

1 令和元年度の国債市場の動向

(1) 概況

令和元年度は、夏場にかけて、保護主義的な通商政策の動きが強まり、貿易や生産活動への影響が長期化しかねないとの見方が広がる中、主要中央銀行が緩和姿勢の強化に動いたこともあり、世界的に金利低下が進みました。その後、年末にかけて、債券相場は一旦、軟調推移に転じましたが、年明け以降は、新型コロナウイルス感染症の感染が世界中に拡大するに連れて、金利が大きく上下するなど、市場は不安定化しました。我が国の国債市場も、欧米の相場動向に概ね沿う形で推移しましたが、日本銀行による「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策が継続する下で、金利変動幅は相対的に小幅に留まりました。

まず、4月は、主要国の経済指標の改善などを受け、内外の債券相場が軟調に推移しましたが、5月には、米国政府が中国やメキシコに対する関税強化を表明したほか、英国の合意なき EU 離脱を巡る不安が高まったことなどから、債券市場で買い圧力が増しました。6月入り後は、米国の利下げ観測が広がり、日本や欧州でも追加緩和の可能性が意識される中、堅調推移が継続しました。

7月は、日米欧の金融政策会合を月末に控えて様子見姿勢が強まり、債券相場は横ばい圏での推移となりましたが、注目の FOMC で、FRB が景気判断を概ね維持しつつも予防的利下げに踏み切ったほか、8月から9月初めにかけて、米中間の通商摩擦が激しさを増したことから、内外の債券相場は一段高となりました。この際、米国の長期金利は3年2カ月振りに1.5%を割り込んで低下し、我が国の長期金利は▲0.295%と、一時、平成28年7月に記録した過去最低の▲0.3%に迫りました。その後、黒田日銀総裁が超長期金利の過度な低下をけん制したことや、米中が通商面で歩み寄りの姿勢をみせたことなどから、金利は一旦上昇しましたが、9月末にかけて再び債券買いが優勢となりました。米国のトランプ大統領の弾劾裁判を巡る政局不透明感が意識されたことや、日本銀行が次回会合で経済・物価動向を「再点検」する方針を明らかにし、追加緩和観測が浮上したことなどが、背景として挙げられます。

その後、年末にかけては、10月末の FOMC で、3会合連続となる利下げが決定されながらも、予防的利下げサイクルの停止が示唆されたことを受け、低金利環境が長期化するとの見方が広がる場面もありました。ただ、米中通商協議の進展期待や、前倒して実施された英国総選挙における与党大勝による英国の EU 離脱を巡る不確実性の後退などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が和らぐ中で、債券相場は軟化しました。この間、日本銀行が超長期ゾーンを対象とする国債買入オペを一段と減額し、買入れ回数の削減にも含みを持たせたことや、秋口に浮上していたマイナス金利の深掘りなどによる金融緩和強化観測が後退したことも、我が国の長期金利には上昇圧力となりました。

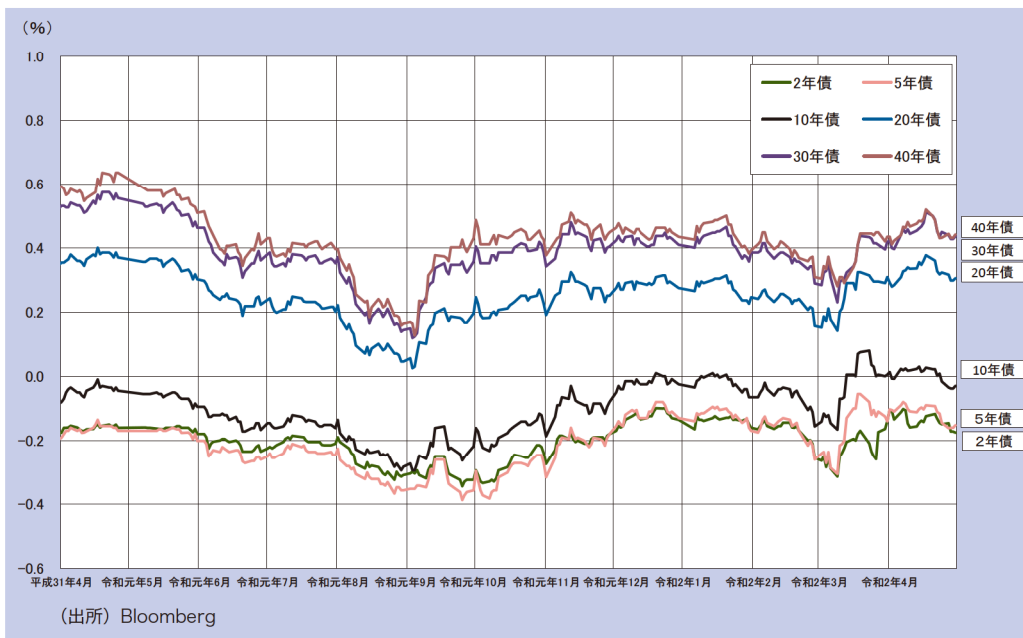
1月初旬、中東情勢緊迫化を受けて株安・債券高・円高が進んだものの、程なく解消しました。その後、1月後半から年度末にかけては、新型コロナウイルス感染症の感染拡大を巡る懸念が広がる中で、再び投資家のリスク回避姿勢が強まりました。特に、2月下旬以降、世界景気の後退局面入りを見込む市場参加者が増えたほか、原油価格の急落と相まってインフレ期待が鈍り、金融環境が急速に悪化する中で、各国中央銀行が矢継ぎ早に金融緩和措置を導入したことなどを受

