

日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス： 資金循環統計を用いた事実整理

企画局 齋藤雅士、法眼吉彦、西口周作

Bank of Japan Review

2014年6月

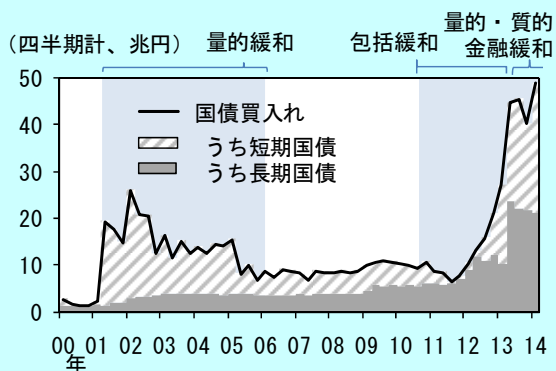
2013年4月の量的・質的金融緩和導入以降、日本銀行による国債買入れが大きく増加する中、日本銀行以外の主体は、全体として国債投資を減少させ、貸出のほか、株式・投信や社債への投資フローを増加させている。こうしたポートフォリオ・リバランスの程度には主体間で違いがあり、国内銀行と海外部門でリバランスが見られる一方、生・損保や企業年金基金、公的年金には、現時点までのところ、こうした傾向は観察されない。国内銀行による貸出の増加には、銀行のバランスシートの状況や銀行が直面する資金需要といった金融経済状況の変化に加え、日本銀行が買入れた国債の残存年限の長期化も影響している可能性がある。

はじめに

2013年4月の量的・質的金融緩和導入後、日本銀行による国債買入れ額は、長期国債を中心に大幅に増加した（図表1）¹。こうした中央銀行による国債買入れの効果が实体经济に波及していく経路の1つに、ポートフォリオ・リバランスがある。

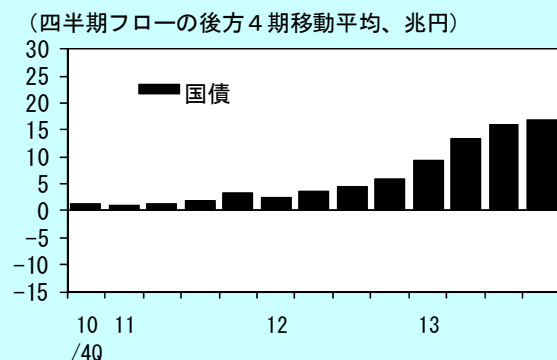
ポートフォリオ・リバランスは、2013年入り後、様々な形で進捗を見せている。すなわち、日本銀行が国債買入れを大きく増やす中、日本銀行以外の主体が全体として国債保有を減らし、貸出のほか、株式・投信や社債への投資を増加させる動きが強まっている（図表2）。

【図表1】日本銀行の国債買入れフロー

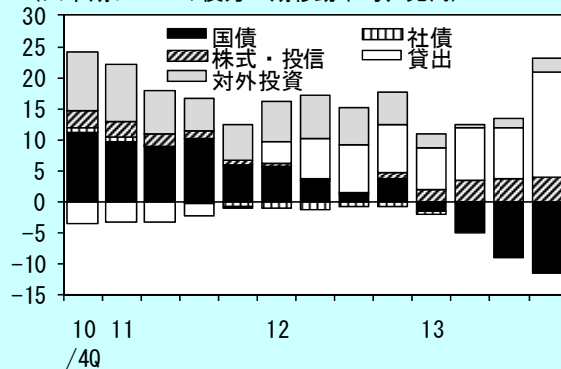


（注）短期国債は、政府短期証券と割引短期国庫債券（09/2月からは国庫短期証券）。
（出所）日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」（フロー表）

