

## 債券流通市場の構造変化と長期債利回りの低下について

### 〔要 旨〕

1. わが国の債券流通市場の取引規模は、昭和52年度の国債流動化措置以降順調に拡大し、とりわけここ2～3年、一連の規制緩和措置の影響を反映して、飛躍的伸びを示している。こうしたなかで、債券流通市場においては、①金融機関のディーリング業務開始に伴う業者間市場の拡大、②国債の売買高シェアの上昇、③売買回転率の上昇などの構造変化が生じている。
2. また、債券の価格形成面においても、こうした債券流通市場の変化と並行して、市場全体の効率化が進展している。すなわち、①売買高の増加や在庫コスト低下に伴うディーラー・スプレッドの縮小、②ディーラーの債券相場に対する「市場支配力」の低下、③国債についての銘柄間の金利裁定の活発化など価格形成の一段の効率化を示す現象がみられる。
3. この間、長期債利回りは、今次金融緩和過程を通じ趨勢的低下を続け、とりわけ昨年秋頃以降、低下テンポが加速している。この結果、長短金利格差は縮小・逆転をみている。こうした長期債利回りの低下には、①国内の長期性資金の需給が緩和傾向をたどるなかで、民間金融機関の長期債運用意欲が高まっていることが基調的な要因をなしているが、②昨年秋頃からは、米国長期金利の低下が内外金利裁定等を通じて寄与していると考えられるほか、③バンク・ディーリング開始に伴うディーラー・スプレッドの縮小や長期債の短期売買の活発化等債券流通市場の変化の影響も大きかったものとみられる。
4. その結果としての長短金利格差の縮小・逆転は、金融システムが自由化され、利回り曲線の形状が自由にシフトする状況の下では当然起こりうる現象として考えておく必要がある。ただ、長期債利回りの低下が進むにつれて、債券投資家が抱えている金利変動リスクは一段と高まっており、債券相場の先行き期待が反転した場合、短期保有を前提とした債券投資家を中心に大きなキャピタル・ロスの発生する危険性がある。こうした状況は長期債市場が部分的には短期金融市場の代替的役割を果たしていることによる面もあり、その是正のためには短期オープン市場、ことに政府短期証券市場の整備が望ましいといえよう。
5. 長期債利回り低下のもう一つの問題点は、海外への大幅な長期資本流出が継続するなかで、為替相場が依然として不安定なことである。こうした状況の下で、わが国短期金利の引下げが行われると、長期債利回りの一段の低下、海外への資本流出の加速を招来し、円相場に悪影響を与えるおそれが強く、十分慎重な配慮が必要であろう。

## 〔目 次〕

- |   |   |
|---|---|
| <p>はじめに</p> <p>1. 債券流通市場の構造変化<br/>           (業者間市場の拡大)<br/>           (国債取引シェアの上昇)<br/>           (売買回転率の上昇)</p> <p>2. 債券流通市場の価格形成の効率化<br/>           (ディーラー・スプレッドの縮小)<br/>           (債券ディーラーの「市場支配力」の低下)</p> | <p>(国債の各銘柄間の金利裁定の強まり)</p> <p>3. 長期債利回り低下の背景<br/>           (長期性資金の需給構造の変化)<br/>           (海外金利との裁定関係)<br/>           (長期債利回り変動の回帰分析)</p> <p>4. 長期債利回り低下の評価<br/>           (金利変動リスクの高まり)<br/>           (長期資本流出と為替相場への影響)</p> |
|---|---|

### はじめに

わが国の債券流通市場は、このところ金融機関のディーリング業務開始など一連の規制緩和措置の影響もあって急速に規模を拡大しており、また価格形成面においても、債券ディーラーのスプレッドが縮小するなど市場の効率化が進展している。一方、長期債利回りは、昨年後半頃から急速な低下傾向をたどり、その結果、最近では長短金利格差の縮小・逆転が生じている。

本稿では、こうした最近の債券流通市場における構造変化と価格形成の効率化について分析するとともに、昨年後半来の長期債利回り急低下の背景とそれによってもたらされている当面の問題点について整理・検討する。

### 1. 債券流通市場の構造変化

わが国の債券流通市場は、昭和52年度のいわゆる国債流動化(引受シ団加盟金融機関の保有国債に関する売却制限の一部緩和)を契機として順調な拡大を遂げてきた。とりわけここ数年は、①金融機関の国債売却制限の漸進的な緩和<sup>(注1)</sup>、②公共債の窓口販売(58年4月)やディーリング業務の開始(59年6月)など一連の

---

(注1) 金融機関の国債売却制限緩和の足取りをたどってみると、52年4月に発行後1年未満債(当初は特例国債のみ、同年10月からは建設国債を含む)を除いて売却が自由化されたのを皮切りに、売却制限日数は徐々に短縮され、56年4月から発行後約100日を経過した段階で、さらに60年6月からは商品勘定の国債について発行後約40日を経過した段階での売却が自由化された。

金融機関による債券業務拡大措置、③日本銀行による政府短期証券の市中売却開始(56年5月)、④非居住者による本邦債券取得規制の撤廃(54年2月)や外為法改正(55年12月)等に伴う内外資金移動の活発化、など金融の自由化・国際化の流れに沿った様々な規制緩和措置<sup>(注2)</sup>が直接・間接に影響して、債券流通市場の取引規模は飛躍的な伸びを示している。ちなみに、債券売買高<sup>(注3)</sup>の推移をみると(第1表)、51年には約30兆円程度であったものが、54年約100兆円、57年約200兆

(第1表)

## 債券売買高の推移

(兆円)

	売買高合計	うち 中・長期債券	政府短期証券
年中		%	
51	27.8	27.8( 0.7)	—
55	119.5	119.5( 2.8)	—
56	151.5	151.5( 3.3)	—
57	200.1	192.6( 4.4)	7.5
58	264.8	248.0( 7.1)	16.8
59	587.9	435.4(10.4)	152.4

〈参考〉

## 中・長期債券売買高の債券種類別シェアの推移

(%)

	国債	地方債	政保債	金融債	事業債	その他	合計
年中							
51	2.6	3.5	5.2	35.5	7.3	45.9	100.0
55	61.2	2.3	3.6	17.9	2.1	12.9	100.0
56	63.4	2.3	4.8	16.5	2.2	10.8	100.0
57	69.6	2.3	5.2	11.6	1.7	9.6	100.0
58	74.5	2.1	5.2	9.0	1.4	7.8	100.0
59	84.1	1.3	3.8	5.1	0.7	5.0	100.0

(注) 1. 債券売買高=店頭売買高(東京)+東証売買高×2。ただし債券売買高としてここでは、無条件取引のみを計上(以下同様)。

2. 上表( )内は、取引所売買高のシェア(%)。

3. 下表「その他」は、公募特別債、円建外債、電々債、非公募債の合計。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」

(注2) 債券発行市場においては、ユーロ円債、国内事業債の発行基準の緩和(日米円ドル委員会報告書との関連で59年4月以降、段階的に実施)、世銀等による本邦での外貨建債の6年振りの発行(60年8月)など、様々な規制緩和措置がとられており、これらも間接的には流通市場の拡大に少なからず寄与していると考えられる。

円へと順調に拡大したあと、59年は588兆円と増加テンポが、ここ2～3年一段と高まってきている(60年1～6月中565兆円、前年比2.7倍<sup>(注4)</sup>)。なお、こうした債券売買高拡大のかなりの部分は、上記政府短期証券の短期売買活発化によるもの(59年152兆円)であるが、それらを除いた中長期債の売買高をみても、このところ取引規模が急速に拡大していることに変わりはない。

以下では、このように拡大を続けている最近の債券流通市場における構造変化ともいべき特徴として、①業者間市場の拡大、②国債の取引シェア上昇、③売買回転率の上昇、の3点を検討する。

#### (業者間市場の拡大)

最近の債券流通市場における大きな構造変化としては、まず第一に59年6月からの公共債のバンク・ディーリング(金融機関が、その商品勘定において不特定多数の投資家を相手に行う既発債の売買業務)開始<sup>(注5)</sup>に伴い新たな債券ディーラーとして登場した金融機関を含めた業者間(インター・ディーラー)市場の急拡大を指摘できよう。ちなみに、業者間取引(政府短期証券を含む)の規模は、52年には約5兆円(上記債券売買高全体に占めるシェア10%程度)であったものが、58年には約86兆円(同32%程度)、59年には約237兆円(同40%程度)に急増している(第2表)。

ここで、公共債のバンク・ディーリングの内容についてやや詳しくみると、ディーリング開始当初は取扱い金融機関が34行庫、売買対象は残存期間2年未満の公共債に限定されていたが、その後取扱い金融機関の範囲は徐々に拡大されて現在87行庫となっており、またディーリング開始後1年経過した行庫については売買対象債券の残存期間に関する制限がはずされ、いわゆるフル・ディーリングへと移行している<sup>(注6)</sup>。業者間取引高は公共債のバンク・ディーリング開始と歩調を合わせて増加傾向をたどっており、ことにフル・ディーリングの始まった本年

(注3) 債券売買高は、無条件取引のみ(現先取引を除く)とし、ここでは東京店頭売買高と東京証券取引所売買高(片道取引のため2倍)の合計として計算した。

(注4) 債券売買の中心は、店頭市場取引であるが、取引所取引も大口取引制度(国債は54年4月)の導入以降においてかなりの増加を示している(53年約0.3兆円→59年約45兆円)。

