

議 題

国債市場の安定維持に向けた対応について

開催日時

2010年5月12日<10時50分~12時50分>
 リッキーマーケットソリューションズ主催「マーケットコンファレンス 2010—国際的な動向も踏まえた
 国債市場の現状と課題」のセッションとして開催

出席者

内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）
 加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）
 根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）
 渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）
 井上哲也（野村総合研究所金融市場研究センター首席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

1. 国債発行市場の安定化要因とその展望
2. 国債保有構造の安定化要因とその展望
3. 政策対応についての考え方

出席者による発言要旨

はじめに

井上<オーガナイザー>:

・本日のパネルでは、日本国債の安定性維持に関して、発行市場と保有構造の双方から検討した上で、政策対応についてもいくつか焦点を当てて議論したい。その際に重要と思われる視点を予め挙げておくと、第一に、金融システムの安定という切り口から考えることである。国債は国の債務であると同時に、金融機関や機関投資家にとっては重要な金融資産であるだけに、国債市場の安定は金融システムの安定の上で不可欠である。第二に、中長期的な観点から安定性の維持を考えることである。これまで日本国債の安定を支えてきた要因は、少なくとも当面維持されるとみられるだけに、その間に中長期的な対応を考えておくことが大切である。第三に、金融政策との関係、あるいは金融システム全体の安定維持のためのマクロプルーデンスとの関係といった、いわば policy mix のあり方を踏まえた幅広い観点から議論することである。これから政府が財政再建に本格的に取り組んでいくことを考えると、政策手段の役割分担はますます重要となると考えられる。

1. 国債発行市場の安定化要因とその展望

高田氏:

・約10年前に執筆した「国債暴落」という著書では、日本国債の暴落に対する懸念は「オオカミ少年」に過ぎないと主張したが、最近の状況を見ると、必ずしもそうとも言えなくなってきた。国債の利回りから、CPI 上昇率、潜在成長率、銀行の預貸ギャップ等の要因を除いた残差をリスクプレミアムとして推計すると、昨年(2009年)の第3四半

期以降大きく上昇しており、表面的な金利水準は安定的であったが、財政支出増大のリスクが織り込まれ始めたことを示唆している。

・もちろん、日本は、欧州の PIIGS 諸国と違って経常収支黒字を維持してきたし、前回の金融危機以降、銀行の預貸率が低下する中で、銀行の資金が国債購入に回るという循環が維持されてきた。加えて、事実上のゼロ金利政策が維持されてきたことも、拡大する財政支出のファンディングに対する重要な下支えとなっている。今後に変化があるとすれば、一つは、蓋然性には様々な議論があるが、海外への資本逃避の発生であり、もう一つは、2003年の「VARショック」のように、国債保有の大きな部分を占める金融機関が一度に同じ方向に調整を行うことである。中長期的には、マクロ的な貯蓄率の低下だけでなく、日本の潜在成長率が維持され、政府の税収がそれに沿って確保されるかという点も問われることとなる。

・昨日まで中東に出張していたが、PIIGS の問題が意識されていることもあって、「日本政府が意味のある財政再建を進めることができるのか」、あるいは「増発される日本国債の国内消化が難しくなった場合、どのような対応が必要か」といった点への関心が強かった。日本で国債暴落が生じなかったことは本当に意味のあることであり、これを維持することの重要性を強調しておきたい。

福田氏:

・日本では、1990年代に経済危機対策として発動された巨額の財政支出によって、財政赤字が大きく拡大した。現在、地方政府を含む債務は、グロスでは GDP の約2倍と先進国で突出しており、ネ

ットでも GDP と同水準に達した。それでも、国債金利が安定していたことは、経済学の大きな研究テーマである。仮説として、低金利維持への期待が強かったことや、強いデフレ期待が存在すること、消費税を含む増税余地が残っていること、金融機関に国債購入のインセンティブがあることなどが指摘される。

