

されたことなどから、日本国債のリスクプレミアムが相対的に低下し、名目長期金利の低下につながった。

デフレ脱却に向けた大胆な金融緩和が引き続き推進され、国債市場の需給緩和期待が高まると、リスクプレミアムの低下が金利押下げに寄与することが期待される。また、我が国の財政健全化に向けた取組が後退するなどして、財政に対する信認が損なわれると、財政リスクが高まり、リスクプレミアムが上昇する可能性がある¹²⁷。

●日本国債の保有と流通における海外投資家の影響

我が国の長期金利の低さについては、国債保有構造の特殊性が指摘されることが多い。経済部門別の国債保有状況の推移を見ると、我が国では、国内投資家が国債の約9割を保有し、その中でも金融機関の比率が大きい（第1-3-13図（1））。一方、海外投資家の国債保有比率は8.5%程度（2011年末）と、他の主要先進国と比較して著しく低い（第1-3-13図（2））。

近年、海外投資家は、我が国の短期債の購入を増やしており、国庫短期証券の保有比率が大きく上昇している（第1-3-13図（3）（4））。この背景としては、アメリカの住宅バブル崩壊や、欧州政府債務問題をきっかけに、海外投資家がリスク回避のための円買いを積極化させたことなどが挙げられる。こうした動きは、2012年秋以降、為替レートが円安方向に進んだ頃から弱まっているが、海外投資家による国庫短期証券の保有比率は、第二次世界大戦以降において、歴史的に高い水準にある。資金のグローバルな流れに留意した国債管理政策が必要であり、国債保有者の多様化という観点で、海外投資家が国債保有を進めることは好ましいが、逆にそれが、将来の金利変動リスクを高める可能性があるとの指摘もある。

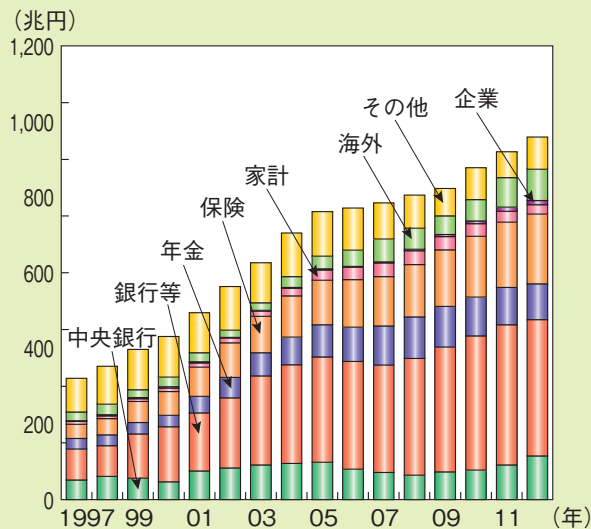
また、海外投資家は、国債流通市場において、一定の影響力を持っている。公社債売買（現物）における海外投資家の売買シェアは10%~20%程度にとどまるが、国債先物市場における売買シェアは約4割と非常に大きい（第1-3-14図）。海外投資家は、国債保有比率こそ低いものの、先物取引を含めた国債流通市場を通じて、金利形成に影響を及ぼしていると考えられる。そのため、今後とも、海外投資家に対して十分な情報提供を続けることによって、国債に対する信認を高め、コミュニケーション不足などによって生じる予想外の金利上昇を抑制することが重要である。