(注5) 金融機関は、それ以前においても投資勘定保有の債券を特定の顧客との間で散発的に売買してきたが、その規模はさほど大きくなかった。

バンク・ディーリング認可までの足取りをたどると、56年5月の銀行法改正により、従来明文の規定を欠いていた銀行の証券業務について根拠条文が設けられ、その範囲等が定められたあと、58年5月大蔵大臣の私的諮問機関である「3人委員会」の検討結果として、窓口販売の対象有価証券の範囲や実施時期と並んで、ディーリングについても業務範囲等具体的な実施要領がとりまとめられた。

(第2表)

## 業 者 間 売 買 高 の 推 移

(兆円)

	業者間売買高	うち 直接店頭取引	日本相互証券 経由取引	取引所取引
年中	%			
51	2.6( 9.2)	—	2.4	0.2
52	5.4(10.3)	—	5.1	0.3
53	11.9(13.7)	—	11.6	0.3
54	14.6(16.4)	3.1	9.8	1.6
55	27.7(23.2)	5.6	18.8	3.4
56	36.2(23.9)	11.1	20.1	5.0
57	56.7(28.3)	20.1	28.0	8.6
58	85.8(32.4)	20.0	48.0	17.7
59	236.8(40.3)	87.9	103.7	45.3

(注) 1. ( )内は、債券売買高全体に占める業者間売買高のシェア(%)。

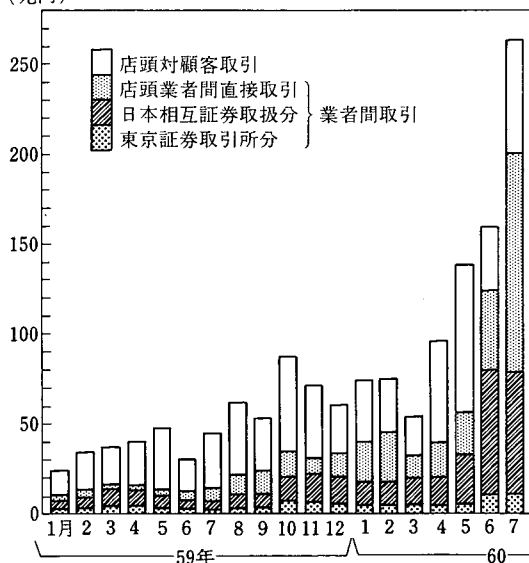
2. 政府短期証券取引を含むベース。

(資料) 日本証券業協会「証券業報」等

〔第1図〕

バンク・ディーリングの開始と  
業者間取引の増加状況

(兆円)



(注) 政府短期証券を含むベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

6月以降飛躍的な増加を示している(第1図)。

さて、こうした業者間取引の拡大は、債券ディーラーの在庫調整を容易にし、最終投資家との取引マッチングを円滑化することによって、債券流通市場全体の拡大に寄与する面があると評価されよう。事実、業者間取引を除いたベースでみても、債券流通市場は順調な規模拡大傾向を続けている。もっとも、当面のところ金融機関の公共債ディーリング業務は、依然として未成熟な点も多く、業者間取引の増大が、最終投資家への

(注6) 59年6月にディーリング業務を認可された金融機関は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行の各行、地方銀行10行および農林中央金庫の合計34行庫であったが、その後59年10月には在日外国銀行3行、60年6月には地方銀行44行、相互銀行1行、在日外国銀行5行がそれぞれ追加された。

販売の裏付けがないままディーリング実績の嵩上げのためにもっぱら行われる取引などによってもたらされている面があることには注意しておく必要がある。事実、金融機関ディーラーの取引内容をみると、証券ディーラーと比べて取引高に占める業者間取引のウェイトが極めて高い<sup>(注7)</sup>。これは最終投資家との取引基盤の差によるものとみられ、この点債券ディーラーとしての金融機関にとって今後に残された課題は多いといえよう。

#### (国債取引シェアの上昇)

最近における債券流通市場の第二の特徴は、債券売買高に占める国債取引シェアの上昇である。

国債は、52年度の国債流動化を契機に、それまでの売買の主役であった電々債、利金債等に代って債券流通市場での売買の中心となった。債券流通市場に占める国債の取引シェア(政府短期証券取引を除くベース)は、その後年々上昇傾向にあり、59年には84.1%に達している(前出第1表)。

このように国債取引シェアが上昇傾向をたどっている背景としては、まず第一に国債残高が他の債券を上回るテンポで増加していることを指摘できよう。国債の新規発行額は、このところ財政再建路線に沿って圧縮されてきているものの、依然として高水準の発行が続いている。また、既発債については特例国債も含めて多額の借換・乗換操作が行われており、償還のテンポが比較的緩やかなこともあって、国債残高は増加傾向を続けており、債券残高全体に占めるシェアも上昇してきている(第3表)。

第二に、取引対象としての国債の優位性が挙げられよう。国債は、いうまでも

(第3表)

債券残高および債券種類別シェアの推移

	債券残高 (兆円)	債券種類別シェア(%)						
		国債	地方債	政保債	金融債	事業債	その他	合計
年末								
51	59.2	31.9	2.1	4.7	30.0	10.2	21.1	100.0
55	128.7	48.9	2.8	5.5	20.2	6.7	15.9	100.0
56	152.6	52.3	2.7	5.5	18.2	6.2	15.1	100.0
57	173.9	53.4	2.7	5.9	17.8	5.6	14.6	100.0
58	197.2	54.9	2.6	6.2	17.7	4.8	13.8	100.0
59	217.6	55.3	2.5	6.5	17.8	4.3	13.6	100.0

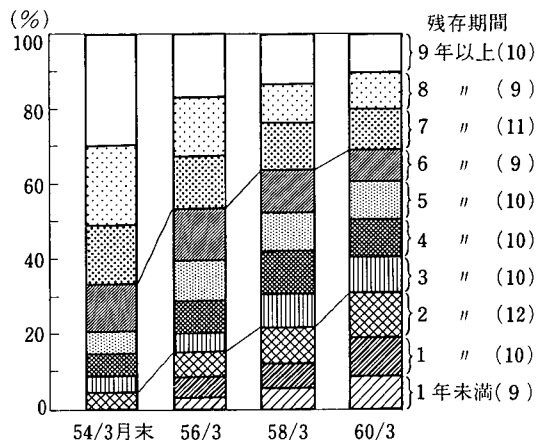
(注) その他は、公募特別債、円建外債、非公募特別債、非公募事業債の合計。

(資料) 公社債引受協会「公社債年鑑」

なく信用度の点で最も優れていることに加えて、1銘柄当りの発行量がまとまっており、流通市場での売買が容易であるなど流動性が高いといえよう。また、国債取引にかかる有価証券取引税率が、現行税制では他の債券と比べて低くなっており<sup>(注8)</sup>、取引の回転率が上昇するほど、税制面での国債の優位性が増す点も重要と考えられる。なお、国債の満期構成をみると、すでに10年にわたる長期国債大量発行継続の結果として、最近時点における残存期間別構成比が1年から10年のすべての残存期間についてはほぼ均等化しており(第2図)、各種投資家の様々な期間選好に対してすべて対応しうる状況になっていることも国債の取引高増加の背景として無視し難いところであろう。

[第2図]

国債の残存期間別構成比の推移



(注) ( )内は60/3月末時点の構成比(%)。

(資料) 公社債引受協会「公社債便覧」

第三に、昨年央以降の国債取引高急増の背景としては、公共債バンク・ディーリングの開始が重要である。上述したように、バンク・ディーリングの開始後において業者間取引が顕著な増大を示しているが、その取引対象債券の圧倒的部分は国債であり、これが国債取引高急増の一因といえよう。

(売買回転率の上昇)

最近の債券流通市場における第三の特徴は、債券ディーラーのみならず、最終投資家<sup>(注9)</sup>について

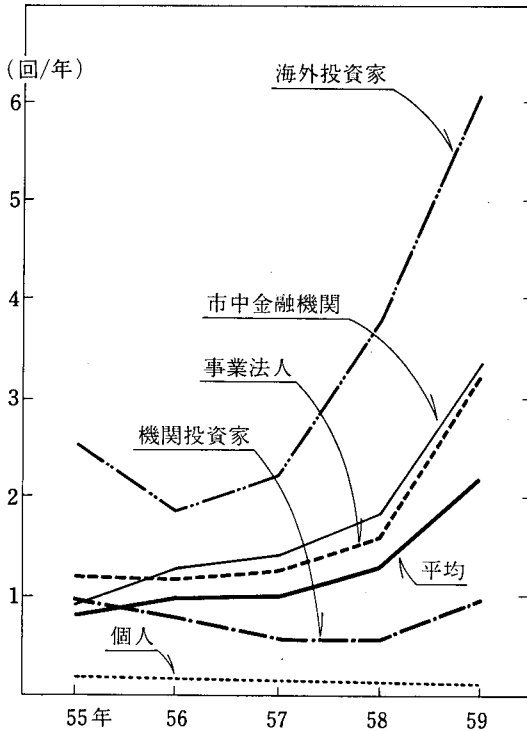
(注7) バンク・ディーラーのディーリング開始後1年間の取引内容をみると、全売買高(対業者取引と対最終投資家取引の合計)に占める業者間の取引ウェイトは約9割であり、証券ディーラーの場合、同4割であるのに対して著しく高い。もっとも①同期間においては、バンク・ディーリング対象債券が残存2年未満債に限定されていたこと、②本年6月以降は証券ディーラーについても業者間取引のウェイトが上昇傾向にあること、を考慮しておく必要がある。

(注8) 現行の有価証券取引税は、取引主体および債券種類によって、下表のとおり定められている。

	国 債	その他の債券
債券ディーラー (証券会社および金融 機関の商品勘定分)	$\frac{1}{10,000}$	$\frac{1.5}{10,000}$
そ の 他	$\frac{3}{10,000}$	$\frac{4.5}{10,000}$