【図表2】マクロでみたポートフォリオ・リバランス
（1）日本銀行の国債保有の変化



（2）日本銀行以外の主体による投資フロー
（四半期フローの後方4期移動平均、兆円）



（注）1. （2）の「日本銀行以外の主体」は、資金循環統計でカバーされる主体のうち、日本銀行以外の全ての主体を含む。
2. 対外投資は、国内部門による対外直接投資と対外証券投資の合計。
（出所）日本銀行「資金循環統計」（フロー表）

以下、本稿では、日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランスについて、その発生メカニズムと特徴を整理する。全体としての資産間のリバランスを捉えるため、個別の市場や金融商品に関するデータではなく、資金循環統計をはじめとする資金フローのデータを用いる。なお、本稿は国債からそれ以外の資産へのリバランスに焦点を当てているため、国債保有残高が他の主体と比べて小さい家計と民間非金融法人は分析から捨象し、金融機関と海外部門を分析対象とした。

ポートフォリオ・リバランスの発生経路

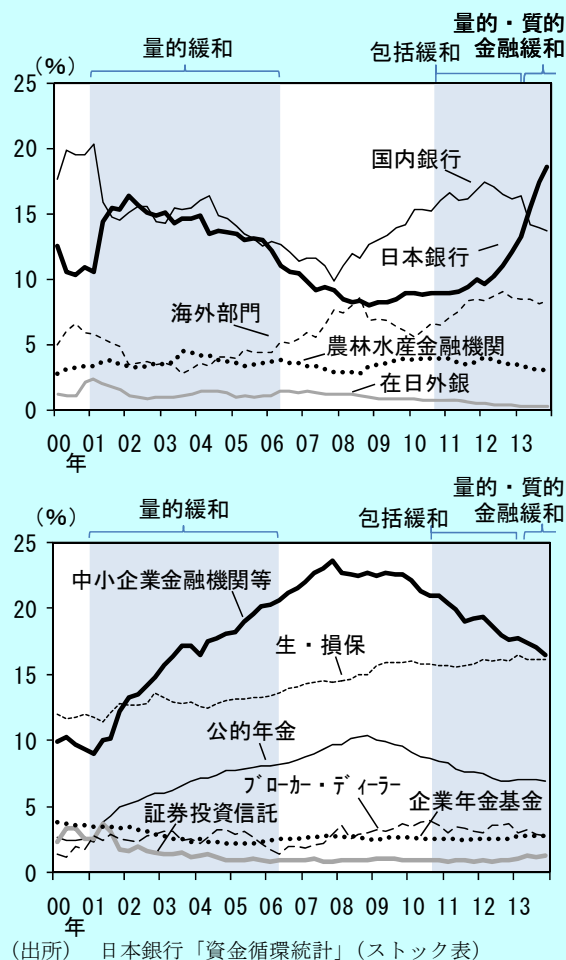
今次局面におけるポートフォリオ・リバランスは、主に以下の2つの経路で発生しているものと考えられる。第1に、日本銀行の国債買入れに伴い、長期国債金利が低水準となり、さらなる低下余地が小さくなったため、国債価格が先行き上昇するという期待（キャピタルゲインが得られるという期待）が小さくなった。この結果、金融機関や投資家は、国債への投資を減らし、相対的に高いリターンが見込まれる他の資産への投資を増やしたと考えられる。また、期間収益を得ることを目的に、満期保有を念頭に国債を保有する主体も、長期国債金利が十分に低い水準まで低下した結果、国債に投資する誘因が小さくなり、他の資産への投資を増やしたと考えられる。

第2に、1つ目の経路によって国債保有を減らした主体の国債保有にかかる金利リスク量が減少した。この結果、追加的なリスクをとる余力が生まれ、他の資産への投資が促された。金利リスクとは、金利上昇時に国債保有からキャピタル・ロスを被るリスクのことであり、この経路は、上記1つ目の経路を補強するように働く。

