

異次元緩和で明暗が分かれた株と国債

<要旨>

アベノミクスと日銀による量的・質的金融緩和という経済・金融政策両面でのレジームチェンジが進む中で、ここ数ヶ月、実体経済に先立ち金融市場が大きく変動している。

期待に働きかけるアベノミクスの下で、政策に対する「期待」で上昇した株式市場と、日銀の巨額な国債買い入れという「現実」に、債券価格の下落(利回り上昇)というネガティブな反応を示した債券市場とで明暗がはっきりと分かれた。別の見方をすれば、期待に素直に反応した外国人投資家と、反応し切れなかった日本人投資家という株式市場、債券市場のメインプレーヤーによる対比も可能であろう。

株式など資産価格の上昇が消費マインドの回復に繋がっていることからすると、現時点ではプラスの効果がマイナスの効果を上回っているとみられるが、一方で、株式市場で大幅な下落が見られたことを見ても、「中央銀行が言葉により市場を思い通りに動かすことの危うさ」が金融市場で具現化しているということも否定できない。

経済・金融政策が大きく変わる中で、金融市場に大きな変化が生じている。政策に対する市場の反応は各資産で大きく異なっているが、これまでの政策に対して当初ポジティブに反応してきたのは株式市場、為替市場で、ネガティブな反応を示したのは債券市場であったと整理できる。

特に異次元金融緩和とも評される、4月4日の日銀による量的・質的金融緩和以降の株式市場と債券市場は好対照の動きとなった。

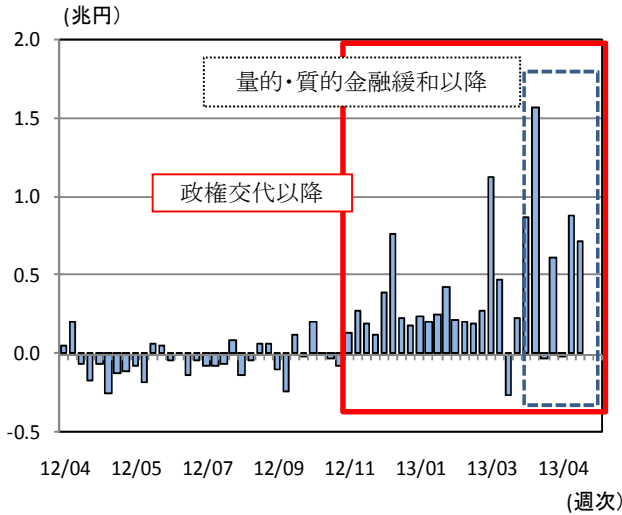
1. 外国人投資家の買いが急増した株式市場

株式市場において政権交代、政策変更を最も好感したのは外国人投資家であった。

野田前総理が衆議院解散を表明し事実上の政権交代が確定した2012年11月以降、外国人投資家の日本株買い越し額は累計で約10兆円にも及んだ。特に、4月4日に日銀が量的・質的金融緩和政策を実施した翌週の4月7日～13日の週は約1.5兆円の買い越し額となり、週ベースとしては2005年の統計開始以来の最高額を記録した(次頁図表1)。

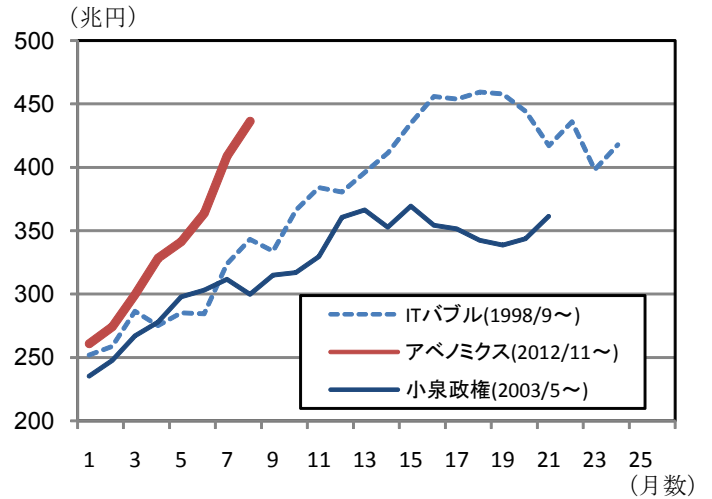
外人買いに支えられて東証の時価総額(東証1部、2部合計)は11月からの6か月間で約190兆円増加した。過去においては小泉政権下の2003年5月以降の株価上昇ケースでの時価総額増加ペースは1年間で約130兆円、98年から2000年にかけてのITバブルの時でも約1年半で200兆円の増加であったことから考えても、今回の株価上昇はスピード、時価総額の増加額ともにまさに異次元的なペースであった(次頁図表2)。

