

ゆうちょ資産研レポート

2012年1月号

ファンダメンタル・アナリシス (1) 1

2012年の世界・日本経済：欧州リスクに直面しつつ復興に取り組む日本

メリルリンチ日本証券株式会社 チーフ日本エコノミスト 吉川 雅幸

マーケット・アウトLOOK (1) 5

大統領選挙年の米連邦制度理事会（FRB）の政策

東短リサーチ株式会社 取締役チーフエコノミスト 加藤 出

マーケット・アウトLOOK (2) 11

2012年の債券市場展望－わが国国債の低利回り環境は変化するか？

野村證券株式会社 投資調査部 シニアエコノミスト 美和 卓

資産研コーナー 17

「個人向け復興国債」の販売と国債管理政策

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

統計データ集 23

ゆうちょ関連データ 29

ファンダメンタル・アナリシス(1)

2012 年の世界・日本経済：欧州リスクに直面しつつ復興に取り組む日本

メリルリンチ日本証券株式会社 チーフ日本エコノミスト 吉川 雅幸

2012 年は日本経済が欧州リスクに直面しつつ震災からの復興に取り組む年である。しかし同時に国際収支や人口動態の変化を背景に円高・デフレのトレンド転換が始まる時期にさしかかっていることにも留意が必要であると考えている。

欧州危機に直面する世界経済

2012 年の海外環境は日本にとって必ずしも楽観を許すものではないだろう。昨年末にバンクオブアメリカ・メリルリンチのグローバル経済チームが作成した 2012 年経済見通しでは、世界経済の成長率は 2011 年の 3.8% に対し、2012 年は 3.5% に減速すると見込んでいる。予測にあたり、欧州のソブリン債務危機に関しては、最終的に欧州中銀が利下げや大規模な債券購入に踏み切ることで世界的金融危機(メルトダウン)は回避されるものの、財政統合など抜本的な解決策を打ち出すには時間がかかると想定した。このためユーロ圏経済は金融機関の融資抑制、財政緊縮および企業・消費者のコンフィデンス低下といった悪影響をうけることになり、ユーロ圏経済は 2012 年前半にかけてマイナス成長に陥ると予想している(2012 年通年の成長予測はマイナス 0.6%)。

こうした状況下、米経済の 2012 年の成長率について、弊社米国経済チームは 2.1% に止まるとみている。これは景気後退ではないものの、欧州危機の影響を吸収し、世界経済を支えるのには不十分である。こうした中で、世界経済の成長を支えることが期待されるのはエマージング諸国経済である。ユーロ圏経済との関係が強い欧州のエマージング諸国の一部については大幅な成長低下が懸念されている。しかし、中国などアジアの主要国やブラジルなどは経済のバランスシートが改善していることや、財政・金融財政政策によってある程度景気を支えることが可能であるため、成長率の減速は極端なものにはならないと予想している。

世界経済の見通し (%)	2011年			2012年		
	GDP	CPI	政策金利	GDP	CPI	政策金利
世界	3.8	4.3	3.01	3.6	3.5	2.94
先進国	1.5	2.7	0.59	1.3	1.7	0.43
新興国	6.3	6.1	5.56	5.5	5.0	5.17
米国	1.8	3.2	0.125	2.1	1.8	0.125
ユーロ圏	1.5	2.7	1.00	-0.6	1.8	0.50
英国	0.9	4.5	0.50	0.3	2.3	0.50
日本	-0.7	-0.4	0.05	2.4	-0.4	0.05
中国	9.2	5.5	3.50	8.6	3.5	3.75
ブラジル	3.1	6.6	11.00	3.4	5.5	9.50

世界的な景気減速の中で、インフレ率は徐々に低下方向に向かうと見ている。このため、国際収支上の理由から金融引き締めを余儀なくされる一部の国を除くと、米国(ゼロ金利継続を 2014 年まで延長、2012 年後半に量的緩和第 3 弾)、ユーロ圏(0.5% まで利下げ、大規模な債券購入による長期金利押し下げ)のみならず、カナダ、英国、日本など他の先進国、及び多くのエマージング諸国で金融政策が更に緩和されると予想している。

復興需要が日本経済に抵抗力を与える

日本経済は震災と欧州危機の影響による輸出の減速により 2011 年(暦年)にイナス 0.7%成長となった後、2012 年は 2.4%とプラス成長に戻るとみられる。海外経済は相対的に堅調な新興国経済と、欧米景気の弱さとの綱引きとなり、全体としてみると輸出には多くは期待できないだろう。2012 年の日本の成長率に対する外需の寄与はほぼゼロと予想している。しかし、(1)震災復興予算の執行が始まり、財政政策の効果により成長率が 0.7%ポイント程度押し上げられることと、(2)消費、住宅投資、設備投資などが金融危機・震災後の落ち込みから正常化に向かう過程である程度リバウンドするとみていることの二点から内需が成長を押し上げる結果 2%台半ばの成長は可能とみている。

デフレ圧力が残存、日銀は金融緩和追加の可能性

東日本大震災は、資本ストックの破壊、電力供給の制約など、供給力を抑制する効果をもったはずである。しかし、民間需要も大きく落ち込んだため需給ギャップはほとんど縮小しなかったことに加え、円高進行下で輸入が増加したことから、インフレ効果は極めて小さかった。問題は 2012 年にデフレ脱却の条件が整うかである。日本経済の潜在成長率は 1% 近辺とみられる。したがって成長率が 2% 超に回復すれば、需給ギャップは縮小傾向となる。ただ、消費者物価(エネルギー・食品を除くベース)がプラスに転換するには足下 4.5% 前後にある失業率が、継続的に 4% を下回ることが必要である。2011 年中に進行した円高の影響がタイムラグをもって浸透してくることを考え合わせると、2012 年については 0.5% 程度(エネルギー・食品を除くベース消費者物価)のデフレが残るだろう。FRB が量的緩和を追加し、円高圧力が続いた場合、2012 年中に日銀が資産買い入れ等基金の再拡大やその他の金融緩和強化策に踏み切らざるを得なくなる公算がなお大きいと予想している。



欧州危機の展開による2012年成長率のシナリオ分析

	メイン 「Bad」	楽観 「Good」	悲観 「Uguly」
シナリオの確率	50%	10%	40%
世界	3.7	4.3	1.0
米国	1.9	2.5	-0.5
ユーロ圏	-0.6	1.0	-2.5
日本	2.3	3.5	-1.0
新興国	5.7	6.3	3.8
新興アジア	7.1	7.8	5.7
中国	8.6	9.2	7.5
インド	6.8	7.5	6.0
韓国	3.6	4.4	1.8

3つのリスクファクター

こうしたベースライン予測について重要な3つのリスクファクターがある。第一は欧州リスクである。冒頭で述べたように、以上の予測は欧州についてユーロ圏は景気後退になるが、世界金融危機は回避するというシナリオ(表中「Bad」)を前提としている。ユーロ圏各国が早期に財政統合に向けて動くなど、事態が好転する「Good」シナリオの場合は、欧米経済の上振れが日本の輸出にとってプラス要因となるだけでなく、一定の円安進行も予想されることから、2012年の日本の成長率は3.5%に加速すると予想される。一方、世界金融危機が誘発されるという「Ugly」シナリオでは米欧のマイナス成長の影響に加え、エマージング諸国からの大規模な資本流出が世界全体の成長率を大きく押し下げる。円の更なる上昇も見込まれることから、「Ugly」ケースでは2012年の成長率はマイナス1%にまで落ち込むと試算される。

第二は電力不足の可能性である。2011年の夏場には大口電力使用量が前年比で6%のマイナスとなる中で鉱工業生産は前年比横ばい程度の水準に回復し、操業時間シフトや節電努力を通じた効率化で吸収できる部分あることが示された。しかし原発の停止が続く中で猛暑となった場合は生産活動が一時的に抑制されるリスクがあることは確かである。

第三に欧州危機との関連で注目されるのが、「双子の赤字」と財政危機の可能性である。復興関連予算が19兆円と阪神大震災時の政府支出(5兆200億円)の約4倍に膨らむ一方、消費税の引上げは早くも2014年からであり、財政赤字(一般政府ベース)は2011年度が対GDP比10.8%、2012年度同8.8%、2013年度同8.5%と高水準が続くとみられる。ただ、基本想定としては財政赤字とともに経常収支も赤字化する「双子の赤字」はまだ視野に入らない。確かにエネルギー輸入の増加や円高の影響で日本の貿易黒字は対GDP比で0.0~0.5%に縮小している。しかし、所得収支黒字が大きく、経常収支はGDP比2%台半ばの黒字が見込まれる。

経常収支、財政収支の見通し(名目GDP比、%)

	2011	2012	2013
経常黒字	2.4	2.4	2.7
財政赤字	10.8	8.8	8.5

出所: 財務省、内閣府、BofAMLグローバルリサーチ

注: 経常収支は暦年、財政収支は一般政府の年度ベース

財政問題は深刻だが、デフレ基調の中で国債残高の90%以上を保有する国内投資家が大規模に債券を売却する公算は小さい。財政懸念から円安が進めば経常黒字(日本の純貯蓄)が再拡大し財政赤字をカバーする構造も残っている。今回の予測期間では、財政危機は避けられると予想する。

こうした楽観論が崩れるとすれば、予想外の商品市況高のケースだろう。所得収支黒字の源泉である日本の対外資産は債券比率が高く、インフレヘッジが不十分である。一方、商品高は日本の貿易収支悪化に直結する。例えば原油価格が1バレル150ドル超になれば、貿易赤字が所得収支黒字を上回って経常赤字化し、「双子の赤字」となるリスクがある。その意味で、中東の政治情勢は注視しておく必要があるだろう。