主体別にみたポートフォリオ・リバランス

もっとも、全ての主体についてポートフォリオ・リバランスが確認される訳ではない。国内銀行と海外部門（非居住者）は、日本銀行の国債保有シェアが国債買入れによって拡大した時期に、国債保有シェアが低下する傾向がみられる（図表3）。一方、生・損保や企業年金基金には、現時点までのところ、国債保有シェアを低下させる傾向はみられない。この理由の1つとして、生・損保

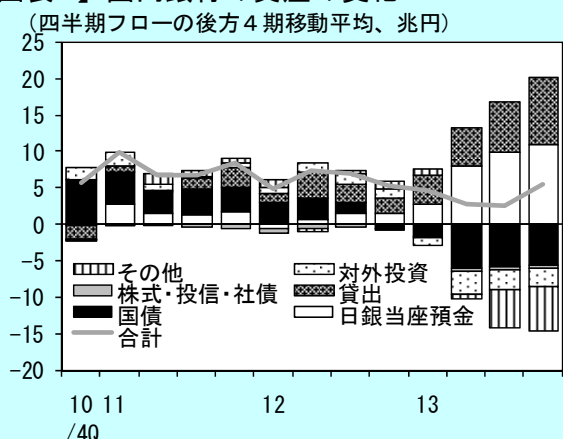
【図表3】国債の主体別保有シェアの推移



や企業年金基金は、支払いが先行き長期にわたるといふ債務構造を持つため、資産と債務のデュレーション・マッチングを目的として、資産側に長期国債を保有しておく誘因が強いことが挙げられる。なお、公的年金と中小企業金融機関等（ゆうちょ銀行を含む）は、2000年代の終わり頃から継続的に国債保有を減らしている。このうち、公的年金の国債保有の減少については、年金支給のための資産の取り崩しなど、日本銀行の国債買入れとは直接関係のない要因によるものであると考えられるため、以下の分析では捨象している。また、中小企業金融機関等の国債保有の減少についても、ゆうちょ銀行における預金残高減少に伴う資産減少などを反映したものであり、日本銀行の国債買入れとの関係は強くないと考えられる。

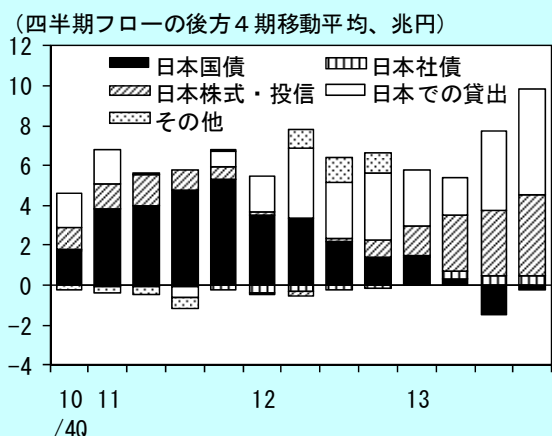
次に、国債保有を減らした国内銀行と海外部門が、代わりにどの資産への投資を増やしたのかを確認する。まず、国内銀行についてみると、量的・質的金融緩和が導入された2013年以降、日銀当座預金が増加するにとどまらず、貸出を増加させ

【図表 4】国内銀行の資産の変化



(注) 社債は、事業債と居住者発行外債。貸出は、コールローンを除く。
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」(フロー表)

【図表 5】海外部門による日本国内での投資フロー



(出所) 日本銀行「資金循環統計」(フロー表)

ている(図表4)。一方、海外部門は、日本の株式・投信のほか、社債への投資を増加させている(図表5)²。先にみたマクロでの貸出と株式・社債への投資フローの増加には、こうした国内銀行と海外部門の行動が反映されている。このうち、海外部門による国債から株式・投信等へのシフトは、国際金融資本市場における投資家のリスクテイク姿勢の高まりを一部反映している面もあり、国債買入れによるポートフォリオ・リバランス効果としては、これを多少割り引いて評価する必要がある。

