

2024年4月10日 全6頁

社債市場から見た日銀植田総裁1年の評価

市場安定を後押しし、社債買入れの手仕舞いを決めるなど期待以上

理事 大橋 俊安

[要約]

- 日本銀行（日銀）の植田総裁は、国債イールドカーブの歪みを主因とした社債市場の機能不全からの脱却を、黒田前総裁からしっかり引き継ぎ成し遂げてくれた。
- 日銀は、社債市場をバックミラーから見ていた傾向があったが、今ではフロントガラス越しに見てくれている。
- 延々と続いてきた社債買入れ施策の手仕舞い決定はポジティブ・サプライズ。

日銀植田総裁就任から1年

第32代日本銀行（日銀）植田総裁が4月9日で就任から1年を迎えた。「社債市場から見た植田総裁1年の評価は？」と問われれば、筆者の答えは「期待以上」となる。

国債イールドカーブの歪みを主因とした社債市場の機能不全からの脱却を、黒田前総裁からしっかり引き継ぎ成し遂げてくれたし、「日銀レビュー」を通じて社債スプレッドの要因分析も行ってくれた。かつて日銀は、社債市場をバックミラーから見ていた傾向があったが、今ではフロントガラス越しに見てくれるようにもなった。加えて、筆者が役割を終えて久しいと主張してきたのに反して延々と続いてきた、社債買入れ施策の手仕舞いまで決定した。

筆者は1年前の植田総裁就任時、就任会見での発言から¹、ややもすると慎重になり過ぎて、金融政策上の判断・決断がビハインド・ザ・カーブになりはしないかと心配したが、3月会合でのマイナス金利解除・非伝統的金融政策の手仕舞いが決定されたことから分かるように、その心配は杞憂に終わったと言ってよさそうだ。

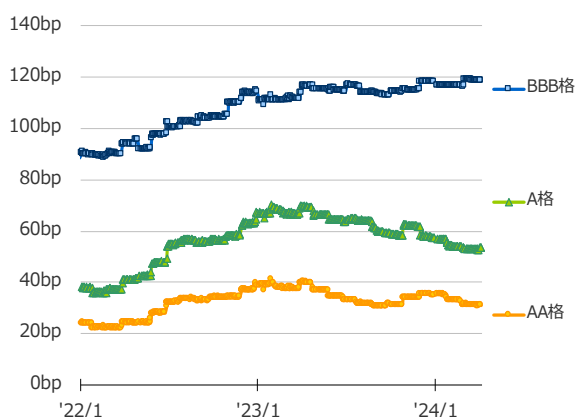
¹ NHK 記者から黒田前総裁10年の評価を問われた際、植田総裁は、「やや危険なことを申し上げます」と前置きした上で、ご自分が当時総裁であったら決断できなかったような思い切ったことを決断し実行されたと回答した（出所：日本銀行「[総裁・副総裁就任記者会見](#)」（2023年4月10日実施、4月11日掲載）。

社債市場の機能不全からの脱却を成し遂げてくれた

黒田前総裁下の 2022 年度、国債市場の機能度低下（＝国債イールドカーブの歪み）により社債の利回り、スプレッドは拡大した（図表 1、2）。筆者はこの状況を、クレジットファンダメンタルズは良好なのにクレジットスプレッドが拡大したので、「お天気雨」と呼んだ。日銀は 2022 年 12 月の決定会合において、社債市場の機能回復を目的として、国債イールドカーブの歪みを取るべく、YCC² の運用修正を実施した。当時の声明文にあるように「イールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、企業金融などを通じて、より円滑に波及していく」（出所：日本銀行「[当面の金融政策運営について](#)」（2022 年 12 月 20 日））ことを目的に YCC の運用修正が決定された。同施策が奏功し、その後、国債イールドカーブはスムーズ化、ひいては社債市場の機能も改善し、社債スプレッドも縮小に転じた。つまり、「お天気雨」は無事止むことになった。

