

2012年2月1日 全7頁

過熱する本邦短期債需要からの示唆

資本市場調査部
土屋 貴裕

海外主体の円建資産保有減少時のテストケースに

[要約]

- 低金利下でも国庫短期証券入札が過熱している。日銀の当座預金口座にも超過準備預金が積み上がっており、欧州信用不安等を背景にグローバルな逃避資金が流入していると考えられる。
- これまでの為替介入や「埋蔵金」取り崩しから、国庫短期証券の市中消化額は増えていくとみられる。超過準備への利息や短期金利の内外金利差等からは、それなりの優位性があり、海外主体による保有額、保有比率の増加も当面は続くと考えられる。
- 海外主体による国庫短期証券の保有増により、日本と直接関係がない海外イベントが生じた場合でも、国内の需給動向が左右される可能性が高まったことになる。将来の中長期国債の海外需要の増加と減少に備え、テストケースになり得るかもしれない。
- 各国当局による米国債需要の減退が続いており、本邦短期債需要の動向には、2000年代からのグローバル・マネーフローの構図の変化が現れる可能性も踏まえておく必要がある。

海外からの本邦国庫短期証券（短期債）需要の高まり等から示唆されることは以下の3点となる。第1に、現状は円建資産が世界的な資金の逃避先の一つになっていることを示している。第2に欧米からの資金流出の模様を踏まえ、グローバル・マネーフローの構図が変化し始めた可能性。第3に海外の円建資産保有が増えた後、保有が減少する場合に何が起きるかのテストケースになりえること。今後、海外からの資金フロー（円建資産需要）をより気にしなければならない日本にとって、その限界的な変化は短期債需要により明確に現れる可能性がでてきたということであろう。

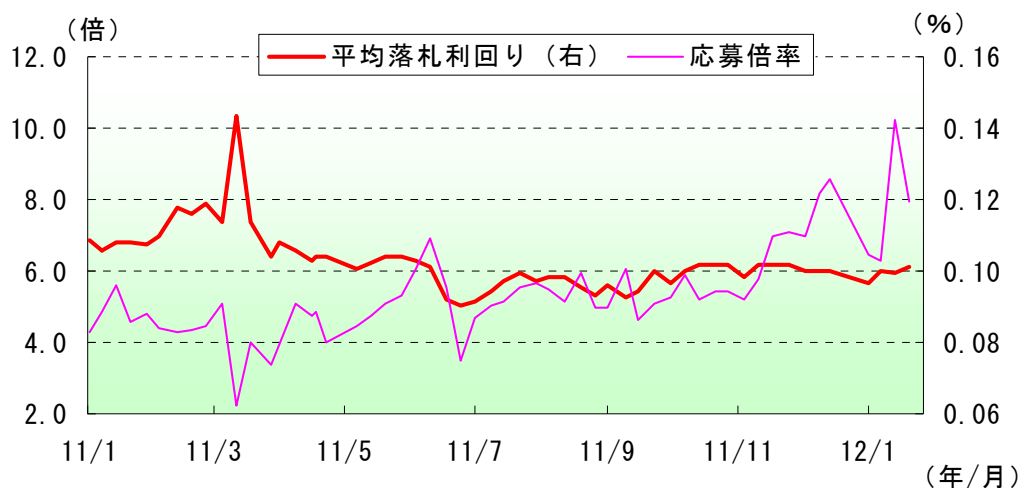
国庫短期証券入札の過熱

応募倍率の上昇

国庫短期証券入札が過熱している。3ヵ月（90日）物では、2012年1月18日に行われた入札で、価格競争入札について56.7兆円の応募があり募入決定額に対する応募倍率は10.2倍となった（図表1）。また、2ヵ月（60日）物では、1月20日の入札で、応募額が31.7兆円に達し、価格競争入札の応募倍率は、13.6倍まで上昇した。いずれの入札も募入平均利回りは0.1%を下回った。

