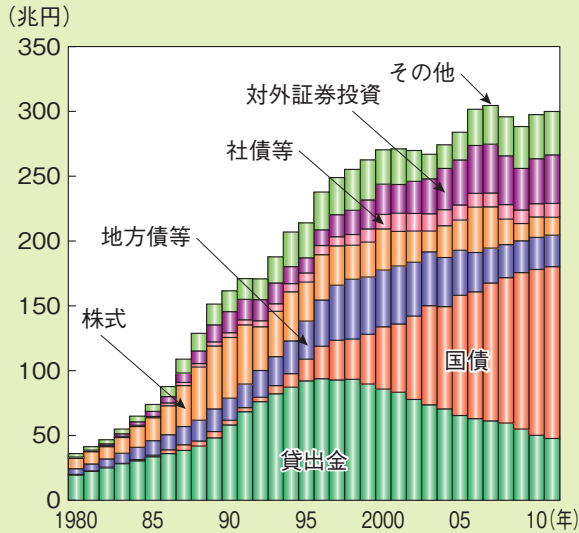


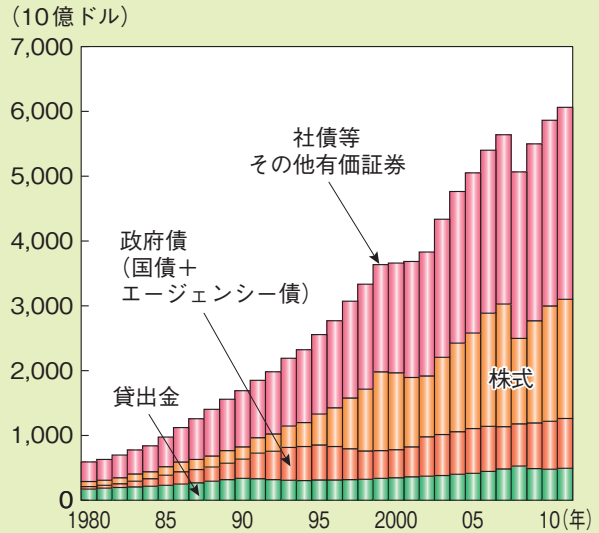
第3-1-17図 生命保険会社の資産構成

日本では国債等国内債券が増加傾向、欧米では株式の保有割合が大きい

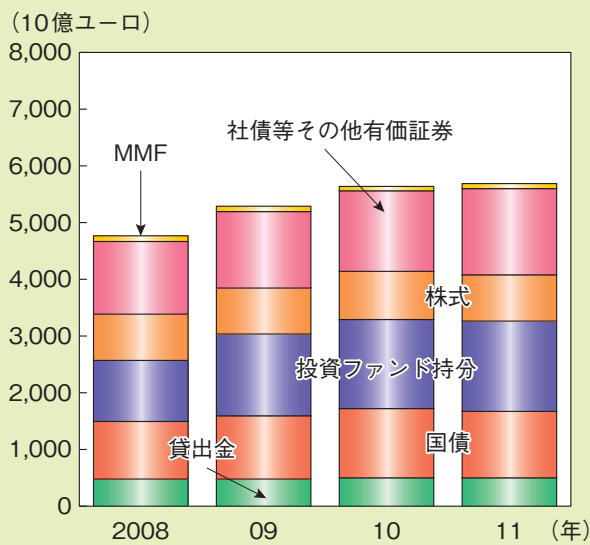
(1) 日本



(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”、ECB “Euro area statistics” により作成。
2. (3) EUについては、生命保険会社および年金基金の合計。

第3-1-18表 生命保険会社に対するソルベンシー関係の金融規制

生命保険会社による国債保有のインセンティブは増加

目的	主な内容	各国の状況
保有資産等のリスク評価	日本 ・保有資産別のリスクの見直し(国内株式リスク10%→20%に引き上げなど) ヨーロッパ ・保有資産別のリスク評価の導入	・2012年3月期決算より導入 ・2014年1月以降の導入を目指し、検討中
経済価値ベースによる資産・負債の評価	・資産・負債の一体的な時価評価 ・保険負債についても時価評価	日本 ・検討中 ヨーロッパ ・2014年1月以降の導入を目指し、現在検討中

※アメリカ：全米保険監督官協会（NAIC）において、「ソルベンシー近代化構想（SMI）」として、アメリカ国内のソルベンシー規制（RBC規制）の見直しについて検討が行われている。

