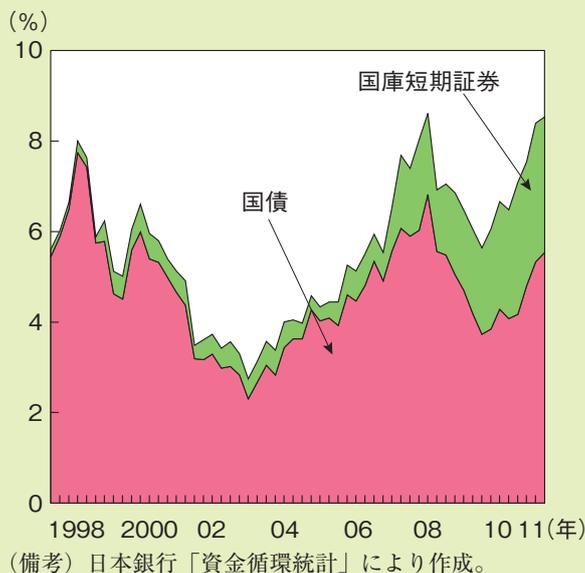


第3-1-9図 我が国国債の外国保有比率

我が国国債の外国保有比率は低水準で推移



●国際資金移動からみた我が国の国債ファイナンス構造

既に見たように、アメリカ国債は、安全資産への需要が世界的に高まる中、外国投資家によってかなりの部分が保有されている。それでは、我が国の場合はどうであろうか。

(第3-1-9図)は外国投資家が我が国国債のうちどのくらいの割合を保有しているか(外国保有比率)を示したものである。1990年代末から2000年代初にかけて低下した後、リーマンショック直後を除いて、直近まで上昇してきている。特に、最近では、我が国国債は、欧州政府債務危機時の一時的な逃避資産等として需要されており、保有割合が高まっている¹⁹。しかし、外国投資家の保有割合は、アメリカ等と比較するとかなり低い水準となっている。

国際資金移動の観点からみれば、我が国国債利回りが低位で安定的に推移している背景には、①国内民間貯蓄の資金余剰が、金融機関を通じて国債に流入していること(後述)、②我が国国債の外国保有比率が低いこと²⁰、がある。

これらの点で、GIIPS諸国とは異なる。

3 国内資金需給と制度的封じ込め

我が国の国債利回りが低位で安定している重要な要因として、国内民間貯蓄が大幅な貯蓄超過であることは間違いない。しかし、国内民間貯蓄超過以外にも国債利回りを低下させる要因

注 (19) 短期国債の保有比率が上昇している背景には、このほかアジア新興国の外貨準備資産が増加する中で、ポートフォリオ分散の観点から、我が国の短期国債に投資されていること、などが指摘されている。

(20) なお、我が国株式市場では、外国保有比率が26.3%(2012年3月末)と高く、売買についても65.7%(2011年中)と半分以上を占めることから、外国投資家の売買動向に左右されやすい。

が存在する可能性がある。

リーマンショック以降、G20等の国際的な場で、金融機関の健全性向上が議論され、各国政府は、銀行に対する自己資本比率規制や流動性規制の強化等、プルーデンス規制の強化を図っている。こうした金融規制が、金融機関による国債保有のインセンティブを高めているとの見方もある。加えて、金融システムの安定や景気回復の下支えを目的にした金融緩和政策から、各国中央銀行が国債保有を増加させている。

こうした制度や金融政策を通じた金融機関による国債保有の増加は、国内民間貯蓄を国債に向かわせることにより、結果として、国債利回りを抑制している。この効果は、我が国にだけ特有のものではないが、我が国の国債利回りを低位に安定させる効果を持っている。

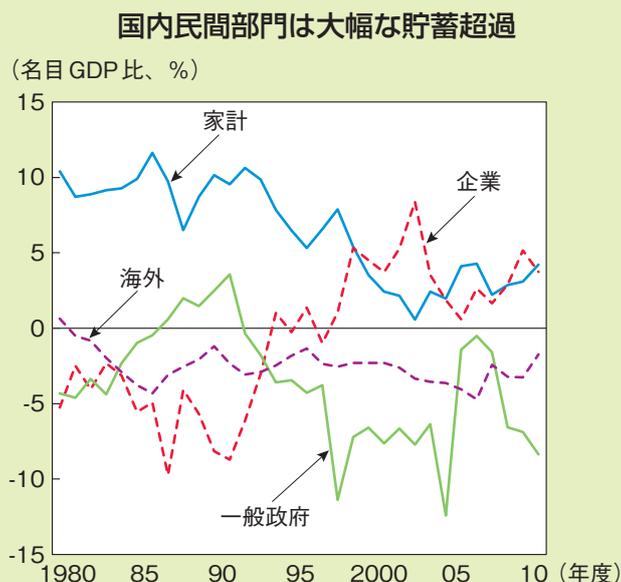
以下では、まず国債利回りの低位安定の重要な要因である国内民間貯蓄の貯蓄超過の動向を概観し、次に、金融規制や金融政策等が国債保有を高めるインセンティブ構造を持っていることを確認する。