銀行貸出増加の背景

国内銀行による貸出の増加には、銀行のバランスシートの状況や銀行が直面する資金需要といった金融経済状況の変化に加え、日本銀行が買入れた国債の残存年限の長期化も影響している

【図表 6】日本銀行が買入れた長期国債の平均残存年限



(注) 直近は14/1Q。
 (出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」

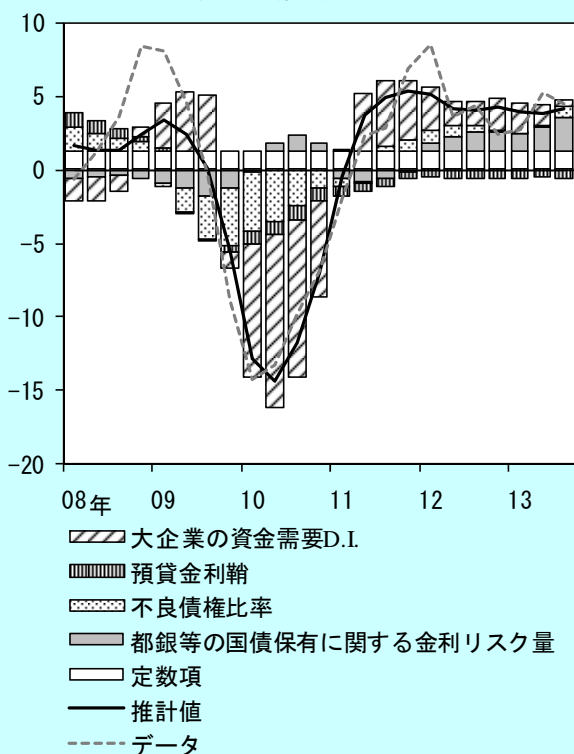
可能性がある。

量的・質的金融緩和によって、日本銀行は、買入れる国債の平均残存年限をそれ以前の2倍程度に長期化させた(図表6)。一般に、銀行が国債保有を同じ金額だけ減らしたとしても、残存年限の長い国債の保有を減らした場合の方が、金利リスク量の低下幅は大きくなる。金利リスク量が大きく減少すれば、銀行は貸出の面で追加的なリスクを取る余力が高まる。

もちろん、銀行貸出の増加には、企業の資金需要の高まりなど、金利リスク量以外の要因が作用している可能性がある。そこで、量的・質的金融緩和導入後に国債保有を大きく減らしている都銀等に注目し、貸出を被説明変数とし、国債保有にかかる金利リスク量のほか、貸出に影響すると予想される他の変数(預貸金利鞘、企業の資金需要を表すD.I.、銀行の不良債権比率)を説明変数とする回帰分析を行った³。分析の結果、資金需要の高まりは貸出を増加させる方向に、預貸金利鞘の縮小と不良債権比率の上昇はそれぞれ貸出を減少させる方向に働く傾向があること、そして、これらの効果を勘案しても、国債保有にかかる金利リスク量の減少は貸出を増やす方向に働く傾向があることが確認された。また、回帰分析の結果をもとに、量的・質的金融緩和導入前後の銀行貸出を要因分解すると、預貸金利鞘の縮小が継続的に銀行貸出を下押しするもとの、日本銀行が買入れる国債の年限長期化に伴う金利リスク量の低下は、銀行貸出の押し上げに寄与していると考えられる(図表7)⁴。

【図表 7】 銀行貸出の要因分解

(年間フローの前年同期差、兆円)



なお、以上の分析では、国内銀行の国内店による貸出に注目してきたが、特に2013年入り後は、海外店による非居住者向けの貸出も大きく増加している(図表8(1))。こうした海外店の貸出増加は、海外店による現地での資金調達(預金・CD)だけでなく、本支店勘定を通じた国内店から海外店への貸出によってもファイナンスされている(図表8(2))。このことは、日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランスが、国内向け貸出の増加という形に加え、海外向け貸出の増加にもつながっていることを示唆している。

