

GPIFと日本銀行

～進む長期国債保有の肩代わり～

発表日：2014年8月11日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

GPIFが株式を買い増そうとするとき、長期国債は売られることになろう。その長期国債を一手に引き受けて買っているのが日銀である。おそらく、GPIFの株式保有比率を引き上げ、黒田日銀が長期国債を大量に買い入れるバックアップなしには実行できなかったはずだ。その代わりに、日銀は購入した長期国債を抱えたままになる。

日銀の量的・質的金融緩和がバックアップ

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の日本株保有の比率がどこまで引き上げられるのかに注目が集まって久しい。筆者は、こうした運用見直しを実施できるようになった背景には、黒田日銀が大規模な長期国債買入れていると考える。仮に、GPIFの運用見直しによって、日本株の保有比率（基本ポートフォリオ）が12%から20%に引き上げられると同時に、国内債券の保有比率を60%から大きく引き下げると発表したとしよう。現在、国内債券保有額は、2013年度末70.2兆円であり、この一部を換金して、国内株式を買い増しすることになる。現在の国内株の保有比率を運用資産残高（126.6兆円）に対して20%したと仮定すれば、株式の買い増しは+4.5兆円になり、それに応じて日本国債には売り圧力がかかることになると推察される。

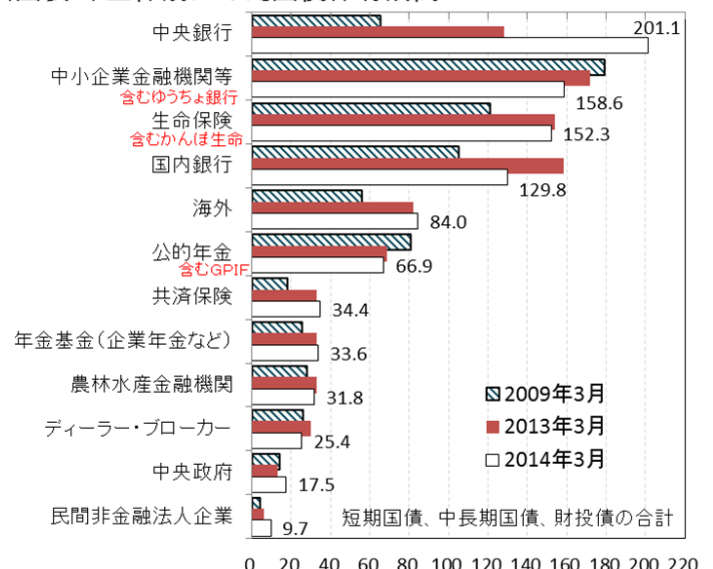
数年前であれば、こうしたGPIFの国内債券の縮小がアナウンスされることは、債券市場の波乱要因になっていただろう。それが、今では問題視されにくい。今は、日銀の長期国債の買入れによって、そうした売り圧力が相殺されると考えている。実は、日銀の資金的なバックアップが、間接的にGPIFの運用見直しに自由度を与えている。図らずも、日銀の大規模な国債買入れが、マクロ的なリスクマネーへのシフト（ポートフォリオ・リバランス効果）を生み出しているのである。

変化する国債保有構造

日銀の国債買入れがいかに大きな影響力を持っていたかは、国債の保有構造の変化を見ればわかる。日銀の資金循環勘定を使って、日本国債の保有主体を調べたところ、2014年3月末時点では日本銀行が保有者の首位であった（図表1、残高201兆円、短期国債+中長期国債+財投債）。

2014年3月末と2013年3月末の増減の国債保有残高の変化には、黒田総裁が就任してからの量的・質的金融緩和による変化がいかに著しいかが表れている。日本国債の保有主体の首位が日銀だという事実は、今は当然のように思われているが、以前はそうではなかった。2013年3月末の時点では、ゆうちょ銀行を含む中小企業金融機関*、国内銀行、かんぽ生命を含む生命保険に次いで4位であった。5年前の2009年3月末と比較すると、国債保有残高は3倍に増えている。

