

2011年11月14日 全14頁

# 海外主体の日本国債保有増の背景と含意

資本市場調査部  
土屋 貴裕  
伊藤 亮太

## 国際的な通貨別保有資産が変化する可能性

### [要約]

- 日本国債、とりわけ短期国債（国庫短期証券）において海外主体の保有が増えている。国債以外の他の債券等は横ばい推移で、株式は漸増している。地域別では、欧米中心ではあるが、アジアの存在感が台頭してきている。対内直接投資も似た傾向にある。
- グローバルに金融問題が取り沙汰されている時は、本邦短期債へのニーズが高まるが、危機的状況に至るときは、本邦金融資産も売却している可能性があるだろう。
- 円資産へのニーズを考えるにあたり、世界における日本円の存在感は、外為取引に占める円の取引量、外貨準備としての円、国際債発行に占める円建て比率をみても、ドルやユーロの前では「その他通貨」と言わざるを得ない。
- 中国の外貨準備の主な投資先は米ドル建ての資産とみられる。中国の米国債等の保有増減動向からは、中国は米ドル建て資産も米国債だけではなく、あるいは米ドル建て資産以外へ、外貨準備の分散を志向していると考えられる。
- 欧州債務問題のもとで、各国当局は米国債券の保有を減らした。海外主体による日本の短期国債保有増は、財政赤字のみならず対外純資産等が意識された可能性がある。①流動性（売買可能性）、②価値保存機能、③財政状況好転への期待等からは、日本円という選択肢が浮上する。
- 海外主体による日本国債保有の増加が続く場合のインプリケーションとして、①海外貯蓄の利用、②国債管理政策にプラスとマイナスの影響、③円を利用した取引の拡大、の3点が挙げられる。

## 増える海外主体の日本資産保有

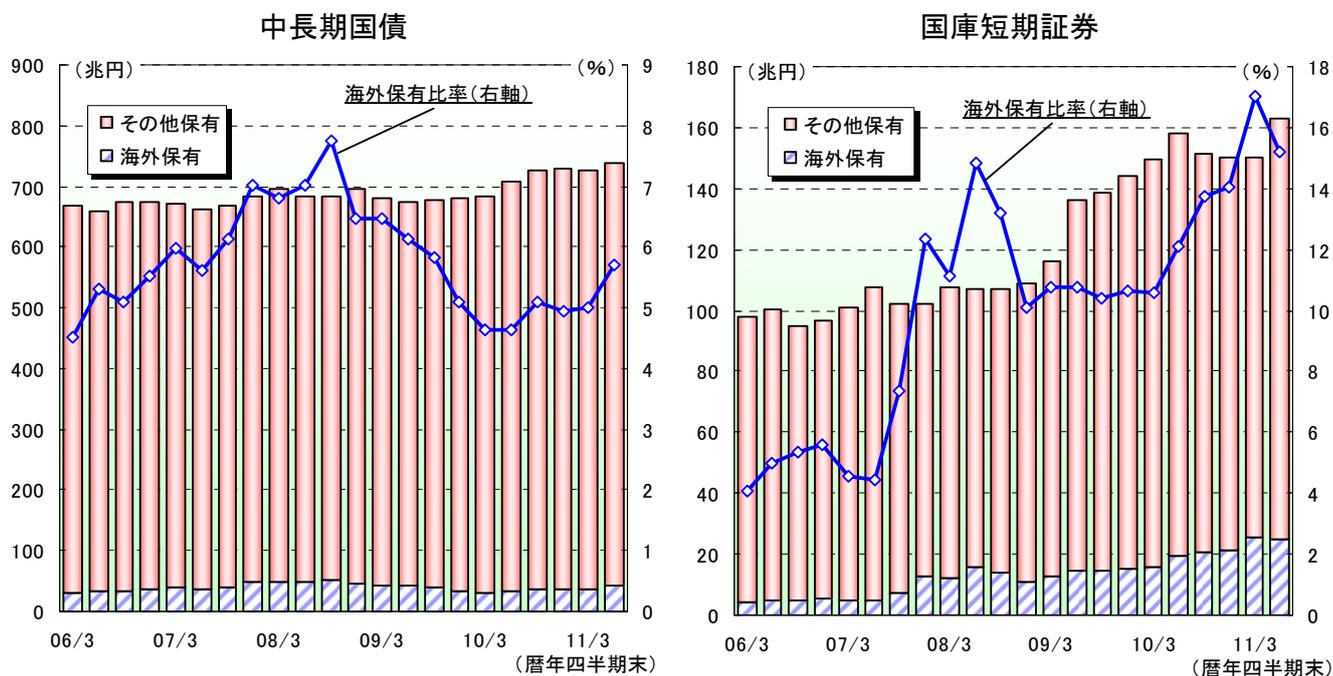
近年、サブプライム・ローン問題やリーマン・ショック、欧州債務問題等、海外発での世界的な金融の問題が、しばしば危機的な様相を示してきた。こうしたなかで、本稿は、日本の金融資産に関する海外主体の保有動向を確認し、そのインプリケーションを考察した。

### 海外主体による日本国債保有の増加

世界的に財政赤字が話題となるなかで、日本国債発行残高における海外主体の存在感が高まっている。中長期国債については、2011年6月末時点で、海外主体による保有は42.1兆円で、発行残高の5.7%となった（図表1左）。より目立つのは短期国債に相当する国庫短期証券で、同時点で24.7兆円、海外主体による保有比率は、15.2%に至っている（図表1右）。国際的な金融危機が顕在化する前の2006年6月末と比較すると、20.0兆円、10.8%ポイントの増加となる。2007年頃から海外主体の比率は高まり、ここ1年ほどは過去最高水準で推移している。

両者の合算では、66.9兆円、発行残高の7.4%が海外主体に保有されていることになる。日本の政府債務残高の全てを包含しているわけではないが、海外主体によるファイナンス額は増加傾向と言えよう。

図表1 日本国債の海外主体保有残高と海外主体の保有比率



(注) 中長期債は、「国債・財融債」。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

### 他の債券は横ばい

海外主体が保有する、国債以外の資産はどうだろうか（図表2）。国債以外の債券として、政府機関債と事業債（社債）をみると、海外主体の保有比率は、事業債でやや上昇しているものの、政府機関債については、2008年以降4%前後で大きな変動はない。海外比率がやや上昇している事業債についても、1980～90年代

