

日本国債

山岸貴之・佐藤昂太・内山紘希・藤村弘樹
(勝悦子・国際金融論ゼミナール)

目次

はじめに

I. 国債の現状

- i) 現状
- ii) 利回りの安定
- iii) 国債の保有

II. 問題点

- i) 歳出と歳入
- ii) 家計の貯蓄率の低下
- iii) 「日銀券ルール」

III. 今後の対応策

- i) 市場との対話
- ii) 国債の商品性・保有者層の多様
- iii) 国際市場の流動性の向上
- iv) 債務管理の高度化

おわりに

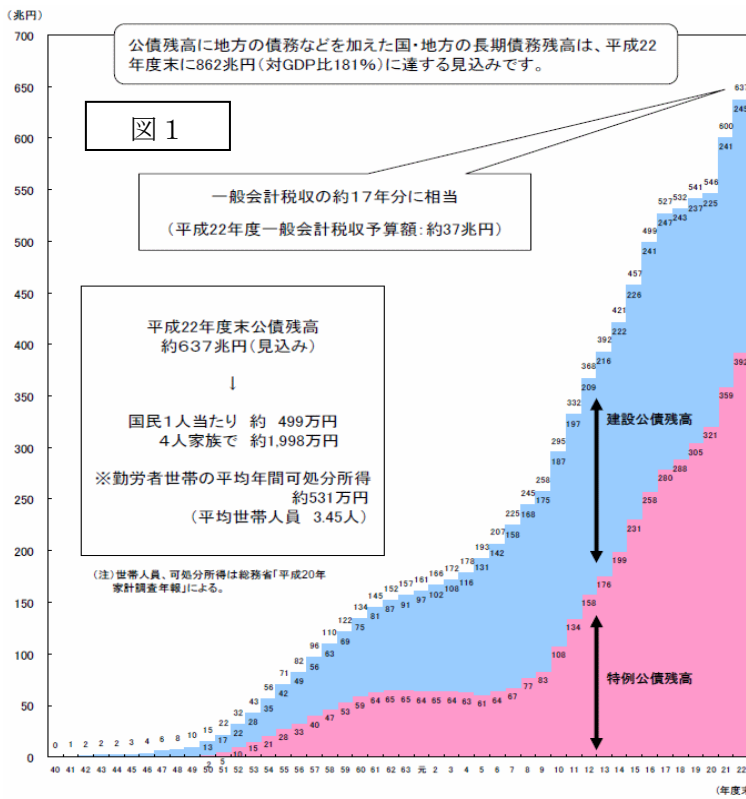
はじめに

I. 国債の現状

iii) 現状

日本の国債残高は増加傾向が続いている。2010年度末時点では、637兆円(名目GDP比

134%)にまで達することが見込まれている(図1<出所:財務省>)。



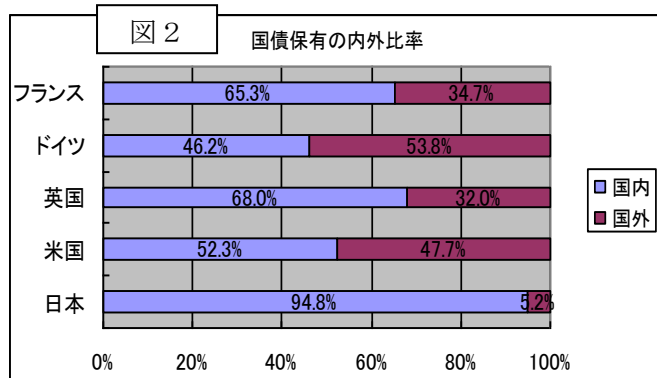
国際的に見てみても、日本政府の債務残高というのは非常に高い水準に達しているのである。

ii) 利回りの安定

このような財政状況にもかかわらず、日本の国債の利回りは低水準で安定しているのだ。この背景には、低インフレや期待成長率の低さ、日銀の低金利政策などがあるが、国債の消化が国内でほぼ完結していることが挙げられる。

日本国債というのは、94.8%が国内で所有されていて他の主要国と比較してみると海外保有率が極めて低いことがわ

かる(図2)。国債が国内にて安定的に購入されていることが利回りの上昇を抑える一因になっているのだ。国債の国内消化は、日本が国全体としてみれば資金余剰状態にあることを示している。国内各部門の資産・負債バランスをみると、公的部門と非金融企業は負債超過(資産<負債)だが、家計が大幅な資産超過(資産>負債)となっている。家計の資産超過幅は、公的部門と非金融企業の負債超過幅を上回っているため、国内部門全体としては資金余剰状態にある。政府債務の増大は続いてきたものの、国全体では資金余剰状態が継続しているため、金利上昇に結びつきにくい構造となっているといえるのだ。



iii) 日本国債の保有

家計は大幅な資産超過状態だが、資産の大半は預金や保険・年金準備金であり、国債等の直接保有額は35兆円と家計の金融資産全体のわずかに2.4%にとどまっている。しかし一方では、家計資産の多くが預け入れられている銀行や保険年金基金の資産構成をみると、国債等が大きなウェイトを占めており、家計資産は、金融機関を經由して公的部門のファイナンスに充てられる構造となっている。金融機関全体の国債保有額は631兆円と残高全

