

日本銀行の長期国債買入れオペについて
～継続性と今後の展望～

【ポイント】

1. 2013年4月に「量的・質的金融緩和」が導入されてから2年半が経過し、2016年以降の日銀オペの「札割れリスク」が意識されつつある。
2. 主要投資家の国債残高減少の余地を試算すると、数字上は2016年も日銀オペの継続は可能だが、2016年内にも札割れが訪れる蓋然性は高いと考えている。
3. 「日銀オペ札割れ後」の世界で「生保勢」の投資動向はより注目されるだろう。

日銀は2013年4月に量的・質的金融緩和（QQE）を導入した。そして2014年10月に追加緩和（QQE2）が決定され、さらに大規模な具体策が講じられた。QQEの具体策として日銀は、長期国債買入れオペ（日銀オペ）により、毎月大量の国債を市場から買取っているが、そのオペレーションは、金融機関を中心とした国債保有者が、国債残高を大幅に圧縮させることで、約2年半継続されてきた。本稿では2016年以降も現在の金融政策が継続される前提で、日銀オペの継続性および今後の見通しについて展望する。

1. 2016年長期国債¹⁾の需給について

まず、2016年に日銀以外の金融機関等（銀行、生命保険会社等）が長期国債残高を減少させる必要のある金額について試算した（図表1）。

①については、2016年度財務省カレンダーベースの国債市中発行額が2015年度発行計画比で、利付国債が1.2兆円減額されることを前提に、また第Ⅱ非価格競争入札に係る発行予定額は、各年限カレンダーベース市中発行額の3.75%と仮定して試算を行った。

②²⁾、③については、2015年9月末の日銀が保有する国債の銘柄別残高等をもとに計算した。その結果、2016年末まで日銀オペを継続させるためには、日銀以外の金融機関等が約48.8兆円長期国債保有残高を減少させる必要がある。

図表1. 2016年における長期国債の需給試算

	(兆円)
	長期国債残高
①財務省 長期国債市中発行額	127.7
②日銀 長期国債買入れオペ グロスでの買入額	114.2
③日銀以外 市中長期国債の償還額	62.3
①-②-③	▲ 48.8

(資料)財務省・日本銀行等資料より富国生命作成

2. 日銀オペ協力先についての考察

次に具体的に、どの業態がどれだけ長期国債残高を減少させることができるのか？48.8兆円の内訳を考えてみる。

資金循環統計を見ると、これまでの日銀オペの主な協力先はゆうちょ銀行を含む中小企業金融機関等、国内銀行（都市銀行・地方銀行など）、公的年金（GPIF

図表2. 金融機関の業態別国債残高

	(兆円)					
	2013年3月末 残高	2014年9月末- 2013年3月末	2014年3Q 増減	2014年4Q 増減	2015年1Q 増減	2015年6月末 残高
中央銀行	93.9	89.6	23.7	17.8	20.4	245.3
生命保険	150.8	0.4	3.9	▲ 1.9	▲ 0.6	152.6
中小企業金融機関等	166.4	▲ 17.7	▲ 5.0	▲ 5.8	▲ 6.4	131.4
国内銀行	122.4	▲ 13.0	▲ 3.1	1.6	▲ 5.1	102.9
公的年金	68.8	▲ 6.5	▲ 5.5	▲ 2.7	▲ 1.4	52.8
海外	35.6	2.0	4.3	1.4	▲ 1.8	41.6
共済保険	32.7	3.8	0.9	0.2	0.0	37.6
企業年金	27.3	1.7	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	28.5
農林水産金融機関	25.2	▲ 0.2	▲ 1.6	1.8	▲ 0.3	24.9

(資料)日本銀行「資金循環統計」より富国生命作成
(備考)ゆうちょ銀行は中小企業金融機関等に含まれる

¹⁾ 物価連動国債、短期国債、変動利付国債を除く

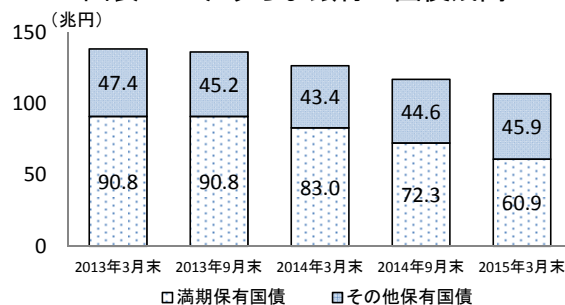
²⁾ 2016年の日銀オペ長期国債グロス買入れ額は、ネット買入れ予定額80兆円に、日銀が保有している「2016年末までに償還する国債残高」を加えた金額。一部前提を置いて算出。