図表1 対内株式投資



(資料)財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 東証時価総額(東証1,2部合計)

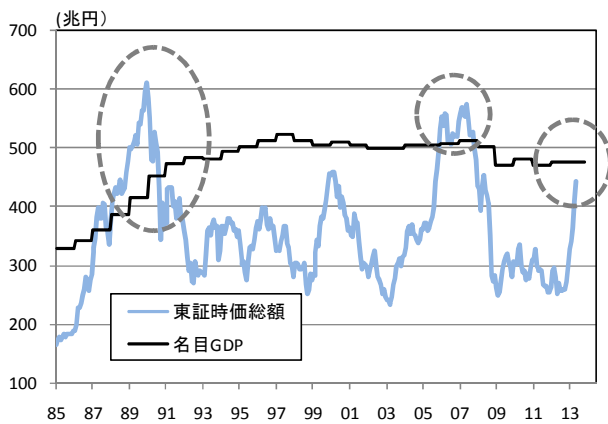


(資料)東京証券取引所資料より三井住友信託銀行調査部作成

一方、名目 GDP と東証時価総額の関係を見ると、東証時価総額が名目 GDP を上回った1988-1990年、2006-2007年はいずれも株価のみならず市街地価格指数など地価も上昇に転じ、資産市場に動意が見られる傾向がこれまでも観察されてきた(図表3、4)。

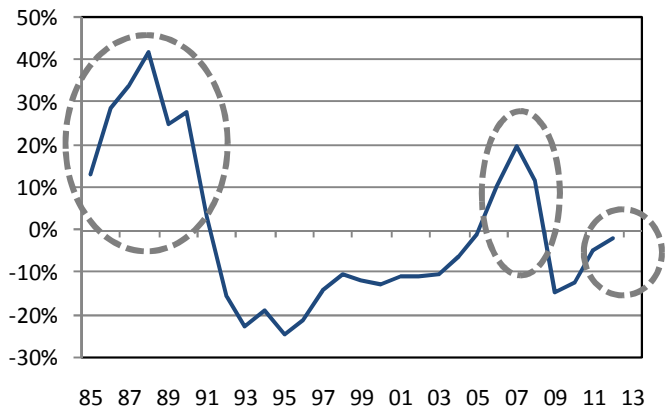
足元での東証の時価総額は約440兆円と名目GDPである475兆円(2013年1-3月速報値)を下回っているが、こうした傾向が今後も続き株価の上昇傾向が持続した場合には、過去と同じく不動産市場が活性化から過熱へという道を進む可能性が高いといえるだろう。

図表3 東証時価総額と名目GDP



(資料)内閣府、東京証券取引所資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表4 市街地価格指数(6大都市、商業地、前年比)



(資料)日本不動産研究所資料より三井住友信託銀行調査部作成

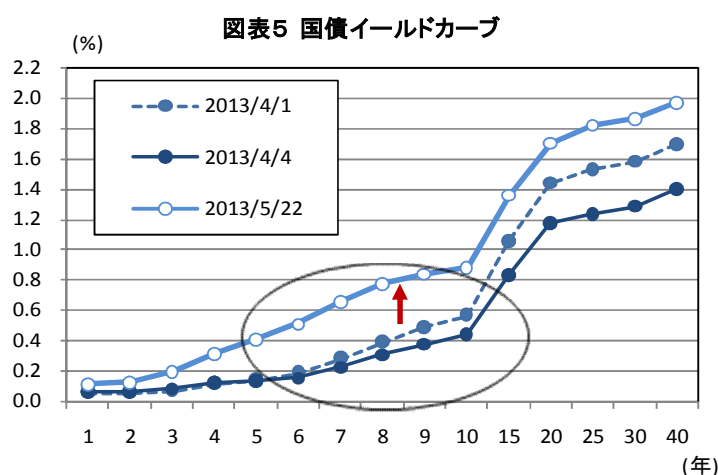
2. 需給バランスの急変に苦慮する国債市場

対して、国債市場は日銀が金融緩和を強化したにもかかわらず、市場の乱高下が続いており、利回りは緩和以前の水準に比べて上昇している。

今回の日銀の量的・質的金融緩和政策の中で国債市場へのインパクトが大きかったのは、長期国債買入れの拡大と年限長期化で、「国債の保有残高が年間約50兆円増加に相当するペースでの国債買入れ」と、「買入れをする国債の平均残存期間を国債発行残高の平均並みの7

年に延長する」という政策であった。もう少し具体的にいえば、日銀の国債購入額の拡大によって、毎月の新規発行額が10兆円程度の国債市場において、毎月7.5兆円もの国債を日銀が購入することになり、購入する国債の平均年限もこれまでの3年弱程度から、国債の発行年限の平均である7年程度まで延長されたことを意味する。

