

「異次元緩和」と企業の資金調達コストに関する 一考察

Impact of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing” on Funding Costs of Japanese Corporate

阿部彰彦
Akihiko ABE

1. はじめに

2013年4月の日銀の「量的・質的金融緩和」は、中央銀行が市場から国債その他の資産を買い上げることで、長期金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかけ、企業などの資金需要を喚起する経路を目指した。¹「異次元緩和」と呼ばれる日銀によるその後の一連の金融緩和政策は、公社債市場においては、国債の長短金利全体を低下させるとともに、長短金利スプレッドを縮小させ、イールドカーブをフラットに誘導した。²社債を中心とする一般債の金利水準もこれに連動して低下し、国債金利との上乘セスプレッドと長短金利スプレッドは圧縮された。³

本稿では、日銀の「異次元緩和」が公社債市場において一般債の利回りに与えた影響を振り返り、銀行ローンを含む企業の資金調達コスト全般に及ぼしたコスト削減効果とその今後について考えてみたい。

2. 「量的・質的金融緩和」以降の企業の資金調達コストの動向

2.1 公社債市場におけるリスクプレミアムとスプレッドの用語の整理⁴

金融資産のリスクプレミアムは、一般に「金融資産の期待収益率から無リスク金融資産の収益率を差し引いた差」と認識することができる。公社債市

場におけるリスクプレミアムは、年限が近接する国債の利回りを無リスク金融資産の収益率（Risk Free Rate 以下「RFR」）とするのが一般的である。したがって、

一般債のリスクプレミアム（ α ）＝一般債の利回り－国債利回り（RFR）
＝国債上乗せスプレッド（以下「Tスプレッド」）

一般債の利回り＝国債利回り（RFR）＋Tスプレッド（リスクプレミアム α ）
（関係式1）となる。

「Tスプレッド」は新発債や既発債のpricingにおいて「スプレッド」として広く使用される用語である。

債券投資のリスクは「信用リスク」（元利払いの蓋然性）と「流動性リスク」（売買当事者が期待する取引金額について、適正価格で売買が成立することの蓋然性）とに分けることができる。「信用リスク」は発行体の支払い能力を反映する。「流動性リスク」は債券の価格形成をめぐる市場の需給環境を反映し、売り/買い注文のバランスと市場の資金仲介能力により変動する。

「Tスプレッド」は、市場が一般債の投資に際し、同一年限の国債との比較において、発行体信用力と債券の流動性に関するリスクについて国債利回りに対し追加的に要求した収益率を表している。

一方、無リスク金融資産を償還リスクや価格変動リスクのごく小さな短期金融商品に求め、中長期債の期待収益率と短期資金運用利回り（以下「マネー金利」（RFR））との差（以下「長短金利スプレッド」）を投資期間に対応するリスクプレミアム（ β ）と捉えることもできる。

「長短金利スプレッド」は、市場が中長期公社債（国債を含む）の投資に際し、短期金融商品との比較において、発行体信用力と債券の流動性に関するリスクについて、「マネー金利」に対し追加的に要求した収益率を表している。

中長期公社債（国債を含む）のリスクプレミアム（ β ）＝中長期公社債の利回り－「マネー金利」（RFR）＝「長短金利スプレッド」

中長期公社債の利回り = 「マネー金利」(RFR) + 「長短金利スプレッド」(リスクプレミアム β)

= 「マネー金利」 + (「発行体の信用リスク」 + 「債券の流動性リスク」となる。

(関係式2)

「長短金利スプレッド」は、発行体毎に異なる金利の期間構造を表すイールドカーブの勾配を決めるリスク指標となる。

「長短金利スプレッド」による関係式2は、投資家はマネー運用との比較において、投資期間に対応する発行体信用リスクと流動性リスクの組み合わせにより投資判断を行っていることと整合的である。

日銀の一連の金融緩和は、関係式2において、「マネー金利」を低下させ(マイナス金利を含む)、さらに国債や一般債を大量に購入することにより、国債や一般債の「流動性リスク」に強く働きかけることにより、中長期の金利低下を誘導している。