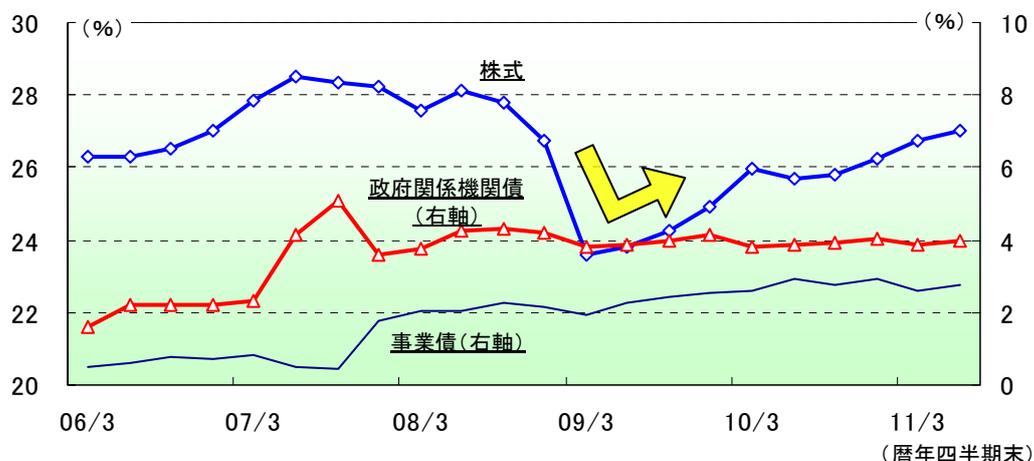
に 4~5%程度の保有比率であったことを踏まえれば、発行額が増えたとは言え、海外比率が上昇したとは言い難い。この他、地方債では海外主体の比率は 0.2%程度に留まるなど、国債以外の債券における海外比率は押しなべて低い。

#### 日本株保有は漸増

他方、株式等の保有は、2007年に半ばに海外主体による保有が 28%超に至るなど、他の資産と比べ相対的に高い水準にあった。リーマン・ショックで一時減少したが、海外比率は再び持ち直し、2009年6月以降は、再び漸増傾向である。

金融資産別の保有者別保有動向では、短期国債を中心とした本邦の国債と株式について、海外主体の存在感が高まっている様子がうかがわれる。

図表 2 政府関係機関債、事業債および株式の海外主体保有比率



(出所) 日本銀行より大和総研作成

#### 高まるアジアの存在感

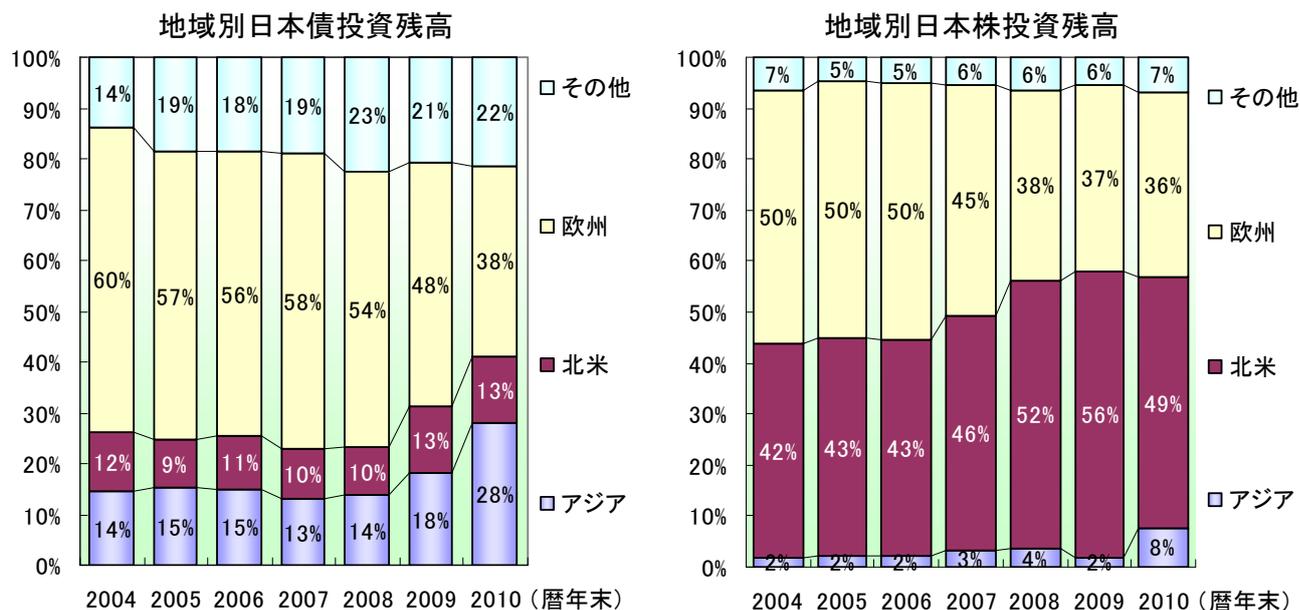
こうした対内証券投資のうち、債券投資と株式投資について、海外地域別の投資残高を確認する(図表 3)。構成比でみると、これまで債券投資は欧州、株式投資は欧州と北米が中心であった。2009年末頃からは、いずれもアジアの存在感が高まってきており、特に債券投資におけるアジアのシェア上昇は顕著である。2004年末と 2010年末の国別比較では、債券、株式ともに中国のシェアが高まった(債券+11.4%ポイント、株式+4.2%ポイント)。逆にシェアを落としたのは、債券、株式ともに英国が大きい(債券-19.3%ポイント、株式-9.3%ポイント)。

#### 国別の動向

この他、債券でシェアを高めたのはフランス、タイ、サウジアラビア等で、シェアを落としたのは、ルクセンブルク、韓国等となった。このうち、フランスは 2008 年末にかけて大幅にシェアが上昇した後、2010 年末にかけてシェアを落とすなど、金融危機の影響を受けていた様子である。株式でも、趨勢的にシェアが低下してきたのは欧州諸国で、同様に金融危機の影響があったとみられる。フランスのシェア変動は 2008 年末を境とした上昇と低下であった。2010 年末の米国のシェアは、2004 年末対比では+5.8%ポイントだが、2009 年末や 2010 年末対比では低下した。

シェア変動が目立った諸国は、投信等の投資拠点や、有力な SWF (Sovereign Wealth Fund) を備えた国等である。他では、日本株投資残高に占めるシェアで、シンガポールやサウジアラビア等が、小幅ながら年々シェアを高めている。

図表3 海外地域別にみた日本の債券投資・株式投資残高構成比



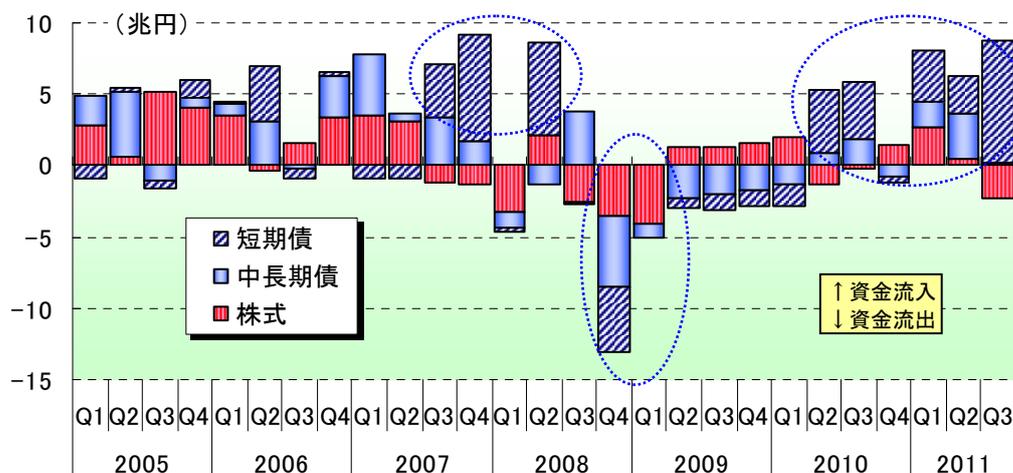
(注) 「その他」には国際機関を含む。債券は短期債と中長期債の合計。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