・これらに劣らず重要なマクロバランスは大きく変貌しつつある。貯蓄率は急速に低下し、既に米国を下回った。企業貯蓄は増えたが、家計貯蓄は大幅に減った。家計貯蓄の減少は高齢者の消費増による面が大きく、「団塊の世代」の高齢化が進めば貯蓄率は低下し続ける。企業は、期待成長率が低下する中、減価償却費や内部留保の範囲で設備投資を行い、借入を抑制してきた。日銀は量的緩和等の努力を続けたが、銀行貸出は減少し続け、金融機関は大量の国債を保有するに至った。こうした問題に対応するには、単に財政赤字を削減するだけでなく、健全なマネーフローの回復という観点から経済構造を変えることも重要である。高齢化に伴う貯蓄率低下はともかく、期待成長率を高めて企業の設備投資を促し、ゼロ金利政策を適切に見直すことが求められる。

・経済学による財政赤字問題へのアプローチは、リカード的な見方と非リカード的な見方に大別される。前者は、財政赤字は将来の税収で返済されるという考え方であり、日本は、消費税を 10% 引き上げれば毎年約 30 兆円の税収増が期待できると考えると、リカード的対応は可能である。その際、国内貯蓄が財政再建に費やされ海外投資が減退するので、為替レートは増値しやすい。これに対し、ギリシャはリカード的対応は難しく、「借金棒引き」の可能性が高い。通常は自国通貨の下落を通じて債務価値の切り下げが起こるが、ギリシャはこうした手段が採れない難しさがある。

高田氏:

・日本の投資家が、資金運用難を背景に海外への投資姿勢を強めれば、資本逃避が生じ、非リカード的な状況も生じかねない。その結果生じる円安は債務の実質価値を減少させることとなるが、日本の場合、長年に亘る円高を映じた根強い円高期待がどう変化するかが注目される。同じく、低金利の継続に対する期待も根強いが、2003 年のように金利の先高期待が本格的に生じた場合、マクロ経済や金融システムの構造が変わりつつあることも踏まえると、国債市場の安定維持は大きな試練となることが考えられる。

内田氏:

・貯蓄率は可処分所得と人口動態の 2 つの要因に左右されるが、日本での貯蓄率の低下は後者による面が大きい。60 歳未満の勤労者の貯蓄率は 20% を超えているが、これ以上の年齢層では金融資産が潤沢であることもあって、マイナス 20% を下回って低下していく。当方では、60 歳以上の世帯シェアは現在の 35% から、2015 年には 45% に上昇すると推計しており、貯蓄率が人口高齢化に伴って大きく低下していくことはやむを得ない。

2. 国債保有構造の安定性とその展望

内田氏:

・日本国債の 95% は国内投資家に保有されており、財政の比較的健全なドイツでも 30% 程度を海外投資家が保有しているのと比べて特徴的である。国内金融機関の貸出に対する預金の超過は、過去 10 年の累計で 150 兆円に達し、その大部分が国債購入に回った。マクロ的には家計だけが資産超過であり、政府と企業の負債超過を支えている。2000 年以降は資産と負債の双方の超過幅は横ばいとなる中で、企業負債が縮小したことが国債の安定的消化に寄与した。投資家別には、ゆうちょが 2000 年以降に国債保有を大きく増やした。これは、財投改革により、財投資金が国債保有に振り替わったためである。年限別には、中短期債は都銀、長期債はゆうちょと機関投資家による保有のシェアが大きい。

・保有構造の安定性にとっては、金利リスクが重要である。VAR ショックは、長期金利の急上昇に伴い金融機関がロスカットを余儀なくされたために生じた。現状は、いわばマグマが蓄積している状況と言って良く、金融機関の国債保有に伴う bpv は、2005 年には 2300 億円であったが、現在は 3500 億円に増えた。また、大手行が現在のペースで国債保有を増やすと、2015 年頃には、金利リスク量が BIS 規制のアウトライヤー基準を超過するとみられる。