〔第3図〕

## 国債売買回転率の推移



- (注) 1. 回転率＝国債売買高／国債保有残高  
 2. 政府短期証券を除くベース。  
 3. 市中金融機関は、ディーラー分を除くベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「資金循環勘定」等から推計。

も債券の売買回転率が上昇していることである。債券ディーラーについては、すでに業者間取引の拡大状況をみたところであるが、ここで、最終投資家について国債を例にとりあげ売買回転率(国債売買高／国債保有残高)を試算してみると、最終投資家全体の平均で57年の1.1回／年から59年の2.2回／年へと上昇している(第3図)。これは最終投資家の債券投資行動が、最終利回り(時には直接利回り)を基準にした単純な長期保有ないし売切りから、短期の所有期間利回りを基準にした売買や、様々な入替商内の実施によるポートフォリオの最適化など、より複雑なものへと変化していることを示唆するものといえよう。

ここで各最終投資家ごとの国債売買回転率と国債の保有者別残高

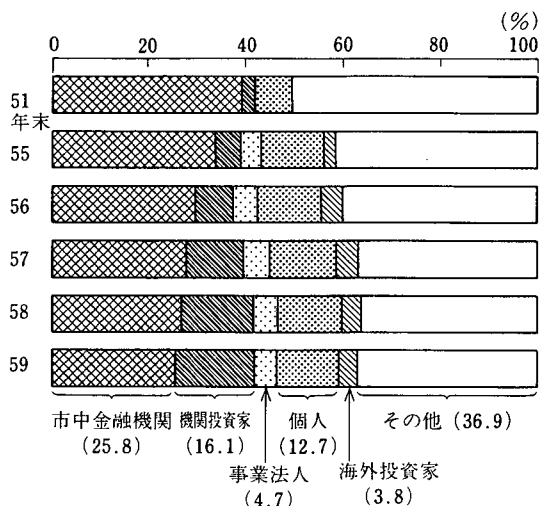
(第4図)に基づいて最近における国債投資行動の特徴をみると、まず市中金融機関(ディーラーとしての取引を除く)については、国債のシ团引受負担が軽減され、都市銀行を中心として従来の「国債売り圧力」が低下傾向をたどっている(ちなみに、都市銀行の債券売却超額は、57年の4.3兆円<ピーク>から59年には0.9兆円にまで縮小)一方で、各行とも証券業務を長期的経営戦略上重要な収益源の一つとして位置付けていることから、従来のような売り一辺倒から入替商内を

(注9) ここで最終投資家とは、①市中金融機関(都市銀行、長期信用銀行、信託銀行<銀行勘定>、相互銀行、信用金庫、農林系金融機関、商中、信用組合、労働金庫の合計、ただし、ディーラーとしての取引を除く)、②機関投資家(生命保険、損害保険、貸付信託、年金信託、特定金銭信託、投資信託の合計)、③海外投資家(海外中央銀行、政府関係機関などの公的機関のほか、中東産油国の王族、欧米の年金基金なども含む)、④事業法人、⑤個人、を指す。なお、この定義は本文の以下においても同様である。



〔第4図〕

## 国債の保有者別残高構成比



(注) 1. ( )内は59年末の残高構成比(%)。

2. 「その他」は、中央政府、公的金融機関、公社・公団、地方公共団体および日本銀行の合計。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」。事業法人、海外投資家については、大蔵省「法人企業統計年報」、「大蔵省国際金融局年報」等から推計。

中心に積極的な債券売買を行うようになってきている。次に機関投資家も、運用資産が順調な伸びを続ける一方、貸出難から債券投資のシェアを高めざるをえなくなっているが、その際必ずしも従来のような最終利回りを重視した安定投資にとどまらず、所有期間収益の向上を狙って入替商内にも注力しているようにうかがわれる。また、海外投資家は、上述した本邦債券取得規制の撤廃以降徐々にわが国債券(国債、円建外債等)への投資を増加させているが、このところ売買回転率の上昇が目立っており(55年2.5回/年→59年6.0回/年)、内外金利差や為替動

向をにらんで機敏に売買していることが看取される。さらに事業法人も、最近の「財テク」ブームの高まりの中で、短期の所有期間利回り狙いでの売買を活発化させている模様であり、売買回転率はこのところかなりのテンポで上昇している(55年1.2回/年→59年3.2回/年)。なお、個人については、最近に至るまで回転率の低位安定傾向が続いており、最終利回りを基準とした長期保有を続けていることがうかがわれる。

このように最近の債券流通市場においては、個人を除いて各最終投資家とも売買回転率の上昇が顕著であるが、その一つの重要な背景として短期の所有期間利回り狙いでの投資行動が有利化していることを指摘しうる。すなわち、事後的にみた長期国債の短期所有期間利回り<sup>(注10)</sup>と短期金融商品の確定利回り(ここでは現先レート)とを対比してみると、58年以降は平均してみれば、1ヵ月物、3ヵ月物のいずれについても長期国債の短期所有期間利回りが現先レートを上回っている

(注10) 短期所有期間利回りは、クーポンの経過利息と債券売買損益の合計からディーラーのスプレッド・コスト(ディーラーが提示する売値と買値の差)と有価証券取引税を差引いて計算した。

(第4表)

## 長期国債の短期所有期間利回りの推移

(%)

	1 か月保有の所有期間利回り			現先レート (1 か月物)	3 か月保有の所有期間利回り			現先レート (3 か月物)
	売 買 益 (A)	ス プ レ ッ ド・コ ス ト (B)	収益率 (A)－(B)		売 買 益 (A)	ス プ レ ッ ド・コ ス ト (B)	収益率 (A)－(B)	
56年中 平均	9.36(25.0)	5.25	4.11	7.18	9.08(13.2)	1.75	7.33	7.40
57	7.52(24.0)	5.20	2.32	6.68	8.61(11.0)	1.73	6.88	6.84
58	12.22(15.3)	4.65	7.57	6.40	10.90( 6.1)	1.55	9.35	6.49
59	13.28(16.4)	2.00	11.28	6.18	10.49(11.3)	0.67	9.82	6.32

- (注) 1. 長期国債の短期保有期間利回りは、国債店頭気配(最長期物)をベースとして計算。  
 2. 売買益(経過利益を含む、有価証券取引税調整後)、スプレッド・コスト、収益率は、すべて年率換算。  
 3. ( )内は、売買益の標準偏差。

たことが示される(第4表)。これは、後述するように債券ディーラーのスプレッド縮小による面もあるが、より基本的には、金融緩和の浸透の下で長期国債利回りが基調的な低下傾向をたどったことによるものと考えられる。また、投資家が、実際に長期国債の短期保有を行う場合には、確定利回りの短期金融商品に投資する場合とは違って、結果的に実現される所有期間利回りが大きく変動するというかたちでのリスクを伴うが、長期国債の短期所有期間利回りの標準偏差によってそうしたリスクの程度を把握してみると、58年以降は、それ以前と比べてリスクがむしろ低下気味であったことがわかる。このように長期国債の短期所有期間利回りが短期金利と比べて上昇する反面で、そのリスクが少なくとも上昇していなかったことが、最近における長期国債の短期売買活発化の背景をなしていると考えられる。

## 2. 債券流通市場の価格形成の効率化

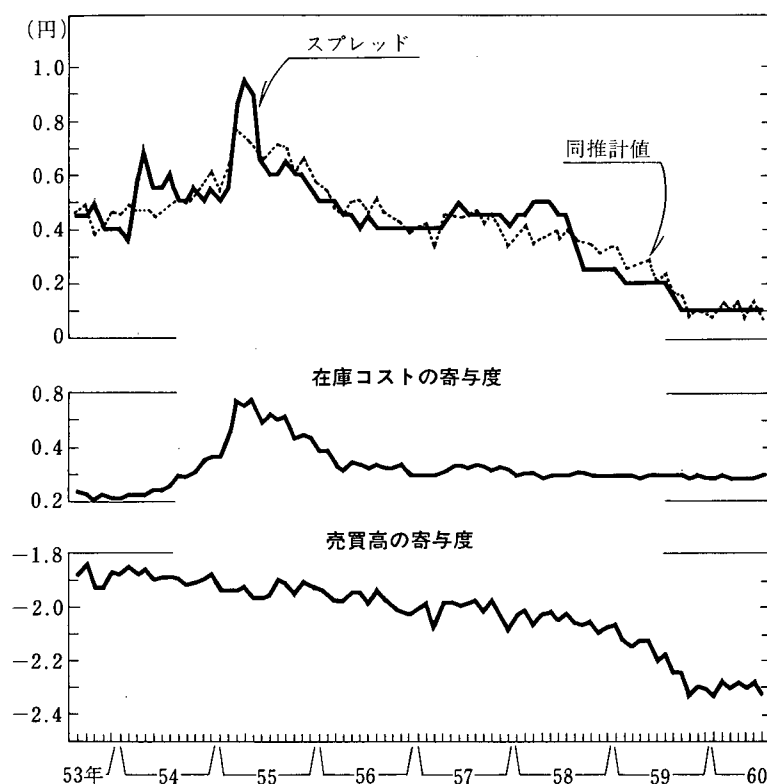
これまで最近の債券流通市場における取引面の構造変化として、業者間市場の拡大、国債取引シェアの上昇、売買回転率の上昇という一連の動きを概観したが、債券流通市場の価格形成面では、そうした取引形態の変化と並行するかたちで、①ディーラー・スプレッドの縮小、②ディーラーの「市場支配力」の低下、③国債についての銘柄間の裁定関係の強まり、など価格形成の効率化が一段と進行している。以下では、そうした債券流通市場の価格形成の効率化への動きについて、個別に検討する。

