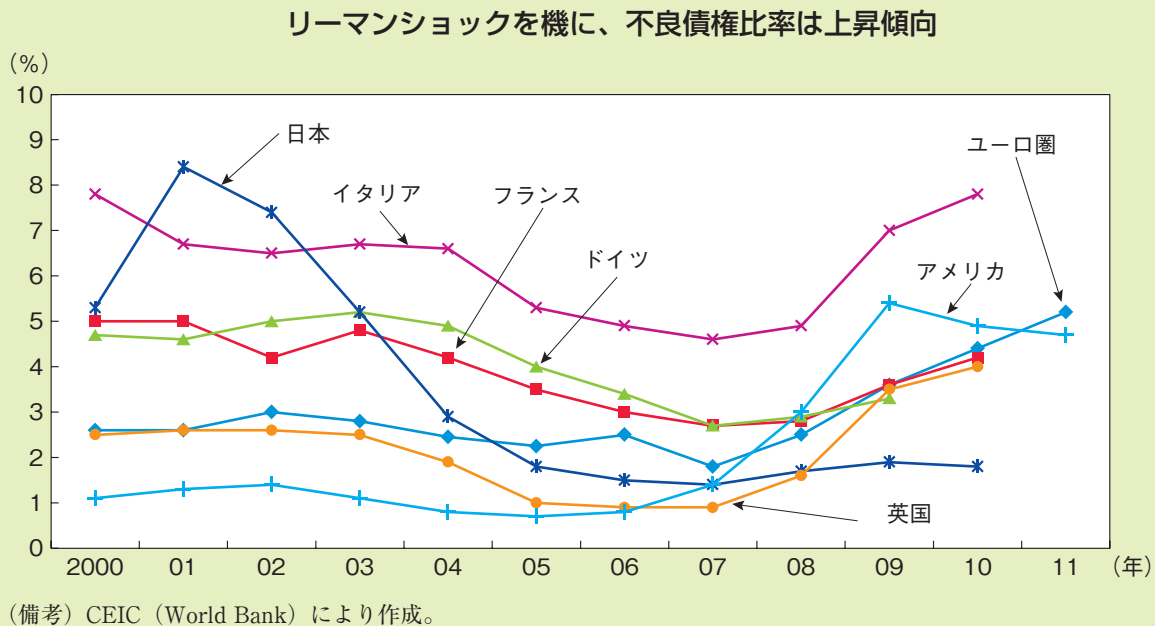


第3-1-13図 主要国の不良債権比率の推移



●我が国ではリスク量調整後の収益率の高さから国債が選好

我が国で有価証券の中で国債が選好される背景については、2000年の時価会計導入によりリスク管理が強化される中で、株式、為替については、国債と比べて①ボラティリティ対比の収益率（修正シャープレシオ）が低いこと、②VaR（Value at Risk）によるリスク計測²⁵が浸透する中で、保有額1単位当たりのリスク量が大きいことも一因である。なお、外国証券については、為替リスクが大きいことに加えて、①現地の投資家と比べて言語の問題等から情報入手能力が劣ること、②税制や決済システム等の制度慣行が異なることなどもあって、実務的に投資し難いことから、相対的に選好されてない²⁶（第3-1-14図）。

こうした点は各国でも同様に意識されているが、株式については、バブル崩壊以降、我が国の株価は長く低迷した一方、アメリカやヨーロッパの株価は上昇したこと²⁷から、ボラティリティ対比の収益率（修正シャープレシオ）が高く、アメリカやヨーロッパでは株式が選好され易い環境にある。

さらに、リーマンショック以降、我が国の景気が低迷する中で、金融政策における時間軸効果から国債価格が大きく下落しないことを見越して、積極的に長期国債に投資できる環境にあることも、我が国で国債が選好される理由である。OISレート（2年先スタート1か月間）からみた我が国の政策金利は、リーマンショック以降、「少なくとも2年間は引き上げられない」との見方が続いている。他方、アメリカとヨーロッパは、2010年後半にやや利上げ期待が高