注目すべき国際収支の変化と 2012 年問題

以上が2012年の世界・日本経済に関する予測とリスクファクターの整理であるが、締めくくりに、やや中長期の視点にたって、国際収支と人口動態の変化に注目しつつ、円高・デフレのトレンドが変化し始める可能性について検討しておきたい。

第一に国際収支(既に発表済みの 1-11 月)をみると、直接投資を通じた資本流出が拡大している。2011 年 1-11 月の対外直接投資(日本からの対外投資と海外からの対日投資を差し引きしたネット)は 8.4 兆円と前年同期(4.0 兆円)から倍増している。日本から海外への直接投資を通じた資本流出は 2005 年ごろより拡大傾向で年 5~6 兆円のペースになり、2008 年に 10.7 兆円に膨らんだ。その後、2009~2010 年は金融危機の影響から一旦縮小していたが、現在のペースで行くと 2011 年通年では 9 兆円を超え円と 2008 年に次ぐ流出額となる見込みである。これは円高が企業の対応能力を超えて進んだことを示唆すると共に、こうした資金流出が続けば円がピークアウトすることを示唆するものといえる。

日本の投資収支 (単位:兆円)

	(兆円)	
	2010 1月-11月	2011 1月-11月
直接投資	-4.0	-8.4
株式	-0.1	0.2
中長期債	-23.4	-2.1
短期債	7.5	14.0
その他投資	0.3	0.2
計	-11.4	5.3

2011 年の場合、こうした直接投資を通じた資本流出が円安につながらなかったのは、海外の長期金利低下を反映して、長期債投資を通じた資本流出が縮小(2010 年 1-11 月のマイナス 23.4 兆円に対し 2011 年の同期間はマイナス 2.1 兆円)する一方、中国など新興国の外貨準備の分散投資を背景に短期債投資を通じた資本流入が拡大(プラス 7.5 兆円から 14.0 兆円)したためであると考えられる。しかし、新興国による外貨準備運用の鈍化、日銀が長期国債の購入を増加させるなど長期金利の押し下げに動く、などの変化があった場合、直接投資を通じた資本流出の円安効果が徐々に顕在化し、為替市場のトレンドが変化し始める可能性を秘めているといえる。

加えて、従来需要減少を通じてデフレ要因とされてきた人口減少・高齢化の意味が変わり始める可能性についても一定の留意が必要だろう。メインシナリオとしては 1947~49 年生まれの団塊世代が 2012 年から 65 歳になる「2012 年問題」の影響は限定的と予想している。しかし、団塊世代の労働市場からの退出(引退)が増加し、失業率の低下など労働市場の需給が予想より改善する可能性も考えておく必要がある。デフレ圧力が予想よりも弱くなれば、企業の資金調達や消費者の支出行動にも変化など投資環境にも大きな影響が出ることになるだろう。

大統領選挙年の米連邦制度理事会（FRB）の政策

東短リサーチ株式会社 取締役チーフエコノミスト 加藤 出

米国では今年秋に大統領選挙が実施される。政治の年であるため、それが FRB の金融政策にもたらす影響は無視できないものがある。

共和党の大統領選予備選挙は、1 月初旬のアイオワを皮切りに開始されている。通常、予備選挙で候補者が FRB を話題にすることはあまりない。金融政策を語っても票にならないからである。しかし、今回は様相が異なっている。

共和党の主要な候補者たちは、いずれも互いに競い合うかのように FRB 批判をエスカレートさせてきた。その傾向は今後も続きそうだ。日本でも国会議員による日銀批判は激しいが、米国で興味深いのは、方向性が全く逆という点である。米国の保守系議員らはバーナンキ FRB 議長は金融緩和をやり過ぎだと攻撃している。

ペリー・テキサス州知事は、昨年 8 月に「FRB がこれ以上マネーを刷るなら国賊だ。この男（バーナンキ議長）がテキサスに来る時は、かなりひどい目にあわせてやる」と発言して物議を醸した。彼は 11 月にも、2008～09 年に FRB が問題銀行に 7.77 兆ドルの資金貸出を行っていたことを問題視し、ラジオ番組で「それは犯罪だと私は思う。バーナンキとガイトナーの辞任を求める。さもなくば、私が彼らを解任する」と述べた。

共和党の最有力候補者のひとりであるロムニー・前マサチューセッツ州知事も「バーナンキは、ドルに過剰なインフレを起こしてきた」と FRB を批判した。ギングリッジ元下院議長は、昨年秋に「バーナンキは歴史において、最もインフレ的で、最も危険で、最も権力集中型の FRB 議長だ」「バーナンキは退廃的だ」と発言している。12 月に行われた ABC テレビでの討論会では、次のように述べて大きな話題となった。「住宅バブルは、FRB がマネーサプライを膨張させたことで生じた。そこそが住宅バブルの核心である。率直に言ってバーナンキを解任したい」。

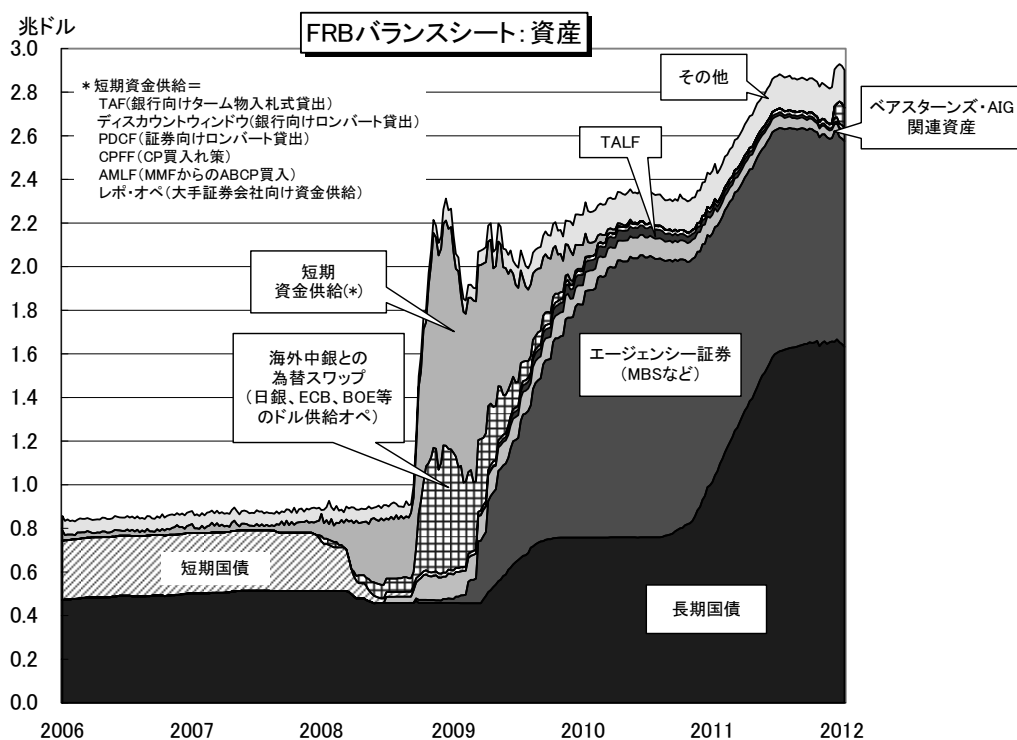
最も過激なバーナンキ批判を繰り広げてきたのは、ポール下院議員である。彼は FRB そのものの廃止を持論としている。“リバタリアン”（自由主義者）である彼は、従来は大統領候補者の本命に見られることはなかったのだが、最近ではティーパーティー活動家の支持を集めて急激に人気を高めている。

大統領選候補者が、公然と FRB 議長の解雇を口にする状況は、金融政策の独立性という観点からすると、尋常ではない危険な状況と言える。

バーナンキを 2006 年 1 月に FRB 議長に就任させたのは共和党である。しかし、4 年後の 2010 年 1

月に彼の再任が危うく阻まれそうになったのは、共和党議員の強い反対が存在したからである。上述のようにバーナンキを解任したがっている大統領選候補者も共和党系である。彼らがバーナンキを攻撃している理由を4点挙げることができる。

- ① 住宅・金融バブルの責任の追及（グリーンズパンが“主犯格”ではあるが、バーナンキもバブルの膨張をサポートした）。
- ② バブル破裂後に大量資金供給でFRBがウォール街を救済したことへの反発（それがなければより激しい危機が起きていた可能性は高いのだが）。
- ③ いわゆる“QE2”（量的緩和策第2段）などの大胆な緩和策がドルの信認を崩壊させつつあるという認識。
- ④ 大きな政府を毛嫌いする人々は、バーナンキがFRBがリーマン・ショック後にバランスシートを大きく拡大させたことを嫌悪している。



もし共和党の候補者が大統領選に勝利し、彼がバーナンキを解任したいと考えた場合、新大統領はFRB議長を解雇できるのだろうか？

連邦準備法は、中央銀行に対する政治の圧力を排除するため、政府が一方的にFRB議長およびFRB理事を任期中に解任できないように定めている。もし次期大統領がどうしてもバーナンキを解任したいと考えた場合、彼は次の2つの手段を模索することになるだろう（参考：American Spectator誌「ギングリッジはバーナンキを解雇できるのか？」12月13日）。