2.2 公社債市場における一般債の金利動向とスプレッドの推移

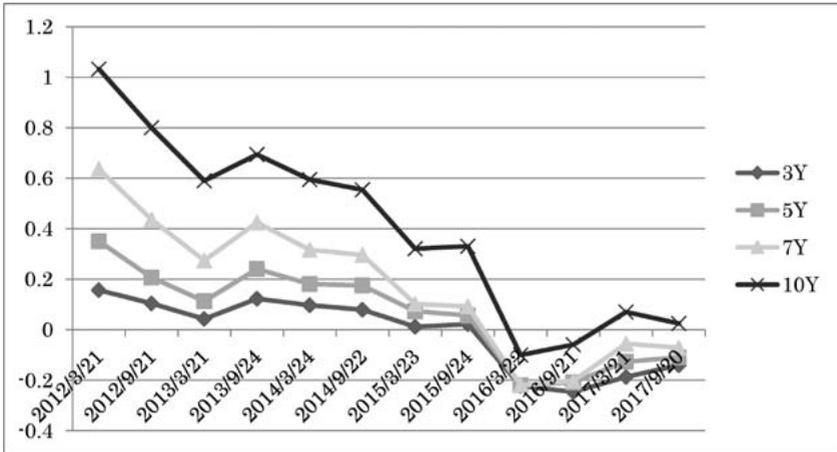
以下は、「量的・質的金融緩和」(2013.4)開始前から現在に至る期間の年限別の国債(図表1)及び一般債(AA格)(図表2)の利回りを示すグラフである。⁵

「量的・質的金融緩和」開始前後から現在に至るグラフは、0期(緩和開始前の参考期間)、I期、II期、III期に分けることが出来る。⁶

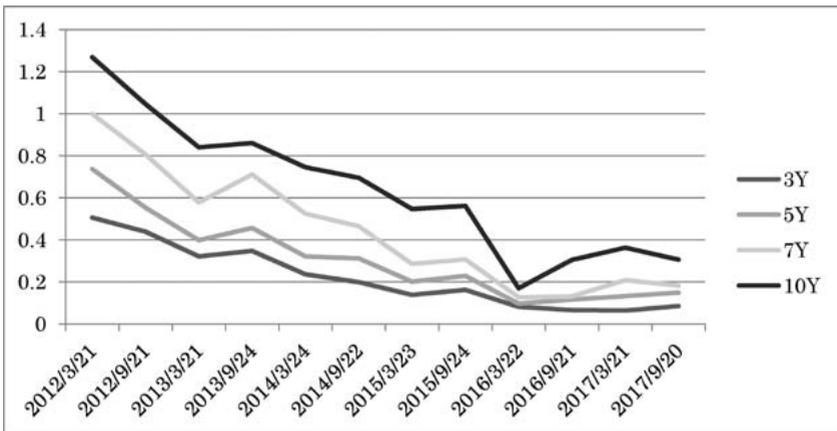
〈I期(2013.9~2015.9)〉

「量的・質的金融緩和」(2013.4)及び、「追加緩和」(2014.10)が実施された期間

- ・国債、一般債ともに全般に金利低下が進み、長短金利スプレッドは縮小、Tスプレッドも大幅に縮小した。(図表1、2、3)⁷



〈図表1〉国債利回り推移（年限別）（%）

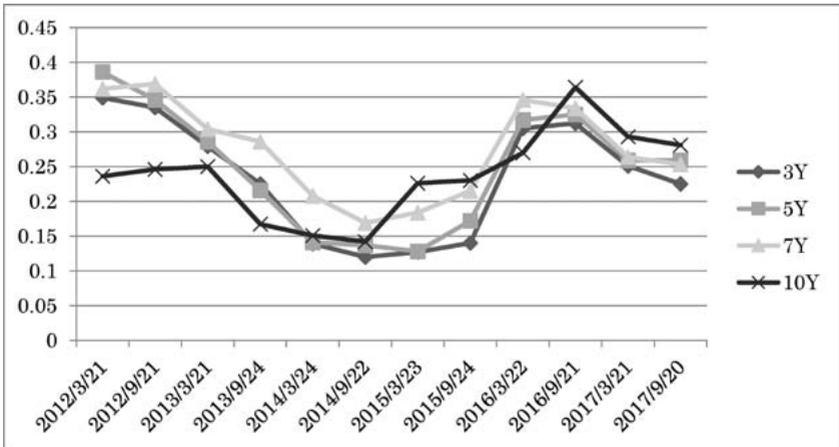


〈図表2〉一般債AA格利回り推移 (%)

