

## 2013年1月11日 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：一橋大学 祝迫得夫教授

演題：JGB 投資家の非同質性と日本における国債危機の可能性

日時：2013年1月11日(金)15:00～17:00

### 要旨

本研究は、日本国債(JGB)の市場に危機が生じる可能性について、そのときに実際にマーケットで何が起きるか、という点に注目して論じたものである。

フリードマンが主張するように、新古典派的なモデルにおいては基本的に市場で無裁定が成立し、非効率なノイズトレーダーは裁定取引者によって駆逐される。しかし、報酬スキームを考慮に入れるポートフォリオ＝マネージャーの行動や、空売り制約といった要素を考慮に入れると、トレーダーはたとえ資産の市場価格を過大評価だと感じていても、長期にわたって市場の逆張りを続けることは難しい。故に、最近の行動ファイナンスではノイズ＝トレーダーと裁定の限界を取り入れたモデルが構築されている。このようなときに、投資家間の、適正な資産価格についての意見の違いが生じると、楽観的な投資家の評価がより強く反映されることとなる。「意見の違い」の尺度としては、アナリストの収益予測の分散や、グロスの取引量などが考えられる。

このことをマクロ経済学に応用するとどのようなことが分かるであろうか。それは、裁定取引に制限があり、かつ投資家間の意見の散らばりが大きい市場において、資産価格が実勢よりも高くなる(バブルが発生する)ということである。このような資産としては、小型株、ハイ＝イールド債、エマージング市場の資産、不動産などが挙げられる。例えば、サブプライム＝バブルは不動産の格付けの失敗に起因したものであったし、日本のバブル経済も、基本的には不動産の高騰に引きずられたものであった。

また、バブルの原資となる資金について考えると、日本のバブル経済においては、銀行部門が膨大な過剰資金(家計からの預金)を抱えた結果、バブル系企業への資金の流れを生じさせていた。2000年代のアメリカでも、新興国市場のリスク＝プレミアムの上昇のために、アメリカに資金が逆流するという現象が見られた。

さて、そこから日本における財政危機の可能性について経済指標を用いて考えたい。財政危機が起きるとしたら、その引き金を引くのは、実際にJGBを大量に保有する国内の機関投資家ではなく、海外投資家であろう。したがって、経常黒字が縮小し、JGBの消化を海外投資家に依存するようになると、財政危機の可能性が高まるといえる。また、前述の「意見の散らばり」モデルから考えて、JGBの評価が低い海外投資家の valuation はマーケットに反映されていない。JGBの市場は十分に大きく、海外ファンドが「日本売り」を

仕掛けても、国債市場に大きな影響はなく、仕掛けた側の海外ファンド損失を出すだけだからである。しかし経常収支が赤字になると、市場での利子率決定が海外勢に大きく影響されるようになり、利子率が急騰する恐れがある(ただし、そのとき急激な円安が発生することで、景気が上向き可能性はある)。

JGBを保有している主体にはどのような特徴が見られるだろうか。2011年3月末には、海外勢が保有するJGBは5%程度にすぎず、やはり大多数を保有しているのは国内金融機関である。ここから、国内機関投資家の動向がJGBに大きな影響を与えていることが分かる。そのうち、銀行部門は預金増加に伴って徐々にJGB保有量を増加させているものの、信金、信組や農林系金融機関を除くと、増加幅はそれほど大きくない。また、金利リスクのアウトライヤー比率を見ると、メガバンクに比してゆうちょ銀行の数値が高く、金利リスクに大きくさらされていることがわかる。

このような事実から、金融機関は全体としてはJGB保有を預金増加に比例して増やしているものの、メガバンクをはじめとする大手銀行は保有割合を相対的に減らしており、JGBの購入余地はまだあると考えられる。一方、中小金融機関とゆうちょ銀行は割合を増加させており、金利リスクに対して脆弱になっている。彼らがJGB保有をさらに増やすことは困難であろうし、また望ましくない。

また生保、年金基金においては、資金の支払い増加に備え、リスク資産を売却、国債を購入する動きが見られる。またそのデュレーションも、支払いに備えて長期、超長期になっているものが多い。彼らは、JGBを価格変動に関係なく満期まで保有することで払い戻しを目指していると思われる。

このようなことから得られる政策インプリケーションは、今後数年程度は、預金の増加と経常黒字の継続を前提とすれば、民間が財政赤字のファイナンスを続けられる可能性が高いというものである。しかし、中小金融機関はすでに過剰にJGBを抱え込んでおり、突発的な資金不足から金融危機が生まれる「頓死リスク」が顕在化する恐れがある。また、こうしたリスクが顕在化しないとしても、財政再建、社会保障改革を先送りしているうちに、破綻回避のためのcritical pointを通り過ぎることはありうる(もう通り過ぎているかもしれない)。

日本の財政が中期的にどのような経路を辿るかは不透明だが、数十年後の着地点を引き上げる努力はしなければならない。その意味で財政再建を先送りする理由はない。東日本大震災以降、日本の財政悪化が一時的に見えにくくなっている。しかし、今後何らかの理由によりJGB金利が上昇し、中小企業などのBSが悪化、金融危機が発生する(頓死リスク)恐れはある。メガバンク等にはJGB購入余力がまだあるので、金融システムの全体が「頓死」することはないであろうが、JGBの部分的な調整は避けられないであろう。故に、増税や歳出削減(社会保障の給付カット)といった課題に、政府は緊急かつ十分に取り組む必要がある。

以上