

まず 白川方明前総裁の退任、黒田東彦新総裁就任の時点で、日銀がコミットしている金融緩和策の内容を確認しておこう(表)。

日銀は、2010年10月に「包括緩和」を導入した時点で、バランスシート(貸借対照表)上に「資産買入等の基金」を設けた。安倍新政権発足後の1月22日の金融政策決定会合では、「物価目標2%の導入」に加え、「物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買い入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続すること」「14年初からは、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買い入れを行うこと」が決定された。

「より長期の国債を」

この時点では、基金内の国債の満期到来分等も勘案すると、総額は13年末時点で101兆円程度、14年末時点では111兆円程度に達すると見込まれていた。これが、黒田日銀が、金融緩和の強化を検討するに当たってのスタートラインとみることができよう。

黒田総裁は、国会での所信聴取で「より長期の国債や社債、ETF(上場投資信託)の買い入れも幅広く検討する」と述べている。だが、社債

日銀が力づくで抑え込む「官製相場」の危うさ

物価上昇率2%の達成に向けて、日銀は「次元の異なる」金融緩和政策に乗り出す。そこでまず買われるのは国債だ。

かわむら 小百合 (日本総合研究所主任研究員)

やETFといった民間のクレジット商品に関しては、総裁就任前の「既定」の金融緩和路線のなかで示されていた買い入れ資産の内訳(表)からも明らかのように市場規模自体が、わが国の巨大な国債市場に比較すれば限定的で、日銀が金融緩和の目的で買い増せる金額は限られる。

となれば、金融緩和の強化を図るうえでの実際的手段は、「長期国債」ないし「国庫短期証券」(政府短期証券と短期国債の総称)の大幅な買い増し、とならざるを得ないものとみられる。黒田総裁自身、国会での所信聴取において、「日銀の資産買い入れは、長期国債については残存1、3年に限る必要はない」「より長期の国債を大量に買っていくのが自然だ」と述べている。

ではその場合、国債市場にはいかなる影響が及ぶのだろうか。ここでわが国の国債の保有構造を

みると、海外部門による保有シェアは近年上昇傾向にはあるものの、12年3月末でも8・3%と、主要諸外国に比較すれば、なお相当に低い(米国34%、ドイツ60%、12年9月末)。その裏返しとして国内部門、とりわけ民間金融機関による保有シェアがおよそ65%と際立って高いことが特徴的である。

これを詳しくみたものが、図である。「民間金融機関」のなかには、日本郵政傘下の「ゆうちょ銀行」や「かんぽ生命」が含まれ、それぞれ単独で日本国債市場全体の15・8%、6・5%の保有シェアを占める。これに「公的年金」(シェア7・5%)、および日銀(同1割弱)と合わせれば、国債残高の約4割が公的な色彩の濃い経済主体によって、安定的に長期保有されている。それ以外の保有層の大半も、国内の民間金融機関だ。リスク選好が同

国債

質の投資家によってその大半が構成されている国債市場——これが、日本の国債市場の金利が、長期間にわたり低位で安定的に推移することを可能としている構図である。

「売りが売りを呼ぶ」

このような現状を所与の条件として、黒田日銀は物価目標2%の達成に向け、国債の買い入れ額を大幅に増額して金融緩和を強化していくとみられる。

すでに黒田日銀の強力な金融緩和を市場は織り込み、長期金利の指標となる新発10年国債の利回りは3月22日時点で0・555%にまで低下。03年6月に付けた0・4%台が視野に入りつつある。

日銀が今後も国債を買い続けるはずだ、という予想があれば、金融機関は安心して国債購入に踏み切れ

日銀の「資産買入等の基金」の内訳(白川前総裁退任時点) (兆円)

	2012年末	13年末 目途	14年初以降
総額	67.1	101.0 (程度)	111兆円程度 (14年末)
資産の買入れ	40.2	76.1	無期限資産買入れ 方式(毎月、長期 国債2兆円程度を 含む13兆円程度)
長期国債	24.1	44.0	
国庫短期証券	9.6	24.5	
CP等	2.1	2.2	
社債等	2.9	3.2	
指数連動型上場投資信託	1.5	2.1	
不動産投資信託	0.1	0.1	
共通担保資金供給オペ	26.9	25.0	

(注)2014年末の基金残高(111兆円程度)は、基金内の国債の満期到来等を勘案したうえでの、日銀による見込み。日銀は、本表が示す「資産買入等の基金」とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。CPはコマーシャルペーパー