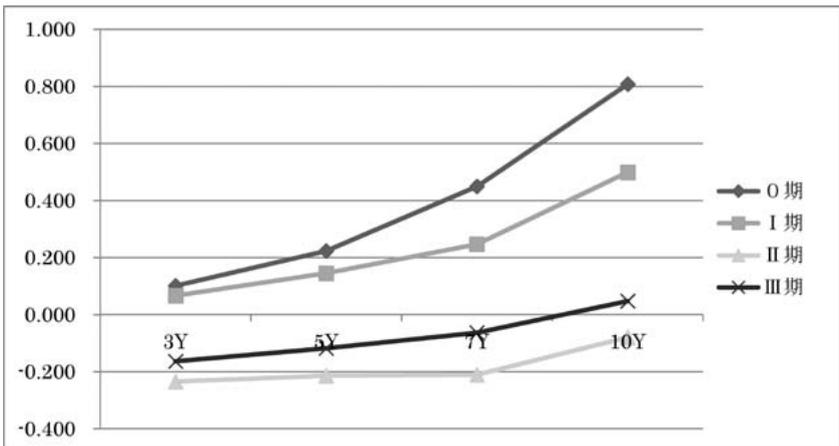
〈Ⅱ期（2016.3～2016.9）〉

「マイナス金利付き量的・質的緩和」（2016.1）が実施された期間

・マイナス金利の導入により、金利はゼロ%より下がらない、という期待は取り除かれ、インターバンクのマネー（日銀当座預金の一部とコール）と国債の金利はマイナス圏に低下した。銀行を中心とする国債投資家の「マ



〈図表3〉 AA 格T spread 推移 (%)



〈図表4〉 JGBイールドカーブ (%)

ネー金利」(RFR)はマイナス圏に入り、国債金利も10年債までマイナス圏に低下、イールドカーブのフラット化は進み、国債の3~5年、5~7年の期間スプレッドはほとんど消滅した。(図表1、4)

一方、一般債投資家の「マネー金利」(RFR)(民間金融機関の銀行預金、CD)はゼロ金利をわずかに上回るプラス圏の水準にあり、長短金利スプ

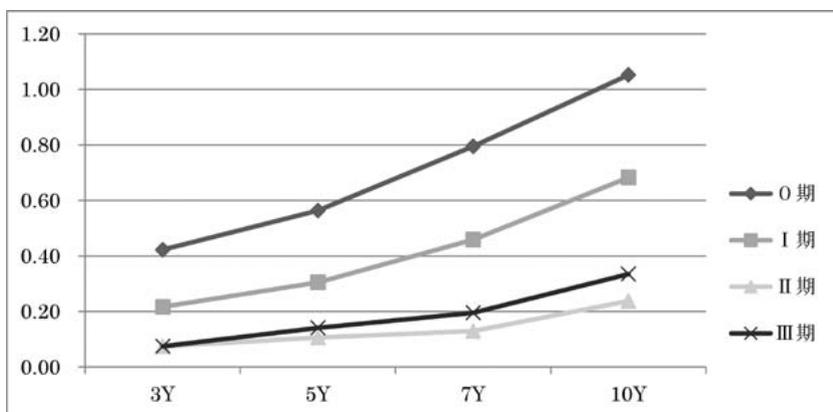
レッドは圧縮されながらもプラスなので、一般債の金利水準はプラス圏(5年AA格で+0.05~0.1%程度)で下げ止まった。(図表2) その結果、Tスプレッドは、I期において縮小した水準から国債金利の低下を反映してテクニカルに急拡大した。(図表3)

- ・一般債のイールドカーブはフラット化が進み、国債のイールドカーブにほとんど平行となった。国債比では信用力と流動性に劣る一般債のイールドカーブは、本来、年限が長くなるにつれてスティープとなるべきところであるが、この期のTスプレッドはバブル的なレベルまで圧縮が起きたとみることができる。(図表2、3、5)

〈Ⅲ期 (2017.3~2017.9)〉

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(2016.9) 導入後、現在に至る期間

- ・「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入により、国債金利の先行期待には、長短金利の底入れ観が生じ、一方、10年国債の金利にはゼロ%近辺という誘導目標が明示されているため長期金利の上昇期待は抑制されている。国債のイールドカーブは、マイナスの「マネー金利」と0~0.1%程度の10年国債を支点とする日銀の管理下にはいった。
- ・10年国債の金利水準はマイナス圏を脱し、「長短金利スプレッド」はわず



〈図表5〉AA格イールドカーブ (%)

かに拡大、イールドカーブは上方に移動するとともにわずかにスティーブに誘導された。(図表1、4)