### (ディーラー・スプレッドの縮小)

最近の債券流通市場の価格形成面における第一の特徴は、ディーラー・スプレッドの縮小である。すなわち、今回の金融緩和局面入り後におけるディーラー・スプレッドは一般的に低下傾向をたどっている。ここで代表的な事例として日本証券業協会発表「店頭(指標)気配」の国債最長期物についての「売値」マイナス「買値」の推移をみると<sup>(注11)</sup>、55年4月の95銭をピークに漸次縮小し、最近時点では、10銭程度にまで低下している(第5図)。これを前回緩和局面のボトム時点(54年2月、35銭)と比べると3分の1以下であり、また最近の米国におけるディー

[第5図]

#### 債券売買スプレッドの要因分解



(注) 債券スプレッドは、国債店頭気配(最長期物)の売値と買値(日本証券業協会発表ベース)の差。

[要因分解式]

(債券スプレッド) =  $2.11 + 0.045 \times (\text{現先レート} < 3 \text{ か月物} >)$

$-0.169 \times \log(\text{債券売買高}) - 0.11 \times (\text{バンク・ディーリングのダミー変数})$   
 $(-8.5) \quad (9.0) \quad (9.4) \quad (-3.4) \quad (< 59/6 \text{月} \sim 60/7 \text{月} = 1 >)$

$R^2 = 0.84$     $S.E. = 0.08$     $D.W. = 0.87$

計測期間 53/8月～60/7月

( ) 内は t-値。

ラー・スプレッドと比べてもこれを幾分下回っている(注12)。

このような最近における国債を中心とした債券のディーラー・スプレッド低下の背景としては、何といたってもまず前述したような債券売買高の急増と売買回転率の上昇を指摘できよう。一般に債券売買高の増加により、売買の出合いはつきやすくなり、債券在庫の回転率上昇を通じてディーラー・スプレッドの縮小をもたらすと考えられるが、最近のわが国債券流通市場では、まさにそうしたプロセスが働いているようにうかがわれる。また、バンク・ディーリングの開始に伴い債券ディーラー間の競争が一段と強まったこともディーラー・スプレッドを縮小させる方向に寄与していよう。ディーラー・スプレッドの決定要因としては、このほか、債券在庫のファイナンス手段のアベイラビリティおよびファイナンス・コストとしての短期金利も重要である。この点、証券ディーラーの債券在庫ファイナンス手段が拡充されて、従来の現先に加えて、インパクト・ローン、コール・マネー、等も利用可能となってきたことや、金融緩和継続の下で55年以降短期金利が趨勢的に低下したことは、いずれもディーラー・スプレッドの縮小方向に寄与したと考えられる(注13)。ちなみに、ディーラー・スプレッドを①債券売買高、②現先レート、③バンク・ディーラーの参入を示すダミー変数、によって説明する回帰式を計測してみると、上記のような関係を裏付ける結果が得られる(前出第5図)。

ディーラー・スプレッドの縮小は、前述したように長期国債を中心とした短期

(注11) 各債券ごとのディーラー・スプレッドの大きさは当該債券の残存期間によって異なる。すなわち、債券の価格変動リスクは残存期間が長くなるほど大きくなるため、ディーラーは残存期間の長い債券のスプレッドを短い債券のスプレッドよりも大きくする傾向がある。したがって、以下の分析では、できる限り残存期間の同じ債券を選択している。なお、ここでは国債のディーラー・スプレッドを事例にとりあげているが、政保債、金融債、事業債等についても、今回の金融緩和局面入り後、国債と同様にスプレッドが縮小傾向にあることを付言しておく。

(注12) 残存期間4～6年物国債(日本のディーラー在庫の平均残存期間)について、日本と米国のディーラー・スプレッドを比較してみると、下表のとおりである。

	日本(額面100円当り円)	米国(額面100ドル当りドル)
昭和55年平均	0.656	0.294
昭和60/1～6月平均	0.114	0.181

(資料) 日本—日本証券業協会「店頭(指標)気配」、米国—New York Times

(注13) このほか、コンピューター技術の向上による債券在庫管理コストの軽減や、債券ポートフォリオ分析手法の高度化等もディーラー・スプレッドの縮小方向に寄与している可能性がある。

所有期間利回り狙いの売買活発化の一因をなしていると考えられるが、またそうした債券売買の活発化が一段とディーラー・スプレッドを縮小させるというかたちでの好循環が働いていると理解されよう。

#### （債券ディーラーの「市場支配力」の低下）

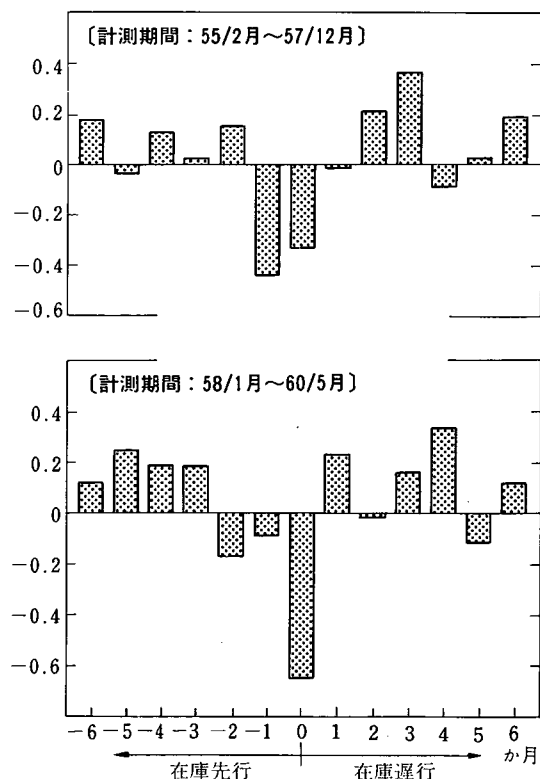
債券流通市場の価格形成面での最近における特徴としてディーラー・スプレッドの縮小と裏腹の関係にあるのが、ディーラーのいわゆる「市場支配力」の低下である。

一般に合理的なディーラーは、債券利回りが先行き上昇（市況が低下）すると予想される場合には在庫水準を低下させ、逆に、金利の先安観（市況先高観）がある場合には、在庫水準を増加させるものと考えられる。この時、ディーラーにいわゆる「市場支配力」があれば、自己の在庫水準を変化させて市場に金利の先高・先安観を作りだし、相場の変動に有意な影響を与えることが可能になる。こうし

た「市場支配力」がディーラーにあったか否かを調べるため、在庫水準の変化<sup>(注14)</sup>と相場との間の時間的な対応関係について、55年以降の期間を便宜的に前半・後半に分けて時差相関係数を計測してみると、55～57年にかけての期間では、在庫水準の変化が相場に対して1か月程度先行する度合いが強かったが、58年以降の期間においては在庫と相場がほぼ同時期に変動していることがわかる（第6図）。こうした単純な時差相関分析の手法によって、ディーラーの債券在庫と債券相場との間の因果関係についてははっきりした結論を出すことは困難であるが、ディーラーのいわゆる「市場支配力」が低下方向にあることを示唆するものであろう。なお、ディーラーのいわゆ

〔第6図〕

#### 債券利回りとディーラー在庫の時差相関係数



- (注) 1. 債券利回りは、国債店頭気配（最長期物）。  
 2. ディーラー在庫は、証券会社18社ベースの債券在庫水準。

る「市場支配力」を売買高シェアという観点からとらえてみると、従来において圧倒的な売買高シェアを有していた証券大手4社が、バンク・ディーリングの開始後、そのシェアを急速に低下させていることが注目される（債券売買高＜無条件物、政府短期証券を含むベース＞に占めるシェア、57年中74.2%→59/6月～60/5月中45.5%→60/6～7月中38.0%）。こうした事実は、ディーラー間での競争の強まりと、その結果としての各ディーラーの「市場支配力」の低下をうかがわせるものといえよう。

以上でみたように、債券のディーラー・スプレッドが縮小方向にあり、またディーラーの「市場支配力」が低下方向にあることは、市場の効率化を示すものである反面、今後債券ディーラーの収益環境が厳しさを増してくることを意味している。ディーリング開始後過去1年間のバンク・ディーラーの収益は<sup>(注15)</sup>、そこそこの水準を示しているものの、これには投資勘定から商品勘定への債券移し換えに伴う評価益といった一時的要因も多分に寄与しており、ディーリング収益の実勢を現段階で判断することは困難である。また、先行きを展望すると、これまでのような国債市況の堅調が継続するという保証はなく、相場展開次第では、ディーリング業務がかなりの収益変動要因となることを常に意識しておく必要があるろう。

#### （国債の各銘柄間の金利裁定の強まり）

以上でみたように、債券流通市場でのディーラー機能が高まりをみせていることに伴い、各国債銘柄間の金利裁定が一段と進展している。

国債流通利回り（東証上場国債利回り）について、55年3月末以降の5年間にわたって、利回り曲線のあてはめ（yield-curve fitting）を行ってみると、計測され

（注14）バンク・ディーリングの開始後間もないことからバンク・ディーラーについて十分なデータ数がないため、ここでは証券ディーラーのデータを用いて分析した。なお、ディーラーの「市場支配力」をチェックするためには、本来は個々のディーラー（ないしは特定のディーラー・グループ）の在庫水準と相場との関係が重要であるが、ここではデータの制約上、債券ディーラー全体としての在庫水準を用いた。

