

金融システムの複合的リスク：国債市場における脆弱性

主任研究員 伊勢 友理

供給ショックの頻発化などに伴う財政支出の拡大や、金融市場を取り巻く環境変化を背景に、各国の国債市場では需給両面から負荷が掛かりやすい状況になっている。本稿では国債市場を中心に、金融システムに内在するリスクを3つに整理し、その相互作用について概観する。

①政府債務残高の増大、国債の保有者構成の変化に伴うリスク

主要国の政府債務残高GDP比は、パンデミックやロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー高などへの対応に加え、社会保障費や防衛費の増大などの構造的要因を背景に高止まりしている。財政リスクが意識されることでタームプレミアムは押し上げられ、長期金利に上昇圧力が生じている。タームプレミアムが拡大する中、主要国は新規国債の発行で短期債の比重を高めているが、インフレ下では、借換頻度の高い短期債は利払い費の増加を通じて債務負担を増大させる懸念がある。

また、中央銀行は金融政策の正常化を進める中でバランスシートを縮小させており、このことも国債利回りの上昇圧力となっている。中央銀行に代わる国債保有者として、特にノンバンク金融仲介機関（NBF）が存在感を増し、国債は従前よりも市場センチメントの影響を受けやすくなっている。

②NBFの急拡大に伴うリスク

NBF（注）は、世界金融危機後に銀行規制が強化される中、銀行の機能を代替・補完する形で拡大してきた。このことは政府や企業の資金調達手段の多様化に寄与してきた一方、金融安定上のリスクも生み出した。具体的には、NBFの中には高レバレッジの主体もあり、平時には流動性供給を担う一方、危機時には市場変動を増幅させる可能性がある。特にヘッジファンドは、国債と関連デリバティブ間の僅かな価格差を利用して利益を追求するため、レポ市場で巨額の資金を調達し、最大で200倍もの高レバレッジを効かせて国債市場で大規模なポジションを構築している。こうしたポジションは、価格の急変動でマージンコール（追加証拠金要求）が生じれば解消を余儀なくされ、それがさらに価格変動を増幅させ新たなポジション解消を促すという連鎖を生じさせるケースがある。実際、2025年4月のトランプ米大統領による相互関税の発表後に、ヘッジファンドのポジション解消が米国債売りを増幅させたことは記憶に新しい。

また、NBFはレポ市場での取引などを通じて銀行から資金供給を受けており、銀行のNBF向けエクスポージャーは拡大を続けている。このため、NBFにストレスが生じれば、銀行のリスク許容度は低下し、金融仲介機能を阻害する可能性もある。（注）NBFには、保険会社、年金基金、ファイナンス会社のほか、その他金融仲介機関（マネー・マーケット・ファンド（MMF）、ヘッジファンド、プライベートクレジットなど）が含まれる。近年、流動性やレバレッジなどの観点からリスクが高いとされるプライベートクレジットやヘッジファンドなどの成長が著しい。

