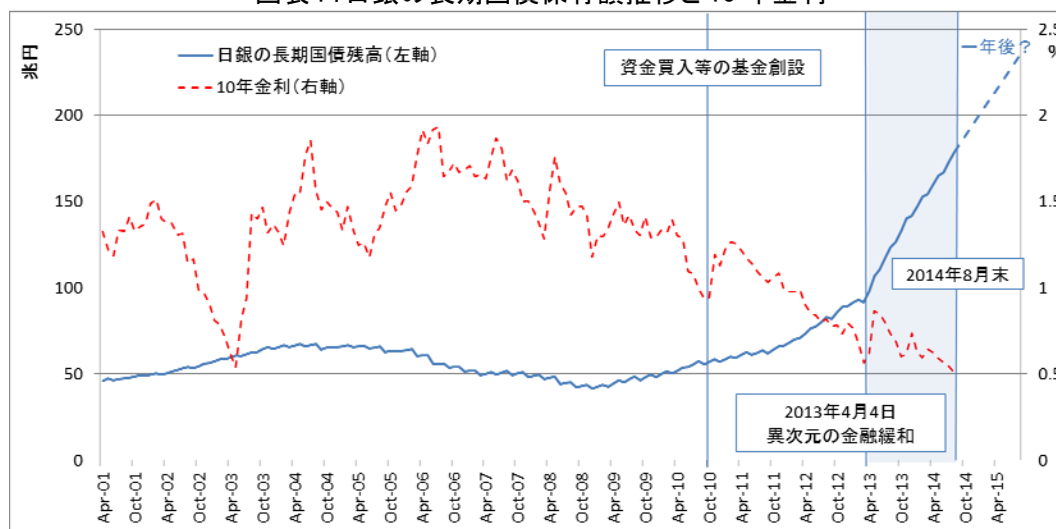


## (年金運用)：日銀の長期国債買入れ動向 ～新発債ゾーンに偏る日銀保有シェア

2013年4月に異次元の金融緩和導入を決定して以来、日銀は掲げた目標を達成すべく大量の長期国債を買入れている。約1年半の歳月が経過した今、改めて国債市場における日銀の国債保有状況（長期国債の保有額及び、残存年数別保有比率の推移）を整理し、考察する。

2010年10月5日、日銀は「包括的な金融緩和政策の実施」を公表し、資産買入等の基金を創設したのを手始めに、この基金が廃止される2013年3月末まで、28兆円の長期国債<sup>i</sup>を段階的に買入れた。更に、同年4月4日、日銀は黒田東彦総裁のもと、アベノミクスの金融政策の柱でもあった異次元金融緩和「量的・質的金融緩和」の導入を決定する。具体的には、消費者物価の前年比上昇率2%を安定的に実現することを掲げ、(1)マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、(2)長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上（7年程度）に延長する、というものであった。この目標を達成するため、日銀は40年債を含む全ゾーンの国債を対象に、年間約50兆円の買入れを想定し、国債保有額を急速に拡大している（図表1）。また、毎回日銀が公表している金融市場調節方針に関する公表文<sup>ii</sup>でも、資産の買入れ方針について、一貫した姿勢を繰り返し発信している。

