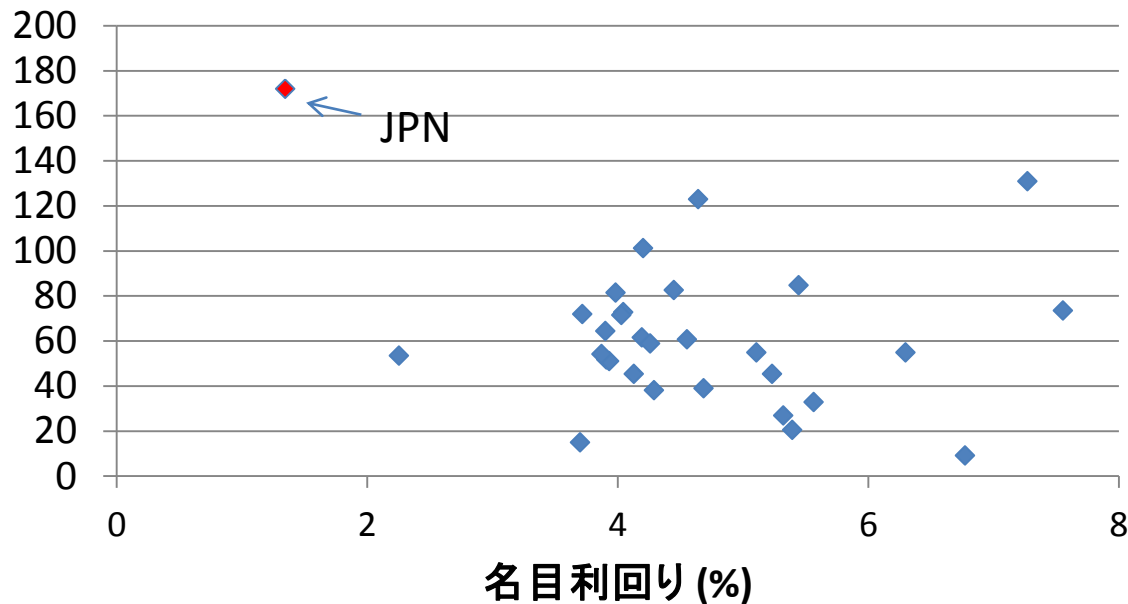


なぜ日本国債の利回りは低いのか？

債務/GDP (%)



2000-2011平均

- 日本はアウトライアー(外れ値)

低利回りを説明する5つの仮説

1. 高い財政余力：消費税の上げ余地が高い。
2. 巨額の対外純資産からくる国際的信用
3. 経常収支黒字からくる潤沢な流動性
4. 95%以上を国内投資家が保有
5. 大口保有者は、適切な資産運用の体制ができていない。

低利回りを説明する5つの仮説

1. 高い財政余力：消費税の上げ余地が高い。
2. 巨額の対外純資産からくる国際的信用
3. 経常収支黒字からくる潤沢な流動性
4. 95%以上を国内投資家が保有
5. 大口保有者は、適切な資産運用の体制ができていない。

