

2023年1月20日 全6頁

国債買入れと市場流動性の課題

イールドカーブ・コントロールと市場流動性のバランス

金融調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 日本銀行（日銀）は、2022年12月の金融政策決定会合において、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用を変更し、続く2023年1月の決定会合では、共通担保資金供給オペレーションを拡充した。イールドカーブ・コントロールは長短金利を低位に抑えることが可能である一方、市場流動性を低下させる副作用が表面化したことから、金融緩和を続けるために、その副作用の緩和を狙ったものと思われる。
- 国債市場・レポ市場の市場流動性を補完するため、日銀は国債補完供給を行っている。国債の引き渡しを免除する減額措置は、流動性を改善させる効果が大きいものの、日銀が国債を満期まで持ち切るという原則を覆し、損失を生じさせよう点が憂慮される。当面、日銀は金融緩和を続けると思われるが、イールドカーブ・コントロールと市場流動性のバランスは引き続き大きな課題となるだろう。

日本銀行の金融政策決定会合（2022年12月、2023年1月）における変更点

日本銀行（日銀）は、2022年12月の金融政策決定会合において、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用を変更した。長期金利の変動幅は、従来±0.25%程度とされていたが、±0.5%程度に拡大された。市場では金融緩和の縮小とみる向きもあったが、国債買入額を大幅増額するとしていることや、委員が全員一致で賛成していること、多様な年限での指値オペを行っていることから、日銀は引き続き金融緩和の姿勢を取ると考えられる。

さらに、続く2023年1月の決定会合では、共通担保資金供給オペレーションを拡充した。従来、固定金利方式の貸付利率は0%とされていたが、金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すように、貸付の都度決定されることとなった。さらに、金利入札方式での貸付期間は10年以内に延長された。これまでは、貸付利率あるいは貸付期間が制限されていたため、短い期間での資金供給が主であったが、今後は、長期間の資金供給が可能となった。結果、民間金融機関がオペを通じた裁定取引を行うことによって、間接的にイールドカーブの形成に影響を与えることが可能となった。

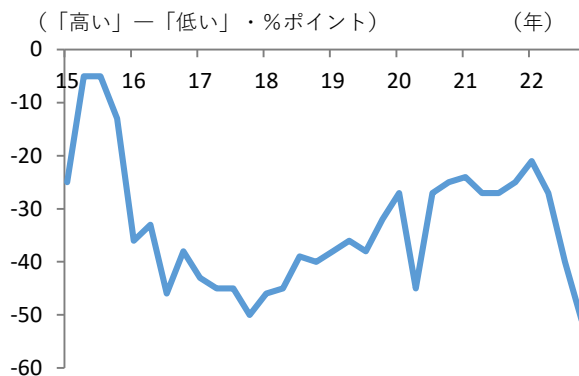
イールドカーブ・コントロールの運用修正と共通担保資金供給オペレーションの拡充は、国債市場の機能低下を懸念した結果であるとみられる。イールドカーブ・コントロールは長短金利を低位に抑えることが可能である一方、市場流動性を低下させる副作用が取引に影響を及ぼす恐れがある。中曾（2022）によれば、「市場流動性の高い市場とは、市場参加者が、価格に大きな影響を与えることなく速やかに大口の取引を執行できる市場¹」である。現在の日本の国債市場は、日銀による国債の大量購入によって、市場で取引できる国債の量が少なくなっているため、上記の条件は満たしていないだろう。

国債市場の機能低下は様々な指標に表れている。第一は、「債券市場サーベイ」である（図表 1）。四半期ごとに市場参加者に対して行われるアンケート調査で、国債市場の機能度についての評価が取りまとめられる。2022 年初以来、一貫して機能度の評価が低下している。