- (1) 法的手段をとる：連邦準備法は、議長を含む FRB 理事が違法行為を行った場合は、その人物を解任することができるとしている。とはいえ、常識的に考えて、バーナンキが解任事由に値するほどの違法行為を犯している可能性は低い。また、違法行為を認定するのは大統領ではないため、大統領は司法システムを強引に政治的に巻き込む必要が生じる。
- (2) 連邦準備法を改正する：議会の賛同を得て、連邦準備法を修正し、大統領に裁量で FRB 議長を解任できる権限を与える。実際、ギングリッジは昨年 12 月 12 日のニューハンプシャー市での演説で、「私が誓った時までにもしバーナンキが辞任しないなら、私は議会に彼の解雇を要請する」と話している。彼はかなり本気ようだ。とはいえ、中央銀行の独立性を事実上剥奪するという、連邦準備法の極めて本質的な部分に修正を施すことに対しては、議員から慎重論が出てくる可能性もある。

このように考えていくと、大統領が FRB 議長を解任するには、かなりの無茶が必要になることが分かる。そのようなことを大統領が現実に行えば、ドルは外為市場で急落する恐れがある。もっとも、バーナンキ自身は、親しい友人らに、2014 年 1 月の任期終了時に FRB 議長を退任して、アカデミズムに戻りたいと話している。金融市場の混乱を避けるならば、2013 年 1 月に就任する次期大統領は、任期残り 1 年の FRB 議長を強引に辞任に追い込むようなことは避けるべきである。

オバマ大統領が再選される場合、バーナンキの任期中の去就問題は発生しないだろう。現職大統領が再任されるには、選挙年の経済の状況が極めて大事だ。最近の米国の経済指標には景気回復の兆しが再び現れてきている。とはいえ、失業率の絶対水準はまだ高く、回復力は脆弱だ。2011 年も 1 月頃は、今年と同じように楽観的な空気が流れていた。しかし、消費者や企業経営者のマインドに新たなショック（欧州ソブリン危機、日本の大震災、米財政赤字上限問題の混乱など）が加わったら、景気回復ムードは失速を見せた。

ウォールストリート・ジャーナル紙は、オバマ再選のカギはメルケル独首相が握っているとの皮肉な記事を掲載していた。確かに、その面はある。フランスなどの国債が S&P に格下げされたこともあり、メルケル独首相が欧州ソブリン危機に対して指導力を果敢に発揮しなければ、欧州の混乱が米国に伝播する可能性が高まる。それはオバマの再選にとっても打撃となり、ひいては FRB の独立性にとっても悩ましい事態が台頭するかもしれない。

最近の FRB は、共和党議員の怒りを強めないように、細心の注意を払っている。バーナンキ議長は昨年 12 月 14 日に共和党議員との非公開の会議に参加し、彼らに、11 月 30 日に決定された 5 つの海外中央銀行へのドル資金貸与の金利引き下げの真意を説明した。共和党の中に「なぜ米国の中央銀行が欧州の銀行のドル調達を助ける必要があるのか？」と苛立っている議員がいるからである。欧州の銀行を FRB が救済して、もしそこに損失が生じたら、米国の納税者がそれを負担することに

なるからである。会談の1時間後、Bob Corker 上院議員（テネシー州）は、「バーナンキ議長は、欧州の金融機関を救済する意図は持っていないことを非常に明確に表してくれた」「欧州の危機への米国の関与を強める意図を彼が持っていないことを皆が知った」と嬉しそうに記者に話した。もっとも、Orrin Hatch 上院議員（ウタ州）は、「バーナンキ議長は、欧州の混乱をとっても心配していた」と記者に話していた。バーナンキは、共和党議員の怒りが高まらないように懐柔しつつも、本音では欧州問題をかなり懸念していることが伝わってくる（参考 MoneyNews.com）。

ダドリー・ニューヨーク連銀総裁は1月初に、「追加緩和策の導入を検討し続けることは適切だと私は信じている」と述べた。FRB 幹部の主流派は、米経済の先行きをまだ楽観視していない。ユーロ危機の心配に加え、米国の住宅市場の問題に彼らは頭を悩ませている。

2012 年に入ってから、FRB は、中央銀行の仕事の領域を踏み越える主張を展開している。1 月 4 日に FRB は上院と下院に「米国住宅市場：現状と政策課題」と題するレポートを送付した。差し押さえ物件の累増、借りにくくなっている住宅ローンの問題、住宅金融会社であるフレディマック、ファニーメイの財務危機に対処するため、税金をより大胆に投入すべきだと FRB は議会に働きかけている。

住宅市場に政府がより大規模に介入しなければ力強い景気回復を実現できない、という FRB の焦りは理解できる。しかし、政治的な危うさもそこには潜んでいる。共和党などの米国の保守派は前述のように、元来「大きな政府」による「介入主義」を強く嫌っている。FRB のその提言は、オバマ政権の見解を代弁したかような政治的色彩を帯びており、米有力紙の社説の中には「FRB は自ら独立性を弱めた」との批判も見受けられる。

当面の FRB の金融政策を推測してみよう。

フェデラル・ファンド金利予想公表

FRB は、FOMC メンバーによる先行きの政策金利（フェデラル・ファンド金利）予想を公表する方針であることが 12 月 FOMC 議事要旨で明らかになった。概略としては、①今後数年間の第 4 四半期におけるフェデラル・ファンド金利誘導目標の予想、②長期的に適切なフェデラル・ファンド金利水準（長期的な中立水準）、③最初の誘導目標引き上げ時期、が従来から年 4 回公表している実質成長率、失業率、インフレ率の予測（SEP）に加えられることになった。その議論の背景には FOMC 内に次のような問題意識が存在していたものと考えられる。

第一に、FRB の手元に、追加緩和策の選択肢は多くは残されていない。限られた手段で政策効果をより強く発揮するには、市場の期待に有効に働きかける必要が生じる。第二に、昨年 8 月の FOMC 声明文に「少なくとも 2013 年半ばまでゼロ金利を続けると予想される」という文言が記載された。フ

エデラル・ファンド金利がゼロ金利近辺の水準に長くとどまることを市場に織り込ませ、米国債の中期ゾーンの利回りを低下させることを狙った時間軸戦略である。しかし、時期を明示したその表現に居心地の悪さを感じていた FRB 幹部は多い。また、バーナンキ議長ら FOMC 主流派が今考えているゼロ金利解除の時期は、「2013 年半ば」よりも遅いだろう。そういった予想を公表することで、中期金利が上昇しにくくして、経済をサポートする環境を彼らは作りたいのだろう。

中央銀行による政策金利予想の公表は、ノルウェー、スウェーデン、ニュージーランドなどで既に行われている。例えば、ノルウェーの中央銀行は、政策金利予想を確率分布を示すファン・チャート（将来の道筋が確率的に扇状に広がる図表）で表現している。スウェーデンも同様である。

しかしながら、そういった確率で示された政策金利予想ですら、問題を指摘する声がある。イングランド銀行のキング総裁は 2007 年 5 月の講演で、マスメディアが予想の中央値ばかりに注目し、その部分をもっぱら視聴者に対して強調したり、それを使って資産運用のアドバイスを行ってしまう恐れがあると否定的な見解を述べていた。ブンデスバンクのウェーバー前総裁も同様の懸念を述べていた。2007 年の BIS 年次報告書は、中央銀行による金利予想公表を「新しい金融政策のアプローチ」として取り上げつつ、「金融市場がもし中央銀行の政策金利見通しを“既定の結論”と思い込んでしまうと、過剰なリスク・テイクが金融システムで生じる恐れがある」とのコメントを添えている。

FRB が政策金利予想を公表する際には、そういったリスクを如何にして低減するかが大きな課題となる。また、ここ数年のように先行きが見通しづらい経済環境においては、FRB の経済予測は実際大きくぶれてきた。2010 年春に FOMC は出口政策の議論を真剣に行っていたが、数か月後の同年夏に一転してバーナンキ議長は、国債大規模購入策の採用を示唆するようになった。FOMC の経済予測は大きく変動し得ることを十分認識した上で、市場参加者は SEP のフェデラル・ファンド金利予想を受け止めるべきだ。

MBS の大規模購入策

欧州問題などの影響で米経済に失速懸念が現れたり、あるいは、住宅売買が活発化する春から夏にかけてモーゲージ金利が妙に上昇することがあれば、FRB は MBS（モーゲージ担保証券）の大規模買入れを再開するだろう。

昨年 9 月に FRB がオペレーション・ツイスト（長期国債の購入と、FRB 保有の残存期間が短い国債の売却）を決定した背景には、量的緩和策を嫌う共和党系議員の激しい批判が影響していた。「ツイスト」によって、FRB のバランスシート膨張（および準備預金膨張）を回避する必要性が政治的にあったといえる。しかし、現在実施中のオペレーション・ツイストが完遂されると FRB の手元には残存期間が短い国債はほとんど残らなくなる。このため、MBS を FRB が大規模購入するときは、ツイストは実施できない。共和党議員からの攻撃を弱めるために、FRB は、MBS 購入は家計の住宅ローンの金利負担を和らげることに主旨があると強調するだろう。

FRB が MBS を大規模に購入すると、FRB のバランスシートは一段と膨張する。外為市場はそれを“QE3”と呼び、ドル売りの材料にしたがると予想される。現時点の FRB は MBS の大規模購入策を急いではいないが、その政策に踏み込む場合は、日銀は国債買入れを中心とする資産買入等基金の拡大を行う必要に迫られるだろう。

