

国債先物と共に歩んだマーケット人生 30 年 —— 「2つのコクサイ化」、「麻醉状態」から「炭鉱のカナリア」へ

みずほ総合研究所 チーフエコノミスト

高田 創

1985 年、激動のなかで開始された国債先物

2015年10月に日本国債先物は30周年を迎える。筆者の社会人人生は1982年に銀行に入ったことに始まるが、その年に、日本国債の銀行の店舗での窓販が開始され新たな時代の幕開けになった。その後、1985年、日本国債先物が開始された時期に前後し、当時、国債先物を扱う新設の市場部門に配属された。それゆえ、振り返って筆者の人生はまさに国債先物とともに歩んできたように思える。日本国債先物が開始された1980年代半ばの金融市場は、「2つのコクサイ化」の時代と称された。すなわち、「コクサイ化」、「国債化」と「国際化」が同時に進む日本の金融市場の大転換点であった。1980年代後半に向けたバブル経済に向かう時期でもあっただけに、市場は高揚感に溢れていた。

1980年代の金融市場は金融の自由化の進展のなか、市場化が急速に進む転換点であった。それは、1970年代に為替の自由化が生じ、米国では金融革命ともされる金融自由化が進む潮流が、1980年代には米国からの外圧も含め日本に押し寄せる大きな転換でもあった。なかでも1985年10月の時期はまさに激動の時期だった。国債先物が開始される直前の9月22日に歴史的なプラザ合意が結ばれ、為替の大幅な円高への転機となった。その結果、日銀は異例な短期金利の高め誘導に踏み切ったことが、開始直後の国債先物市場を直撃したことも衝撃的だった。

80 年代「2つのコクサイ化」と国債先物

筆者が銀行に入った1980年代初を振り返ると、銀行の市場業務といえば外国為替が細々と行われている程度だった。丁度、1980年代半ばに英国留学から戻った筆者が配属されたのは、まさに日本国債のトレーディングセクションであり、それは丁度、国債先物が始まった頃だった。先に「2つのコクサイ化」としたが、金融機関は、まず、「国際化」としてグローバルに展開することが求められ、日本の金融機関は地域金融機関も含めて一斉に海外に拠点を開設するに至った。同時に、2番目の「コクサイ化」として日本国債を中心に公共債売買が銀行にも認められ、銀行は地域金融機関も含め東京の拠点を中心に、日本国債の売買を行うセクションが創設された。今日、日本の金融機関の経営層は何らかの形で、当時の2つの潮流の洗礼を受けてきたのではないか。当時の金融界の高揚は、今日まで人材面でのレガシーを残している。国債先物は当時の金融拡張の潮流の象徴の一つでもあり、投機的売買も加わって急速な拡大の時期だった。東京市場は国債先物取引高の点でも世界有数の金融センターとして注目される

存在に躍り出た。

90年代こそ本当の「2つのコクサイ化」だった

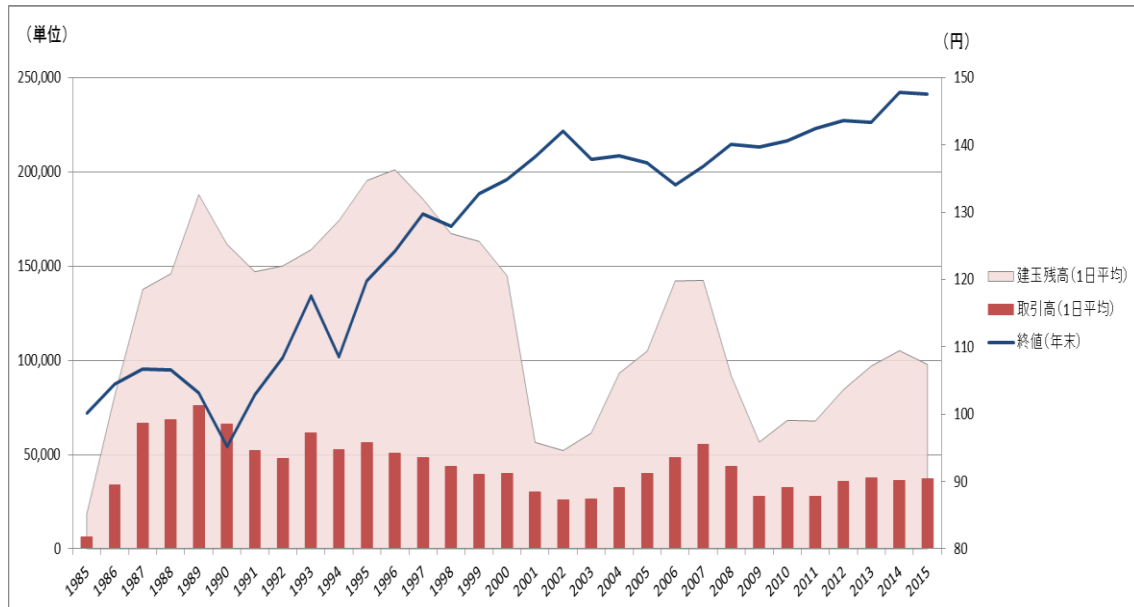
それでは、「2つのコクサイ化」はその後どうなったか。1990年代になり、日本経済のバブルが弾け、銀行を中心とした金融機関はそれまでの反省を含めて業務分野のリストラとともに「本業回帰」路線を志向する。その過程で、国際部門を縮小し、同時に市場業務の国債部門も縮小し、「2つのコクサイ化」受難の時代を迎える。地域金融機関の多くは、海外拠点を閉鎖し、東京のトレーディング業務から撤退して地元に戻り、国際部門と市場部門を合わせて証券国際部を作るリストラ的な動きが続いた。同時に、1980年代の国際業務、市場業務の高揚感は大きく低下した。当時、筆者もこうした流れのなか、本業を重視するとの掛け声のなか貸出資産を精査する審査分野に異動になった。