#### 対内証券投資フロー

最近の対内証券の資金フロー動向では（図表4）、短期債売買の動きが大きく、2011年の1-9月期は15兆円近い短期債が海外主体によって買い越された。過去を振り返ると、サブプライム・ローン問題が話題となった2007年後半以降や、「ギリシャ・ショック」として世界的に証券市場の動揺が生じた2010年Q2（4-6月期）に、短期債の買い越し幅は膨らんでいた。一方、ベア・スターンズ証券の破綻が懸念されていた2008年Q1（1-3月期）と、リーマン・ショック直後の時期は、短・中長期債、株式全てが売り越された。

図表4 対内証券投資（ネット）の動向



(注) 四半期計。指定報告機関ベース。プラスは流入、マイナスは流出を表す。

(出所) 財務省より大和総研作成

## 金融市場の動揺時は 本邦短期債にニーズ

グローバルな金融の問題によって市場が動揺している時は、短期債へのニーズが高まり、問題が危機的状況に至れば、本邦の金融資産は短期債を含めて売却されてきたと捉えられよう。とりわけ、信用リスクが懸念されているときは、価格変動リスクが小さい短期債が選好され、国庫短期証券における海外主体の保有比率上昇は、グローバルな金融問題の継続に起因している可能性がある。

## 対内直接投資の動き は鈍化

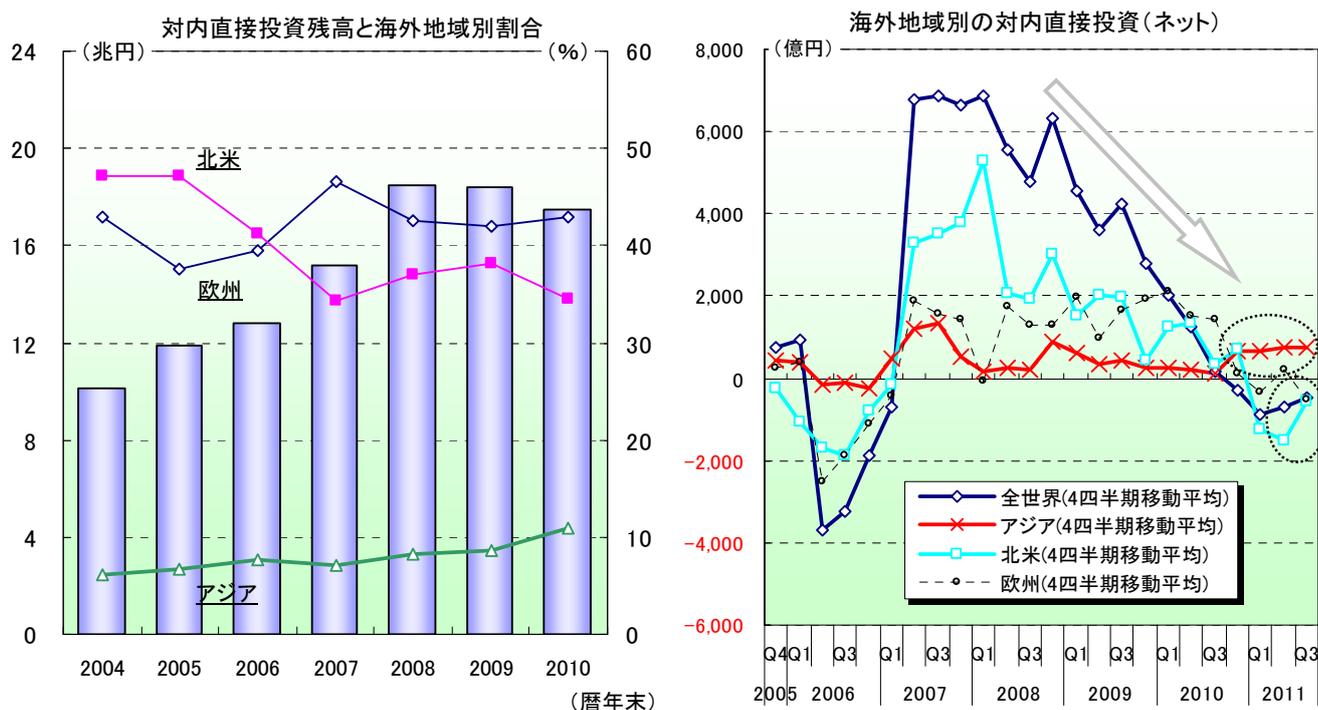
証券投資に次いで、対内直接投資の動向を確認する。対内直接投資残高はピークの2008年末には残高が18.5兆円となった(図表5左)。また、振れが激しいフローデータは、移動平均をとって均してみると、2007年第2四半期以降2010年半ばまで流入超が続いていた(図表5右)。しかし、リーマン・ショック前後から流入幅は大きく縮小し、残高も減少した。直近、2010年末の残高は17.5兆円で、2011年4-6月期の投資フローは500億円余りの流入超に転じたが、4四半期移動平均では引き続き流出超である。

## 欧米中心ながらアジア からの投資も増加

世界地域別の残高は、証券投資と同様に北米と欧州が中心で、合計80%以上を占めていた。しかし、フローベースでは、北米、欧州が投資を控える一方で、アジアは低水準ながら堅調に推移し、残高においても北米と欧州のシェアが低下し(2004年末~2010年末:合計-13%ポイント)、アジアのシェアが上昇している(同:+5%ポイント)。対内直接投資においても、アジアの台頭という対内証券投資と似た傾向がうかがわれる。

2004年末と2010年末における国別の比較では、アメリカ、フランス等が残高シェアを落とす一方で、シンガポール等のシェアが高まっている。加えて、香港からの投資残高も増加しており、今のところ、中国の存在感は小さいものの、香港を経由した実質的には中国からの投資も増加している可能性が指摘できよう。

図表5 対内直接投資の残高と投資フロー



(注) フローは四半期合計。2011年Q3は7,8月分の合計。プラスは流入、マイナスは流出を表す。

(出所) 日本銀行・財務省より大和総研作成

## フロー統計とストック統計の不一致に注意

なお、中国等、アジアからの日本向け投資が増えている模様だが、フロー統計とストック統計は必ずしも整合的ではない点には留意が必要である。

例えば、中国からの日本株投資については、フロー統計ではほぼ常にゼロであり、直接、中国から日本株投資は行われていない様子である。中国からの日本株投資残高の各年末の変化をみると、2009 年末に中国からの日本株投資残高はわずか 101 億円に過ぎなかったが、2010 年末には 3.4 兆円に増えていた。2010 年中の年間投資フローは 3 億円の買い越しであり、対内証券投資の統計が最終投資家ではなく、一部は取引者の国籍別になっている影響がありそうだ。