年限間のリバランス

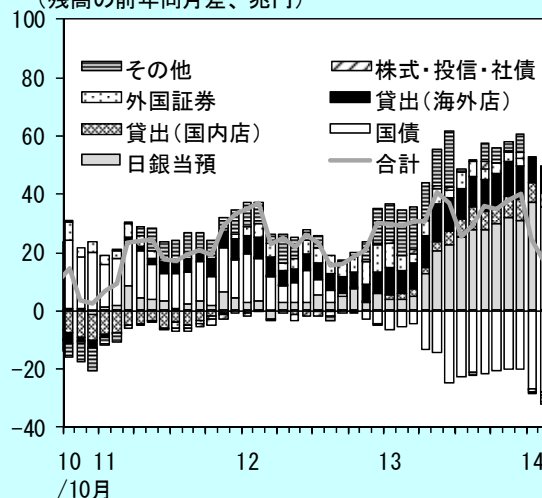
最後に、ポートフォリオ・リバランスは、同種の資産の年限の長期化という形でも発生している可能性がある。例えば、社債の発行年限は、国債の長短スプレッドが縮小する時期に長期化する傾向がある⁵。この傾向は、日本では量的・質的金融緩和の導入後、米国ではLSAPのもとでFedの資産買入れが拡大した時期に、特に強くなっている(図表9)。住宅ローンについても、長短スプレッドが縮小する時期に、固定金利での借入の割合が変動金利での借入の割合と比べて大きく高まる傾向があることが指摘されている⁶。

こうした変化は、資産保有主体の側からみると、比較的短期の資産から長期の資産へのリバランスを意味する。一方、資金調達主体の側からみると、資金調達年限の長期化を意味する。一般に、資金調達年限が長期化した場合、市場金利の上昇に対して実際の利払いが増加しにくくなるという意味で、金融面での安定性は高くなると考えられる⁷。

【図表 8】 都銀の資産と負債の変化

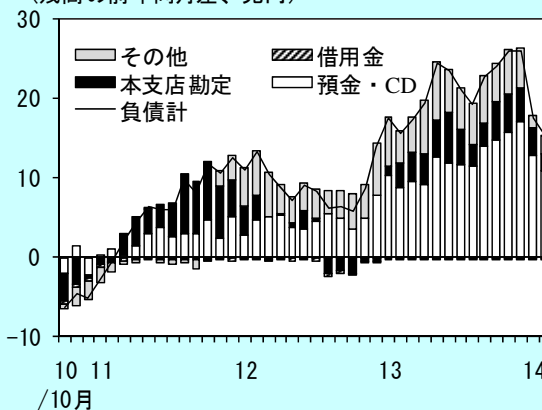
(1) 都銀の資産の変化(国内店と海外店の全体)

(残高の前年同月差、兆円)



(2) 都銀の海外店の負債の変化

(残高の前年同月差、兆円)



- (注) 1. (1)の都銀の資産には、国内店の本支店勘定は含まない。
 2. 投信は、有価証券の残高から、国債、地方債、短期社債、社債、株式、外国証券、貸付証券を除いたもの。評価損益による増減を含む。国内店の貸出は、金融機関向けを含む。
 (出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」、「民間金融機関の資産・負債」

おわりに

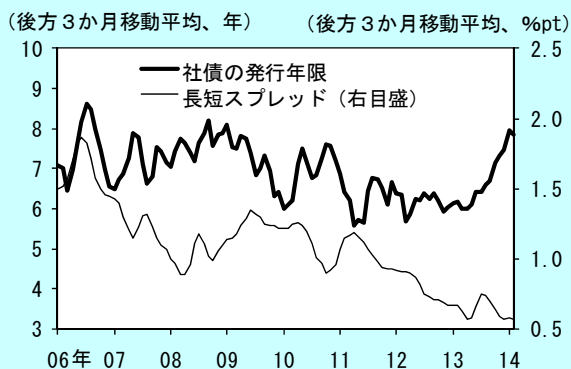
2013年4月の量的・質的金融緩和導入以降、日本銀行による残存年限の長い国債の買入れが大きく増加する中、主に国内銀行と海外部門におい