しかし、皮肉にも日本の金融界の動きとは逆に、現実の世界は一段と「2つのコクサイ化」が進展した。金融機関を横目に、日本企業は日本の内需停滞のなかで積極的な国際化、さらに現地化を進めた。それは90年代の急速な円高で一層拍車がかかった。一方、金融機関のなかでは、本業重視の掛け声ながらも貸出の伸びはマイナスに転じ、金融機関の収益を支えたのはむしろ市場部門であり、国債の保有残高を大幅に積み増すことによって収益を確保した。実は、90年代以降こそ、世の中は「2つのコクサイ化」に向かい、海外と市場部門を重視する時代になっていた。経済の屈折に対し国債が大量に発行されるなかで国債先物の機能も一層重視された時期だった。同時に、海外からの市場参加者が増大することで国債先物の研究も進み理論的にも債券市場のなかで市場の効率化が進んだ時期だった。

2000年代以降、市場機能抑制の「麻酔」がかかった時代に

図表は日本の長期国債先物の取引を示すものだ。1985年に開始された国債先物は1980年代後半にかけて急速な拡大を示し、こうしたトレンドは1990年代半ばまで続いた。ただし、1990年代後半には売買水準が低下し、2000年代以降は2000年代半ばを除き伸び悩んだ状況にある。それは、日銀のゼロ金利政策や大量の国債購入も含め、長期国債の水準が中央銀行によって人為的に低位な水準に抑えられる金融抑圧(ファイナンシャル リプレッション)によるものだ。こうしたなかでは、金利を中心とした市場機能は自ずと低下し、さながら市場に「麻酔」がかけられたかの状況にある。国債先物の売買高の停滞もそうした影響を多分に受けている。

■図表: 日本の長期国債先物取引推移



(資料) 東京証券取引所

国債先物市場は「炭鉱のカナリア」だ

今日、国債市場は人為的金融抑圧で市場機能に「麻酔」がかけられたかの状況にある。それだけに、先物市場の拡大も抑制された状況にある。ここでの「麻酔」はその間に、バブル崩壊後に落ち込んだ、デフレ均衡に捕えられた日本経済のマインドを前向きにする「手術」を行うためのものだ。しかし、本来、日本国債市場は日本の国債の発行量からみても世界最大規模にあるだけに、そこで国債先物を用いることも重要性は一段と増している。経済が長いトンネルを抜け出し、「麻酔」が切れる兆しが生じれば、再び大量の国債先物の活用が生じる。国債先物市場は市場機能の復活を占う「炭鉱のカナリア」の役目を果たす可能性をもつ。

それは、同時に日本経済復活に向けた手術期間に目途が付くことも意味するものだ。そこで債券先物は単なる投機的なものではなく、国債市場と一体として市場効率性を高めるものだ。国債先物30年の歴史は筆者のマーケット人生であったが、同時に、それは日本の金融の盛衰、さらには日本経済全体の盛衰の歴史そのものでもあった。

今回、国債先物30周年を祝うと同時に、今後、国債先物が自由な動きを取り戻す「炭鉱のカナリア」として、日本経済が長い冬のトンネルを抜ける大きな飛躍を期待したい。同時に日本の金融市場が世界の金融センターの一つとして復活することを強く祈念したい。

以上