

# 基礎研 レポート

## 先進国の国債等の保有構造について ～IMF 先行研究に基づく推計結果～

経済研究部 研究員 神戸 雄堂  
(03)3512-1818 ykambe@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

日本の国債等残高<sup>1</sup>対名目GDP比は、先進国最悪の水準となっているにもかかわらず、日本の国債利回りは他国と比較しても低水準で推移している。その要因の一つとして、一般的に日本の国債等の海外保有比率が低く、国債等の保有構造が安定的であることが挙げられることが多い。

日本に限らず、他国についても海外保有比率の水準をもって国債等の保有構造の安定性について議論されることが一般的である。国債等の保有構造の安定性とは、財政の持続性への懸念が高まった際に、それぞれの投資家の行動によって国債等の市場から資金が流出するリスク度合いのことである。例えば、同じ海外投資家でも中央銀行とヘッジファンドでは、その保有目的や投資行動が異なるように、投資家の種類やその保有額、すなわち保有構造によって安定性は異なると考えられる。したがって、国債等の保有構造の安定性について議論するためには、単に国内投資家か海外投資家かという分類(海外保有比率)だけでなく、さらに掘り下げた分類が望ましいだろう。

本稿では、IMFの先行研究に基づき、投資家を6つのグループ(国内中央銀行、国内銀行、国内非銀行部門、海外中央銀行、海外銀行、海外非銀行部門)に分類し、先進国6カ国(日本、米国、英国、カナダ、ドイツ、ギリシャ)の国債等における各グループの保有比率について推計を行う。さらにIRIという指標を用いて、海外保有比率とは異なる観点から各国の国債等の保有構造の安定性について考察したい。

### 2—日本の国債等の保有構造(海外保有比率)

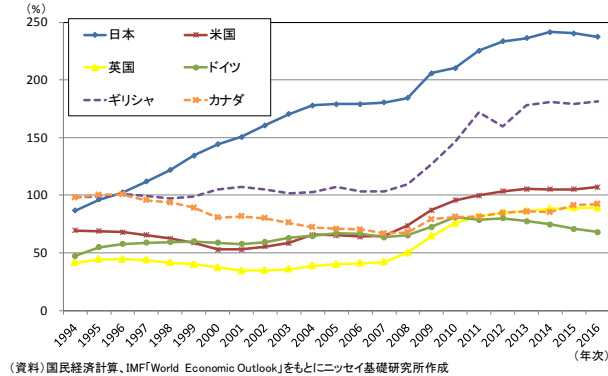
日本の国債等残高対名目GDP比は、1990年代以降の恒常的な財政赤字に伴い、2016年には250%近くにまで上昇しており、先進国最悪の水準となっている(図表1)。また、消費税率引上げの2度の延期や税収の伸び悩みによって2020年度の基礎的財政収支黒字化の目標達成が先送りされるなど財

<sup>1</sup> 本稿では、政府債務について「国債等」と呼称する。ここでの政府とは国民経済計算ベースの一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金)概念である。また、債務としては債務証券や借入等を集計対象とし、政府自身が保有する国債や地方債は除外している。

政赤字解消の目処は立っておらず、国債等残高対名目GDP比は今後も上昇すると予想される。

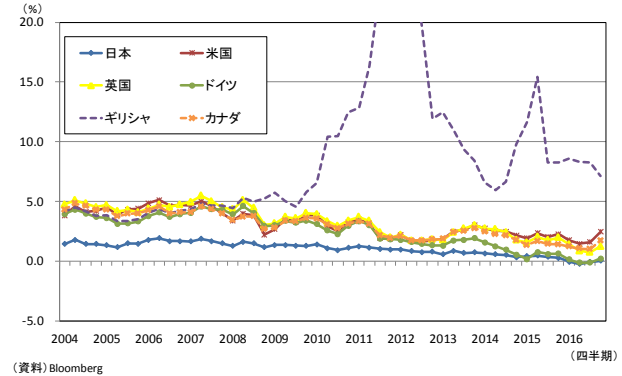
一般的に国の財政が悪化し、財政の持続性への懸念が高まると、投資家は国債を売却する、もしくはリスクに見合った金利の上乗せ（リスクプレミアム）を要求するため、国債金利は上昇（国債価格は下落）する。財政悪化によって金利が上昇すると、利払い負担が増加し、ますます財政が悪化することが懸念されるため、IMF等の国際機関も幾度となく日本の財政状況に対して警鐘を鳴らしてきた。しかし、日本の財政悪化に伴う国債金利の上昇（国債価格の下落）については以前から懸念はあったものの、依然として日本の10年国債利回りは他国と比較しても低位安定している（図表2）。

(図表1) 国債等残高対名目GDP比の推移



(資料) 国民経済計算、IMF「World Economic Outlook」をもとにニッセイ基礎研究所作成

(図表2) 10年国債利回りの推移

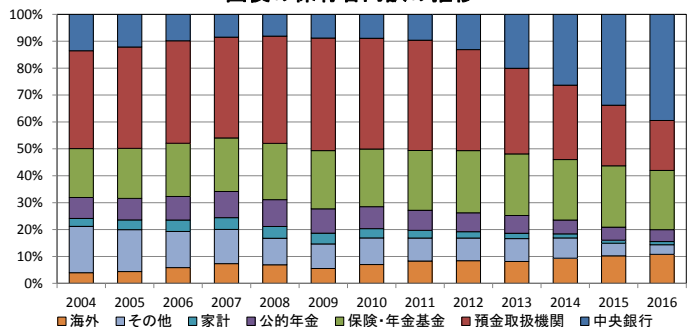


(資料) Bloomberg

日本の国債等残高対名目GDP比が先進国最悪の水準にも関わらず、国債利回りが安定していることについては、様々な要因が考えられる。その要因の一つとして、日本の国債等の海外保有比率が他国と比較して低く、国債等の保有構造が安定的であることが挙げられることが多い。

一般的に国内の投資家と海外の投資家を比較した場合、前者にはホームバイアス<sup>2</sup>があるため、相対的に金利が低くとも国債を安定的に購入するのに対して、後者は相対的に価格感応度が高く、財政の持続性への懸念が高まると国債を売却する、もしくはリスクプレミアムを要求する傾向が強いと見られている。したがって、海外保有比率が高いほど、財政の持続性への懸念が高まった際に投資家の行動によって資金流出するリスクは高くなる、すなわち国債等の保有構造の安定性は低くなると考えられる。一方で、日本は高水準の家計金融資産残高があり、預貯金等を通じて国内金融機関をはじめとする国内投資家による国債保有を支えている。その結果、国債等の海外保有比率は約10%と低くなっているため(図表3)、国債等の保有構造が安定的であると考えられる。