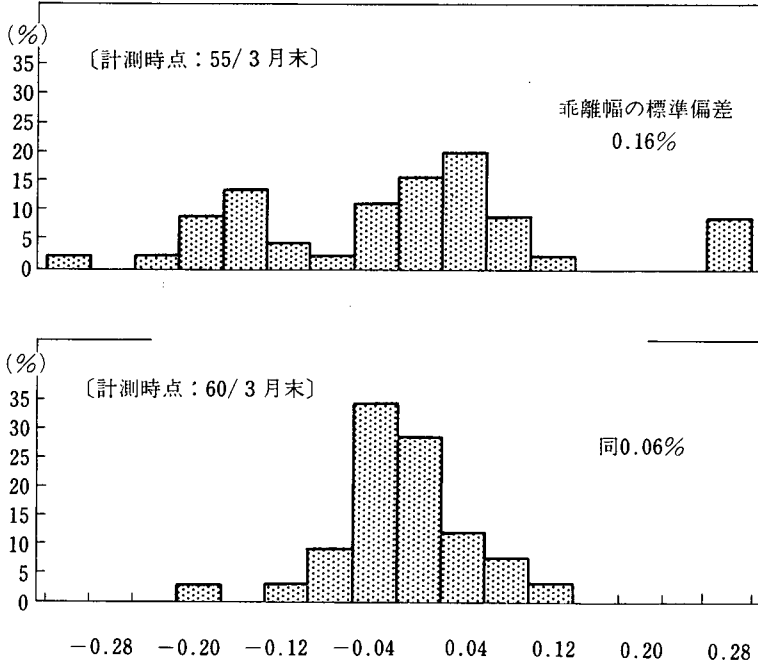
（注15）バンク・ディーラーの債券売買益（59年度中）を、対応する期間中の証券会社の債券売買益と対比すれば下表のとおりである。なお、バンク・ディーラーの債券売買益および利鞘には、各行間でかなりのばらつきがあり、各行間で債券ディーリングの営業基盤には、相当の格差が存在することがうかがわれる。

	債券売買高 (A)	債券売買益 (B)	利 鞘 (B/A)	利 鞘 の 標準偏差
バンク・ディーラー（都銀13行）	兆円 49	億円 107	2.19	1.14
証 券 デ ィ ー ラ ー（証券18社）	741	1,104	1.49	0.96

た利回り曲線からの現実の利回りの乖離幅の標準偏差は55年の0.16%から60年の0.06%まで、大勢として低下傾向を示している(第7図)。こうした利回り曲線の計測に基づく推論については、利回り曲線の定式化にある程度の恣意性を免れな

〔第7図〕

国債流通利回りの利回り曲線からの乖離状況  
——利回り曲線からの乖離幅の分布



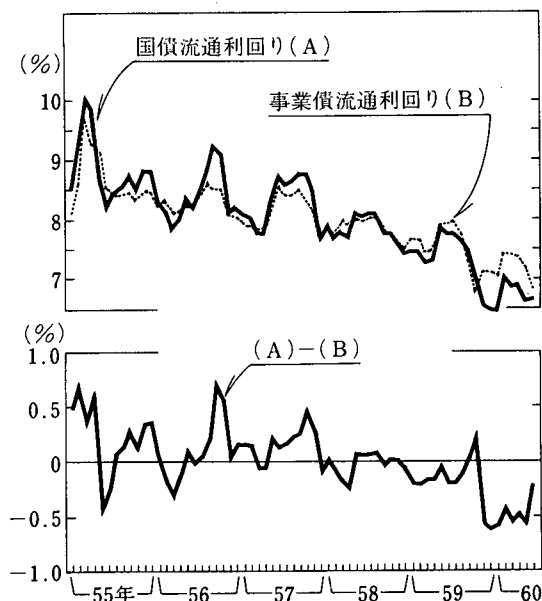
利 回 り 曲 線 の 推 計 式

	残存期間(T)		クーポン	定 数 項	決定係数	標準偏差	サンプル 数
	T	1/T					
月末 55/3	-0.005 (- 1.7)	43.486 ( 4.6)	-0.350 (- 7.9)	11.6 ( 18.4)	0.917	0.16	45
56/3	0.002 ( 1.1)	-6.629 (- 3.6)	-0.265 (- 11.7)	10.1 ( 48.0)	0.780	0.11	54
57/3	0.010 ( 17.0)	-0.283 (- 1.1)	-0.194 (- 9.4)	8.3 ( 54.2)	0.882	0.11	61
58/3	0.009 ( 14.3)	-2.843 (- 3.3)	-0.223 (- 13.7)	8.7 ( 68.4)	0.932	0.09	62
59/3	0.011 ( 23.6)	1.126 ( 1.6)	-0.028 (- 2.1)	6.2 ( 66.3)	0.954	0.07	64
60/3	0.006 ( 13.7)	0.860 ( 1.6)	-0.107 (- 8.5)	7.1 ( 79.3)	0.866	0.06	67

- (注) 1. 被説明変数は、上場国債、複利最終利回り。  
2. ( )内はt-値。

〔第8図〕

## 国債と事業債の流通利回りの推移



(注) 国債、事業債とも最長期物(店頭気配)流通利回り。

いこと<sup>(注16)</sup>や、55年以降長期国債利回りのレベルが趨勢として低下してきていることなどを考慮する必要があろうが、全体として国債の各銘柄間の金利裁定がより良く働くようになってきていると評価できよう<sup>(注17)</sup>。

もっとも、最近の債券流通市場において国債とその他債券との間の利回り格差はむしろ拡大する方向にある。ちなみに、事業債を例にとってみると、昨年6月以降国債利回りが急低下する過程で、事業債利回りの国債利回りに対する上方乖離幅の拡大が看取されよう(第8図)。一般に国債と事業債と

を比較すると、残存期間が同一の場合には、①発行主体の信用度、②発行残高や取引高を反映した流動性の度合い、③償還時のリスクの有無<sup>(注18)</sup>などいずれの条件からみても国債利回りが事業債利回りを下回るのは自然である。しかし、昨年6月以降における両者の利回り乖離幅拡大の背景としては、こうした一般的事情にとどまらず、前述したように国債が短期の所有期間利回り狙いで頻繁に売買(59年中回転率2.2回/年)された一方、事業債は比較的長期間保有される傾向が強く、最近もほとんど回転していない(59年中回転率0.1回/年)ことが影響していたと考えられる。すなわち、最近の国債利回りの急低下は、かなりの部分が短期

(注16) 利回り曲線としては、国債利回り(R)を残存期間(T)とクーポン(CP)によって説明する次のような式を採用している。

$$R = a_0 + a_1 \cdot T + a_2 \cdot 1/T + a_3 \cdot CP + u$$

ただし、 $a_0 \sim a_3$ はパラメーター、 $u$ はランダム項である。

(注17) ただし、市場で指標銘柄とされているものが一時的に他銘柄よりも買進まれることがある(前出第7図において60年3月末のグラフ中、左側にとび出している部分が、その事例である)。これは、最近の国債市場における短期の所有期間利回り狙いでの投資行動の強まりを示すものと理解される。

(注18) 発行主体の信用力(いわゆるデフォルト・リスク)の差のほか、定率償還義務の有無に伴う中途償還リスク(大部分の事業債は定率償還が義務付けられているため、オーバー・パーで購入した場合には償還損の発生する可能性)がある。



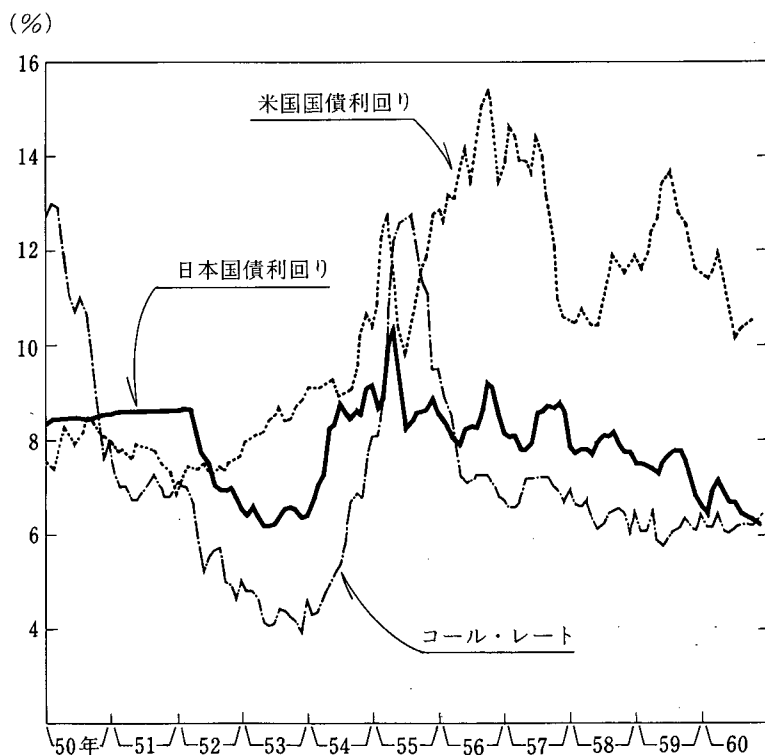
の所有期間利回り狙いでの買進みによるものであることが間接的なかたちで示されているとみることができよう。

### 3. 長期債利回り低下の背景

最近の債券流通市場における際だった動きは、長期国債を中心とする債券利回りの急速な低下とそれに伴う長短金利格差の縮小・逆転である(第9図)。すでに指摘したように債券流通市場の最近の変化、すなわち、バンク・ディーリングの開始等によるディーラー・スプレッドの縮小や短期の所有期間利回り狙いでの投資行動の活発化は、長期債利回りの低下に寄与する筋合いのものである。事実、今回の金融緩和過程を通じ、長期債利回りの趨勢的低下が続く中であって、バンク・ディーリングが開始された59年央以降において長短金利格差の縮小が進んでいることは、こうした見方の証左といえよう。他方、そうした短期の所有期間利回り狙いでの長期債投資の活発化は、逆に先行き長期債利回り低下期待に支えら

