

# マネー潮流

## 日本の国債市場における新たな課題

日銀が国債市場への関与を減らしつつある。今後は政府・財務省による柔軟な国債管理政策が求められる。

**森田長太郎** オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう  
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



国債発行総額の約半分を保有する日本銀行。昨年7月から買い入れの段階的な削減過程に入っている

**日** 本の長期金利は3月から5月にかけて急騰した。5月後半の米国株の一時的な急落もその影響で生じた面がある。とくに目立ったのが超長期債（10年超）の金利上昇だ。10年債金利は1月の日本銀行の利上げ前から0・4%<sup>引</sup>上昇した。一方で30年債金利は2月末時点の2・3%<sup>引</sup>台が5月半ばの3・2%<sup>引</sup>まで0・9%<sup>引</sup>も急騰した。同じ期間に米国の30年債金利が0・6%<sup>引</sup>の上昇だったことと比べても、日本の超長期債金利の急騰は目立った。

6月に入り超長期債市場はやや落ち着きを取り戻しているが、3月から5月にかけての急激な金利上昇の背景は何だったのか？

最も大きな要因は、生命保険会社の需要減少にあったといわれる。生保は、資産と負債の年限のより厳格なマッチングを求める新たな

規制に対応するため、過去数年間、30年や40年といった超長期債の購入を積極的に進めてきた。

その需要が一巡するタイミングと、日銀が金融政策の正常化を開始したタイミングが重なり、超長期債金利には徐々に上昇圧力が生じつつあった。そこに、年度末で銀行が評価損を抱えた超長期債を処理する動きが出て、生保自身も金利上昇で資産側の金利リスクが過大になり、一部超長期債を売却する動きまで見せ、金利上昇を加速させた。

さらに、4月の相互関税ショックを受けてリスク圧縮を迫られたヘッジファンドなどが、裁定ポジションで保有していた超長期債を売却する動きも重なった。そうした中で、5月には超長期債の入札が相次いで不調に終わり、ややパニック的な金利上昇が生じる形となったのだ。

国債市場に関わる政策当局はまずは発行体の財務省で、加えて現在は発行総額の約半分を保有する日銀ということになる。市場では、日銀の国債買い入れ強化で金利上昇が止まることを期待していた。だが、日銀は昨年7月から買い入れの段階的な削減過程に入っており、国債市場への関与を減らす方向にある。そのため、市場の注目

は、必然的に発行当局である財務省の対応に向かわざるをえない。

財務省の国債管理政策の目標は、「国債の確実かつ円滑な発行」と「中長期的な調達コストの抑制」の2つで、とくに後者には、短期的な市場の需給変動に過度に対応することは必ずしも適切ではないとの考え方もある。

しかし、前者の目標に含まれる「円滑な発行」が脅かされる事態となれば、いずれ「中長期的な調達コスト」にも影響を及ぼす。国債管理政策は、日々の市場動向のモニタリングから、長期的な観点で制度の整備を行う作業まで、タイムスパンのレンジの広い仕事である。

筆者は、国債管理政策について議論を行う「国の債務管理に関する研究会」の委員を務めており、その難しさは承知しているつもりだ。そのうえで、日本の国債管理政策は、現在、大きな転換期にさしかかりつつあるという認識にある。10年以上にわたり日本の国債市場で圧倒的なプレゼンスを持ってきた日銀は、徐々にその関与の程度を落とし始めている。

今年度の「骨太の方針」に「国債の安定消化」という国債管理政策に関わる文言が盛り込まれた。ここにも政府全体のそうした認識が示されていると考えられる。財

務省はすでに昨年末、個人向け国債の販路拡大や新たな変動利付債の発行の検討を発表するなど、日銀の正常化進捗をにらんだ対応を始めている。しかし、これらの施策だけでは、日銀が今後数年かけて進めていく正常化への対応として十分とはいえない。

## 財務省のコミットが重要

新たな国債保有先の開拓と並び重要になってくるのは、日本最大の債券発行体である政府・財務省だ。日銀の需給コントロールの手を離れつつある国債市場の安定と流動性確保により強くコミットしていくというスタンスを市場に示すことが必要ではないだろうか。

財務省が国債市場にコミットす

るのは当然のことである。しかし、2016年の日銀によるイールドカーブ・コントロール開始以降は、財務省がどう国債発行計画を策定しようとも、最終的に国債市場の需給コントロールを担っていたのは日銀というのが実態だ。

財務省が年度途中で国債の発行計画を修正する回数も、10年代以降はそれ以前に比べて明確に減っている。今後は、年度途中での計画修正にも躊躇なく取り組むスタンスが求められる。

さて、国債発行では、コスト・アット・リスクという分析手法がある。将来の借り換えに伴う調達コスト変動のリスクを最小化しつつ、利払い費が最小となるよう発行年限を設定するための分析ツ

ルだ。財務省はこうした定量的な分析手法も駆使し、国債発行年限を決定している。しかし、こうした定量分析は、漸進的な発行年限の修正を促す結果を導きやすい。

また、日銀の異次元緩和はこういった分析に使用するデータ自体も大きく歪めてしまっている可能性がある。今後、金利水準やイールドカーブの形状は、日銀の正常化進捗に伴い非連続的に変動する可能性も出てくる。実際、日銀の正常化開始から1年強となるが、過去1年間に起きた市場変動は、多くの市場参加者の想定を超えるものだった。こうした環境変化に対応して、国債発行政策にはよりきめ細かいアジャストメントが求められてくるだろう。

## 6月23～29日の経済日程

23日(月)

EU外相理事会開催

24日(火)

筒井義信経団連会長会見

米1～3月期の経常収支発表

25日(水)

6月の日銀金融政策決定会合の

「主な意見」公表

26日(木)

米1～3月期のGDP(国内総生産)

確定値発表

27日(金)

株主総会集中日

1～3月期の資金循環統計速報発表

5月の労働力調査公表

5月の有効求人倍率発表

6月の東京都区部消費者物価指数

発表

米5月のPCE(個人消費支出)物価

指数発表

