

投資家保有構造から考える日本国債の安定性

西尾圭一郎

1 はじめに

現在、わが国では黒田日銀総裁のいわゆる「異次元緩和」によって、日本銀行による大量の国債購入が行われている。その影響から長期金利のボラティリティが上昇し、国債市場の動向が注視されている。この現象は目先の国債取引に関する問題である。しかし、長期的に考えると日本国債のより多くの消化が可能になることから、政府債務の累積による国債への信認問題が生じる可能性は高い。

このような国家の債務問題は、わが国だけに限った問題ではない。ギリシャの財政問題に端を発する欧州債務危機にみられるように、欧州各国でも国家の債務問題は焦眉の急である。また世界最大の政府債務残高を有するアメリカでも同様である。

意外なことに、国債残高の累積度合いで見ると、この一〇年間に關しては対GDP比でみた国債残高の上昇が生じているのは途上国ではなく先進国なのである。図1は先進国、途上国、アメリカ、日本の国債残高の対GDP比を示したグラフである。二〇〇三年時点では、先進国の国債残高はGDP比で七五・五%であったものが二〇一二年には一〇九・三%へと上昇している。対して二〇〇三年時点の途上国の国債残高はGDP比で四九・六%であったが、二〇一二年には三四・七%へと減少しており、その変化は対照的である。かつては途上国で問題となることが多かった累積債務問題は先進国のものとなっているのである。その中において日本の状況は際立

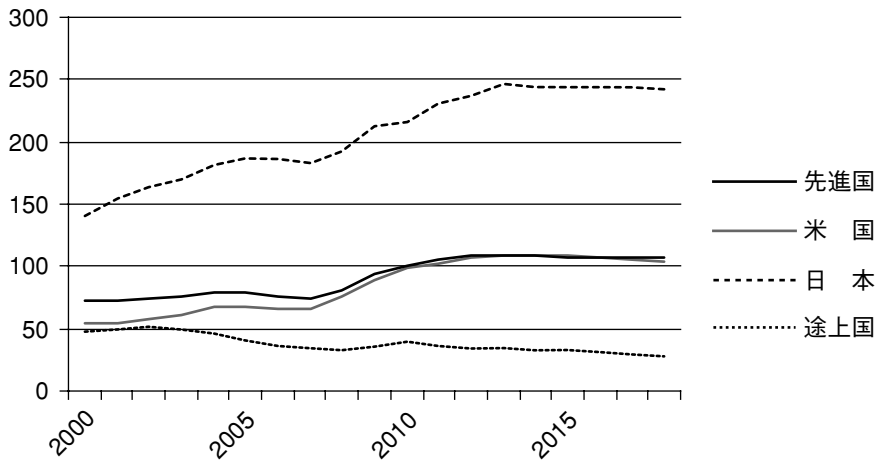
っており、二〇〇三年時点でもGDP比一六九・六％と群を抜いていたが、二〇一二年には二三七・九％と更なる上昇をみせており、世界でも類をみない規模となっている。

しかし、世界全体でも群を抜いて大きな累積債務にもかかわらず、日本では南欧諸国のような債務危機は生じていない。二〇〇九年には日本の公債発行額は一般会計収を上回っており、⁽¹⁾ それに加えて近年の「異次元緩和」が更なる不安材料として議論を呼んでいる状況である。それにもかかわらず日本では国債市場を通じて金融危機は生じておらず、長期国債の金利も一％前後でとどまっている。

日本国債の安定性については国内だけでなく海外でも高い関心をもたれている。従来からの海外の見解は、とりわけIMF関係者などから国際会議の場などにおいてなされているように、日本の債務残高と財政構造の危険性に関して言及されることが多かった。ところが、欧州で危機が生じる一方で日本では危機が生じないという状況において、海外でも従来とは異なる意見もみられるようになってきた。

そこで本稿では、まだ少数ではあるものの海外で生じてきた、

図1 国債残高の対GDP比 (%)



