

バブル崩壊以降の国債累増・国債保有構造と 国内銀行の国債保有

勝 田 佳 裕

要 旨

本稿では、バブル崩壊以降の国債累増過程と国債保有構造の変化を確認した上で、国内銀行の国債保有状況を比較検討した。

まず、バブル崩壊以降の国債累増過程を概観した。2005年度から2007年度までの期間を除き、基本的に新規国債発行額は増加傾向にあり、国債残高は累増している。次に、バブル崩壊以降の国債保有構造の変化を概観した。増加を続けてきた国内銀行の国債保有残高はQQE導入後に減少し、国債保有構造における割合も低下している。代わって、リーマン・ショック前の一時期を除き増加を続けてきた日本銀行の国債保有残高はQQE導入後に更に増加し、国債保有構造における割合も急上昇している。金利上昇による含み損の発生を未然に回避するため、都市銀行を中心に、国内銀行が日本銀行による国債買いオペレーションに応じた結果とみられる。

以上を踏まえた上で、最後に、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況及びメガバンク3行の国債保有状況を比較検討した。前者については、QQE導入後に都市銀行が国債残高を急減させた一方で、地方銀行・第二地方銀行のそれはほぼ横這いであるという違いが確認できた。この背景には、アウトライヤー基準と収益の確保があるとみられる。後者については、世界金融危機以降、三井住友銀行は他のメガバンク2行よりも将来の金利上昇（国債価格下落）を意識した国債投資行動をとっていることが確認できた。

以上から、今後の政府及び日本銀行の政策が、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行それぞれの経営に異なる影響を与える可能性、また、メガバンク3行それぞれの経営に異なる影響を与える可能性があることを指摘した。物価上昇率が目標値を超えた場合、QQEの縮小（いわゆる出口政策）による金利上昇が予想される。政府及び日本銀行には、個々の銀行経営に与える影響を考慮した、柔軟かつ

繊細な政策対応が求められよう。

目次

I. はじめに

II. バブル崩壊以降の国債累増

1. 第1期（バブル崩壊～小泉政権誕生）
2. 第2期（小泉政権誕生～世界金融危機）
3. 第3期（世界金融危機～安倍政権）

III. バブル崩壊以降の国債保有構造

IV. 国内銀行の国債保有状況

1. 都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況
2. メガバンク3行の国債保有状況

V. むすびにかえて

I. はじめに

本稿では、バブル崩壊以降の国債累増過程と国債保有構造の変化を確認した上で、国内銀行の国債保有状況を比較検討する。銀行の国債保有に関する先行研究として、代田〔2012〕及び〔2014〕が挙げられる。

代田〔2014〕は、前半ではユーロ不安について、後半ではアベノミクスリスクについて検討している。後者では、アベノミクスによる財政政策は従来型の財政拡張主義であること、過去30年以上にわたって日本の財政支出は拡大していること、財政収支の悪化は税収面よりも歳出の拡大が主因であること、が指摘されている。また、日本の国債保有構造についても検討されており、アベノミクスに先行して国内銀行が、特にメガバンクを中心に、国債保有残高を減少させていることが指摘されている。

代田〔2012〕の論点は、第1にユーロ圏の財政危機及び国債デフォルト危機がユーロ圏の銀行に与える影響を検討すること、第2に銀行が保有する国債を日本とユーロ圏で比較検討すること、である。後者では、日本の国内銀行の国債保有動向が検討されており、世界金融危機以

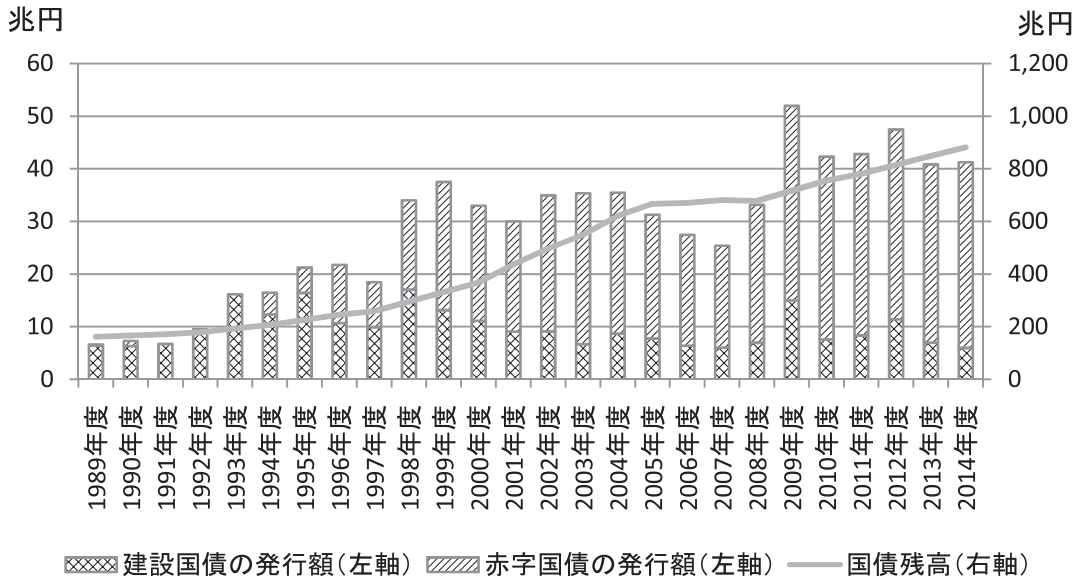
降、日本の国内銀行は国債保有残高を増加させているが、業態別では若干の相違があり、都市銀行は長期債の割合が低く短期・中期債中心の国債保有となっている一方で、地方銀行は長期債の割合が高く中期・長期債中心の国債保有となっていることが指摘されている。同研究では、都市銀行と地方銀行の国債保有状況は比較検討されているが、メガバンク3行のそれは比較検討されていない。ただし、三菱東京UFJ銀行については言及されている。本稿では、みずほ銀行及び三井住友銀行の国債保有状況についても言及し、メガバンク3行で比較検討する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、バブル崩壊以降の国債累増過程を概観する。次に、バブル崩壊以降の国債保有構造の変化を確認する。最後に、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況を比較検討した上で、メガバンク3行の国債保有状況を比較検討する。

II. バブル崩壊以降の国債累増

図表1は、1989年度から2014年度までの新規国債発行額と国債残高の推移を示したものである。バブル崩壊～小泉政権誕生（1989年度から

図表1 新規国債発行額と国債残高の推移



- (注) 1) 新規発行額は建設国債と赤字国債の合計であり、年金特例債、復興債、財投債、借換債は含まない。
 2) 国庫短期証券(T-Bill)は含まない。
 3) 国債残高は財投債の残高を含む。
 4) 国債発行額は収入金ベースで、2013年度までは実績、2014年度は当初。
 5) 国債残高は額面ベースで、2013年度までは実績、2014年度は当初見込み。

〔出所〕「債務管理レポート2014」100頁から作成。

2000年度)までを第1期、小泉政権誕生～世界金融危機(2001年度から2008年度)までを第2期、世界金融危機～安倍政権(2009年度から2014年度)までを第3期とし、以下ではバブル崩壊以降の国債累増過程を概観する。

1. 第1期(バブル崩壊～小泉政権誕生)