⇒4と5に焦点をあてる。

投資家が賢ければ

- 利子裁定が働くはず！
- 国債利回り＝財政破たんリスク
- ＋海外の安全資産金利

例えば、

- 利子裁定が働くはず！
- 国債利回り＝財政破たんリスク（**4%**）
- ＋海外の安全資産金利（**2%**）

例えば、

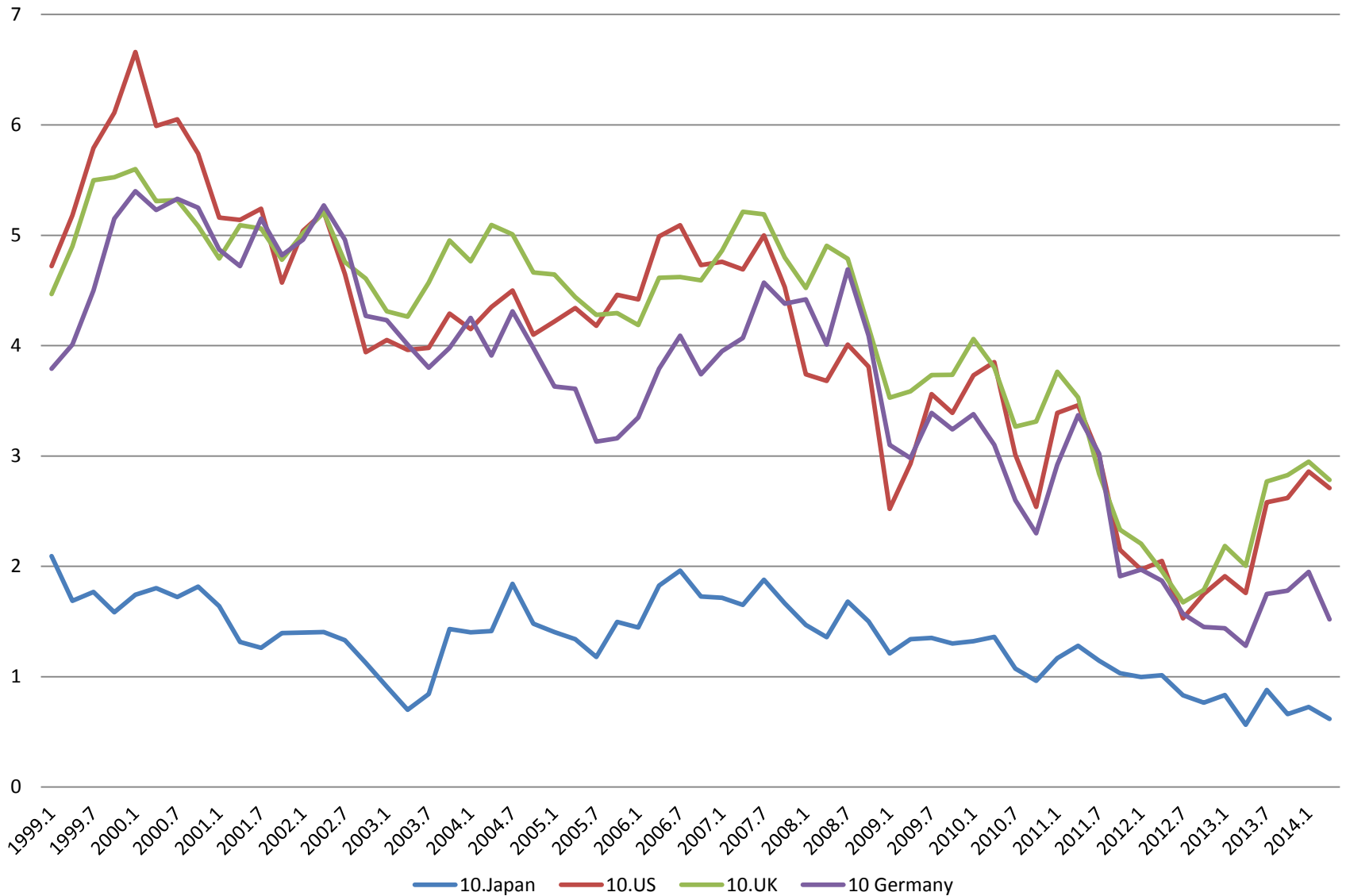
- 利子裁定が働くはず！
- 国債利回り＝財政破たんリスク（**4%**）
- （**6%**）＋海外の安全資産金利（**2%**）