(図表3) 国債の保有者内訳の推移



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

(注1) 国債は、「国庫短期証券」「国債・財投債」の合計。一般政府(中央政府)のほか、公的金融機関

(財政融資資金)の発行分を含む。

(注2) その他は、国債等合計から「中央銀行」「預金取扱機関」「保険・年金基金」「公的年金」「家計」「海外」を引いた残差。

(注3) その他は、政府保有分を含んでいる。

<sup>2</sup> ホームバイアスとは、為替変動リスクや制度的要因から、非効率であってもポートフォリオに占める自国資産への投資割合が高くなること。

しかし、そもそも同じ国内もしくは海外の投資家であっても、例えば中央銀行とヘッジファンドでは、前者が安全性・流動性を重視し、長期にわたって投資する傾向が強いものに対して、後者は高いリターンを追求し、短期かつ投機的な取引を行うことが多いなど、投資家によって国債等の保有目的や投資行動は異なる。そして、国債市場の安定性に与える影響も投資家によって異なるため、単に国内投資家と海外投資家の分類（海外保有比率）だけをもって安定性について言及することが十分とは言えないだろう。

### 3—IMFの先行研究の紹介

国債等における各投資家の保有比率について、日本の資金循環統計では図表3の通り海外投資家の内訳は明らかにされておらず、多くの国の統計でも同様である。そこで、IMFの先行研究（Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda[2012]）<sup>3</sup>を参考にしたい。この先行研究では、近年国債の海外保有比率が世界的に上昇していることに着目し、従来標準化されたデータが存在しなかった先進国の国債等における各投資家の保有比率について推計する方法が示された。その方法では、国債等の保有者を①国内中央銀行、②国内銀行、③国内非銀行部門、④海外中央銀行（国際機関の金融支援を含む）<sup>4</sup>、⑤海外銀行、⑥海外非銀行部門の6つの投資家グループに分類し、様々な統計を用いつつ、共通の手法で加工集計することで、グループ別の保有額を統一的に推計している（図表4）。

（図表4）各投資家グループの国債等の保有額についての推計方法

	項目・部門	出所
①	総債務残高	各国統計、Eurostat
②	国内投資家	残差(①-⑥)
③		中央銀行 IMF (International Financial Statistics) ※英国、カナダは自国統計
④		銀行 同上
⑤		非銀行部門 残差(②-③-④)
⑥	海外投資家	IMF (Quarterly External Debt Statistics)
⑦	海外投資家	中央銀行 IMF (Composition of Official Foreign Exchange Reserves) IMF (Coordinated Portfolio Investment Survey)をもとに推計 ※米国は自国統計
⑧		銀行 BIS (International Banking Statistics)をもとに推計
⑨		非銀行部門 残差(⑥-⑦-⑧)

（資料）Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda[2012]

先行研究では、先進国24カ国について、国債等における上記6グループ別の保有額の推計を行っている<sup>5</sup>。そして、世界金融危機後の期間（2008年第3四半期-11年第4四半期）における国債利回りと推計した投資家グループ別の保有額に関する相関分析を通じて、国債利回りの上昇もしくは下落（国債価格の下落もしくは上昇）に対して各グループが保有額を増やすのか減らすのか、その価格感応度を明らかにした。その結果、国内投資家の3グループおよび海外中央銀行の相関係数は正值、海外の銀行および非銀行部門の相関係数は負値となった（図表5）。

相関係数の正值は、国債利回りが上昇（国債価格が下落）した際に保有額を増やすもしくは国債利回りが下落（国債価格が上昇）した際に保有額を減らす逆張りの動きに対して、負値は順張りの動きをす

<sup>3</sup> Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda, “Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt”, IMF Working Paper,

WP/12/284, December 2017

<sup>4</sup> EU/IMFからギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対する金融支援融資や、ECBによるPIIGS諸国の国債購入を含む。

<sup>5</sup> オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、チェコ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、日本、韓国、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国の24カ国。2004年第1四半期から11年第4四半期までの各四半期データを使用している。

ることを表している。すなわち、国の財政の持続性への懸念が高まり、国債利回りが上昇（国債価格が下落）した場合、逆張りの動きをする（相関係数が正值の）投資家は保有額を増やすため、相対的に資金流出するリスクが低く、国債市場に安定性をもたらす存在であると言える。逆に、順張りの動きをする（相関係数が負値の）投資家は同様の場合では保有額を減らすため、相対的に資金流出するリスクが高く、国債市場の安定性を損ねる存在であると言える。また、相関係数の値が大きいほど保有額を増やす傾向が強いため、より安定性をもたらす存在であると言える。

(図表5) 投資家グループ別の相関係数とリスクスコア

		相関係数	リスクスコア
国内 投資家	国内中央銀行	0.148	0(安定性への貢献度が最も高い)
	国内銀行	0.056	26
	国内非銀行部門	0.093	16
海外 投資家	海外中央銀行	0.097	14
	海外銀行	-0.162	87
	海外非銀行部門	-0.207	100(安定性への貢献度が最も低い)

(資料) Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda[2012]

先行研究の結果を踏まえると、国内中央銀行>海外中央銀行>国内非銀行部門>国内銀行>海外銀行>海外非銀行部門の順に安定性をもたらす存在であると言える。同じ海外投資家であっても、海外中央銀行と銀行・非銀行部門とは価格感応度の符号さえも異なっている。また、海外中央銀行と国内銀行・非銀行部門を比較すると、海外投資家である海外中央銀行の方が国内投資家である2グループが保有した場合より安定的である。したがって、やはり保有構造の安定性について言及するためには国内投資家か海外投資家かという分類(海外保有比率)だけでは不十分であり、さらに掘り下げた投資家の分類が望ましいと考えられる。

さらに、先行研究では各グループの相関係数に基づく安定性への貢献度合いに応じてリスクスコア<sup>6</sup>を設定している。そして、各投資家グループのリスクスコアを各グループの保有比率で加重平均することによって、IRI (Investor base risk index) という指標を算定している。IRIとは、国の財政の持続性への懸念が高まり、国債価格が下落（国債金利が上昇）した際に資金が流出するリスクの高さを示す指標、すなわち国債等の保有構造の安定性を表す指標であると考えられる。

IMFの先行研究結果を踏まえると、国債等の保有構造の安定性について海外保有比率だけで分類した場合と上記6グループでより詳細に分類した場合とは異なる結果になると考えられる。そこで、先進国6カ国を対象に国債等における6グループの保有比率を独自に推計した後、IRIを算定することによって先進国の国債等の保有構造の安定性について考察したい。