バブル崩壊以降、新規国債発行額は急増した。1989年度に6.6兆円であった新規国債発行額は、1994年度に16.5兆円へと増加し、1999年度には37.5兆円へと増加している。特に、景気対策として多額の財政支出がなされた小渕政権時(1998年度及び1999年度)の大きさが際立っている。小渕政権が誕生する前年の1997年には、橋本政権の下で財政構造改革法が成立し、

財政再建路線が進められる予定となっていた。しかしながら、同年に発生した北海道拓殖銀行の破綻や山一証券の自主廃業などに伴う金融システム不安が日本経済を低迷させたことを受け、翌年に橋本政権から小渕政権に代わると財政構造改革法は凍結され、新規国債発行による積極財政路線が進められた。2000年の森政権への交代後も積極財政路線は継続され、また高齢化に伴う社会保障関係費の増大もあり、新規国債発行額が大きく減少することはなかった。

第1期における新規国債発行状況を確認しよう。景気対策のために公共事業関係費が増加したことから、1990年代を通して建設国債の発行額が増大している。赤字国債の発行額は、1991年度から1993年度まではゼロであった。1994年

度以降、赤字国債の発行が常態化するようになった。それに伴い、新規国債発行額に占める赤字国債の割合も上昇傾向にある。1994年度に25.1%だった新規国債発行額に占める赤字国債の割合は、1997年度には46.1%へ上昇し、2000年度には66.3%へと上昇している。

1994年度以降に赤字国債の発行が増加した理由は、同年度から実施された減税とバブル崩壊に伴う景気低迷により一般会計税収（以下、単に税収）が減少したからである。1990年度に60.1兆円あった税収は、1994年度には51兆円へと減少した。減税及び景気低迷による税収不足を補うために、赤字国債が発行された¹⁾。その後、税収は1997年度に53.9兆円へとやや回復したことから、1996年度から1997年度にかけて赤字国債発行額は減少することとなった。しかしながら、前述した1997年の金融システム不安などに起因する景気低迷により、回復傾向を示していた税収は1999年度に47.2兆円へと落ち込み、その不足を補うために赤字国債が発行された。また、歳出面では1999年度から高齢化に伴う社会保障関係費の増大が始まっており、それが赤字国債発行額の増加に拍車をかけた。

第1期における国債残高の推移を確認しよう。1989年度に160.9兆円であった国債残高は、1994年度に206.6兆円へと増加し、1999年度には331.7兆円へと増加している。1990年代は、国債残高の前年度比（以下、増加率）も上昇傾向を示している²⁾。特に、赤字国債の発行が再び常態化した1994年度以降の伸びが著しいように思われる。1990年代の国債残高の増加率を算出すると、1990年度が3.4%、1995年度が9.0%、2000年度が10.8%となる。やはり、赤字国債の発行が再び常態化した1994年度以降の伸びが著しい。

2. 第2期（小泉政権誕生～世界金融危機）

2001年度に小泉政権に変わると、新規国債発行額は抑制されることとなった。その理由は、同政権の公約の1つに新規国債発行額を30兆円以内にするというものがあったからである。その公約が守られた結果、同政権1年目である2001年度の新規国債発行額は30兆円（建設国債が9.1兆円、赤字国債が20.9兆円）となった。2001年度に一旦は守られた公約であったが、翌2002年度の新規国債発行額は35兆円となり、当初の公約は1年で破棄されることとなった。2002年度から2005年度までの新規国債発行額は、いずれの年度も30兆円を上回っている。

2005年度以降は、再び新規国債発行額が抑制されている。小泉政権最後の年となる2006年度のそれは27.5兆円となっており、当初の公約が守られている。したがって、小泉政権時は、最初の年と最後の年のみ、当初の公約が守られたことになる。小泉政権後半に新規国債発行額が抑制されたと言っても、1990年代と比較するとその額は大きい。総じて言えば、小泉政権時は小淵政権時とほぼ同水準の新規国債発行額を維持していたと言える。

2005年度以降は抑制傾向にあった新規国債発行額であるが、2007年度には25.4兆円まで抑制されている。その主な理由は、円安を背景に主に中国など新興国向けの輸出が増加したことや、アメリカの景気回復に連動して日本の景気も拡大したことにより、税収が増加したからである。2003年度に43.3兆円だった税収は、2007年度には51兆円まで増加した。2006年度から2007年度の間に小泉政権から安倍政権（第1次）への交代があったが、新規国債発行額の抑

制は引き継がれた。

福田政権に変わった2008年度も、新規国債発行額の抑制傾向は継続された。2008年度における当初の新規国債発行額は25.3兆円（建設国債が5.2兆円、赤字国債が20.1兆円）であり、2007年度とほぼ同額である。しかしながら、2008年9月にリーマン・ショックが発生し、経済安定化のための財政出動を余儀なくされたことから、2008年度の新規国債発行額は最終的に33.2兆円（建設国債が7兆円、赤字国債が26.2兆円）となり、当初よりも約8兆円増加することとなった。

第2期における新規国債発行状況を確認しよう。建設国債の発行が抑制されたため、新規国債発行額に占める建設国債の割合が低下傾向にある（2001年度が30.3%、2004年度が24.5%、2007年度が23.8%）。逆に言えば、赤字国債の割合が上昇傾向にある。同時期の赤字国債発行額は、1990年代後半の小渕政権時を上回っている。

続いて、第2期における国債残高の推移を確認しよう。2000年度に367.6兆円であった国債残高は、2005年度には666.3兆円にまで増加している。2000年代前半の国債残高の増加率を算出すると、2002年度が13.9%、2004年度13.1%となる。同時期の国債残高の増加率は高位で推移しており、新規国債発行額と同様、1990年代後半の小渕政権時の数値を上回っている。

ところが、新規国債発行額が抑制された2005年度以降の国債残高の増加率に変化がみられる。図表1中における折れ線が、水平に近い形で推移している。このことは、2005年度から2008年度にかけて国債残高がほとんど増加していない、もしくは微減していることを示している。国債残高の増加率を算出すると、2006年度

が0.6%、2008年度が-0.6%となる。国債残高が減少するという現象は、バブル経済期にもみられなかったことである。

3. 第3期（世界金融危機～安倍政権）

リーマン・ショックへの対応から2008年度の新規国債発行額は当初よりも増加することとなったが、2009年度においても同様の流れとなっている。2007年度に51兆円だった税収は、2009年度にはリーマン・ショックの影響により38.7兆円まで落ち込んだ。2009年度における当初の新規国債発行額は33.3兆円（建設国債が7.6兆円、赤字国債が25.7兆円）であり、2008年度の実績値とほぼ同額である。これが、1次補正と2次補正を経て、最終的には52兆円（建設国債が15兆円、赤字国債が36.9兆円）となり、当初の予定より約19兆円増加した。この時期は麻生政権であったが、同政権の下では、リーマン・ショックに対応するため、公共事業の積み増しや減税、定額給付金などの政策が実施された。公共事業の積み増しが理由で、建設国債の発行額が大きくなった。高齢化に伴う社会保障関係費が引き続き増加していたこともあり、2007年度に81.8兆円だった歳出総額は2009年度には101兆円まで増加した。

麻生政権から鳩山政権に、すなわち、自民政権から民主党政権に交代した2010年度の新規国債発行額は42.3兆円（建設国債が7.6兆円、赤字国債が34.7兆円）であり、前年度から約10兆円減少している。内訳をみると、赤字国債が約2兆円の減少であるのに対し、建設国債が約7.5兆円の減少となっている。「コンクリートから人へ」の理念の下、公共事業関係費が削減された。