注 (127) 例えば、財政問題を抱えるイタリアにおいては、リスクプレミアムが大きな金利押上げ要因となっている（付図1-15）。

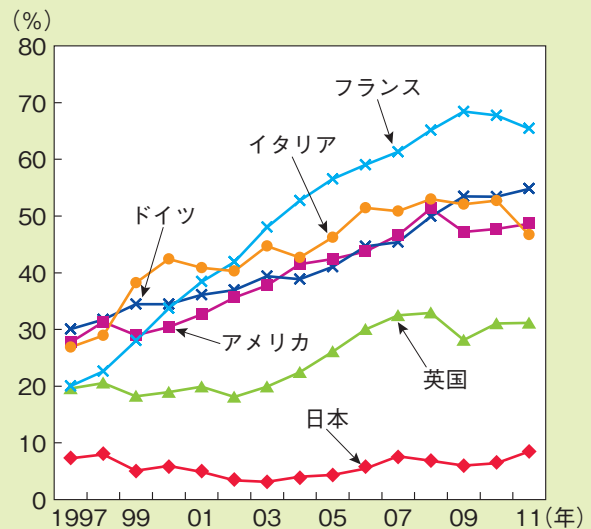
第1-3-13図 国債の外国人保有比率

海外投資家は短期債へ積極的に投資

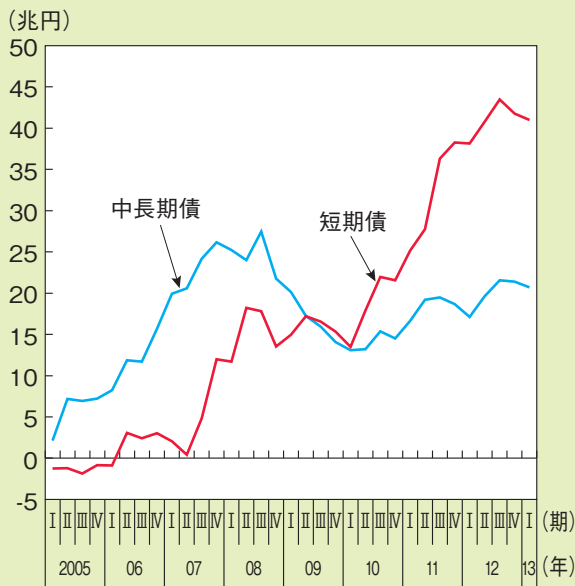
(1) 日本の国債保有構造



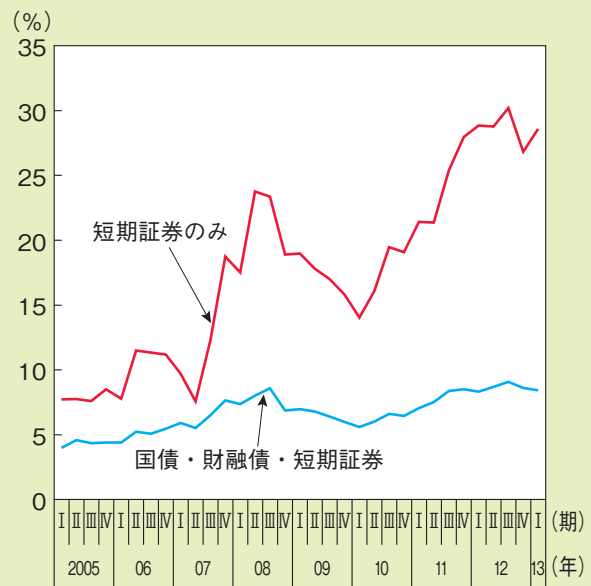
(2) 主要先進国の国債の外国人保有比率



(3) 対内証券投資（累積）



(4) 国庫短期証券の外国人保有比率

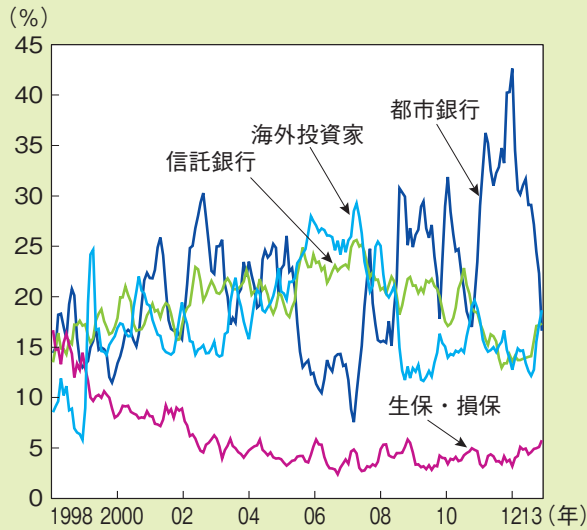


(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」、FRB “Flow of Funds Accounts”、U.K. Office of National Statistics “United Kingdom Economic Accounts”、Deutsche Bundesbank “Public finances / Sovereign debt developments”、Agence France Tresor “Annual Report”、Banca d'Italia “Financial Accounts” により作成。
2. (1) の銀行等は、2006年以前については、銀行等と郵便貯金の合計。

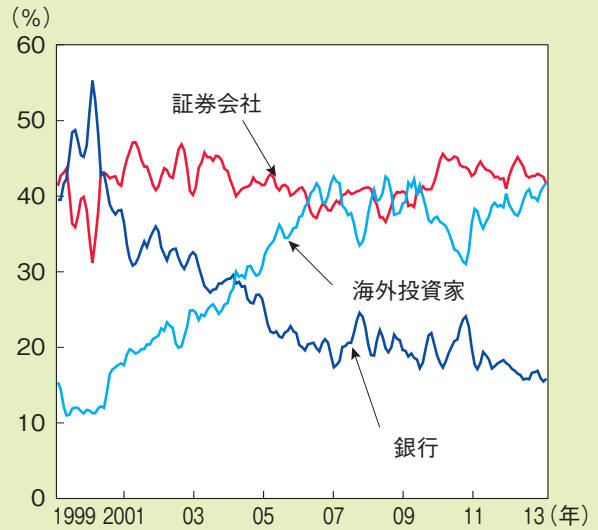
第1-3-14図 国債流通市場における海外投資家

国債先物市場において目立つ海外投資家の存在感

(1) 公社債売買（除く債券ディーラー）



(2) 国債先物



(備考) 1. 日本証券業協会「公社債売買動向」、東京証券取引所「投資部門別国債先物取引状況」により作成。
 2. 公社債売買は、各投資家のグロス（＝買付額＋売付額）から短期証券を除いた、3か月移動平均値。
 3. 国債先物は、取引高の3か月移動平均値。