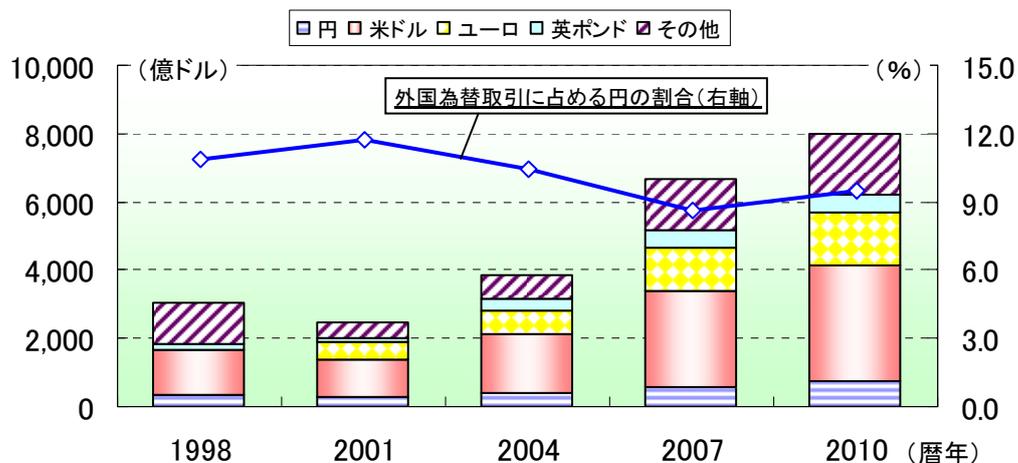
## 世界市場における「円」の存在感

以上のように、海外主体の存在感の高まりは、国庫短期証券においてより顕著である。満期が短いため、買い越し規模が膨らんだとしても、そのまま保有残高増加にはつながりにくいはずだが、残高も発行総額に占める海外主体の構成比も増加している。また、超低金利の円建て債券では、十分なリターンが得られるとは考えにくい。それでも円資産の保有が増える背景を考えるにあたり、①外国為替取引における円、②外貨準備における円、③国際債発行での円建て債、といった世界における日本円の存在感を確認する。

### ①外為取引に占める割合

外国為替取引に占める割合は（シェアは 100%換算、以下同様）、2010 年 4 月時点で、基軸通貨である米ドルが 42.4%と最も高い。次いで、ユーロが 19.5%、日本円が 9.5%と続く（図表 6）。米ドル（1998 年比：-1.0%ポイント）と日本円（1998 年比：-1.4%ポイント）はシェアを落としたが、金額ベースではともに 2001～2010 年まで増加しており、両通貨のシェアの低下は 1999 年に導入されたユーロの存在感が高まった結果であると考えられる。

図表 6 外国為替取引に占める円の取引量（一日あたり）



(注) 各年 4 月の一日あたりの平均。取引金額はペアとなる通貨に二重計上で、構成比の合計は 200%となるが 100%換算。ユーロは 1999 年発行のため、1998 年のデータはない。

(出所) BIS より大和総研作成

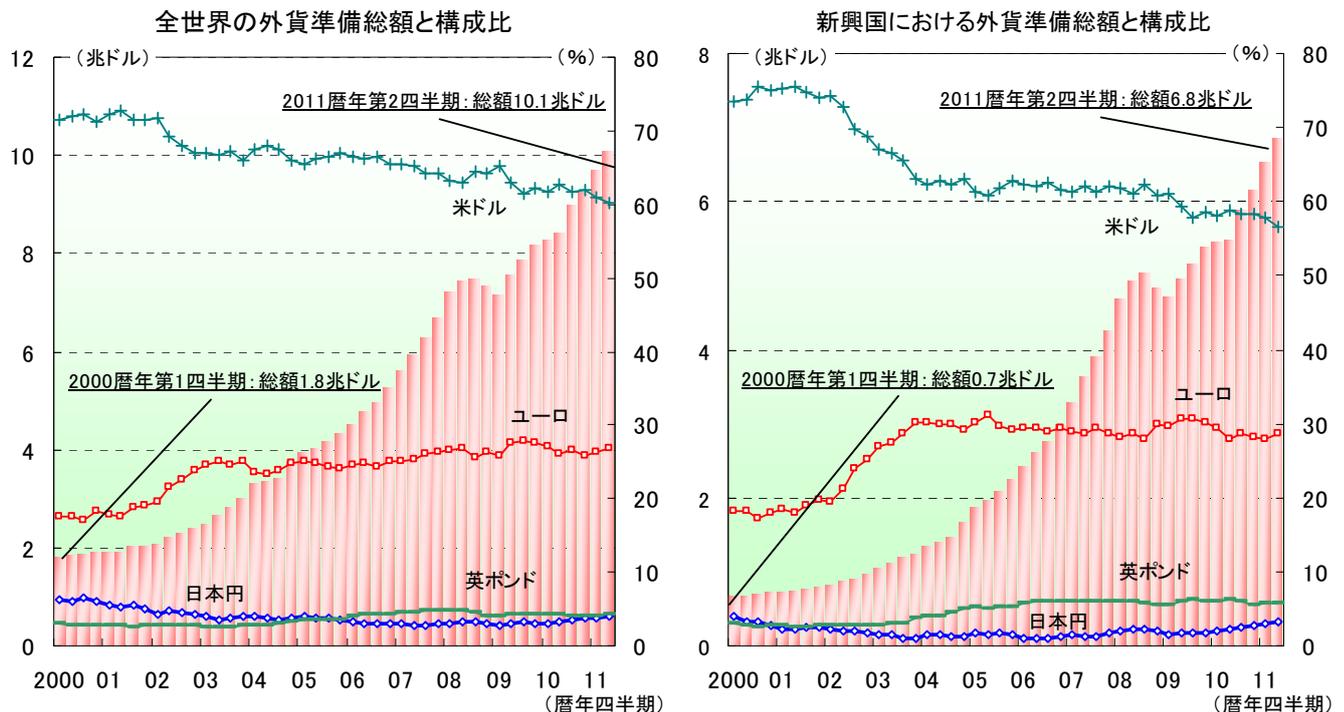
外為取引は、実需以外の取引が多分に含まれるとみられているが、原油等のコモディティの価値は主に米ドルで測られるなど、価値を表象する通貨としても、米ドルの存在が大きい。少なくとも2010年4月にかけて、円の取引シェアが高まる様子は観測されない。

## ②通貨別外貨準備構成比

外貨準備の投資対象として円債、という選択が増えている可能性がある。通貨別外貨準備構成比は、新興国保有分を中心に通貨構成が不明な部分が大きく、割り引いて考える必要があるが、2000年代のトレンドは、ユーロの登場に伴い、準備通貨として、米ドルからユーロへのシフトが生じてきていた（図表7左）。米ドルのウェイト低下は、外貨準備の増加が著しい新興国においてより顕著であり、リーマン・ショック以降に再び加速した感がある（図表7右）。

日本円は、米ドル、ユーロに続く第3の通貨であったが、2005、06年頃には英ポンドよりもウェイトが低くなるなど、準備通貨としての存在感は限られてきた。ところが、2010年初あたりから日本円のウェイトはボトムアウトし、3%程度から4%程度に上昇した。限界的な変化で、円高の進展に伴う米ドル換算の影響があるとしても、これまでの円高局面とは異なる様子である。日本国債と国庫短期証券の海外比率が上昇し始めた時期と概ね一致することから、外貨準備の一部として、日本国債の保有増につながっている可能性がある。

