特集 再考・安全資産としての日本国債

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員　内　田　　稔 CMA・CIIA

中央銀行による資産買い入れは、非伝統的な金融政策である。しかし、2008年に発生したグローバルな金融危機、いわゆるリーマンショックを機に、この政策はゼロ金利制約に直面した中央銀行による主要な政策手段として、その地位を確立した。特に、2020年３月以降、世界的な新型コロナウイルスの蔓延とともに経済活動が停滞した局面では、資産買い入れは多くの国や地域で採用された。国際通貨基金によれば、2020年時点におけるその数は27の国や地域にのぼっており、そのほとんどにおいて買い入れ対象は国債である。

しかし、そうした中にあっても、日本（あるいは日本銀行（以下、日銀））は、その資産買い入れの規模において特異である。日銀の資金循環統計によれば、2022年末時点における日銀の国債等（国庫短期証券および国債・財投債の合計）の保有残高は約555兆円と発行残高の約46％に達している。これは２～３割台にとどまる米国やユーロ圏、英国の中央銀行などと比べ、突出している。それだけに、日銀による巨額の国債買い入れに対しては、政府の財政規律の弛緩を助長しているとの指摘が絶えない。無論、各国の財政政策は、それぞれの国が置かれた経済的状況に応じて異なってしかるべきでもあり、必ずしも国際的な横断比較が妥当というわけではない。それでも、パンデミック前後の2019年末と22年末における日本の対名目GDP比でみた公的債務残高（グロス）は、約24.9％も拡大した。これは日本を除いたＧ７の平均である13.2％に比べて大きい。また、中にはスウェーデンのように、同じ先進国かつ日本をしのぐ新型コロナウイルスの蔓延に見舞われたにもかかわらず、公的債務残高がむしろ減少した国さえある。このようにしてみると、やはり日本は、政府債務残高の規模とその拡大ペース、そしてそれを間接的に支える中央銀行の国債買い入れといったいくつかの点において、異彩を放っている。

そもそも、日銀がこれほどの国債買い入れに踏み込んだきっかけに、政府と日銀が2013年１月に締結した共同声明、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」が挙げられる。そこではデフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、政府と日銀が政策連携を強化し、一体となって取り組むことが記された。このうち、日銀は「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で２％とする」ことにコミットした上で、目標の早期実現を目指し、金融緩和を推進することを約束した。一方の政府も政策を総動員して、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組み

を強力に推進すると明記した。さらに、日銀との連携強化に当たって、財政運営に対する信認確保の観点から、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進することも約束した。しかし、日銀が共同声明に沿って金融緩和を強力に進めてきた一方、政府が財政健全化への信認確保に努めたとは言い難い。もちろん、コロナ禍といった未曽有のショックが加わったことに照らし、やむを得ない面もあるが、本来であれば財政健全化への信認維持が、大規模緩和継続の大前提である。

こうした中、2023年４月に就任した植田和男日銀総裁は、これまでのところ金融緩和策の継続が妥当との姿勢を維持し、「多角的レビュー」を実施することも表明した。過去四半世紀に及ぶ非伝統的な金融政策に関する効果や副作用を含む金融システムへの影響に関し、向こう１年から１年半を費やして分析するというものだ。また、最新の日銀によるサーベイによれば、債券市場の機能度もやや改善した。同機能の低下を理由に、長期金利の変動許容幅の拡大を決定した2022年12月と状況は異なっている。これらを踏まえ、市場では近い将来の本格的な政策修正観測は高まっていない。とはいえ、足元で日本の物価は輸入インフレを媒体として、裾野の広がりをみせている。日銀の見通しに沿って、2023年度の半ばにかけて物価の伸びが縮小していくのか、予断を許さない。また、現行の政策には様々な副作用も伴っており、緩和継続の場合でも、その持続性を高めるために、さらなる変動許容幅の拡大といったファインチューニングを加える必要性も指摘されている。こうしてみていくと、実際のタイミングを事前に予測することは難しいにせよ、植田和男総裁の任期中に日銀が大規模な国債買い入れ方針を変更する可能性が高い。そして、そのことは日銀の国債買い入れの減額を示唆しており、国債需給の悪化を回避するためには、ほかの投資主体が日銀の買い入れ減額の穴を埋めなくてはならない。その際、かつて最大の国債保有者であった預金取扱機関が再び残高を大きく積み増すのか。生保に課せられる新たな資本規制への対応や為替ヘッジコストの高騰を踏まえ、各投資主体がどういったスタンスで国債投資と向き合うのか。さらに、ここ数年で存在感を増した海外勢に、これからの日本国債投資はどう映るのか。今、従来にも増して日本国債が内外の注目を集めている。