(出所)日本銀行「資産買入等の基金の残高の推移」等を基に日本総合研究所作成

る。その結果、長期金利の低位安定、すなわち国債価格の高値安定という「国債バブル」が膨らむ。これは、非伝統的手段による金融緩和の副作用として最も懸念される「金融の不均衡」の一つにはかならない。

黒田総裁が、より長い年限の国債の買入れに踏み切ることを明言していることもリスク要因だ。5年あるいは10年という長期国債を日銀が大量に買ってしまうと、物価上昇率が目標の2%を超えて上がりだした時、金融引き締めへの転換は容易ではなくなる。物価上昇目標の達成は本来、金利上昇を招くものであるが、

それとは別に日銀が引き締めを転じようとするれば、長期国債を売却する必要性に迫られ、それは需給面から長期金利の上昇に拍車をかけることになる。結果として、そうしたオペ(市場操作)を実行することは困難となる。白川前総裁が買入れる国債の年限を3年以内にしていたのは、金融緩和政策からの転換時に市場で売れないリスクを恐れたからである。

大量の国債を日銀が買入れ続けることは、政府の財政運営に対する疑問を生じさせる。見かけ上、国債金利の低位安定が続けば、政府は国債による資金調達に苦勞しなくて済む。本来なら金利上昇という「市場の圧力」が働くことによって、政府は財政再建を余儀なくされるはずだが、日銀の買入れによって、市場メカニズムが十分に機能しなくなる。このため、財政再建策を十分に講じないまま安易な国債発行が続く恐れがある。

だが、それがいつまでも続けられるわけではない。今後の政府の財政運営次第ではあるが、将来のどこかの時点で、財政の安定的運営の持続可能性が疑問視されるような展開になれば、海外勢が売りを仕掛けないとも限らない。

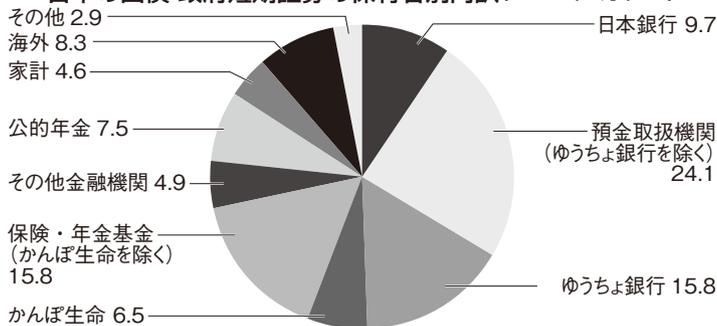
その時、金利上昇リスクを連想した同質なりリスク選好の国内勢が追随

すれば、「売りが売りを呼ぶ(国債暴落)」ような展開ともなりかねないのだ。これはすなわち、金利の急騰を意味する。

ジワリと存在感増す海外勢

やはり、政府が財政再建にいかにかに真剣に取り組むかがポイントとなる。名目国内総生産(GDP)比で240%超の巨額の公債残高を抱えるわが国では、依然として債務残高規模の増加傾向に歯止めをかける見通しすら立っていない。安倍政権のもと、抜本的な財政再建・財政構造

日本の国債・政府短期証券の保有者別内訳(2012年3月末、%)



(出所)日本銀行「資金循環統計」、ゆうちょ銀行「ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌2012」2012年7月、かんぽ生命ディスクロージャー誌「かんぽ生命の現状2012」2012年7月を基に日本総合研究所作成

改革が検討・実行されることとなればよいが、そうでない場合、日銀が国債買入れ額を増やすのを頼みにして、国債残高規模のさらなる増加傾向が続き、経常収支赤字が定着しても支障なし、ということにすらならねない。

足元の日本国債の保有動向を細かくみれば、変調の兆しもある。10年度末〜11年度末にかけ、これまで安定保有を行ってきたゆうちょ銀行やかんぽ生命、公的年金が保有する国債の金額はそれぞれ、小幅ながら減少している。ゆうちょ銀行を除く預金取扱機関(民間銀行)の国債保有額も通減傾向だ。

それが代わってこの1年間で日本国債の保有額を大幅に伸ばしたのは、国内の保険・年金基金(かんぽ生命を除く)で31.1兆円の保有増、海外が14.7兆円の保有増、日銀が10.5兆円の保有増。国内の民間金融機関のなかにも、先行きの金利リスクに敏感になってきているところがある。また、海外部門の保有シェアが増加することは、それだけ国内勢とは異なるリスク選好をもった「異質の目」が日本国債市場に入ってきたことを意味する。

黒田日銀が今後、どのようにして金融緩和を進めるか。これに対して政府はどのような財政運営を行っていくのが注目される。