け、米国の長期金利はザラ場で一時、過去最低水準となる 0.3% 近くまで急低下しました。一方、各国財政当局が大規模な景気刺激策を打ち出したことに伴う国債増発への警戒感や、手元資金を確保するための資産売却などが、金利上昇要因となる場面もありました。この間、我が国の長期金利も、一旦▲0.2% まで低下した後、約 1 年 4 カ月振りの水準である 0.095% に上昇するなど、不安定な相場展開となりました。

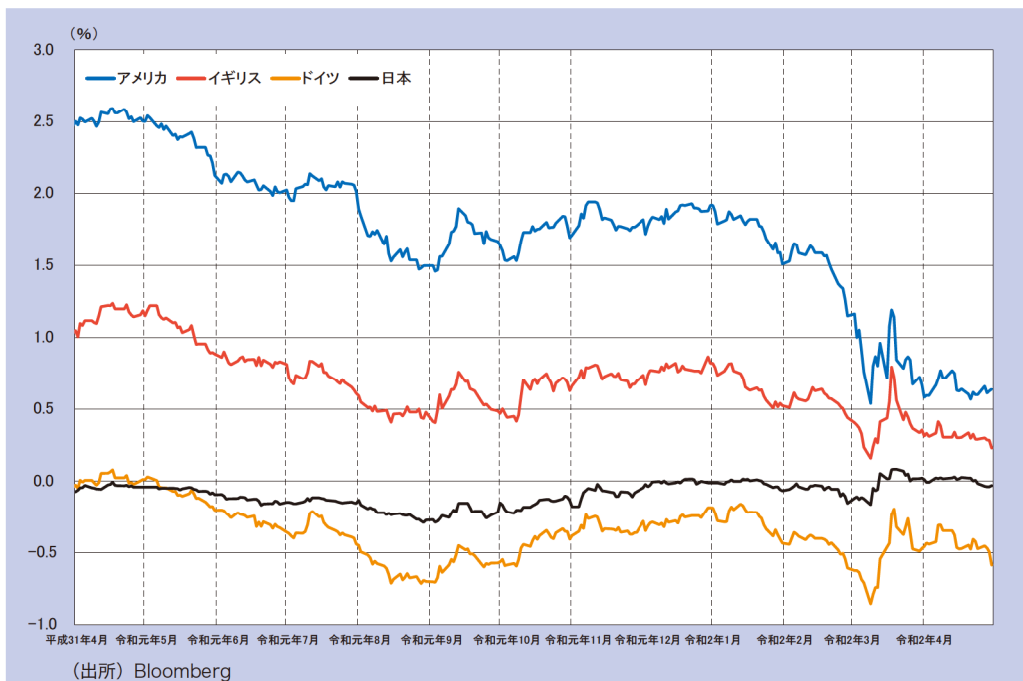
なお、令和 2 年度に入ると、4 月 7 日に 7 都府県、16 日には全国を対象に緊急事態宣言が出され、スプリット勤務や在宅勤務の広がりから市場参加者のリスク許容度は一段と低下、取引が閑散となる日々が続く中で、日本銀行が国債買入オペの頻度を増やしたことが奏功し、長期金利はゼロ% 付近で概ね横ばい推移しました。

危機的な状況に直面する中で、各国政府は政策を総動員していますが、感染収束後に波乱なく政策正常化に向かえるかなど、我が国の国債市場を取り巻く外部環境には、今後も留意すべき点が多く、そうした点も含めて、我が国の国債市場の動向をみていく必要があります。