#### 4—IMFの先行研究に基づく、先進国における国債等の保有構造の推計結果

筆者はIMFの先行研究の方法論に基づき、先進国6カ国（日本、米国、英国、カナダ、ドイツ、ギリシャ）の国債等における海外保有比率および各投資家グループの保有比率について、2004年第1四半期から2016年第4四半期までの推計を行った。当節では、その推計結果を見ていく。

<sup>6</sup> リスクスコアが低いことは国債市場全体の安定性に対する貢献度が高いことを意味しており、最も貢献度が高い国内中央銀行のリスクスコアを0、最も貢献度が低い海外非銀行部門を100とし、その他の投資家グループは相関係数の差に応じて設定。なお国、時点に関係なく共通のリスクスコアを使用している。



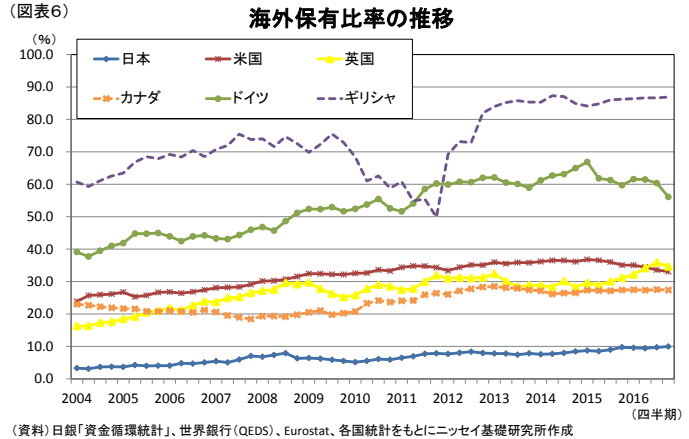
## 【海外保有比率】

まず、国によって海外保有比率の水準は大きく異なっている(図表6)。海外保有比率の水準に影響を与える要因として、財政収支と経常収支が考えられる。貯蓄・投資バランスに即して考えると、財政収支が赤字、すなわち政府部門の貯蓄・投資バランスがマイナスの場合、政府は国債の発行等によって資金を調達する。この際、経常収支が赤字、すなわち家計・企業・政府各部門の貯蓄・投資バランスの合計がマイナスとなっている場合、国内だけでは賄うことができないため、海外資金に依存せざるを得ない。

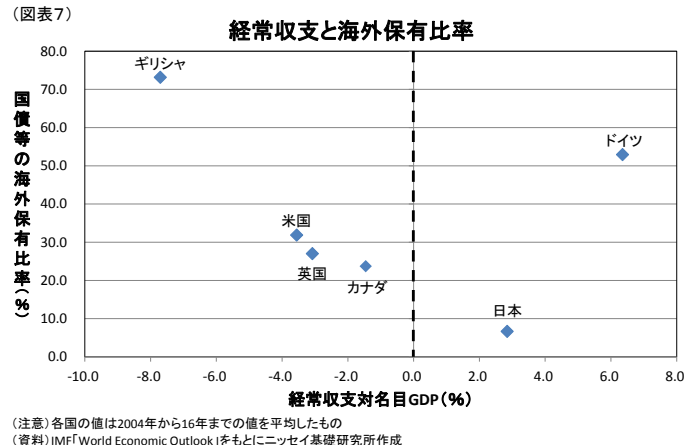
各国の一般政府の財政収支は、一部の国の一部の期間を除き赤字となっている<sup>7</sup>。一方で、経常収支は日本とドイツが恒常的に黒字、米国、英国が恒常的に赤字となっている。したがって、日本とドイツは必ずしも海外資金に依存する必要がないのに対して、米国と英国はいわゆる双子の赤字<sup>8</sup>に陥っているため、海外資金に依存せざるを得ない。これは日本の海外保有比率が米国や英国と比べて低い一因であろう。しかし、ドイツは米国や英国より海外保有比率が高くなっている。これは、ユーロ圏では為替リスクがないため、ユーロ圏内の持ち合いが進み、海外投資家(ユーロ圏における他国の投資家)の保有が進んだ結果と考えられる<sup>9</sup>(図表7)。

海外保有比率の推移に注目すると、全体的に対象期間を通じて上昇しているが、主要先進国とギリシャでは違った傾向が見られる。主要先進国では期間を通じて緩やかに上昇しているのに対して、ギリシャでは2009年半ばから11年半ばにかけて大きく低下している。これは欧州債務危機時に、ギリシャにおいて財政の持続性への懸念が高まると、海外投資家が国債等を売却し、海外保有比率が低下したものである。

(図表6)



(図表7)