国庫短期証券（3ヵ月物）の応募者の平均落札利回りは0.1%程度で、2011年6月以降は、しばしば0.1%を下回っている。日銀による無担保コールレート翌日物の誘導水準が0~0.1%であり、日銀の補完当座預金制度で付利される水準が0.1%である。「債券で運用しなければならない」という制約がなく、日銀の当座預金口座を保有している主体であれば、短期債運用よりも、日銀の当座預金口座に超過準備を積んだほうが有利な局面もあったことになる。

図表1 国庫短期証券（3ヵ月物）入札状況



(注) 実行日ベース。3ヵ月物のみ。応募倍率は価格競争入札の「応募額÷募入決定額」。
(出所) 財務省より大和総研作成

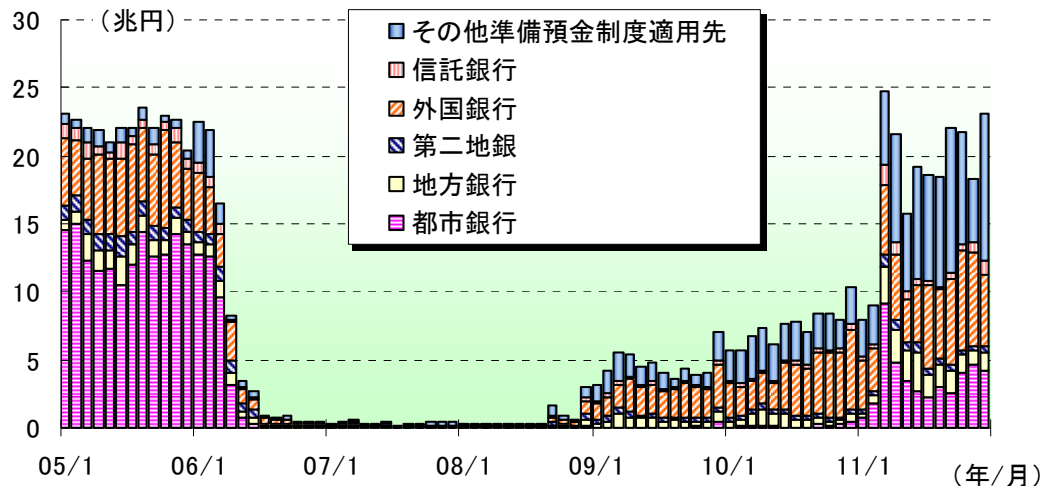
日銀当座預金に多額の超過準備

実際、日銀当座預金における所要準備額を超える超過準備額は、2011年3月以降、積み期間の平均残高で量的緩和政策期に匹敵する20兆円前後で推移している（図表2）。2011年12月は、東日本大震災があった2011年3月を除くと、日銀の量的緩和政策が行われていた2005年8月以来の水準となった。うち、外国銀行

在日支店の超過準備額は、2011年10月に量的緩和政策期であった2005年以降で最高になった¹。

量的緩和政策は、日銀が当座預金残高を目標額まで積み上げることを目的としていたが、現状は民間金融機関の資金需要に応じて日銀が受動的に資金を供給している。このため、現在の超過準備は日銀主導ではなく、民間金融機関側のニーズによって日銀に資金を積みたいただけ積んだ結果である。

図表2 日銀当座預金における業態別の超過準備残高（準備預金制度適用先）



(注) 積み期間平均。準備預金制度適用先のみで、その他の当座預金取引先を含まない。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

補完当座預金制度

日銀は当座預金について、2008年10月に補完当座預金制度を導入し、超過準備に金利を支払っている。これは、短期金融市場でマーケット・メカニズムが機能不全を起こした過去の経験に基づいているとみられる。すなわち、過度に金利が下がり、資金の出し手が資金運用（抛出）のインセンティブを失ってしまうと、日々の細やかな資金需給を、全て日銀がサポートする必要性が高まり、そうした短期金融市場のメカニズムの代替は容易ではないということだろう。こうした中央銀行の準備預金への付利は、日銀のみならず、FRBやECBでも行われており、過度な短期金利の低下の弊害は広く共有されているとみられる。