注

(25) 詳細は、FFR + (2010) 等を参照。

(26) これらのことが「ホームバイアス」の背景にあると考えられる。

(27) 日経平均は1995年末19,868.15円から2011年末8,455.35円と57.4%下落した一方、アメリカのダウは同5,117.12ドルから同12,217.60ドルと138.8%上昇、ドイツのDAXは同2,260.69ptから同5,898.35ptと160.9%上昇している。

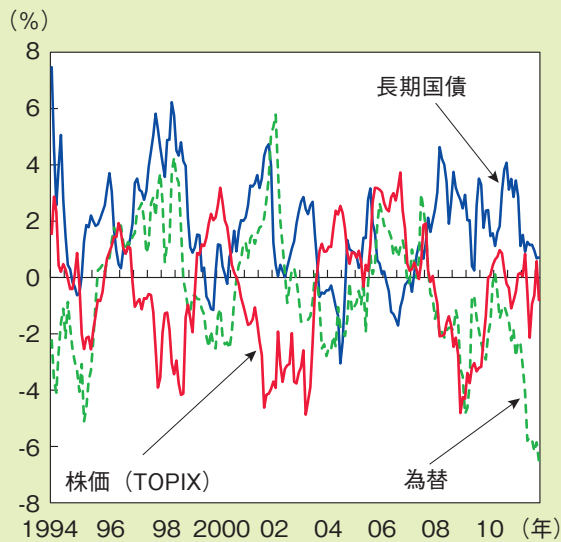
まった（第3-1-15図）。

こうしたことから、我が国の銀行は相対的に早い時期から国債を選好してきたと考えられる。

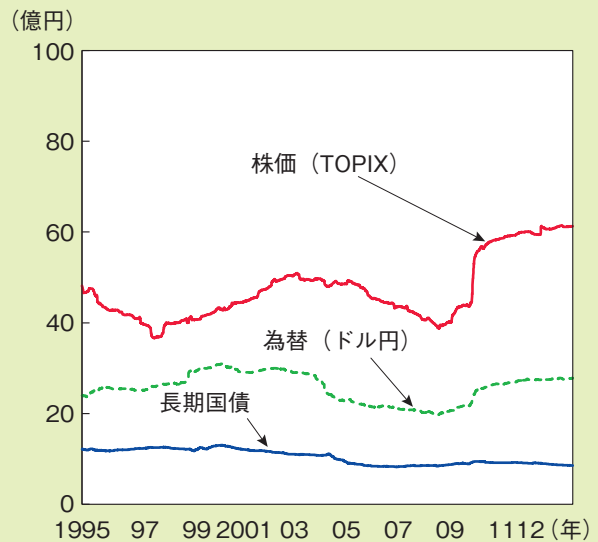
第3-1-14図 我が国の債券、株、為替のシャープレシオとVaR値

リスク量調整後の収益率の高さから国債が選好

(1) 修正シャープレシオ



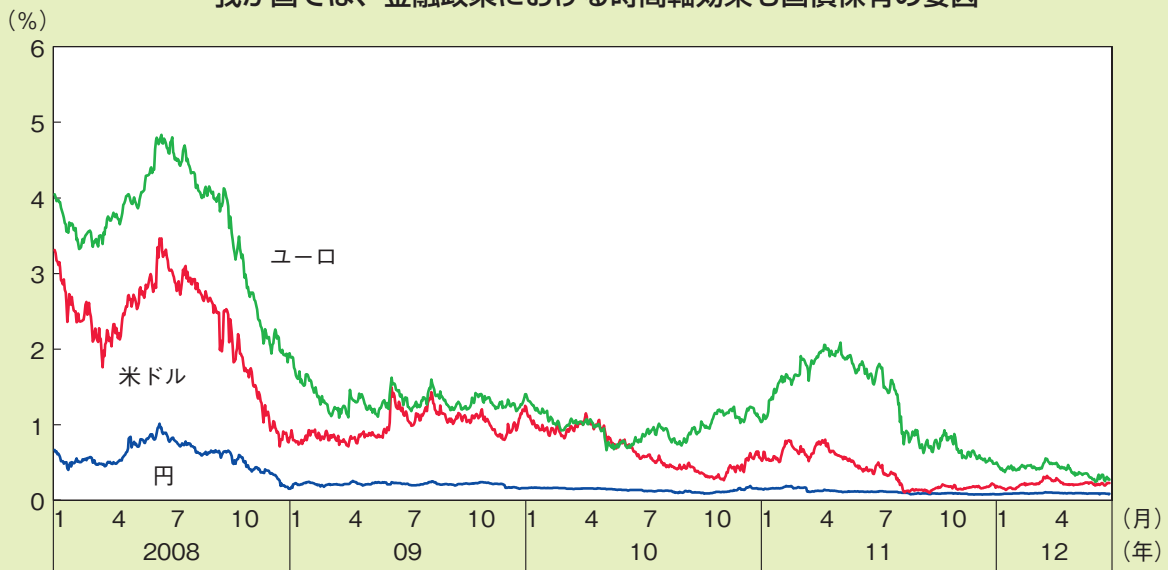
(2) VaR値



- (備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. (1) 修正シャープレシオは、1年間のリターンとボラティリティ。リターンに、インカムゲインとキャピタルゲインを考慮した。
 3. (2) VaR値は、100億円に投資した場合のリスク量。ルートT倍法により算出。99%値、保有期間1年、観測期間5年。

第3-1-15図 各国の2年先スタート（1ヵ月間）OISレート

我が国では、金融政策における時間軸効果も国債保有の要因



(備考) Bloombergにより作成。

