

今月の金融マーケット

債券市場が抱える「2008年問題」の意外な解決

経済調査部 熊野 英生



「2008年問題」とは

平成 17 年度の政府予算案で驚かされたのは、国債発行計画である。急増しはじめた借換債の増加（対前年度当初予算比 + 19.4 兆円）の問題が、日銀の償還延期によってほとんど解決してしまったからだ。折りから債券市場では、平成 17 年度から平成 20 年度（= 2008 年度）にかけて、過去の経済対策のために資金調達されていた長期国債が大量に償還を迎え、その借り換え分が増えることを懸念する人が多かった。具体的な数字で示すと、借換債発行額は平成 16 年度 84.5 兆円から平成 17 年度 103.8 兆円、平成 18 年度 114.5 兆円、平成 19 年度 126.8 兆円、平成 20 年度 134.4 兆円へと増えていく。僅か 4 年間で、借換債発行が 1.6 倍にも膨らむ計算だ。もちろん、借換債の増加は、今まで国債を保有していた運用主体がそのまま国債を再購入すれば問題ないのだが、運用主体が資金運用を別のものに切り替える可能性があるため、債券市場の波乱要因として恐れられていた。債券市場では、平成 20 年度にかけての需給悪化懸念を「2008 年問題」と呼んで、国債発行額のうち、どのくらいが民間部門による市中消化の増加に跳ね返ってくるかという点に関心が集まっていた。

日銀の国債償還延長

こうした中、平成 17 年度の国債発行計画は、大量償還時代の初年度ということで、ひととき注目が高かった。平成 17 年度の計画では、借換債は + 19.4 兆円増えるのに対し、財政赤字の縮小が寄与するかたちで新規発行額の減少する効果（2.2 兆円）と、個人向けの消化分（個人向け国債 + 郵便貯金窓販）の効果（2.5 兆円）によって、4.7 兆円の吸収が見込まれるが、それでも市中消化額は依然として + 14.7 兆円（+ 19.4 兆円 - 4.7 兆円）も膨らんでしまう可能性があった。

そこで登場したのが日銀だった。通常、日銀が保有する長期国債は、償還期が到来した部分について現金償還するというルールがある。現金償還とは、償還が来た国債の返金を現金で受け取るということである。しかし、日銀は、昨年 12 月 20 日に、現金償還される部分を再び 1 年間の短期国債で借り換え、1 年間だけ現金償還を延期すると発表した。このインパクトは、市中消化額を 9.8 兆円も吸収するので、残っていた市中消化額は一気に + 14.7 兆円から約 + 5 兆円まで少なくなった（正確には市中消化額の増加は他の要因を併せると + 5.1 兆円）。

おそらく、日銀は再来年度（平成 18 年度）以降も、同じように償還期が到来した長期国債の償還延期を行って、心配されていた借換債の増加分を吸収していくであろう。これは、意外なかたちでの「2008 年問題」の解決を示唆している。長期金利が 12 月末から安定している背景には、この影響も加わっているのかもしれない。ただ、うがった見方をすれば、日銀は政府に対して、国債管理政策に協力することで「貸し」をつくり、量的緩和解除に対する自由度を確保したとも考えられる。政府と日銀の間で行われている「見えない国債管理政策」は非常にミステリアスである。

くまの ひでお（主席エコノミスト）