通貨価値の保存先としては優位か

日銀が超過準備へ付する金利は、FRB、ECBと比べると低いが、物価を考慮した実質ベースでは逆転する（図表3）。通貨価値の保存という意味で、物価や為替レートの変化を考慮すると、資金の逃避先として相対的に円が優位になると言えよう。仮に日銀が補完当座預金制度に基づく金利をゼロにしてもなお、逃避先を求める資金にとって、日銀当座預金が妥当な落ち着き先なのかもしれない。

日銀当座預金口座における超過準備の状況を踏まえると、国庫短期証券等の短期市場への資金流入は、中央銀行との取引ができない投資信託等の資金が含まれていると考えられよう。

¹ 日銀当座預金の業態別統計は2005年初から。データが遡れる準備預金制度非適用先も含めた日銀当座預金残高の総額（月末時点）は、2011年3月の40.8兆円が最高で、2011年12月の36.5兆円がこれに続く。

図表3 日米欧における超過準備への付利状況

	日本銀行 (日本)	FRB (米国)	ECB (ユーロ圏)
付利 (A)	0.1%	0.25%	0.25%
コア CPI 前年比 (B)	▲1.0%	2.2%	1.6%
実質金利 (A) - (B)	1.1%	▲1.95%	▲1.35%

(注) 2012年1月25日時点。コア CPI は OECD 公表値で 2011年11月実績。

(出所) 日本銀行、FRB、ECB、OECD より大和総研作成

国庫短期証券における海外投資家比率の高まり

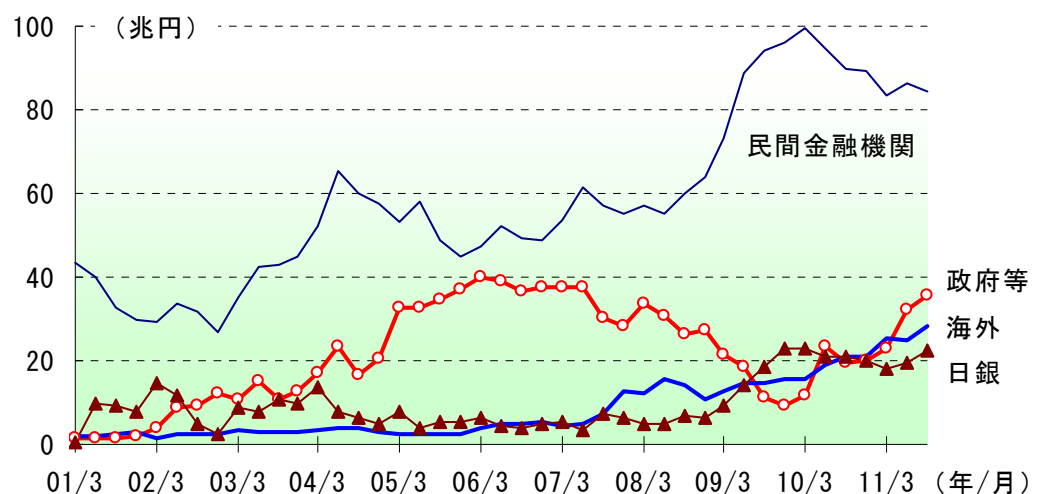
予想される市中消化額
の増加

3ヵ月物の国庫短期証券入札はほぼ毎週行われており、2012年1月18日入札分(252回)から発行額は6兆円に達し、市中消化額が増えてきている可能性がある。国庫の資金繰りには税収や年金の給付といった季節性があるため、発行額と発行残高は1年の間でも増減するが、1年前の2011年1月19日に入札された3ヵ月物(166回)の発行額は、4.8兆円であった。2010年秋以降に再開された外国為替介入によって国庫短期証券の発行需要が高まったほか、いわゆる「埋蔵金」の取り崩しによって、国庫内における積立金等の余裕金が減少し、今後は市中での消化額が増加していくとみられる。