〔第9図〕

わが国の長・短金利および米国長期金利の推移



(注) コール・レートは無条件物、日本国債利回りは店頭気配最長期物、米国国債利回りは残存10年物。

れているものと考えられる。そこで以下では、長期債利回りの先行き期待に影響を与える要因として、①長期性資金の需給、②海外金利との裁定関係の両面から、最近の長期債利回り低下の背景について検討を試みる。

(長期性資金の需給構造の変化)

最近のわが国金融・資本市場においては、長期性資金の需給が緩和方向にあり、これが長期債利回りの傾向的低下を促すとともに先行き利回りの低下期待を醸成する背景をなしてきたと考えられる。

いま59年中の民間金融機関のバランス・シートの変化について前回金融緩和期の最終局面である53年と比較してみると(年中増減額ベース、第10図)、①負債サイドでは長期性資金(その定義については同図<注>を参照)調達シェアが上昇(増加額シェア53年中24.4%→59年中38.4%)している一方、②資産サイドでは長期性資金の運用シェアが低下(同51.2%→36.5%)している。このうち①は大幅な資金余剰部門である個人部門において、金融資産の蓄積に伴う金利選好の強まり

[第10図]

金融機関の資金調達・運用の変化(増加額ベース)

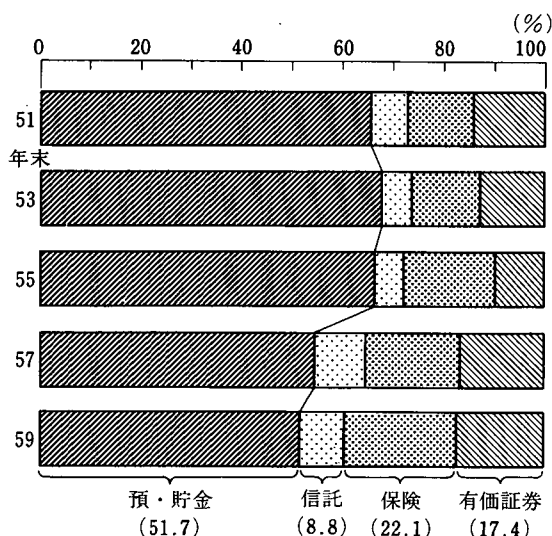
	〔民間金融機関〕		〔市中金融機関〕		〔機関投資家〕	
(昭和53年)	短期性資金運用 (41.2)	短期性資金調達 (72.5)	短期性資金運用 (45.0)	短期性資金調達 (88.2)	短期性資金運用 (22.0)	長期性資金調達 (100.0)
	長期性資金運用 (51.2)		長期性資金運用 (47.8)		長期性資金運用 (68.9)	
		長期性資金調達 (24.4)		長期性資金調達 (8.1)		
	対外債権(7.6) 対外債務(3.1)		対外債権(7.2) 対外債務(3.7)		対外債権(9.1)	
(昭和59年)	短期性資金運用 (50.1)	短期性資金調達 (51.0)	短期性資金運用 (62.4)	短期性資金調達 (73.9)	短期性資金運用 (22.6)	長期性資金調達 (100.0)
	長期性資金運用 (36.5)		長期性資金運用 (25.7)		長期性資金運用 (60.6)	
		長期性資金調達 (38.4)		長期性資金調達 (10.8)		
	対外債権(13.4) 対外債務(10.6)		対外債権(11.9) 対外債務(15.3)		対外債権(16.8)	

- (注) 1. 民間金融機関＝市中金融機関＋機関投資家  
2. 短期性資金運用＝預け金＋コール・ローン＋手形買入＋短期貸出金等  
短期性資金調達＝預金＋譲渡性預金＋コール・マネー＋手形売却等  
長期性資金運用＝有価証券＋長期貸出金  
長期性資金調達＝信託＋保険＋金融債＋投信受益証券  
3. 長期貸出金＝貸出金(資金循環勘定ベース)×総貸出に占める設備資金貸出のウエイト(業種別貸出調査から推計)

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「経済統計月報」等

〔第11図〕

## 個人部門の資金運用の推移



(注) ( )内は59年末の構成比(%)。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

や、高齢化社会の接近に対する備えなどから信託、保険、有価証券等の長期性資金への運用が増加している点によるところが大きいと考えられる(第11図)。次に②の意味合いを明らかにするために、民間金融機関を「市中金融機関」と「機関投資家」(それぞれの定義については、前出く注9を参照)とに分けてみると、両者ともに長期性資金運用のシェア低下をみているが、その意味するところは両者の間で異なっていたと考えられよう。すなわち、市中金融機関の場合、53年当時には国債の多額の

引受を中心として、長期性資金の運用シェアが調達シェアをはるかに上回っていた(いわば意図せざる長期性資金運用のシェア拡大)が、59年中では長期性資金の運用シェアが新規発行額の圧縮や公共債の窓口販売などの効果から53年と比べて目立って縮小している(意図せざる運用の低下<sup>(注19)</sup>)。こうした変化は具体的には都市銀行を中心としたいわゆる国債の「売り圧力」の低下として現れたわけである。これに対して機関投資家の場合は、その調達はすべて長期性資金であるため、運用面においても当然長期性資金運用が主体となる筋合いにあり、53年における長期性資金の運用シェアの高さは自然な姿であり、むしろ59年の長期性資金の運用シェア低下が意図せざる結果であったとみられよう。このことは、機関投資家の資産運用構成をみたときに、かつての高度成長期には貸出主体であったものが、50年代入り後は大企業の長期借入需要の鎮静化やこれを背景とする他業態との貸出競合の度合いの強まりから、貸出面での後退を余儀なくされており(総資産残高に対する貸出シェア、51年末65.6%→59年末38.3%、第5表)、次第に債券投資運用の比重を高めていることから看取されよう。

このように民間金融機関のバランス・シートの変化に即して大胆に図式的整理

(注19) ちなみに、市中金融機関のうち都市銀行の預金増加額に占める国債引受額のシェアは54年度の115%(ピーク)から、59年度には35%へと低下している。

(第5表) 機関投資家の資産運用構成比の推移(残高ベース)

(%)

	債 券			株 式	貸 出	その他	合 計
		うち 国 債	外 債				
年末							
51	15.5	1.2	0.1	12.8	65.6	6.1	100.0
55	25.1	5.4	1.3	12.0	53.4	9.5	100.0
56	26.7	8.3	2.5	12.0	51.1	10.2	100.0
57	31.7	12.7	3.4	11.0	46.8	10.5	100.0
58	36.8	15.9	4.6	10.1	42.6	10.5	100.0
59	39.5	16.8	6.0	11.7	38.3	10.5	100.0

(注) 1. 外債には、円建外債、外国株式を含む。  
2. その他は、現・預金、コール・ローン、手形買入等。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「経済統計月報」

を試みるならば、53年から59年にかけて、個人部門からの資金を中心に長期性資金調達のシェア拡大がみられる一方で、資金運用面では、公共部門や法人部門への運用環境の変化から長期性資金への意図せざる運用増加に対する調整の必要性の低下(市中金融機関の場合)、ないし長期性資金運用機会の不足(機関投資家の場合)を生じていたといえよう。こうした両者が相まって民間金融機関が媒介する長期性資金の需給は緩和方向にあったと考えられるのである。

(海外金利との裁定関係)

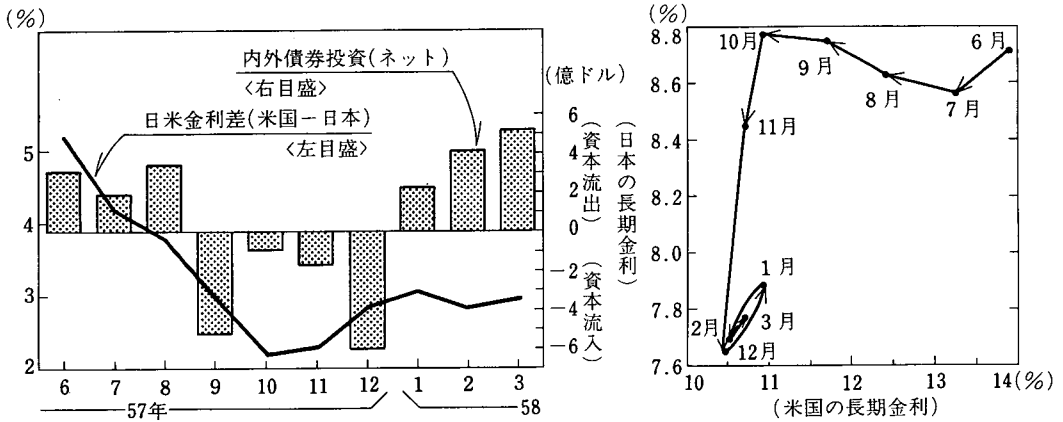
以上でみたように最近において長期債利回りが急速に低下した背景としては、国内金融・資本市場における基調的な長期性資金の需給緩和も重要と考えられるが、同時に昨年秋以降米国長期金利が低下傾向をたどっていることの影響も見逃せない。

ここで米国の長期金利低下局面について今回(59年11月以降最近まで)と前回(57年6月～58年3月)とでわが国の長期債利回りおよび内外債券投資に及ぼす影響がどのように異なっていたかをみよう(第12図)。まず、前回の場合、最初の数か月間は米国長期金利が低下する一方で、国内長期債利回りは緩やかな上昇を続けたため、内外金利差が当初の5%強から57年10月頃には2%程度にまで縮小し、内外債券投資(ネット・ベース)も流入超に転じた。しかし、その後、国内長期債利回りが、米国長期金利に鞘寄せするかたちで低下するにつれて、内外債券投資が再び流出方向となった。これに対して今回の局面では、米国長期金利の低下とほぼ同時並行的に国内長期債利回りが低下しているため、内外金利差は当初