準備預金の付利引き下げ議論は後退

バーナンキ議長は従来、度々、今後の追加緩和策の選択肢のひとつとして、準備預金への付利金利（現在 0.25%）の引き下げに言及してきた。しかし、11 月の記者会見から、彼はそれに言及しなくなった。議事要旨を見ると、11 月および 12 月の FOMC で、その議論は行われていない。

付利引き下げはドルの短期金融市場の機能を損傷し、ひいては基軸通貨としてのドルの地位を危うくするリスクがあるという懸念が FRB 内で強まったのではないかと推測される。バーナンキは昨秋の講演での質疑応答で、ドルが基軸通貨でいられる主要な理由のひとつに、ドルのマネーマーケットの流動性の厚みを挙げている。FRB が準備預金への付利金利を下げる可能性が後退している間は、日銀が当座預金への付利金利を引き下げる可能性は基本的にないと考えられる。

インフレ目標の行方

学者時代はインフレ目標の提唱者だったバーナンキが、FRB 議長就任後 6 年近く経つのに、未だにインフレ目標を採用できない最大の理由は、連邦準備法にある。同法が規定する「2つの使命」（物価の安定と雇用の最大化）に FRB は配慮せざるを得ない。インフレ目標を宣言すると、物価の安定の方を重視することになってしまい、「法律違反だ」と議員達に攻撃されるリスクがあるからである。

このため、現時点の FRB は、SEP（四半期経済予想）に長期のインフレ率予想という項目を設け、その予想値によって FRB 幹部が考える望ましいインフレ率を市場に伝えるという回りくどい手法をとっている（11 月時点では+1.7~2%）。

仮に、FRB が今よりも明瞭に市場に伝える必要があると考えたとしても、それは「2つの使命」との兼ね合いから、インフレ率誘導を政策の最優先課題とするインフレ目標にはならない。日銀が FRB よりも先行して採用している「中長期的な物価安定の理解」に追随する程度のものにとどまるだろう。

2012 年の債券市場展望－わが国国債の低利回り環境は変化するか？

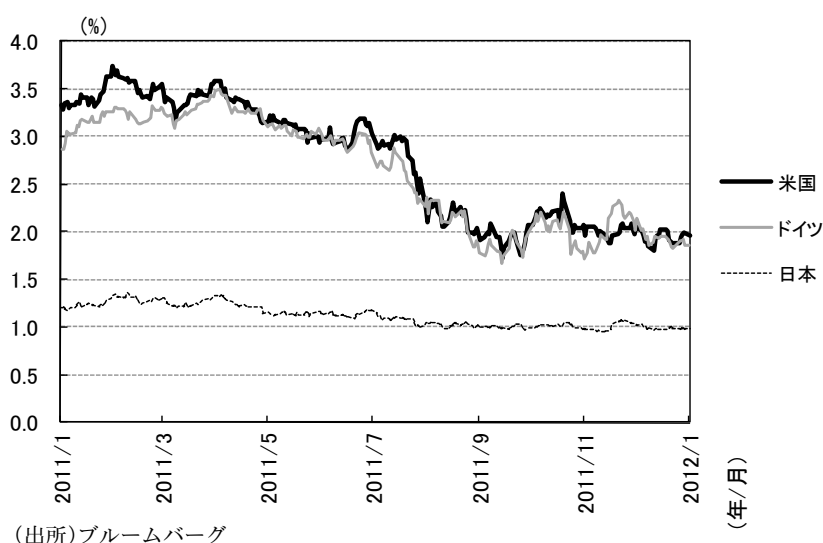
野村證券株式会社 投資調査部 シニアエコノミスト 美和 卓

【低位安定を続ける国債利回り】

わが国国債利回りの低位安定が続いている。特に、2011 年 8 月以降は、新発 10 年債利回りベースで、1.0%を挟んだ小幅なレンジで推移している(図表 1)。ただ、2011 年 11 月 25 日以降、10 年国債利回りが数営業日にわたって、1.09%程度まで上昇する局面もあった。2003 年のいわゆる VaR ショック(債券ボラティリティの急上昇を受けリスク許容量が低下した投資家から債券売りが持続した現象)、あるいは 2010 年年末にかけての金利急騰局面を想起した投資家も少なくなかったはずである。

結果的に、10 年国債利回りは 2011 年末に向けて再び 1%割れ水準に低下した。しかし、2012 年にわが国国債利回りが持続的な上昇を辿る可能性が完全に消えたとは言えない。わが国国債市場を取り巻く内外のさまざまな要因から、2011 年夏場以降の低利回り環境が変質してくる可能性がないのかを検討してみよう。

図表 1 主要国 10 年国債利回り推移



【東日本大震災復興需要の本格化】

2011 年 11 月末に起きた債券利回り上昇の一因に数えられるのが、東日本大震災の復興需要本格化、さらには復興需要による国内景気の上ぶれ期待であったとみることができよう。折しも、11 月 21 日には、2011 年度第三次補正予算が成立した。同予算には、約 9.2 兆円の東日本大震災復興関連経費(年金財源の補填経費を除く)が計上されており、今後、その多くが被災地における公共投資として顕在化してくることが期待される(図表 2)。こうした復興需要による景気押し上げ効果だけでなく、補正予算の財源として発行される復興債が債券需給を悪化させるとの懸念も、債券利回り押し上げ要因として働く可能性は否定できない。

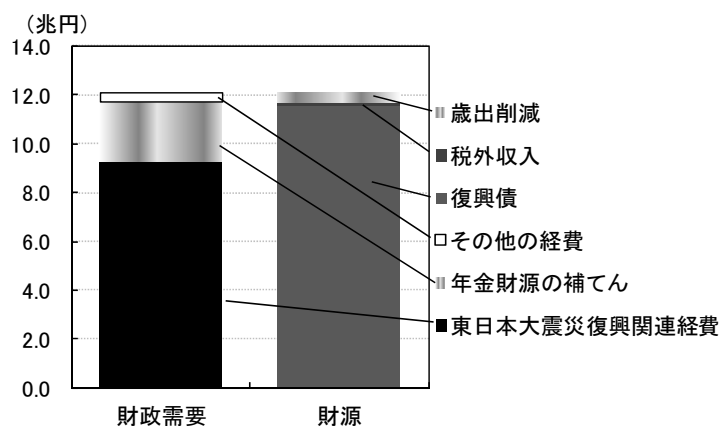
しかしながら、復興需要による景気浮揚効果は、期待されるほど大きなものとはならない可能性がある。2011 年夏場以降定着している 1 ドル＝70 円台の円高が国内製造業の経費削減圧力を高めて

おり、国内家計が先行きの雇用環境・所得環境悪化を睨んで消費抑制に動き始めている兆候もみられる(図表3)。また、円高とあいまって、震災が引き金となって発生している電力不足が国内製造拠点の海外移転を加速させたり、震災を契機として被災地企業が事業継続を断念せざるを得なくなったり、といった産業空洞化圧力も、復興需要による景気押し上げ効果を相殺してしまう恐れがある。

国内企業の設備投資も、震災の復旧・復興期としては異例とも思われるほど弱い動きとなっている。2011年12月調査の日銀短観で2011年度設備投資計画(全規模全産業;土地を含みソフトウェアを除くベース)は前年度比+0.0%に留まった。設備投資の低迷は、企業からの資金需要の伸び悩みを通じて国内金融機関の余剰資金拡大を持続させている。根強い資金余剰傾向は、復興債増発の下にあっても国内債券需給を下支えする公算が大きい。

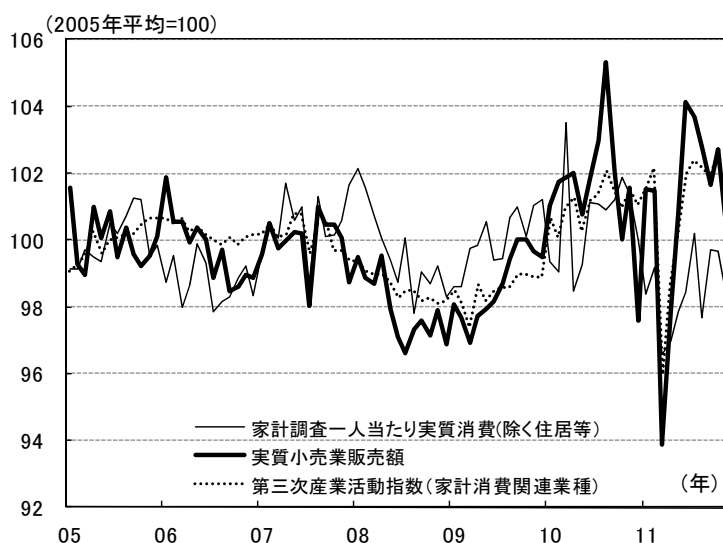
以上のような国内における景気下押し材料以上に、現下の低利回り環境継続に寄与しているのは、言うまでもなく、海外の経済環境・金融市場環境の不安定さにあると考えるべきであろう。