日銀と海外主体の保有
が増加傾向

国庫短期証券の発行残高は、2011年12月末で164兆円であった。同年9月末時点の所有者別の動向では(図表4)、国内の民間金融機関がおよそ半分を占め、その大部分は銀行等である。近年で目立つのは①日銀と②海外主体の保有増が続いていることであろう。国庫短期証券の市中消化額増加の可能性を踏まえると、民間金融機関以外の保有者として、その両者の保有動向が注目されよう。以下では両者の動向を確認する。

図表4 国庫短期証券の保有者別保有額



(注) 四半期末。「政府等」には公的金融機関を含む。非金融法人等の他の主体は表示していない。2008年第4四半期(10-12月期)までは政府短期証券。

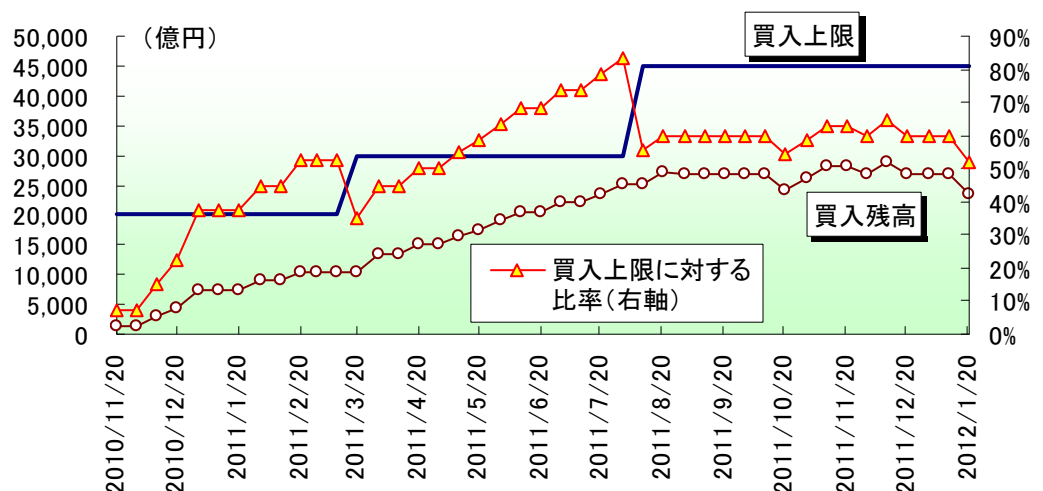
(出所) 日本銀行より大和総研作成

①日銀の「基金」による買入

日銀は2012年1月20日時点で14.6兆円の国庫短期証券を保有している。このうち、日銀の「資産買入等の基金」による国庫短期証券の買入は、2012年末を目標として4.5兆円の残高目標となっており（2012年1月時点）、1月20日時点では2.3兆円程度の保有残高となっている（図表5）。満期償還もあるため残高は増減するが、2011年の8月に買入上限金額が引き上げられて以降は、買入残高は概ね目標額の5～6割程度で推移している。

海外等からの国庫短期証券需要が高まっている間は、日銀の買入残高が伸び悩む可能性が高く、2012年1月20日のオファーされた資産買入等基金による国庫短期証券買入は、2,000億円のオファー額に対し応札額はわずか323億円という「札割れ」が生じた。このままでは、2012年末には目標の4.5兆円に届くかどうかは不透明で、なんらかの政策変更が必要になる可能性があるだろう。一方で、日銀の資産買入等の基金の買入余地は、市場に波乱があっても対応できる余地とも言えるだろう。

図表5 日銀の「資産買入等の基金」による国庫短期証券買入動向



(注) 決済ベース。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

②海外主体の保有比率上昇

海外主体が保有する国庫短期証券は28.3兆円で（2011年9月末）、海外から本邦短期債に向けた投資フローは続いていることから、その後も保有額は増加している可能性がある。海外主体の保有額は、国庫短期証券発行残高の16.6%を占める。同時点で中長期国債では、海外主体による保有比率は6.3%であり、国庫短期証券の方が高い。

