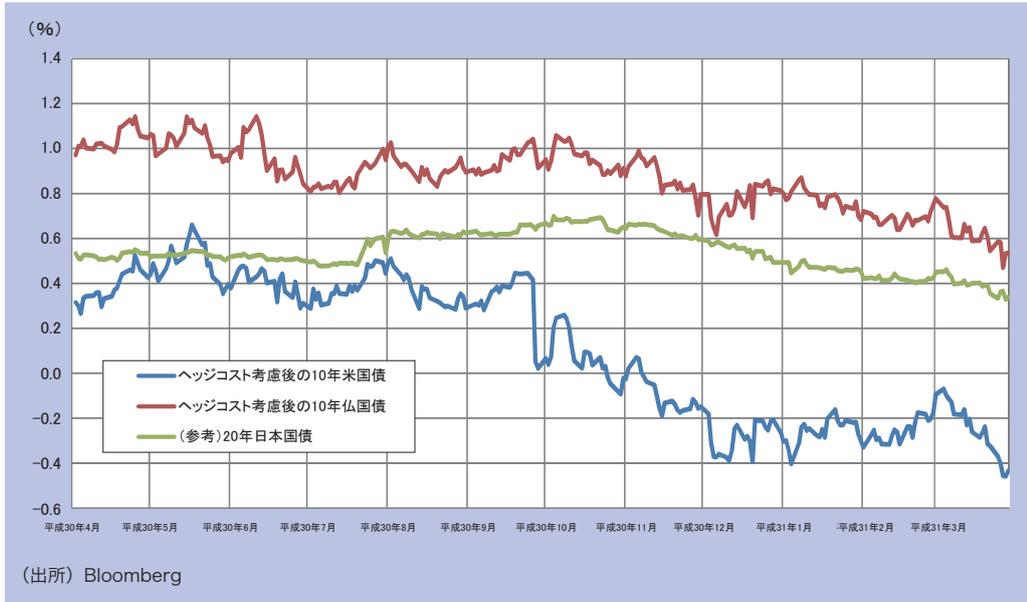
(図1-4) NY ダウ・日経平均株価チャートの推移



(2) 投資家動向

日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策が長期化するとの見通しの下、国内の投資家の資金は、より長い年限の国債に向かったほか、地方債・財投機関債・社債をはじめとするクレジット市場、海外債券市場に移動しています。外債投資に関しては、米国の金融政策正常化が進み、ドル資金の調達コスト上昇が続く中、ソブリン債以外の米債や欧州債が選好されています。一方で、年末以降、世界景気の先行き懸念等を背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まったこと等を受けて欧米金利が大きく低下する中、国内の投資家から見た外債投資の妙味が低下しており、投資家は運用先の模索を続けています。

(図 1-5) ヘッジコスト考慮後の 10 年米国債、10 年仏国債の推移



コラム 2 強力な金融緩和継続のための枠組み強化

① 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の内容

日本銀行は、平成 30 年 7 月の金融政策決定会合において、インフレ率を 2% の「物価安定の目標」に向けて引き上げるためには、これまで想定していた以上に時間を要する見込みであることを認めた上で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を通じた強力な金融緩和を粘り強く続けていくための措置を決定しました。

その主な内容は、金融緩和の継続に対する市場の信認や期待を高めるための（1）政策金利に関するフォワードガイダンス導入と、（2）市場機能の低下などの副作用を抑制するための、金融市場調節や資産買入れの運営に関する弾力化、及び、（3）その他の実務的な対応の 3 つとなります。

それぞれの具体的な内容は、次のとおりです。

（1）政策金利のフォワードガイダンス（注）

日本銀行は、2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

（注）平成 31 年 4 月の金融政策決定会合において、「日本銀行は、海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。」とする「政策金利のフォワードガイダンスの明確化」が決定されました。