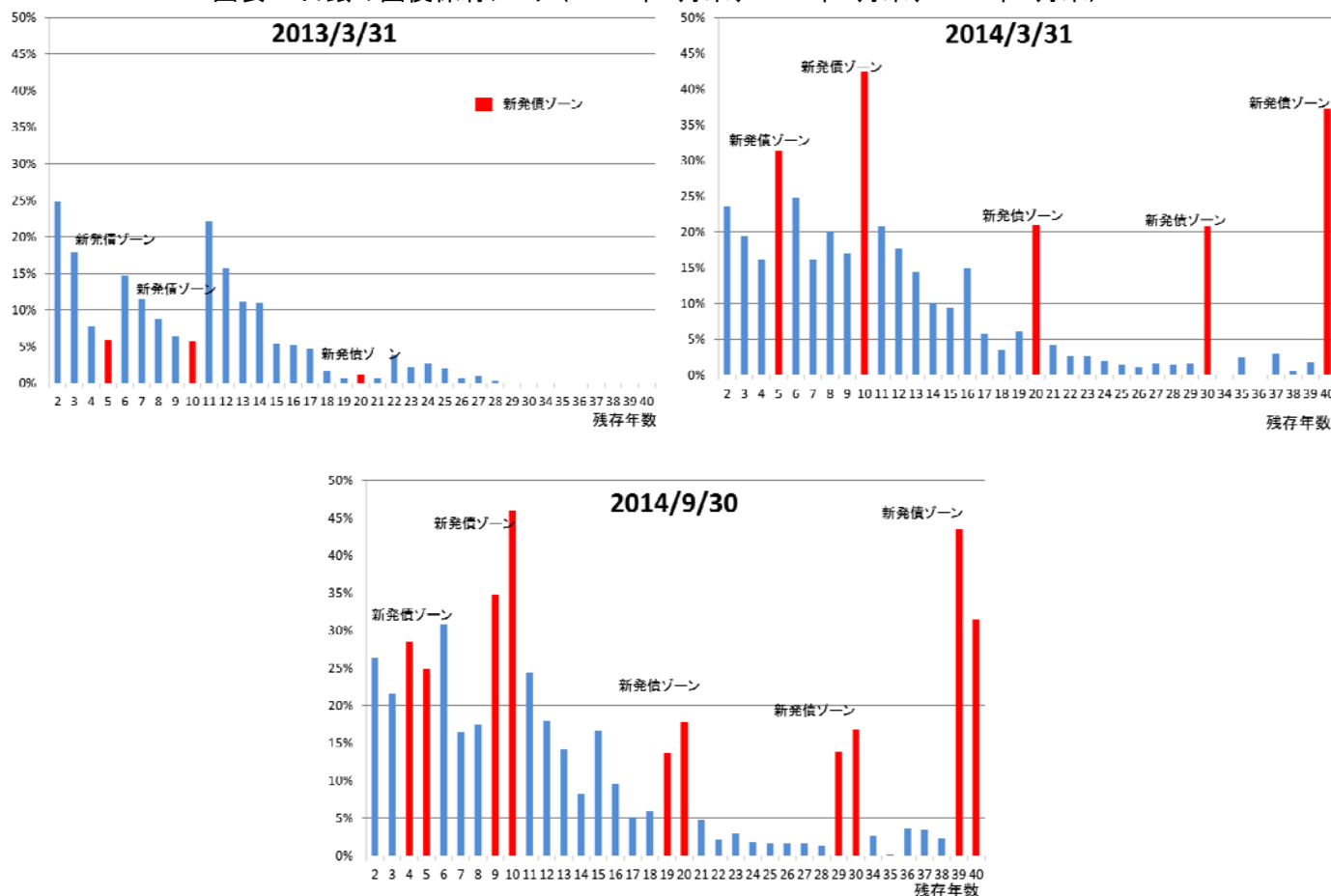
図表1：日銀の長期国債保有額推移と10年金利



(資料) 財務省、日本銀行データを加工

一連の金融緩和政策により日銀が保有する国債の額は、発行残高全体（2014年3月末時点で998兆円）の20%程度にあたる201兆円に達し、生損保が保有する国債の額を上回る規模となった。そして、異次元の金融緩和策導入以降、国債の大規模買入れのため（国債発行額の約7割に当たる7兆円程度を毎月買入）、日銀の国債保有シェア<sup>iii</sup>が5年・10年・20年・30年・40年の新発債を中心とした偏った分布<sup>iv</sup>を形づくっている点は注目に値する（図表2）。2013年3月末から2014年9月末にかけて、日銀保有シェアの変化を銘柄ごとにみても、新発債の保有シェアは図表2同様極端に高くなっており、その一方で、流動性のためか、他の銘柄の保有シェアは微増にとどまり、全く保有していない銘柄（30年債の1回債や37回債、20年債の126回債）すら存在する。新発債に偏った買入れは、たとえ一旦市中に出回ったとしても、日銀が早期に買入れることが前提である以上、財政ファイナンス<sup>v</sup>に類するともささやかかれかねないため、新発債以外にもできる限り満遍なく買い進める工夫も必要である。

図表2: 日銀の国債保有シェア(2013年3月末、2014年3月末、2014年9月末)



(資料) 大和総研「Poet-SB」、日本銀行データを加工

10月7日現在、日銀は9月9日以来5回連続で、基準金利がマイナスの新発3ヶ月物短期国債の入札を実施している。満期まで保有すれば当然損する入札を見送らないのも、大規模金融緩和策の一環であろう。こうした一つ一つが、今後も強力な金融緩和を継続するという政策コミットメント(時間軸政策の効果)を強化していることは間違いない。しかし、これら一連の金融政策は、あくまでも長きに渡るデフレから脱却するための緊急策である。図表1、2でもわかるように、たった1年半の期間で、日銀の国債残高及び保有シェアは急速に拡大した。このペースでの(日銀の)国債買入れをあと3年も続ければ、日銀の長期債の保有額は約330兆円に達し、50%近い保有シェアになってしまう。実際問題として現行の金融緩和政策にタイムリミットがある以上、政策目標の引き下げといった時間軸政策を打ち消してしまう出口戦略もしたたかに考察する必要があるだろう。

また、異次元の量的金融政策という景気のカンフル剤投与が常態化すれば、いずれ日銀のバランスシートは毀損し、国庫納付金の支払いは難しくなる。更には、日本銀行法<sup>vi</sup>で禁止されている財政補填を余儀なくされるといった事態も想定する必要があるかもしれない。

(大山 篤之)

i 日銀の長期国債の定義変更による数値の変化もある。  
 ii 日本銀行HP: [https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_2014/index.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2014/index.htm/)  
 iii 図表2作成にあたり、変動利付国債や物価連動国債等は除き、残存が2年以上の固定利付き国債に限定。  
 iv ただし、図表2の新発債ゾーンには、新発債でない銘柄も含まれている点に留意。  
 v ここで危惧している財政ファイナンスとは、財政法上のことではなく、あくまでも1年半の短期間に新発債ゾーンを50%近く買入れている日銀の行動規範についてである。  
 vi 98年に改正された現日本銀行法。