

### 国債市場への過剰な関与から撤退する日本銀行

南 武志

金融市場 2006 年 5 月号の拙稿「長期金利は上昇局面入りか」において、日本銀行によるポスト量的緩和政策としての出口政策には、日銀当座預金残高を所要準備額程度まで削減して政策金利のプラス誘導ができる状況を作り出すことの他に、国債市場に対する過剰な関与を止めることも含まれている可能性があることを指摘した。そして、現行のゼロ金利政策下においても日銀は毎月 1 兆 2,000 億円の中長期国債買入オペを継続しており、表面的には引き続き国債市場に対して深い関わりを続けているように見えるが、実際には既にそうした関係からの脱却を図っていることも指摘した。以下では、これらの状況についてまとめてみたい。

#### 日銀の国債保有状況

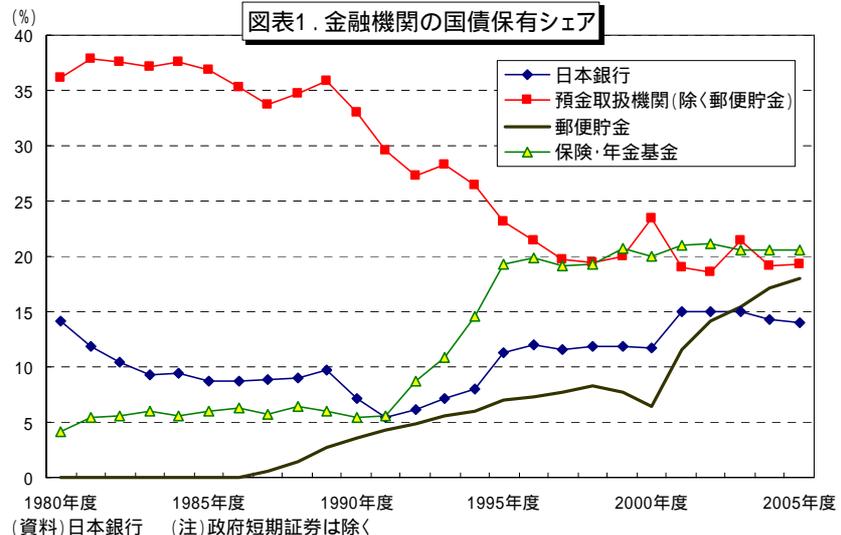
まず、日銀の国債<sup>(注1)</sup>保有の状況を確認しよう。資金循環統計(05年12月末時点)での日銀の国債保有残高は93兆9,786億円であり、国債発行残高(671兆8,823億円)のうち14.0%を占めている(図表1)。第一次石油危機後の景気低迷を受けて、財政赤字体質が強まっていた1980年以前には10%台後半まで高まった時期もあるが、その後90年代初頭にかけて日銀の保有シ

ェアは5.5%(91年度末)まで低下した。ただし、その後は再び上昇に転じ、02年度には15.0%まで高まったが、最近はややかに低下しているようである。

他業種と比較してみると、預金取扱機関(郵便貯金を除く)が130兆318億円(保有シェア19.4%)、郵便貯金が120兆7,178億円(同18.0%)、保険・年金基金が138兆1,243億円(同20.6%)となっており、これらに比べると日銀の保有シェアは低いが、決して無視できない割合を保有している。

次に、日銀のバランスシートの中での国債のシェアを見てみよう。日本銀行勘定(06年4月)によれば、総資産129兆9,799億円のうち、FBを除く国債は86兆9,195億円(全体の66.9%)、FB・TBを除く国債は60兆4,743億円(同46.5%)を占めている(図表2)。これまでの経緯を見ると、80年代後半から90年代前半までは20%前後で変動していたが、90年代後半以降は徐々に