政権交代後に新規国債発行額は抑制された

が、その水準は依然として高いままであり、2010年度以降も40兆円を下回ることがない。民主党政権に代わり公共事業関係費は削減されたが、子供手当や農家に対する個別保障、高校授業料の無償化や高速道路の無料化などの政策が実施され、その財源は赤字国債の発行によって賄われた。そのことが、同時期における国債残高の更なる増大をもたらすことにつながり、また、2005年度から2008年度まで低位で安定していた国債残高の増加率の再度の上昇をもたらす要因となった。

第3期における、国債残高の推移を確認しよう。2008年度に677兆円であった国債残高は、2011年度に716.2兆円となり、2014年度には881.7兆円となっている。世界金融危機前は低かった（2008年度は-0.6%）国債残高の増加率は、世界金融危機後は高くなっている（2011年度は3.5%、2014年度は4.0%）。マイナスからプラスに転換しただけではなく、増加率が高くなりつつある。小渕政権時から小泉政権時にみられた10%を超えるほどの高さではないが、このままの水準での新規国債発行が続き、それに伴って国債残高の増加が進めば、小渕政権時及び小泉政権時を超える増加率にならないとも限らない。2015年度予算案における新規国債発行額が36.9兆円に抑えられるとの報道がなされているが³⁾、国債残高の増加率の上昇に歯止めがかかるかどうかは、依然として不透明である。

Ⅲ. バブル崩壊以降の国債保有構造

前節でみたように、バブル崩壊以降に増加を続けた新規国債発行額は、小泉政権時の後半に

一旦は減少したが、世界金融危機後は再び増加を続けており、その結果として国債残高も増加している。そのような事実にもかかわらず、長期金利の代表的指標である新発10年物国債利回りは趨勢的に低下（国債価格は上昇）を続けてきた。特に、アベノミクス以降の長期金利の低下は日本銀行の量的・質的金融緩和政策（以下、QQE）導入によってもたらされたものであり、2015年1月には、新発10年物国債利回りが一時0.195%と初めて0.2%を割り込んだとの報道がなされるに至った⁴⁾。国債価格が上昇している理由は、国債に対し供給を上回る需要が存在するためである。国債に対する需要をもっている投資主体は何なのであろうか。以下ではバブル崩壊以降の国債保有構造を概観する。

まず、外国人投資家の日本国債保有動向を確認しよう。図表2では、海外部門（非居住者）と表記されている。財務省によれば、日本の国債保有構造における外国人投資家の割合は2014年3月末の速報値で約8%程度となっているが、その数字は国庫短期証券（T-Bill）を含んだものである⁵⁾。国庫短期証券（T-Bill）を除くと、その割合は2014年9月末時点で4.8%となっている。したがって、2014年9月末時点では、日本国債の90%以上は国内で消化されていることになる。ただし、諸外国の経済状況の変化によっては、今後、日本の国債保有構造における外国人投資家の割合は上昇していくことが予想される。

国債保有構造における外国人投資家の割合が国庫短期証券（T-Bill）を含めた場合でも約8%程度というのは、諸外国と比較して著しく低い。主要先進国の国債保有構造における外国人投資家（非居住者）の割合は、2013年12月末時点で、アメリカが47%（政府勘定向け非市場

図表2 日本の国債保有構造

	国内銀行		中小企業 金融機関等		中央銀行		海外（非居住者）		その他	合計
	残高(兆円)	割合(%)	残高(兆円)	割合(%)	残高(兆円)	割合(%)	残高(兆円)	割合(%)	残高(兆円)	残高(兆円)
1989年度	34.2	23.1	5.3	3.6	14.5	9.8	1.7	1.2	92.3	148.1
1990年度	32.0	20.5	4.9	3.1	11.1	7.1	4.5	2.9	103.6	156.1
1991年度	32.0	18.8	5.2	3.0	9.3	5.5	8.3	4.9	115.2	170.0
1992年度	31.2	16.8	4.7	2.5	11.4	6.2	7.0	3.8	131.1	185.5
1993年度	32.9	16.2	5.3	2.6	14.6	7.2	7.9	3.9	142.6	203.4
1994年度	37.8	17.3	4.9	2.2	17.6	8.1	9.3	4.3	149.1	218.8
1995年度	32.0	13.2	5.7	2.4	27.3	11.3	9.4	3.9	167.0	241.4
1996年度	34.4	12.7	7.0	2.6	32.7	12.1	12.3	4.6	184.1	270.5
1997年度	38.1	12.7	6.8	2.3	34.9	11.7	18.3	6.1	201.4	299.5
1998年度	41.7	12.3	6.9	2.0	40.1	11.8	27.4	8.1	222.9	339.0
1999年度	49.9	13.6	8.5	2.3	43.6	11.9	18.5	5.1	246.1	366.6
2000年度	65.2	16.0	10.2	2.5	47.6	11.6	24.2	5.9	261.4	408.7
2001年度	54.5	11.6	13.4	2.9	69.8	14.9	16.5	3.5	314.7	468.9
2002年度	59.5	11.0	16.3	3.0	81.1	15.1	15.8	2.9	365.9	538.5
2003年度	79.9	14.0	18.1	3.2	83.9	14.7	15.7	2.8	372.2	569.8
2004年度	79.1	12.3	20.0	3.1	92.1	14.3	21.9	3.4	429.1	642.2
2005年度	77.2	11.6	22.7	3.4	86.7	13.0	26.1	3.9	454.0	666.6
2006年度	72.9	10.8	19.8	2.9	71.0	10.5	35.9	5.3	473.9	673.5
2007年度	69.6	10.0	174.0	25.0	63.7	9.2	40.3	5.8	347.3	694.9
2008年度	80.1	11.8	166.1	24.4	55.9	8.2	33.6	4.9	344.4	680.1
2009年度	79.1	11.6	175.8	25.8	51.2	7.5	25.4	3.7	349.6	681.0
2010年度	101.1	13.9	175.6	24.2	60.3	8.3	29.7	4.1	359.5	726.1
2011年度	118.5	15.6	166.9	21.9	72.4	9.5	30.9	4.1	372.8	761.4
2012年度	122.3	15.1	166.3	20.6	93.9	11.6	35.6	4.4	389.4	807.6
2013年度	101.3	12.0	158.5	18.9	156.9	18.7	34.5	4.1	389.6	840.8
2014年度	107.7	12.5	148.5	17.3	183.4	21.3	41.1	4.8	379.9	860.7

(注) 1) 国庫短期証券（T-Bill）は含まない。

2) ゆうちょ銀行は、中小企業金融機関等に含まれる（2007年度以降）。

3) 額面ベースではなく、時価ベース。

4) 年度末残。

5) 2014年度の数値は、2014年9月末のもの。

〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」（ストック）から作成。

性国債を含まない）、イギリスが30%、ドイツが61%（地方債等を含む）、フランスが40%（地方債、社債等を含む）となっており、日本より高い⁶⁾。また、ユーロ圏の債務危機国（イタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランド、ギリシャ）の国債保有構造における外国人投資家（非居住者）の割合は、世界金融危機以降は低下傾向にあるが、それでも2012年12月末時点で、イタリアが40.1%、スペインが36.1%（長期国債のみ）、ポルトガルが52.2%、アイルランドが72.2%（長期国債のみ）、ギリシャが75.3%（長期国債のみ）となっており、こちら