(出所) IMF, WEO Databaseより作成。

日本国債のリスクについて危険視一辺倒ではない見解を紹介しつつ、日本の国債問題について整理・検討を試みる。

2 日本の財政問題に関するこれまでの議論

ここでは現在の日本国債の累積に関する内外の見解を整理し、日本国債に関する一般の認識を確認しよう。

二〇一三年四月四日、日銀の黒田総裁によって日本経済の復活を支えるための異次元の金融緩和が発表された。その異次元緩和は日銀による国債購入額の大幅な増加によって実現されるため、成長戦略の三本の矢の一つとして位置付けられると同時に、日本国債の大量消化を可能とする措置でもあった。そのため賛否は分かれることになるが、海外の格付機関の反応は冷静であった。

S & Pは日本国債を格下げする可能性を三分の一以上とし、その理由として経済成長の回復とデフレの終息が成功するかどうか不確実であることをあげている。また、ムーディーズは日銀の緩和策について、「この規模の金融緩和はまだ試されておらず、意図されたポジティブなマクロ経済効果を上げるための日銀の政策の有効性およびスケジュールがともに不透明⁽³⁾」であるとし、構造改革が実施されるまでの時間稼ぎだと指摘している。

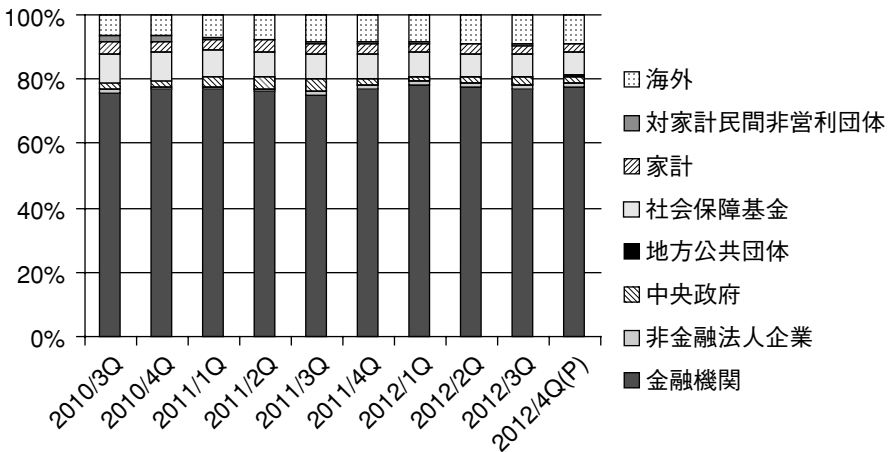
また二〇一三年四月のIMFのFiscal Monitor⁽⁴⁾は、世界最大の債務国であるアメリカと並んで日本もまたその債務残高の大きさが問題視され、両国ともに「中期的に債務比率を引き下げる明快で信頼に足るプランが不足している⁽⁴⁾」と指摘されている。

このように海外の見解は全体的に日本の債務残高の大きさについての警鐘が中心となつている。しかしここでは、現状で日本国債の市場で危機が生じていない点についてはほとんど言及されおらず、その市場構造や危

機が生じていない要因などの分析はあまり行われていないとはいえない。以前より海外からの指摘はそのようなスタンスで発せられており、二〇〇二年にムーディーズによる国債格付引き下げが行われた際に、財務省が「単純に政府債務のGDP比率等を引き合いにして特定の格付水準の結論を出し」、「巨額の国内貯蓄の存在」という強みを過小評価⁽⁵⁾しているといった反論を行っていたころから大筋変わっていないとができるだろう。実際に、わが国の国債保有者について整理した図2をみると、海外保有の比率は一〇%程度にとどまっております世界的にみても極めて低い。

これに対して井堀（二〇一二）では、現在の国債市場について、日銀の低金利政策が長期間継続していること、家計部門の資産や企業の内部留保を背景として国内金融機関を中心とする国内保有割合が高い水準で安定していたこと、そして長期にわたる経常収支黒字の維持といった点が国債市場の低利での安定を支えてきたとしている⁽⁶⁾。しかし、近年の財政状況を鑑みると、今後はわが国の国債市場を安定・持続的なものとするためには、財政赤字を削減し、新規国債発行額を抑制することや財政再建に向けたビジョンの提示、そして海外投資家なども念頭に置いた国債保有者層の