等)の3業態であった(図表2)。以下では、長期国債残高が大きい①ゆうちょ銀行②国内銀行③生命保険の3業態について、過去の投資行動から長期国債残高の減少余地について分析してみる。

(1) ゆうちょ銀行について

ゆうちょ銀行については、QQE開始以降、最も長期国債残高を減少させている業態であるが、QQE2以降も、四半期あたり約6兆円のペースで長期国債残高を減少させている。同行の保有目的別国債残高の推移(図表3)を見てみると、残高が減少しているのは満期保有目的の国債が中心で、その他保有目的の国債を売却するのではなく、償還再投資を抑制し、国債残高を減少させていると考えられる。

図表3. ゆうちょ銀行の国債残高



(資料)ゆうちょ銀行決算資料より富国生命作成

今後については、国債残高減少のペースは鈍化し、15兆円程度の減少が限度であると考えている。

2017年度末までの中期経営計画によると、同行の資産ポートフォリオのうち、国債以外のリスク性資産で構成されるサテライトポートフォリオの残高を、2015年度末の約42.7兆円から2017年度末を目途に、60兆円に拡大するとしている。そのためには国債を中心としたベースポートフォリオ(BP)の残高を約15兆円減少させ、ポートフォリオのリバランスを行う必要がある。

またBPの国債残高から当座預金への入替余地については、今後簿価利回りが高いであろう満期保有目的の国債中心に残高の減少が予測されるため、収益性の観点から、あまりないと考える。

(2) 国内銀行について

都市銀行については、QQE開始以降、国債残高を積極的に減少させてきたが、足元では勢いが鈍化している(図表4)。

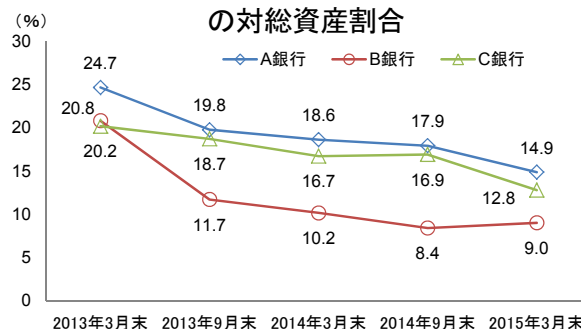
図表4. 都市銀行・地方銀行の国債残高

	残高 (兆円)				増減(年率換算)		
	2013年3月末	2014年10月末	2015年3月末	2015年8月末	13/3~14/10	14/10~15/3	2015年度
都市銀行 国債残高	108.0	74.2	67.4	63.5	▲21.3	▲16.2	▲9.5
地方銀行 国債残高	42.9	41.1	40.6	38.2	▲1.2	▲1.2	▲5.8
	2013年3月末	2014年10月末	2015年3月末	2015年9月末	13/3-14/10	14/10-15/3	2015年度
都市銀行 当座預金残高	15.4	67.7	81.8	94.1	33.0	33.7	24.7
地方銀行 当座預金残高	8.8	12.9	22.2	25.8	2.6	22.3	7.2

(資料)日本銀行資料より富国生命作成

メガバンク3行の国債残高の対総資産割合を見ると、最も保有割合が低下したのはB銀行の2014年9月末の8.4%である(図表5)。そしてそれ以降、保有割合は復元傾向にある。これは収益性向上、コア預金とのALM、そして担保玉といった様々な観点から、一定量の国債保有ニーズがあるためと考えられる。今後仮にメガバンク各行が長期国債を対総資産割合の8%まで減少させる場合、約20兆円残高を減少させる余地がある。

図表5. メガバンク3行の国債残高の対総資産割合



(資料)各行決算資料より富国生命作成

地方銀行については、都市銀行とは異なりQQE開始後も国債残高を高水準で維持してきたが、QQE2以降、国債残高のさらなる減少に伴い、当座預金残高が大幅に増加している。2015年10月に日銀が発行した金融システムレポートによると、円金利リスクについては国債残高を減少させる一方、利鞘確保の観点から円債投資年限の長期化および期間の長い固定金利型住宅ローンの増加により、金利リスク量を維持していることが指摘されている。また投資信託、外債等リスク性資産への投資については、リスク量がVaRベースで有価証券ポートフォリオ全体の8割程度まで増加していることが指摘されている。以上のことから、地方銀行については収益性をこれ以上落とせない中で、ポートフォリオのリバランスは既に進んでいるので、今後更なるリバランスの