● バゼルⅢ導入の影響

各国の銀行で国債保有が増加している背景には、こうした預貸比率の低下等に加えて、リーマンショック後、新たな自己資本比率規制（いわゆる「バゼルⅢ」）等の金融規制が段階的に導入されることも国債へのシフトを促している。

現行の自己資本比率規制（いわゆる「バゼルⅡ」）においても、標準的手法採用行では、自国国債等を安全資産（リスクフリー）とみなし、リスクアセットの算出においてリスクウェイトを0%に設定している（アメリカやヨーロッパの銀行では、実効上先進国国債のリスクウェイトが0%と設定されている²⁸。我が国では、自国以外の国債は格付による）。そのため、自己資本比率向上を図る銀行にとっては、リスクアセットの圧縮のために自国国債等への投資を相対的に増加させるインセンティブがある。

リーマンショック時の金融市場の混乱の中で、欧米の金融機関が大きな損失を被り、資金繰り難に陥ったこと等が实体经济に影響したことを踏まえ、国際的に活動する銀行（いわゆる「国際統一基準行」）については、①金融機関の健全な運営を促す自己資本比率規制の強化、②過度なリスクテイクを抑制するレバレッジ比率規制の導入、③流動性リスク管理の強化（換金可能な資産<適格流動性資産>を一定程度保有することを義務付ける流動性カバレッジ比率等）を内容とする「バゼルⅢ」が2013年1月1日から順次導入される²⁹（第3-1-16表）。

レバレッジ比率規制の導入により、資本増強または総資産を圧縮させるインセンティブがある一方、自己資本比率規制において、国債はリスクウェイトが低く設定され、また、流動性規制において適格流動性資産とされることから、銀行の国債保有のインセンティブが高まるものと考えられる。