図表 2 2011 年度第三次補正予算の枠組み



(注)原資料では、年金財源の補てんを東日本大震災関係経費に含めているが、上図では別建てとした。
(出所)財務省

図表 3 わが国の個人消費関連主要指標



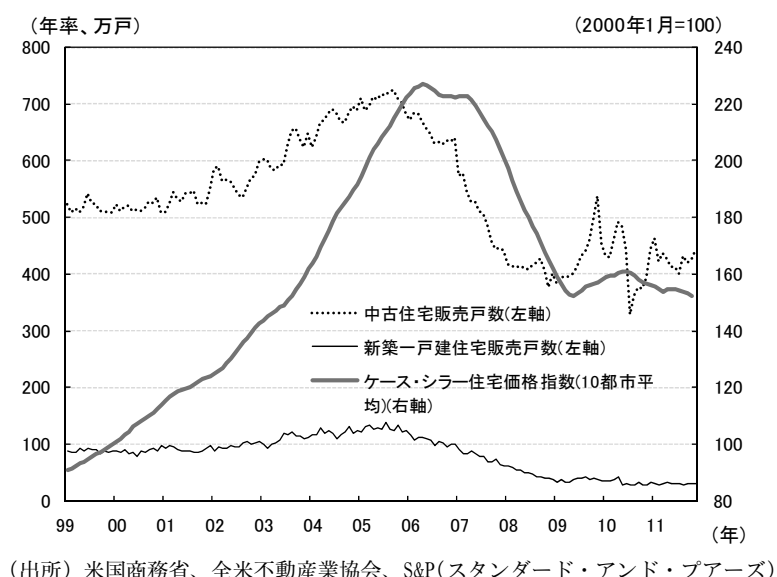
(出所)総務省、経済産業省

【米国景気悲観論は後退しつつあるが…】

2011 年 11 月末前後の一時的な債券利回り上昇には、米国景気に対する市場の見方の変化も影響を与えていた可能性がある。同年夏場にかけては、雇用統計の減速などを背景に米国景気後退懸念が強まっていたが、年末に向けてのクリスマス商戦の好調さなどから、こうした悲観論は後退に向かった。

しかし、米国景気悲観論が 2012 年に景気楽観論へと昇華していく公算は小さいと考えざるを得ない。S&P/ケース・シラー住宅価格指数が下落基調を続けるなど、いわゆる住宅バブル崩壊後の米国住宅市場の調整は継続していると考えられる(図表 4)。住宅価格の下落は、特にバブル期に過剰な負債を抱えることとなった米国家計に対してバランスシート調整圧力を及ぼし続けているとみられ、それが、構造的に米国家計消費の拡大を抑制してしまう可能性が残存している。

図表 4 米国住宅市場関連指標



米国景気楽観論の台頭とともに米国の長期債利回りが上昇に向かう可能性が低いだけでなく、それ以外にも米国長期債利回りの上昇を抑制している問題が指摘できる。

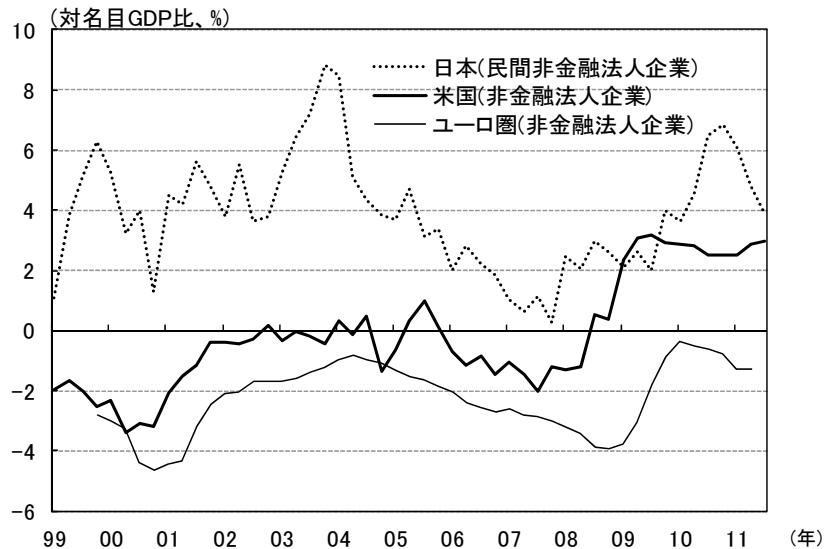
第一に米国企業の「金余り」傾向がある。資金循環統計でみる限り、米国の非金融法人企業は、2008 年 7～9 月期以降、資金余剰が持続している(図表 5)。これは、わが国がこれまで経験してきたものと同様の資金需要の低下をもたらし、市場金利水準を構造的に押し下げる圧力になっているものとみられる。

第二に、米国金融政策の方向性が挙げられる。2011 年 8、9 月に米 FRB(連邦準備制度理事会)は追加金融緩和をおこなったが、そのいずれもが、長期金利の上昇抑制、または押し下げを狙った内容となっている。こうした追加金融緩和と連動して実際にも米国の長期債利回り水準は歴史的低水準にまで低下している。

もちろん、こうした長期金利低下により米国の住宅需要が底入れし、先述のようなバランスシート調整圧力が軽減されてくれば、FRB の金融政策は、先行き米国長期債利回りの上昇を早める効果をもたらす余地もある。

ところが実際には、長期金利の歴史的な低下にもかかわらず米国の住宅需要は盛り上がりを欠いた状態が継続している。結局、FRB による長期金利押し下げを狙った金融緩和は、文字通り米国長期債利回りを押し下げる効果を発揮し続けるだけに留まってしまう恐れもあろう。

図表 5 日米ユーロ圏非金融法人企業部門の資金過不足推移



(注)季節性を除去するために、後方4四半期移動平均を施している。
 (出所)日本銀行、米国FRB(連邦準備制度理事会)、ECB(欧州中央銀行)

【欧州財政危機の解決は遠い】

2011年夏場以降の国内長期債利回りの低位安定継続に対しては、欧州財政危機の持続と深刻化も多大な影響を与えたと考えられる。欧州における財政危機は、度重なる欧州当局による打開に向けた取り組みにもかかわらず、深刻化、泥沼化が続いている。2012年についても、欧州財政危機の抜本的な打開に繋がる動きが表面化してくることは基本的に考えにくい。

欧州財政危機の解決が遅れ、かつ、泥沼化の様相を呈してしまっている背景には、特にユーロ圏において、他の地域には見られない特有の財政危機増幅メカニズムとでも呼ぶべき構図が存在しているからであろう。それは、「ある国のデフォルト(債務不履行)リスクが域内の他の国に伝播しやすい」という図式である。

こうしたメカニズムが生まれるのは、1)多くのユーロ圏諸国がいわゆるユニバーサルバンク制(銀行、証券、保険の業態規制が存在しないか、または、緩い制度)を抱え金融機関の規模が相対的に大きいこと、2)通貨統合の下で為替リスクがないため金融機関が域内の信用リスクが高い国の国債を多く保有していること、さらに皮肉なことに、3)財政危機打開のために作られたセーフティネット(安全網)であるEFSF(欧州金融安定基金)自体が過剰債務国の信用リスクを相対的に財政が健全な国に移転させるメカニズムとなってしまう面がある(図表6)。

特に3)に挙げた経路を通じて、「ある国のデフォルト(債務不履行)リスクが域内の他の国に伝播」するのを防ぐため、ECB(欧州中央銀行)が過剰債務国の国債を市場から相当量買い入れる政策に乗り出すことが待望されているとも言える(図表7)。しかし、ECBによる事実上の財政支援とも受け止められかねない政策の発動に対しては、第一次世界大戦後の財政悪化に対応して中央銀行が通貨増発をおこない、いわゆるハイパー・インフレーションを経験しているドイツが頑強に反対している。こうした反発を克服してECBによる財政危機に対する対応強化が実現する可能性は、当面低いと考えざるを得ないだろう。

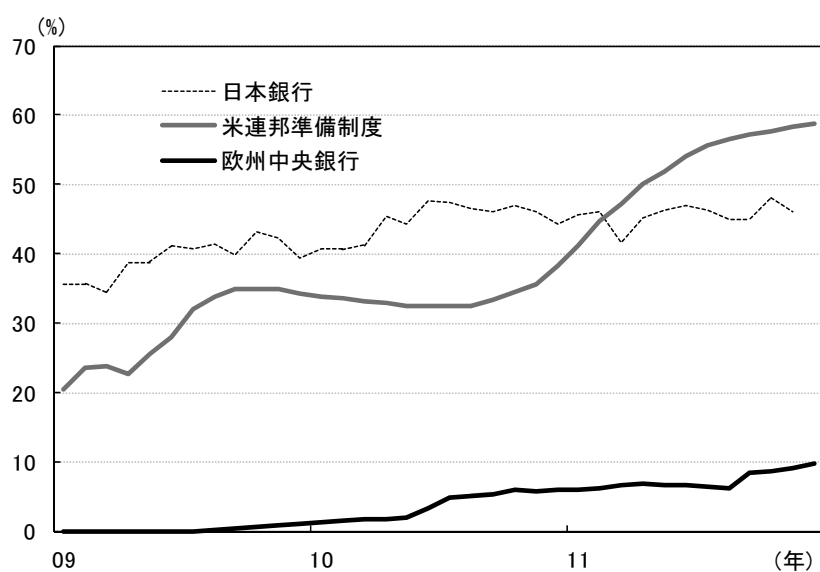
図表 6 欧州金融安定基金(EFSF)と各国の負担割合

	格付	債務保証 負担割合	保証額(上限) 調達金額ベース	実質 保証負担 割合
	*	(%)	(億ユーロ)	(%)
ドイツ	AAA	27.1	2,110	46.7
フランス	AAA	20.3	1,585	35.1
イタリア	A	17.9	1,393	0.0
スペイン	AA-	11.9	925	0.0
オランダ	AAA	5.7	444	9.8
ベルギー	AA	3.5	270	0.0
ギリシャ	CC	2.8	219	0.0
オーストリア	AAA	2.8	216	4.8
ポルトガル	BBB-	2.5	195	0.0
フィンランド	AAA	1.8	140	3.1
アイルランド	BBB+	1.6	124	0.0
スロバキア	A+	1.0	77	0.0
スロベニア	AA-	0.5	37	0.0
エストニア	AA-	0.3	20	0.0
ルクセンブルグ	AAA	0.2	19	0.4
キプロス	BBB	0.2	15	0.0
マルタ	A	0.1	7	0.0
計		100.0	7,798	
うちAAA諸国の 保証額合計			4,515	100.0

