

日本の国債保有構造の現状

——非居住者（外国人）を中心に——

勝 田 佳 裕

(受付 2014年 5月 30日)

1. はじめに

本稿は、2013年12月末時点における日本の国債保有構造の現状を、日本銀行が公表している資金循環統計と国際収支統計のデータから非居住者（外国人）¹⁾を中心に検討し、非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにすることを目的とする。なぜ非居住者（外国人）の内訳を明らかにする必要があるのか。一口に非居住者（外国人）と言っても、出身地域及び出身国は異なる。そして、出身地域及び出身国によって、日本国債に対する保有動機がそれぞれ異なることが考えられる。日本国債に対する保有動機が出身地域及び出身国によってそれぞれ異なるということになれば、非居住者（外国人）を1つの投資主体として扱うことには問題が生じるということになる。筆者は今後、非居住者（外国人）が日本の国債市場に与える影響を分析しようと考えている。その前段階として、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにすることが必要であると考えられる。

2013年12月末現在、日本は多額の国債残高を抱えている。そのため、国債を安定的に消化する必要性が生じている。国債の安定消化のためには、国債管理政策が重要となる。国債管理政策の主目的は、ファイナンスコス

1) 非居住者を表す言葉には、海外部門、外国人投資家、海外投資家等があるが、本稿では「非居住者（外国人）」で統一し、海外部門、外国人投資家、海外投資家等と同義とする。

トの最小化とリスクの抑制である。ファイナンスコストの最小化とリスクの抑制を図るための1つの方策は、幅広い投資家に日本国債を保有してもらうことである。幅広い投資家には何が該当するかと言えば、これまで日本の国債保有構造における割合が高くなかった家計（個人）と非居住者（外国人）が挙げられる。家計（個人）や非居住者（外国人）による日本国債の保有は、日本国債の安定消化に寄与するものと考えられる。

日本の国債保有構造については、従来から公的部門による保有割合が高いということが言われてきた。1999年2月に日本銀行がゼロ金利政策を採用して以降は、銀行等の金融機関による保有割合が高いということが言われている。日本の国債保有構造における銀行等の割合が高いという事実に対しては、何らかの理由で国債市場の状況が変化した場合、市場参加者の取引が一方向に流れがちな傾向にあるという心配の声もある。そこで財務省は、長期安定的な投資家である保険会社・年金基金等や、銀行等の金融機関とは売買行動が異なる家計（個人）や非居住者（外国人）による日本国債の保有促進に取り組み、国債保有者層の多様化を図っている²⁾。家計（個人）による日本国債の保有も非常に重要な論点であるが、本稿では、非居住者（外国人）による日本国債の保有を中心に検討する。

先に、1999年2月に日本銀行がゼロ金利政策を採用して以降、銀行等の金融機関による日本国債の保有割合が高いということが言われていると述べたが、本稿でも明らかにするように、2010年末以降、日本の国債保有構造における銀行等の割合は低下している。2012年末から2013年末にかけて、日本の国債保有構造における銀行等の割合の低下は顕著である。この理由の1つは、2013年4月に採用された「量的・質的金融緩和」政策の導入である。「量的・質的金融緩和」政策の導入によって将来の金利上昇（国債価格下落）が予想され、都市銀行を中心に特に長期国債の保有残高を減少させたものと考えられる。「量的・質的金融緩和」政策導入後、銀行等に代

2) 財務省理財局『債務管理レポート2011』, 25頁

わって、日本の国債保有構造における中央銀行（日本銀行）の割合が急上昇している。

日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合については、世界金融危機及び欧州債務危機以降、非居住者（外国人）のリスク回避的な投資行動を受け、徐々にではあるが高まってきていることが指摘されている。そして、それは今後さらに進むと予想されている。国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高まることのメリットは、財務省が意図しているように、日本国債の保有者層が広がることによるファイナンスコスト及びリスクの抑制である。しかしながら、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高まることにはデメリットもある。一般的に、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高い場合、当該国の長期国債利回りの変動性が高くなりやすいとされる。当該国の長期国債利回りの変動性が高くなれば、長期国債利回りの上昇局面では当該国の財政利払い費負担が増加することが考えられる。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合がどの程度の速さで上昇するのか現段階ではわからないが、起こりうる状況に備え、どのような世界経済情勢の時に、どの地域・国の非居住者（外国人）が、どの年限の日本国債の保有を増加あるいは減少させているのかを分析しておくことは意味のあることではないだろうか。それゆえ本稿は、2013年12月時点における日本の国債保有構造の現状を、日本銀行が公表している資金循環統計と国際収支統計のデータから非居住者（外国人）を中心に検討し、非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにすることを目的とするのである。

本稿の構成は次の通りである。まず、先行研究について述べる。その上で、本稿の位置付けを確認する。次に、日本の国債保有構造をデータ面から検討する。具体的には、非居住者（外国人）を中心に、投資主体別の日本国債保有残高と保有割合を検討する。その後、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握す

る。最後に、本稿の分析結果を踏まえ、まとめと結論を述べる。

2. 先行研究と本稿の位置付け

国債保有構造に関する研究としては、日本の国債保有構造に関する研究の他に、アメリカの国債保有構造に関する研究、イギリスの国債保有構造に関する研究、ヨーロッパ諸国の国債保有構造に関する研究があるが、ここでは日本の国債保有構造に関する研究のみを取り上げる。