●国内民間部門は大幅な貯蓄超過

我が国の貯蓄投資バランスについては、①高齢化による貯蓄率の低下に伴い、家計部門の資金余剰は緩やかな縮小傾向にある、②1990年代前半を境にそれまで資金不足セクターであった企業部門が、資金余剰セクターに転じた、といった特徴が挙げられる（第3-1-10図）。

後者の企業部門の資金余剰の背景には、営業余剰に変化がない中で、趨勢的な金利の低下を受けた資金調達コストの低下（利払費の減少）や、期待成長率の低下に伴う国内設備投資の減少等があると考えられる²¹。

第3-1-10図 我が国の貯蓄投資バランス



注 (21) こうしたことから、我が国では、近年クラウドファンディングアウト（政府部門の資金調達により民間部門の資金調達が圧迫されること）が生じにくい経済体質になったとの指摘もある。

このように、国内民間貯蓄の資金余剰は、金融機関の国債保有を介して政府の資金不足を埋める構造になっている。

●リーマンショック後に金融機関と中央銀行による国債保有が増加

まず、近年の国債保有構造の変化を確認する。

我が国では、国債残高が増加する中で、銀行等（都市銀行、地方銀行、信用金庫、信用組合等）と生命保険会社の保有が増加傾向にある（銀行等と生命保険会社を合わせた保有割合は2006年の50.8%から2011年の54.1%まで上昇）。これは、①資金需要の減少による預貸ギャップの拡大や②信用リスク回避による貸出やクレジット商品からのシフト等によるものとみられる（後述）。他方、中央銀行による国債保有は、2000年代前半の量的緩和局面で増加したが、利上げ局面で減少した。リーマンショック後には、景気後退を受けた金融緩和、資産買入等基金の設立等により再び増加している（後述）（第3-1-11図（1））。

こうした傾向は、アメリカやヨーロッパでも同様に生じている。リーマンショック後に、銀行による国債保有が増加し、中央銀行の国債保有も増加している。やや仔細にみれば、アメリカでは、銀行等（銀行、貯蓄金庫、信用組合等）と生命保険会社、中央銀行の国債保有が増加している²²。加えて、前述したように安全資産に対する需要が増加する中で新興国を中心とした外国投資家の保有も増加している。ヨーロッパでは、通貨統合後、①為替リスクがなくなったことや、②ユーロ圏内の他国国債がECBオペの適格担保対象資産となったこと等から、ユーロ圏の銀行等（銀行、貯蓄銀行、信用組合等）を中心に外国投資家（ユーロ圏内外の投資家）による保有が増加した。もっとも、リーマンショック後には、前述したようにGIPS諸国では、デフォルト懸念から外国投資家の保有が減少している一方、ドイツ国債は、アメリカ国債と同様に安全資産とみなされており、外国投資家による保有が増加している²³（第3-1-11図（2）（3））。

このように、我が国のみならず、世界的に見ても、銀行等の金融機関と中央銀行による国債保有が増加している。以下では、銀行から順に仔細に見る。

（1）銀行等

●預貸比率の低下等により、銀行による国債保有は増加

我が国銀行のバランスシートを確認すると、2000年代以降、国債保有残高は増加傾向にある。また、銀行等の総資産に占める国債保有残高の割合も上昇している。こうした背景には、緩和的な金融政策やリーマンショック後の株式市場の低迷を受けた株式と投信からのシフト等もあって預金が増加傾向にある一方、バブル崩壊後の不良債権処理や、長引く景気低迷を映じ