も日本より高い⁷⁾。ちなみに、アジア諸国の国債保有構造における外国人投資家（非居住者）の割合は、データが少し古くなるが、韓国が約12%（2010年5月）、マレーシアが約18%（2010年1Q）、インドネシアが約25%（2010年5月）となっている⁸⁾。日本の国債保有構造における外国人投資家の割合は、アジア諸国のそれと比較しても低い。

日本の国債保有構造については、公的部門の保有割合が高いことが国債の安定消化に寄与してきたとの評価が従来からなされている。公的部門の国債保有については図表2では示されて

いないが、勝田〔2014b〕で若干の検討を行った。公的金融機関が保有する国債の割合は、1998年末の25.7%をピークに低下傾向にあり、特に2009年末以降は1%未満となっている。この理由は、財政投融资改革の過程で財政融資資金が国債を保有しなくなっていったからである⁹⁾。公的年金が保有する国債の割合は、2007年末から2010年末にかけて10%を超えており、比較的高かった。同時期は、世界金融危機を原因とする世界的な株安を受けて日本の株価も低迷していた時期である。株価低下局面で運用益を確保するために公的年金は国債を運用対象として選好し、そのことが公的年金による国債の保有割合を高めたものと考えられる。

2012年以降の日本の株価上昇を受け、日本の公的年金の積立金を管理運用している年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）が株式での運用比率を引き上げる予定であるとの報道が2013年以降にみられるようになった。そして、実際、GPIF が株式での運用比率を引き上げるとの報道が2014年10月31日になされた。GPIF が株式での運用比率を引き上げるということは、GPIF が国債での運用比率を引き下げるということを意味する。したがって、日本の国債保有構造における公的年金の割合は今後低下していくと予想される。

日本銀行の国債保有動向を確認しよう。図表2中では、中央銀行と表記されている。図表2から、国債保有構造における日本銀行の割合は世界金融危機以降上昇傾向にあり、2012年度末以降、特にその傾向が強いことが確認できる。この理由は、2013年4月のQQE導入にあたり、日本銀行による長期国債の買い入れ額（グロス）が毎月約7.5兆円程度（ただし、2013年4月の実際の買い入れ額は6.2兆円）に増額さ

れることになったからである¹⁰⁾。QQE導入により日本銀行が保有する国債残高の純増額が年間約50兆円とされたことから、国債保有構造における日本銀行の割合は2014年末に20%程度まで上昇することが予想された。図表2から、国債保有構造における日本銀行の割合が2014年9月末時点で既に20%を超え、21.3%となっていることが確認できる。

GPIF が株式での運用比率を引き上げるとの報道がなされた2014年10月31日には、日本銀行によるQQEの拡大も発表された¹¹⁾。その理由は、2%の物価安定目標の早期達成を確実にするためとされた。QQEの拡大により、日本銀行が保有する国債残高の純増額はそれまでの年間約50兆円に30兆円を追加した約80兆円とされた¹²⁾。国債保有構造における日本銀行の割合は更に上昇することが予想されており、日本銀行の国債保有動向については今後も注目が必要である。

続いて、国内銀行の国債保有動向を確認しよう。図表2から、世界金融危機以降、国内銀行が保有する国債残高及び国債保有構造における国内銀行の割合がともに上昇していることが確認できる。前者については2012年度が、後者については2011年度が、それぞれピークとなっている。2013年度以降、国内銀行が保有する国債残高は急減しており、それに伴って、国債保有構造における国内銀行の割合も低下している。この理由の主なものとしては、QQE導入の影響が挙げられる。同政策の柱は、①物価目標としてCPI前年比2%を2年を念頭にできるだけ早期に実現する、②マネタリーベースを2年間で2倍（270兆円）にする、③国債保有額及び保有国債の平均残存期間を2年間で2倍以上にする、の3つである。これら3つの柱のう

ち、国内銀行の国債保有動向に直接関わってくるのは、①の柱である。QQE 導入によって将来の金利上昇が予想されれば、国内銀行には保有する国債残高を減少させるインセンティブが働くことになる。金利の上昇は、国内銀行が含み損をかかえることを意味するからである。したがって、国内銀行は含み損をかかえる前に保有する国債を売却し、保有残高を減少させたと考えられる。

図表2から、国内銀行が保有する国債残高が2012年度末から2013年度末にかけて21兆円減少しており、それに伴って、国債保有構造における国内銀行の割合も15.1%から12.0%へと低下していることが確認できる。国内銀行が保有する国債残高のほとんどは都市銀行の保有分であると考えられることから、都市銀行が保有する国債残高を減少させたということが言える。しかしながら、地方銀行や第二地方銀行も保有する国債残高を減少させたかどうかまでは、図表2からは判断ができない。都市銀行と同様に地方銀行や第二地方銀行も保有する国債残高を減少させたとも考えられれば、都市銀行は保有する国債残高を減少させた一方で地方銀行や第二地方銀行はそれを減少させていないとも考えられる。勝田 [2014a] での考察から、後者の可能性が高いと考えられる¹³⁾。

QQE 導入によって2013年度中に混乱がみられた国債市場は、2014年度に入り、落ち着きを取り戻している。国内銀行が保有する国債残高は、2013年度末から2014年9月末にかけて6兆円以上増加しており、それに伴って、国債保有構造における国内銀行の割合も12.0%から12.5%へと微増していることが確認できる。

中小企業金融機関等の国債保有動向を確認しよう。まず指摘しておかなければならないの

は、2006年度から2007年度にかけて、中小企業金融機関等が保有する国債残高が19.8兆円から174兆円へと急増し、国債保有構造における割合が2.9%から25.0%へと急上昇している点である。この理由は、日本銀行が公表する「資金循環統計」に分類変更があったからである¹⁴⁾。この分類変更の結果、2007年の第4四半期以降は、中小企業金融機関等が保有する国債残高にゆうちょ銀行の保有分が含まれることとなった。図表2では、ゆうちょ銀行が保有する国債残高は2006年度までは「その他」の残高として、2007年度以降は中小企業金融機関等の残高として表れている。「その他」が保有する国債残高が、2006年度から2007年度にかけて急減していることから、そのことが裏付けられる。

中小企業金融機関等が保有する国債残高及び国債保有構造における割合は世界金融危機以降上昇しており、この特徴は国内銀行のものと同様である。しかしながら、そのピークはともに2009年度であり、この特徴は国内銀行のものと異なる。中小企業金融機関等のピークは国内銀行より2～3年早い。国内銀行が保有する国債残高の急減及び国債保有構造における割合の低下はQQE 導入以降にみられたが、中小企業金融機関等にはそのような特徴はみられず、QQE 導入以前の2009年度から徐々に減少ないしは低下している。2009年度のピーク時と2014年9月末時点を比較すると、中小企業金融機関等が保有する国債残高は、約27兆円減少している。

中小企業金融機関等が保有する国債残高のうち、どれだけがゆうちょ銀行の保有分なのだろうか。ゆうちょ銀行のディスクロージャー誌のデータを使用すれば、中小企業金融機関等の国債残高におけるゆうちょ銀行の割合及び国債保

有構造におけるゆうちょ銀行の割合が算出できる。ゆうちょ銀行が保有する国債残高は、2007年度末が約156.8兆円、2013年度末が約126.4兆円、となっている。したがって、中小企業金融機関等の国債残高におけるゆうちょ銀行の割合は、2007年度末が90.1%、2013年度末が79.7%となる。また、国債保有構造におけるゆうちょ銀行の割合は、2007年度末が22.6%、2013年度末が15%となる。データの出所が異なるため、若干正確性には欠けるが、おおよそ正しい割合とみてよいであろう。

