

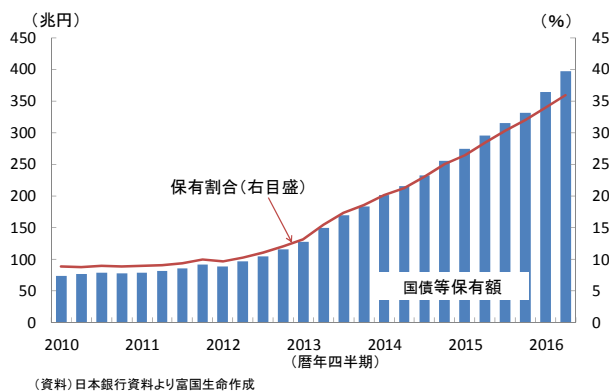
日銀の異次元緩和が債券市場の流動性に与える影響

【ポイント】

1. 異次元緩和導入以降、公社債売買高は減少傾向が続き、特に銀行や生損保などの国内金融機関の売買高の低迷が著しい状況となっている。
2. 国債売買は新発債の発行から日銀買入までの短期間に集中する状況となっており、既発債の流動性が低下している。
3. 日銀が公表している債券市場サーベイの機能度判断DI などによれば、市場参加者の多くが機能性は低下しているとの認識を持っている。
4. 債券市場でビジネスを行ってきた市場参加者の撤退事例が目立ってきているが、一度失われた市場メカニズムの再構築は容易ではない。

日銀が量的・質的金融緩和を導入した2013年4月以降、日銀が保有する国債残高は急激に増加する一方、債券市場の流動性は低下し続けている。図表1は、日銀の国債保有額と発行額に占める保有割合を示したものである。短期間に3割を超える水準まで買い占めており、一人の市場参加者がこれだけ買い占めれば、市場の機能が失われるのは容易に想像できることである。しかし、マイナス金利政策の導入により、過度な金利低下やイールドカーブのフラット化による副作用がより懸念されるようになったこともあり、債券市場の流動性低下への懸念については、以前より議論が低調になってきている印象がある。我々投資家にとっては、売買が出来る十分な流動性が無ければ、金利がどのような水準になったところで何もできないという意味では、流動性が確保されることは必要不可欠な要素である。まして、自国の国債という最もリスクが低いとされる資産においては、それがより一層重要である。そこで、国債市場の流動性の状況を確認するとともに、新たな金融政策が導入されるなか、今後の見通しについて考えたい。

図表1. 日銀の国債等保有額と保有割合

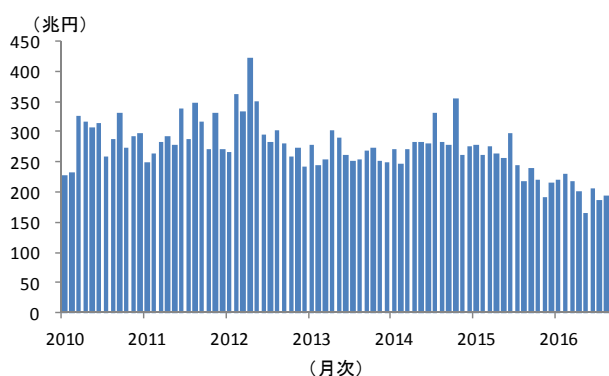


1. 低迷する公社債店頭売買高

流動性の状況を把握するための代表的な指標の一つとして、売買高がある。売買高は、市場で取引された量であることから流動性そのものであり、売買を執行する際にマーケットインパクトを探るときなどにも使用される重要な指標である。図表2は、日本証券業協会が発表する公社債店頭売買高の推移を示したもので、2013年4月に日銀の異次元緩和が開始されて以来、減少傾向をたどっていることが確認できる。特に、マイナス金利政策が導入された2016年1月以降、減少が一段と進み、5月には2002年以来の低水準となった。売買が減少している要因は、利回りがマイナスになるなどリターンが期

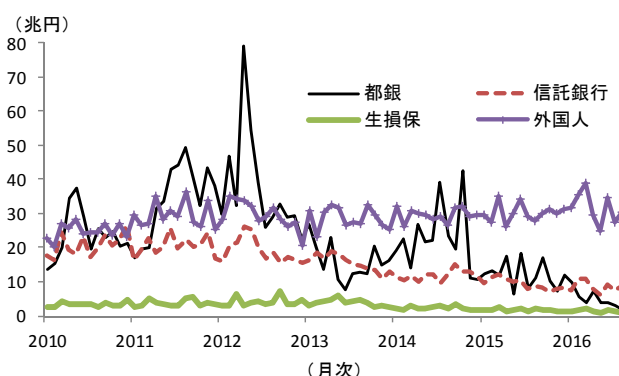
待できないことから投資が手控えられていることや、日銀が大量に国債を買い入れることで市場に流通する国債自体が減少していることなどが挙げられる。図表3は投資家別に集計したもので、外国人投資家の売買高はベーススワップなどを介した日本国債投資の魅力が高まったことで増加したものの、それを大きく上回って国内金融機関の売買高が減少していることが確認できる。特に、国債市場におけるメインプレーヤーであった都銀の売買高の減少は著しく、異次元緩和導入前の2012年度は月平均で33兆円の売買高があったが、2015年度においては11兆円まで減少している。また、生損保においても4.0兆円（2012年度）から1.6兆円（2015年度）と、大幅に減少している。年金資産の運用資金などが含まれる信託銀行の売買高についても、公的年金等がアセットアロケーションを変更し国内公社債の投資比率を大幅に引き下げたこともあり、19兆円（2012年度）から9兆円（2015年度）と大きく減少した。