て、国債保有が減少し、銀行貸出のほか、株式・投信や社債への投資フローが増加している。

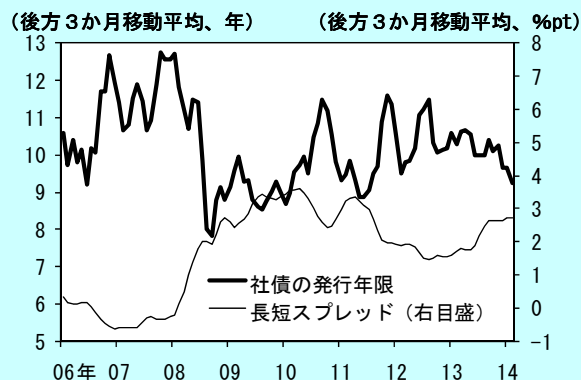
なお、本稿の分析は、国債買入れを起点としたポートフォリオ・リバランスを捉えることを目的としているが、分析結果の一部が、それ以外の要因によるリバランスを捉えている可能性は否定できない。例えば、予想物価上昇率や為替減価期待の高まり、景気見通しの改善による株値上昇期待の高まり等も、国債から他の資産へのリバランスを促す可能性がある。こうした期待の変化は、中央銀行の国債買入れによって生じることも考えられるが、中央銀行の目標とする物価上昇率の引き上げ等、国債買入れ以外の要因によっても生じ得ることに留意が必要である。

【図表 9】長短スプレッドと社債の発行年限

(1) 日本



(2) 米国



(注) 1. 社債の発行年限は、当該月に発行された社債の年限の単純平均。
 2. 長短スプレッドは、日本は国債利回り(10年物)と無担保コールレートの差、米国は国債利回り(10年物)とFFレートの差として算出。
 (出所) アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」、Dealogic、日本銀行、Bloomberg

¹ 本稿では、特に断りのない限り、国庫短期証券を短期国債または短国と呼び、日本政府によって国内で発行された債券のうち国庫短期証券以外のものを長期国債または長国と呼ぶ。

² ただし、日本の資金循環統計では、海外部門(非居住者)による日本国外での投資フローは把握できない。

³ 分析の詳細は、次の論文を参照。齋藤雅士・法眼吉彦「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：銀行貸出と証券投資フローのデータを用いた実証分析」BOJ Reports & Research Papers, 2014年6月。なお、都銀等は、都銀5行、三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行の計10行。

⁴ ここでは、国内銀行の国債保有にかかる金利リスク量の変化が銀行貸出に影響するという因果関係を想定しているが、実際には、これとは逆の因果関係も存在する可能性がある。この点については、脚注3に示した論文を参照。

⁵ 例えば、次の論文を参照。Barclay, Michael and Clifford Smith, "The Maturity Structure of Corporate Debt," *Journal of Finance*, 1995. Guedes, Jose and Tim Opler, "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues," *Journal of Finance*, 1996.

⁶ この点については、次の論文を参照。Kojien, Ralph, Otto van Hemert and Stijn van Nieuwerburgh, "Mortgage Timing," *Journal of Financial Economics*, 2009. Moench, Emanuel, James Vickery and Diego Aragon, "Why is the Market Share of Adjustable Rate Mortgages So Low?" Federal Reserve Bank of New York *Current Issues in Economics and Finance*, December 2010.

⁷ この点に言及しているものとして、次を参照。Stein, Jeremy, "Evaluating Large-Scale Asset Purchases," Remarks at the Brookings Institution, October 11, 2012.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行企画局齋藤(代表 03-3279-1111)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。