中小企業金融機関等が保有する国債残高からゆうちょ銀行の保有分を減ずれば、ゆうちょ銀行を除く中小企業金融機関等が保有する国債残高がおおよそ把握できる。計算すると、同残高は、2007年度末が約17.2兆円、2013年度末が約32.1兆円となる。したがって、国債保有構造におけるゆうちょ銀行以外の中小企業金融機関等の割合は、2007年度末が2.5%、2013年度末が3.8%となる。

以上で明らかになったことは、「資金循環統計」で中小企業金融機関等に分類されている投資主体の中でも、ゆうちょ銀行とそれ以外の機関の国債保有動向には違いがみられるということである。保有する国債残高について、ゆうちょ銀行は減少傾向、ゆうちょ銀行以外は増加傾向となっている。そこから示唆されることは、先にみた国内銀行の国債保有動向においても、中小企業金融機関等の例と同様に、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行とでは国債保有動向に違いがみられる可能性があるということである。次節では、この問題について検討する。

IV. 国内銀行の国債保有状況

前節では、中小企業金融機関等の例と同様に、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有動向に違いがみられる可能性があるということを指摘した。「資金循環統計」では、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行という投資主体別の国債保有残高を把握することはできないが、「民間金融機関の資産・負債」という別の統計ではそれを把握することができる。

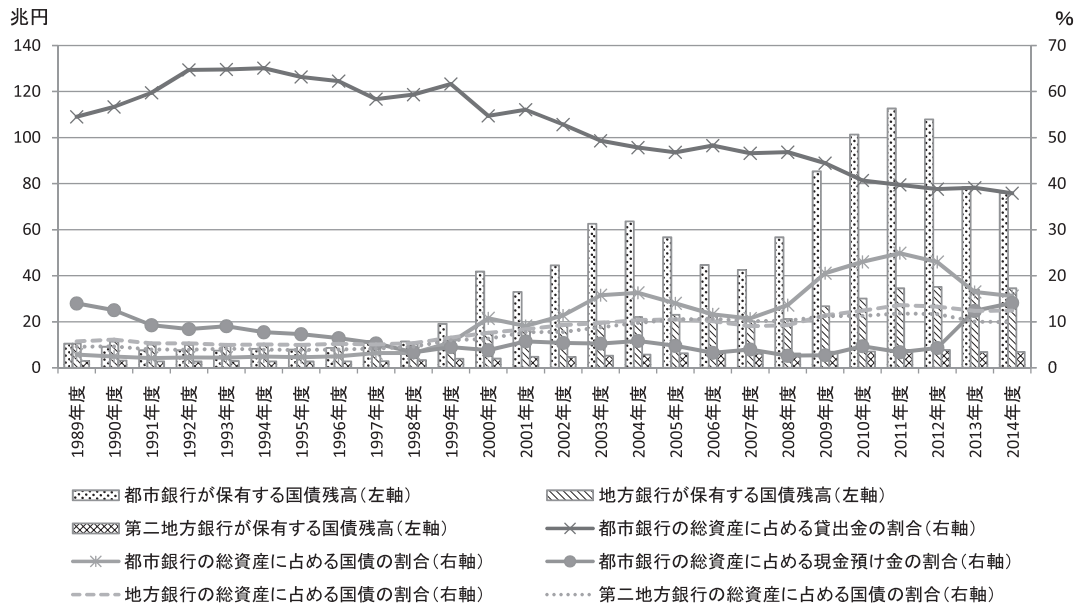
本節では、まず、「民間金融機関の資産・負債」から、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況を比較検討する。対象期間は、バブル崩壊以降である。次に、都市銀行各行の国債保有状況を比較検討する。具体的には、都市銀行でも3大メガバンクである三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行の3行を対象とし、各行のディスクロージャー誌から、メガバンク3行が保有する国債残高と残存期間別国債保有残高の推移を確認し、メガバンク3行の国債保有状況にどのような違いがみられるのかを検討する。データ取得の制約上、対象期間は2006年度以降である。

1. 都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況

図表3は、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行それぞれが保有する国債残高と総資産に占める国債の割合の推移を示したものである。都市銀行については、総資産に占める貸出金の割合及び現金預け金の割合も加えた。

まず指摘したいのは、都市銀行が保有する国債残高の推移と地方銀行・第二地方銀行が保有する国債残高の推移は異なるということであ

図表3 国内銀行が保有する国債残高と総資産に占める国債の割合



- (注) 1) 国債に地方債は含まれない。
 2) 各年度末時点の残高及び割合。
 3) 銀行勘定のみ。
 4) ゆうちょ銀行は含まれない。
 5) 2014年度は、2014年9月末時点のデータ。
 [出所] 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」から作成。

る。地方銀行・第二地方銀行が保有する国債残高は横這いないしは微増傾向にあるのに対し、都市銀行が保有する国債残高は増減を繰り返している。1999年度以降、その特徴は顕著である。都市銀行が保有する国債残高は、2007年度末の42.5兆円から急増し始め、2011年度末に112.7兆円とピークをつけ、2013年度末に78.5兆円となっている。すなわち、世界金融危機以降は急増し、QQE導入以降は急減している。

一方、地方銀行・第二地方銀行が保有する国債残高は、世界金融危機以降は都市銀行と同様に増加しているものの、QQE導入以降は都市銀行のように急減してはいない。地方銀行が保有する国債残高は、2007年度末の20.2兆円から増加し始め、2012年度末に35.2兆円とピークを

つけ、2013年度末は34兆円となっている。また、第二地方銀行のそれは、2007年度末の6.2兆円から増加し始め、2011年度末と2012年度末に7.8兆円とピークをつけ、2013年度末は6.9兆円となっている。どちらも、QQE導入前後で都市銀行が保有する国債残高のような変化はみられない。

地方銀行・第二地方銀行が保有する国債残高がQQE導入後に都市銀行のように急減していない理由の1つに、アウトライヤー基準が挙げられる¹⁵⁾。アウトライヤー基準とは、バーゼルⅡにおける自己資本比率規制でカバーしていないリスクへの対応を銀行に求めるもので、銀行勘定の金利リスク量が自己資本（基本的項目と補完的項目の合計）の20%を超えると同基準

に抵触してしまい、監督当局である金融庁から指導を受けることになっている。同基準は国際基準行（都市銀行が中心）と国内基準行（地方銀行が中心）の両方に適用されるが、後者については、2012年3月期決算まではその他有価証券の評価損を自己資本比率の計算に反映しなくてもよいという措置がとられている（その後、2014年3月30日まで延長された）。国際基準行より国内基準行に対する規制が緩かったことが、地方銀行・第二地方銀行の保有する国債残高がQQE導入後も都市銀行のように急減していない理由の1つであると考えられる。

地方銀行・第二地方銀行が保有する国債残高が都市銀行のように急減していないもう1つの理由は、収益を確保するためである。日本銀行による長引く金融緩和政策の影響で貸出金利が低下しており、その結果として国内銀行の利鞘が縮小している。しかも、地方経済では優良な貸出先が見つけにくい。収益確保の観点から、地方銀行・第二地方銀行は国債投資をQQE導入後も急減させてはいないとみられる。図表3からは都市銀行・地方銀行・第二地方銀行が保有する国債の残存期間別残高までは把握できないが、先に述べたアウトライヤー基準も含めて考えると、規制が緩い地方銀行・第二地方銀行は残存期間が長めの国債を多く保有していると推測され、規制が厳しい都市銀行は残存期間が短めの国債を多く保有していると推測される。