(注)*の格付は、S&P(スタンダード・アンド・プアーズ社)の自国通貨長期債務格付。2011年12月12日現在。実質保証負担割合は、現実にはEFSFが資金調達をおこなう際に保証を提供するAAA格の諸国の中での保証割合を示す。

(出所) EFSF(欧州金融安定基金)、S&P

図表 7 日米ユーロ圏中央銀行総資産に占める長期国債の比率



(注)いわゆるレポ(売り戻し条件付き買入)を含まない買い切り分のみを示している。日本銀行については、資産買入基金による長期国債保有分を含む。

(出所) 日本銀行、FRB(連邦準備制度理事会)、ECB (欧州中央銀行)

【欧州財政危機の長期化＝国内債利回り低位安定なのか？】

厄介なのは、これまで欧州財政危機の長期化が市場におけるリスク回避の動きを通じてわが国国債の利回りを低下させてきたのに対し、むしろ欧州財政危機の深刻化により財政危機がわが国に波及し、わが国の財政破綻懸念を契機とした債券利回りの上昇を招くとの懸念が高まっている点であろう。実際、2011年11月25日以降の一時的な国内債利回りの上昇も、こうした背景から発生している面がある。11月23日にドイツ連邦債の入札における「札割れ」が発生しており、欧州財政問題がドイツにまで波及したがゆえに、次の標的としてわが国財政が浮上してくると思惑を誘った可能性がある。

2012年は、果たして欧州財政危機がいよいよわが国に波及し、それゆえに国内債利回りが上昇傾向を辿るタイミングとなるのであろうか。

わが国の財政問題と欧州財政危機の間には、それらが同時には発生しにくい力関係が存在していると考えられる。このため、2012年中に欧州財政危機の抜本的な解決が見えてこない以上は、わが国財政問題が起点となった国内債利回りの上昇も回避される公算が大きい。

わが国の財政危機と欧州財政危機が同時に発生しにくいと考えられるのは、欧州財政危機が持続している間、市場でのリスク回避傾向が続き円高が継続する公算が大きいためである。では、円高が継続するとなぜわが国の財政危機が起これにくいのであろうか。実は、国の債務が1,000兆円を超える水準に達しようとする中でわが国の財政危機が回避されている理由と、リスク回避によって円高が発生する理由には意外にも共通点が見出される。

一般に、わが国財政が1,000兆円を超える債務を抱えながら一部欧州諸国のような危機的状況に陥っていない背景は、家計が1,500兆円程度の金融資産を有するなど国内の民間資産が巨額の政府債務をカバーしうる状態にあるからであると言われる。しかし、この考え方は厳密に言えば正しくないだろう。

国内民間主体の金融資産がたとえ政府債務をカバーできる金額であったとしても、もしその相当部分が外貨建資産であった場合には1,000兆円もの政府債務は国内消化できなくなると考えられるからである。本質的には、国内民間主体の金融資産の相当部分が円建てで保有されていることが、わが国財政危機の発現を食い止めていると考えるべきであろう。

リスク回避によって円高が発生する傾向があるという点にも、国内民間主体の金融資産が円建てに偏在している事実が影響を与えている可能性がある。わが国民間主体の資産が円資産に偏っていることによって、いわゆる「リスク回避」傾向が市場に生じた際、円の売り圧力を他通貨に比べ相対的に弱いものにしてしまうと考えられるからである。

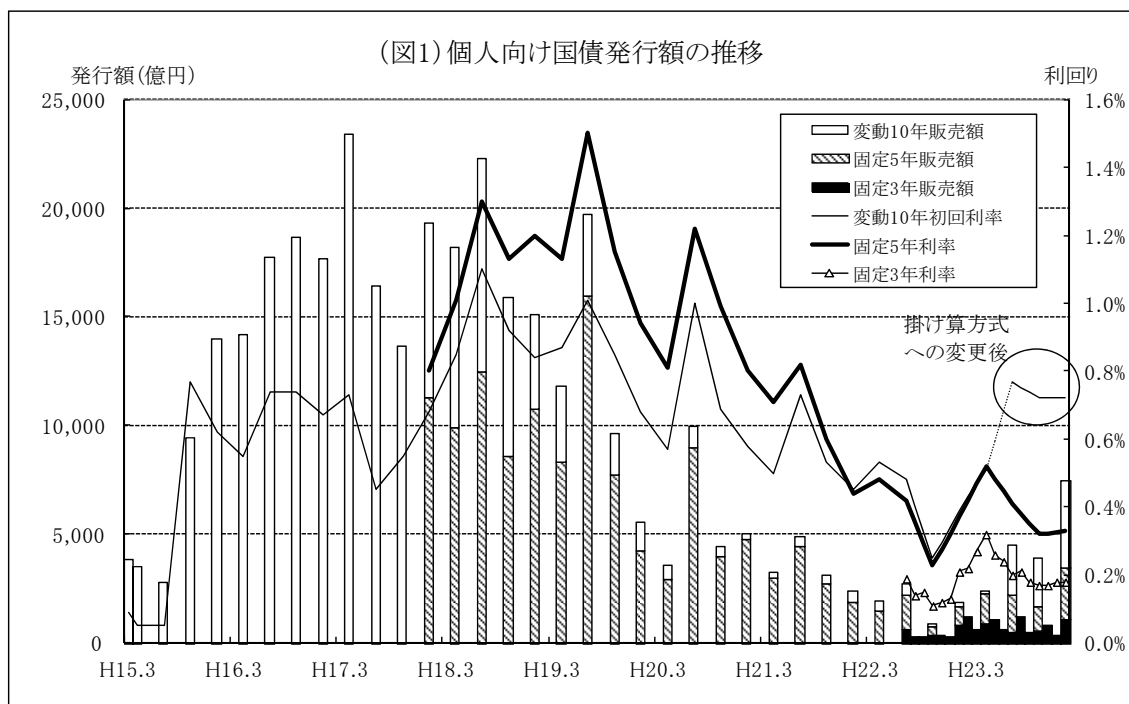
2012年に入っても欧州財政危機が継続する可能性が高いとみられることから、わが国財政事情の悪化が続く下でも国内債利回りの上昇は回避される公算が大きいと考えられる。しかし、それは同時に、国内金融機関の債券ポートフォリオの平均利回りをさらに低下させる圧力になるという点で厄介な問題でもある。それ以上に重要なのは、欧州財政危機の継続が与えてくれているとも言える時間的猶予を利用し、どれだけ財政再建に向けた動きを前進させることができるかどうか、という点にあるのかもしれない。

「個人向け復興国債」の販売と国債管理政策

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

1 はじめに

昨年12月、資金使途を東日本大震災の復興費に充当する「個人向け復興国債」が、全国の金融機関において販売された。これまでも定期的に個人向け国債が発行されてきた（図1）が、使途を限定したのは初である。金利等の条件は前回とほぼ変わらずの水準であったが、被災地支援を目的に購入する人が増え、販売額は通常の2倍ほどになった。以下では、過去の個人向け国債の発行動向を振り返りながら、その商品性を概観するとともに、今後ますます重要となる国債管理政策について考察する。



(出所) 財務省

2 個人向け国債の商品性

個人向け国債は平成15年に導入された。わが国の国債は、金融機関や生保・年金基金での保有が大部分で家計の保有比率が低水準にとどまっていたことから、個人に手軽に保有してもらうため、元本保証で1万円から買える商品性とした。当初は従来の国債にはなかった変動金利の10年物のみ（年4回発行）であったが、18年に新たに固定金利5年物を追加し、22年には毎月発行の固定金利3年物を新設した。商品性の比較は表1のとおりである。

固定5年が発行されると、変動10年の初回利率より固定5年の利率が高い状況（図1）となり、変動10年の発行額が著しく減少（表2）するだけでなく、変動10年の中途換金が増えたことで残高自体も減少傾向となった。金利上昇を目論み変動金利を選んだものの、低金利の長期化で思うような利払いが得られず、他の金融商品へと資金流出したことが伺える。