- ・プラス圏にあった一般債利回りは、国債金利の底入れを反映してわずかに上昇、AA格5年で0.1~0.15%近辺に下限が形成されている。(図表2) Tスプレッドは、3年~10年の期間を通じて0.25%を挟んだ+/-0.05%程度のごく狭い範囲に収斂した。(図表3) 一般債のイールドカーブは国債とほぼ平行ながらもわずかにスティーブに転じた。(図表5)

2.3 銀行ローン市場における企業の資金調達コストの動向

銀行ローン市場における企業向貸出金利の動向を把握するにあたり、参考となるデータを概観しておこう。

(イ) 短期・長期プライムレートの推移

短期プライムレートはⅠ期~Ⅲ期を通じて1.475%で変更はない。

長期プライムレートは0期末の1.15%からⅠ期のピークの1.35%を経て緩やかに低下し、Ⅱ期につけた0.9%をボトムに現在の水準は1%程度である。⁸

(ロ) スプレッド貸出金利

短期スプレッド貸出の基準となるTibor rate(3カ月物)の金利水準は、0期以前からのゼロ金利政策を受けて、長期間低位安定推移しており、Ⅰ期は0.2%、その後マイナス金利導入以降は現在に至るまでプラス圏の0.05%近辺でほとんど動意なく推移している。⁹

(ハ) 新規貸出約定平均金利

国内銀行ベースでは、2013年上半期の短期0.9%、長期1.1%から2017年上半期には短期0.6%、長期0.8%へと貸出金利は低下した。¹⁰

(ニ) 全国銀行の貸出金利回り

全国銀行(国内業務部門、単体集計)の貸出金利回りは、2012年度1.49%から2016年度1.1%へと年々傾向的に低下した。因みに、この間の預貸金利鞘は、0.45%から0.23%へ半減している。¹¹

(ホ) 法人企業統計

法人企業統計における借入金利率は2013年度1.8%、2014年度1.3%、2015年度1.3%と低下した。¹²

2.4 「量的・質的金融緩和」以降の企業の資金調達コストの動き

2.2、2.3、でみた企業の資金調達コストの動向を、日銀の金融緩和政策との関連で総括すると以下の2点を指摘することができる。

第一に、一般債の利回りや銀行ローン関連金利でみた企業の資金調達コストの低下幅は、「量的・質的金融緩和」開始直前の2013年3月と2017年9月の2点間で比較してみると、短期セクターではTibor rateの低下幅を勘案しても3カ月物で最大0.2%程度、一般債（AA格）5年物で0.3%、10年物で0.6%程度に留まっている。短期プライムは不変、長期プライムの低下幅は0.15%程度である。（図表6）

2013年3月には、短期金利は既にゼロ近傍、10年国債も0.6%を割り込んでおり、それ以降の名目金利の低下余地は長短ともに大きくはなかった。これに連動した企業（AA格）の資金調達コストの低下幅も、短期・長期を通じて0.2%から0.5%程度に留まった。

次に2016年1月から9月まで実施されたマイナス金利政策により、国債の金利は10年までマイナス圏に低下したものの、Ⅱ期における一般債（AA格）の中長期金利は、3年物で0.1%、10年物で0.25%を下限とするプラス圏に留まったことである。関連する短期金利であるCP、CD、Tiborいずれもゼロ近傍のプラスの金利水準を維持した。

（図表6）「量的・質的金融緩和」開始時点と現在との金利比較

| (%) (期間) | Tibor (3m) | 一般債 (AA格) | | | | | 短期プライム | 長期プライム |
|-------------|------------|-----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 3m | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | | | |
| 2013/3 (a) | 0.25 | 0.322 | 0.399 | 0.578 | 0.84 | 1.475 | 1.15 | |
| 2017/9 (b) | 0.06 | 0.085 | 0.149 | 0.182 | 0.306 | 1.475 | 1 | |
| (b) - (a) | -0.19 | -0.237 | -0.25 | -0.396 | -0.534 | 不変 | -0.15 | |

マイナス金利は預金取扱金融機関の保有する日銀当座預金の一部に課せられている。国債ディーリングの中核的な存在である銀行の限界的な「マネー金利」は「マイナス」として認識されるものの、持ち切りを原則とする一般投資家の「マネー金利」は、ゼロに近いプラスの銀行預金やCDの金利が適用される。一般債の「長短金利スプレッド」は圧縮されたといえどもプラスなので、2.1関係式2にあるように、一般債の利回りがマイナス圏に低下することはなかった。¹³

今後の金融政策との関連でいえば、現在マイナス0.1%で設定されているマイナス金利幅を拡大する、いわゆる「マイナス金利の深堀」は、国債金利をさらに深くマイナス圏に下押しすることは可能であるが、一般債の金利水準や企業向け銀行ローンの金利をさらに低下させる効果は期待できそうにない。¹⁴