<sup>7</sup> 黒字の国とその期間はカナダ(2004-08)、ドイツ(2007、14-16)、ギリシャ(2016)。

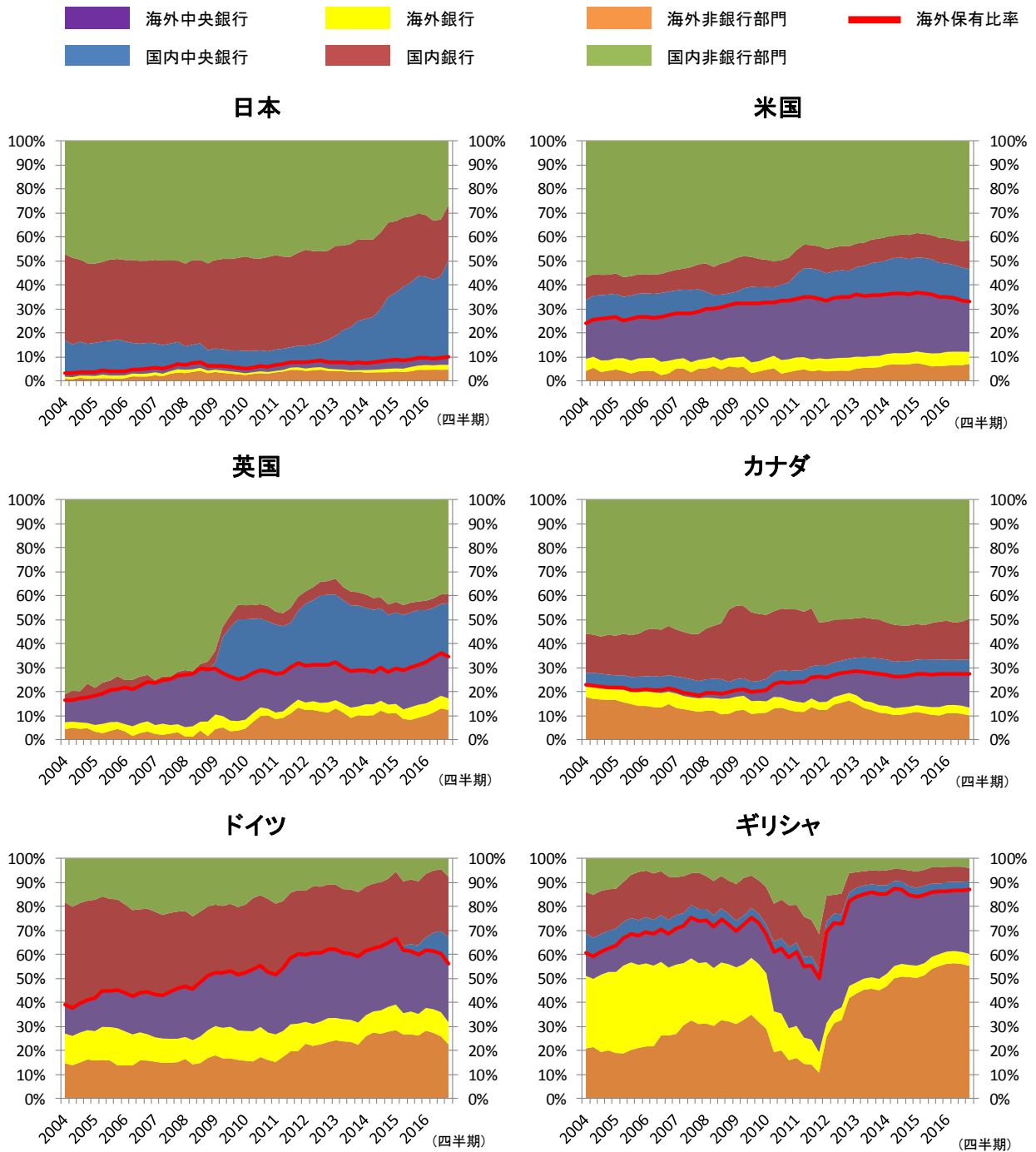
<sup>8</sup> 財政収支と経常収支がともに赤字となっている状態。

<sup>9</sup> なお、ドイツの国債を同じユーロ圏の国の投資家が保有している場合も海外保有とみなしているが、同じ海外投資家の保有であっても、日本の国債を米国の投資家が保有している場合とは、安定性に与える影響が異なると考えられるため、その点には留意が必要であろう。また、同じユーロ圏の国債であっても、ドイツの国債を同じユーロ圏のフランスの投資家が保有している場合とギリシャの国債をフランスの投資家が保有している場合とでは意味合いが異なると考えられる。

【各国の国債等における保有構造(投資家グループ別の保有比率)】

図表8は各国の国債等における投資家グループ別の保有比率の推移である。図表8をもとに各国の保有構造の特徴と保有比率の推移について解説したい。

(図表8) 各国の国債等における投資家グループ別の保有比率の推移



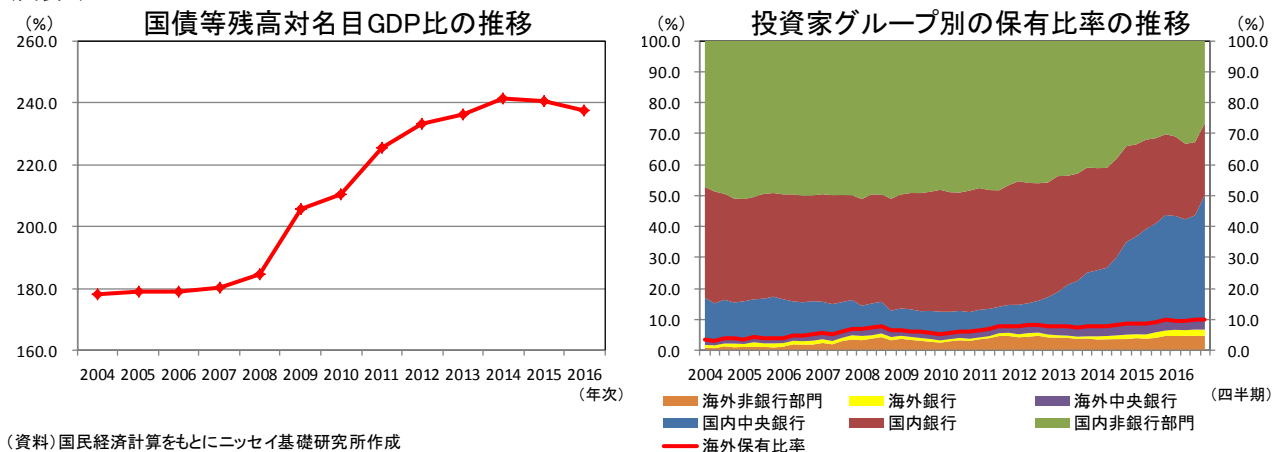
## 【日本】

日本の国債等残高の名目GDP比は恒常的な財政赤字と名目GDPの伸び悩みによって、上昇が続き、2016年には250%近い水準にまで達している。特に、2008年と09年は名目GDP比の対前年マイナス成長の影響もあって急速に上昇した。しかし、足元では名目GDPと財政収支の改善によって伸びは鈍化している(図表9)。

国内部門では、日銀が異次元緩和による国債購入の大幅な増額を開始した2013年4月以前は、国債等の保有比率は銀行が約35%、非銀行部門が約50%と大半を国内の2グループで保有してきた。日本の家計金融資産の大半が現預金(約50%)や保険・年金等(約30%)の非リスク資産で保有されているうえ、民間非金融法人企業も現預金の保有額が比較的大きい。また、銀行等の預貸比率(預金に対する貸出の割合)が他国と比べて低く、銀行等の保有資産のうち証券の割合が高くなっている。すなわち、預金や保険・年金等を通じて国債等を大量に保有している銀行や保険会社の保有比率が高くなっている。しかし、2013年4月以降は銀行と非銀行部門の保有比率が低下したのに対して、中央銀行の保有比率は上昇し、足元では約40%まで達している。

海外部門に関しては、恒常的な経常黒字と安定的に国債を保有する国内金融機関の存在によって、必ずしも海外投資家に依存する必要がないため、国債等の海外保有比率は約10%と他国と比べて低い。しかし、海外保有比率は上昇こそ緩やかであるものの、2016年(約10%)は2004年(約3%)の約3倍まで上昇している。また、海外保有の残高ベースも同期間の比較で約5倍まで増加している。

(図表9)