図表1. 金融機関の国債保有シェア



高まっていき、直近では60%超の状態安定している。このように、日銀のバランスシートの中で、国債は大きなウェイトを占めている。

(注1)ここでは、政府短期証券(FB)を除く国債(財融債を含む)を対象としている。

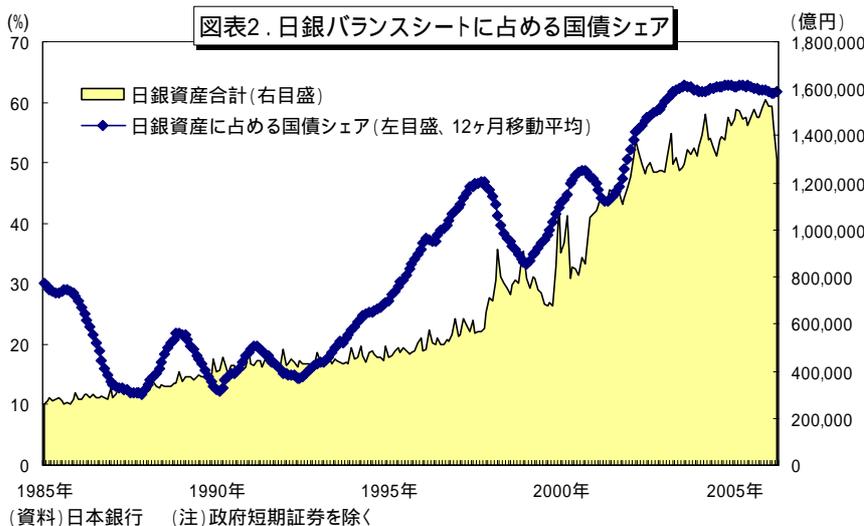
### 量的緩和支援に使われた国債買入オペ

1962年に導入された新金融調節方式以降、永らく日銀は国債買入オペを、経済成長に伴って新たに必要となる「成長通貨」の供給手段として実施してきた<sup>(注2)</sup>。一国の経済規模が拡大してくると、たとえ金融政策の変更がなくとも(=政策金利を変更しないときでも)それに伴って通貨も多く流通しなければ、引締め効果をもたらしてしまうからである。それゆえ、97年までは日銀は毎月定期的に2,000~4,000億円程度の買切オペを実施してきた。このように、日銀による国債買入に歯止めをかけたのは、戦後直後のハイパーインフレの主因に戦時国債の日銀引受が挙げられるからであり、この枠を踏み越えて国債を購入すれば、財

ていた。

しかし、01年3月19日に決定された量的緩和政策の導入に際しては、長期国債の買入れ増額も同時に決定され、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、(当時)月4,000億円ペースで行っている長期国債の買入れを増額する」ことを発表した。これにより「成長通貨ルール」は放棄され、新たに、日銀が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、日銀券発行残高を上限とすることになった。

つまり、中長期国債買入オペは量的緩和政策を遂行するための一つの手段になっている。その後、買入額は徐々に引き上げられ、量的緩和政策解除直前には冒頭で触れた通り、毎月1兆2,000億円まで増額されている。一方、解除後の金融政策決定会合において、この買入オペ額は当面減額しない方針が示されている。しかしながら、近い将来見込まれるゼロ金利政策解除の前には超過準備額がほぼゼロになっていることが想定される中で、ゼロ金利解除に際し



て中長期国債買入オペの規模を減額しなければ、並行して資金吸収オペも実施しなくてはならなくなってくる。それゆえ、数ヶ月後には実施されることが確実視されている利上げ決定時には、中長期国債買入オペ減額の可能

政規律を損なわせる懸念があると考えられ

性は十分高いと思われる。

(注2) なお、62年当時は国債発行がなかったために、政府保証債、その後利付金融債や電力債などを対象とする相対の債券買入れで行ってきたが、66年の国債発行再開を受けて国債買切りオペへと移行していった。