図表7 通貨別外貨準備構成比（全世界、新興国）



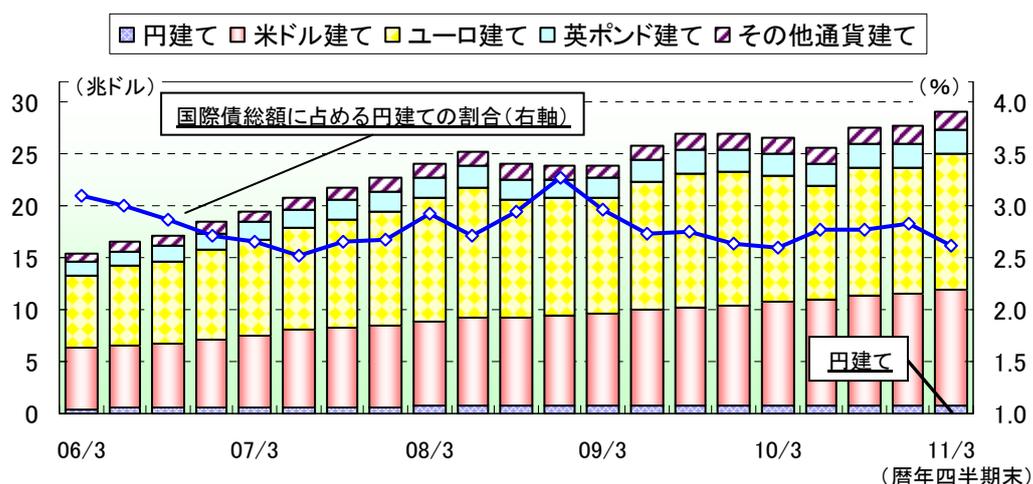
(注) 直近は2011年6月末。外貨準備総額には通貨構成不明分を含む。外貨準備の構成比は通貨構成判明分に占める割合。  
(出所) IMFより大和総研作成

## ③円建ての国際債

もう一つ考えられることは、海外における円建て債券発行が限られているため、投資資金が日本国内で発行されている国債等に向かっている可能性である。国際債発行残高は、ユーロ建てと米ドル建ての合計で8割程度を占め、主にユーロ建て債券が増加する形で、両者合計のウェイトは高まる方向性となっている（図表8）。

国際債発行残高に占める円建て債券の比率は、3%弱にとどまり、リーマン・ショック後は、むしろウェイトは低下傾向ですらある。円建て債券は日本国内での発行分が中心で、売買の流動性の高さまで考えれば、「円債といえば日本国債」と言わざるを得ないだろう。外貨準備を含め、円建て債券へのニーズが高まった場合も、日本国債以外の投資先は限られていることになる。

図表 8 国際債発行残高における円建て債券



(注) 国際債は、短期債と中長期債の合計。  
(出所) BIS より大和総研作成

世界市場における円は「その他の通貨」

外貨準備の構成等では、2000年代序盤にユーロの台頭が見られたものの、これまで米ドル建ての資産が世界の中心にあった。日本のGDPや株式時価総額等とは異なり、世界市場における日本円あるいは円建て債券は、米ドルとユーロの前では、第3あるいは第4の通貨であっても、「その他の通貨」のひとつに過ぎないと言えるだろう。

## 外貨準備等の投資先としての米ドル建て資産

外貨準備等をはじめ、基軸通貨となってきた米ドルの状況はどうだろうか。日本の外貨準備高は世界第2位でおよそ1.2兆ドル、第1位の中国は、2011年9月時点で3.2兆ドル余りまで増加した。世界の外貨準備の中心である米ドルについては、増加が続く中国の外貨準備動向が大きな影響をもたらすことは自明であろう。

中国の対米証券投資動向

中国の保有する外貨準備の内訳はわからないが、米国債券の保有残高を手がかりとする。中国の米国債保有残高をみると(図表9左)、外貨準備の増加ペースに沿って増加してきた様子が見られる。2011年8月時点の中国の米国債保有残高は1兆1,370億ドルで、国別で第1位である<sup>1</sup>。

投資の内訳では、財務省証券(米国債)と政府機関債(Agency債)中心ながら、2005年頃から社債投資が増えて、投資先の分散を進めていた可能性がある(図表

<sup>1</sup> 国別の米国債保有残高統計についての留意点は、後掲の補論参照。

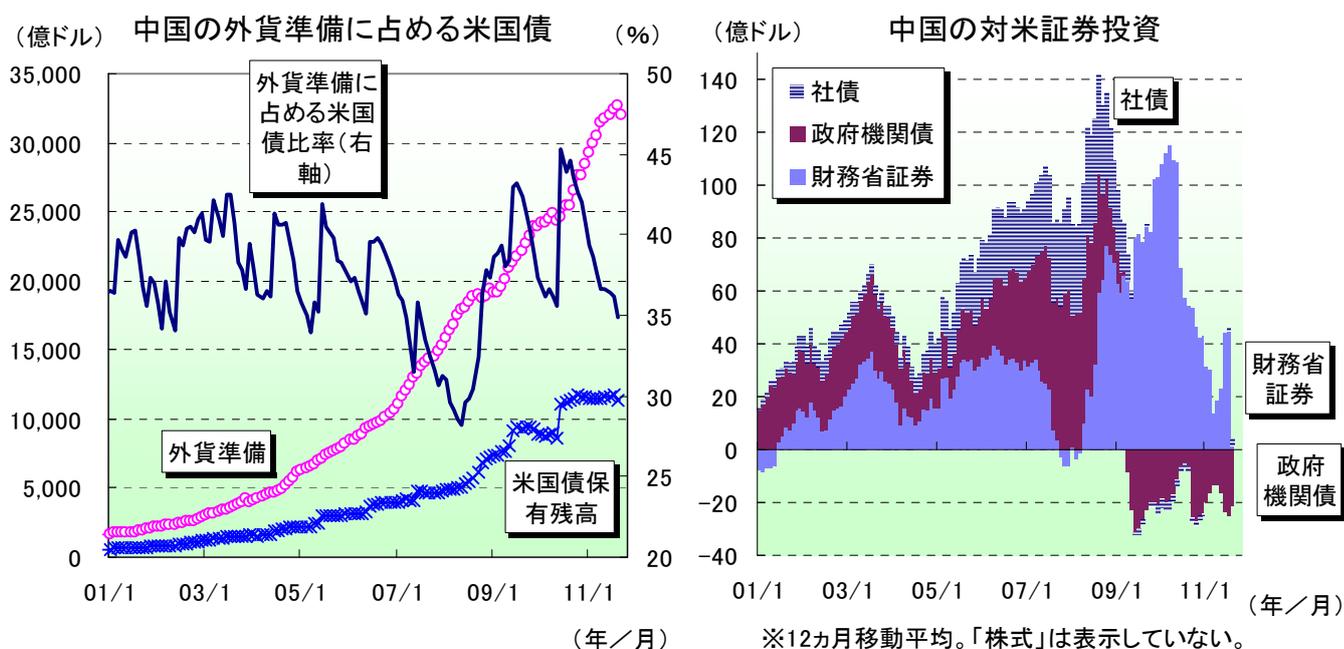
9右)。リーマン・ショック以降は、一転して投資対象を米国債に特化させた様子で、社債投資は止まり、政府機関債は売り越されていた。結果的に、外貨準備残高と米国債保有残高の比率は、リーマン・ショック前の社債投資が増加した時期を除けば、概ね4割前後で推移していた(図表9左)。