（図表1）主体別にみた国債保有残高



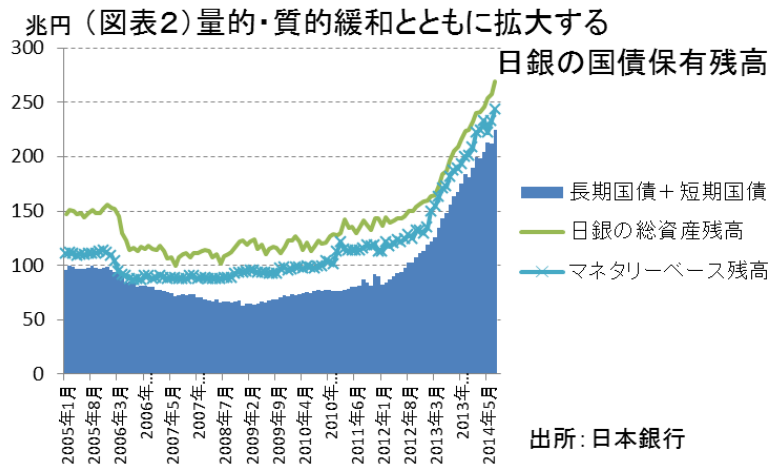
出所：日本銀行「資金循環勘定」

兆円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

※中小企業金融機関とは、信金中金、商工中金、信用金庫、信用組合、労働金庫、ゆうちょ銀行を含んでいる。ゆうちょ銀行分を除くと、保有残高は32兆円まで減る。生命保険も、かんぽ生命を除くと、保有残高は100兆円になる。

今後、日銀は、マネタリーベース残高を2014年12月末270兆円にする目標を定めて、その内訳として長期国債190兆円にする目処を明記している（図表2、マネタリーベース残高7月平残243兆円、短期国債+長期国債7月末残224.6兆円）。



出口を塞ぐ巨大岩

今後、GPIFが長期国債を売る一方で、日銀が長期国債を買うことになる。仮に、将来、日銀が反対の売りを行おうとするとき、GPIFは長期国債を買ってくれるだろうか。おそらく、それはできないだろう。GPIFは国内株式を長期間売ることにはないと予想されるからだ。日銀は、長期国債を買うことはできても、売ることはできない。日銀の代わりに、長期国債を買ってくれる主体は登場しそうにない。GPIFが長期国債から株式に資産シフトすると、日銀の長期国債保有も長期化する。問題は、この取引が不可逆的であり、受動的な関係として日銀は巨大化した保有国債を償還まで抱え込むしかなくなる。非メイン銀行の融資が、メイン行の追加融資に振り替わっていくという「メイン寄せ」現象にも似たことが意図せざる結果として起こっている。

もしも、将来、日銀が、巨大化したバランスシートを圧縮できるとすれば、そのときの条件は、（1）長期国債を償還期間まで持ち切って、現金償還に応じてもらうか、（2）政府が率先して日銀の保有国債を繰り上げ償還ないし買入消却に応じてもらうしか可能性はない。

その前提になるのは、財政再建の進捗である。政府が、新規国債発行額を利払費の範囲内に抑えて、政府債務元本の圧縮を始めることである。国債発行残高全体が圧縮されるようになると、日銀も保有国債を減らしても市場の需給を崩さなくて済む。日銀の国債保有圧縮は、市場の混乱を回避するように行う必要性に迫られる。

その時期は、早くても2020年度以降ということになるだろう。日銀の長期国債の償還は、2020年以降、しばらくは5～6兆円で推移し、2023年頃に14兆円程度と大きく増えることが予想される。日銀のバランスシートの圧縮は、2020年以降、かなり長い時間をかけて、政府の財政再建と歩調を合わせて行わざるを得ないだろう。

なお、今の日銀は、技術的にはバランスシートを圧縮しなくても、利上げをすることができる。補完当座預金制度で、当座預金の付利水準を引き上げれば、技術的に無担保コールレートを上昇させることができるからだ。ゼロ金利解除と量的緩和解除は、必ずしも同時に行う必要性はない。問題は、利上げをし始めたとき、長期金利が上昇して日銀の保有する債券価格が下がって含み損を抱えることである。償還まで長期国債を抱えれば実現損は生じないが、含み損を抱えている期間は引当金を積む必要がある。そうした場合、政府への納付金を支払えなくなる可能性がある。政府にとっては、その他税収が減る。

一方、将来、経済環境が変化して日銀がゼロ金利を解除する必要に迫られたときには、そうした副作用を厭わずに金融政策を修正するしかない。日銀の巨大化したバランスシートが足枷になって、金融政策の機動性を発揮できないと思われると、一旦上昇した長期金利はさらに上がる可能性がある、だから、日銀は副作用を厭わないふりをして修正に臨む必要がある。こうした問題点の表面化は、まだまだ先の話であるが、放っておくと、いつの間にか目先の課題になっていることだろう。出口論は事前にかっちりと想定しておく必要がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。