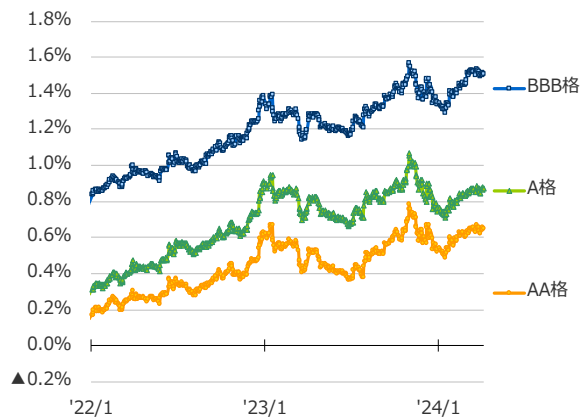
この流れを 2023 年 4 月に就任した植田総裁はしっかりと引き継いでくれた。経済・物価・金融情勢の前提条件がさして変わらぬ中、7 月決定会合では、YCC 運用の柔軟化³を決定。そして秋口、米長期金利の上昇圧力継続と為替の円安進行を背景に、再度金利形成の歪みが膨らみかけると、10 月決定会合において、YCC の運用再修正⁴を実施した。こうした度重なる対応で、国債イールドカーブは再度歪むことを免れた。もともと、7 月会合後は、長期金利の上昇が思いのほか早く、かつ上限の見極めが難しかったこともあり、投資家の社債投資意欲は一時減退。しかし、10 月の YCC 再修正後、金利が反転低下に転じたこともあり、投資家の社債投資意欲は回復し、社債スプレッドは大幅な再拡大を免れた（図表 1）。

図表 1 格付け別社債スプレッド
（残存 3-7 年平均）



（出所）ダイワ・ボンド・インデックス（大和総研）

図表 2 格付け別社債利回り
（残存 3-7 年平均）



（出所）ダイワ・ボンド・インデックス（大和総研）

² イールドカーブ・コントロール

³ 長期金利の変動幅「±0.5%程度」はそのままとし、それ以上の動きを容認しつつオペ運営で投機的な金利の上昇をコントロールするとともに、上限 1.0%に指値オペでキャップをはめた。

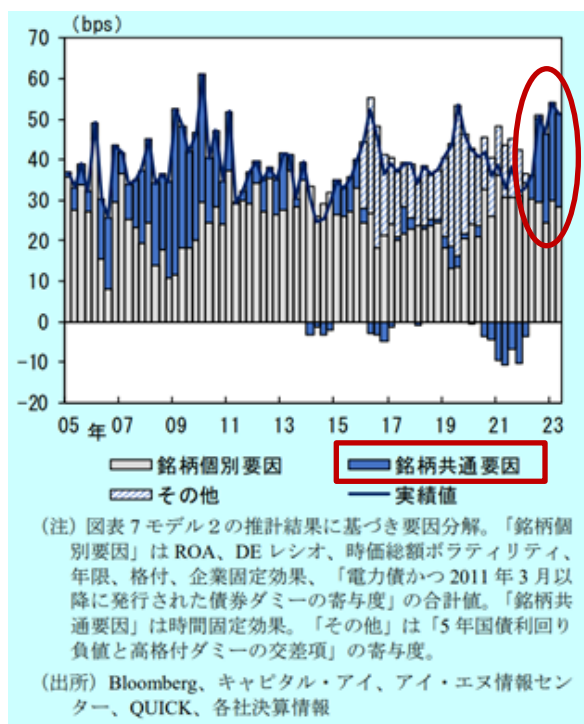
⁴ 長期金利の事実上の上限であった 1.0%を「目途」に変更。一定程度の 1.0%超えを容認することに。

日銀は「日銀レビュー」を通じてスプレッドの要因分析を実施

日銀は昨年9月、日銀レビュー「[わが国における社債発行スプレッドの動向](#)」⁵で、社債発行スプレッドの計量分析を実施した。銘柄別のパネルデータを用いて「銘柄個別要因」と「銘柄共通要因」の把握を行うとともに、「銘柄共通要因」の変動要因の定量化を試みている（詳細は原典参照）。それによれば、22年度の社債発行スプレッドの拡大に「銘柄共通要因」が影響していること、その中でも国債イールドカーブの歪みや金利ボラティリティの上昇といった国債市場の機能度低下の寄与が大きかったことを明らかにしている（図表3、4）。同要因でのスプレッドの拡大圧力は、2023年2Qに、急速に弱まっていることが見て取れる（図表4）。つまり日銀は、自らの手で降らした社債市場の「お天気雨」（クレジットファンダメンタルズは良好なのに、スプレッドは拡大）を、自らの手で止ませてくれたことになる。

なお、日銀レビューによる計量分析からは、今後の社債発行スプレッドの縮小・拡大の可能性も出てくる。米国金利のボラティリティが低下すれば、日本の社債発行スプレッドが縮小する可能性があることや、日銀が延々と続ける社債買入れを手仕舞えば、その残高減少に伴って（つまり、フローではなくストック効果として）社債発行スプレッドが拡大し得ることも見えてくる。