#### リーマン・ショック後は短期債選好か

また、中国の米国債保有残高と、各国当局(公的部門)の米国債保有残高の推移を比較すると、前月差の増減は極めて似通っている。各国当局の米国債保有残高には、中国の米国債投資のスタンスがある程度現れている可能性がある。各国当局による米国債保有を短期債と中長期債に分けると、リーマン・ショック直後は短期債を増やし、しばらくして再び中長期債にシフトしてきていた。

リーマン・ショックを境に投資行動が国債でかつ短期債、という相対的に低リスクの資産保有を増やしていた様子である。だが、長期的な傾向としては、米国債保有を一辺倒に増やすのではなく、外貨準備保有の分散を志向していると考えられる。

図表9 中国の外貨準備の分散可能性



(出所) 米国財務省、IMF より大和総研作成

#### 欧州国債等への投資も外貨準備分散か

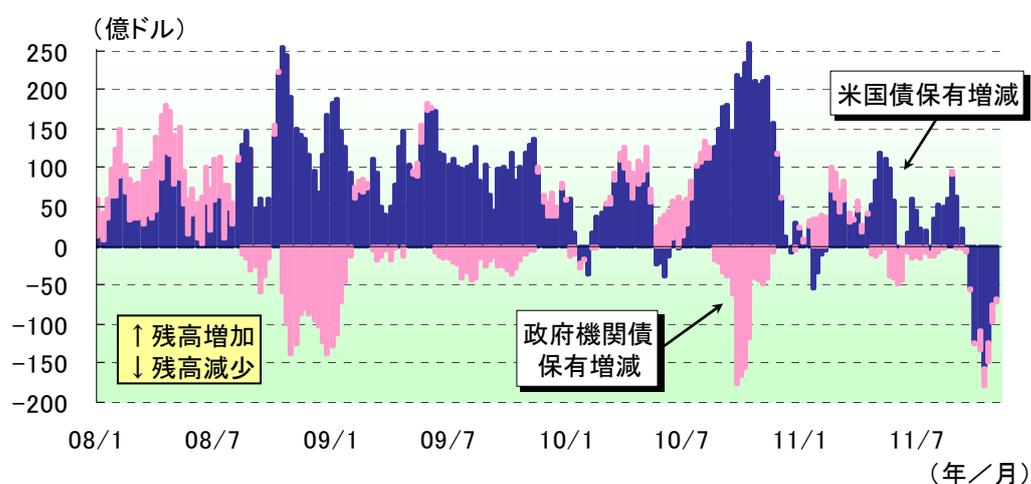
報道等によれば、中国は財政問題に揺れる南欧諸国等の国債へ投資を行っていると言われるが、各国の民間銀行による対南欧向けの与信では、フランス等の欧州諸国が中心で中国の存在感はない<sup>2</sup>。中国の欧州諸国の国債投資は、外貨準備等の公的部門による投資が行われている可能性があるだろう。だとすれば、これも外貨準備の分散の一環かもしれない。欧州の国債を保有する他の動機としては、低水準にあるユーロの通貨価値および国債価格が将来上昇する期待、という利潤動機や、対欧州諸国向けの交渉時のカードとして、ということも挙げられる。

<sup>2</sup> 大和総研調査本部「【特別レポート】欧州金融財政危機と世界経済(2011/10/19)」参照。

足もとでは各国当局は米国債を売り越し

足もとでは、海外通貨当局による米国債と政府機関債（GSE<sup>3</sup>保証債とGSE債）の保有額は、2011年9月頃から減少してきている（図表10）。米国の金利低下に伴う利益確定売りや、8月の株価急落時に米国債の保有残高が増加した反動、あるいは9月は米ドルが実効レートで上昇（増価）し、新興国等における米ドル売り・自国通貨買いの為替介入が行われたとみられ、介入に伴う米国債売却等が理由だとすれば、一過性の出来事となろう。だが、リーマン・ショック時と異なり、米国債と政府機関債の保有が同時に減少しており、ドル離れによる米国債の保有残高压縮であれば、米国金利の上昇や、日本の金融資産保有増につながり得るだろう。確認には時間が必要だろうが、ドルとユーロを中心とした世界の金融取引が、大きな構造転換の端緒にある可能性は否定し得ない。

図表10 各国当局が保有する米国債と政府機関債（前週差増減）



(注) 週次。債券保有増減は前週差増減の4週移動平均。  
(出所) FRBより大和総研作成

## 円建て資産保有増に向けた構造転換の端緒にあるか

地域別に見た日本への投資残高でアジアの存在感が大きくなってきており、一方で、外貨準備等での米ドル建て資産へのニーズは低下している様子が見受けられる。特に、欧州債務問題が金融危機に転じる懸念が高まるもとでも、米国債への資金シフトは生じず、むしろ世界的な金融危機が生じる以前から続いてきた日本の国庫短期証券等への資金シフトが増した感がある。

円は避難通貨だった可能性

これまでも外貨準備の対象資産や国際債発行でドルからユーロへのシフトがあったが、欧州の債務問題が危機的状況を呈する状況では、ドル離れが起きるとしてもユーロを嗜好しにくい。一時的な避難通貨として日本円が選択され、国庫短期証券の保有が増えた可能性が考えられるだろう。

政府債務残高と対外純資産

一方で、やや長期な観点で円建て資産が選択された可能性もある。すなわち、財政収支の赤字・黒字よりも対外純資産のプラス・マイナスや、その背景である

<sup>3</sup> Government Sponsored Enterprises。「政府援助法人」、「政府支援機関」等と訳される。住宅金融機関である連邦住宅抵当金庫（ファニー・メイ）、連邦住宅貸付抵当公社（フレディ・マック）など。

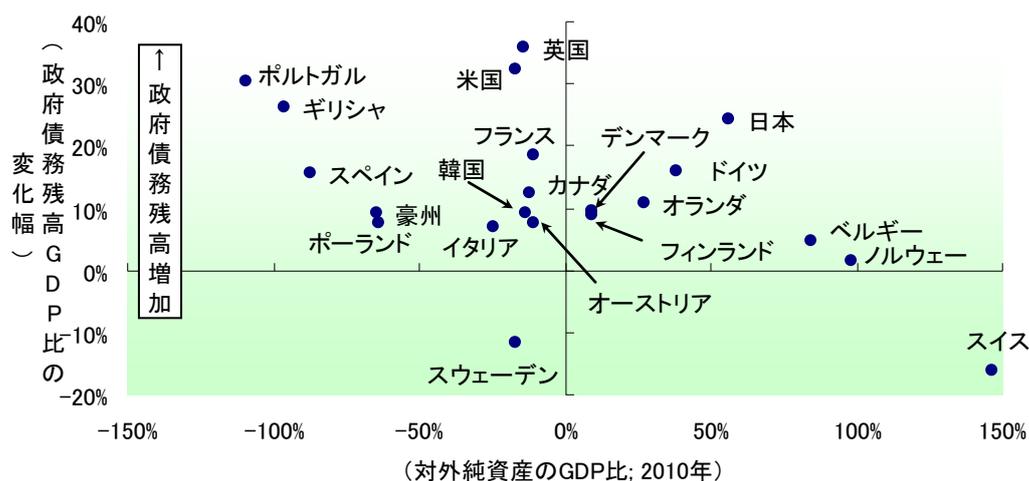
経常収支の赤字・黒字等が意識された可能性を指摘したい。

図表 11 の縦軸は、世界的な金融危機が生じる前からの政府債務残高の積み上がりを、2005 年と 2010 年の名目 GDP 比の変化幅としてみている。リーマン・ショック以降の歳出拡大もあって、多くの国が政府債務残高を積み上げたことがわかる。図表内左上の第 2 象限に、欧州債務問題で話題になった諸国が位置する。横軸は、2010 年末の対外純資産残高の名目 GDP 比である。ギリシャ等は対外純債務国であり、海外投資の引き上げに脆弱である様子うかがわれる。半面、同図表内右上の第 1 象限に目を転じると、似たような政府債務の積み上がり幅であっても、多くの対外純資産を有する国では、財政問題は大きな話題にはなっていない。