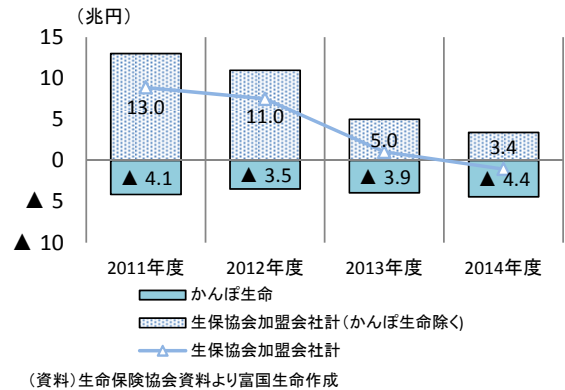
余地も乏しく、国債残高減少の余地は限定的と考える。

(3) 生命保険会社について

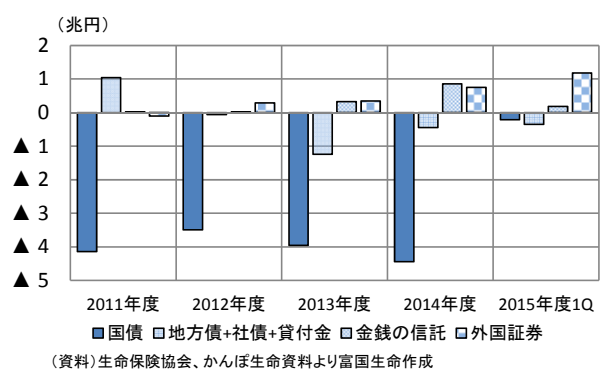
生命保険会社全体(かんぽ生命含む)については、QQE 開始以降、国債の残高増加が大幅に圧縮され、2014年度は1兆円程度国債残高が減少している(図表6)。傾向としてはかんぽ生命以外の生命保険会社は、QQE 開始以降も償還再投資に加え、増加資産の一部を国債に振り向けている。超長期国債利回りが、保有する保険契約の予定利率を大幅に下回っている中、2014年度以降もALM 推進上、資産負債の金利リスクミスマッチ拡大を防ぐため、最低限の国債投資を行っていると考えられる。2015年度に入り、さらに金利水準が低下しても国債投資スタンスに大きな変化がないことから、今後もALM 推進上、国債残高を大幅に減少させる投資行動に出ることは考えづらい。

一方かんぽ生命については、責任準備金の減少に応じて、国債の償還再投資を限定的としてきたが、2014年度決算を分析すると、国債の償還再投資は殆どされておらず、金銭の信託、外国証券等へ投資が振向けられていることが分かる(図表7)。2015年度1Qの決算では国債残高の減少が例年と比較して少額にとどまる一方、外国証券への積極投資が確認できる。今後は、国債残高の大部分が満期保有目的、責任準備金対応債券として保有されており、売却可能な国債が限定的なことから、売却による減少は期待できず、償還再投資見送りによる減少(年間約4兆円)にとどまると考える。

図表6. 生命保険会社の国債保有残高増減



図表7. かんぽ生命の資産増減



3. 2016年以降の長期国債買入れオペの継続性および今後の展開について

上記業態に加え、公的年金の一元化および新モデルポートフォリオ適用に伴うGPIF+3共済³の国内債券残高減少分(各社アナリスト予想は15兆円前後)を考慮すると、2016年は各業態の長期国債減少の余地が、第1章で試算した48.8兆円を上回るため、数字上は札割れなしに日銀オペが執行されるということになる。しかし、試算時から2015年末まで日銀オペによってさらに国債が吸収されること、また収益性の観点から各投資家が試算通りに日銀オペに応じない可能性があること等を踏まえると、2016年内にも札割れが訪れる蓋然性は高いと考えている。

最後に、日銀オペが札割れした世界について考えてみる。これまで国債残高を積極的に減少させてきた「銀行勢」の売り余力がなくなり「生保勢」に日銀オペの継続の可否が委ねられ、その動向が注目されるだろう。投資家の売り余力がなくなると、日銀が残存年数の長めの長期国債をマイナス金利で買入れる可能性もでてくる。また市場の流動性も著しく低下していることだろう。筆者は仮に超長期金利が0%台前半まで低下しても、再投資リスクを冒してまで国債を売却するインセンティブに欠けると考えているが、流動性および価格上昇余地の面で、国債保有の魅力が失われてきた場合でも保有を継続するべきかどうか、今後さらに検討されるだろう。

(資金債券G 新谷 智昭)

³ 3共済とは国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済