図2 わが国の国債保有構造



(出所) 日本銀行ウェブサイト「資金循環統計」より作成。

多様化を考える必要があると指摘している。⁽⁷⁾

また中島(二〇一二)では、わが国の国債相場が安定的である理由については上述したような通説を整理したうえで、それらのみでは現在の国債市場の安定を説明するには不十分であり、最終的にはわが国の担税力がその信認をカバーしていると分析している。そのためこれからの国債市場の安定性のためには、財政再建の明確な青写真が必要となってくると指摘される。

このように、わが国では長期的な財政再建の必要性について論じられつつも、その構造的要因等から国債市場の安定性については一定の理解がなされている。実際に、長期にわたって日本国債の破たんの可能性が指摘されているにもかかわらず、未だ国債市場が安定的であるということもまた現実である。しかし海外の、とりわけIMF等の国際機関からはこれまでそういった視点はあまりみられず、債務残高が累積した状況での国債市場の危険性を指摘する声がほとんどであった。

3 国債の投資家保有構造によるリスク分析

このように、主に海外を中心に債務残高の大きさから日本国債のリスクは指摘されがちであるが、近年、実際に国債市場が危機的状況に陥ったのは債務残高の大きい日本およびアメリカではなく南欧諸国の国債市場であった。そのことを受け、単なる債務残高の大きさと異なる視点から国債市場のリスク分析を行うべきだという見解が海外でもみられるようになった。

IMFのワーキングペーパーとして発表されたArsanalp and Tsuda (2012)では、近年の欧州債務危機をきっかけに、ここ一〇年で国債の海外投資家保有比率が全世界的に上昇していることに注目し、投資家の保有構造に注

目した国債市場のリスク把握が重要であると述べられている。ここでは突然の資金流出やリファイナンスのリスクという視点から、先進国の国債保有構造と海外依存について分析を行う必要があると指摘されている。

その指摘は、日本国債について海外から常になされてきた、債務残高の大きさに重きを置いた危険性の言及とはニュアンスが異なっており、海外による国債市場のリスクと安全性の分析に関して新たな視点を提供する可能性がある。そこで以下では彼らの議論を整理し、国債市場の抱えるリスクについて再検討する。

Arslanalp and Tsuda (2012)は海外投資家の参入（＝比率上昇）の影響の一つとしてリファイナンスのリスク上昇を指摘する。海外投資家は国内投資家と比較すると、ソブリン危機時にロールオーバーを行わないという決定を下しやすい。そのため海外投資家比率の増加は国債市場においても突然の資金流出を生じさせる可能性が高まる。

実際、南欧の債務危機が発生した二〇〇八年以降には、海外投資家はポートフォリオに占める南欧系国債の比率を下げ、伝統的準備通貨国の国債（英、米、スイス、日本）の比率を上昇させており、国債市場からの突然の資金流出を生じさせることで南欧諸国の国債金利を急騰させる一因となった。

また海外投資家の増加は、突然の資金流出が生じた際に国内の金融システムへも大きな影響を及ぼすこととなる点も指摘されている。南欧諸国の債務危機時に生じた海外投資家による国債の売却に対し、売却された国債を購入したのは国内（当該国）の銀行であった。特に危機の生じた南欧諸国ではその傾向が強くみられた。その要因は不明であるとしているが、国内の銀行は国債を通じた資金流出のバッファーとして機能していた。

しかし、国内銀行のこの行動は一時的な国債売却による市場の混乱の吸収という機能を発揮しているが、同時に国内金融システムに新たな不安要素を作り出すことにもなる。国内銀行は海外投資家が当該国の国債を売却す

る際に、その買い手となる。その行動は国債市場を支える力となるが、銀行のバランスシートに占める国債比率を上昇させる。海外投資家による国債売却の動きが一時的、あるいは局所的であればよいが、国債市場を通じた海外資金の流出が続くようであれば、更なる国債価格の下落圧力となる。それは資産に占める国債比率を上昇させた国内銀行のバランスシートを悪化させることにもなる。国債の信認低下が今度は銀行の信認低下へとつながるのである。