日本の国債保有構造に関する研究は、比較的多くなされている。特に、日本の国債保有構造を銀行部門や公的部門に焦点を当てて分析した研究が比較的多い。しかしながら、日本の国債保有構造を非居住者（外国人）に焦点を当てて分析した研究は、筆者の知る限りではあまりない。ただし、日本の国債保有構造を銀行部門や公的部門に焦点を当てて分析した研究の中で、非居住者（外国人）による日本国債の保有が全く言及されていないわけではない。非居住者（外国人）による日本国債の保有について言及している研究として、中島 [2009]³⁾、岩井 [2009]⁴⁾、代田 [2013]⁵⁾ が挙げられる。

中島 [2009] は、分析データとして日本銀行が公表している資金循環統計（四半期、ストック）を使用し、2001年第4四半期から2008年第3四半期における日本の国債保有構造を、公的部門による国債保有と問題点に焦点を当てて分析している。中島 [2009] での日本の国債保有構造に関する論点は、日本銀行が保有する国債に関する点、公的部門が保有する国債に関する点、家計部門と非居住者（外国人）が保有する国債に関する点、の3点である。中島 [2009] は、日本の国債保有構造における非居住者（外

3) 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月

4) 岩井宣章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月

5) 代田 純「ユーロの動向と海外投資家の対日投資」、『証券レビュー』第53巻第12号、日本証券経済研究所、2013年12月

国人)の割合について、2004年第4四半期以前は低下傾向であり、2004年第4四半期以降は上昇傾向であることを明らかにしている。前者の理由として、日本国債の利回りが低下したこと、日本国債の信用リスクが増大したこと、の2点を挙げている。また、後者の理由として、日本国債に対する信用が回復したこと、非居住者(外国人)が保有する国債利子に関する税制度が変更されたこと、サブプライム問題以降に非居住者(外国人)の投資の質が変化したこと、の3点を挙げている⁶⁾。

岩井[2009]は、2004年度から2007年度までの日本の国債流通市場における非居住者(外国人)の売買動向を主に分析しているが、同期間中の非居住者(外国人)による日本国債の保有状況を、国庫短期証券を除く国債と国庫短期証券に分けて分析している。岩井[2009]が使用しているデータは、日本証券業協会が公表している「国債投資家別売買高」と日本銀行が公表している「資金循環統計」である。岩井[2009]での非居住者(外国人)による日本国債の保有状況に関する分析手法は、2004年度以降の非居住者(外国人)による日本の国債流通市場での常態的な国債の買い越しが、非居住者(外国人)による日本国債の保有状況にどう反映されているかを把握するというものである。岩井[2009]は、国庫短期証券を除く国債については、非居住者(外国人)による日本国債(国庫短期証券を除く)の買い越しの影響が、非居住者(外国人)による日本国債(国庫短期証券を除く)の保有状況にも一定程度反映されていると言えるとしており、国庫短期証券については、非居住者(外国人)による国庫短期証券の買い越しが、非居住者(外国人)による国庫短期証券の保有状況に影響を与えているという関係性が見出しにくいとしている⁷⁾。

代田[2013]における議論は大きく2つあり、1つはユーロの動向の分析であり、もう1つは非居住者(外国人)と日本の証券市場の分析である。ユーロの動向については、ドイツ及びギリシャとキプロスの動向を中心に

6) 中島[2009], 16-18頁参照

7) 岩井[2009], 30-31頁参照

分析している。非居住者（外国人）と日本の証券市場については、日本の株式市場（現物及び先物）における非居住者（外国人）の動向と、国債市場（こちらも現物及び先物）における非居住者（外国人）の動向を中心に分析している。その中で、2004年3月から2012年12月における日本の国債保有構造を財務省が公表している債務管理レポートのデータを用いて分析しており、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の保有割合についても言及している。代田 [2013] での日本の国債保有構造に関する指摘は、民間銀行等による国債の保有割合が2011年以降ピークを越えていること、日本銀行による国債の保有割合が上昇していること、非居住者（外国人）による国債の保有割合が上昇していること、の3点である⁸⁾。

以上でみたように、中島 [2009]、岩井 [2009]、代田 [2013] はそれぞれ日本の国債保有構造を分析し、その上で非居住者（外国人）による日本国債の保有について言及している。しかしながら、非居住者（外国人）による日本国債の保有に特に焦点を当てているというわけではない。その他の研究においても、本稿の問題意識に直接的に関係した研究、すなわち、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）に焦点を当てた研究は、筆者の知る限りではあまりない。そこで本稿は、日本の国債保有構造の現状を、日本銀行が公表している資金循環統計と国際収支統計のデータから非居住者（外国人）を中心に検討し、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにすることを目的とする。