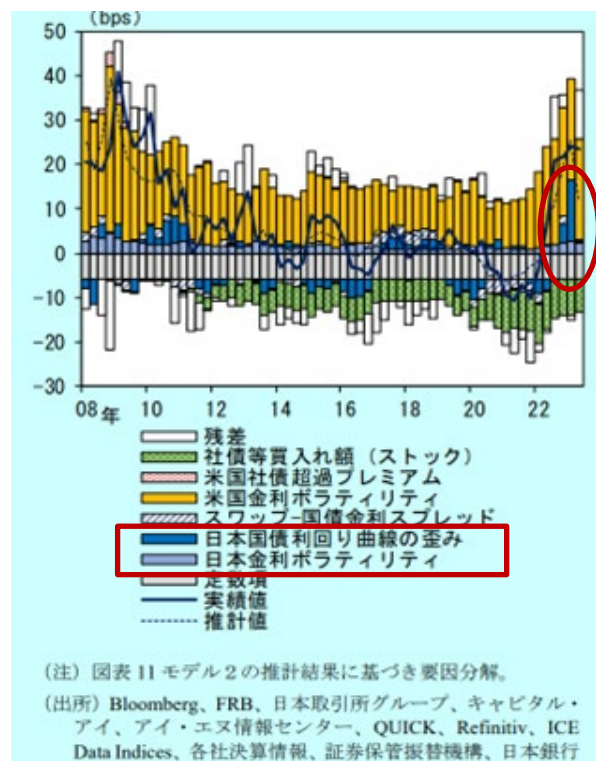
図表3 社債発行スプレッドの変動要因



(注) 枠線は筆者追記

(出所) 日銀レビュー「わが国における社債発行スプレッドの動向」より抜粋

図表4 「銘柄共通要因」の変動要因



(注) 枠線は筆者追記

(出所) 日銀レビュー「わが国における社債発行スプレッドの動向」より抜粋

⁵ 2023年9月27日 企画局 落香織、長田充弘、2023-J-11

日銀は社債市場をフロントガラス越しに見てくれるように

日銀は、かつてはバックミラーを通して社債市場を見ていたが、黒田前総裁の退任間際から、そして、植田総裁に代わってからも、社債市場をしっかりとフロントガラス越しに見てくれるように改善している。この状態が続いてくれれば、一昨年 2022 年に生じたように、社債市場が日銀により機能不全に陥る心配をしなくて済む。

当時日銀は、バックミラーを通して社債市場を見ていたがために、社債市場の機能不全に気付くのが遅れてしまった。「経済・物価情勢の展望」(以下、展望レポート)での社債市場評価を見れば分かるように、2022 年は社債の利回りが上昇を続けていたにもかかわらず、「発行金利は(きわめて)低い水準」との「？」な評価が続いていた(図表 5)。日銀はようやくこうした状況に気が付き、2022 年 12 月の決定会合で YCC の運用修正を行ったが(筆者は、声明文に「社債」、「貸出」、「起債」、「企業金融」などのクレジット用語が並んだ同会合を「社債会合」と呼んだ(大橋俊安「クレジット ネットの種」(2022 年 12 月 21 日、大和証券レポート))、市場には目的を社債市場の機能改善とは受け取ってはもらえず、緩和の出口への一歩だとか、実質利上げだとかと誤解(?)されるに至ってしまった。

日銀が社債をバックミラーを通して見ていた過去から脱却し、今はフロントガラス越しにしっかりと見ていることは、日銀展望レポートの社債市場評価の表現から見て取れる。何故なら、2023 年に入ってからの展望レポートでは、社債市場のその時々状況が的確に表現されているからだ(図表 5 の赤字部分参照)。展望レポートでの社債市場の評価は、たった一、二文のごく短いものだが、日銀が社債市場を正確に評価しているかいないかを判断するには十分だ。

図表 5 日銀の展望レポートによる社債市場評価

| 発表時期 | 展望レポートでの社債市場の評価 |
|----------|---|
| 2024年1月 | 社債の発行金利は、ベースレートの動きを反映して、 上昇が一服している 。社債市場では、 良好な発行環境 となっている。 |
| 2023年10月 | 社債の発行金利は、ベースレートの上昇を反映して、 幾分上昇している 。社債市場では、 良好な発行環境 となっている。 |
| 2023年7月 | 社債市場では、需給環境に改善の動きがみられるなかで、 発行スプレッドが幾分縮小し 、長期ゾーンの発行も持ち直しており、総じて 良好な発行環境 となっている。 |
| 2023年4月 | 社債市場では、発行年限を短期化する動きもみられるが、 発行スプレッドの拡大は一服 しており、総じて 良好な発行環境 となっている。 |
| 2023年1月 | 社債市場では、総じて 良好な発行環境 は維持されているが、 発行スプレッドは拡大 しており、発行金利も 上昇 している。 |
| 2022年10月 | 社債市場では、総じて 良好な発行環境 が維持されており、 発行金利も低い水準 で推移している。 |
| 2022年7月 | 社債市場では、総じて 良好な発行環境 が維持されており、 発行金利もきわめて低い水準 で推移している。 |
| 2022年4月 | 社債市場では、ロシアによるウクライナ侵攻等もあって市場のボラティリティが上昇するも、起債延期の動きも一部でみられたが、総じて 良好な発行環境 が維持されており、 発行金利もきわめて低い水準 で推移している。 |