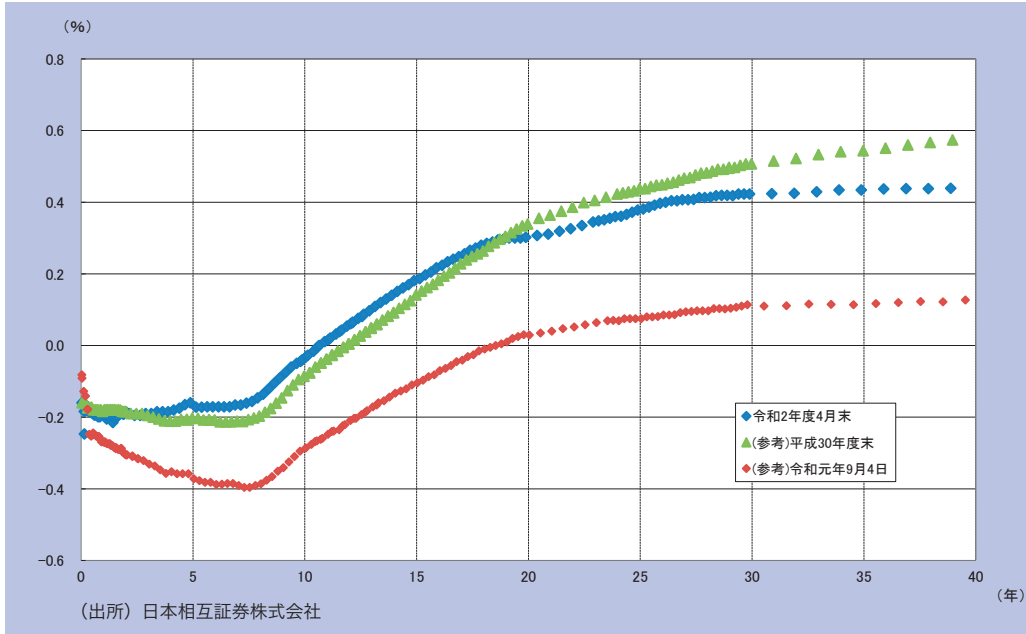
(図 1-1) 年限別流通利回りの推移



(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



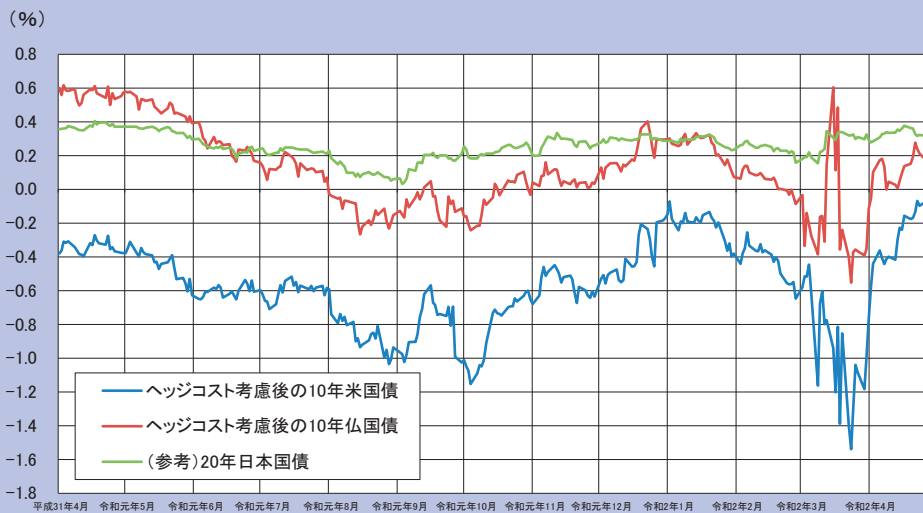
(2) 投資家動向

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や海外債券市場に移動しています。

外債投資に関しては、ここ1～2年、欧州債や非ソブリン債が選好される傾向が強まっていましたが、令和元年度は、米債の人气が再び高まりました。米中間の貿易摩擦激化等により、世界景気の先行きを巡る不確実性が高まったことを受け、FRBが予防的な利下げを実施したため、ドル資金の調達コストが一頃に比べて低下したことや、世界的に緩和的な金融環境の強まりが見込まれる中、相対的に大きな金利低下余地が残っていたことが、投資妙味として意識されたと考えられます。

一方で、年明け以降、新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う世界景気の後退リスク増大等を背景に、主要国の政策金利が過去最低水準へと低下したことや、クレジット市場が不安定化することへの警戒も怠れないことから、国内の投資家の運用環境は一層厳しさを増しつつあります。

(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



(出所) Bloomberg