第二に、イールドカーブの形状である（図表 2）。図に示したのは、12 月の決定会合の結果公表前日の 2022 年 12 月 19 日と、1 月の決定会合の結果公表前日の 2023 年 1 月 17 日のイールドカーブである。残存期間 10 年の部分が低く、歪んでいる。通常、一部の年限のみ金利が下がれば、他の年限との間で裁定取引が行われ、イールドカーブが滑らかな形状に復する。取引によって自然に形状が滑らかにならないのは、国債市場での取引が阻害されていることを示していると考えられる。12 月の決定会合直後、一時的に歪みが軽減したものの、再び歪みが大きくなってしまったため、1 月の決定会合で共通担保資金供給オペレーションを拡充し、手当を行ったと思われる。第三に、レポ（repurchase agreement）市場の流動性である（図表 3）。2022 年夏ごろ、頻繁にスプレッドが広がっていることが見て取れる。レポ取引とは、買戻（売戻）条件付きで債券を売買する取引である。日本では国債を担保に現金を受け渡す貸借取引とされるが、経済効果は同じである。レポ市場は資金調達の間であると同時に、債券調達の間でもある。国債市場でショートポジションを作った投資家が、債券を調達する場としてレポ市場を使うなど、国債市場とレポ市場の関係性は深い。レポ取引には、国債の銘柄を特定しない GC（General Collateral）レポと、特定の銘柄を指定して行う SC（Special Collateral）レポが存在する。GC レポレートはレポ市場における資金の運用と調達のニーズで決定されるのに対し、SC レポレートは個別銘柄の需給で決定される。言い換えれば、SC レポレートは無リスク金利である GC レポレートに個別の銘柄の希少性コストを上乗せした金利である。GC レポレートから SC レポレートを差し引いた GC-SC スプレッドが大きいほど、特定銘柄の流動性が低下している可能性が高いことを示す。レポ市場が機能不全に陥れば、国債市場でのマーケットメイクにも問題が生じるといえよう。

¹ 中曾宏、2022 年、日本経済新聞出版、『最後の防衛線 ―危機と日本銀行』p. 439

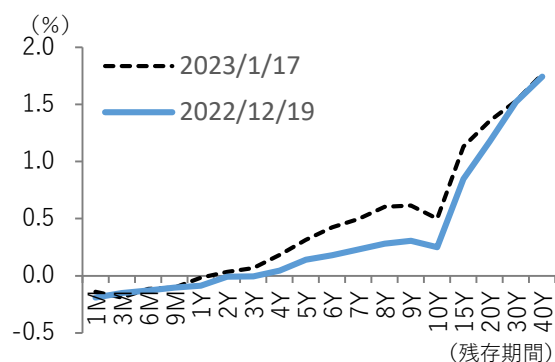
図表1 債券市場サーベイ(機能判断DI・現状)



(注) 直近値は2022年11月。

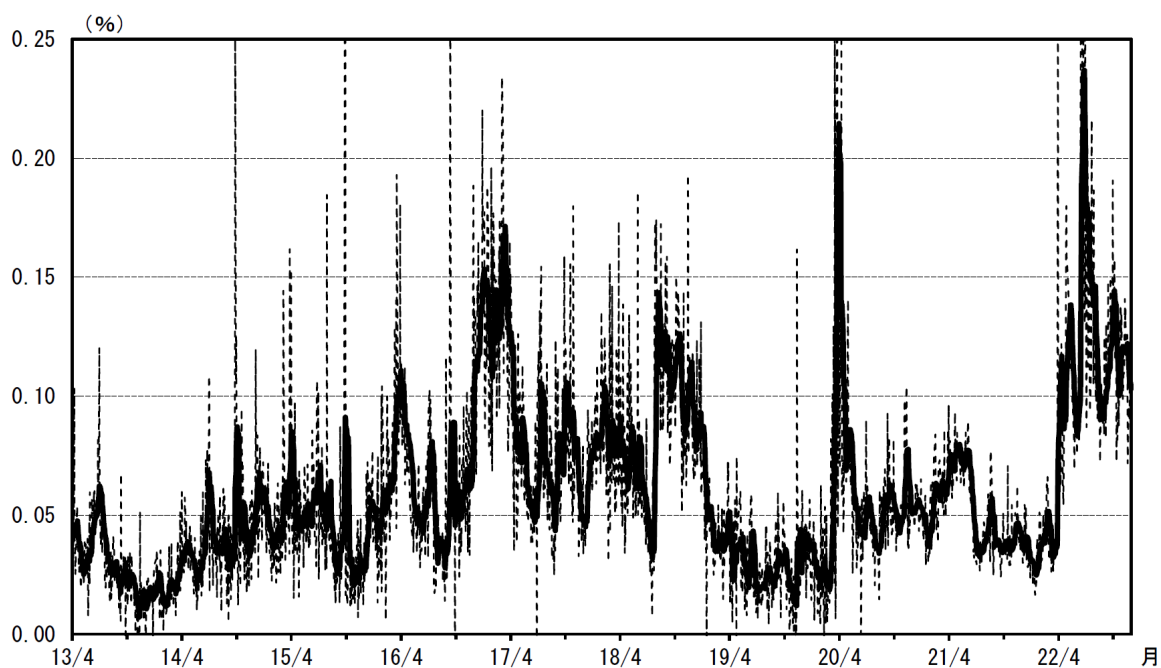
(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表2 イールドカーブ(2022年12月19日)