(資料) 国民経済計算をもとにニッセイ基礎研究所作成

## 【米国】

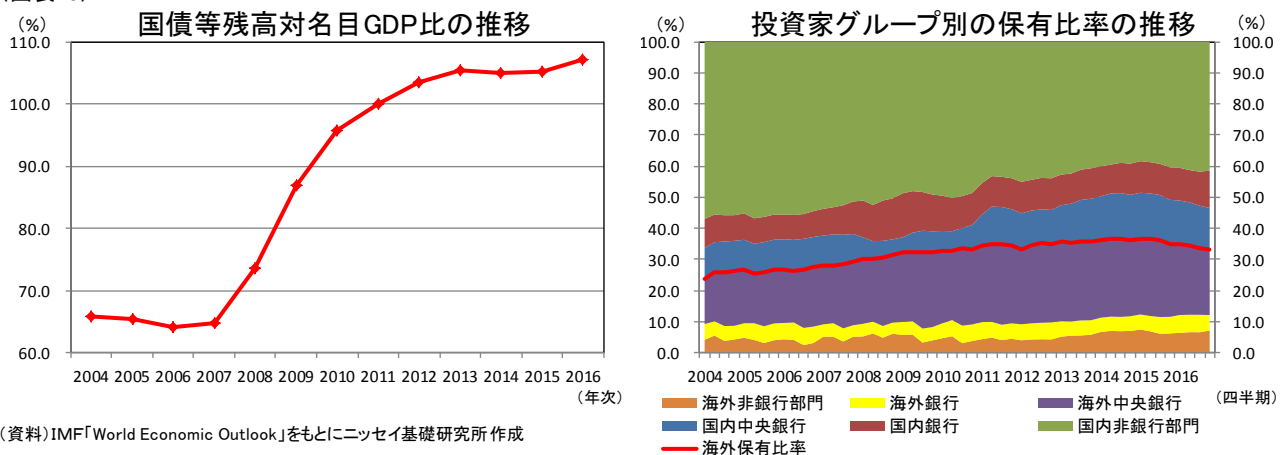
米国の国債等残高の名目GDP比は2004年から07年にかけては低下したが、世界金融危機後の景気後退と景気対策による財政の悪化によって、2008年以降は急速に上昇し、100%を超えた。足元では名目GDPの堅調な伸びと財政赤字の改善によってほぼ横ばいで推移している(図表10)。

国内部門では、家計金融資産のうち現預金の割合が低く、また銀行の預貸比率が100%前後と高いため、銀行の保有比率は約10%と低くなっている。リーマンショック後の景気後退による預貸比率の低下により銀行は国債等の保有を増やしたが、同時に分母である国債等残高も増加したため、保有比率はほぼ横ばいとなった。また、FRBが2008年11月から14年10月まで3度の量的緩和政策によっ

て国債の買入れを実施した結果、非銀行部門の保有比率が低下し、中央銀行の保有比率は約15%まで上昇した。しかし、量的緩和終了後は中央銀行の保有比率が緩やかに低下し、銀行・非銀行部門の保有比率は緩やかに上昇している。

海外部門では、海外中央銀行の保有比率が20%前後と他国と比べて高い。これは、海外の中央銀行が外貨準備として基軸通貨である米ドル建ての資産を選択しやすいことが考えられる。IMFのCOFER統計によると、各国の中央銀行が外貨準備として保有する米ドル建て資産の割合は60%台で安定的に推移している。海外保有比率は、2004年(約25%)から緩やかに上昇し、2016年は約35%となっている。

(図表10)



## 【英国】

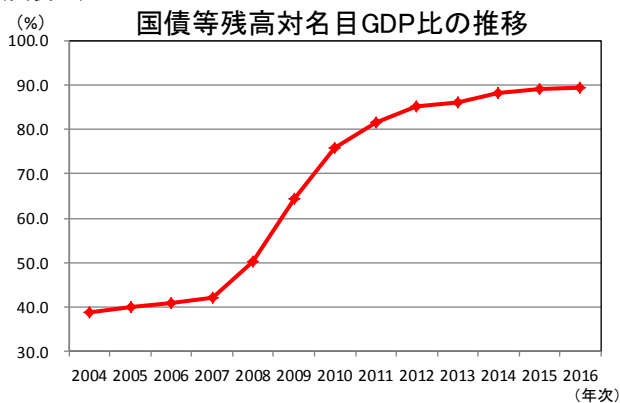
英国の国債等残高の名目GDP比は2004年から07年にかけては緩やかに上昇し、2008年以降は世界金融危機後の景気後退と景気対策による財政の悪化によって、急速に上昇し、その後約90%にまで達した。足元では名目GDPと財政赤字の改善によって横ばいで推移している(図表11)。

国内部門では、他国と比べて国内銀行の保有比率が10%未満と低いのに対して、非銀行部門の保有比率が高い。これは英国の家計金融資産は保険・年金の割合が約60%と高いため、保険会社を中心とする銀行以外の金融機関の保有額が大きく、非銀行部門の保有比率を押し上げているためである。しかし、BOE(イングランド銀行)が2009年3月から量的緩和による国債等の買入れを開始した結果、非銀行部門の比率は約40%まで低下し、逆に中央銀行の保有比率は約20%まで上昇している。

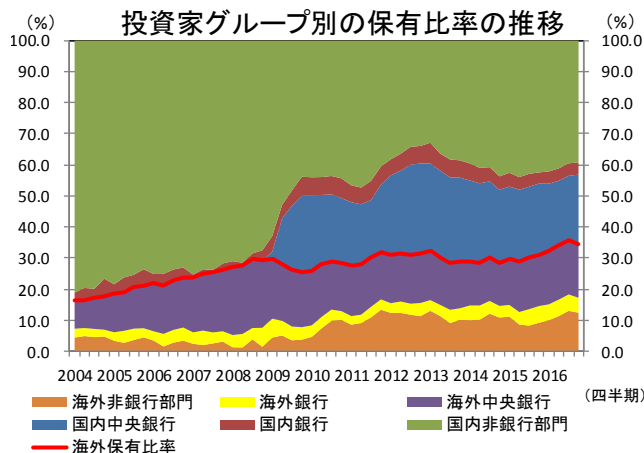
海外部門では、海外中央銀行の保有比率が15%前後と、米国ほどではないものの、日本と比べて高い。これは、各国の中央銀行が保有する外貨準備における日本円建て資産と英ポンド建て資産の割合は約3~4%とほぼ同水準であるが、国債等残高の絶対額が日本より少ないため、結果的に海外中央銀行の保有比率が高くなっていると考えられる。海外保有比率は、2009年以降浮き沈みはあるものの、2004年(約20%)から2016年(約35%)まで15%以上上昇している。