(注) 赤字は筆者が色付け

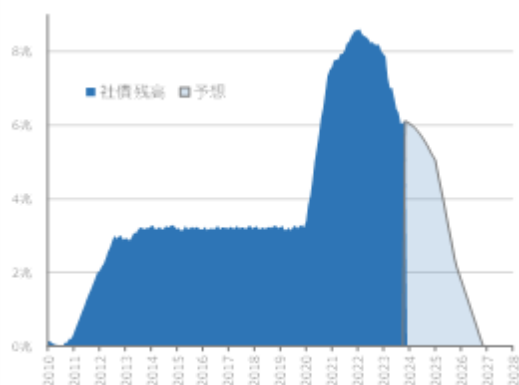
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より大和総研作成

日銀は社債買入れの手仕舞いを決断（ポジティブ・サプライズ）

3月の日銀金融政策決定会合では、事前予想通りマイナス金利政策が解除され、「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」の枠組みも解除された。ETF/REITの新規買入れの終了、長期国債の買入れ継続はコンセンサス通りだった。一方で、事前報道が全くなされなかったこともあり、細々と当面は温存されると思っていた社債買入れについては、「買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する」とされ、ようやく手仕舞いが決定された。社債買入れは蚊帳の外かと思いきや、段階的とはいえ買入れ額が減額され、1年後をめどと期限を区切った上での手仕舞いの決定は、筆者にとってはポジティブ・サプライズとなった。

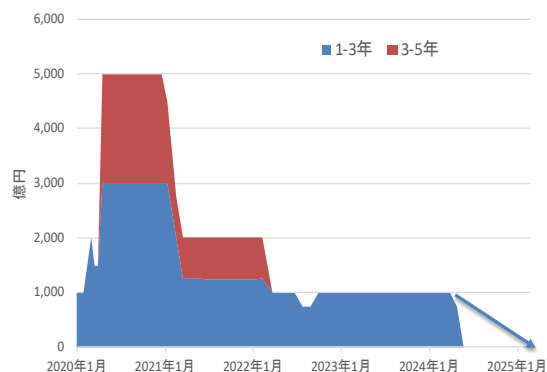
当面の温存を予想しながらも、会合前に「べき論で言えば筆者は、不要となって久しい社債買入れ施策はできるだけ速やかに止めるべきと従前より考えている。」（大橋俊安「クレジット ネットの種」（2023年10月26日、大和証券レポート）も参照）と記していたので、日銀の決定を歓迎する。「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、その役割を果たしたと日銀は判断し、質的（リスク資産）緩和の象徴であるETF/REITの新規買入れを終了するのだから、同じリスク資産の買入れに当たる社債の買入れも終了するのは、当然と言えば当然だろう。一方で、緩和的な金融環境を継続させるために、YCCを撤廃しつつ長期国債の買入れを継続するとしたように、社債の買入れについても、即座に買入れをやめるのではなく、社債の発行環境に留意して、段階的な減額措置とされた。

図表6 日本銀行の社債買入れ残高



（出所）日本銀行より大和総研作成

図表7 社債買入れ月次額の推移



（出所）日本銀行より大和総研作成

グローバル金融危機時、東日本大震災時、そして新型コロナウイルスのパンデミック時など、社債市場が変調をきたした時に、社債買入れ施策がクレジットスプレッドの縮小効果を通して社債市場の安定化に貢献したことに異論はなかり。

一方で、「異例の措置」である社債買入れ施策は、必要がなくなれば、FRBがそうしたように⁶、

⁶ FRBはコロナ禍対応で2020年3月に導入を決めた社債買入れ施策（PMCCF、SMCCF）を予定通り2020年12月末で終了している。

速やかに工具箱に戻すべきだ。2009年1月、日銀が社債買入れの検討を決めた際に出した「[企業金融に係る金融商品の買入れについて](#)」という発表文を紐解いてもらいたい。そこでは、民間部門個別の信用リスクを負担する社債買入れは、損失発生を通じて納税者の負担を生じさせる可能性が相対的に高く、また、個別企業に対するミクロ的な資源配分への関与も深まるので、「異例の措置」と位置付けるべきだと記されている。更に、1) 個別企業への恣意的な資金配分となることを回避すること、2) 必要な期間に限り適切な規模で実施すること、3) 日銀の財務健全性を確保して実施すべきとの留意事項も記されている。筆者には、1)、2)の留意事項を逸脱した社債買入れが延々と実施されてきたとしか思えない。