ユーロ圏以外では、ノルウェー、スイス、日本

対外純資産がプラスの国のうち、ノルウェーは経済規模が小さく、資源国という事情がある。ユーロ圏のドイツ等を除くと、スイスと日本が残ることになる。特に対外純資産が大幅プラスで、政府債務残高を減少させたスイスでは、スイス・フランへのニーズが高まり、中央銀行であるスイス国立銀行が外国為替レートをターゲットとして無制限介入を宣言するに至った。

図表 11 2005 年→2010 年の政府債務の増加と 2010 年の対外純資産（名目 GDP 比）



(注) 政府債務残高 GDP 比の変化幅は、2005 年末と 2010 年末の政府債務残高名目 GDP 比の変化幅。対外純資産の GDP 比は 2010 年末の対外純資産残高を 2010 年の名目 GDP で除して算出。OECD 加盟国で 2010 年末の対外純資産残高 GDP 比が上位の国のうち、ポルトガルより名目 GDP (2010 年の米ドルベース) が大きい国を表示している。

(出所) IMF、OECD より大和総研作成

こうした対外純資産がプラスの国の通貨建て資産を保有するためには、条件があると考えられ、①当該通貨建て資産（負債）の存在、②通貨の「価値保存機能」、③将来の財政状況の好転期待、の 3 点からは、日本円という選択肢が浮上することを指摘する。

①当該通貨建ての資産（負債）があるか

まず、当該通貨で資産を保有するためには、国債等の当該通貨建ての負債が、売買が容易に可能になるほど豊富に存在しなければならない（金融資産は誰かの金融負債であり、両者はバランスする）。日本では債券発行が国債に集中し、日本国債は売買に際して高い流動性があると言えよう。短期債を含め、約 900 兆円の発行残高があり、新規発行分を購入する余地も十分にある。スイスの国債発行残高は約 8 兆円に留まるうえに財政黒字で国債増発の必要性は乏しい。米国では、

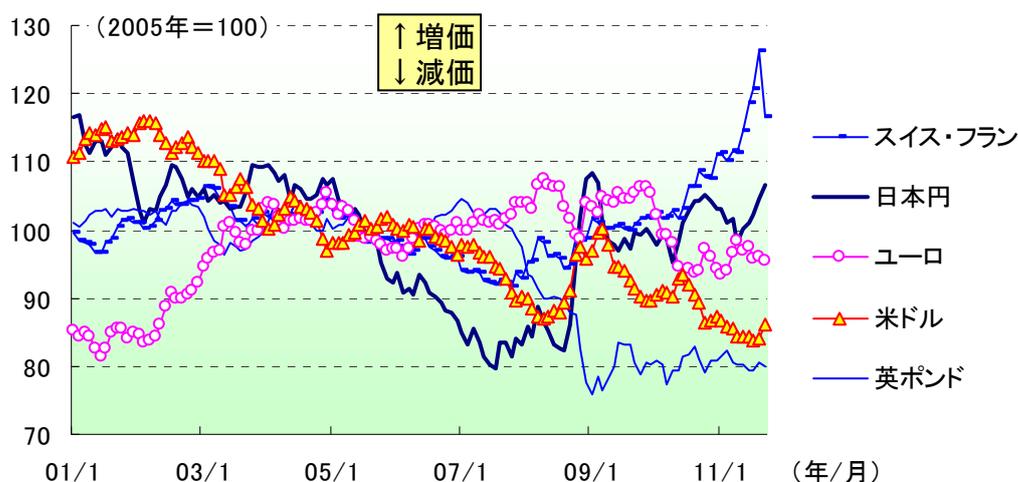
政治的に財政赤字拡大の許容度も低く、国債の増発は手控えられる方向にあるとみられる。また、政府機関債が発行額において米国債を上回っているが、住宅価格の下落や GSE 改革が不透明で、政府機関債そのものの先行きにやや不透明感がある。

新興国通貨については、経済が拡大し通貨取引の国際化が進展しているとしても資本取引が自由であるかどうかのほかに、当該国通貨建て資産の売買が容易かどうかを踏まえると、新興国の通貨建て資産（負債）の利用可能性は未だ高いとは言えないだろう。

## ②通貨の「価値保存機能」

次に、通貨の「価値保存機能」という観点からは、対外債権国の通貨価値の安定性が指摘できよう。BIS の実質実効為替レート（Broad 指数）では、米ドルは下落（減価）トレンド、ユーロは外貨準備の組入れ比率が上昇した 2003 年頃にかけては上昇したものの、その後は横ばい推移となり、債務問題が顕在化してからは、下落している（図表 12）。英ポンドも下落傾向で、価値の保存機能としては必ずしも十分ではなかったと言えよう。スイス・フランは価格上昇傾向で変動幅も小さく、これらの通貨のなかでは、最も価値保存機能がありそうだ。日本円は下落と上昇を繰り返し振幅が大きいですが、長期的には横ばいに近い。スイス・フラン建ての資産保有が困難であれば、その次が日本円、ということになるだろう。

図表 12 実質実効為替レート



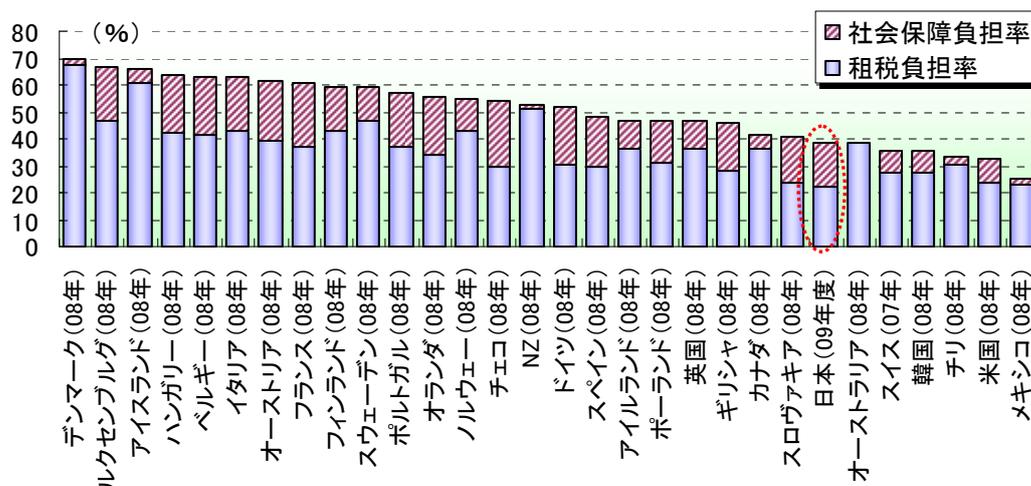
(注) 月次。58 カ国を対象とした Broad 指数。2005 年平均を 100 とした指数。

