

なんでも
アナリストの
つぶやき

国債のテールリスクの本質についての一考

ワールド ゴールド カウンシル日本代表
埼玉学園大学大学院 客員教授

森田隆大

ア ベノミクス効果で株価が上昇する一方で、政府債務が1000兆円を超え、国債の信頼性(テールリスク)に対する議論も市場で積極的に行われるようになった。しかしながら、リスクの本質が必ずしも十分に認識されていないと感じることも多い。国債のテールリスク(価格暴落・金利急騰)が発生する根源的な理由はどこにあるのか、今一度整理してみたい。

国の信用力を判断する要因として、格付会社を含めて多くの投資家が挙げているのは、一人あたりの国内総生産額、財政収支、実質経済成長率、インフレーション率、債務残高、対外債務などである。日本はこれら指標のいくつかに於いて、継続して悪化が見られ、他の先進国に比べて大きく劣っている。政府負債はGDPの220%を超え、先進国の中では最悪の数値である。欧州債務問題で注目されるイタリアの130%と比較してもその高さが目立つ。

政府が責任を負う可能性の高い債務、例えば地方公共団体・財投機関の負債や年金・保険な

どの社会コストも含めれば、調整後の日本の負債比率は他国に比べ相対的にさらに悪くなる。信用力指標が悪化する傾向にもあるにもかかわらず、(日銀のゼロ金利政策導入前においても)国債利回りは長期的に上昇しておらず、むしろ低下している。なぜか?

自国債券の選好志向が強い投資家にとって、信用力指標が低下しても国債は信用リスクが一番低い投資先と見なされ、国内市場における国債の相対的な魅力はさほど変わらない。また、経済・財政状態の悪化が信用力低下の背景となっている場合、投資家は金融・証券・通貨・信用市場への影響を懸念して、質への逃避先として国債を選択する傾向がある。

そのため、国債の信用力低下が逆に国債に対する投資家の需要を高め、金利を押し下げる状況を生む。したがって、国債の金利が低下しても信用リスクが上昇している場合があり、90%以上が国内で消化される日本国債は、このような状況にある。国内に資金の出し手があるから

国債の信用力は問題ないという単純な議論は、リスクの本質を捉えていない。当然のことながら、日銀の量的緩和政策による長期国債の購入も、国債の基礎信用力(ファンダメンタルズ)を改善する解決策ではない。

日本の経済・財政指標が長期間にわたって悪化するなか、国債選好志向がこの間変化していないと仮定しても、国の信用力は国内投資家のリスク許容度限界により近づいていることは間違いない。日本の投資家のリスク許容量の範囲がどこまで、その国債選好志向がいつまで続くのか、極めて予想が困難かつ定性的な判断である。日本国債の最大の不安要因、すなわちテールリスクが発生しうる本質的要因がここにある。

国内投資家のリスク許容度・国債選好志向の変化、およびその兆候を感知できる能力に長けているのは、格付会社やエコノミスト・アナリストなどの市場関係者より国内投資家自身である。自己判断・自己責任意識が、投資家に強く求められる。

⑨

もりた・たかひろ
ワールド ゴールド カウンシル日本代表。ファースト・シカゴ銀行を経て、1990年にムーディーズに入社。格付委員会議長、事業会社格付部門責任者を歴任。2011年より現職。著書に『格付けの深層』など。埼玉学園大学大学院客員教授を兼任。