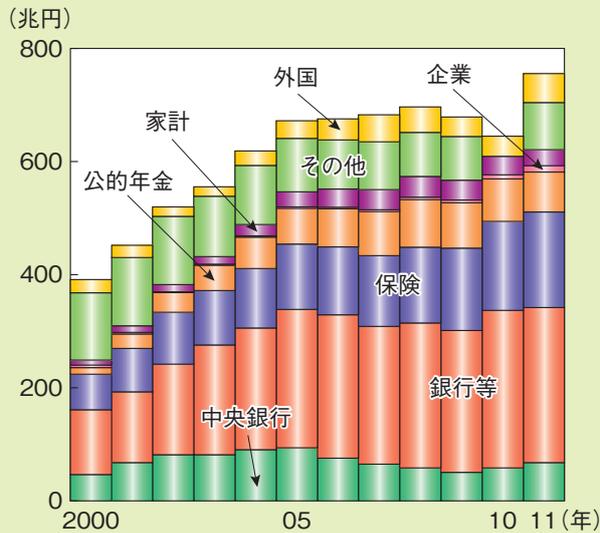
注 (22) MMF等を通じて家計の国債保有も増加している。これは、MMFは、リーマンショック以前にAAA格を中心とした高格付のABCPを多く保有していたが、リーマンショックでABCPの安全神話が崩れたことから、国債へシフトしたことによる。

(23) 外国投資家の旺盛な需要により銀行の保有は減少傾向にある。

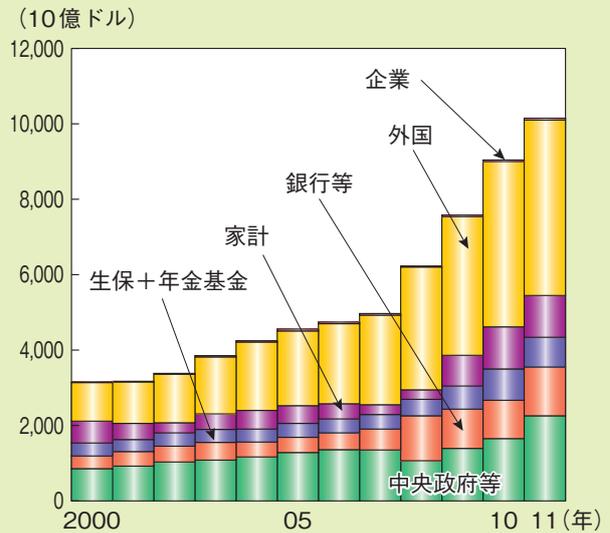
第3-1-11図 主要国の国債保有構造

銀行等の金融機関による保有が増加

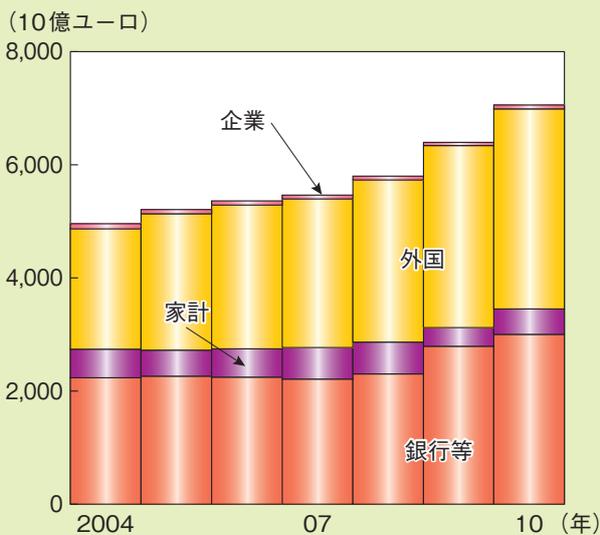
(1) 日本



(2) アメリカ



(3) ユーロ圏



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、FRB “Flow of Funds Accounts”、Eurostat “Government finance statistics” により作成。
2. (3) は、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ポルトガル、ベルギー、オーストリア、ポーランドの一般政府債務合計。

