

異次元緩和 4 年半で見える国債市場の変化

ドイツ証券 清水 智也

2013 年 4 月以降の日銀異次元緩和で、日本国債市場は大きく変化した。具体的には、1) 店頭流動性の大幅低下、2) 日銀国債保有比率上昇に伴う国債保有者構造の変化、3) 外国人投資家の存在感の高まり、4) 日銀のイールドカーブ支配力の高まり、5) 日銀トレードと呼ばれる対日銀取引比率上昇（必ずしも儲かるわけではない）、などが挙げたい。過去、日銀は、ゼロ金利政策（1999 年 2 月）、量的緩和政策（2001 年 3 月）など先進的政策を他中銀に先んじて実施。ただ、国債流動性低下などは、今回の異次元緩和が際立っている。

国債市場の店頭売買の流動性低下（1）は、回転率（証券会社の店頭売買高+円債市場規模）の大幅低下で確認される。回転率は、リーマンショック前 3 年平均対比で約 50%低下した。同じ QE を実施した米国対比でも、日本の回転率は米国の 8 分の 1 しかない。低い国債流動性の理由として、日本国債の特殊な保有構造とその変化（2）を指摘したい。米国債保有者をみると、FED は 2 割弱に過ぎず、外国人投資家が 40%以上を保有する最大投資家だ。一言で外国人投資家といっても、外貨準備など公的マネー、生保/年金などリアルマネー、ヘッジファンドなど多様性がある。一方、日本は、異次元緩和前でも、国内大手 13 投資家が 5 割弱+日銀が 1 割強を保有し、外国人保有比率が 10%に満たない村社会だった。異次元緩和で、上記 13 投資家保有比率は 3 割まで下がったが、日銀が 4 割を保有する形に変わったただけだ。日銀は、民間と違って国債を売らないため、流動性低下要因だ。

外国人は、短期国債を 5 割程度保有するなど短い年限中心に存在感を高めた（3）。保有するドルの希少性からドル売り円買いのベシススワップを使って、ドル LIBOR+ α のプラスの利回りを享受できるためだ。円債売買高でも、2 割を占める最大投資家であり、外国人投資家の売買が、国債のマイナス金利取引をサポートする。そして、日銀の国債購入規模が大き過ぎるため、日銀のイールドカーブ支配力が高まった（4）。日銀が QQE2 で国債買入ペースを加速させた時は、金利は大幅低下。逆に、YCC 政策下では、1-5 年の国債買入を減額したことで、2 年/5 年金利は上昇した。なお、日銀トレードは、日銀以外の投資家売買高が減少した結果、増えざるを得なかったとみる（5）。実際、国債回転率低下と日銀トレード比率上昇（日銀国債買入+投資家全体の売り）は同時進行だ。証券会社は、日銀トレードが必ずしも儲かるわけではなく、国債流動性提供に必要なレポコストが上がっているため、異次元緩和下で厳しい環境におかれている。