(表1) 個人向け国債の商品性の比較

	変動金利型10年満期 個人向け国債	固定金利型5年満期 個人向け国債	固定金利型3年満期 個人向け国債	(参考) 新窓販国債
購入対象者	個人に限定			制限なし
募集価格	額面金額100円につき100円			銘柄ごとに財務省が決定
購入単位	額面1万円			額面5万円
償還期限	10年	5年	3年	2・5・10年
償還金額	額面金額100円につき100円(中途換金時も同じ)			額面金額100円につき100円
金利	変動金利 [年2回(半年毎)利払い]	固定金利 [年2回(半年毎)利払い]	固定金利 [年2回(半年毎)利払い]	固定金利 [年2回(半年毎)利払い]
直近の金利 (1月発行分)	0.72%(初回利率)	0.33%	0.18%	利率 2年:0.2% 5年:0.4% 10年:1.1% 募集価格 100.18 100.50 100.53(円) 応募利回 0.107% 0.297% 1.041%
金利水準	基準金利×0.66 2011年7月発行分から実施 ^(注1) (基準金利は、利子計算期間開始時の前月に行われた10年固定利付国債の入札(初回の利子については募集期間開始直前に行われた入札)における平均落札利回り)	基準金利－0.05% (基準金利は、募集期間開始日の2営業日前(10年固定利付国債入札日)において、市場実勢利回りを基に計算した期間5年の固定利付国債の想定利回り)	基準金利－0.03% (基準金利は、募集期間開始日の2営業日前(原則として月初第1営業日(注2))において、市場実勢利回りを基に計算した期間3年の固定利付国債の想定利回り)	市場実勢等を勘案した上で、銘柄ごとに財務省が決定
金利の下限	0.05%			なし
中途換金	第2期利子支払日(発行から1年経過)以降であれば、いつでも中途換金可能 ※2012年4月から実施			いつでも市場価格にて換金可能 (換金金額は額面を上回る場合も下回る場合もある)
中途換金の特例	保有者が死亡した場合又は大規模な自然災害により被害を受けた場合は、上記各利子支払期前であっても中途換金することが可能			
中途換金時の換金金額	額面金額＋経過利子相当額－直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.8 ※2012年4月から実施			
発行頻度	年4回(4月、7月、10月、1月)発行		毎月発行	毎月発行

(注1) 2011年7月発行(6月募集)分から、金利決定方式を、従来の「引き算方式」から、低金利時に適用利率が低くなりすぎないように、「掛け算方式」に見直した。2011年7月発行の初回利率(旧:0.37%→新:0.77%)

(注2) 4月、7月、10月、1月において発行する債券については、10年固定利付国債入札日とする。

(出所)財務省

(表2) 個人向け国債販売額の推移

(単位:億円)

発行年月	固定3年	固定5年	変動10年	合 計
平成14年度	－	－	3,835	3,835
平成15年度	－	－	29,671	29,671
平成16年度	－	－	68,210	68,210
平成17年度	－	11,285	61,427	72,712
平成18年度	－	41,627	29,756	71,383
平成19年度	－	36,177	10,440	46,617
平成20年度	－	20,519	2,410	22,929
平成21年度	－	11,939	1,659	13,598
平成22年度	4,620	4,221	1,437	10,278
平成23年度	(7,394)	(6,591)	(8,772)	(22,758)

(注) 平成23年度は1月発行分まで

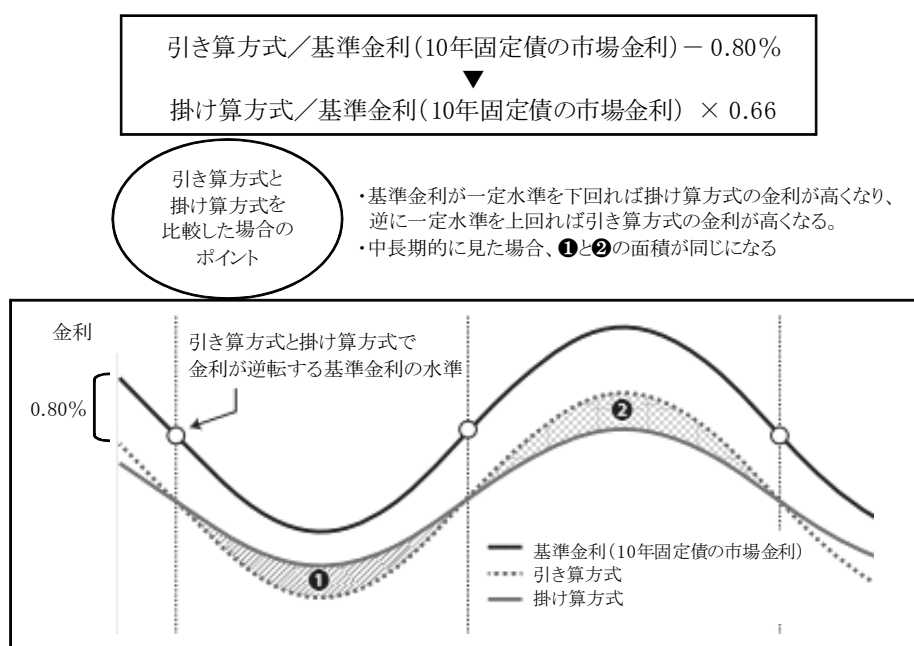
(出所) 財務省

そこでかねてより商品性見直しを進めてきた結果、昨年7月より変動10年の基準金利の設定方法を、引き算方式から掛け算方式へと変更することとした。これにより、低金利時には高めの利率になる代わりに、高金利時には低めの利率となり、長期間の中で金利の波の曲線をなだらかにする効果がある(図2)。現状のような低金利下においては、利率が高めになることで他の固定金利物より

魅力ある水準に映るが、長期的にはインフレヘッジ効果が低減してしまうとの指摘もある。掛け算方式への変更後は、初回利率が0.7%台へと一段上昇したことで応募額は平成19年の水準に増加した。

なお、今年4月発行分からは、固定5年の中途換金禁止期間をこれまでの2年間から1年間に短縮し、中途換金調整額についても「直前2回分の各利子相当額×0.8」と他の2種類と統一し、よりわかりやすい商品性に変更することとしている。

(図2) 変動10年の金利設定方法の見直し効果



(参考) 過去に引き算方式で発行した銘柄については、遡って金利設定方法を見直すことはしない

(出所) 財務省

3 個人向け復興国債の販売

個人向け復興国債は昨年12月5日～30日、銀行・証券会社など全国の金融機関の窓口で販売された。これまで定期的に発行してきた個人向け国債と商品性は変わらないが、初めて資金用途を東日本大震災の復興費に限定¹し、名称を「復興国債」とした。販売は好調で、固定3年が1,034億円、固定5年が2,369億円、変動10年が4,051億円の計7,454億円となり、同じく3種類で販売された昨年9月と比べ2倍近い販売額となった。5,000億円を超えたのは約3年ぶりである。金利などの条件は前回と比べほぼ同水準であったが、ボーナス時期と重なったことに加え、被災地の支援を目的とした新規の購入も増えたと見られる。購入者には、復興協力への感謝の意を示す安住財務相の感謝状が贈られたほか、金融機関によっては購入額に応じて被災地支援に取り組むNPO法人に寄付したり、一部をポイントバックするキャンペーンもみられた。固定3年は利率が0.18%、固定5年は同0.33%、変動10年は初回利率が0.72%であった。

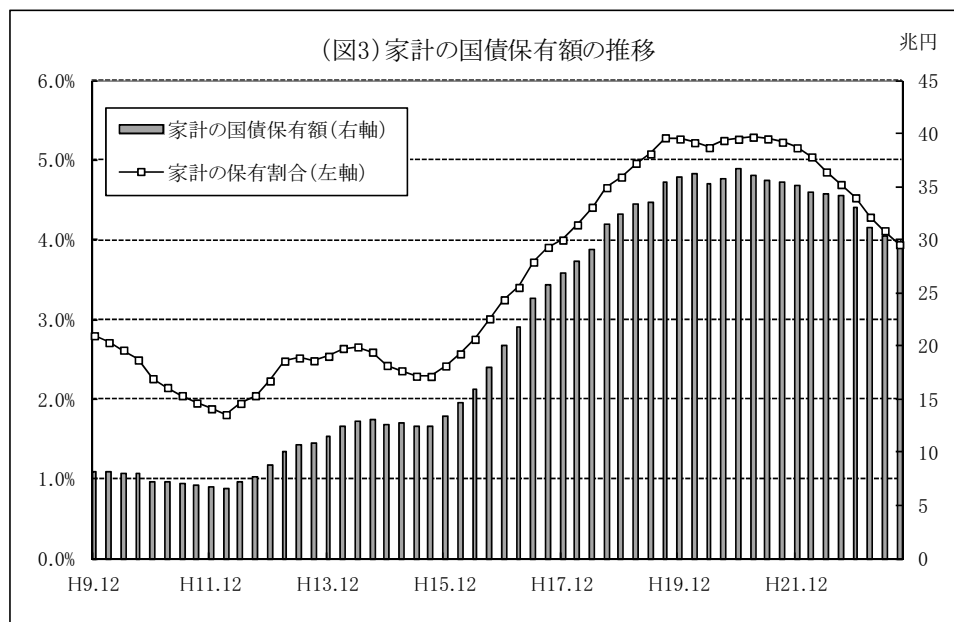
なお、今年3月には変動10年物の「復興応援国債」を導入する予定であり、3年間中途換金しなければ、当初3年間の金利を年0.05%（個人向け国債の下限）に引き下げる代わりに、購入額に応じて記念貨幣の金貨や銀貨がもらえる仕組みである。保有残高1,000万円毎に1万円金貨1枚、同

¹ 発行根拠法は復興財源確保法。以降23年度中に募集するすべての個人向け国債は「復興国債」として発行される。

100万円毎に1,000円銀貨1枚が3年後に受け取れ、4年目からは通常金利に戻る。なお、金貨に含まれる予定の純金は15.6gで約65,000円分、銀貨の純銀は31.1gで約2,400円分である。単純比較では通常の復興国債の方が利回りは高いが、金価格の上昇や記念貨幣のプレミアム乗せ²を期待する個人投資家には魅力ある商品となろう。記念貨幣は27年度中に限定発行される予定である。