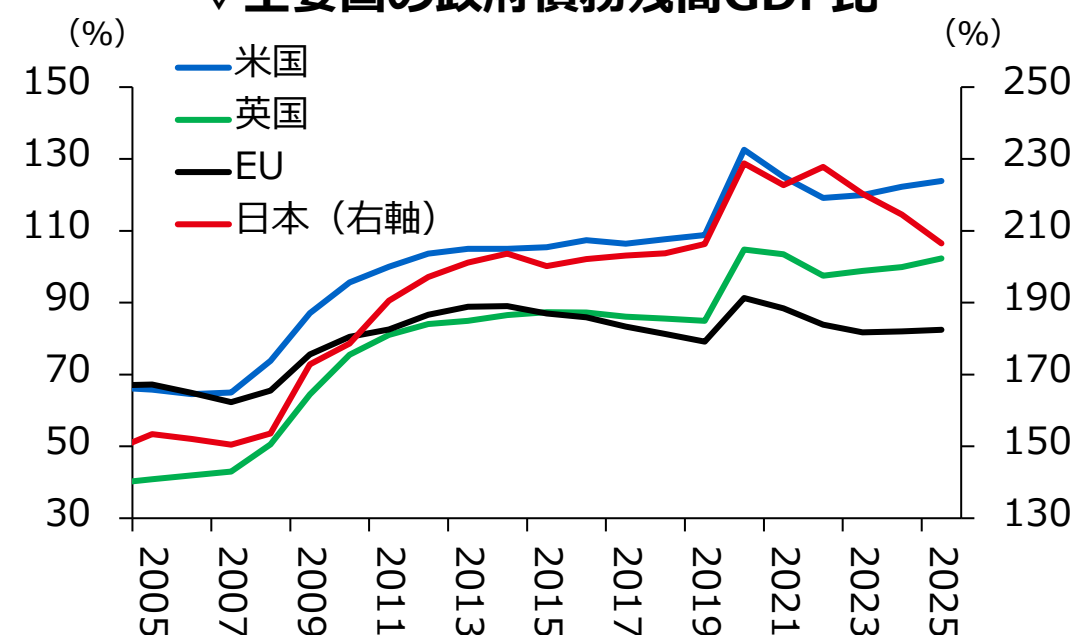
③金融規制・監督の不足に伴うリスク

NBFは銀行に比べ大幅に緩い監督・規制のもとにある一方、多様な金融取引を行っていることから正確なデータ把握が難しい。銀行とNBFの相互連関が強まる一方で、銀行とNBFの両者を横断的に捉えたリスク管理やストレステストが十分ではなく、システムリスクの評価を困難にしている。現時点でNBFに対するレバレッジ規制や資本規制などの包括的な枠組みは十分に整備されていない。

国債利回りの上昇は他の資産クラスの要求利回りを引き上げる

上記3つのリスクの相互作用、すなわち拡大する国債市場においてNBFの存在感が一段と増す中で、レバレッジ規制や監督の不足は、国債市場の潜在的な不安定要因だ。国債は安全資産の位置付けだが、その利回り上昇はあらゆる資産クラスへの要求利回りを引き上げる。今後の金利動向をみるうえで、国別の国債保有状況、投資スタイルなど市場の特異性にも着目する必要がある。

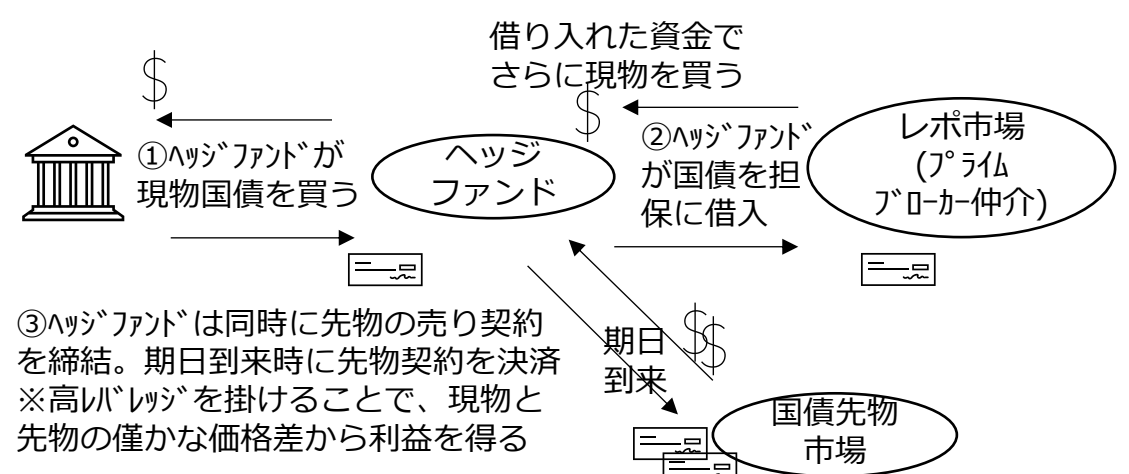
▽主要国の政府債務残高GDP比



(出所) IMF

▽ヘッジファンドの取引例：ベース取引

※米国債の先物は、現物国債に対して割高で取引されることが多い（先物は少額の証拠金で購入でき、レバレッジを掛けやすいため）



(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

(執筆者プロフィール)

伊勢 友理 (Yuri Ise)

ISE-Y@marubeni.com

主任研究員

研究分野：マクロ経済、日本、原油・ガス

日系金融機関を経て、2021年から丸紅経済研究所。2024年から25年に日本経済研究センターに出向（マクロ経済モデル、時系列データ・パネルデータ分析）。現在は主に日本の政治・経済、原油・ガスを担当。東京大学経済学部卒業。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。