

日銀はどこまで国債を買えるか、2020年に国債は買占めだ

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

これまでTODAYにおいて、日本の債券市場の機能は中央銀行による大量国債購入でまるで「麻醉状態」のようになっていると称してきた¹。いまやこの状況は日本に限らない。直近のTODAYで「世界の金利の『水没』マップ」²と題して示したように、先進国を中心に世界が超低金利状態にある。欧州を筆頭に、日本でも中期ゾーンまでが水没に近い状態にあるが、米国においてQE3が終了し利上げ観測が具体的になったにもかかわらず、依然長期金利の水準は低位に留まっている。こうした異例な金利の状況は、昨今の原油価格下落に伴うデフレ不安による面もあるが、同時に「金融抑圧」と言われる、各国の中央銀行の異例な国債購入による国債需給のひっ迫による面も大きいだろう。下記の図表は日米欧の中央銀行による国債の保有比率(ストック)と買入れ額(フロー)を示している。ここでは各地でこれがかなりの水準になっていることが確認される。

■ 図表：中央銀行の国債保有・買入れ比率

国債発行残高に占める中央銀行国債保有比率(ストック) (注1)

(%)

残存期間		FRB	ECB(独)	日銀
1年超5年以下 (注2)	2014年末	21	0	29
	2015年末予想	20	13	45
	2016年末予想	19	24	57
5年超10年以下	2014年末	27	0	32
	2015年末予想	27	14	42
	2016年末予想	26	26	50
10年超25年以下	2014年末	38	0	13
	2015年末予想	35	13	19
	2016年末予想	32	26	24
25年超	2014年末	47	0	13
	2015年末予想	43	12	26
	2016年末予想	39	19	35
合計	2014年末	26	0	25
	2015年末予想	25	13(6)	36
	2016年末予想	24	25(12)	45

(注1)合計は短期債を除いて計算。ドイツは2年超5年以下。

(注2)ドイツは2年超5年以下。カッコ内は、ユーロ圏全体で見た場合の比率。

年間グロス国債発行額に占める中央銀行国債買入れ額(フロー) (注1)

(%)

残存期間		ECB(独)	日銀	FRB
1年超5年以下 (注2)	2014年	0	67	7
	2015年予想	89	102	
	2016年予想	92	102	
5年超10年以下	2014年	0	125	37
	2015年予想	126	113	
	2016年予想	98	113	
10年超25年以下	2014年	0	83	発行なし (買入れ額は \$39bn)
	2015年予想	48	83	
	2016年予想	39	83	
25年超	2014年	0	25	73
	2015年予想	102	62	
	2016年予想	125	62	
合計	2014年	0	80	24
	2015年予想	87	98	
	2016年予想	75	98	