3. 日本の国債保有構造

本稿の分析で使用するデータは、日本銀行が公表している資金循環統計である。資金循環統計から、国債・財融債と国庫短期証券それぞれの投資

8) 代田 [2013], 58-60頁参照

主体別保有残高に関するデータが取得できる。資金循環統計上のデータは、額面ベースではなく時価ベースである。また、資金循環統計という国債とは、国債と財融債の合計であり、国庫短期証券（T-Bill）は含まない。財融債とは、財政融資資金特別会計が発行する債券のことである。国債・財融債のうち、2001年4月に発行が開始された財融債のみの投資主体別保有割合は把握できないが、2012年度の実績では、財融債の調達残高は全体の14%を占めている⁹⁾。国庫短期証券（T-Bill）は、政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB）とが統合発行されているものである¹⁰⁾。政府短期証券（FB）は、国庫の資金不足の際に、一時的につなぎ資金を調達するために発行されるものである。割引短期国債（TB）は、既に発行されている国債の償還に必要となる資金を調達するために発行されるもので、借り換え国債の一種である。発行を効率化するため、2009年2月以降、政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB）は、国庫短期証券（T-Bill）という形で、金融市場で一体的に発行されている¹¹⁾。

本節では、まず国債・財融債の保有構造（ストック、フロー）を非居住者（外国人）に焦点を当てて検討する。次に、国庫短期証券（T-Bill）の保有構造（ストック）を非居住者（外国人）に焦点を当てて検討する。

3-1 日本の国債・財融債の保有構造（ストック、フロー）

図表1は、日本の国債・財融債の投資主体別保有残高と保有割合を年次で示したものである。銀行等が保有する国債・財融債の割合について、図

9) <http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/faqsj.htm/>

10) 政府短期証券（FB）は、食糧証券、大蔵省証券、外国為替資金証券が統合されて成立した。現在は、政府短期証券の発行根拠だけが残っている。かつて外国為替資金証券は日銀引受で発行されてきたが、財政法では国債発行、国債の日銀引受は禁じられており、外国為替資金証券を含む政府短期証券は国債ではないと位置付けられている。勝田佳裕「金融危機と国債流通市場」、代田純編著『金融危機と証券市場の再生』、同文館出版、2010年3月、174頁

11) <http://www.mof.go.jp/exchequer/summary/03.pdf>

図表1 日本の国債・財融債の投資主体別保有残高と保有割合（ストック）

単位：兆円、%

残高 合計	銀行等	郵便貯金	中央銀行	保険	年金基金	公的年金	公的 金融機関	家計	非居住者 (外国人)	その他
1997年12月	291.4	57.4 (19.7)	22.4 (7.7)	33.0 (11.3)	37.3 (12.8)	18.4 (6.3)	67.2 (23.0)	8.2 (2.8)	22.4 (7.7)	15.8 (5.4)
1998年12月	319.8	55.1 (17.2)	25.8 (8.1)	37.9 (11.9)	43.5 (13.6)	18.1 (5.7)	82.2 (25.7)	7.2 (2.3)	27.3 (8.5)	12.6 (3.9)
1999年12月	358.9	69.9 (19.5)	28.9 (8.1)	43.8 (12.2)	55.9 (15.6)	18.8 (5.2)	84.3 (23.5)	6.8 (1.9)	18.4 (5.1)	21.2 (5.9)
2000年12月	391.2	88.6 (22.6)	27.3 (7.0)	46.4 (11.9)	62.7 (16.0)	18.5 (4.7)	81.3 (20.8)	8.7 (2.2)	23.3 (5.9)	23.4 (6.0)
2001年12月	451.8	81.7 (18.1)	45.4 (10.1)	67.6 (15.0)	76.3 (16.9)	19.6 (4.3)	73.2 (16.2)	11.5 (2.5)	21.6 (4.8)	30.3 (6.7)
2002年12月	520.1	98.0 (18.8)	67.7 (13.0)	81.5 (15.7)	91.6 (17.6)	19.7 (3.8)	67.7 (13.0)	12.6 (2.4)	14.7 (2.8)	32.7 (6.3)
2003年12月	555.5	111.4 (20.1)	88.2 (15.9)	81.7 (14.7)	96.4 (17.4)	17.7 (3.2)	57.3 (10.3)	13.4 (2.4)	13.9 (2.5)	31.9 (5.7)
2004年12月	618.9	124.0 (20.0)	101.3 (16.4)	90.3 (14.6)	105.3 (17.0)	19.2 (3.1)	51.5 (8.3)	20.1 (3.2)	19.8 (3.2)	33.0 (5.3)
2005年12月	671.7	130.3 (19.4)	124.4 (18.5)	94.0 (14.0)	115.5 (17.2)	22.6 (3.4)	43.6 (6.5)	26.9 (4.0)	25.8 (3.8)	26.8 (4.0)
2006年12月	674.9	126.2 (18.7)	136.7 (20.2)	75.5 (11.2)	120.3 (17.8)	25.2 (3.7)	27.7 (4.1)	32.3 (4.8)	31.4 (4.7)	33.4 (4.9)
2007年12月	682.3	258.8 (37.9)	-	65.1 (9.5)	125.5 (18.4)	27.2 (4.0)	17.2 (2.5)	36.0 (5.3)	40.9 (6.0)	35.1 (5.1)
2008年12月	696.3	277.9 (39.9)	-	58.2 (8.4)	134.1 (19.3)	26.6 (3.8)	7.3 (1.0)	36.7 (5.3)	34.7 (5.0)	37.7 (5.4)
2009年12月	678.7	271.3 (40.0)	-	50.2 (7.4)	145.5 (21.4)	27.4 (4.0)	2.6 (0.4)	35.0 (5.2)	26.6 (3.9)	40.7 (6.0)
2010年12月	727.6	299.3 (41.1)	-	58.1 (8.0)	157.4 (21.6)	28.2 (3.9)	3.3 (0.4)	33.0 (4.5)	27.9 (3.8)	46.0 (6.3)
2011年12月	755.9	306.3 (40.5)	-	67.6 (8.9)	169.4 (22.4)	28.6 (3.8)	2.0 (0.3)	28.5 (3.8)	32.4 (4.3)	51.1 (6.8)
2012年12月	783.5	298.4 (38.1)	-	90.9 (11.6)	181.2 (23.1)	29.6 (3.8)	2.3 (0.3)	24.5 (3.1)	35.6 (4.5)	54.8 (7.0)
2013年12月	827.1	287.5 (34.8)	-	143.6 (17.4)	189.7 (22.9)	33.2 (4.0)	1.4 (0.2)	21.4 (2.6)	32.6 (3.9)	49.1 (5.9)