そこで、８月号では「再考・安全資産としての日本国債」を特集に定め、４本の論文から、改めて日本国債を多角的に考察する。

第一の**中空論文「クレジットの視点からみた日本国債の留意点」**は、中空氏のクレジットアナリストとしての長い経験を踏まえ、日本国債が安全資産であり続けるための指針を示している。現在、欧米の主要格付け機関は、日本国債に対し、シングルA格を付与している。現状では、日銀の金融緩和による低金利維持との見通しや経済成長への期待などから、当面は現行の格付けが維持される見通しだ。ただ、日本には、米国の法定債務上限や欧州連合のマーストリヒト条約など、債務膨張に対する一定の歯止め役が不在だ。将来を展望すると、グリーントランスフォーメーション（GX）をはじめ、防衛費増額、少子化対策などを切り口に財政規律が緩むおそれもあり、格下げのリスクは残る。仮に、トリプルB格以下へと引き下げられ、国債の調達コストが上がる場合、それに伴いあらゆる資産のリプライシングが生じる。また、いわゆるソブリンシーリングの観点からは、各経済主体にとってのコスト増も起こり得る。さらに、そうしたコスト増は、政府の財政運営への足かせ

ともなりかねない。こうした事態を回避するためには、経済成長を確実に果たすとともに、財政健全化の道筋を外れることなく、信用維持に努める必要がある。中空氏は新たな支出にはその裏付けとなる財源を用意すべきといった債務膨張を防ぐ基本を論じる。

近年の先進国においてでさえ、国債相場が急落し得ることを示し、その安全性への疑問を投げかけたのが、2022年９月以降の英国である。第二の**石川論文「英国の国債市場と政策対応―2022年秋の混乱からの教訓―」**は、英国債相場急落の背景を踏まえ、日本への示唆を与えている。当時の英国では金融引き締めの一環として、中央銀行による国債売却が迫っており、折からの利上げと合わせ、金利上昇（＝国債相場の下落）圧力が加わりやすい時期ではあった。そこに、新政権による安易な財政拡張路線が、本来の監視役である予算責任局（OBR）をないがしろにしたことで、市場の不信感をあおった。さらに、年金ファンドが多用していた負債主導型投資（LDI）が、金利上昇に反応し、結果的に相場変動を加速する役割を担った。LDIをめぐる状況こそ日本と異なるが、英国の事例は、持続的な財政運営への信認が失われると、市場の容赦ない売り圧力が、国債にとどまらず、株式や通貨にまで容易に波及し得ることを示した。特に日本の場合、政府債務の拡大に対する監視役が不在であり、財政規律が緩みやすい構造だけに、政府が市場からの信認維持に努めることは極めて重要だ。また、今後の金利上昇が限定的かつ漸進的であっても、レバレッジをかけているセクターを起点とするシステミックリスクの顕在化にも警鐘を鳴らす。

英国債急落の事例は、国債保有者が中央銀行に過度に偏っていた結果、市場機能が低下していたことも一因とみることもできる。その点、日本国債が安全資産であり続けるためには、将来的に日銀が正常化プロセスへと移行した場合も、良好な需給環境が維持される必要がある。その点、第三の**森田論文「異次元緩和がもたらした国債需給構造の変化」**は、日銀の量的・質的金融緩和がもたらした国債市場の需給構造や各投資家行動の変化に焦点を当て、正常化プロセスに移行していく際に留意すべき多くの論点を示している。かつて、国債市場において圧倒的なシェアを保ってきた預金取扱機関（民間銀行）は、日銀にとって代わられ、４番手まで後退している。正常化プロセスが波乱なく円滑に進行するためには、日銀から民間銀行への国債保有の再シフトが重要である。ほかにも、この間にデュレーションの長期化を進めた地方銀行、2025年度に導入される新しい資本規制に対応する生保、年金運用における国債投資の位置づけの変化、さらに、外国人投資家のプレゼンスも複雑に絡み合う。その上で、正常化に移行する際、過度なイールドカーブのスティープ化に配慮しつつ、日銀によるテーパリング、量的引き締めなども活用した適切な需給コントロールが必須と説く。

第四の**田中論文「「異次元緩和」と国債大量購入―真の問題は何か―」**は、主に金融政策の観点から、今後の国債相場の行方や論点に関して、多くの示唆を与えている。2022年12月、日銀が長期金利の変動許容幅を拡大してから、すでに市場参加者の間では、日銀がいずれ正常化に向かうことが確実視されている。しかし、その開始時期はもちろん、どのような内容によって、いかなるペースで進めるのか。また、正常化に踏み出すきっかけは、物価安定目標の達成によるものか、ある

いは市場機能の低下や副作用への配慮からなのか、必ずしも見解は定まっていない。その点、田中氏は現在のYCC（長短金利操作）の最大の問題点を財政ファイナンスに通じる財政優越と指摘。金融緩和からの脱却より、大量資産購入からの脱却に重点を置くべきと提言する。田中論文は、ほかにも同じ非伝統的金融政策に関する欧米など諸外国との国際比較、近年散見されるMMT（現代貨幣理論）議論の解釈や誤解など、金融政策や様々な論点を整理し、理解を深める上でも有用だ。

８月号では安全資産としての国債を改めて考える上で、クレジット、英国債急落事例、国債保有者構造の変化、金融政策の各視点から４本の論文を採り上げた。現在、植田和男総裁は金融緩和継続の姿勢を崩していないが、いずれは何らかの行動に移る公算が大きい。その来たるべき時に向け、今月の特集が読者の理解を深める上で有益なものとなれば幸いである。