当初はこの政策によって長期ゾーンを中心として国債利回りは低下することが見込まれていた。事実、量的・質的金融緩和政策が発表された4月4日には長期債を中心として全年限の国債の利回りが低下した。しかし、その後、国債利回りは乱高下を繰り返し、足元では全年限の国債利回りが、緩和前の水準を上回るレベルまで上昇している。中でも日銀の買い入れ額が多く、需給の逼迫が見込まれていた5～10年国債の利回りが緩和前の水準から大きく上昇している(図表5)。



図表6 日銀国債買入れ予定額と国債発行額

	日銀買入れ予定額(兆円)		国債市中 発行額(兆円) b	過不足(兆円) b - a	日銀比率 a/b
	月間	年間 a			
1年以下	0.2	2.6	30.0	27.4	8.8%
1年超～5年以下	3.0	36.0	67.2	31.2	53.6%
5年超～10年以下	3.4	40.8	28.8	▲ 12.0	141.7%
10年超	0.8	9.6	22.8	13.2	42.1%
合計	7.5	86.4	118.8	-	72.7%

(資料)財務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

国債利回りの上昇の原因は短期債(1～2年債)と中長期債で異なっているとみられる。短期債の利回り上昇は、日銀がマネタリーベースを政策の目標としたために準備預金に対する付利の撤廃が見送られ、その結果、準備預金の利回りである0.1%が短期金利の下限的な水準となり、短期債が0.1%を上回るレベルまで上昇したという解釈が可能だろう。

一方、長期債利回りの上昇は日銀による巨額な国債買いオペの影響と考えられる。日銀が公表した長期国債の買い入れ方針によると、月当たりの残存期間5年超10年以下の利付国債の買い入れ金額は月額3.4兆円となっており、これは年間で40.8兆円となり、2013年度の10年国債の発行予定額である28.8兆円を大幅に上回ることを意味する(図表6)。

この結果、長期債市場に日銀という巨大な買い手が登場したものの、日銀のオペがあまりにも巨額であり、国債投資家が従来のように市場での自由な売買がし難くなるのではないかと懸念が高まったことによって、国債の流動性に新たなリスクが発生し、国債市場の不安定化、利回り上昇につながったとみられる。

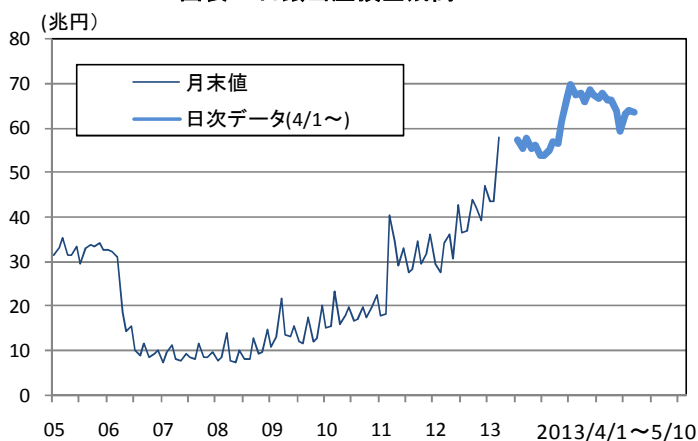
3. 投資マネーの急激なシフトにみられる危うさ

かかる政策により日銀の保有国債残高(物価連動国債、利付変動国債を除く)は3月29日から4月30日の間に約9兆円増加した。一方で、日銀の当座預金残高は4月末時点で約68兆円と政策発表後に10兆円以上増加し過去最高額まで増加した。日銀が国債を買い入れ市場に供給した資金の多くは、現時点では日銀の当座預金へと流れている(図表7、8)。

図表7 日銀保有国債残高(兆円)

	3/29	4/30	増減
TB	16.45	19.08	2.63
2年債	19.09	19.68	0.59
5年債	22.02	24.07	2.04
10年債	28.40	31.47	3.07
20年債	15.67	16.47	0.79
30年債	0.74	0.79	0.05
合計	102.38	111.56	9.17