出所：日本銀行「資金循環統計」（ストック）

注：国庫短期証券（T-Bill）は含まない

注：銀行等は、2007年4Q以降はゆうちょ銀行を含む

注：保険は、生命保険・損害保険・共済保険の合計

注：生命保険は、2007年4Q以降はかんぽ生命保険を含む

注：公的金融機関は、財政融資資金と政府系金融機関の合計

注：額面ベースではなく、時価ベース

勝田：日本の国債保有構造の現状

表1から読み取れる特徴が2点ある。第1に、2006年12月から2007年12月にかけて、銀行等が保有する国債・財融債の割合が18.7%から37.9%へと急上昇している点である。この理由は、資金循環統計上に分類変更があったためである¹²⁾。2007年第4四半期以降、銀行等にはゆうちょ銀行が含まれることとなった。2006年12月における銀行等と郵便貯金の割合を合計すると38.9%となり、2007年12月の37.9%とほぼ同じ割合となる。第2に、銀行等が保有する国債・財融債の割合が、2010年12月の41.1%をピークに低下傾向となっている点である。代田〔2013〕でも同様のことが指摘されている。代田〔2013〕は、郵貯分も含めた民間銀行による現物国債の保有割合が、2011年3月の41.5%をピークに低下傾向にあることを指摘している¹³⁾。

銀行等が保有する国債・財融債の割合が低下傾向であることについて、特に2013年に入ってからの割合低下が著しい。2013年を通して銀行等が保有する国債・財融債の割合が低下した理由は、2013年4月に開始された「量的・質的金融緩和」政策の影響であると思われる。「量的・質的金融緩和」政策によって将来の金利が上昇していくことが予想されれば、銀行等には保有している国債を売却することによりその保有残高を減少させるインセンティブが働くことになる。なぜなら、金利の上昇は、銀行等が保有する資産である国債の価格が下落し、銀行等が含み損をかかえることを意味するからである。銀行等は、金利が上昇し含み損をかかえる前に保有している国債を売却し、その保有残高を減少させたと考えられる。

2013年4月から開始された「量的・質的金融緩和」政策の実施以降、都市銀行が国債（現物）を売り越している事実は拙稿〔2013〕でも指摘したが¹⁴⁾、ここでは、そのことについて少々触れておきたい。日本証券業協会

12) 資金循環統計上の分類変更については、日本銀行調査統計局の発表を参照されたい。http://www.boj.or.jp/statistics/outline/notice_2008/ntsj29.htm/

13) 代田〔2013〕、59頁

14) 代田〔2013〕の59-60頁でも同様の指摘がなされている。

が公表している国債投資家別売買高から、日本の国債流通市場（現物）における国債売買差額を把握することができる。そのデータによれば、都市銀行は2013年4月に国債（現物）を約5兆円売り越している。約5兆円の売り越しの内訳については、超長期利付国債が約1,500億円、長期利付国債が約1兆5,000億円、中期利付国債が約1兆500億円、国庫短期証券が約2兆3,700億円、それぞれ売り越しとなっている。2013年10月には、都市銀行は国債（現物）を約4兆9,000億円売り越している。その内訳については、超長期利付国債が約2,400億円の買い越しとなっているが、長期利付国債が約2兆円、中期利付国債が約1兆2,000億円、国庫短期証券が約1兆9,000億円の売り越しとなっている¹⁵⁾。

日本の国債・財融債保有構造における中央銀行（日本銀行）の割合を確認しておこう。図表1から、日本銀行が保有する国債・財融債の割合は、2009年12月以降上昇傾向にあり、2013年3月以降、特にその傾向が強いことが読み取れる。この理由は、前述した2013年4月から開始された「量的・質的金融緩和」政策を実施するにあたり、日本銀行による長期国債のグロスの買い入れ額が毎月約7.5兆円程度（ただし、2013年4月の実際の買い入れ額は6.2兆円）に増額されることになったからである¹⁶⁾。「量的・質的金融緩和」政策の実施により、日本銀行が保有する国債・財融債の割合は、2014年末に20%程度まで上昇することが予想されている。