3. 今後の金融緩和政策と企業の資金調達コスト

国債金利は、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」による日銀のイールドカーブコントロールにより、短期のマイナス金利と10年債ゼロ近傍で釘付けされており、今後の見通しとしては当面現状を維持し、大きく上がりもしないし、下がりもしない膠着状況の継続が大方の見方となっている。したがって、一般債の利回りと企業向けのローン金利の動向も、当分の間、現状の金利水準の横這い推移がメインシナリオとなろう。

その後の金利動向については、2017年7月の日銀「経済・物価情勢の展望」が示した通り、市場が実体経済の拡大に伴う物価上昇を期待するようになれば、長期金利は上昇に転じることになる。日銀は市場からの売り注文に買い向かうことにより、国債のイールドカーブをコントロールすることになるだろう。既に日銀が保有する国債は国債発行額の約4割に達したが、先進諸国に例をみない重い国債ポジションを保有しつつ、日銀は金利水準全体の急上昇を抑制しつつ「長短金利スプレッド」を急拡大させることなく調節してゆくことを求められる。一般債の利回りと企業のローン金利は緩やかに上昇することになる。

一方、物価動向が再び下落基調に転じる場合には、日銀には追加緩和が求められる。追加緩和策は国債等の購入金額の増加や購入対象の拡大、マイナス金利の深堀を通じて、短期金利と国債金利をさらに低く押し下げることになるだろう。しかし、企業の資金調達コストに関しては、Ⅱ期で経験した通り、一般債の利回りは限りなくゼロに近づくことはあってもマイナス圏に入ることは予想しがたい。銀行ローン金利についても預貸金利鞘が縮小している銀行にとり、貸出金利の下げ余地はそう大きくはなさそうである。

現行の日銀の緩和政策が当面継続することを前提に、企業の資金調達コストの動向を予想すると、国債金利水準は現状比横ばい、前年比2%の物価安定に伴う上昇、あるいは物価下落に応じた低下の3つのシナリオについて、これに連動する企業の資金調達コストは、それぞれ横ばい、上昇、既にⅡ期で体験したプラス圏のボトムを下限とする低下となる。今後の企業の資金調達コストは、上がることはあっても大きく下がることは期待できそうにない。¹⁵

4. 結語

2013年4月の「量的・質的金融緩和」以降、一連の金融緩和政策により、国債の金利体系は、短期のマイナス0.1%を起点に、10年国債でゼロ・パーセント近傍という、ほとんど極限の低位かつフラットなイールドカーブに達した。一方、一般債のイールドカーブは、期間を通じてプラス圏を維持しつつ、Tスプレッドは3年～10年までの期間について、AA格で約0.25%程度を挟む狭い水準に圧縮され、一般債のイールドカーブは国債にほとんど平行となっている。国債、一般債ともに金利の低下、長短金利スプレッドの縮小、Tスプレッドの縮小と、公社債市場において日銀が狙ったリスクプレミアムの吸い上げオペレーションは出尽くした感がある。

一方、4年半の期間中、一般債の利回りや銀行ローン金利のみた企業の資金調達コストの削減幅は、短期・長期を通じて、AA格でせいぜい0.2～0.5程度である。リーマンショック以降、日銀は継続的に金融緩和を実施してきており、「異次元緩和」が開始される時点で、市場は既に潤沢な資金環境と低位な金利体系の下にあった。「異次元緩和」による企業の資金調達コストの削減

幅は、企業の旺盛な事業性の資金需要を追加的に喚起するほどの大きさはなかった。

現在、日銀は市場に短期、長期ともに実質金利ベース・マイナスの資金を供給している。経済は拡大し、景気回復期間は2017年9月時点で58カ月に達し、足下の企業業績は高水準にある。先行きの経済は拡大が予想されている。完全失業率は自然失業率の目途とされる3%を下回った。¹⁶ 金融機関の資本基盤は充実している。消費者物価は既にデフレを脱却し、2015年以降前年比ゼロ%ないし小幅のマイナスで推移してきたが、足下では前年比プラス0.7%¹⁷ となるなど、今後は2019年度の前年比2%へ向けた上昇が予想されている。¹⁸