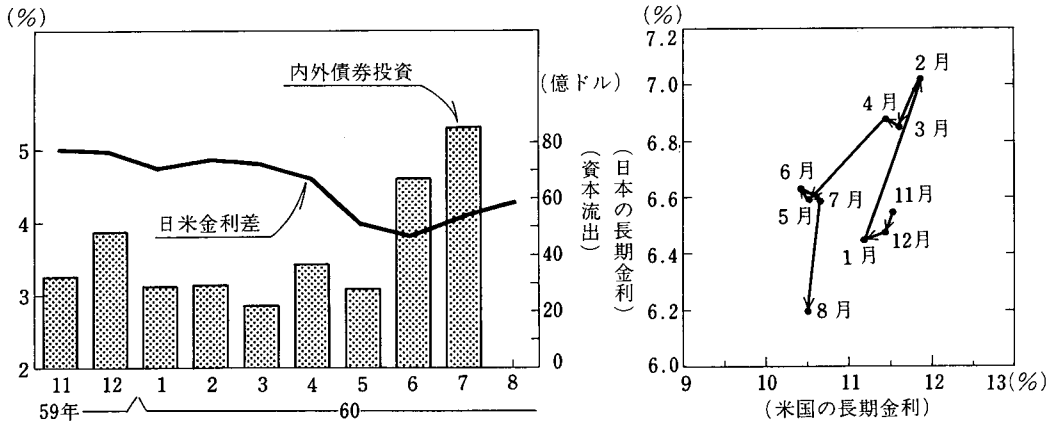
〔第12図〕

## 内外金利差と内外資金移動との関係

〔前回米国金利低下局面(57/6月～58/3月)〕



〔今回米国金利低下局面(59/11月～60/8月)〕



- (注) 1. 日本の長期金利は、国債(店頭最長期物)利回り。  
2. 米国の長期金利は、国債(30年物)利回り。

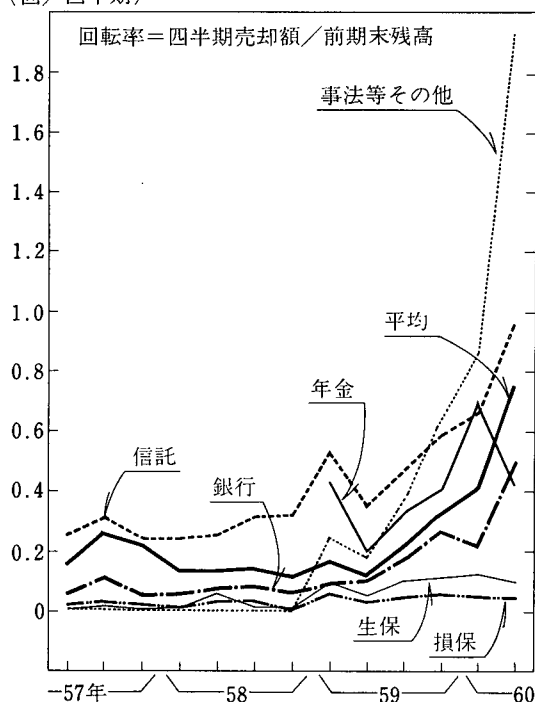
の5%程度から最近の4%程度までのわずかな縮小にとどまっており、この間内外債券投資は大幅なネット流出超傾向を続けている。

内外資金移動が活発化する中で、わが国の金利が海外金利わけでも米国金利に強く影響されるようになってきていることは事実であるが、ここでの対比にもみられるように、その影響の受け方はその時により必ずしも一様でない。これは、海外金利変動の影響が、直接的な資金移動を通ずる内外金融・資本市場の需給の相対バランスの変化を通じ、そのまま伝播されるにとどまらず、①わが国金融・資本市場固有の需給を反映した先行き金利期待のあり方や、②為替相場の先行き予想の変化(たとえば米国金利低下に基づく円高期待の醸成)、さらには③これに対応する通貨当局の政策態度への期待の変化(たとえば円高予想が強まったと

〔第13図〕

## 外債投資の回転率の推移

(回／四半期)

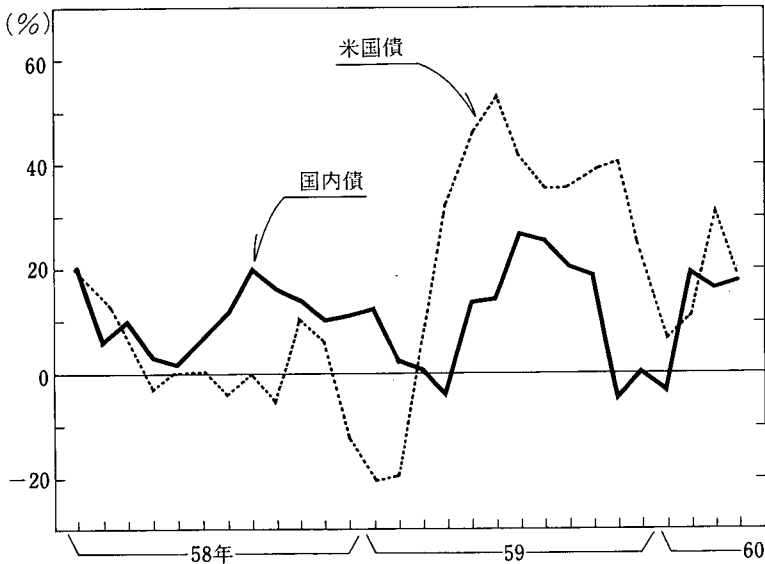


きの国内短期金利低下期待)などの如何によっても、その影響度合いが大きく異なってくるからである。今回と前回との対比に立ち戻ってみると、今回の場合、米国長期金利の低下局面で、国内長期債利回りがいち早く低下に転じたのは前述したような国内金融・資本市場における長期性資金の需給緩和基調に基づく長期債利回りの低下期待が底流にあると考えられよう。これに対し、前回の局面では、景気後退に伴う大幅な歳入欠陥の発生予想などから、国内長期債市場での需給が悪化し、これが国内長期債利回りを上昇させた。

なお、今回の米国長期金利の低下局面では内外金利がほぼ連動する中で、上述したとおり内外債券投資の大幅なネット流出超傾向が続いたが、そうした資金流出は、仮にそれらの資金が国内長期債購入からのシフトであるとすれば、国内長期債利回りへの上昇圧力として働いていたはずである。それにもかかわらず、実際には、国内長期債利回りの低下が続いているわけであり、これは既述の国内金融・資本市場における長期性資金の需給緩和状態を傍証するものといえよう。さらに今回の場合、機関投資家、事業法人などの広範な最終投資家層がドル建債券についてもすでに述べたような短期所有期間利回り狙いの投資態度を強めるなど、内外資金移動が一層活発化しているため、わが国の長期債利回りが、米国長期金利の動向に対して従来以上に敏感になっていることも指摘できよう。すなわち、わが国投資家の外債投資の回転率をみると(第13図)、59年央頃から国内債についてと同様に上昇傾向を強めており、米国ドル建債と国内債(いずれも10年物国債)への投資について各々の短期所有期間利回りを試算してみても、59年央以降両者の連動関係の強まりが看取される(第14図)<sup>(注20)</sup>。

〔第14図〕

## 内外債券投資の短期所有期間利回りの推移



- (注) 1. 日本、米国とも10年物国債を3か月保有した場合の所有期間利回り。  
 2. 米国債については円ベース換算後。  
 3. 収益率は、経過利息を含むベース。

## (長期債利回り変動の回帰分析)

最近の長期債利回り低下の背景について、これまでの分析結果をまとめてみると、まず①国内の長期性資金の需給が緩和傾向をたどっている中で、民間金融機関の長期債運用意欲が高まっていることが基調的な利回り低下要因となっているが、②昨年秋頃からは米国長期金利の低下が、内外金利裁定が活発化している下で国内長期債利回りを引下げる方向に寄与したと考えられる。さらに③債券流通市場の変化に即してみると、バンク・ディーリングの開始などに伴うディーラ

(注20) 米国の長期金利と国内長期債利回りとの間には、

- ① 最終利回りベースでの裁定関係、  

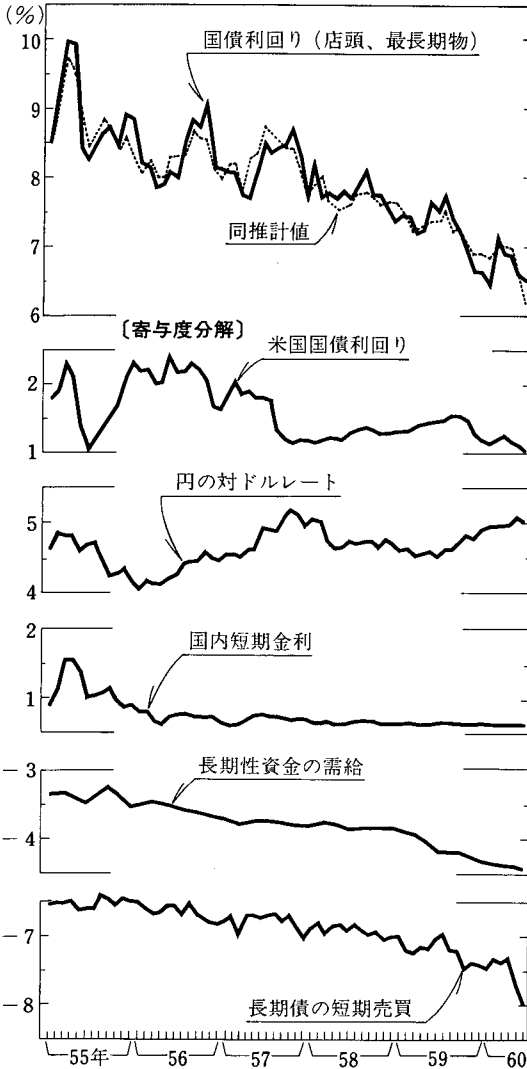
$$\text{国内長期金利} = \text{米国長期金利} + \text{為替レート期待変化率} + \text{リスク・プレミアム}$$
(最終利回り) (最終利回り) (長期) (長期)
- ② 短期の所有期間利回りベースでの裁定関係、  