(図表11)



(資料)IMF「World Economic Outlook」をもとにニッセイ基礎研究所作成



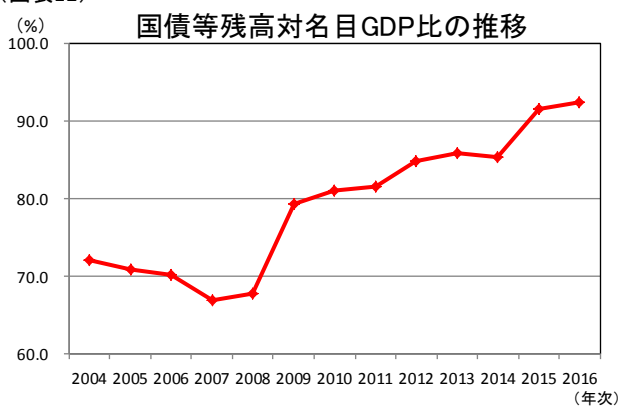
### 【カナダ】

カナダの国債等残高の名目GDP比は、2004年から08年にかけては財政黒字によって低下したが、世界金融危機後の景気対策によって財政赤字に転じた2009年以降は、緩やかに上昇し、足元では90%を超えている(図表12)。

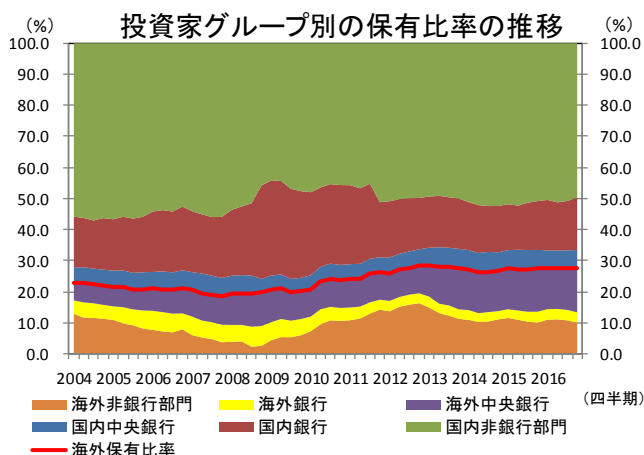
国内部門では、銀行の預貸比率が100%前後と高いものの、銀行の保有比率が20%前後と米国や英国と比べて高い。一方で、中央銀行の保有比率は10%未満と低い。中央銀行の保有比率は、中央銀行が量的緩和を実施していないため、ほぼ横ばいとなっている。

海外部門では、海外中央銀行の保有比率が緩やかに上昇し、足元では約15%まで達している。各国の中央銀行が保有する外貨準備におけるカナダドル建ての資産の割合自体は高くないものの、金額ベースではSDRを構成する主要5通貨<sup>10</sup>を除けば、最も保有されており、堅調に増加しているためと考えられる。海外保有比率は対象期間を通じて大きな変動はなく、20%台で推移しており、足元でもほぼ横ばいとなっている。

(図表12)



(資料)IMF「World Economic Outlook」をもとにニッセイ基礎研究所作成



<sup>10</sup> 米ドル、ユーロ、円、英ポンド、人民元の5通貨を指す。

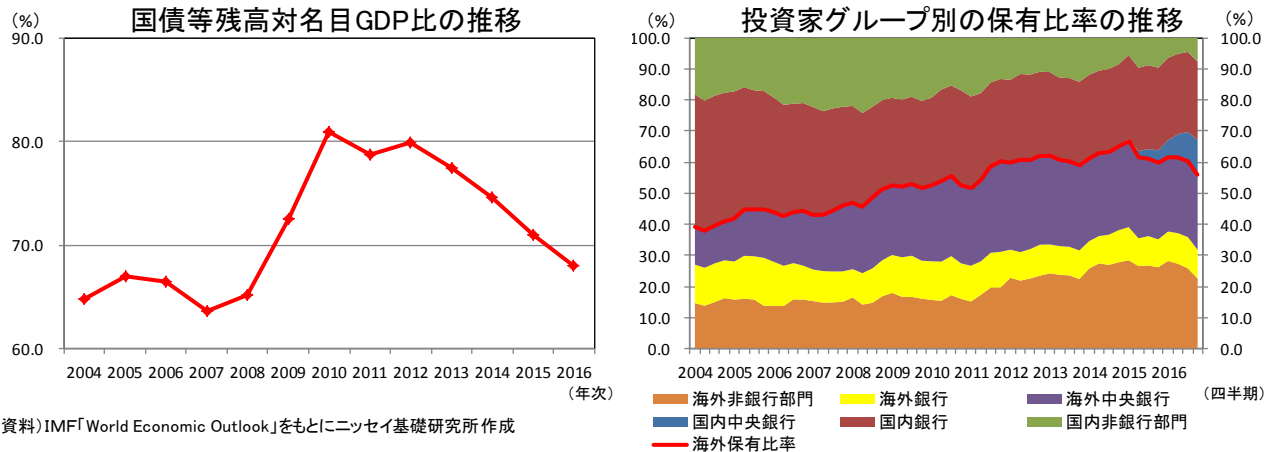
## 【ドイツ】

ドイツの国債等残高の名目GDP比は2010年頃をピークに、その後は名目GDPの堅調な伸びと財政収支の改善によって低下傾向が続いており、足元では約70%となっている。特に、2014年から16年にかけて、財政黒字に転じていることが影響している(図表13)。

国内部門では銀行の保有比率が高い。これは、日本と同様にドイツの家計金融資産は現預金の割合が約40%と高いためである。一方で、ドイツ連邦銀行の保有比率は1%未満と低かったが、足元では約10%まで上昇している。これは、ECBが2015年1月に開始したPSPP(公的セクター債券購入プログラム)によるものである。ユーロ圏の各国中央銀行はECBのPSPPに従い、自国国債の買入れを実施しているため、国内中央銀行の保有比率が上昇している。

海外部門では、他国と比べて3グループともに保有比率が高い。これは先述の通り、為替リスクのないユーロ圏内での持ち合いが進み、海外投資家(ユーロ圏における他国の投資家)の保有が進んだ結果と考えられる。海外保有比率は堅調に上昇していたが、足元ではやや低下している。

(図表13)



## 【ギリシャ】

ギリシャの国債等残高の名目GDP比は債務減免が行われた2012年を除くと、2009年から15年までのマイナス成長と恒常的な財政赤字によって上昇の一途を辿っている。足元では名目GDPと財政収支の改善によって横ばいで推移しているが、約180%まで達している(図表14)。