都市銀行が保有する国債残高の増減の結果、都市銀行の総資産に占める国債の割合は世界金融危機以降に急上昇し、QQE導入前から導入後にかけて急低下している。都市銀行の総資産に占める国債の割合は、2007年度末の10.7%から上昇し始め、2011年度末に24.9%とピークを

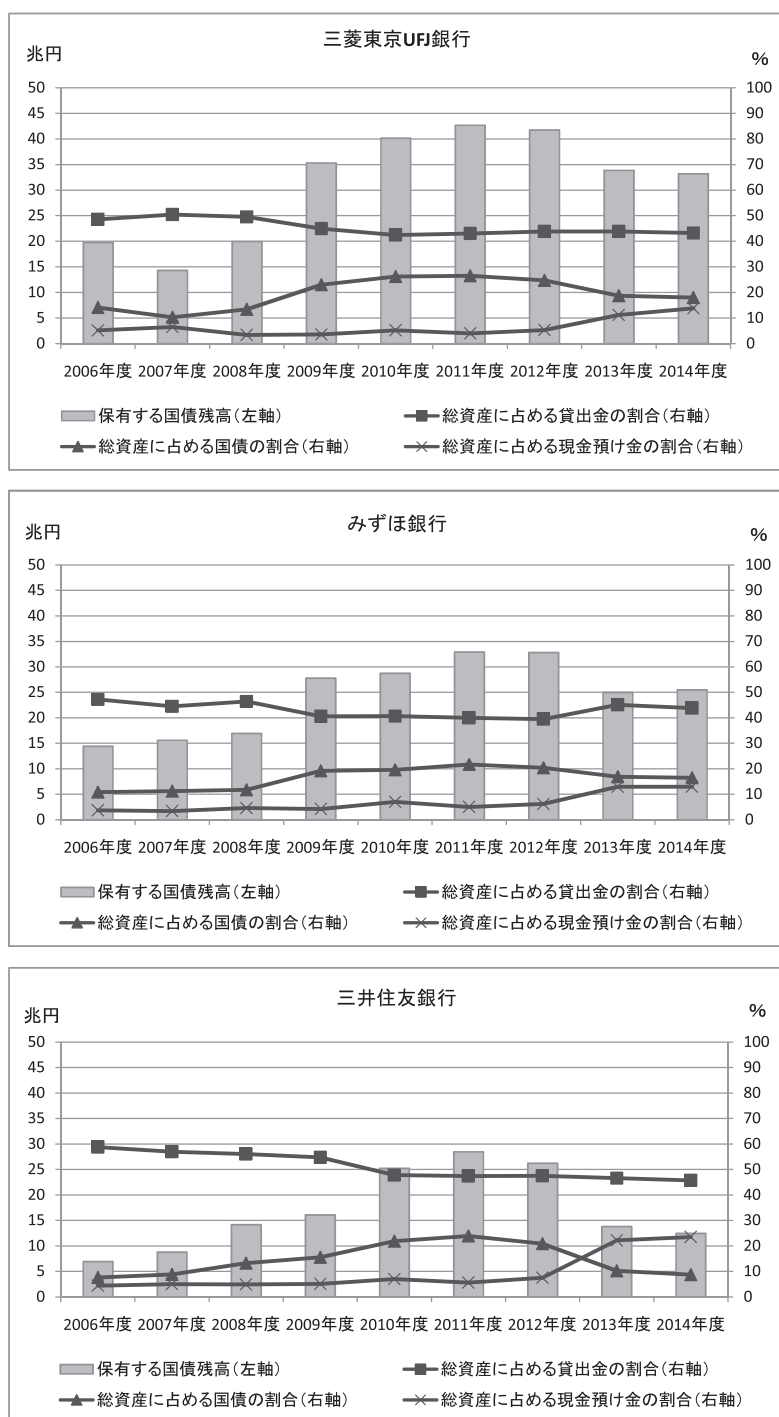
つけ、2013年度末に16.5%となっている。都市銀行は国債を、世界金融危機以降に買い越し、QQE導入以降に売り越している。そのことが、前節の図表2でみたように、QQE導入以降の国債保有構造における国内銀行の割合の低下及び日本銀行の割合の上昇という形で表れている。

都市銀行が日本銀行の国債買いオペレーションに応じると、日本銀行当座預金残高は増加し、都市銀行には必要額以上の準備預金である超過準備が発生する。日本銀行は、2008年11月の準備預金積み期（11月16日～12月15日）から補完当座預金制度を導入し、超過準備に対し0.1%の付利をすることとした。QQE導入以降、都市銀行は日本銀行の国債買いオペレーションに応じ、超過準備を0.1%で運用するという投資行動をとっている。超過準備で運用するために、日本銀行の国債買いオペレーションに応じていると言ってもよいであろう。そのような投資行動の結果が、図表3における2012年度以降の都市銀行の総資産に占める現金預け金の割合の急上昇（2012年度末は4.3%、2014年9月末は14.1%）となって表れている。総資産に占める現金預け金の割合が2012年度以降に急上昇しているのは都市銀行だけにみられる特徴であり、地方銀行・第二地方銀行のそれは、同時期に上昇していない。

2. メガバンク3行の国債保有状況

三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行が保有する国債残高を合計すると2011年度末で104兆円、2013年度末で72.6兆円となり、図表3でみた都市銀行が保有する国債残高である112.7兆円（2011年度末）と78.5兆円（2013年度末）にほぼ匹敵する。したがって、メガバ

図表4 メガバンクが保有する国債残高と総資産に占める貸出金・国債・現金預け金の割合



(注) 1) 銀行単体。

2) みずほ銀行の2012年度末以前のデータは、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の合計。

3) 各年度末のデータで、2014年度は2014年9月末のデータ。

〔出所〕 各行ディスクロージャー誌から作成。

ンク 3 行の国債保有状況をみると、都市銀行の国債保有状況がほぼ判明すると考えてよいであろう。

図表 4 は、メガバンク 3 行が保有する国債残高と総資産に占める貸出金・国債・現金預け金の割合を示したものである。総資産に占める国債の割合だけではなく、総資産に占める貸出金及び現金預け金の割合も加えたのには理由がある。図表 3 でもみたように、2012 年度以降、都市銀行の総資産に占める現金預け金の割合が急上昇している。本節ではメガバンク 3 行の国債保有状況を比較検討しているのであるが、現金預け金についても同様に、メガバンク 3 行それぞれの総資産に占める現金預け金の割合が上昇している可能性と、特定の銀行の総資産に占める現金預け金の割合だけが上昇している可能性が考えられる。総資産に占める現金預け金の割合の上昇は、日本銀行の国債買いオペレーションに各銀行が応じたことの結果として生じていると考えられるから、メガバンク 3 行の国債保有状況の違いと総資産に占める現金預け金の割合の違いはセットで考える必要がある。

図表 4 から、メガバンク 3 行が保有する国債残高と総資産に占める貸出金・国債・現金預け金の割合について、いくつかの共通点が確認できる。保有する国債残高について、3 行とも世界金融危機以降から徐々に増加させ、2011 年度末にピークとなり、QQE 導入以降に急減させている。また、総資産に占める国債の割合の変化も 3 行とも共通しており、世界金融危機以降から徐々に上昇し始め、2011 年度末にピークをつけた後から低下傾向となり、QQE 導入後にその低下幅が大きくなっている。総資産に占める国債の割合の変化とは逆に、総資産に占める現金預け金の割合は 3 行とも QQE 導入後に急