バランスシートの棄損によって銀行の信認が低下し、金融システムに不安が生じた場合、政府は銀行を援助することで金融システムの安定性を維持しなければならなくなる。しかし政府による銀行支援は財政支出となるため、国家財政に悪影響を与えることになる。そしてそのことが更なる国債価格の下落圧力となる。

このように国内銀行が自国債を過度に保有する場合、国債市場が不安定になった場合に急激に金融システムの安定性を損ねることになる。国内銀行は海外投資家による国債の売却に対するバッファとなりうるが、それは政府―銀行の関係を相互依存的に緊密化してしまい、最終的には金融システムの安定性に対するリスクともなりうる。

このような問題は、国債のリスクを考える際に、従来のように累積債務によるデフォルトのリスクを中心とする考え方ではなく、突然の資金流出に直面することによって生じるリスクを考える必要性が高まっていることを示す。そこで彼らは突然の資金流出によって生じる国債市場の不安定性に関するリスクを評価する必要があるとし、そのリスクを測るための新しい指標の検討を提案している。

彼らの提案する指標の一つはFSS (Sovereign Funding Shock Scenarios) といひ、国債市場で資金流出が生じた際、それぞれの国がどの程度国債市場の安定性を維持することが出来るかという可能性を示す指標である。

言い換えれば、FSSはその国が資本流出に対して強いか、弱いかを示す。これは上述したように、海外投資家による国債売却が生じた場合に国内の銀行がどの程度バッファーとして機能しうるか、その余力をみることで国債市場で資金流出が生じた際の安全性を測る指標であるが、ここでは南欧を中心として多くのユーロ圏諸国が高リスクの状態にあると指摘されている。

また、I R I (Investor base Risk Index) という指標も提案されている。これは投資家の行動によって突然資金流出が生じる可能性の高さを示す。この指標は国債市場における投資家を、海外銀行、海外非銀行、海外中央銀行、国内銀行、国内非銀行、国内中央銀行の六つに分類し、国債価格が下落する際のそれら投資家の市場での行動(資金流出の危険性)をスコア化した数値とかけあわせることで、国債価格下落時の危険度を求めたものである。⁽⁸⁾ 各国のI R Iは表1のようになっていたが、この表によるとユーロ圏は危機以前から既に高いリスクが存在しており、危機の発生自体は予見し得たことがわかる。

4 国債市場のリスク評価と今後の日本国債を巡るシナリオ

Arslanalp and Tsuda (2012)では、新しい国債市場のリスク指標を用いることで南欧諸国の危機が予測できたかどうかということに力点が置かれている。彼らの作成した指標に基づく南欧諸国は極めてリスクが高い状況にあったことが指摘される。では、日本についてはどのような評価となるのであろうか。

FSSをみると日本の国債市場は突然の資金の逆流にはあまり強くない可能性が指摘される。仮に海外投資家が保有する日本国債の三〇%を売却する規模の資金流出が生じた場合に、日本の金融システムを安定させるために国内銀行が追加で購入を求められる国債は銀行の資産残高の三%程度である。これはフランスと同程度の水準

であり、分析対象となつてい
る先進国二一カ国中一〇位で
あった。この点から考えると
危険性は低いといえる。

ただし日本の銀行部門の資
産に占める国債比率は二五％
弱であり、先進国中最大の数
値となっているため、銀行部
門の吸収余力には疑問符が付
けられる。その点を考慮する
と、日本は突然に、大量の資
本流出が生じるといふ状況で
は国債市場の機能不全が起こ
りうるといえるだろう。この
予想は海外から指摘され続け
てきた累積債務問題より生じ
る国債市場のリスクという話
を裏付けるものとなる。