- 注** (28) アメリカでは、バゼルⅡの「標準的手法」を導入しておらず、OECD加盟国（アメリカを含む）のソブリン向け債権のリスクウェイトは、0%。EUでは、EUと同等以上の監督及び規制の取り決めを適用しているEU域外の第3国の権限ある政府（例：日本、アメリカ）が、本来適用されるべきリスクウェイトよりも低いリスクウェイトを、当該国の通貨で調達した当該国のソブリンまたは中央銀行等向けの当該国通貨建て債券に適用している場合（一般的に、リスクウェイトは0%）は、EU加盟国の銀行等においても同等の取扱いを適用して良いこととしている。
- (29) 英国では、2009年12月から、国内銀行（英国国内を拠点に活動する外国銀行を含む）を対象とし、バゼルⅢの流動性規制と同様の目的で、独自の流動規制として「流動性基準の強化（Strengthening Liquidity Standards）」を導入した。具体的には、①銀行は、FSAが提示する一定のストレステストに対して、流動性状況を自己評価し（「個別流動性十分性基準（Individual Liquidity Adequacy Standards；ILAS）」）、FSAは②その結果を銀行毎に評価して（「流動性システムの構築および管理（Systems & Controls）」）、③流動性リスクに対するバッファが基準に満たない銀行に対して、適切な流動性資産（国債等）の保有を求める（「流動性リソースの自己充足および十分性（Self-sufficiency & Adequacy of Liquidity Resources）」）。基準に満たない銀行は、流動性バッファの積増しか、短期性資金調達割合の削減が必要となる。なお、FSAが銀行毎に評価・監督しているものであり、具体的な数値目標などは公表されていない。FSAによるコストベネフィット分析によれば、当該規制適用初年度には、①英国の銀行は、短期性資金調達の20%相当を長期化させ、国債保有を1,100億ポンド増加させる必要があり、②その結果、年間22億ポンドのコスト増となるとしていた（FSA Policy Statement09/16 Strengthening liquidity standards（2009））。

第3-1-16表 バーゼルⅢの概要（自己資本比率規制、流動性規制等）

銀行等による国債保有のインセンティブは増加

指標	主な内容（目的と基準等）	導入時期
自己資本比率	<p>【目的】 自己資本の質の強化</p> <p>【内容】 以下の3つの指標について規制を実施。（バーゼルⅢでは②、③を新設）</p> <p>① 自己資本比率（「総自己資本比率」）</p> $\text{総自己資本比率} = \frac{\text{Tier I} + \text{Tier II}}{\text{リスクアセット}} \geq 8.0\%$ <p>② 劣後債等のTier IIを除いたTier Iのみで算出した自己資本比率（「Tier I比率」）</p> $\text{Tier I比率} = \frac{\text{Tier I}}{\text{リスクアセット}} \geq 6.0\%$ <p>③ 普通株式等Tier Iに限って算出した自己資本比率（「普通株式等Tier I比率」）</p> $\text{普通株式等Tier I比率} = \frac{\text{普通株式等Tier I}}{\text{リスクアセット}} \geq 4.5\%$ <p>【影響】 基準に満たない銀行は、i) 資本増強（増資、公的資金の受入れ）や、ii) リスクウェイトの高いリスク資産（貸出、クレジット商品等）からリスクウェイトの低い国債等へのシフトが必要。</p>	国際統一基準行に限定し、2013年3月31日から段階的に導入
レバレッジ比率	<p>【目的】 過度なリスクテイクを抑え、銀行システムにおけるレバレッジの拡大を抑制</p> <p>【内容】 リスクベースではなく、財務ベースの資産とオフバランスの資産を合算して、自己資本（Tier I）を評価</p> $\frac{\text{Tier I}}{(\text{オンバランス総資産} + \text{オフバランス取引残高})} \geq 3.0\%$ <p>【影響】 基準に満たない銀行は、i) Tier Iの資本増強や、ii) 総資産の圧縮が必要。</p>	試行期間（2013年～2017年）を経て、2018年から導入
流動性カバレッジ比率	<p>【目的】 ストレスシナリオ下においても、流動性リスクに対応できるよう、流動性資産の確保</p> <p>【内容】 市場が悪化している状況下（ストレスシナリオ下）でも30日間耐えられるだけの流動性の確保を要求。適格流動性資産は、現金に加えて、流動性（市場性）が認められる国債等の資産に限定。</p> $\frac{\text{適格流動資産}}{\text{一定のストレス下での（ネット）資金流出額}} \geq 100\%$ <p>【影響】 基準に満たない銀行は、流動性の低い貸出等から流動性の高い国債等の資産にシフトする必要がある。</p>	2015年から導入予定
安定調達比率	<p>【目的】 中長期の資金調達を促すことで、運用調達構造のミスマッチを抑制</p> <p>【内容】 保有資産毎の流動性リスク（1年以内に現金化できないリスク）の総和に対して、安定的な調達（預金、長期借入、自己資本等）を義務付け。</p> $\frac{\text{1年超の安定調達額}}{\text{所要安定調達額}} \geq 100\%$ <p>【影響】 基準に満たない銀行は、流動性の低い貸出等から流動性の高い国債等の資産にシフトする必要がある。</p>	2018年から導入予定

