

黒

田日銀が「異次元緩和」をスタートさせてから、2カ月あまりが経過した。この間、長期金利は大きな振れを伴いつつ、徐々に水準を切り上げているが、それでも元の10年債金利はなお0.8〜0.9%と、歴史的には相当に低いレベルにある。

本稿では、日本の国債価格の高止まり（低金利）状態が長期間継続してきた背景と、それが他の主要先進国の国債を含めて、国際金融市場でどのように受け止められているのかみてみよう。

頻発するバブル

日本の長期金利は1990年には6%程度だったが、2000年には2%台、03年以降は1%台と低下の一途をたどり、12年以降は1%を割り込む水準で推移している。90年代末の国内の金融危機の影響で実体経

済は大きく落ち込み、日銀は99年からゼロ金利政策、01〜06年には量的緩和政策を行ったものの、デフレ状態は長期化した。

この間、国内の貯蓄超過状態は国内総生産（GDP）比でみた幅は縮小しつつも継続する一方で、国内企業等による資金需要は乏しい状態が続いた。その結果、家計貯蓄は金融機関経由で国債の消化に振り向けられるという構図が長期化し、国内の金利低下状態が継続してきた。

日本国債が「バブル」状態となったのは、こうした構図を背景としてある。日本の財政状況は、先進国中でも突出して悪いにもかかわらず、低金利ゆえに、利払い費もさして膨張せず、財政運営を継続するうえで痛みも支障も感じられてはいない。それゆえ、国全体として財政再建の必要性の認識に乏しく、国債残高規模が増え続ける状態が手つかずで放置されているのが最大の問題だ。

もともと国外に目を転じれば、日本がデフレ長期化に苦しんできた90年代以降今日に至るまで、主要先進国では「バブル生成→崩壊」という事例がしばしば発生し、しかもその間隔は年々、狭まりつつあるように見受けられる。00年のアメリカのITバブル崩壊、07年の同国の住宅バブル崩壊（サブプライム危機）、08年の証券化商品のバブル崩壊（リーマン・ショック）といった具合である。これらの背後には、各国の金融事情等の個別の要因も存在するものの、共通の背景として90年代以降、主要先進国の中央銀行の金融政策運営の大きな変化を指摘できよう。

すなわち主要先進国も80年代までは、高インフレに悩まされていた。その反省から90年代以降、中央銀行が政府からの独立性を獲得して金融政策運営を担う、という制度改革の動きが各国に広がった。97年に日銀法が改正された日本もその例外では

なかった。諸外国の多くではインフレ率を2%程度に抑制できるように金融政策を行う「インフレ・ターゲット」が導入され、これが総じて有効に機能。そのうえ、新興国経済の台頭によって低コスト製品が先進各国に流入し、一般物価の安定はおおむね達成された。

ところが、このため主要中央銀行が金融引き締めを行う必要性は薄れ、金融緩和状態が長期化した。これがさまざまな国、さまざまな金融商品でバブルの生成と崩壊が頻発する一つの背景と考えられる。

先進国の国債は安全か

その一つが「国債バブル」であろう。これは日本国債に限ったことではなく、欧米各国も含め長期金利は低下の一途をたどってきた。

欧州では共通通貨ユーロの導入により、経済の実力以上の低金利を享受できる結果となった「周縁国」で国債バブルが生じた。それが債務危機で崩壊し、そのうちギリシャは12年3〜4月と12月の2度にわたる債務不履行を余儀なくされた。このギリシャの事例は、先進国としては日本が46年にドイツが48年に国内債務不履行を起こして以来、実に64年ぶりだった。

その後も各国中銀が、軒並み「量

CDS市場が意識しはじめた 国債バブルの「時限爆弾」

先進国中、最悪の財政状況の中でも価格が高止まりする日本国債。いつまで高値は続くのか。

日本国債

かわむら 河村 小百合

（日本総合研究所主任研究員）

先進国の信用リスクが高まっている(CDS想定元本残高(クロスベース)の上位主体の変化)

(十億ドル)