(注1)合計は短期債を除く。FRBは2013年。日銀は買入れレンジの中央値で推計

(注2)ドイツは2年超5年以下。国債購入額は、年率換算。

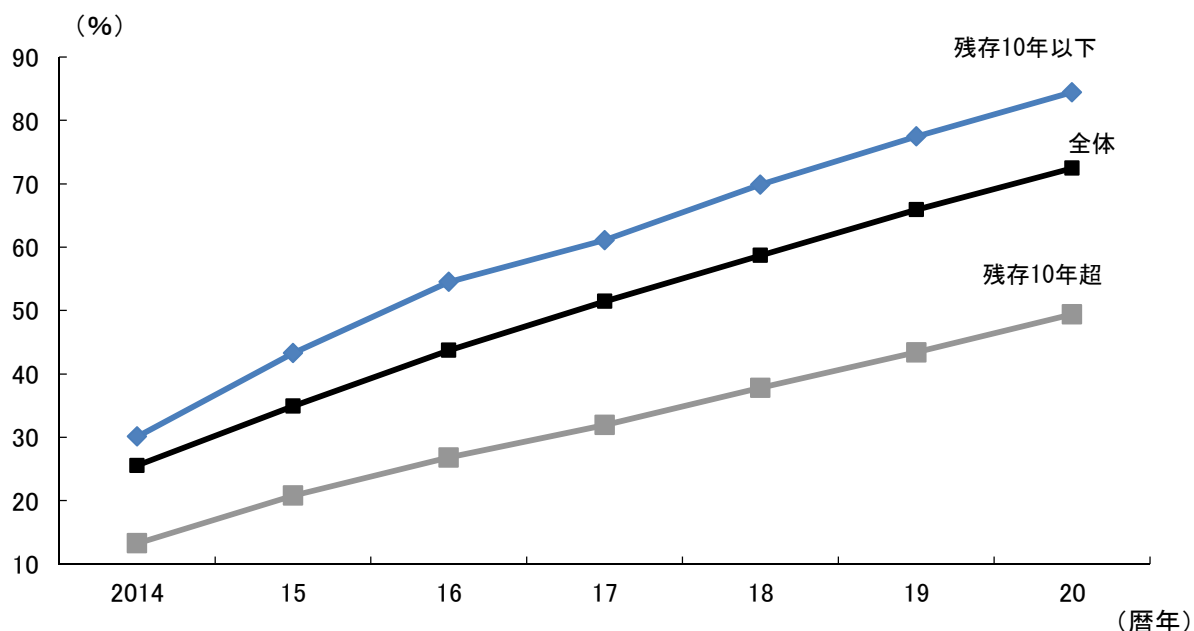
(資料) 日本銀行、FRB、ECB よりみずほ総合研究所作成

中央銀行の債券市場における関与が長期金利の低下圧力になったのは否めない。米国で2014年にかけて長期金利が予想外に低下した背景には、特に残存期間が25年超のゾーンでは2014年末に50%近い水準をFRBが抱えた点大きい。銘柄によっては70%を超える水準でFRBが保有していたものもある。今

後、米国はQE3を終了しても、償還される国債をロールオーバーするとされており、保有比率が高止まりしやすい。それゆえに、米国では今年後半に利上げが行われるとしても、引き続き金利の上昇が抑制される。一方、今後も金融緩和が続く日欧において、フローでは国債の発行額を上回る購入が続くことになるが、発行量を上回る比率は、日欧でそう大きな差はない。

ここで、このような異例な国債の購入がどこまで続くのかを考える上で、国債発行残高に占める日銀の保有量の推移を下記の図表で試算する。この試算は日銀の国債買い入れが、今日の年間80兆円増額されることを前提に、国債の発行は2015年度計画ベースが続くと仮定したときのものである。その結果、2020年には残存期間10年以下は80%超を日銀が買い占めることになる。一方、銀行を中心とした金融機関は担保ニーズで一定量を保有する必要があることから、このままの買い入れを行うと2020年近くには日銀はもはや市場から買えなくなる可能性がある。

■図表：国債発行残高に占める日銀保有割合



(注) 日銀の国債買入れは年間80兆円増額ペースで想定。年限別の買入れ額は2015年1月実績を踏まえ想定。

国債発行額は2015年度計画ベース。

(資料) みずほ総合研究所作成

これらを勘案すれば、今日の異例な国債購入はあくまでも時限性をもった措置と評価すべきだ。筆者が今日の中央銀行の異例な国債購入を「麻酔と手術」と称してきたのは、この購入があくまでも時限的な措置であり、その間に、経済や財政の改善が待たれる。その間に手術が終わらず、麻酔だけが続くことは、それが終末医療であるモルヒネのようになってしまうリスクも内包する。金融機能を殺し「麻酔」状況にしたのは、あくまでもその間に手術を行い、企業を中心とした前向きな活動を蘇生させるためである。同時にその間に財政再建への方向を見出し金融機関のポートフォリオ・リバランスができるかだ。先の図表の試算では、2010年代の後半が麻酔をかけ続ける限度である。そこまで何とかしなくてはならないとの認識が、日銀・政府にはあると考えられる。

1 「国債市場は麻酔状態かモルヒネか、その間に手術はできるか」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2015年1月8日)

2 「世界の金利『水没』マップ、金融機関はどう生き残るか」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2015年1月27日)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。