図表8 日銀当座預金残高

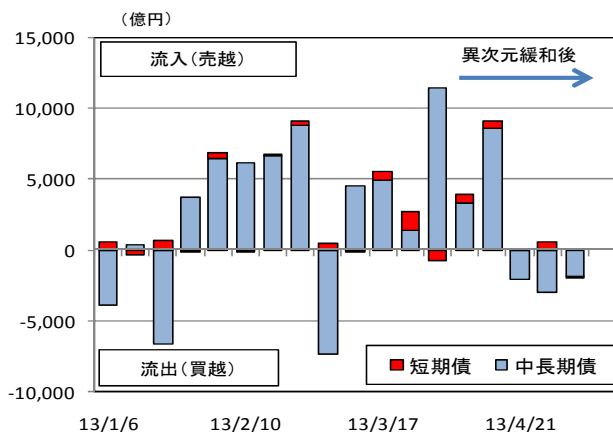


(資料)日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

(資料)日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

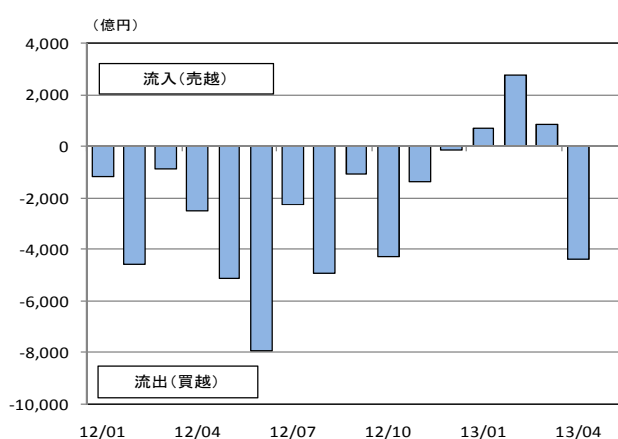
こうしたなか、生命保険会社を中心として、外国債券への投資を増加させる動きも出ている。週次ベースでの対外債券投資動向を見ると、4月20日の週までは国内から外債への資金シフトは確認できなかったものの、4月後半以降金額は少ないものの国内投資家の外国債券投資が買い越しに転じている(図表9、10)。

図表9 対外債券投資(週次ベース)



(資料)財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

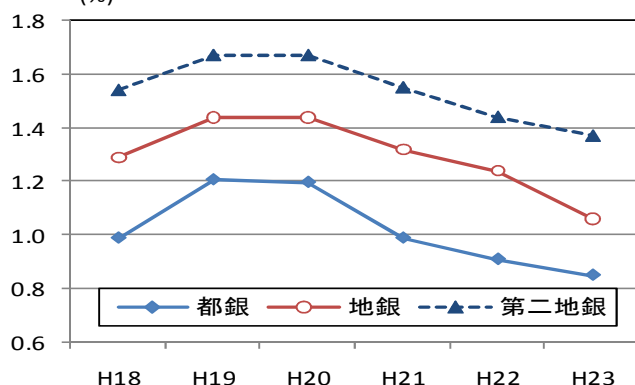
図表10 生保対外債券投資(月次ベース)



(資料)財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

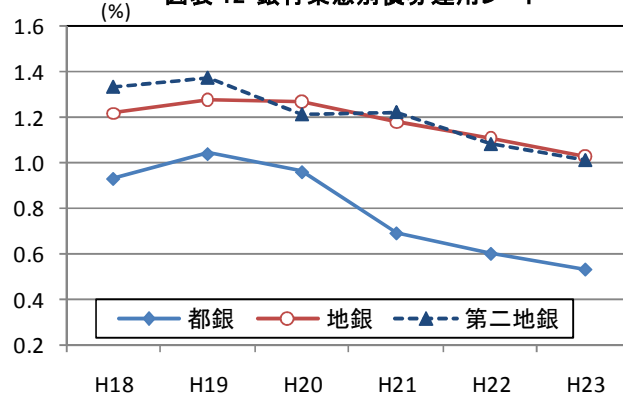
月次の投資家別統計で確認すると、銀行などが大幅に売り越している中で、生保は4か月ぶりに買い越しに転じている。今後は、資金調達コストが高い地銀・第二地銀などからも同様の動きが出てくることも考えられる。(図表 11、12)。

図表 11 銀行業態別資金調達レート



(資料) 全銀協資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表 12 銀行業態別債券運用レート



(資料) 全銀協資料より三井住友信託銀行調査部作成

4月12日に行われた黒田日銀総裁の講演の中で、金融緩和効果の波及経路として、「長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果」、「長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていく効果」(ポートフォリオ・リバランス効果)、「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」(デフレ期待の払拭)の三つがあげられている。

株式など資産価格の上昇が消費の回復に繋がっていることなどから、現時点でポートフォリオ・リバランス効果を否定することはできないものの、一方で、その後、株式市場が大幅に調整する局面がみられるなど、株式市場と国債市場のここ数ヶ月の大きな変動を振り返ると、白川前日銀総裁が退任会見で語った、「中央銀行が言葉によって、市場を思い通りに動かすことの危うさ」が我が国の金融市場で具現化しているということも否定できないのではないだろうか。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。