図表2. 公社債店頭売買高（グロス）



(資料)日本証券業協会資料より富国生命作成

図表3. 公社債投資家別売買高（グロス）



(資料)日本証券業協会資料より富国生命作成

2. SCレポ—GCレポスプレッドの拡大

上で示した売買高の減少は、日銀の国債買入による国債流通量の低下や市場参加者の売買ニーズが減少していることなどによる影響もあるが、市場参加者が売買したくても出来ない状況になってきているという面もある。そのひとつが、SCレポ—GCレポスプレッドの拡大によって引き起こされる既発債の流動性低下である。

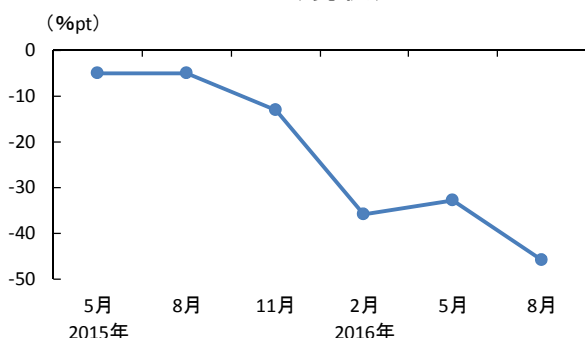
SC (Special Collateral) レポ取引とは、特定銘柄の調達・運用を行う債券貸借取引のことである。一方、GC (General Collateral) レポ取引とは、資金の調達・運用を行うことを目的に行われる債券貸借取引のことである。そして、SCレポとGCレポのスプレッドは、個別銘柄の需給などに起因するプレミアムであると言える。債券市場において流動性を供給するディーラー（証券会社）は、投資家との取引においてショート・ポジションが発生した場合、SCレポでショートした銘柄を借りて受け渡しを行う一方、投資家との取引においてロング・ポジションが生じた場合、GCレポでその銘柄を担保として資金を調達し、受け渡しを行う。SCレポとGCレポのスプレッドが拡大すると、ショート・ポジションを構築するのに掛かるコストが増大することとなり、その結果、ディーラーが投資家との取引を行うことが出来なかったり、ビッド・アスク・スプレッドがワイド化したりする。2013年以降、日銀が国債を買い占め、流通市場に出回る国債が少なくなっていることで、このSCレポ—GCレポスプレッドが拡大している。特に、新規発行がほとんど無い既発銘柄のスプレッドの拡大が著しく、同銘柄の売買が減少傾向となっている。そのため、国債市場は、入札後から日銀による買入までの短期間に、新発債しか取引されない市場になってきている。以前のように、生命保険会社がALM対応などで負債のデュレーションやキャッシュフローに合った既発銘柄を購入し

ようとしても、買いたい銘柄が買えない市場環境になっているということである。このように、日銀が発行額と同程度の国債を買い占めることで、健全な取引を行うことが困難な状況を引き起こしている。

3. その他の流動性指標

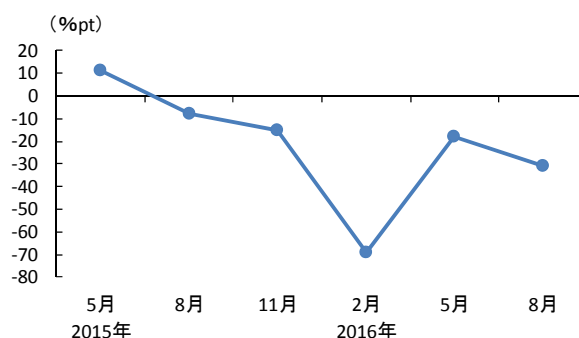
債券市場は、取引の多くが相対取引で行われているため、市場での取引データを入手すること自体が難しく、定量的に流動性を把握することが株式市場などと比べて難しい。そうした債券市場の機能度を把握するため、日銀が公表している債券市場サーベイの機能度判断 DI という指標がある。この指標は、債券市場機能度の現状について、市場参加者から「高い」「さほど高くない」「低い」の3択で回答をもらい、「高い」と答えたものから「低い」と答えたものを引いて算出される。図表4がその推移を示したものであるが、低下傾向となっており、マイナス金利政策が導入された2016年2月以降、更に大きく低下している。図表5は、3ヵ月前と比べた変化についての回答から算出された指数であるが、マイナス金利政策の導入により機能性が低下したと感じている市場参加者が非常に多いことが確認できる。また、現状について、2016年8月調査では「低い」が46%、「さほど高くない」が54%となった一方、「高い」と回答した参加者が初めてゼロとなった。こうした統計から、多くの市場参加者が、以前よりも売買がスムーズに執行できないことに苦労している状況が窺える。