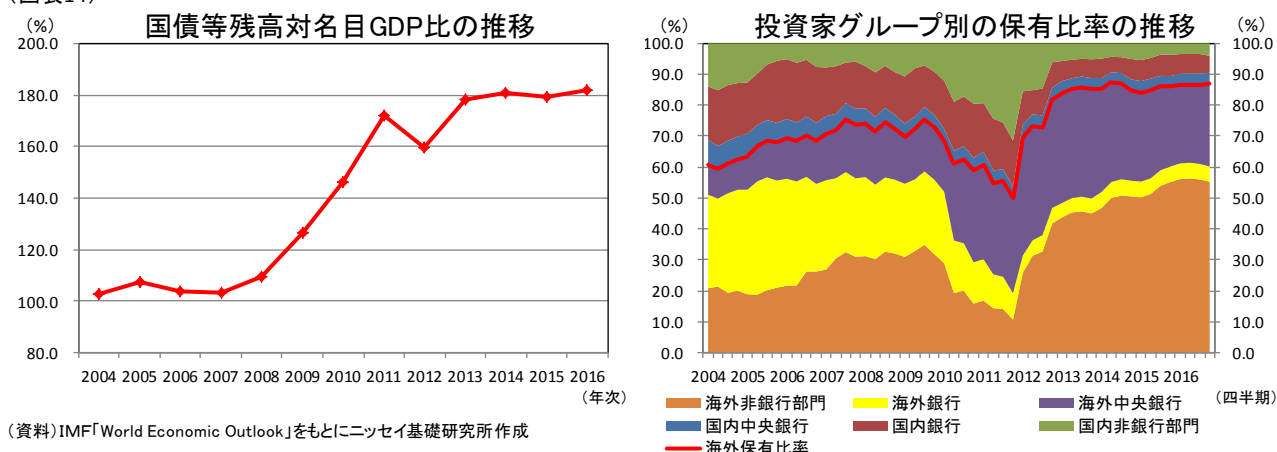
国内部門の中では、欧州債務危機以前は銀行の保有比率が約15%と他グループと比べて高かったが、欧州債務危機時に国債価格の下落によって生じたキャピタルロスによって銀行は金融危機に陥り、国債等を売却したため、保有比率は10%未満に低下した。また、ドイツと異なり、ギリシャ国債はECBによるPSPPの対象とされていないため、国内中央銀行の保有比率は足元でもほぼ横ばいとなっている。

海外部門では、欧州債務危機時にギリシャをはじめとするPIIGS諸国<sup>11</sup>の財政の持続性の懸念が高まると、海外銀行・非銀行部門の資金が流出し、2グループの保有比率は大きく低下した。一方で、欧州債務危機以降、海外中央銀行の保有比率が大きく上昇した。これは、金融支援に拠るところが大きい。IMF/EUはギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対して金融支援融資を行い、ECBはPIIGS

<sup>11</sup> ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの5カ国の略称。

諸国の国債購入を開始した。これらの金融支援を受けて、海外中央銀行の保有比率は一時大幅に上昇したが、金融支援の終了および支援融資の段階的な返済によってピーク時よりは低下している。また、2007年以降、銀行の自己資本比率を規制するバーゼルⅡが各国で導入された。同規制によって、格付けがA+以下の外国国債はリスクウェイト20%が適用されるようになったため、ソブリン格付けがA+以下であったギリシャ国債は海外銀行による保有が抑制されたと推測される。海外保有比率は欧州債務危機時に大きく低下したが、その後反転し、足元では欧州債務危機以前の水準を超える90%近い水準にまで達している。

(図表14)

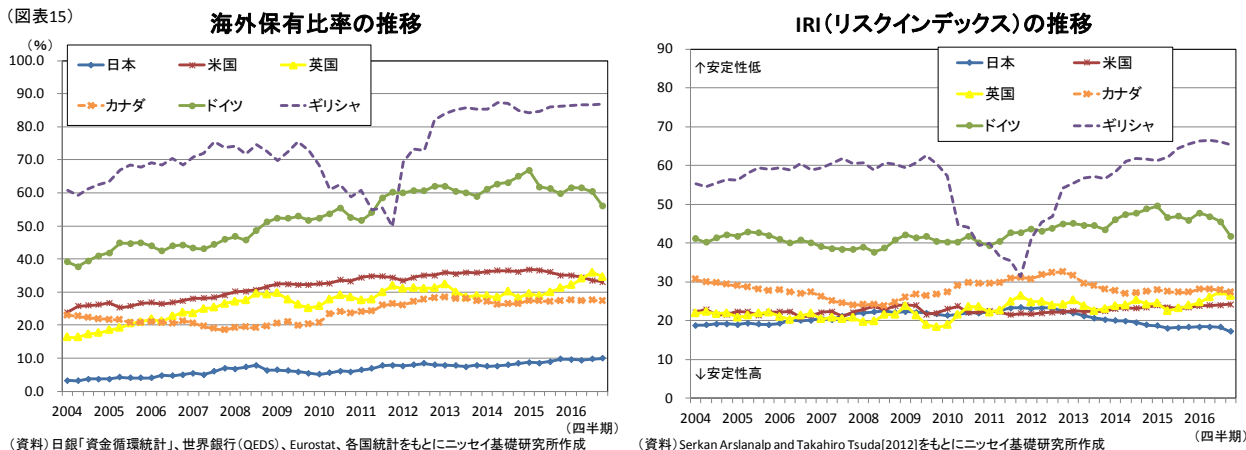


## 5—IMFの先行研究に基づく、先進国のリスクインデックスの算定結果

筆者は先進国6カ国について、自ら推計した国債等における各投資家グループの保有比率とIMFの先行研究で紹介されているリスクスコアをそのまま用いて加重平均し、IRI(リスクインデックス)を算定した。当節ではその算定結果について見ていく。

海外保有比率とIRIを比較すると、概ね似たような動きをしているが、異なる様相も見られる(図表15)。2004年から16年にかけて、海外保有比率はどの国でも上昇しているが、IRIは横ばいもしくは低下している国も見られる。

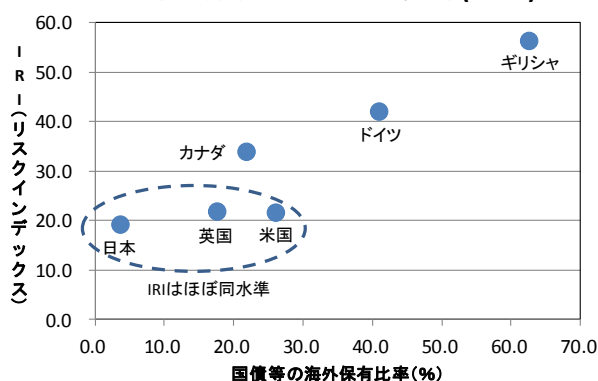
(図表15)