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

図表3 GC-SC スプレッド



(原注1) GC-SC スプレッドは、決済日を合わせる形で算出。

(原注2) 太線は後方10日移動平均。直近は11月末。

(原典) ジェイ・ボンド東短証券、日本証券業協会

(出所) 日本銀行「国債市場の流動性指標(11月)」より抜粋

重要性を増す国債補完供給オペ

国債市場・レポ市場の市場流動性が低下し、価格形成や取引を円滑に行うことが難しくなると、金融資本市場に多大な影響を及ぼしかねない。そこで多くの国の中央銀行や政府は、市場流動性を維持・補完するための策を用意している。

日本では、財務省によるリオープン発行²や流動性供給入札に加え、日銀の国債補完供給（国債の買戻条件付売却）オペが主要なツールである。国債補完供給オペとは、2004年に導入された制度で、日銀が保有する銘柄のうち、流動性が低下している銘柄を一時的に売り、あらかじめ決められた期限に買い戻すものである。

導入当初は、あくまで市場が機能不全に陥らないよう、一時的かつ補完的な国債供給を行うという趣旨が強調されていた国債補完供給だが、徐々に市場にとって必要不可欠なオペレーションとなっていた。金融緩和下の日銀による国債の大量買入れによって、金融機関同士のレポ取引で引き渡し用の銘柄が不足し、2016年頃からフェイルが起りやすくなっており、国債補完供給オペの利用が増加した（図表4、5）。2019年には「強力な金融緩和の継続に資する諸措置」の一環として国債補完供給の要件を緩和した（図表6）。具体的には、最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃、チーペスト銘柄³等の引き渡しにかかる要件の緩和などである。同一の金融機関が、入札によって同一銘柄の国債を連続して買入れることができる日数（連続利用日数）も引き上げられている。通常の国債の連続利用日数は最長50営業日であるのに対し、チーペスト銘柄等については、80営業日⁴とされており、需給が逼迫しないような手当てが行われている。

要件緩和の中でも最も象徴的なのは、引き渡しにかかる要件の緩和である。国債補完供給オペは、売却したものと同一銘柄を日銀が必ず買い戻すことが前提となる。しかし、稀に、国債を買入れた金融機関が、期日までに当該銘柄を手当てすることができず、日銀に引き渡せないことがある。その際、金融機関は手数料を支払う代わりに、国債の引き渡しを免除される（減額措置）。結果的に、本来は国債売現先取引であるはずの補完供給が、国債の売切りオペと同じ効果を持つことになる。減額措置は、当初は、民間金融機関が日銀に国債を引き渡すめどが立たない場合のみ、やむを得ず認められるものであったが、引き渡しにかかる要件の緩和によって、チーペスト銘柄等について、国債市場の流動性改善に資する場合、措置を受けることができるようになった。

減額措置は実際に行われている。2022年7月に、日本銀行が保有する10年債356回号の残高が1,840億円減少した。356回号はチーペスト銘柄であり、日銀により連続指値オペで集中的に買入れられると同時に、市場でも国債先物取引の決済のため需要が強かった。そのため、国債補完供給オペの末、国債市場の流動性改善に資すると判断されて減額措置を受けたものと推察される。

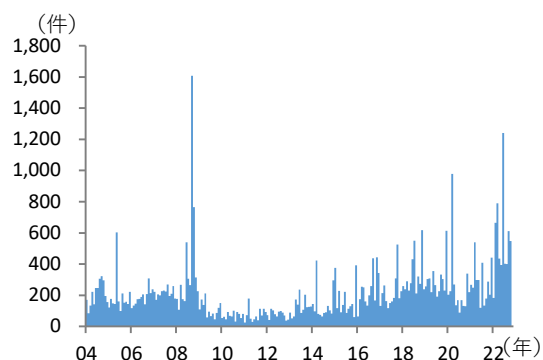
減額措置は、流動性を改善させる効果が大きいものの、日銀が国債を満期まで持ち切るという償却原価法に基づく保有原則を覆し、損失を生じさせる問題があり憂慮される。実際に、2022年度上半期の日銀決算では、24億円の売却損が計上されている。この損失は、7月に行われた減額措置に由来すると思われる。