図表4. 債券市場機能度判断 DI (現状)



(資料)日本銀行資料より富国生命作成

図表5. 債券市場機能度判断 DI (3ヵ月前と比べた変化)



(資料)日本銀行資料より富国生命作成

4. 市場参加者の撤退

異次元緩和導入後、国内の機関投資家が国債での運用から外債などへのシフトを余儀なくされる中、市場全体の売買ニーズの減少により、債券のセールストレーダーが減少傾向になっているという話がよく聞かれるようになった。

また、金利水準が著しく低下したことや、ファンダメンタルズから乖離したイールドカーブが形成されたことでアービトラージ機会が減少したことを受け、円債アクティブファンドへのニーズも減少した。更に、日本国債の格下げの影響などの要因もあり、外資系金融機関の一部が日本から撤退するという事例も見受けられ始めた。そして、マイナス金利政策導入後は、国内の大手銀行がプライマリーディーラー資格を返上し、同業務から撤退すると発表し、市場内外からの注目を集めた。プライマリーディーラー(以下 PD)とは、国債市場特別参加者制度において、国債入札で応札義務がある一方、各

図表6. 主な市場参加者の撤退事例

2014年	某外資系銀行のプライマリーディーラー撤退
2015年	某インターディーラーブローカーのレポ市場撤退
2016年	某大手銀行のプライマリーディーラー撤退

種入札に参加できる権利や、国債の発行体である財務省との会合（国債市場特別参加者会合）で意見交換できる権利を持つ特別な市場参加者のことである。この PD が、発行体である財務省と投資家間のプライマリー市場、投資家と投資家間のセカンダリー市場において流動性を提供する役割を担っており、PD が減少すれば市場流動性に深刻なダメージを与えかねない。市場は、様々な市場参加者がそれぞれの役割を担うことでその市場としての機能が成立しており、一部の市場参加者の撤退であっても、市場全体の機能に影響を与える。なかでも、市場に流動性を供給する重要な役割を担う PD が減少すれば、流動性に与える影響は極めて大きい。この問題は、市場参加者の取引ニーズが減少している今は大きな問題にならなくとも、一度撤退した市場参加者が戻ってくるにはよほど市場環境が好転するなどの変化が必要であるという意味では、将来にわたって影を落とすであろう。

5. 今後の見通し

日銀は、2016年9月の日銀金融政策決定会合において、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入することを決定した。マイナス金利政策導入後の金融機関の収益悪化などの副作用を考慮し、イールドカーブのフラット化が過度に進行しないよう、10年国債利回りをゼロ%程度に誘導することとなったが、これにより、国債市場の流動性低下という副作用は、一層拡大する可能性が高まっている。

金利変動を、レベル（水準）、スロープ（傾斜）、カーベチャー（曲率）の3ファクターに分解する主成分分析では、計測する時期や期間により異なるものの、レベル及びスロープファクターが変動要因の9割以上を占めるというのが、これまでの一般的な結果である。今回の金融政策で、そのレベル及びスロープの大部分が決定されることとなるため、イールドカーブ全体の動きが乏しくなる可能性が高い。特に0～10年間の残存期間の金利は、イールドカーブ上の両サイドが固定されてしまうため、ボラティリティの低下が顕著となるであろう。また、10年超の国債については、0～10年と比べれば変動する要素が残されているものの、上昇すれば指値オペという新たな買入が発動されることとなっており、ファンダメンタルズを映した金利形成からの乖離が進む可能性が高い。そうなれば、市場の価格発見機能はこれまで以上に低下することとなる。ボラティリティ及び価格発見機能が低下した市場においては、市場参加者はビジネスの縮小及び撤退をますます加速させる可能性がある。PD やブローカーなどの市場参加者にとって、ボラティリティ及び価格発見機能が低下することは、収益機会の減少そのものとなるからである。既にマイナス金利政策導入後、PD の撤退などが始まっているが、こうした動きは続く可能性が高いのではないか。

日本の債券市場が現在のように成熟するまでには、非常に長い年月と労力を要してきた。本格的に発展し始めたのは1970年代ごろからであり、それ以後、様々な市場関係者が長い年月をかけて様々な取り組みを行ってきた結果、今の債券市場が出来上がった。こうした過去の発展の経緯を振り返ると、市場参加者の撤退などにより一度失われた機能を再度構築することは容易ではないと言える。我々生命保険会社は、長期の投資家として市場の健全な発展に資するべく取り組んできた立場として、こうした状況に強い懸念を抱く。2013年4月以降、国債市場の機能性低下がじわじわと進行する状況が続いてきたが、今回導入された政策により懸念は一層大きくなった。現在の金融政策が終わりを迎えるころには、もはや元の状態に戻せる状況には無いかもしれない。今一度、債券市場の流動性低下について、問題提起したい。

（財務企画部 久守 匠太）