●各国中央銀行は国債保有を増加

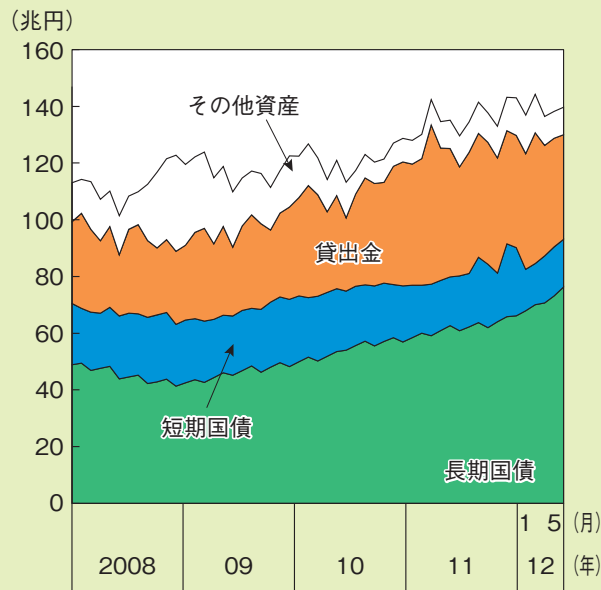
各国中央銀行は、金融システム不安や景気回復の下支えを目的とした金融緩和政策を導入し、国債保有（買入等）を増加させている（第3-1-19図）。

我が国では、2010年10月以降、「資産買入等の基金」を創設し、長めの市場金利及びリスクプレミアムの低下を促すため、国債買入れを行っている³³。アメリカでは、民間クレジット市

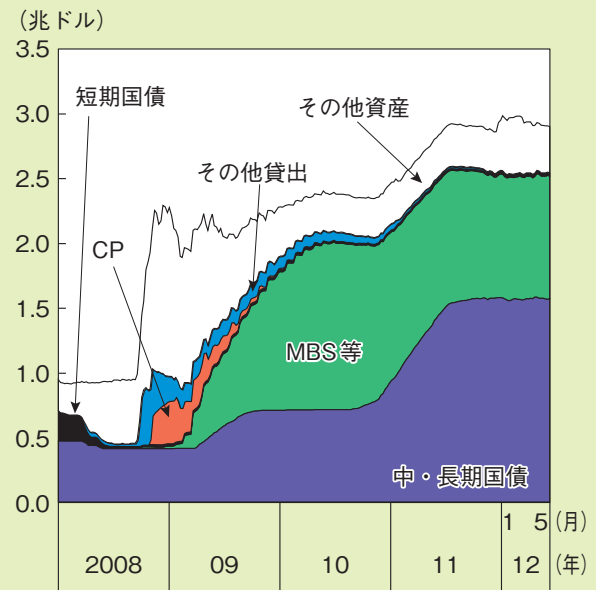
第3-1-19図 各国中央銀行のバランスシートの推移

リーマンショック以降、国債等資産買入れ策により、バランスシートは拡大

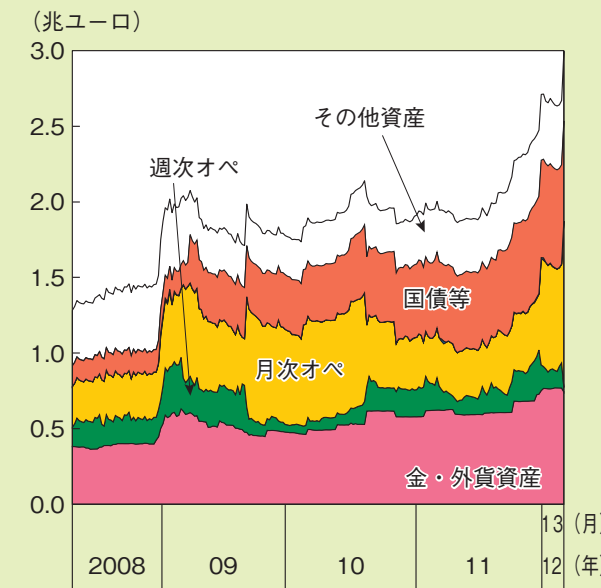
(1) 日本銀行



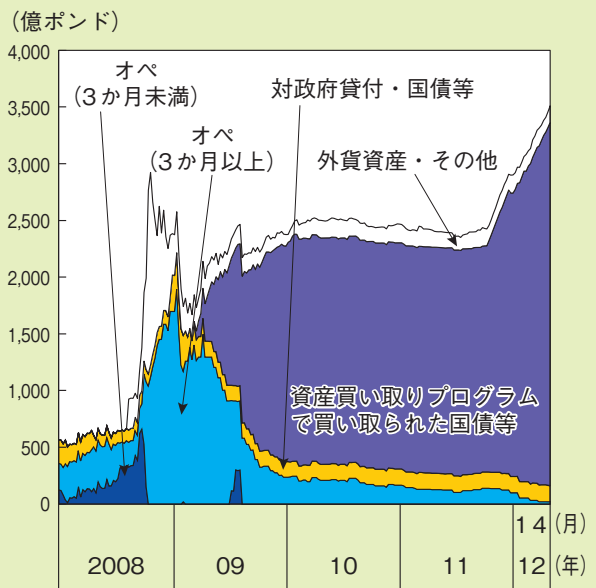
(2) FRB (アメリカ)