(2) 生命保険会社、中央銀行

● ソルベンシー規制見直しの影響

生命保険会社においても、銀行と同様に、金融規制によって国債保有のインセンティブが高まる可能性がある。

我が国の生命保険会社は、①企業の資金需要の低下と、生命保険会社による信用リスク管理の強化等から、貸出が減少している上、②バブル崩壊後の株式等での損失と、2000年の時価会計導入による価格変動リスクを考慮した運用見直しから、既に株式保有が減少傾向にある。こうした状況下、国債保有が増加傾向にある（第3-1-17図）。

こうした中、我が国では、2012年3月期決算より、ソルベンシー規制が一部改正され、国内株式のリスク係数が、10%から20%に引き上げられたこともあって³⁰、近年、一段と株式保有が減少している。

また、我が国では、経済価値ベース（資産・負債の一体的な時価評価）のソルベンシー規制の導入を検討している。

我が国の生命保険会社の負債は、終身保険などの保障性商品が主力であることから、デュレーションが長い。他方、運用資産については、負債と比較してデュレーションが短い中長期債等となっている。現行規制では、資産・負債の一体的な時価評価が求められていないため、こうしたデュレーションミスマッチについては顕在化していない。仮に経済価値ベースのソルベンシー規制が導入された場合、こうした資産・負債のデュレーションミスマッチが顕在化することになる。こうしたことから、我が国の生命保険会社は、資産サイドのデュレーションの長期化等を企図して、長期・超長期の我が国国債への投資を増加してきた³¹。大手生命保険会社の2012年度の運用計画によれば、約3兆円の国債積増しが計画されている（2011年度実績は、約6兆円の純増）。

ヨーロッパの生命保険会社については、BISグローバル金融システム委員会報告書（2011年7月）「保険会社および年金基金の債券投資戦略」は、ソルベンシーⅡ導入の影響について、ヨーロッパ各国の生命保険会社は、資産・負債のデュレーションミスマッチの解消に向けた長期国債の保有を増加させることなどが想定される、と指摘している³²（第3-1-18表）。

- 注**
- (30) 国内株式のリスク係数引上げ以外では、①邦貨建債券が1%から2%、②不動産（土地）が5%から10%、③金地金が20%から25%に引き上げられ、④外貨建債権・外貨建貸付金等は、為替リスクを含むもの10%とそれ以外1%に設定された。
 - (31) 日本銀行（2012）によれば、負債サイドのデュレーションは15年程度とされている。一方、主に流動性の高い中長期債により資産運用されていた結果、資産サイドのデュレーションは2005年に8年程度であった模様。
 - (32) ソルベンシーⅡは、当初2012年11月からの導入を目指して欧州各国で議論がなされてきたが、欧州政府債務危機等の諸事情を考慮して、現在、2014年1月に導入時期を延期することについて議論が行われている（2014年1月導入に延期するオムニバスⅡ修正案が、2012年3月にECON〈欧州議会の経済及び金融に関する委員会〉を通過）。