

高田 創(みずほ証券株式会社投資戦略部チーフストラテジスト)
『国債市場とその影響』

1. 国債はなぜ消化されてきたか

○1990 年代以降の国債の高水準での発行にもかかわらず、長期金利は低下を続けている。これは、資金の流れの出発点では金融政策等により資金供給が増加しているものの、資金の流れの末端では貸出等のリスク資産に資金が流れておらず、資金余剰感が強まっている中で、そのギャップ分を国債が吸収する形となっていたことによるものである。

○1990 年代以降の国債の高水準での発行の背景には、バブルにより拡大した企業のバランスシートが、バブル崩壊による資産価格の下落によって過剰債務構造となり、そうした企業部門の過剰な債務が不良債権として金融機関側に付け替えられ、最終的には経済対策や公的資本注入等により政府部門に付け替えられていくという調整のプロセスがあったと考えられる。

○国債面での不安定さは、国債の債務残高が膨れ上がる時よりもむしろ、経済の調整プロセスの最終段階において、企業活動が活発化し民間部門に資金需要が生じ、金融機関が国債にかわる代替的な運用手段を確保することができるようになった状況において生じうる。

○バブル崩壊以降 14 年かけて続けてきた不良資産の処理が最終段階に入っており、民間の債務負担が軽くなるとともに民間の活動にもある程度回復が見えてきている。経済の調整プロセスの中で、いわば民間セクターの「身代わり地蔵」として国債債務残高が累増してきたが、そろそろその償還について考えなければいけない時期にきている。そのためには、生産性の改善等により民間部門の収益力をあげ処理原資を確保することとあわせて、国民の負担により対応していくことも必要である。

2. わが国の国債保有構造

○日本は、財政赤字が民間の貯蓄で吸収されている状況であり、いわば「お父さんとお母さんがやり取り」をしている状況。「お父さんとお母さん」の信任が維持されていればよいが、信任関係が崩れると資本逃避が起こり不安定化が生じることになる。

○わが国の民間部門の国債保有構造をみると、銀行中心の保有構造となっており、均一的な行動を採り易い参加者層により保有される構造となっている。こうした保有構造の下では、一方向のバイアスがかかりやすく、ボラティリティーが急速に高まったり、転換点において金利変化がオーバーシュートする可能性があるので、こうした状況をいかに管理していくのが重要となる。

3. 長期金利とその影響

○長期金利について、短期金利と長短金利差に分けて考えてみると、短期金利は金融政策により決められる一方、長短金利差は市場で決まってくる。現在、長期金利の水準自体は極めて低いが、長短金利差は一般的な水準となっている。今後は、短期金利と長短金利差をいかにコントロールして、長期金利の上昇をサステナブルなものにするかが課題である。

○長期金利をサステナブルなものにする際に最も重要なことは、プライマリーバランスの改善(財政の健全化)である。これに加え、名目成長率が国債金利よりも高くなるような道筋を描くことも重要である。

○1%の金利上昇による銀行部門の保有債券の含み損は概ね業務純益に相当しているが、全体としては、金利上昇コストをカバーする金利収入増加や金利と逆相関の資産(株式等)を含めていかに管理していくかが課題になる。企業部門については、債務負担が軽くなり収益性も上がっており、製造業を中心とするところでは金利上昇に対する耐久度が向上しているが、引き続き金利上昇による不安定性をいかに管理するかが国債管理政策として重要となってくる。

○国債が大量に発行されているにもかかわらず、市場で消化されているのは「必ずいつかは償却できる」という信頼があるからである。今後は、こうした信頼を「財政の健全化」、「民間セクターの回復」、「債券市場安定(国債管理政策)」の実現によりいかに維持・確保していくかが課題となっている。この課題への対応は基本的には国内で完結するものであり、国民・政府・政治がどのように対応していくか、財政についていかに冷静に考え、この課題に役立てていくのか、日本人のガバナンス能力が問われていると言える。

(以 上)