公的部門（郵便貯金、公的年金、公的金融機関）が保有する国債については、従来、その割合の高さから、日本国債の安定消化に寄与してきたとの評価がなされてきた。郵便貯金が保有する国債・財融債に関する資金循環統計上の分類変更については先に述べた通りである。公的金融機関が保有する国債・財融債の割合は、1998年12月の25.7%をピークに低下傾向にあり、特に2009年12月以降は1%未満となっている。この理由は、財政投融资改革の過程で財政融資資金が国債を保有しなくなっていったからであ

15) 勝田 [2014], 79-82頁参照

16) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/rell130404d.pdf

る¹⁷⁾。公的年金が保有する国債・財融債の割合は、2007年12月から2010年12月にかけて10%を超えており、比較的高かった。この時期は、世界金融危機を原因とする世界的な株安を受けて日本の株価も低迷していた時期である。株価低下局面で運用益を確保するために公的年金は日本国債を運用対象として選考し、そのことが公的年金による国債・財融債の保有割合を高めたものと考えられる。2012年以降、日本の株価は上昇しており、日本の株価上昇を受けて公的年金が株式での運用割合を上昇させる予定であるとの報道が、2013年以降にみられるようになってきた。2014年以降も日本の株価上昇が続くとすれば、日本の国債・財融債における公的部門の割合の低下傾向は、今後も継続するものと推測される。ただ、公的年金が保有する国債・財融債の割合の低下傾向は、実際には2008年12月以降から始まっていることが図表1から確認できる。

日本の国債・財融債保有構造における非居住者（外国人）の割合を確認しよう。図表1から、非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の割合は、あまり高くないということが読み取れる。財務省によれば、日本の国債保有における非居住者（外国人）の割合は2012年12月末の速報値で約9%程度となっているが、その数字は国庫短期証券（T-Bill）を含んだものである¹⁸⁾。国庫短期証券（T-Bill）を除いた国債・財融債のみの非居住者（外国人）による保有割合は2013年9月時点で6.0%であり、国債・財融債のみを日本国債と考えるならば、2013年9月時点において、日本国債の94%は国内で消化されていることになる。日本の国庫短期証券保有構造については、後に改めて確認する。

日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が国庫短期証券（T-Bill）を含めた場合でも約9%程度というのは、諸外国と比較して著しく低い。2012年12月末の主要先進国の国債保有構造における非居住者（外

17) 財政投融资改革と国債保有については、代田 純編著『日本の国債・地方債と公的金融』、税務経理協会、2007年2月、81-107頁を参照されたい。

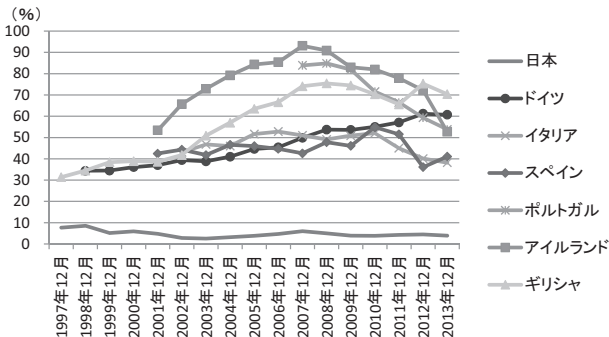
18) 財務省理財局『債務管理レポート2013』、21頁

国人)の割合は、アメリカが48% (政府勘定向け非市場性国債を含まない)、イギリスが32%、ドイツが59% (地方債等を含む)、フランスが38% (地方債、社債等を含む)となっており、日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合と比較して、主要先進国のそれは非常に高い数字となっている¹⁹⁾。

日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合を、アジアのいくつかの国のそれとも比較しておこう。アジアの国の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合は、韓国が2010年5月に約12%、マレーシアが2010年1Qに約18%、インドネシアが2010年5月に約25%となっている²⁰⁾。日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合は、アジアのいくつかの国のそれと比較しても低い。

ユーロ圏の債務危機国(イタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、以下同じ)の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合とも比較しておく。図表2は、日本とユーロ圏の債務危機国の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合を示したものである。2007年12

図表2 国債保有構造における非居住者(外国人)の割合



出所：各国中央銀行データより筆者作成

19) 財務省理財局『債務管理レポート2013』, 21頁

20) 「新興国を巡る資金フローと景気動向」, 日銀レビュー, 日本銀行国際局, 2010年7月, 3頁

勝田：日本の国債保有構造の現状

月時点において、ユーロ圏の債務危機国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、イタリアが51.0%、スペインが42.6%（長期国債のみ）、ポルトガルが84.1%、アイルランドが93.1%（長期国債のみ）、ギリシャが74.1%（長期国債のみ）となっている。欧州債務危機以降、ユーロ圏の債務危機国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は低下傾向にある。2012年12月時点において、ユーロ圏の債務危機国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、イタリアが40.1%、スペインが36.1%（長期国債のみ）、ポルトガルが52.2%、アイルランドが72.2%（長期国債のみ）、ギリシャが75.3%（長期国債のみ）となっている。ギリシャの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は実際には上昇しているが、これは ECB 等の公的な非居住者（外国人）によるギリシャ国債の保有が増加したためである。