・中長期的にみて、48 兆円程度の税収と「埋蔵金」収入を合わせ、実力ベースの歳入は 52 兆円程度であろう。歳出は、民主党のマニフェストの実行に、社会保障費の自然増が毎年 1 兆円程度加わることで拡大を続ける。この結果、2010 年度に 630 兆円余りある国債残高は 2020 年に 1100 兆円を超え、消費税を 10% へ上げても、2020 年の国債残高は 1000 兆円近くなる。貯蓄率は低下を辿り、2015 年頃にゼロに達する。家計のネット金融資産も横ばいを保つのが精々であり、景気が回復すれば、企業のフローの貯蓄超過にも歯止めがかかる。従って、消費税を 10% へ上げても、日本国債の海外投資家による消化は、2015 年頃から上昇する。これに伴い日本国債の格下げリスクも高まる。格付維持の留保条件は、①政府による財政再建能力の残存、②低金利による利払い費の抑制、③国内投資家による安定消化、であるが、2015 年頃には②と③が失われる。こうしたシナリオの回避には、財政面で負債残高を含むルールの設定や PDCA プロセスの確立などが求められる。

根本氏

・バブル崩壊以降に、金融機関が低金利にも拘わらず日本国債の保有を増やしたのは、貸出や株式投資におけるリスクプレミアムが大きく高まった結果、リスク調整後の収益率でみると日本国債が魅力的な運用資産であったからであると理解できる。その後、2005 年頃から金融危機を脱する中で、貸出のリスク調整後の収益性が改善し始めた際には、金融機関に代わり、ゆうちょが財投預託金の払戻し部分を原資に国債保有を大きく増加させることで、日本国債の安定消化が維持された。同時に、個人向け国債の発行や、負債に対する時価会計の適用に伴う生命保険によるマチュリティギャップへの対応も国債消化に寄与した。

・短期的には、金融機関による国債買入れが大きく変化することは考えにくい。確かに、景気回復により貸出需要が増えたり、金融機関への規制強化に関する不透明性が低下してリスクアピタイトが回復したりすれば、国債金利は上昇する。実際、1998 年の「運用部ショック」の際は 140bp、2003 年の「VAR ショック」の際は 110bp の金利上昇があったが、こうした事態が再現する確率は高くないように思う。なぜなら、これらは政策の先行き期待が変化した局面であるが、現在の政府や日銀は、市場との対話を通じて慎重な政策運営を行っているからである。また、金融機関も、個別のリスク管理の結果として市場機能を毀損する事態を招くことは、VAR ショックからの学習効果も踏まえて、極力回避するとみられる。

・もっとも、金融機関による国債保有の絶対額は増えて続けており、100bp の金利上昇により、大手行は約 2 兆円(業務純益の約半分に相当)、地銀は約 1.6 兆円(業務純益のほぼ全額に相当)の評価損が生ずる状況にある。特に地銀は、貸出機会の減少によって、収益確保のために金利リスクを採らざるを得ず、保有する国債のデュレーションが長期化している。また、金融機関の中には、コア預金に関する金利感応度を見直すことで、金利リスク量の推計値を引き下げる動きも見られるが、金利上昇に対するコア預金の反応には不確実性があり、金利リスク量の推計値が過小評価であったり将来のブレが大きくなっているケースも散見される。こうして、国債市場の安定が損なわれる確率は高くないが、実際に生ずるとその影響は小さくないとみられる。

内田氏:

・ゆうちょを含む公的セクターの役割は、直接的な国債の保有構造と、郵便貯金と銀行預金との資金シフトの双方が重要である。財投から国債保有への資金の振替わりは一巡しつつある。今後、郵便貯金の預入限度額が引き上げられれば、ゆうちょによる国債保有は増えるであろうが、同時に銀行預金からのシフトが生じれば、金融機関による国債保有のニーズはその分低下する。この場合、中短期国債の市場にどのような影響が生ずるかが注目される。一方、先に述べた試算に基づくと、100bp の金利上昇によって金融機関全体で 33 兆円の評価損が生ずることとなるが、このうち銀行分は 6 兆円程度に過ぎず、残りの大半は、長期債を多く所有するゆうちょを含む公的金融機関や機関投資家に生ずる。この点も、金利上昇の影響を考える上で重要なポイントである。

根本氏:

・ゆうちょによる財投預託金から国債保有への振替わりが一巡することは国債消化には不安材料である一方、ゆうちょへの政府出資が残り、預入限度額が引上げられれば、こうした懸念が後退するのも事実。もっとも、ゆうちょの規模を拡大させることは、政府の財政規律を緩めるだけでなく、ゆうちょの金利リスク量を一段と増加させるだけに、評価損が拡大した場合は、日本政府の信用力自体にも影響しかねない。

高田氏

・日銀による低金利の維持を前提とした場合、短期債の増発や変

動利付債の再発行を通じて、国債の安定消化を維持しながら利払い費を抑制することが考えられる。実際、2003 年以降は、財務省は 15 年の変動利付債を発行したが、今回の金融危機で生じた市場機能の毀損を考えると、物価連動債も含め、どのような種類の債券を活用するのかは重要な論点となろう。一方、金利上昇局面に入った場合の日銀の対応については、国債買入れや時間軸政策の運営も含めて、狭い意味での金融緩和の exit ということに止まらず、国債管理政策も加味した政策判断が重要となろう。

・2003 年の VAR ショック後に、金利の先高感がある中でも国債市場の安定が回復されたのは、ゆうちょの国債買入れ増加に加え、機関投資家による ALM の観点からのデュレーション・マッチングに伴う長期買入れによる面も大きい。これも概ね一巡していると考えれば、次の金利上昇局面でどのような安定化要因が働くかという点は重要なポイントとなる。

福田氏

・短期的には、国債金利の急上昇が生じれば、日銀は対応せざるを得ない。もっとも、中長期的にはきちんとした財政再建のビジョンを示すことが不可欠である。国債管理政策は、あくまで対症療法であるし、根本さんが指摘された財政規律に対するモラルハザードを招きかねない。日本国債の安定性を支えてきた多くの構造要因が変化しつつある以上、財政面で構造的な対策を打たないと、短期的な金利上昇に止まらない深刻な問題を招くことが懸念される。

加藤氏

・市場が混乱した場合に、日銀が国債買入れを通じて安定化を図ることには意味がある。しかし、IMF や世銀が発展途上国に経済プログラムを実施する際は、中央銀行の独立性を高め、中央銀行による財政ファイナンスを行わせないよう指導している。また、米国での金融規制見直しを巡る議論の中で、FRB の金融政策に対する監査強化が大きな論点となったが、FRB 自身だけでなく、米財務省も中央銀行の独立性に懸念が生ずると、国債金利の上昇やインフレのリスクが生じかねないと主張していた。日本では、デフレ基調のためにこうした議論が妥当しにくい面もあるが、中長期的には、日銀の国債買入れを考える上で重要なポイントである。

内田氏

・アジア諸国の経済的結びつきが強まり、将来、ACU のような共通通貨ができた場合は、域内で信用力の高い日本国債がその裏付資産としての役割を果たすことが考えられる。アジアに限らず、グローバルにみても、ドルに代わる国際通貨を通貨バスケットとして考えるとすれば、ここでも日本国債が裏付資産の一角を占めることが考えられる。そのためにも、中長期的な財政再建の戦略を示すとともに、日本国債の市場機能を高めておくことが大切であろう。

3. 政策対応についての考え方

井上<オーガナイザー>:

・本日のパネルの最後のパートとして、日本国債の安定維持に資する政策対応について議論したい。もちろん、このための根本的対

応は財政健全化であるが、先に述べたように、本パネルでは金融システムという切り口から、財政面での対応といわば相互補完的な位置づけになる政策を考えてみたい。このような視点に限定したとしても、なお多様な論点が考えられるが、これまでの議論で示された日本の金融経済面の特徴を踏まえると、次のような点が興味深いように思われる。つまり、①日本国債の市場が変化した場合に適切に認識するための「早期警戒(early warning)」としてどのようなものが考えられるか、②日本国債を日本の金融機関が多く保有していることを踏まえた「マクロプルーデンス政策」をどのように行うか、③日本国債の市場の安定維持の観点から、日銀による国債買入れをどう位置づけるか、といった点である。

柳川氏:

・大学のゼミで、アジア通貨危機に関する Tirole 教授の著書を教材にしているが、金融市場の最近の動きは教科書に書かれたものと次第に違うものとなってきたように感ずる。政策当局が市場をコントロールすることは困難となり、市場は、プレーヤーの予想にそって事態を先取りして動いており、国債が実際にデフォルトするはるか以前に市場金利はデフォルトリスクを織り込む。しかも、予想自体が不安定化すると、ファンダメンタルズに拘わらず市場が大きく動き、それ自体がショックのトリガーを引いてしまう。

・国債市場の early warning も、結局は市場との対話であり、当局と市場関係者がお互いの信頼を高めることに尽きる。当局が適切な情報開示を行うことは、市場の予想の不安定化を防ぐ上で大切である。もっとも、市場の予想がいったん不安定化すると、early warning 自体がショックの引き金になりかねない。今回のギリシャでも、格下げが市場の不安定化後に出たため、欧州市場全体に大きなショックとなった。もっとも、多少のショックをもたらさない限り、warning の意味をなさないというジレンマもある。つまり、early warning が機能するには、市場の予想が不安定化する前に、政策運営に関する透明性を高めることが大切である。もちろん、その前提として、マクロ経済が安定を維持することが一層大事である。

・金融システムの安定化を図るだけでは、国債発行の問題を解決してくれる訳ではない。さらに、金融システムが安定していると、増発される国債が何とか消化されることで、財政再建をむしろ妨げることになりかねない。つまり、小さい船に乗っていれば、波が高くなったことを容易に認識できるが、大きく安定的な船の上ではこうした認識は難しく、本当に大きな波が来たら船は転覆する。このように、財政と金融システムとの policy mix は単純でない。

渡部氏:

・ギリシャ危機の根幹は財政赤字であるが、クレジットの評価に関する問題も危機を深刻化させた。ソブリン CDS や格付でのデフォルトリスクの推計は、金融危機の際と同じく大きな問題を抱えている。これらのクレジットイベントは希であるだけに、発生確率の推計は恣意性や不安定性に左右されやすい。このため EU 諸国では、①格付機関を登録制にして、情報開示を求める、②CDS の取引情報の登録を求める、等を通じて、監視を強化する動きがある。私自

身、こうしたモニタリングの強化には賛成であるが、過度な規制はクレジットリスク管理のための CDS の活用を阻害することになるだけに、適切なバランスが求められる。

・ソブリン CDS に関する理論的な研究は多くないが、今年発表された日銀レビュー(篠潤・高橋(2010)「ソブリン CDS 市場の現状と変動要因について」<2010-J-4>)によれば、欧州問題国の CDS プレミアムは財政赤字との相関が高いが、日米英では相関がはっきりしない。もっとも、欧州での問題が深刻化するに連れて、問題国だけでなく、日本も含むグローバルなソブリン CDS のプレミアムが上昇するなど、国際的な連関は窺われる。ソブリン CDS の市場規模は総じて成長しているが、国債の現物に対するシェアは日米では非常に低い。

・日本国債の問題の根幹も財政赤字であるが、ギリシャと違ってすぐに深刻化するとは思えない。ただ、金融システムから見ると、日本国債の大半を金融機関が保有しているだけに、ショックに対する反応が一方向的に偏りやすい。この点を踏まえたマクロプルーデンス政策としては、まず、監督当局や中央銀行が、各金融機関への検査を通じて入手した国債のポートフォリオに関する情報を集約してストレステストを行い、結果を踏まえて是正を求めることが考えられる。また、国債市場のタームプレミアムの歪みを精査すれば、金利リスクの評価の上で有用な情報をもたらすであろう。もちろん、先に述べたように、ソブリン CDS のプレミアムを市場の特性を考慮しながら適切にモニターすることも大切である。

加藤氏:

・日銀では、2005 年頃には保有国債の残高が銀行券の残高に接近したが、買入れ国債のマチュリティーが短期化したため、両者の差は 2008 年にかけて拡大した。もっとも、2009 年 3 月以降は、買入れ方式の変更に伴って長期債買入れが増えたため、残高も再び増加している。日銀は 2001 年 3 月に銀行券ルールを定めたが、平時におけるバランスシートの運営上は妥当な考え方であり、これを超えて国債を買うと超過準備が常態化する。FRB も、金融危機までは、保有する長期国債と TB の合計がドル紙幣残高に沿うようにする方針を維持していた。この間、先進諸国の中央銀行と同じく、日銀の国債引受けは禁止されている(財政法第 5 条)。これは、戦時中に日銀が財政ファイナンスを担ったことが、戦後のハイパーインフレに繋がったという歴史的経験に基づくものである。