上昇している。

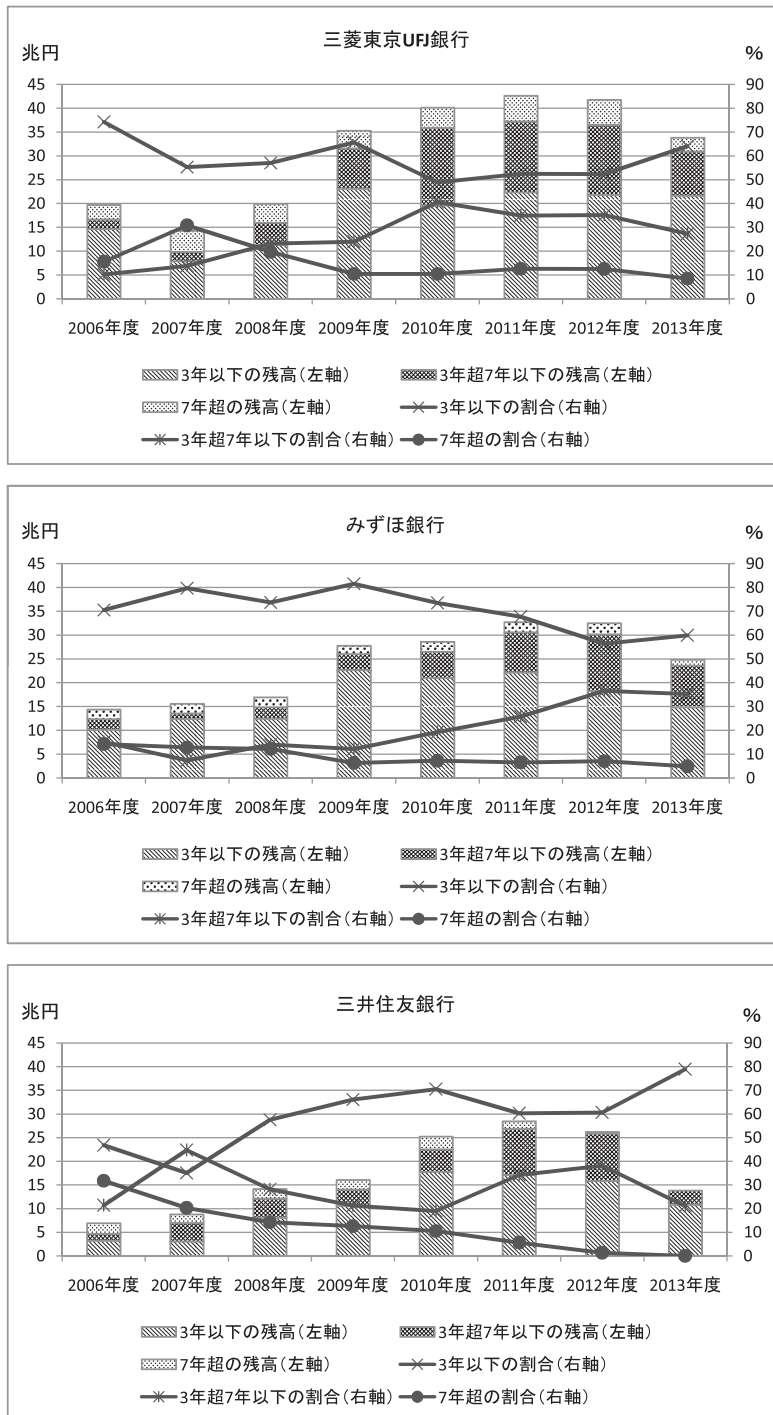
総資産に占める現金預け金の割合の変化はメガバンク 3 行に共通するが、三菱東京 UFJ 銀行とみずほ銀行は、依然として、総資産に占める現金預け金の割合より国債の割合のほうが高い。しかしながら、三井住友銀行は 2 行とは異なり、QQE 導入後、総資産に占める現金預け金の割合が国債の割合より高くなっている。三井住友銀行の総資産に占める国債の割合は、2012 年度に 20.8% であったのが、2013 年度には 10.2% となり、10% ポイント以上低下している。また、同行の総資産に占める現金預け金の割合は、2012 年度に 7.5% であったのが、2013 年度には 22.2% となり、15% ポイント程度上昇している。三井住友銀行は、日本銀行の国債買いオペレーションにも他のメガバンク 2 行より積極的に応じたとみられる。QQE 導入後の国債保有残高も、三井住友銀行は他のメガバンク 2 行より減少額が大きい。

メガバンク 3 行が保有する国債について、もう少し詳しくみておこう。図表 5 は、メガバンク 3 行が保有する国債の残存期間別残高と国債残高に占める各残存期間別残高の割合を示したものである。実際には、各行それぞれが「1 年以下」、「1 年超 3 年以下」、「3 年超 5 年以下」、「5 年超 7 年以下」、「7 年超 10 年以下」、「10 年超」という 6 つの残存期間別国債残高を公表しているが、本稿で使用したデータは、それらを筆者が「3 年以下」、「3 年超 7 年以下」、「7 年以上」の 3 つの残存期間別国債残高に集計し直したものである。

メガバンク 3 行の共通点及び相違点を確認しよう。

まず相違点である。2007 年度以前のメガバンク 3 行が保有する国債残高に占める残存期間別

図表5 メガバンクが保有する国債の残存期間別残高と国債残高に占める各残存期間別残高の割合



(注) 1) 銀行単体。

2) みずほ銀行の2012年度末以前のデータは、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の合計。

3) 各年度末のデータで、2014年度は2014年9月末のデータ。

〔出所〕 各行ディスクロージャー誌から作成。

残高の割合について、各行それぞれに特徴が異なる。三菱東京 UFJ 銀行は、2006年度末と2007年度末において、3年超7年以下の割合よりも7年超の割合のほうが高い。みずほ銀行は、2006年度末こそ3年超7年以下の割合が7年超の割合よりも若干高かった（前者が2.2%、後者が2.1%）ものの、2007年度末は三菱東京 UFJ 銀行同様に、3年超7年以下の割合よりも7年超の割合のほうが高くなっている。三井住友銀行は、2006年度末こそ3年超7年以下の割合よりも7年超の割合のほうが高いという、他のメガバンク2行と同様の特徴がみられるが、2007年度末においては、3年超7年以下の割合が最も高く、3年以下の割合がそれに次ぐ形となっている。

次に共通点である。保有する国債残高に占める残存期間別残高の割合について、2008年度以降は、メガバンク3行とも残存期間3年以下の割合が最も高く、次いで3年超7年以下、そして7年超の割合が最も低い。また、QQE 導入前後での各行が保有する国債残高に占める残存期間別残高の割合の変化も共通している。2012年度から2013年度にかけて、各行とも3年超7年以下及び7年超の割合が低下し、3年以下の割合が上昇している。将来の金利上昇（国債価格下落）の予想から各行とも保有する国債残高を減少させているが、価格の下落幅がより大きい残存期間が長めの国債を中心に減少させていることが明らかとなった。