本稿の冒頭でも述べたように、一般的に、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高いと、長期国債利回りの変動性が高くなりやすいとされる。したがって、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高い状況で何かしらのショックが発生した場合、日本の国債市場が混乱する可能性が考えられる。今般の欧州債務危機において、ユーロ圏の債務危機国の国債市場における非居住者（外国人）の割合が非常に高かったために、当該国の国債市場が危機的状況に陥ってしまったのではないかと指摘もある。本稿の主旨は、日本の国債保有構造の現状を非居住者（外国人）に焦点を当てて検討することである。ユーロ圏の債務危機国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合の変化は非常に重要な論点であるが、本稿ではこの議論にはこれ以上立ち入らず、稿を改めて論ずることとした。

国債・財融債の投資主体別保有残高状況（フロー）も確認しておこう。図表3は、日本の国債・財融債の投資主体別保有残高状況（フロー）を年次で示したものである。図表3から、①2012年及び2013年において銀行等が保有する国債・財融債の残高が減少していること、②2013年において中

図表 3 日本の国債・財融債の投資主体別残高状況（フロー）

単位：兆円

	銀行等	郵便貯金	中央銀行	保険	年金基金	公的年金	公的金融機関	家計	非居住者(外国人)
1998年	0.1	4.0	5.8	7.1	0.4	1.0	16.4	-0.5	3.5
1999年	13.6	2.8	5.3	11.3	0.7	0.9	1.9	-0.4	-7.4
2000年	13.5	-1.0	3.2	7.3	0.0	0.3	-1.3	2.0	7.0
2001年	-5.7	17.0	19.9	12.8	1.0	12.6	-7.5	2.6	0.4
2002年	12.6	20.5	12.5	13.9	0.0	7.2	-5.5	1.0	-2.1
2003年	19.1	20.4	1.2	7.7	-1.7	9.5	-7.7	1.2	-1.3
2004年	10.2	13.0	6.2	8.5	1.5	11.0	-5.3	6.6	6.9
2005年	8.7	22.4	4.7	10.3	3.6	7.7	-7.2	6.8	6.4
2006年	-2.0	13.4	-17.1	5.8	2.9	4.9	-15.2	5.7	6.8
2007年	-19.6	13.1	-11.5	4.0	1.6	9.5	-10.6	3.2	11.1
2008年	12.4	-	-7.2	6.0	-2.0	4.9	-9.9	-0.1	-2.9
2009年	3.3	-	-7.6	5.4	1.0	-3.0	-4.5	-1.3	-7.8
2010年	25.8	-	7.8	9.5	0.6	-5.1	0.6	-2.2	1.2
2011年	5.6	-	9.2	9.9	0.3	-4.6	-1.2	-4.5	4.1
2012年	-7.8	-	22.8	10.4	0.9	-3.8	0.3	-3.8	4.7
2013年	-12.2	-	51.4	5.9	3.3	2.0	-0.9	-3.0	-3.2

出所：日本銀行「資金循環統計」（フロー）

注：国庫短期証券（T-Bill）は含まない

注：銀行等は，2007年4Q以降はゆうちょ銀行を含む

注：保険は，生命保険・損害保険・共済保険の合計

生命保険は，2007年4Q以降はかんぽ生命保険を含む

注：公的金融機関は，財政融資資金と政府系金融機関の合計

注：額面ベースではなく，時価ベース

中央銀行が保有する国債・財融債の残高が急増していること，③2009年から2012年にかけて公的年金が保有する国債・財融債の残高が減少していること，の3点が確認できる。図表3から，非居住者（外国人）が保有する国

勝田：日本の国債保有構造の現状

債・財融債の残高は増減を繰り返していることが確認でき、傾向がつかめなように思われる。しかしながら、後述するように、日本銀行が公表する国際収支統計のデータから、①2008年と2009年の非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高の減少、②2011年と2012年の非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高の増加、③2013年の非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の残高の減少、の3点については、それらが生じる要因となったであろう国が特定できる。上記3点の問題については、次項ではなく、次節で確認する。

3-2 日本の国庫短期証券保有構造（ストック）

図表4は、日本の国庫短期証券（T-Bill）の投資主体別保有残高と保有割合を年次で示したものである。以下では、図表4から読み取れることを確認する。

図表4から、2013年に入り、日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が上昇傾向にあることが読み取れる。ただし、以前にも日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が高かった時期がある。1998年6月において、日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は80.2%となっている。

日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が高かった理由の1つは、中島〔2009〕も指摘しているように、日本銀行が保有する国債の償還時における借り換え方式（日銀乗換）が変更されたためであると考えられる²¹⁾。日本銀行がオペレーションで買い入れた長期国債の償還期限到来分については、1998年度までは再度長期国債で日銀乗換が行われていたが、

21) 日本銀行が保有する国債の償還時における借り換え方式（日銀乗換）の変更についての詳細は、日本銀行企画室によるペーパー（「日本銀行の政策・業務とバランスシート」、日本銀行企画室、2004年6月）を参照されたい。また、若干ではあるが、拙稿（勝田佳裕「中央銀行と国債保有」、『日本の国債・地方債と公的金融』、税務経理協会、2007年2月、67-79頁）にも日銀乗換についての記述がある。

図表4 日本の国庫短期証券の投資主体別保有残高と保有割合(ストック)