4 家計における国債の位置づけ

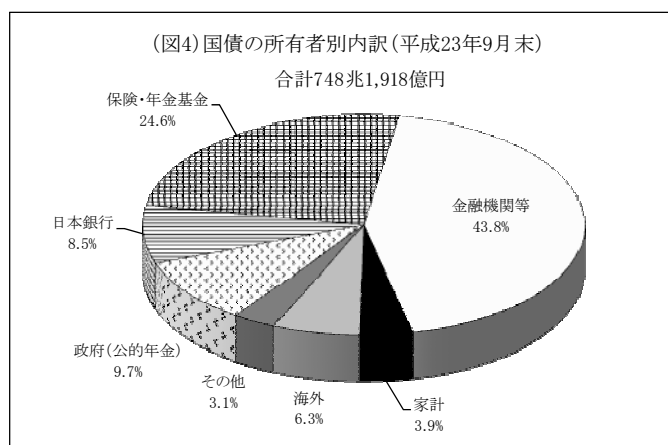
このような個人向け国債の浸透に合わせ、国債の所有者別内訳における家計の割合は、個人向け国債導入前（平成15年3月）の2.4%から、一時5%超まで増加していった（図3）。しかしながら、低金利による発行額の減少と中途換金の増加から、保有額は近年減少の一途を辿っている。今回の変動10年の金利設定方式の変更と固定5年の中途換金にかかる変更、個人向け復興国債の導入で増加基調に転じるかどうか注目される。



(出所) 日本銀行

5 国債管理政策

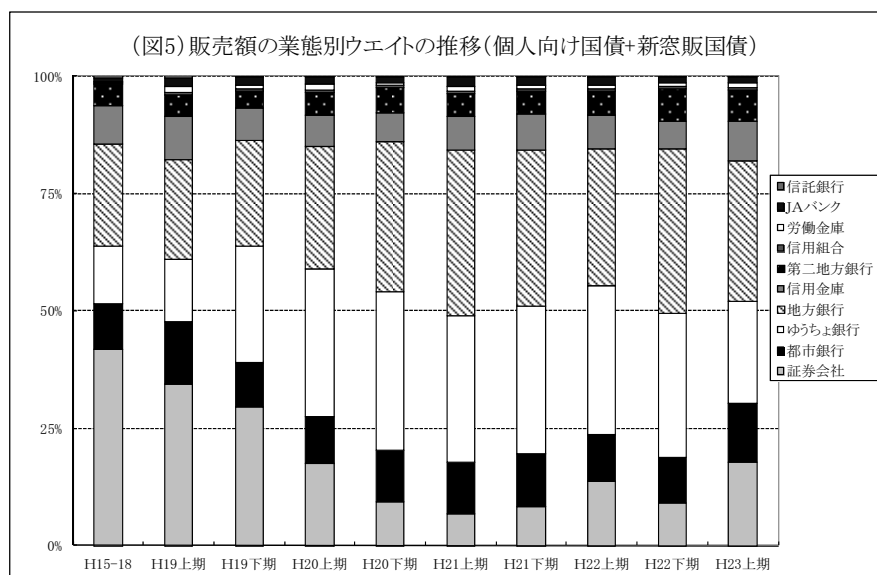
わが国の国債保有構造は、金利見通しの方向性やポートフォリオが類似しやすい金融機関の割合が高い（図4）ため、市場の状況変化に対して相場が一方に流れる傾向にあることが指摘されている。金融機関と投資行動が異なる投資家に保有を促進し、保有者層を多様化することが国債の安定消化には重要であり、個人の保有を増やすことも課題のひとつとなっている。



(出所) 日本銀行

² 平成21年発行の天皇陛下御在位20年記念金貨の場合、額面は1万円、発行時の販売価格は1枚8万円、純金製20gで約84,000円の価値がある。店頭価格は11万円程度となっている。

その取り組みとして、これまでみてきた個人向け国債の商品拡充や商品性見直しのほか、業態別に個人向け販売額³の上位機関（都銀は全行）を公表することで、販売努力を促進していることも挙げられる。導入当初は証券会社での取り扱いが多かったものの、徐々に金融機関（都銀・ゆうちょ銀・地銀等）のウエイトが高まっている（図5）ことから、最寄りの金融機関で気軽に購入する個人が増えたとみられ、保有層の裾野拡大が伺える。



(出所) 財務省

また、財務省のHPでは、個人にも国債の仕組みをわかりやすくするためページのリニューアルや、若年層に関心を持ってもらうようなツイッターの導入など、国債PRを強化している。「あなたが欲しい国債」アンケート⁴で指摘された金利水準や商品性への不満が今回の商品性改善の参考とされたほか、表3のような具体的な新商品のアイデアが出された。今後もこうした生の意見を取り入れ、将来の所得や年金に不安を抱える個人の資産運用という視点に立った商品設計に焦点を当てていく必要がある。

(表3) アンケート「あなたが欲しい国債」に寄せられた意見(抜粋)

年金型	・今後、高齢者が増加することを考えると、年金型国債(一括払込み、据置期間後年金で受取り)を、公的年金の補助するニーズは今後大きくなるのではないかと。
少額積立型	・収入も年金のみなので、毎月少額(1万円単位)で積み立てが出来ると利用しやすい。
インフレヘッジ型	・老後のための貯蓄となるように物価に応じて変動するタイプで、期間の長いものを毎月発行して欲しい。
割引債型	・個人向け国債のデメリットは複利効果がないことなので、是非、個人向けゼロ・クーポン債(割引国債)を発行してもらいたい。 ・老後の資金計画を立てる際、超長期割引国債があれば、アンダーパー発行で40、50円で発行したものが30年後や40年後には100円で返ってくるわけですから、大変有効だと思います。
税制優遇型	・多額の資産を保有している高齢者から、相続税免除又は減額となる国債で少額の相続税で生前贈与等により、消費意欲が旺盛な現役世代の自分の子供や孫世代への相続を早め消費を促し内需の喚起に役立たせる。また利息は無利息又は低利とすれば、相続税の減額分の財源となるのではないのでしょうか。 ・利子について国税非課税などの税制優遇措置を考慮すべき。
使途限定型	・「自分が国債を買ったお金は、国の将来に役に立つ〇〇事業に使って欲しい(例えば環境保護、雇用対策、少子高齢化対策、奨学金、大学の研究環境の充実、宇宙開発など)」と指定できると、買う側にも「自分も参加している」という意識が芽生え、自分の投資したお金が有効利用されたことを素直に嬉しく感じると思う。

3 個人向け国債と新窓販国債（満期が2年・5年・10年の固定金利型、毎月発行）の合計額。

4 個人向け国債等に関する意見・提案を受けるため、財務省HPにおいてH22.10.6～23.8.31に実施したもの。回答数481件、性別内訳は男性81%女性19%、年齢層は30代の31%に続いて40代の26%が多かった。

個人を対象とした国債販売強化の取り組みについて、海外に眼を向けると、イギリスでは 1956 年から宝くじ付国債（プレミアムボンド）が発行されている。最低 100 ポンドから買え、1 ポンドごとに債券番号を得て、利子の代わりに毎月 1 回の抽選に参加でき、一等百万ポンドから末等 25 ポンドまでの賞金が用意されている。販売元の NS & I⁵ では当選確認する携帯アプリも紹介されており、HP 上でも債券番号を入力すると当選しているかをチェックできる。賞金総額は発行額に対する利率（1.5%：2009 年 10 月より適用）によって計算され、昨年 11 月の賞金総額は 5,250 万ポンド、当選本数は 1,751,473 本（96%が 25 ポンドの当選）であり、元本保証で常時換金可能な商品性もあって、国民に人気がある。くじ付き国債は他にスウェーデンなどでも発行されている。

また、国債利回りが危険水域といわれる 7%の水準に急騰したイタリアでは、昨年 11 月 28 日に「国債の日」と銘打ったキャンペーンが行われた⁶。実業家のジュリアーノ・メラニ氏の呼びかけにより、金融機関がこの日イタリア国債の購入手数料を免除したことで、個人投資家向け債券市場には約 81,000 件、総額 26 億ユーロの記録的な注文が入った。平均購入額は 32,000 ユーロと月間平均と比べ少額であることから、多くが個人投資家であると報道された。このような海外での取り組み事例について、国内でも応用できるか検討することも有意であろう。

6 おわりに

平成 24 年度予算が閣議決定されたところだが、中期財政フレームの歳出の大枠や新規国債発行額の上限など見かけ上は財政規律が保たれているとはいえ、3 年連続で新規国債発行額が税収を上回る異常事態であり、歳出抑制が効かない中で将来の消費増税に頼るという構図は財政の限界といわざるを得ない。潤沢な国内マネーによって現下ファイナンスされているものの、将来的な財政リスクは増大必至であり、ますます国債管理政策が重要な局面にきている。国債消化の危機が現実となる前に、個人の国債保有を高めようと、個人向け国債の商品拡充に続き復興国債の導入が進められてきた。今回の復興国債が予想以上に販売好調となったのは、用途を限定したことでその資金に自らの意志を込めることができたからだと思われる。震災復興費だけでなく、将来の年金・社会福祉を持続可能とするために増税にしても国債発行にしてもその資金用途を明確にし、また、その運用に透明性を持たせることが必要である。国民の意志が反映できるような、そして中身が見える財政運営の仕組みに変えていくことが、国債への信頼度を高める第一歩ではないだろうか。

⁵ 国民貯蓄投資機構（National Savings & Investment）。郵便貯金事業を行う国営の国民貯蓄銀行が 1996 年に国から分離独立し独立行政法人となった。政府系の機関として、財政資金の調達を行う。

⁶ 第二回の「国債の日」は昨年 12 月 12 日に行われた。