(出所) BIS より大和総研作成

## ③今後の国民負担率

3 点目は、将来の財政状況が好転するという期待である。当該通貨建て資産（負債）が潤沢だとしても、財政が破綻に向かうようでは心もとない。国民負担率が相対的に低い日本では、増税等の余地があると考えられ（図表 13）、財政状況の好転に向けた「潜在能力」があると言える。これまで、日本の政治家は増税に慎重なスタンスが主流だったとみられるが、2009 年の民主党政権の成立以降、消費税率の引き上げが議論の俎上に載り、野田首相が将来の消費税率の引き上げを 11 月のカンヌ・サミットで明言するに至った。今後、表明された消費税率の引き上げで財政状況がどれだけ改善するかは不明ながら、日本において、国民負担率を引き上げる「意志」が示されたことになる。海外において、日本の財政状況が好転に向かうという期待が抱かれるようになったのかもしれない。

図表 13 国民負担率（対国民所得比）の国際比較



(注) OECD 加盟国 34 カ国中 30 カ国の実績値。日本と米国は一般政府から社会保障基金を除いたベース、その他の国は一般政府ベース。

(出所) 財務省（原典は内閣府、OECD）より大和総研作成

## 海外主体による円債保有増のインプリケーション

欧州の債務問題が容易には解決しがたいとすれば、外貨準備等の他通貨シフトが継続する可能性につながる。海外主体による日本国債保有の増加が続く場合のインプリケーションとして、3点を以下に挙げる。①海外貯蓄の利用、②国債管理政策にプラスとマイナスの影響、③円を利用した取引の拡大。

### ①海外貯蓄の利用

財政赤字の拡大が見込まれている日本において、海外主体の日本国債等の保有増は、新たな財政ファイナンスの経路が得られることになる。海外の貯蓄が利用できることで、国債発行増によって民間企業等の資金調達が困難になるクレジット・クランチのリスクが低減することになる。

円建て資産へのニーズが高まることは円高圧力となるかもしれないが、それは同時に海外の外貨建て資産を購入する機会でもある。海外の貯蓄を利用して、低金利のコストを支払い、逆にリターンが高い投資を海外へ求めることも可能だと言える。将来の所得収支受取の拡大に向けた好機と捉えるべきだろう。

### ②国債管理政策

国債管理政策上も、海外主体の保有増は、少なくとも短期的にはプラスと考えられる。国債保有は国内金融機関中心で、売買が一方向に偏るリスクがある。保有主体の分散が進めば、一方向の売買に偏るリスクの軽減が期待できることになる。もっとも、日本の財政状況の好転期待が縮小してしまう場合は、最終投資家が円建てで生活する国内機関投資家等よりも、海外主体の方がリスクプレミアムをより強く求め、金利上昇につながることも考えられよう。さらに、投資期間が短い（逃げ足の速い）海外の資金が大きく増えれば、通貨危機のような事態においては、国内金融システムの不安定化要因になることもあり得る。適切なデット・マネジメントが求められよう。

### ③円建て取引の拡大

日本円の取引量はまだ拡大の余地があり、日本国債の保有者が海外に増えると、

必然的に日本国債を利用した取引が増える可能性が高まる。円建て債券の起債やレポ取引の増加等が考えられる。貿易通貨別取引においても、日本円での決済比率が上昇することになれば、為替レートの変動が企業収益に与える影響を小さくできることが期待できよう。

また、海外主体が保有する円建て資産の一部を用いて、日本向けの直接投資を増やすこともあり得る。中国や産油国等からの日本向け投資はすでに増加しつつあるとみられるが、今後は、これらの諸国の経常黒字拡大が予想されていることから、外貨準備の分散対象としての円建て債券のみならず、よりアクティブな株式投資、直接投資等が増える可能性も想定しておくべきだろう。

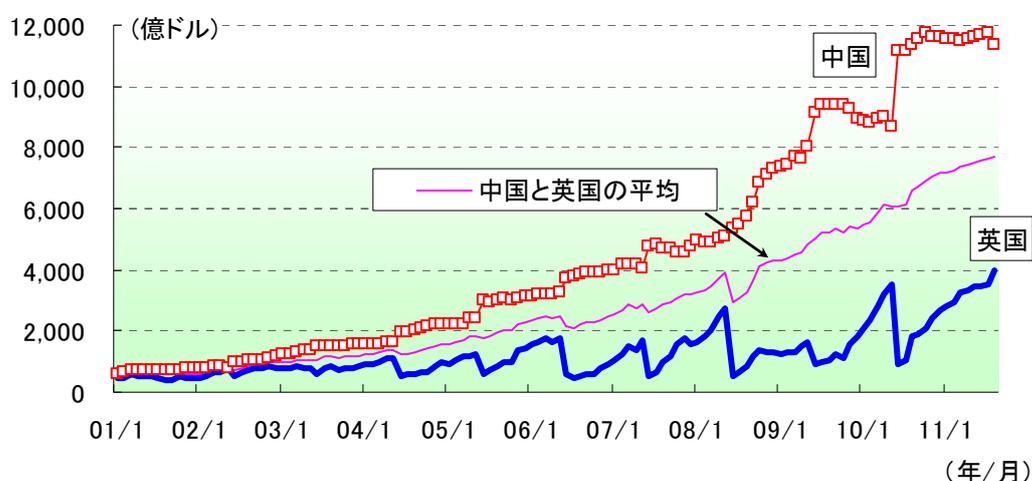
### <補論：米国債保有残高の国別統計での留意点>

中国の米国債保有残高は1兆1,370億ドルで、国別でトップであるが（2011年8月）、米財務省による国別の米国債保有残高のデータは、どこからの投資なのか曖昧になっている点には留意しなければならない。

中国による米国債投資残高は、しばしば非連続的な変化があるが、英国も同様であり、中国の米国債保有残高が急増する場合は、英国の保有残高が急減するなど対称的な推移となっている（補図表）。このため、中国の米国債投資は、日々の売買は英国経由になっている可能性がある。米財務省の統計（Treasury International Capital System）は、毎年6月に詳細な調査を行い、他の月は推計による延長が行われている。このため、6月の調査で英国とされていた値が、中国にカウントしなおされている可能性がある。2011年8月も、中国の米国債保有が急減（401億ドル減）したが、同月は英国による保有が424億ドル増加したことに留意すべきだろう。

日本向けの投資についても、中国からの投資が増えるとしても、統計上は中国からの投資としてカウントされているとは限らないだろう。フロー統計とストック統計が一致しない背景の一つと考えられる。

補図表 中国と英国の米国債保有残高



(注) 短期債を含まない。

(出所) 米財務省より大和総研作成