2008年末			2010年末			2012年末		
順位	経済主体名	想定元本残高	順位	経済主体名	想定元本残高	順位	経済主体名	想定元本残高
1	トルコ	165	1	イタリア	267	1	イタリア	388
2	イタリア	158	2	ブラジル	160	2	スペイン	212
3	ブラジル	126	3	トルコ	135	3	フランス	177
4	ロシア	98	4	スペイン	132	4	ブラジル	156
5	モルガン・スタンレー	79	5	メキシコ	111	5	ドイツ	154
6	ゴールドマン・サックス	76	6	ロシア	96	6	トルコ	137
7	メキシコ	74	7	GEキャピタル	96	7	メキシコ	117
8	GEキャピタル	74	8	ドイツ	80	8	ロシア	109
9	GMAC	74	9	バンク・オブ・アメリカ	80	9	韓国	85
10	メリルリンチ	72	10	JPモルガン・チェース	80	10	日本	79
(10位圏外)			(10位圏外)			(10位圏外)		
592	日本	7	50	日本	41	124	アメリカ	23
740	アメリカ	5	291	アメリカ	16			

(注)DTCC,IMFスタッフによる推計値。各経済主体は、■は先進国、□は新興国、無色は民間企業
(出所)IMF, Global Financial Stability Report Old Risks, New Challenges, April 2013を基に日本総合研究所作成

性を問い直そうとする動きがある。表は、国際金融市場におけるCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)取引の参照先として、クロス(想定元本ベースで上位に入っている経済主体(国や企業))の変化をみたものだ。CDSは当該金融商品が発行する経済主体が破綻して債務不履行となった場合、それを補填する保険のような役割を果たす。相定元本(取引)残高が増えるほど当該経済主体が倒産する懸念が高まっていることを示す。

リーマン・ショックが発生した08年は、民間経済主体やソブリン(国家の信用力、国債)のうち新興国を参照主体とするCDS取引が上位を占めていたが、欧州債務危機が発生した09年頃からは欧州各国を中心に、先進国が参照主体の上位を占めるようになり、CDS取引の中でもとりわけソブリンCDSの規模が増加してきている様子が見てとれる。

つまり、先進国の債務不履行に備えようとする動きが広がっているのだ。国際通貨基金(IMF)によれば、こうした動きは①ユーロ圏周縁国②ユーロ圏中核国(ドイツ等)③それ以外の先進国(日本やイギリス等)という順番で広がっている。②や③のケースでは、高リスク国を参照主体とするCDS取引のポジションを修正する目的で、取引が行われている側面もあるようだ。

ただし、ドイツや日本についてCDSのネット想定元本残高(実際に債務不履行などの信用イベントが発生した際に支払われる金額)も同時に増加傾向をたどっている(ドイツは世界4位、日本は6位)ことからすれば、運用の一環としての取引増とも言い切れない。足元、主要国の金利水準こそ低い状態が続いているものの、国債はリスクゼロ資産、換言すれば低金利資産であり続けるのかどうか。国際金融市場では、それを疑う動きも出始めている。

CDS取引の参照主体としての日本の順位は、08年末には592位だったが、10年末には50位、12年末には10位と上昇ぶりが目立つ。つまり、超低金利状態の継続とは裏腹に、年を追うごとに日本国債に対して国際

金融市場はリスクを読み込み始めたといえる。

異次元緩和の盲点

米連邦準備制度理事会(FRB)が、量的緩和第3弾(QE3)からの出口を模索する動きもみられ始めているが、欧州の債務危機はなお、すっきりとした収束は見通せない状況にある。欧米各国の中銀が金融危機以降に実施した「量的緩和」状態は当面、継続する可能性が高い。

黒田日銀は、2%のインフレ目標達成に向けて14年末にかけ、マネタリーベース(通貨供給量)を倍増させ、長期国債を大規模に買い入れ「異次元緩和」を継続する旨を明言している。だが、足元のような「国債バブル」ともいえる低金利状態が続くかは定かではない。国際金融市場が先進国のソブリンリスクに懸念の目を向け始めていることから明らかになように、財政運営が改善しない限り、国内でのインフレ期待の高まりや、FRBのQE3からの出口局面入り、といった些細なきっかけでの金利上昇が、利払い費急増による財政運営硬直化につながり、スパイラル的な金利上昇を引き起こし、「国債バブル崩壊」という事態が到来するリスクは拭い切れない。これが日本にとって、最大のリスクだ。