表1 先進諸国のIRI指数

	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4
ユーロ圏																
オーストリア	67	67	65	64	64	64	64	65	63	62	61	61	60	60	60	58
ベルギー	55	54	54	57	57	56	56	54	55	53	54	53	53	52	52	49
フィンランド	53	56	56	60	64	59	63	64	63	62	62	60	60	61	62	63
フランス	47	47	48	49	49	48	47	46	46	46	44	42	41	42	41	39
ドイツ	32	31	32	33	36	36	37	36	35	34	36	37	36	38	40	40
ギリシャ	71	70	72	70	69	71	74	75	73							
アイルランド	23	29	34	38	42	47	51	54	55	49	51					
イタリア	48	49	48	47	48	48	49	48	49	50	50	50	50	50	48	44
オランダ	44	43	43	50	52	48	49	47	45	42	42	40	37	36	34	32
ポルトガル	60	60	61	62	62	63	61	62	62	60	62	60	59			
スロベニア	53	52	52	50	50	54	57	57	64	63	62	61	67	68	66	60
スペイン	44	44	44	44	44	44	46	47	48	46	47	46	44	44	42	39
非ユーロ圏																
オーストラリア	19	19	19	19	19	19	18	19	19	18	19	19	18	19	20	21
カナダ	29	29	29	29	30	31	28	29	28	29	29	28	28	28	29	29
チェコ	39	42	41	38	36	37	37	40	40	40	42	43	42	43	42	39
デンマーク	34	34	32	36	35	36	32	29	28	28	30	30	33	32	34	30
日本	22	22	23	22	22	22	22	22	21	21	22	22	22	22	23	23
韓国	25	25	23	22	21	20	21	22	22	23	24	24	25	25	25	25
ニュージーランド	52	53	51	52	51	52	51	48	49	49	52	53	56	56	56	55
ノルウェー	31	30	29	26	27	27	28	31	31	33	34	33	30	30	30	25
スウェーデン	31	30	28	29	29	34	34	30	33	29	31	31	28	28	30	32
スイス	24	24	24	22	21	21	21	22	22	22	22	21	23	23	24	23
イギリス	19	20	21	21	23	21	19	19	19	22	22	24	23	23	25	25
アメリカ	24	23	24	25	25	22	22	23	24	22	23	23	22	22	22	22

(出所) Arslanalp and Tsuda (2012), p.42.

(注) 原資料では危険度が5段階に区切られたうえ、カラーで色分けされている。ここでは以下のように整理している。

危険度の高さ: **太字** > **太字** > **細字** > **太字** > **細字**

しかし、そのような大量の資本流出が生じる可能性という点に着目すると、国債市場の安定性についてはまた別の様相がみえてくる。急激な資本流出の発生可能性を示す指標であるIRIについてみてみよう。表1を再度みてみると、日本のIRIの数値は極めて低く、先進国中でもトップクラスの安定性を示している。

このことは現在の日本の国債市場の構造について以下のような評価を示すことになる。日本では、ひとたび海外への資金流出危機が生じた際には国内の銀行による国債購入の余力は小さく、国債市場の混乱を收拾することが出来るかどうか、疑問が残る。しかし、そもそも国債市場からの急激な資金流出自体が起こる可能性は極めて低く、現時点をみる限り日本の国債市場は安定的であるということが出来る。

この分析結果は、一見するとIMFの理事たちなどから国際会議等で繰り返し発せられる日本国債に関する警告とは異なった評価であるようにみえる。その違いはどのように考えればよいだろうか。

それは一言でいえば焦点をどこに置いているのか、という違いであろう。さらにいえば長期的な視点からのリスクと、短期的なリスクの違いである。国際会議の場等で指摘される日本国債のリスクは財政の健全性から指摘されるものであり、日本の財政構造が改善され累積債務の増大が止まらない限りいつしか実現しうる問題である。ただし危機的状況がいつ発生するのか、現在すぐにも発生するかどうかという点については何ら指摘するものではない。

それに対しArslanalp and Tsuda (2012)で提示されたフレームワークからみることで日本の国債市場のリスクは、現在の国債市場における投資家の保有構造であれば、短期的ショックによる危機的状況の発生可能性という意味では危険性は小さいと考えられる。つまり、危機的状況になる蓋然性と危機的状況になった際の危険性の大きさという違いとなって表れるのである。

この違いこそが、海外から発せられる日本国債に対するリスクの指摘と国内においてみられる日本国債の安定性に対する見解とが食い違いとなつて表れる原因であると考えることが出来るのである。

では、この食い違いはどのような形で収束すると考えられるだろうか。現在の市場における国債保有構造が継続するようであれば、危機が生じる可能性は低いということが出来るだろう。ただし、この構造が永久に続く保証はない。日本の財政赤字が拡大し、国債発行額が増大したときに、国内の投資家による国債保有にはいつしか限界が来るだろう。そうなれば、国債消化を海外投資家に頼らざるをえなくなる。その時には投資家の保有構造が、現在よりも危機的な状況へと変化する。