単位：兆円、%

残高 合計	銀行等	郵便貯金	中央銀行	保険	年金基金	公的年金	公的 金融機関	非居住者 (外国人)	その他
1997年12月	1.7 (5.9)	0.0 (0.1)	19.2 (65.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	5.2 (17.5)	0.9 (3.1)	2.5 (8.5)
1998年12月	0.5 (1.5)	0.0 (0.0)	23.5 (71.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	1.7 (5.1)	0.9 (2.8)	6.5 (19.6)
1999年12月	18.1 (47.2)	0.0 (0.0)	13.0 (33.9)	0.1 (0.3)	0.0 (0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	2.0 (5.2)	5.1 (13.3)
2000年12月	31.4 (78.0)	0.0 (0.0)	0.7 (1.8)	0.2 (0.5)	0.0 (0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	2.4 (6.0)	5.4 (13.5)
2001年12月	28.8 (67.7)	0.0 (0.0)	8.0 (18.9)	0.3 (0.7)	0.1 (0.2)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	2.7 (6.4)	2.7 (6.2)
2002年12月	23.8 (54.6)	0.0 (0.0)	2.2 (5.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.5 (1.1)	6.6 (15.2)	4.6 (10.5)	5.9 (13.5)
2003年12月	39.8 (56.6)	0.0 (0.0)	10.0 (14.2)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	8.3 (11.8)	5.7 (8.1)	6.5 (9.3)
2004年12月	34.9 (40.6)	5.4 (6.3)	5.1 (5.9)	3.3 (3.9)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	12.0 (14.0)	8.8 (10.2)	16.4 (19.1)
2005年12月	24.5 (27.2)	4.6 (5.1)	5.1 (5.7)	2.8 (3.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	17.8 (19.8)	7.7 (8.5)	27.5 (30.5)
2006年12月	22.8 (23.6)	7.0 (7.2)	4.7 (4.9)	5.0 (5.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	13.2 (13.7)	10.8 (11.2)	33.1 (34.3)
2007年12月	35.3 (34.5)		6.4 (6.3)	4.4 (4.3)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	10.8 (10.5)	19.2 (18.7)	26.2 (25.6)
2008年12月	108.9	41.5 (38.2)	6.5 (6.0)	4.2 (3.9)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	6.5 (6.0)	20.6 (18.9)	29.4 (27.0)
2009年12月	144.1	70.4 (48.9)	22.9 (15.9)	4.4 (3.1)	0.1 (0.0)	0.0 (0.0)	0.2 (0.1)	22.8 (15.8)	23.2 (16.1)
2010年12月	150.1	66.4 (44.2)	19.8 (13.2)	3.6 (2.4)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	3.7 (2.5)	28.6 (19.1)	28.0 (18.7)
2011年12月	164.2	64.6 (39.4)	24.1 (14.7)	3.3 (2.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.1 (0.1)	45.9 (28.0)	26.2 (15.9)
2012年12月	175.5	61.6 (35.1)	24.5 (14.0)	3.2 (1.8)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	6.2 (3.5)	47.1 (26.8)	32.9 (18.7)
2013年12月	158.4	42.0 (26.5)	39.8 (25.1)	3.0 (1.9)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)	49.4 (31.2)	24.2 (15.3)

出所：日本銀行「資金循環統計」(ストック)

注：残高の0.0は、500億円未満を意味する

注：銀行等は、2007年4Q以降はゆうちょ銀行を含む

注：保険は、生命保険・損害保険・共済保険の合計

注：生命保険は、2007年4Q以降はかんぽ生命保険を含む

注：公的金融機関は、財政融資資金と政府系金融機関の合計

注：額面ベースではなく、時価ベース

1999年度以降は、割引短期国債（TB，1年）で日銀乗換が行われている²²⁾。2004年度において、日銀乗換は全て割引短期国債（TB，1年）で行われる予定となっていた。日銀乗換された割引短期国債（TB，1年）の償還期限が到来した場合の取り扱いについては、日本銀行の資産状況等に照らし、償還の都度、現金償還で受けるか再度割引短期国債（TB，1年）で引き受けるかを判断することになっていた。しかし、2002年度以降は全額現金償還を受けている。また、短期国債買いオペレーションで買い入れた割引短期国債（TB，1年）については、1999年の買い入れ開始以来、現金償還を受けている。

日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が高かったもう1つの理由は、為替介入をするために発行された政府短期証券（FB）を日本銀行が引き受けていたためであると考えられる。日本銀行の為替介入は、日本銀行の自己勘定で行っているのではなく、財務省の委託で財務大臣の代理人として外国為替資金特別会計の勘定で実施している。為替介入のための資金は、外国為替資金特別会計が政府短期証券（FB）の一種である外国為替資金証券を発行して調達している。外国為替資金証券は、1999年4月以降は市中公募入札方式が原則となっている²³⁾。それ以前は建前上公募とされていたが、金利が公定歩合より低かったことから日本銀行以外に買い手がなく、事実上日本銀行引受と同じ形をとっていた。そのため、外国為替資金証券が資金不足に陥るということはなかった。