体の 76.4%を占めているのである。

Ⅱ. 問題点

i) 歳出と歳入

歳出の内訳をみると、社会保障関係費の増大が全体を押し上げている。社会保障関係費に関しては、2009年度の基礎年金の国庫負担率引き上げや、2010年度の子ども手当の半額実施といった制度変更に伴う増加もあるが、中長期的な歳出の増加圧力となっているのは高齢化による年金・医療費の自然増（毎年 1兆円弱）であると言われている。歳出はまだまだ拡大する可能性があるのである。また、歳入のほうでも景気後退による税収の大幅減少から 2010年には 48.0兆円と 1986年度以来の水準まで落ち込んでいる。ここ最近では景気が回復傾向にあるため、先行き税収にも持ち直しの動きが出てくることが予想されるものの、潜在成長率の低下やデフレによって名目 GDP 成長率が低水準にとどまる可能性が高いことを勘案すると、税収の大幅増加は期待しにくい。これらのことを考えると、財政赤字がさらに深刻になる可能性があるのだ。

ii) 家計の貯蓄率の低下

高齢化によって、貯蓄をする世代よりも貯蓄を取り崩す世代のほうが増えていっている中で、日本の家計貯蓄率というのは低下傾向にある。家計の金融資産が今後、増加しにくくなることはほぼ間違いないだろう。そのような状況下で、現在のような財政運営を続けていけば、国内部門全体としての資金余剰の状態もそう長くは続かないことが予想される。もしそのような事態となれば、国内での国債の消化が難しくなり、長期金利の急上昇などの自体を招く可能性も否定することはできなくなるのである。

iii) 「日銀券ルール」

日銀は、資金供給手段の一つとして長期国債の買入を行っており、2010年3月末時点の保有残高は 50.2兆円となっている。保有残高は 2006年以降、金融緩和解除の動きのなかで減少傾向を辿ったが、2008年末以降は日銀が再度金融緩和に踏み切り、買入額を引き上げたこと等を背景に増加に転じている。日銀は長期国債買入について、保有残高を日銀券発行残高以内に納めるという、いわゆる「日銀券ルール」を定めており、2010年3月末段階では 30兆円程度の買入余力がある。しかし、残高が足元並みのペースで増加していった場合、3～4年で上限に達することが見込まれ、国債の国内消化余力低下の一因となる可能性がある。

iv) 民主党政権

このような問題がある中でも民主党政権は、安定財源の確保もできていないのにマニフェストに記された子ども手当などに代表をされる歳出拡大政策を進めている。今すぐに

国債の消化に支障をもたらすような差し迫った状況ではないとはいえ、中長期的な財政の健全化に向けては事業仕分けなどの歳出削減だけでは限界があることは明らかとなっている。

Ⅲ. 今後の対応策

i) 市場との対話

国債市場の動向やニーズを的確に把握するための「市場との対話」は、引き続き、国債管理政策の中心的な役割を担うものとして重要。

ii) 国債の商品性・保有者層の多様

- ・我が国の国債保有構造は、銀行等の預金取扱金融機関の保有割合が高いが、投資行動の異なる投資家が幅広く国債を保有することを促進することが重要。
- ・国債の商品性及びその多様化については、時々で変化する市場の動向やニーズに的確かつ柔軟に対応していくことが必要。また、シンプルで分かりやすい商品を提供することが重要。
- ・超長期債については、生保等のニーズが見込まれる一方、発行当局にとっても将来の借換リスクの軽減というメリットがある。今後とも、超長期債市場の育成に向けた取組を続けていくことが必要。
- ・物価連動債（発行停止中）は、市場の状況を踏まえつつ、発行再開のタイミングを見極める必要。今後の発行再開に向けて、元本保証（フロア）を付与した商品やより長期の年限の商品の導入等、ニーズを踏まえた対応が必要。
- ・変動利付債（発行停止中）は、諸外国にも例の少ないものであり、また、リスク特性が複雑で分かりにくいとの指摘もあることを踏まえ、今後想定されるニーズや商品性の見直しの可能性等を見極める必要。
- ・個人向け国債については、3年債の発行開始に向けた準備を進める必要。更に個人保有の促進の観点から、既存商品の商品性を見直しや新商品の導入等、幅広く検討することが重要。
- ・海外IRの実施は、潜在的投資家層の発掘や投資家とのネットワークの構築・維持に大きな意義。今後は、既存のネットワークを通じた情報提供を継続するとともに、新たなIRの展開に当たっては、安定的に国債を保有する傾向が強い年金基金等を重視。

iii) 国際市場の流動性の向上

- ・国債市場の流動性の維持・向上は、市場参加者間の取引の活発化を通じた市場の自律的機能によることが基本。発行当局としては、発行段階での工夫による後押しに加え、国債管理政策の基本目標の達成に必要な範囲で補完的な手段の活用も

有効。

- ・流動性供給入札については、補完的な手段としての位置付けを明確にする必要があり、市場関係者とも認識を共有した上で、今後の規模等を検討することが望ましい。
- ・買入消却は、債務管理上の特別の目的のほか、国債市場の流動性向上策として実施。後者には、危機対応と平時のものがあるが、市場への過剰な介入にならないよう留意する必要。
- ・流通市場におけるより一層の取引の円滑化は、国債発行当局にとっても望ましく、市場参加者のイニシアティブによる流通市場改革に係る議論の後押しをするとともに、必要な対応をとることが望ましい。

iv) 債務管理の高度化

- ・コスト・アット・リスク分析については、将来の金利予想シナリオの信頼性を考慮しつつ目的に合わせた分析期間を設定する等、より信頼性の高い分析へ向けた取組が必要。
- ・金利スワップ取引については、実施機会が限定的であり、また、国債の借換時の金利変動リスクの削減は、当面は超長期債の発行増加に期待できると見込まれるため、新規の取引は当面見合わせ、今後については、国債市場やスワップ市場の状況等を踏まえて対応していく必要。
- ・国債金利情報の提供開始（21年度内を目途）については、研究機関等による金利情報取得に関する利便性の向上に資するとともに、一般投資家等が投資判断材料の一つとして活用することが期待される。

おわりに