### 始まっている国債過剰関与からの撤退

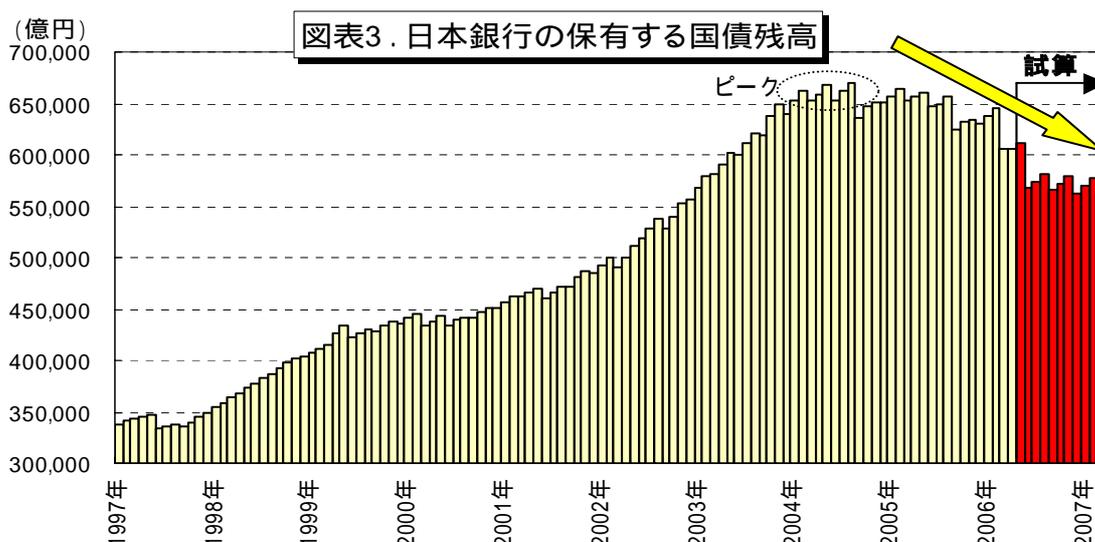
このように考えてみると、日本銀行はゼロ金利政策解除を契機として、国債市場への過剰な関与から解き放たれるように見える。しかし、実際には、日銀保有国債の残高という面では、既に国債市場からの撤退が始まっていることが示される。

図表3は、毎月1兆2,000億円の中長期国債買入オペを継続することを前提にして、「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」から判明する国債償還額を考慮して試算した日銀の国債保有額である。これによると、既に04年をピークに日銀の国債保有残高は減少傾向にあり、先行きもこの傾向が続く可能性が高いことが判明する。上述した中長期国債買入オペの減額や当該オペにおける残存1年未満の銘柄購入の可能性を考

慮すれば、06年度中には図表3に示す試算結果以上のペースで減額する可能性もある。

中央銀行は資産市場に深く関与したり、金融政策運営の上で資産価格を重視したりするのは好ましくないとされている。バブルは崩壊した後にバブルと分かるものであり、崩壊以前にそれをバブルと認定するのは困難である。それゆえ、バブル潰しのために金融政策を割り当てるのが適切ではないのと同じように、資産価格を下支えするために発動するのも好ましいことではない。しかしながら、日銀はデフレ克服と金融システム危機への対応という両面から、国債市場に深く関与せざるを得なかった。重要なのは、そこからの撤退の方法であろう。

毎月1兆2,000億円(年間14.4兆円)の国債買入れ額は06年度の中長期国債の市中消化分(100兆円弱)にとって無視できない額であるし、これまで投資家にとっては価格下支え要因として安心感を与えてきたことは否めない。今後必ずや訪れる利上げと国債買入れオペ減額は、長期金利動向に多大な影響を与える可能性があるだろう。



(資料) 日本銀行資料より農林中金総合研究所作成

(注) 4月28日時点の国債保有銘柄別残高を基に試算。なお、日銀は毎月1兆2,000億円の中長期国債買入オペを実施しているが、残存1年未満の国債も購入していることを考慮すれば、実際の残高はこれ以上に減額する可能性がある。