（2）「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営弾力化

①長期金利操作

10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

②ETF および J-REIT 買入れ

ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。

（3）その他の実務的な対応

①政策金利残高の見直し

日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して 10 兆円程度）から減少させる。

②ETF の銘柄別の買入れ額の見直し

ETF の銘柄別の買入れ額を見直し、TOPIX に連動する ETF の買入れ額を拡大する。

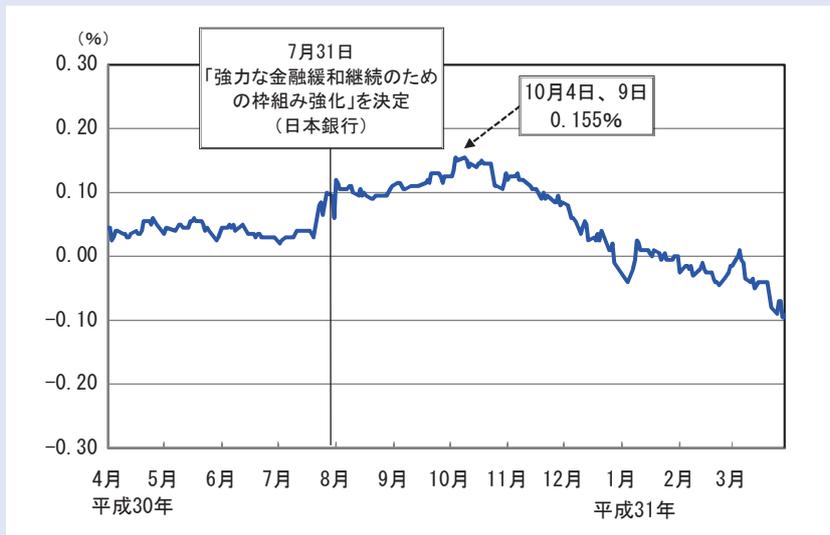
また、黒田日銀総裁は、決定会合後の定例記者会見において、上記（2）①に関し、国債市場の機能度を高めるため、長期金利の変動幅は、これまでの「概ね ±0.1% の幅から、上下その倍程度」まで「容認する」と述べました。

② 国債市場への影響

日本銀行では、「弾力的な買入れを実施する」という方針のもと、月間の国債買入額を徐々に減少させていくとともに、買入オペの回数削減や買入オペの日程変更を行うなど、国債市場の機能度を高めるための様々な工夫を行いました。国債市場の機能については、多様な観点からの指標があり、一義的に捉えることは困難ですが、近年低下傾向にあった国債の取引量は若干の改善がみられています。また、黒田日銀総裁は、「7月の決定会合以降、国債市場では、現物、先物ともに取引が幾分活発化して、日々の値動きもある程度高まってきています。本年前半には、株価や米国の長期金利が変動しても、日本の国債金利は殆ど反応しないといった状況がみられましたが、7月の会合以降、そうした価格の運動性も回復しつつあるように思われます。従って、いわゆる市場機能度という点からは、国債買入れを弾力的に運営するもとの、一頃よりも改善してきている可以说是思います（平成30年10月31日、総裁定例記者会見）」と言及しています。

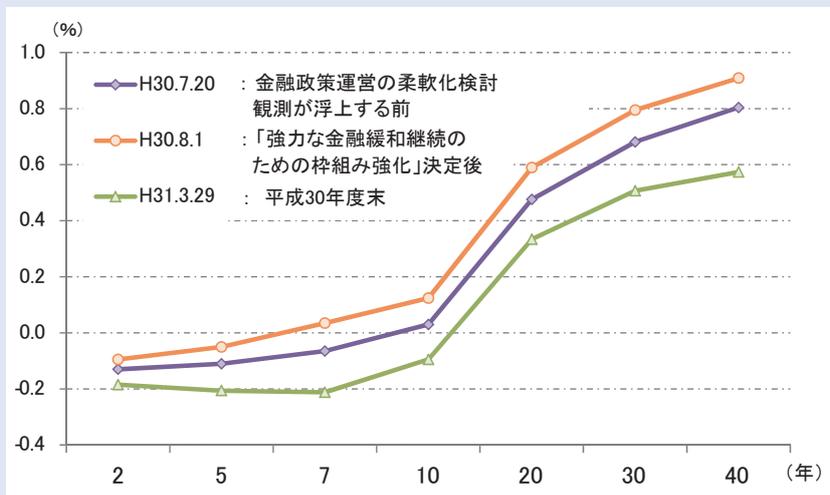
なお、日本銀行による「量的・質的金融緩和」が長期化し、累積的な国債買入れ額が膨らむにつれ、追加的な買入れに伴う金利押し下げ効果は増していくと考えられています。今後も引き続き、「長短金利操作付き量的・質的緩和」の実務運営に対する市場参加者の注目は高そうです。

(図 c 2-1) 10 年金利の推移



(出所) 日本相互証券株式会社

(図 c 2-2) 「枠組み強化」前後のイールドカーブ



(出所) 日本相互証券株式会社