コラム

1-8 百年前の国債保有状況

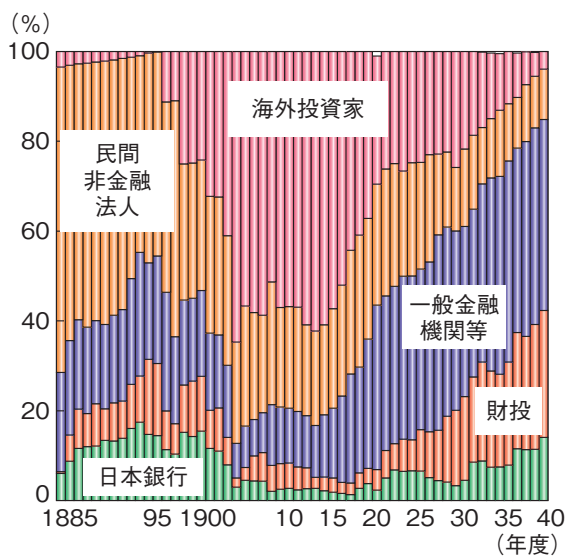
海外投資家の国債保有比率の低さは、我が国の歴史上、全く変わらない特徴なのであろうか。百年ほど遡って、我が国の国債保有状況について確認してみよう。

19世紀末から第二次世界大戦前までの国債保有者別のシェアを見ると、1885年度から1900年度頃までは、民間非金融法人が最も高いシェアを占めていた。しかし、日露戦争の戦費調達のため、1904年に英国で外国債が大量に発行されたこともあり、海外投資家の国債保有比率が急速に上昇し、1905年度末には64.7%に達した（コラム1-8図）。この水準は、2011年末のフランスにおける海外投資家の保有比率と同程度である（前掲第1-3-13図）。なお、英国での外国債発行に当たっては、当時日本銀行副総裁であった高橋是清がロンドンで募集活動を行うなど尽力した。

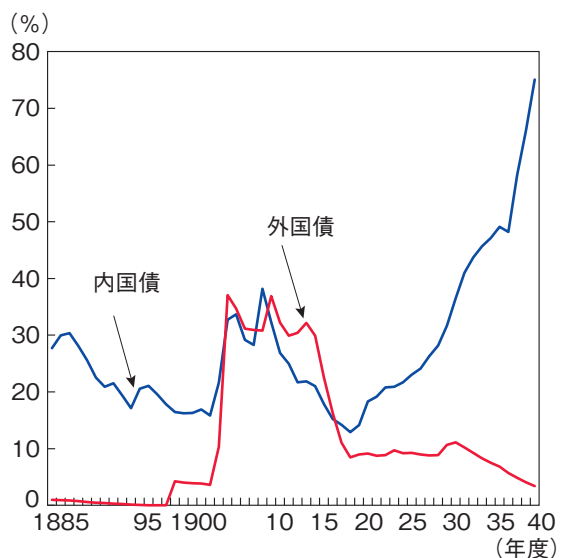
1915年度以降は、外国債の発行残高が頭打ちとなったことや、海外投資家が国内債の購入を増やさなかったことなどを背景に、海外投資家の国債保有比率は低下傾向にあった。一方、財投及び一般金融機関等の金融部門は国債購入を拡大させ、国債保有比率は1928年度末に5割を超え、1940年度末に7割強まで上昇した。また、日本銀行の国債保有比率は、1920年頃から、緩やかな上昇傾向にあった。1932年には、昭和恐慌からの脱出を図るため、当時大蔵大臣であった高橋是清は、積極財政政策による国債の大量発行と日本銀行による国債の直接引き受けを実施した。なお、高橋蔵相は日本銀行による国債引き受けを「一時の便法」としており、日本銀行に一時的に引き受けさせた後、市場において一般金融機関等に売却を進めていたことに留意が必要である¹²⁸。その後、国債の市中消化が困難となったため、高橋蔵相は、国債が一般金融機関等に消化されず、日本銀行が背負い込むことになれば、悪性インフレを引き起こすとし、1936年に公債漸減方針を打ち出した。しかし、二・二六事件で高橋蔵相が暗殺されたことなどから、国債直接引き受けは続いた。その結果、日本銀行の国債保有比率は、1930年度末の3.3%から1940年度末の14.1%まで上昇した。

コラム1-8図 19世紀末から第二次世界大戦前までの国債保有比率

(1) 保有者別の国債保有比率



(2) 内国債と外国債の残高（対GNP比）



（備考）大川・高松・山本（1974）、藤野・寺西（2000）により作成。

注 (128) 松元（2009）を参照。