しかし、現実には

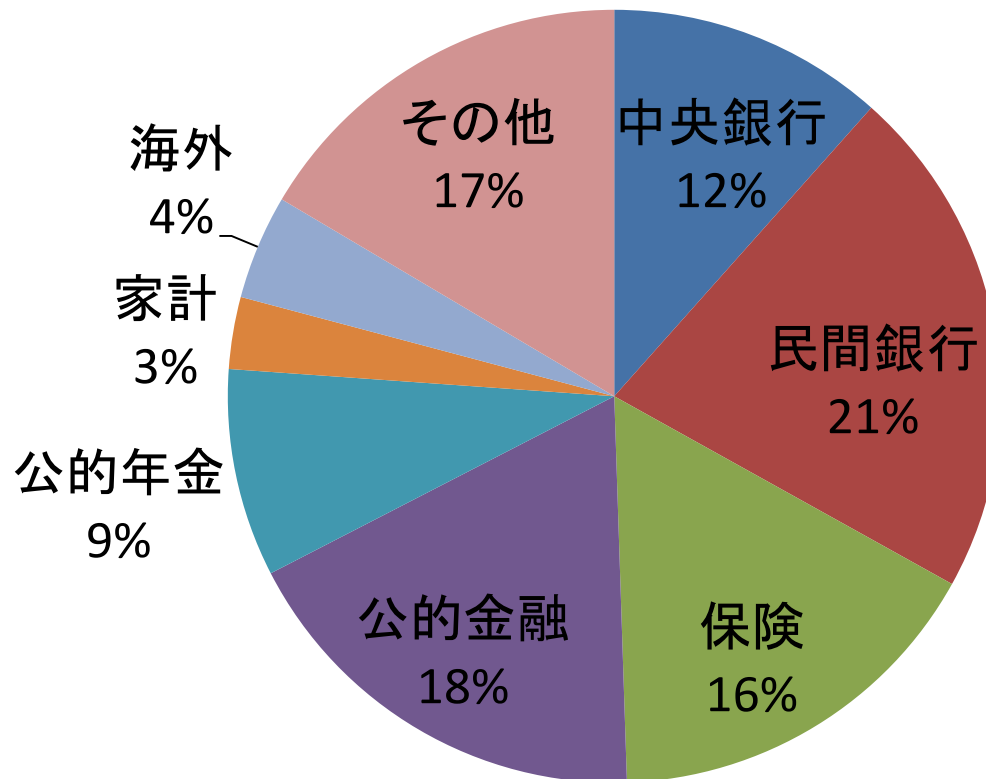
- 国債利回り<財政破たんリスク (**4%**)
- (**1%**) + 海外の安全資産金利 (**2%**)

- **なぜ！裁定が働いていないのか？**
- **破たんリスクを甘く見ている.....**

図3D-2 10年物国債利回りの国際比較



国債保有者の主体別割合



国債市場のホームバイアス

1. 中央銀行、公的金融(ゆうちょ、かんぽ)、公的年金が39%を占める。
2. 政府の強い規制を受ける民間銀行、保険が37%を占める。
3. 海外投資家の比率は4%と低い。
4. 政府の関与の強い金融機関は、国債シェアが大きく、海外資産シェアが小さい。
5. ゆうちょ: 80%が国債、海外資産はほぼゼロ

「資産選択の硬直性」

- ポートフォリオ・シフトにともなって投資家が被る取引費用や国際資本取引上の様々な障害のために、リスク分散を実現するような国際的なポートフォリオを組むのが難しい。

要因1:円高へのトラウマ

- 過去の為替レート的大幅な変動の歴史的経緯から、金融機関は為替リスクに敏感であり、円建て以外の資産保有を避ける傾向が強く、国内資産への強いホームバイアスが存在する。
- 円は国際化が遅れており、為替リスクがない安全資産は日本国債に限定される。

要因2:銀行規制の影響

- 銀行は、自己資本規制の観点から、リスク資産である貸出よりもリスクウェイトがゼロの国債を選好する(規制裁定)。
- 銀行は国債を大量に保有する誘因を強めている。
- 貸出減に悩む銀行は、国債保有を強めている。

要因3:硬直的なガバナンス構造

- 公的な金融機関(ゆうちょ、GPIF)は、設立の歴史的経緯や政府との特殊な関係もあって、リスクに対して超保守的な資産選択をとっている。
- 国際的な資産運用の知識や技術は低く、株式や海外資産などのリスク資産の保有は少ない。
- 日本の国債市場には、これらの金融機関が大量の国債を保有することを前提にして安定的な保有構造が出来上がっており、その状況を変更するには多大な調整費用を要する。

日本の国債利回りが低いのは？

1. 短期の要因：日銀が大量に国債を購入。
2. 長期の要因：90%以上を国内投資家が保有しており、かつ大口保有者は、運用体制に問題を抱えているため、市場で適切な価格が見つからない。
3. 利回りが低いのは、破たんリスクが利回りに反映されていない国債市場特有の構造のせいである⇒「日本型金融抑圧」
4. 破たんリスクが決して低いからではない。

問題設定の誤り

- 国債残高/GDPが高いのに、なぜ利回りが低いのか？

問うべき因果関係は逆

- 国債残高/GDPが高いのに、なぜ利回りが低いのか？
- というよりも、
- 利回りをつぶしたから、市場規律が働かず、大量は発行につながった。
- ⇒ 財政のソフト・バジェット問題