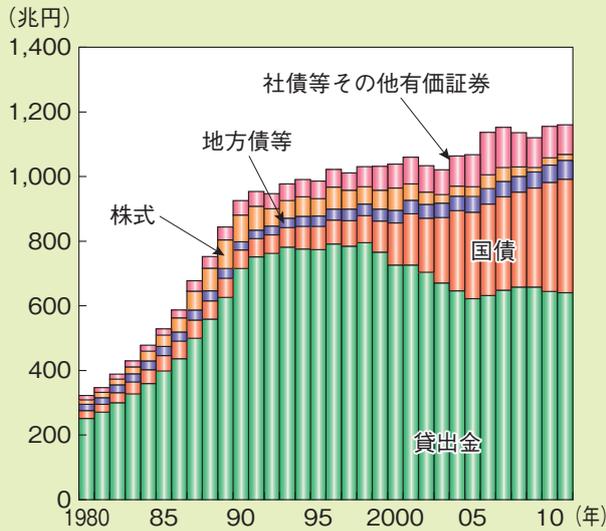
た企業による設備投資の減少と預貸相殺による借入コストの圧縮などから、貸出が減少していることなどがある（第3-1-12図（1））。

アメリカとヨーロッパの銀行等では、リーマンショック後に、預貸率の低下と国債保有の増加が生じている。この背景として、緩和的な金融政策等によりマネーストックが増加し、預金が増加した一方、銀行は不良債権比率の上昇から、信用リスク回避を目的に貸出を抑制していること、さらに、余剰資金を安全資産である国債にシフトしていることなどがある（第3-1-12図（2）（3））。

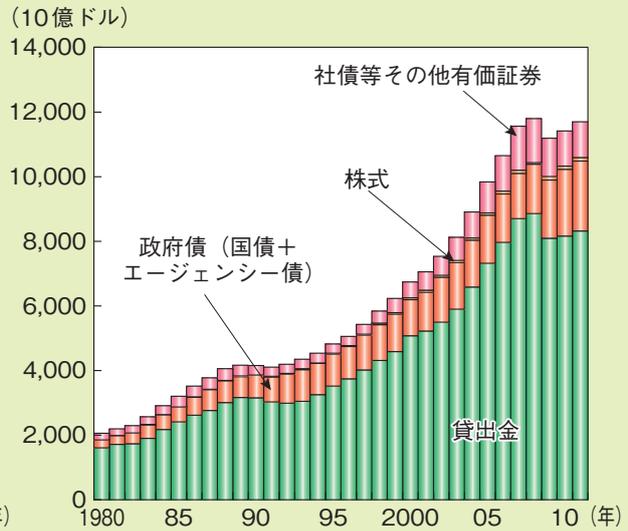
第3-1-12図 銀行等の資産構成

銀行等による国債保有額は、総じて増加傾向

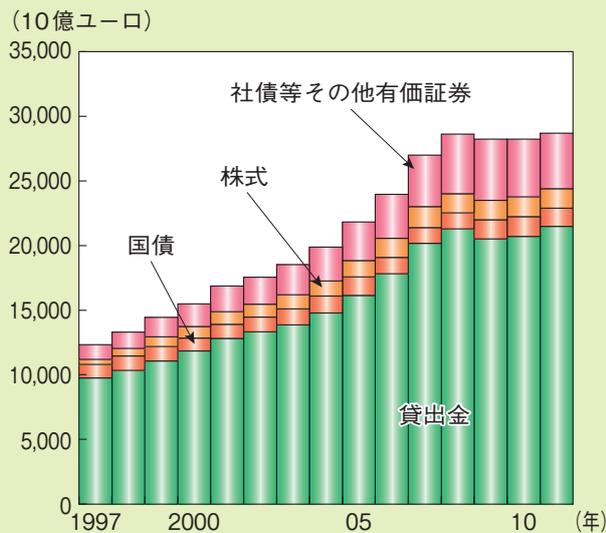
(1) 日本



(2) アメリカ



(3) ユーロ圏



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of Funds Accounts」、ECB「Euro area statistics」により作成。

ちなみに、各国の不良債権比率を見ると、リーマンショック後、アメリカでは高い水準が続いており、フランスなどユーロ圏や英国では上昇している。我が国については、銀行における不良債権処理の加速や信用リスク管理の強化が進んだことで、2002年以降、不良債権比率は低下傾向にあった。また、2009年12月に導入された「中小企業金融円滑化法」の効果等で倒産件数が抑えられていることもあり²⁴、近年も低水準で推移している（第3-1-13図）。

注 (24) 「中小企業金融円滑化法」は、金融機関に対して、中小企業または住宅ローンの借り手から申し込みがあった場合には貸付条件の変更等を行うことについて努力義務を課している。こうした政策効果もあり、倒産件数（東京商工リサーチ）は、16,146件（2008年度）から13,065件（2010年度）まで低下している。