特に、三井住友銀行が保有する残存期間3年超7年以下の国債残高は、QQE 導入前の2012年度末に10兆円だったのが、QQE 導入後の2013年度末には2.9兆円に減少しており、保有する国債残高に占める3年超7年以下の国債残高の割合は、38.1%から21.1%に低下してい

る。また、残存期間7年超の国債残高は QQE 導入前の2012年度末時点で0.3兆円と既にかさなったが、QQE 導入後の2013年度末には0となっている。一方、残存期間3年以下の国債残高の割合は、60.6%から78.9%に上昇している。

図表4及び図表5から、三井住友銀行は他のメガバンク2行よりも将来の金利上昇（国債価格下落）を意識した国債投資行動をとっていることが明らかとなった。

V. むすびにかえて

本稿では、バブル崩壊以降の国債累増過程と国債保有構造の変化を確認した上で、国内銀行の国債保有状況を比較検討した。

まず、バブル崩壊以降の国債累増過程を3期に分けて概観した。第1期（バブル崩壊～小泉政権誕生）において、景気対策のために公共事業関係費が増加したことから建設国債の発行額が期中を通して増加したこと、赤字国債の発行額が減税及び景気低迷に伴う税収減を補填する目的で期央から、高齢化に伴う社会保障関係費を賄うために期末から増加したこと、国債残高の増加率が期末に急上昇したことを確認した。第2期（小泉政権誕生～世界金融危機）において、2005年度から2007年度までの期間、円安を背景とする輸出の増加及びアメリカの景気回復に伴う日本の景気拡大によって税収が増加したことから新規国債発行額が減少したこと、バブル経済期にもみられなかった国債残高が減少するという現象が生じたことを確認した。第3期（世界金融危機～安倍政権）において、リーマン・ショックへの対応から新規国債発行額が急増したこと、政権交代後も依然としてそ

の額が大きいこと、を確認した。

次に、バブル崩壊以降の国債保有構造の変化を概観した。日本の国債保有構造において、外国人投資家の割合が諸外国と比較して低いこと、日本銀行の割合がQQE導入後に急上昇していること、以前は高かったゆうちょ銀行及び国内銀行の割合がアベノミクス前後から低下していること、を確認した。金利上昇による含み損の発生を未然に回避するため、都市銀行を中心に、国内銀行が日本銀行による国債買いオペレーションに応じた結果であると考えられる。

最後に、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行の国債保有状況及びメガバンク3行の国債保有状況を比較検討した。前者については、QQE導入後に都市銀行が国債残高を急減させた一方で、地方銀行・第二地方銀行のそれはほぼ横這いであるという違いがあることを確認した。この背景には、アウトライヤー基準と収益の確保があるとみられる。後者については、世界金融危機以降、三井住友銀行は他のメガバンク2行よりも将来の金利上昇（国債価格下落）を意識した国債投資行動をとっていることを確認した。

以上から、今後の政府及び日本銀行の政策が、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行それぞれの経営に異なる影響を与える可能性、また、メガバンク3行それぞれの経営に異なる影響を与える可能性があることを指摘したい。物価上昇率が目標値を超えた場合、QQEの縮小（いわゆる出口政策）による金利上昇が予想される。政府及び日本銀行には、個々の銀行経営に与える影響を考慮した、柔軟かつ繊細な政策対応が求められよう。

注

- 1) 減税による税収の不足分を補填するための赤字国債（減税特例国債）が発行されたことについて、中島[2013]は「減税によって租税収入を減少させ、減少した部分を金融市場で調達するというのだから、逆転した国債発行の論理である」と述べている。中島[2013] 30頁。
- 2) 国債残高の増加率は、図表1中における折れ線の傾きで表される。
- 3) 「日本経済新聞」2015年1月15日付、第1面。
- 4) 「日本経済新聞」2015年1月21日付、第5面。
- 5) 財務省理財局「債務管理レポート2014」21頁。
- 6) 同上。
- 7) 勝田[2014b] 153頁。
- 8) 日本銀行国際局[2010] 3頁。
- 9) 代田[2007] 81-107頁。
- 10) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/re130404d.pdf
- 11) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2014/k141031a.pdf
- 12) この30兆円という数字が、計算に基づき算出されたGPIFが減少させるであろう国債の額とおおよそ一致したことから、日本銀行とGPIFとの間で事前に申し合わせがあったのではないかとこの憶測を呼んだ。
- 13) 勝田[2014a]では、日本の国債流通市場（現物）における主要投資家（都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託、外国人投資家）の国債売買動向を概観し、都市銀行がQQE導入直後の2013年4月に国債を5.1兆円売り越している事実を指摘した。この5.1兆円の売り越しの内訳は、超長期利付国債が約1500億円、長期利付国債が約1兆5000億円、中期利付国債が約1兆500億円、国庫短期証券が約2兆3700億円それぞれ売り越しとなっている。一方、同時期、地方銀行は国債を1.5兆円買い越しており、その内訳は、超長期利付国債が約1350億円、長期利付国債が約9000億円、中期利付国債が約5000億円それぞれ買い越し、国庫短期証券だけが約1億円の売り越しとなっている。
- 14) 資金循環統計の分類変更については、日本銀行調査統計局の発表を参照されたい。http://www.boj.or.jp/statistics/outline/notice_2008/ntsj29.htm また、中島[2009]は、この資金循環統計の分類変更を踏まえた国債保有構造の分析を行っている。
- 15) 代田[2012]170-172頁。

参考文献

- 岩田一政[2014] 岩田一政・日本経済研究センター編『量的・質的金融緩和と政策』、日本経済新聞社
- 梅田雅信[2013]『超金融緩和のジレンマ』、東洋経

済新報社

翁邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』, 日本経済新聞出版社

翁邦雄 [2013] 『金融政策のフロンティア』, 日本評論社

勝田佳裕 [2014a] 「日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状」『修道商学』第54巻第2号, 広島修道大学商学部

勝田佳裕 [2014b] 「日本の国債保有構造の現状」『修道商学』第55巻第1号, 広島修道大学商学部

小藤康夫 [2001] 『日本の銀行行動』, 八千代出版
斉藤美彦・須藤時仁 [2009] 『国債累積時代の金融政策』, 日本経済評論社

斉藤美彦 [2013] 「量的緩和政策の日英比較」『証券経済研究』第82号, 日本証券経済研究所

柴崎健 [2014] 『金融緩和のもとでの国債リスク』, 中央経済社

代田純 [2007] 代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』, 税務経理協会

代田純 [2012] 『ユーロと国債デフォルト危機』, 税

務経理協会

代田純 [2014] 『ユーロ不安とアベノミクスの限界』, 税務経理協会

志馬祥紀 [2014] 「アベノミクス導入から一年一機関投資家の動き」『証研レポート』1684号, 日本証券経済研究所（大阪研究所）

中島将隆 [2009] 「変貌する日本の国債保有構造」『証券経済研究』第65号, 日本証券経済研究所

中島将隆 [2013] 「なぜ赤字国債の無制限発行が可能になったか」『証券経済研究』第81号, 日本証券経済研究所

財務省理財局「債務管理レポート」各年号

日本銀行国際局 [2010] 「新興国を巡る資金フローと景気動向」, 日銀レビュー

財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>

日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>

三井住友銀行ディスクロージャー誌（各年）

三菱東京 UFJ 銀行ディスクロージャー誌（各年）

みずほ銀行ディスクロージャー誌（各年）

ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌（各年）

（広島修道大学商学部准教授）