

国債市場混乱の意味

川北英隆

京都大学大学院
経営管理研究部 教授

四

月四日、日本銀行は「量・質とも次元の違う金融緩和」を金融政策決定会合で決めた。黒田新総裁による新たな金融政策の第一歩である。

今後、この異次元の金融緩和政策に基づき、長期国債の大量買いオペが実施され、日銀の国債保有残高は年間約五〇兆円ペースで増加する。満期に伴う償還を考慮すると、毎月の買い入れ額は七兆円強となる見込みだと日銀は公表している。国債の買い入れ対象は四〇年債を含む全年限であることから、長期金利の一層の低下を促す政策意図が明確に示されたことになる。

この日銀の政策に対して市場は戸惑った。

実のところ、黒田新総裁が大胆な金融緩和を実施するとの期待から、決定

会合以前は長期国債金利が顕著に低下していた。新発一〇年国債の流通利回りは、今年一月の初日に〇・八三%だったが、三月末には〇・五六%に、四月四日の翌日は瞬間的に〇・三九%まで低下した。しかし、その直後に〇・六一%まで上昇した。国債金利が居所を見失ったと表現できる。現時点(五月初)では落ち着きを取り戻しているが、それでも一〇年国債の金利は〇・六%前後と、三月末よりも高い。

この国債金利の大きな変動は何を意味しているのだろうか。

第一に、金利低下(価格上昇)余地がほとんどなくなったため、国債への投資妙味が薄れたことを指摘できる。他方で株高が進み、同時に円高への不安が薄れたため、国債投資の魅力度が相対的に低下した。

第二に、国債金利上昇のリスクが意識されようとしている。日銀が目指す消費者物価の二%の上昇が達成されれば、このインフレ率と、想定される実質金利一%程度とを足し合わせ、三%台に一〇年国債金利が上昇しても不思議ではない。逆に二%の物価上昇が達成できなければ、日本経済の実態の弱さ



マーケット・アイ

M A R K E T E Y E

の証明となり、「日本売り」が生じかねない。

第三に、異次元の金融緩和政策によつて国債保有構造が歪になることへの懸念である。図表は国債(財投債を含む)の主要な投資家と、その保有額を示している。これによれば、日銀が国債発行残高の二・六%をすでに保有していることと、昨年一年間を振り返れば、国債残高の増加分のほぼ全額が日銀によつて消化されていると判明する。

四月以降、日銀が国債の保有残高を年間五〇兆円増額することは、昨年一年間の保有増加の倍のペースである。今年度の新発国債の発行額(当初予算)が四二・九兆円であるから、その額をも上回る。厳密には、財投債や復興債の新規発行も予定されるため、新発国債・財投債の全額を日銀が購入することにはならない。とはいえ、日銀の政策は財政ファイナンスだと、海外から見られるリスクがある。

貿易収支の赤字定着により、日本と海外の間の資金の流れが変化しつつある。円安へと為替レートの方向が転換したとはいえ、日本企業の海外展開意欲には大きな変化がなく、直接投資の

資金が海外へと流れ続けている。海外所得の受け取り超過により、経常収支が黒字を保っているとはいえ、今程度の黒字額では国内に資金が不足する。この不足分を海外からの資金で補うには、異次元の金融緩和の成功が求められる。さもなければ、今後、金融市場に大きな混乱が生じかねない。

●国債・財投債の保有状況

| | 2011年末保有額 | 2012年末保有額 | 1年間の増加額 | 保有割合(%) |
|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 日本銀行 | 67.6 | 90.9 | 23.3 | 11.6 |
| 国内銀行 | 110.4 | 114.0 | 3.6 | 14.5 |
| 農林水産金融機関 | 22.3 | 22.6 | 0.2 | 2.9 |
| 中小企業金融機関等 | 171.6 | 162.9 | -8.7 | 20.7 |
| 保険 | 169.4 | 181.2 | 11.9 | 23.1 |
| 年金基金 | 28.5 | 29.2 | 0.7 | 3.7 |
| 証券投資信託 | 3.5 | 3.0 | -0.5 | 0.4 |
| 証券会社 | 20.1 | 23.2 | 3.2 | 3.0 |
| 非金融法人企業 | 11.1 | 9.7 | -1.4 | 1.2 |
| 社会保障基金 | 71.3 | 69.2 | -2.1 | 8.8 |
| 家計 | 28.5 | 24.5 | -4.0 | 3.1 |
| 海外 | 32.3 | 34.9 | 2.5 | 4.4 |
| その他とも合計 | 755.8 | 785.0 | 29.2 | 100.0 |

出所：日本銀行「資金循環統計」に基づき作成