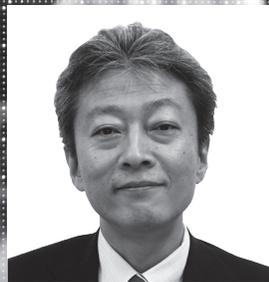


# 経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明 (むとう やすあき)  
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

## 武藤泰明

今月の話題は国債である。日本の国債発行残高は増え続け、国の借金はGDP(500兆円)の2・3倍、先進国では断トツである。それだけでも国の財政はとんでもないことになっていると言えるのだが、加えて問題が2つある。第一に、政府はこの残高を減らすための方策をとらない。

このような状況の中で、日本の長期金利、つまり国債の利回りはゼロからマイナスになっている。三菱東京UFJ銀行は対応策として、国債入札に有利な条件で参加できる特別資格を返上した。銀行の資産として国債を長期保有したくないということである。

### 連載 第19回

## 国債保有リスク？

というより、とれない。医療をはじめとする社会保障関係費が膨張していくからである。第二に、日銀がこの国債を買ってきた。量的緩和である。すでに日銀の保有額は400兆円を超えており、これ以上は買えないので、今夏からの追加的な量的緩和では、国債ではなく上場投資信託を買いはじめた。

国債を問題視しはじめたのは日本だけではない。主要国の銀行監督機関でつくるバーゼル銀行監督委員会は4月21日に、新たな規制を公表した。銀行が保有する国債などの金利が上昇(価格は下落)して損失を抱えるリスクへの対策が主な目的である。一律の規制は見送られ、各国当局が柔軟に監督することで決着した。

と、この人が持っている国債は9900円では売れない。9900円で買うくらいなら、利率4%の国債を買うほうがトクだからである。もしこの国債を売りたいければ、9900円ではなく、9615円まで下げなければならぬ。9615円なら、1年後の満期日に1万円を受け取ると利率は4%になる。この例では、金利が1%から4%に上昇したことによって、個人が持っている低利の国債の売却額が285円下がる。国債を1万円分持っているだけなら285円で済むのだが、10億円分持っているとなると2850万円の損失になる。これが、銀行の国債保有リスクである。

もちろん、満期まで1年待てば損失はない。しかし金融機関の場合は、保有している資産は時価評価される。つまり、9900円だったはずのものを9615円で評価しなければならぬ。念のためにやや詳しく説明すると、この「帳簿上9615円」の国債は、1年後には1万円になる。差額の385円は収益である。つまり、損失を取り戻すことができる。とはいえ、9900円のを9615円にいったん切り下げてから最後に1万円を受け取るので、ネットの収益は385円ではなくて100円にしかならない。また利率が4%になったのなら4%の国債を買って1%の国債を売ればよいと思うかもしれないが、1%の国債は4%の利率になるまで価格を引き下げ(9615円である)ないと売れないので、売った段階で285円損をして、4%の国債を買って385円の収益を得る。つまりネットで100円の収益である。利率1%の国債を売っても売らなくても、同

じことなのである。

それなら保有国債の評価額切り下げを気にしなくてもよいように思うかもしれないが、この切り下げはリスク(つまり下振れ)なので、このリスクの額に応じて、銀行は自己資本を増やさなければならぬ。バーゼル委員会は厳格なルールを見送ったので、国債の価格(金利)変動リスクが必要な自己資本に自動的に反映されることにはならないが、ある程度の積み増しはおそらく必要で、自己資本が増えるとROE(自己資本利益率)が低下する。つまり、銀行の株価は上がりにくくなる。

### 〇見捨てられる「家計」

銀行はともかくとして、家計(個人)に影響は出るのか。家計が直接保有している国債の残高は本年3月末で1兆3700億円余である。家計金融資産1700兆円と比べると実に少ないので、あまり影響はないと言ってしまうだろう。

問題はむしろ、銀行が保有している国債、言い方を変えれば、「家計が銀行を通じて保有している国債」のほうにある。前述のとおり、金利が急に4%に上がったとしても、銀行は低利率の国債を売却して高利の国債に乗り換えることにあまり意味がない。保有している国債の満期(償還日)までは、低利率の収益がいわば確定している状態にある。つまり、世の中の金利が上昇しても、国債については運用収益がしばらく上がらない。これが何をもたらすのかというと「世の中の金利が上昇しても、預金金利はしばらく上がらな

昨年6月に公表された規制案では、金利リスクを各国共通で機械的に計算し、銀行に必要な自己資本の積み増しを求めるという案もありEUはこれを支持し日米は反対していたのだが、いずれにせよ国債にはリスクがあるという認識は各国共通である。

米国は量的緩和をやめたのだが、欧州は日本に遅れて同じ金融政策を採用した。これに伴い、欧州の長期金利は低下している。目的は日本と同じでデフレ回避である。どの国も金利が極めて低い。ということは、政策がうまくいけば金利が上昇するということになる。そうになると、銀行が保有する国債の価値が下がり、リスクが大きくなる。

### 〇国債のリスクは「変動幅」

さて、そう書くと、国債には本当にリスクがあるのかという疑問を持つ人が多いと思う。リスクというと、日本の国債が無価値の「紙切れ」になるというイメージを持つてしまっているのではない。もちろん、そんなことは想定されていない。リスクは普通名詞としては「危険」の意味だが、金融投資では「変動」を意味する。実際には、すべての変動ではなく「下振れ」を指す。その意味ではやはり危険は危険だが、無価値になるまで危険だというわけではない。

例を示す。ある人が1年後に満期になる1万円の国債を持っている。世の中の金利が1%だとすると、現在価値は9900円である。しかし、金利が4%に上昇したとする。つまり、新たに発行される国債の利率は4%だとする。そうする

い。したがって、個人金融資産も増えにくい「なのだろう。換言すれば「日本では、銀行がこれまで低利の国債を引き受けてきたので、今後金利が上がっても、個人は預金金利上昇メリットを享受しにくい」のである。またあえて付言すれば、日本は前述のとおりバーゼル委員会において一律の規制に反対したのだが、その論拠の一つは「日本の国民は低利でも預金を続ける」というものであった。たしかにそのとおりになるのだから、これを認めるということは、「貯蓄から投資へ」という、これまでの政策がうまくいかないと宣言したということでもある。局面によって都合のよい見解が述べられているということだ。

### 〇量的緩和は「緩がなが終らぬ」

金融機関にとって不幸中の幸いは、日銀が国債を買い上げてくれていることによって、保有する国債がかなり減ってきたことである。とはいえ、国債がかなり減ってきたことである。その結果として、市中に出回る国債が増えると、景気に関係なく、国債の発行金利は上がるものと思われる。したがっておそらく、日銀は国債発行残高の毎年の増分程度は今後も買い続けるはずである。これまで買い取った国債を放出するのは「もつてのほか」ということになる。つまり、量的緩和は、積極的な金融政策として続けることができないうのだが、一方で終わることもないという、実に中途半端な段階に入っている。そして日銀は、国の機関として、国債流通を管理し始めているのである。