(3) ECB (ユーロ圏)



(4) BOE (英国)



(備考) 日本銀行、FRB、ECB、BOEにより作成。資産サイド。

注 (33) 「資産買入等の基金」における長期国債の残高は、2010年10月の導入当初の1.5兆円から、2012年4月の29.0兆円に順次増加している。また、買入対象長期国債の残存期間は、導入当初の「1~2年」から、2012年4月の「1~3年」に延長されている。

場の改善等を目的に、2009年以降、FRBによる国債（財務省証券）買入が実施された（財務省証券購入）。ヨーロッパでは、証券市場の機能不全に対処することなどを目的に、ECBによる証券市場プログラムにより、国債買入れが実施されている。英国では、マネーストックの増大を目的に、BOEは資産購入ファシリティによる国債買入れを実施している（第3-1-20表）。

第3-1-20表 各国中央銀行の国債買入等

各国中央銀行は国債保有を増加

	日本銀行	FRB	ECB	BOE
スキーム名	① 国債買入 ② 資産買入等基金	財務省証券購入	証券市場プログラム	資産購入ファシリティ
導入時期	① 1966年～ ② 2010年10月～	① 2009年3月～10月 ② 2010年8月～ ③ 2010年11月～2011年6月	2010年5月～	2009年3月～
金額	① 年21.6兆円 ② 当初1.5兆円 →29兆円 (2012年4月)	① 総額3,000億ドル ② 2011年6月末現在のFRBシステム公開市場勘定国債保有規模(2.654兆ドル)を維持できる金額。 ③ 2011年6月までに6,000億ドル	上限額設定せずに買入額を毎週公表	当初総額2,000億ポンド →2,750億ポンド (2011年10月) →3,500億ポンド (2012年2月)

コラム

3-2 公的年金基金の活用による国債消化< Captive market >

リーマンショック後に財政状況が悪化する中で、各国では、政府債務削減や公的資金注入の原資として、公的年金基金の資金を活用する事例がみられる。これにより、財政支出の原資は国債発行ではなく資産の取り崩しによって捻出されることとなり、見かけ上、財政状況の悪化を緩やかにし、また、国債需給の緩和や国債利回りの抑制を図ることができる（コラム3-2表）。

Reinhart, Kirkegaard and Sbrancia (2011) は、このような公的年金基金等を政府債務削減に充当させている事例が、複数あることを指摘しており、「Captive market (囚われの投資家)」と称している。

コラム3-2表 公的年金基金を活用した国債消化の例

	主な内容	実施時期
ポルトガル	リーマンショック後に財政赤字削減目標達成のため、ポルトガル・テレコム年金基金の資金を国庫金に繰り入れ。 (約28億ユーロ=GDP比1.5%規模)	2010年
アイルランド	リーマンショック後の銀行危機と財政危機に際して、EUとIMF等による財政支援プログラムに、自国の年金基金資金を充当。 (2010年財政支援パッケージ：総額850億ユーロ =ユーロ圏からの融資450億ユーロ +IMF出資225億ユーロ +自国年金基金資金175億ユーロ)	2010年
フランス	国内の累積社会保障債務返済スキームとして、フランス社会保障基金 (CADES) への社会保障債務の移し替えにあわせ、追加の返済財源として、フランス年金準備基金 (FRR) から資金移転を実施。 (総額294億ユーロ=21億ユーロ/年：2011～2024年まで)	2011年

(3) 実質金利のマイナス化

●米英独仏では短期国債の実質金利はマイナス化

以上のように、リーマンショック後に財政状況が悪化する中で、金融規制の変更や金融政策などにより、結果として、投資家が国債を保有するインセンティブを高め、国債を安定的に消化する仕組みが構築されてきた、との見方もできる。こうしたこともあり、財政状況の悪化にも関わらず、我が国等の国債利回りはファンダメンタルズよりも低く抑えられている、という見方もできる。

各国中央銀行の金融緩和政策が継続されていることが主因（アメリカやドイツでは外国投資家による「安全資産」への投資も要因）ではあるが、アメリカ、ドイツ、フランス、英国ともに実質金利（各国FBレートをCPIにより実質化）はマイナスになっている。実質金利がマイナス化している国では、実質的な政府債務残高の削減が可能である（第3-1-21図）。

なお、我が国においては、1990年代半ば以降、デフレ状況にあるが、名目金利にはゼロという下限があるために、実質金利は基本的にプラスになっている。デフレは実質的な政府債務残高にはマイナスの影響を持っていると言えよう。ただし、名目金利が低いこと自体は、利払費の低下を通じて政府債務残高を抑制している。

このように、国内資金の「制度的な封じ込め」が生じていると考えられる。Reinhart, Kirkegaard and Sbrancia (2011) では、こうした実質金利の抑制あるいはマイナス化を促す

第3-1-21図 主要国の実質金利の推移