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{国内長期債の} \\ \text{短期所有期間} \\ \text{利回り} \end{array} \right\} = \left\{ \begin{array}{l} \text{米国長期債の} \\ \text{短期所有期間} \\ \text{利回り} \end{array} \right\} + \text{為替レート期待変化率} + \text{リスク・プレミアム}$$
(短期) (短期)

が考えられるが、機関投資家など長期の安定投資家にとっては①が、一方事業法人など短期のキャピタル・ゲイン狙いの投資家にとっては②が基本的な内外金利の裁定関係といえよう。今回の米国金利低下局面では、②の裁定関係を意識した投資行動のウェイトが高まったが、これを通じて最終利回りベースでの内外金利の連動が生じたと一応理解されよう。

〔第15図〕

長期国債流通利回り変動についての回帰分析



〔計測式〕

$$\begin{aligned}
 &\text{長期国債流通利回り (店頭、最長期物)} \\
 &= 11.38 + 0.149 \times (\text{米国長期金利 (30年物国債)}) \\
 &\quad (6.0) \quad (4.5) \\
 &+ \sum_{i=0}^3 W_1 \times (\text{為替相場}) \\
 &+ \sum_{i=0}^5 W_2 \times (\text{国内現先レート (3ヵ月物)}) \\
 &+ 0.625 \times \left( \frac{\text{長期性資金運用 - 長期性資金調達}}{\text{民間金融機関総資金調達残高}} \right) \\
 &\quad (-3.0) \\
 &- 0.569 \times \log (\text{債券売買高}) \\
 &\quad (-3.4)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.91 \quad S.E. = 0.24 \quad D.W. = 1.25$$

計測期間 55/1月～60/6月

	当期	1期前	2期前	3期前	4期前	5期前
$W_1$	0.012	-0.007	0.003	0.100	—	—
$W_2$	0.14	0.04	-0.03	-0.05	-0.02	0.02

$W_1$ 、 $W_2$ はシラールグによる推計。

ー・スプレッドの縮小や長期債の短期売買活発化の影響も大きかったとみられる。なお、④米国の長期金利低下が、国内の短期金利の先行き期待を通じて国内長期債利回り低下に寄与している可能性<sup>(注21)</sup>にも留意しておく必要がある。

以上の各種要因を説明変数として織込んだ長期債利回り関数を計測すると比較的良好な結果が得られる(第15図)。また、この計測式を用いて昨年後半以降の長期債利回りの低下について変動要因分析を行うと、長期性資金の需給(ここでは

(注21) 事実、本年2月には米国長期金利の下げ止まりと為替の円安化に伴い国内短期金利の先行き低下予想が後退するとともに国内長期債利回りが反転上昇した。



〔長期性資金運用—長期性資金調達〕／総資金調達、で代理)や米国長期金利の低下にもまして、長期債の短期売買活発化(ここでは債券売買高で代理)が、長期国債利回りの低下に寄与していることが示される。なお、短期金利の先行き期待要因については、現実の短期金利の動きからみると、最近においてはほぼ中立的であるが、為替レートの変動を通ずる効果(円安基調に基づく国内短期金利上昇期待)や米国長期金利の低下を通ずる効果(国内短期金利低下期待)の存在にも注意しておく必要があろう。

#### 4. 長期債利回り低下の評価

以上でみたような最近における長期債利回りの低下は当面のわが国景気動向に対しては何程かプラスの方向に寄与しているとみられるほか、財政当局にとっては低コストでの長期国債の発行・借換が可能になるというメリットがあったといえよう。また、長期債利回り低下に伴う長短金利格差の縮小・逆転は金利が自由化され、利回り曲線の形状が自由にシフトする状況の下においては当然起こりうる現象と考えておく必要があろう。ただ、長期債利回りの低下が進むにつれて、①債券ディーラーおよび最終投資家にとっての金利変動リスクが高まっていること、②海外への大量の資本流出が継続し為替の円安修正の制約をなしている、といった問題点が存在することも否み難い。以下では、そうした長期債利回り低下のもたらす問題点について整理・検討する。

##### (金利変動リスクの高まり)

すでにみたように最近における長期債相場はバンク・ディーリング開始の影響などもあって、従来以上に変動の度合いを強めており、長期債の短期売買を通ずる市況上伸傾向を続けているが、その結果として債券ディーラー、最終投資家のいずれにとっても金利変動リスク(債券相場の反転に伴う損失発生リスク)が高まっていることに注意する必要がある。

既述のとおりバンク・ディーラーの新規参入に伴いディーラー間の競争が一段と激しくなり、ディーラー・スプレッドは縮小傾向にあるが、そうしたなかで債券ディーラーが安定した利益を確保していくためには、先行きの相場動向に合わせて自己の債券ポジションを適切に調整していくことが今までも増して重要になっている<sup>(注22)</sup>。幸いにしてバンク・ディーリング開始後、これまでの1年間は債券相場が総じて堅調に推移してきたため、バンク・ディーラーの債券売買益もそこそこの水準を維持しているが、すでにみたように最近の長期債利回りの低下

には長期債の短期売買活発化に支えられた不安定な部分が少なくないだけに、先行き市況が反転する場合のリスクの大きさを十分考慮に入れておく必要があらう。

すなわち、債券相場全体の先高観が継続している間は、こうした問題は表面化しないが、一旦先行きの金利に対する見方が変化し、相場が反転する場合には、債券ディーラー、最終投資家とも大幅なキャピタル・ロスの危険性にさらされることになる。もちろん、長期性資金を原資に長期債の短期売買を行っている投資家は、当該債券での運用を長期化し、相場の変化を待つこともできようが、最近の一部事業法人にみられるように短期性資金を原資として長期債投資を行っている場合には、まともにキャピタル・ロスをこうむることともなりかねない。しかも、こうした局面で、損失をできる限り少なくすべく手持ち債券の売却を試みると、これがまた債券の売り圧力となり、相場の新たな押下げ要因として作用することになろう。安易な相場上昇期待に基づいた短期性資金を原資とする長期債の短期売買が過熱すると、将来相場観が反転した際の市況の振れを必要以上に大きくする可能性があることには十分注意しておく必要があらう。

なお、こうした金利変動リスクは、本来長期資産であるものが、短期運用の手段として利用されていることにより増幅されている面があることを看過してはなるまい。わが国の債券市場は、本稿の分析からも明らかなように厚みと広がりのある自由な市場へと発展してきているが、一方わが国の短期金融市場とりわけオープン市場は近年その拡大がめざましく、短期の資金調達手段の多様化を通じて、長期債市場の発展を支えている面もあるとはいえ、なお債券市場と比べて見劣りすることは否めない。このようにわが国の債券市場と短期オープン市場との発達状況はこれまでのところ必ずしもバランスがとれたものとはなっておらず、そうしたなかで長期債の短期売買という現象がみられている。こうした現象は長期債市場が、部分的には短期金融市場の代替的役割を果たしているものとみることができ、その是正のためにはやはり短期オープン市場自体(とりわけ政府短期証券市場)の整備が求められているといえよう。

(長期資本流出と為替相場への影響)

長期債利回りの低下がもたらす第二の問題点は、海外への大幅な長期資本流出

---

(注22) この点に関し、最近の米国で一部の債券ディーラーがリスク管理の失敗によって暴落を生じ、債券市場全体の信用秩序の維持が懸念される事態にまで至ったことは、他山の石とすべきであらう。

と為替相場の円安傾向持続である。

わが国の長期資本収支は、59年度△542億ドルと既往ピークの58年度(△208億ドル)を2倍強上回る大幅赤字を計上したあと、本年4～6月も△184億ドルと四半期ベースでの既往ピーク(59年10～12月△171億ドル)を更新するなど赤字傾向を強めている。一方、為替相場の動向をみると、大幅な経常収支黒字の継続にもかかわらず、上記資本流出圧力を主因に依然として不安定な状況が続いている。

長期資本流出の中心は、機関投資家、金融機関、事業法人などによる対外債券投資であるが、すでにみたように今回の米国金利低下局面では、ほぼ同時並行的に国内長期債利回りが低下した中で、対外債券投資は大幅な流出超を続けたことが特徴的であった。こうした国内長期債利回りの低下は、すでに分析したように債券流通市場の構造変化、国内金融・資本市場の需給、米国金利との裁定関係などからすれば避け難い面があったといえようが、結果的にみれば、前回の米国金利低下局面のように内外金利差縮小→資本流出の抑制というプロセスが働かなかったことは事実である。このように最近における長期債利回りの低下は、わが国の対外不均衡面からみて大きな問題をはらんでいる。こうした点からみると、為替相場が依然として不安定な状況の下でわが国短期金利の引下げを行うならば、長期債利回りの一段の低下につながり、海外への資本流出を加速して、為替相場に悪影響を及ぼすおそれのあることは否めず、引続き十分慎重な配慮が必要とされよう。