資金流出の発生可能性が高まった状況において、現在のように債務残高が大きく、国債市場での急な資金流出に国内の投資家に対応できない状況であれば、海外から指摘され続けているように日本国債のリスクが顕在化することになるだろう。

5 おわりに——足もとで生じていること、生じうること

黒田日銀総裁による異次元の金融緩和の発表を受けて、日本の国債市場は一時的にボラティリティが上昇した。一〇年物国債の利回りは四月五日に一時、〇・三一五まで急激に低下し、その後急上昇し五月二三日には一%を超えるようになるなど、市場は大きな混乱に見舞われた。

実質金利 \parallel 名目金利 \perp 期待インフレ率というフィッシャー方程式があてはまると考えるならば、金融緩和は実質金利の低下をもたらすはずであり、名目金利が上昇していることは期待インフレ率が向上していると考えられる。

日銀がこのままインフレ期待を醸成することを目指すのであれば、四月以降にみられたように名目金利が上昇していく可能性は否定できない。金利上昇リスクが現実のものとなりつつあるのである。このことは、国債のファイナンスの問題や財政の健全性に対する信認に影響を与えることになるだろう。四月以降の新聞報道等を見ると、国債保有者も急激な市場の変化に驚いている様子が垣間みえた。現在のところ、市場での動きは一時的なパニックにとどまっていると考えることができそうであり、市場において大幅な国債保有構造の変化が生じているわけではないだろう。しかし、将来にわたって国債市場の投資家保有構造に変化が生じないと言い切ることなどできない。

国内投資家の国債保有余力が低下するにもかかわらず、国債発行額が増加し続けるようであれば危機の危険性は高い。そのような中で国債の海外投資家保有比率を高めようという議論も行われているが、これは危険なことではないだろうか。仮に将来的に国内で国債が消化できないような状況が生じるとして、それを海外で消化してもらうという発想ではなく、そのような状況になってしまった国家の資金調達を持続可能性について再考するような議論をこそ優先すべきではないだろうか。Arslanalp and Tsuda (2012)で試論的に展開されたフレームワークは、あらためて日本国債のあり方について考える一つの材料とすることができるだろう。

注

- (1) 財務省ウェブページ (http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/003.htm)。
- (2) <http://www.reuters.com/article/2013/04/23/japan-sp-idUSL3N0DA0IID20130423>。
- (3) <http://jp.reuters.com/article/topNews/idPTYE93701Q20130408>。

- (4) IMF (2013), *Fiscal Monitor, April 2013*, pp. vii-viii.
- (5) 財務省ウェブページ (http://www.mof.go.jp/about_mof/other/other/rating/index.htm)。
- (6) 井堀 (二〇一三)、七ページおよび一五ページ。
- (7) 井堀 (二〇一三)、一三〜一七ページ。
- (8) 資金流出の可能性を示すスコアは以下の通り。海外非銀行Ⅱ一〇〇、海外銀行Ⅱ八七、海外中央銀行Ⅱ一四、国内非銀行Ⅱ一六、国内銀行Ⅱ二六、国内中央銀行Ⅱ〇となっており、このリスクスコアを国債市場における投資家の保有比率とかけ合わせることでIRIを算出している。

参考文献

- ・井堀利宏 (二〇一三)「国債市場の持続可能性」井堀利宏編『国債市場の持続可能性』金融調査研究会、一〜一七ページ。
- ・中島将隆 (二〇一三)「日本の国債相場を支えているものは何か」『証研レポート』No. 一六七三、一三三〜三三七ページ。
- ・Avtanalanp S. and T. Tsuda (2012), "Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt," IMF Working Paper, WP/12/284.
- ・IMF, *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, April 2013.

※本稿は二〇一二年度松山大学国内研究の成果の一部でもある。記して謝意を表したい。また、現在研究員として所属している神戸大学での資料の利用等が助けとなった成果でもあり、こちらについても謝意を表したい。

(にしお けいいちろう・客員研究員)