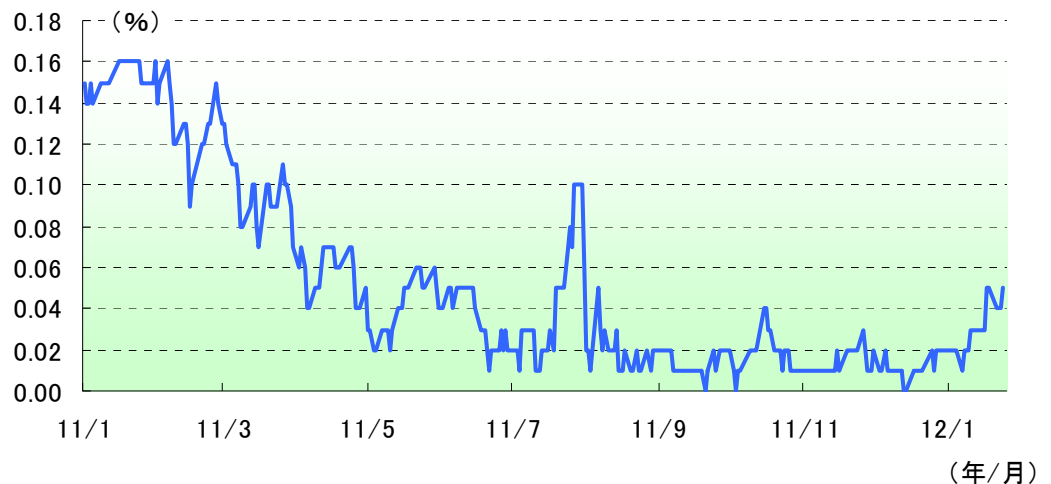
海外主体の保有が増えてきたことは、財政や貯蓄率といった日本国内に起因する要因のほかに、海外要因によっても需給変動が大きくなる可能性が高まってきたことを意味する。影響がありそうな海外要因としては、流動性確保という観点からはソブリン・リスク（欧州財政問題や米国債格下げ等）からの逃避や金融規制の対応（流動性が高い資産の保有）等、リスク・リターン観点からは内外金利差等が挙げられるだろう。長期的な観点では、外貨準備の分散が要因として挙

げられる²。

日本の短期金利は魅力的か

例えば、2011年の米短期金利（T-Bill3ヵ月物）は、欧州の財政問題が話題になり始めた春頃から、概ね0.1%を下回って推移し（図表6）、秋以降の利回りは日本の国庫短期証券を下回っていた。欧州の財政問題等によって逃避する資金の受け皿として米T-Bill向けの需要が高まったとみられる。資金の逃避先には日本も含まれていた可能性があるが、金利差からすれば、本邦短期国債への需要はまだ続く余地がある。今後も海外の金融政策等の影響を受けて、日本の金利が変動する側面が強まったと言えよう。

図表6 米国T-Bill（3ヵ月物）の利回り



（注）日次。
（出所）FRBより大和総研作成

グローバル・マネーフローの構図が変化する可能性も

海外当局による米国債保有額の減少

日本へ影響を及ぼしている海外要因としては、各国の公的部門による米国債需要が減退している可能性が指摘できる。各国当局がFRBに保管を依頼している米国債等の残高は、2011年9月頃から減少傾向である（図表7）。11月は海外当局の米国債保有額は増えたが、これは日本の大規模為替介入を受け、日本の外貨準備による米国債保有が増えたためとみられる。本邦外貨準備のうち11月の外貨建証券の増加幅と日本の米国債保有残高の増分は似た金額であった。日本の為替介入を例外とすれば、各国当局は米国債の保有を減らしており、リーマン・ショック時とやや異なる状況になっている。

マネーフローの構図が変化する可能性も

米国債需要の減退の背景としては、新興国等における外貨準備の増加ペースの鈍化ないしは減少が指摘できる。2011年8月頃から米ドルが増価傾向にあり、新興国等では欧州債務問題等を受けた自国への投資資金の引き上げへの対応のほか、対米ドルでみた自国通貨の減価（米ドルの増価）で、米ドル売り介入を行っていた可能性がある。例えば、中国の米国債保有額は減少し、2011年7月から11月に