4年半に及ぶ「異次元緩和」を通じて、日銀は日銀法が金融政策の理念とする「物価の安定と経済の健全な発展」を概ね達成した。今後、2%の物価安定目標に拘って、「異次元緩和」を継続したとしても、追加的な資金調達コストの削減による企業の新たな消費や投資を刺激する効果は多くを期待できない。日銀は2%物価安定目標を見直し、金融調節を「異次元」から平常時の金融調節に戻すための、いわゆる出口戦略に取り掛かる時期に来ている。

以上

〈注〉本稿で触れた日銀の一連の「異次元緩和」の具体的な内容は、日銀の「当面の金融政策運営について」（日銀ホームページ）に公表されている。

① 「量的・質的金融緩和」：「量的・質的金融緩和」の導入について

2013年4月4日

② 「追加緩和」：「量的・質的金融緩和」の拡大

2014年10月31日

③ 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」：「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

2016年1月29日

④ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」：金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」

2016年9月21日

以上

(2017年10月3日)

〈注〉

- ¹ 2013年4月12日 読売国際経済懇話会における黒田東彦総裁講演「量的・質的金融緩和」その4.1「量的・質的金融緩和の効果」（日銀ホームページ）
- ² 用語としての「異次元緩和」は脚注1の総裁講演の「量的にも質的にもこれまでとは次元の違う金融緩和を行うことです」にも使用されている。
- ³ 「一般債」は公社債市場で取引される債券のうち、社債を中心とする国債以外の普通社債をさしている。
- ⁴ 本節の用語の整理は、筆者「量的金融緩和と一般債のリスクプレミアムに関する一考察～欧州ユーロ建て社債市場の実証研究を参考に～」(公財)国際通貨研究所 Newsletter (No21, 2017) 2017.8.25に準じている。
- ⁵ 日本証券業協会 「公社債店頭売買参考値」長期国債、格付マトリクス表 (格付はR&I)より。データは各年3月/9月各20日の複利利回り (%)より筆者作成。期間は2012年3月から2017年9月20日。
- ⁶ 参考期間〈0期 (2012.3~2013.3)〉:「量的・質的金融緩和」開始前のゼロ金利政策と金融資産購入措置を柱とする金融緩和政策が実施されていた期間。
- ⁷ イールドカーブの算定には、各期間平均値を使用している。(図表4、5)
- ⁸ 「長・短プライムレート (主要行)の推移」2001年以降 日銀ホームページ
- ⁹ 「金融経済統計月報 金融1市場金利等 (2)」日銀ホームページ
- ¹⁰ 出所:日本銀行データベース 住宅ローン等の企業以外の借り手を含む約定金利水準である。
- ¹¹ 全国銀行協会「全国銀行の決算の状況 (単体ベース)」2017.6.30企業以外の借り手の貸出金を含む。
- ¹² 財務省 法人企業統計 業種別財務営業比率表、全産業より。
借入金利率:長短借入金、社債、手形割引の負債残高に対する企業が負担した支払利息等の比率
- ¹³ 一般投資家 (保険、信託、年金、企業等)の資金管理は民間銀行等の預金商品であり、ゼロ近傍のプラス運用が可能なので、利回りマイナスの債券を購入する動機はない。一方、銀行等の資金管理は日銀当座預金で行われ、国債は日銀当座預金残高の調整手段でもある。このことが、マイナス金利政策下においては、国債利回りがマイナス圏に低下する一つの要因となる。
- ¹⁴ 銀行等の預金取扱金融機関が自行預金取引先にマイナス金利を課す場合には、一般債の利回りも短期債を中心にマイナス圏に低下する可能性は残されている。
- ¹⁵ 2017年の普通社債発行額は前年比で高い伸びを示している。(1Q、+41.9%、2Q+51.2%)「金融経済月報金融1債券市場規模 (1)発行額/普通社債」(日銀ホームページ)金利低下局面では、投資家は長期ゾーンや一般債の利回りの相対的に高めの債券を買い急ぐ「イールド・サーチ」を通じて金利低下を促進したが、足下のこの動きは、逆に調達コストは現状を底にこれ以上下がらないとみた発行体が、長期資金の調達を前倒して積極化する、いわゆる「逆イールド・サーチ」が始まっている可能性がある。
- ¹⁶ 2017年8月の完全失業率は2.8%である。「総務省統計局 労働力調査」総務省統計局
- ¹⁷ 総務省統計局「消費者物価指数 (全国) 生鮮食品を除く総合 2017年8月分

¹⁸ 実体経済の現状と展望の記述は、日銀「経済・物価情勢の展望」（2017年7月）と内閣府「月例経済報告」（2017年9月）によっている。