・景気対策としての国債買入れの効果は、先進諸国でも必ずしもはっきりしない。金融危機での FRB の買入れも、開始発表後は国債利回りが低下したが、その後は景気動向を映じて金利は上昇気味である。FRB 内でも効果を疑問視する意見がみられ、昨年 8 月の FOMC で 10 月末での終了が決まった。Bernanke 議長は 2008 年 12 月に国債買入れを示唆した後、2009 年 3 月の開始まで若干躊躇したが、海外の大口投資家によるクレームがその理由とされる。実際の買入れ規模は、市場規模に比べ小さかったが、大規模にすればマネタイゼーションへの懸念が強まったのも事実であろう。BOE も同時期に国債買入れを開始した。購入額の上限は数次に

亘って引き上げられたが、BOE による国債保有残高もほぼ上限（2000 億ポンド）に達している。英国でも、オペの開始直後には国債利回りが低下したが、その後はむしろ上昇気味である。もっとも BOE は、10 年国債の利回りと 10 年物 OIS レートとの差が一時縮小したことで、実質的な利払い負担を軽減しと主張している。また、BOE は国債購入額の上限を据え置いていることは、ポンド資産へのリスクプレミアムが拡大する中で、国債買入れ増額が逆効果となる懸念が生じたことによるのであろう。

・日銀による保有国債の残高は約 51 兆円で、GDP の 10.7% に相当する。現在のペースで国債買入れを続けると、数年後には銀行券残高に再び接近し、GDP の 15% 程度に達する。BOE の保有国債は GDP の 14.2% であり、FRB による国債と MBS の合計保有額は GDP の 14.2% である。日銀の国債買入れに対する姿勢が defensive との批判も強いが、デフレと低金利の継続を対 GDP 比で見た銀行券残高が大きいので、銀行券ルールを遵守しても、GDP との対比で見た国債発行残高は米英対比で遜色がない。

・いわゆる「リフレ論」によれば、戦前の高橋財政期に日銀が国債を引き受けたことで景気が拡大したとして、現在の日銀も大規模な国債買入れに踏み切るべきと主張する。しかし、当時の日銀による保有国債残高は GNP の 2.3% に過ぎない。また、日銀は国債を金融機関に売却していたため、日銀当座預金の残高も殆ど横ばいであり、「量的緩和」でもなかった。それでも景気回復が進んだのは、金本位制の離脱に伴う円安や利下げ、軍事費を中心とする財政刺激や重工業の成長といった要因による面が強いのであろう。

・今回の ECB による国債買入れは、欧州国債市場の機能低下に対応するとともに、金融政策の波及メカニズムの回復を図ることが目的とされており、BOE のように「量的緩和」としての対応とは異なる。米国で MBS 市場の機能が損なわれ、FRB が実施した MBS 買入れに近い発想である。ただ、ECB の対応もあくまで「消火活動」であり、基本的にはギリシャを初めとする問題国の財政状況に中長期的な展望が拓けない限り、根本的な問題解決は展望できない。

福田氏:

・日銀も含む中央銀行ができることは「危機対策」であって、買い手が消えた市場に介入することは重要かつ有効である。もっとも、現在のように「流動性の罫」の下では、中央銀行がバランスシートを拡大させても副作用は生じないが、どこかで「流動性の罫」を脱する状況になれば、中央銀行の資金供給は縮小するべきである。ここでは、構造的な問題に別途の対応を採ることが求められる。

4. おわりに

井上くオーガナイザー>:

・今回の会合では、日本国債の市場の安定性が変化する場合にどのような現象が生じるか、また、こうした現象を適切に把握したり、抑制したりする上ではどのような対応が考えられるか、といった点について様々な視点や考え方が示された。金融市場パネルでは、今後の会合を通じて、こうした議論を一層深めていきたい。