

「たった1%」の上昇で (債券相場はバブルだったか)

昨年末から年初にかけて発生した1%の長期金利上昇(=債券相場下落)が齎した大騒ぎは、「たった1%」の金利がいかに重いものであるかを私達に知らしめた。

国の債務(国債)の野放図な拡大と財政投融资勘定での国債引受余力縮小が債券急落の直接的きっかけだったとは云え、長期金利上昇抑制の声が各方面から一斉に湧き上がり、最近では日銀による国債引受という禁じ手まで真剣に議論される始末である。

この「たった1%」の長期金利上昇の衝撃は、1%という金利幅が問題だったのではなく、極限まで買上げてしまった債券相場が反転急落することの恐怖を思い知らせた点にあった。

私が「債券相場はバブルもどき!？」と題したレポートをここで発信したのは、97年4月のことであった。そこから現在までの長期金利の推移を辿って見ると次のようになる。

時期時点	指標銘柄金利	債券先物価格
97年3月末	2.262%	125.9円
97年9月末	1.875%	128.6円
98年3月末	1.580%	130.2円
98年9月末	0.760%	138.9円
99年1月末	1.988%	128.9円

(注:債券先物は10年6%の国債を先日付で取引する市場で、取引量が多く債券指標価格)

当時、国債指標銘柄が、「英国大不況」と「米国大恐慌」時代にしか経験したことのないレベルである2.0%に近づきつつあって、私はこの国債への集中投資(=高価格買入=長期金利低下)に少なからぬ疑問を抱き「バブルもどき」と表現したのであった。

結果的には私などの懐疑をよそに、その後更に1年半余り債券取引ラリーは続けられ、債券先物は昨年10月に139円の水準まで買われたのである。正に世界経済史上類例のない未踏の水準まで債券価格は上昇(金利は低下)した。

そして、昨年12月後半「国庫に金がない」ことを材料に突然長期金利が反転上昇した。数日間で1%上昇し、10年物債券価格は約10円値下りした。当然とは云え、大量の債券を保有する金融機関は顔色を失い、抱えた債券を売りに廻った。

一寸判りづらいかも知れないが、国債などの債券を保有するリスクは想像以上に大きい。10年物債券の金利1%は価格に換算すると約10円に該当する。金利が1%上昇すると、保有する10年物債券の価格が10円程値下りすることになる。「たった1%」の上昇が10年物債券の価値を10%落すのである。尤も、保有する債券は多種多様で償還までの期間は一般的に5年前後と推測されるが、それでも「たった1%」が機関投資家の顔色を蒼ざめさせたのである。

実は、我が国の金融機関は長期金利低下の過程(債券相場の上昇過程)で膨大な利益を実現してきた。ここ数年の有価証券報告書はそれを如実に物語っているが、不良債権償却で体力の疲弊した金融機関はかなりの利益を債券から得てきた。前記の表をもう一度見て欲しい。私が「バブルもどき」と表現した97年3月と98年9月の債券先物価格差は13円もある。「バブルもどき」の97年3月に国債を100円買って、98年9月にそれを売れば13円程度のキャピタル・ゲインを得ることが出来たのだ。金利収入は僅か2%だが、キャピタルで13%の収入となったのである。

勿論そんな相場上手な人は殆どいないからディーリングで儲けた部分は少ないだろう。だが保有する債券が大きく値上がりし、それを売って利益を得ることが可能だったのである。

長期金利を1%割れまで買い進んでしまった我が国の債券市場は、ある意味では「これ以上値段をつけようもない水準」まで買い進めてしまった。この水準は、例えて云えば89年末日経平均が38,915円に達した東京株式市場同様の水準とも云え、東京株式市場がバブルだったとすれば今回の債券市場もバブルだったと云っても差し支えないように思われる。

何時の時代でも、何処の世界でもそうであるが、バブルからの帰り道はつらく厳しい。「たった1%」でこの状況である。これが3%、5%になったらどんな現象が起こるだろうか?5%になれば金利1%10年国債価格は60円程度となる。更にこれから30円の価格下落であるが、この下落に耐えられるのだろうか?

我が国の経済政策が、しかし国債価格の下落(金利上昇)に向かって打たれているように見えるのは、私だけではないと思う。