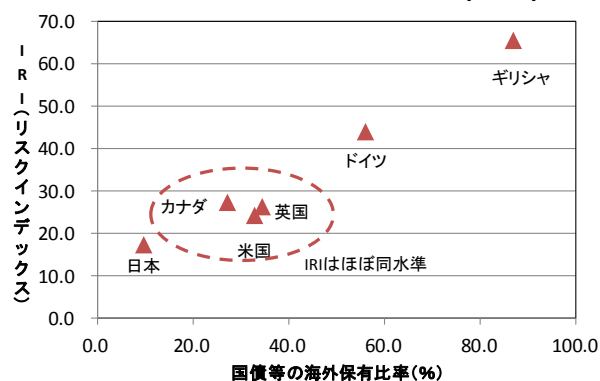
これは、図表5で示した各投資家グループに設定したリスクスコアに起因している。同じ国内投資家であっても、リスクスコアは中央銀行(0)、非銀行部門(16)、銀行(26)<sup>12</sup>と異なるため、たとえ国内投資家の保有比率が変わらなくとも、IRIは変動しうる。海外投資家についても同様のことが言える。また、国内投資家と海外投資家のリスクスコアを比較すると、海外中央銀行(14)は国内非銀行部門および銀行のリスクスコアを下回っている。そのため、海外保有比率が上昇しても、海外中央銀行の保有比率上昇によるものであれば、IRIは低下しうる。

そこで、海外保有比率とIRIの推移が異なる要因について具体的に考察したい。まず、各国間の比較をすると、2004年末時点では、日本は米国や英国と比べて海外保有比率が20%ポイント前後低いにも関わらず、3カ国のIRIに大きな差は見られない(図表16左)。これは、日本が米国や英国と比べて国内銀行(26)の保有比率が高い一方で、海外中央銀行(14)の保有比率が低いことに起因している。2016年末時点でのカナダと米国および英国との比較においても、カナダは米国や英国と比べて海外保有比率が低いものの、IRIはむしろやや高くなっている(図表16右)。これは、カナダが米国や英国と比べて国内銀行(26)や海外非銀行部門(100)の保有比率が高い一方で、国内非銀行部門(16)や海外中央銀行(14)の保有比率が低いことに起因している。

(図表16) 海外保有比率とIRIの関係(2004)

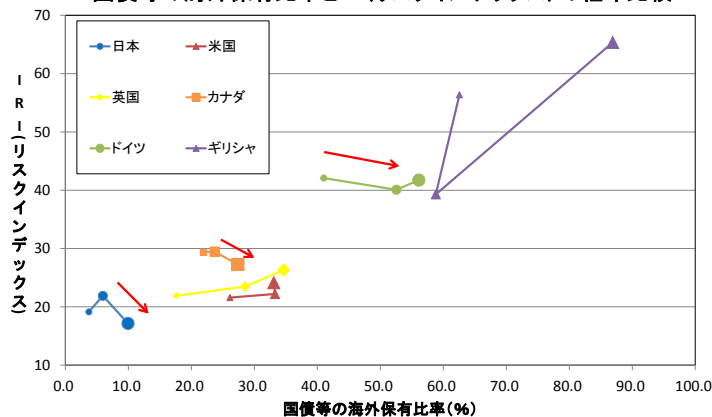


海外保有比率とIRIの関係(2016)



次に、経年比較を行う。図表17では、各国の2004年末、10年末、16年末の海外保有比率とIRIをプロットしている。経年による変化に着目すると、全体的に海外保有比率が上昇(右側に移動)する中、必ずしもIRIは上昇(上側に移動)していない。特に、日本(2010→16)、ドイツ(2004→10)、カナダ(2010→16)は海外保有比率が上昇する中、IRIは低下している(右下に移動)。日本は日銀が2013年から異次元緩和を開始し、国内中央銀行の保有比率が上昇したことが主因

(図表17) 国債等の海外保有比率とIRI(リスクインデックス)の経年比較



(注意) 各国のプロットは経年変化を表しており、小さい順に2004年末、10年末、16年末の値を示している。

<sup>12</sup> ()内の数字はリスクスコア。以下も同様。

である。ドイツは海外中央銀行の保有比率が上昇し、国内銀行の保有比率が低下したこと、カナダは海外中央銀行の保有比率が上昇し、海外非銀行部門の保有比率が低下したことが主因である。

このように各国間の国債等の保有構造の違いや保有構造の経年変化が、海外保有比率と I R I の違いとして表れている。

## 6—おわりに

本稿では、IMF の先行研究に基づき、先進国の国債等における各投資家グループの保有比率について推計するとともに、国債等の保有構造の安定性（財政の持続性への懸念が高まった際に、それぞれの投資家の行動によって国債等の市場から資金が流出するリスク度合い）について考察した。その結果、海外保有比率とは異なる観点から考察することができた。

全体的に海外保有比率は上昇傾向にあるものの、近年の各国中央銀行による量的緩和によって、国内中央銀行の保有比率が上昇したため、保有構造の安定性はそれほど低下していないと考えられる。日本については、海外保有比率は上昇しているが、日銀が異次元緩和による国債買入れを継続しているため、むしろ安定性は上昇しているとさえ考えられる。

しかし、各国とも遠くない将来には国内中央銀行による国債買入れの縮小や終了、資産縮小が予想される。その結果、国内中央銀行の保有比率は低下し、保有構造の安定性が低下するのは免れないだろう。日本では、日銀による異次元緩和が開始された 2013 年 4 月から足元にかけて、国内中央銀行の保有比率は約 30%ポイント上昇しており、他国と比べて量的緩和による上昇幅が大きい。したがって、日本では量的緩和の終了に伴う保有構造の安定性への影響は特に大きくなるだろう。

また、現行日本は経常収支が恒常的に黒字であるため、必ずしも海外資金に依存する必要はない。しかし、今後 10 年程度の間には経常収支が赤字に転じることが予想され<sup>13</sup>、海外資金に依存せざるを得なくなるため、経常収支の観点からも国債等の保有構造の安定性は低下していく可能性が高いだろう。

以上

<sup>13</sup> 当研究所ではそれぞれの時期について、量的緩和の停止は 2020 年代前半、経常収支の赤字化は 2020 年代後半と予想している。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。