² 直近に発行された国債と元利払日およびクーポンが同じ国債を発行すること。

³ 国債先物取引の受渡適格銘柄の中で最も割安な銘柄。国債先物取引の決済のため需要が強い。

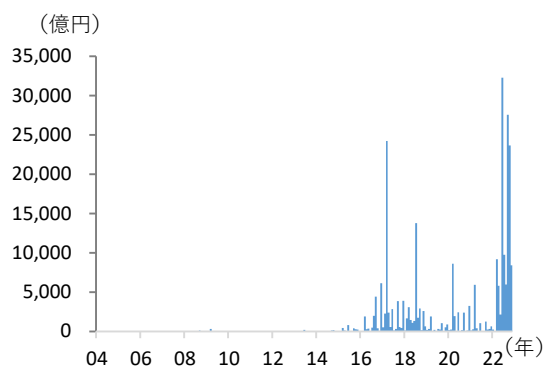
⁴ 2023年1月10日現在。

図表4 フェイル発生件数（月次）



(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表5 国債補完供給オペ残高（月次）



(出所) 日本銀行より大和総研作成

イールドカーブ・コントロールと市場流動性のバランスが課題

2022年12月の金融政策決定会合での修正は国債市場の機能回復を狙ったものであったが、究極的にはイールドカーブ・コントロールと市場流動性はトレードオフの関係性にあるため、国債買入額を減らさない限り、問題は解消しない。当面は、イールドカーブ・コントロールのために買入れを行いつつ、国債の需給が逼迫するようであれば国債補完供給オペで対応するという、対症療法的な方向性とならざるをえないだろう。

ただ、減額措置によって国債を売り切ることには慎重な検討が必要だ。通常、中央銀行の財務上、国債は基本的に満期まで保有する前提であるため、時価はさほど問題視されない。一方、減額措置も含め、途中で売却するとすると、売却価格は時価がベースとなるため、売却損益が発生するリスクが生じる。2022年7月に減額措置により売られた国債は1,840億円と、日銀が保有する国債残高全体（561兆円、2022年11月末時点）から見ると微々たる額だが、24億円の売却損を発生させてしまったことは憂慮すべきではないか。また、満期を待たず売却することは、日銀が採用する償却原価法が会計手法として適切かどうか疑問符を付すことにもなりかねない。

国債の売却によって損が出るかどうかは、ひとえに購入時の価格と売却時の価格に依存する。多少は減額措置の手数料で損を埋めることはできるものの、可能な限り損は出さないような運営が望ましい。今後の金利上昇局面に備え、金利維持のためにどの程度までのコストを許容するかについて明確な意識を持っておかないと、そもそも利鞘の圧縮から多額のコストが生じる緩和政策の出口を待たずして日銀の収益が悪化することに繋がりがかねない。

当面、日銀は金融緩和を続けると思われるが、イールドカーブ・コントロールと市場流動性のバランスは引き続き大きな課題となるだろう。

図表 6 国債補完供給オペの変更

公表日	変更内容
2015/12/18	連続利用日数（同一の売却先に対して同一銘柄の利付国債を連続して売却することができる日数）の上限引き上げ 最長15営業日→50営業日
2019/4/25	最低品貸料の引き下げ 0.5%→0.25%
	銘柄別の売却上限額の撤廃 チーベスト銘柄等の引き渡しにかかる要件の緩和
2022/6/17	連続利用日数の上限引き上げ 最長50営業日→70営業日
	引き渡しにかかる要件緩和の対象となる銘柄の拡大 チーベスト銘柄等のうち日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるもの →原則として全てのチーベスト銘柄等
2022/8/31	チーベスト銘柄等連続利用日数の上限引き上げ 最長50営業日→75営業日
	引き渡しにかかる要件緩和の対象となる銘柄の拡大 チーベスト銘柄等のうち日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるもの →原則として全てのチーベスト銘柄等
2022/11/29	チーベスト銘柄等連続利用日数の上限引き上げ 最長50営業日→80営業日
	引き渡しにかかる要件緩和の対象となる銘柄の拡大 チーベスト銘柄等のうち日本銀行の保有割合が発行残高の80%を超えるもの →原則として全てのチーベスト銘柄等

（注）2022年6月、8月、11月の変更は、公表から当分の間適用される時限措置である。そのため、同内容の変更が複数回公表されている。

（出所）日本銀行より大和総研作成