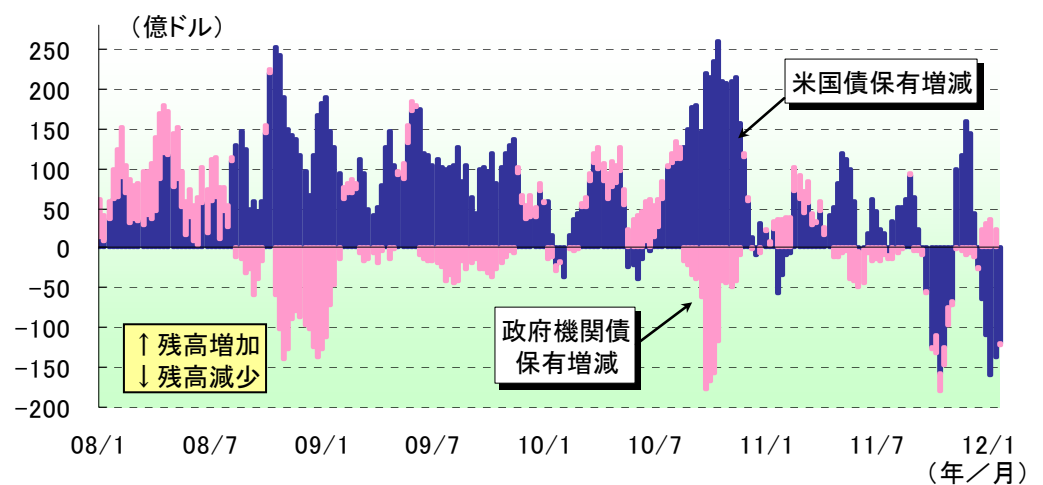
² 長期的な日本国債需要の増加の可能性については、大和総研/土屋貴裕 伊藤亮太「海外主体の日本国債保有増の背景と含意」（2011/11/14）参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/11111401capital-mkt.html>

かけて 409 億ドル減少した。

無論これらは一時的な現象かもしれない。だが、欧州の財政問題が落ち着いてきたとき、グローバル・マネーフローの構図が変化している可能性も踏まえておく必要がある。

1998 年のアジア通貨危機の際はそれが転換点の一つとなり、その後の新興国に外貨準備を増やすインセンティブとなったと考えられる。積み増された外貨準備で米国債等の保有を増加させ、結果的に米国の経常収支赤字の穴埋めと米長期金利の低位安定に寄与したと考えられる。リーマン・ショック以前から続いていたこうした構図に変化が生じつつある可能性には留意しなければならない。

図表 7 海外当局が保有する米国債と政府機関債（前週差増減）



(注) 週次。前週差増減の 4 週移動平均。

(出所) FRB より大和総研作成

海外需要の盛り上がり と減退の影響

日本も経常収支赤字化の可能性がある³。すなわち、海外から資金を取り込んでいる経済が予想されるわけだが、現在の国庫短期証券に対する海外からの需要の先行きは、そうした資金不足経済に備えて注目したい。

外貨準備分散の受け皿など長期的な国庫短期証券需要の盛り上がりではなく、一時的な需要であれば、いずれ海外からの国庫短期証券需要は低下することになる。すでに中長期国債よりも海外保有比率が高いことから、将来、国庫短期証券に対する海外需要の減退がどのような影響を及ぼすか、金利形成のほか、外国為替レート等の他の市場への関連性を含め、テストケースになり得る可能性がある。当面は日銀の「資産買入等の基金」がバッファーになることで、金利変動は限られようが、国庫短期証券入札時の応募倍率の変動と対内証券投資フローを合わせて海外需要の変化に注目すべきだろう。

³ 大和総研/土屋貴裕「日本の経常収支赤字化に備えて」（2011/12/1）参照。

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/11120101capital-mkt.html>