22) 「日本銀行の政策・業務とバランスシート」, 日本銀行企画室, 2004年6月

23) 浜田宏一氏は、須田美矢子氏から「法制上、介入資金は政府短期証券を発行してまかなわなければならない、1999年4月からは政府短期証券はすべて市中公募入札方式が原則となっている。したがって、金融政策の変更のないかぎり、介入は不胎化を伴うのが原則である。ただし、介入資金を市中公募で前もって手当てすると市場に介入情報を流してしまうことになるので、一時的に政府短期証券の日銀引き受けが行われており、介入から不胎化までにはタイムラグを伴う」との指摘を受けたとしている。浜田宏一「第1章 日銀の不胎化政策は間違っている」, 岩田規久男編著『金融政策の論点』, 東洋経済新報社, 2000年, 13頁

本節の冒頭でも述べたように、2009年2月以降、政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB）は国庫短期証券（T-Bill）として発行されているが、2009年1月以前は政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB）は統合されずに発行されていた。日本銀行がオペレーションで買い入れた長期国債が償還される際に割引短期国債（TB、1年）で日銀乗換が行われ、また、為替介入のために発行された政府短期証券（FB）を日本銀行が引き受ければ、日本銀行が保有する政府短期証券（FB）及び割引短期国債（TB）の残高は増加する²⁴⁾。そして、資金循環統計上、政府短期証券（FB）と割引短期国債（TB）は国庫短期証券（T-Bill）として扱われているから、日本銀行が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は高くなるのである。

国庫短期証券（T-Bill）の投資主体別保有残高と保有割合に話を戻そう。図表4から、非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合が、2007年以降、上昇傾向であることが読み取れる。2007年の夏はヨーロッパでサブプライム問題（パリバ・ショック）が発生した時期であり、それ以降、非居住者（外国人）がリスク回避的な投資行動をとったものと思われる。また、2010年3月以降も非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券（T-Bill）の割合は上昇傾向であるように思われる。2010年は、前年の2009年10月に端を発するギリシャ・ショックを受けて欧州債務危機が発生した時期であり、こちらも非居住者（外国人）がリスク回避的な投資行動をとったものと思われる。このことは、内閣府の指摘と整合的である²⁵⁾。非居住者（外国人）が保有する国債・財融債の場合と同様に、日本

24) 財務省のホームページでは、1991年4月以降の為替介入（外国為替平衡操作）の実績全データが公表されている。

25) 「近年、海外投資家は、我が国の短期債の購入を増やしており、国庫短期証券の保有比率が大きく上昇している。この背景としては、アメリカの住宅バブル崩壊や、欧州政府債務問題をきっかけに、海外投資家がリスク回避のための円買いを積極化させたことなどが挙げられる。こうした動きは、2012年秋以降、為替レートが円安方向に進んだ頃から弱まっているが、海外投資家による国庫短期証券の保有比率は、第二次世界大戦以降において、歴史的に高い水準にある。資金

銀行が公表する国際収支統計のデータから、非居住者（外国人）が保有する国庫短期証券の割合の上昇について、それが生じる要因となったであろう国が特定できる。こちらも次節で確認する。

4. 日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と保有割合

前節では、日本の国債保有構造を非居住者（外国人）の割合を中心に確認した。本稿で筆者が問題としたいのは、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を、非居住者（外国人）の出身地域別、更には出身国別に把握できないのであろうかということである。換言すれば、アメリカの投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのか、ヨーロッパ諸国の投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのか、アジア諸国の投資家による日本国債の保有割合が高いのか低いのかという問題である。日本銀行が公表している資料から、上記の問題に対する答えを明らかにすることができる。

日本銀行は、国際収支統計を公表している。日本銀行が公表している国際収支統計は、「日本銀行が外国為替及び外国貿易法の規定に基づき、財務大臣から委任を受けて集計・推計し、財務省と共同で公表しているもの」²⁶⁾である。本節では、日本銀行が公表している国際収支統計を元に、非居住者（外国人）の出身地域別に日本国債の保有残高と保有割合を把握する。

まず、国際収支統計について確認しておこう。日本銀行が公表している国際収支統計にはいくつかの項目があるが、その中に「直接投資・証券投資等残高地域別統計」という統計がある。1996年末時点以降のデータが毎

のグローバルな流れに留意した国債管理政策が必要であり、国債保有者の多様化という観点で、海外投資家が国債保有を進めることは好ましいが、逆にそれが、将来の金利変動リスクを高める可能性があるとの指摘もある。」との記述がある。内閣府『平成25年度 年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）—経済の好循環の確立に向けて—』、133頁

26) <http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/index.htm/>

年公表されている。この直接投資・証券投資等残高地域別統計には、各年末時点における直接投資の残高と証券投資等の残高が示されている。直接投資残高については、さらに直接投資（資産）残高地域別統計と直接投資（負債）残高地域別統計に分かれており、前者は日本から諸外国に対する直接投資の残高を、後者は諸外国からの日本に対する直接投資の残高を示している。証券投資等についても直接投資残高と同様に、証券投資等（資産）残高地域別統計と証券投資等（負債）残高地域別統計に分かれており、前者は日本から諸外国に対する証券投資等の残高を、後者は諸外国から日本に対する証券投資等の残高を示している。証券投資等となっているのは、この統計が証券投資の残高に加えて金融派生商品（デリバティブ）の残高も示しているからである。

証券投資と言っても、株式投資もあれば債券投資もある。証券投資等（資産）残高地域別統計及び証券投資等（負債）残高地域別統計における証券投資では、前者は日本から諸外国に対する株式投資及び債券投資の残高を、後者は諸外国からの日本に対する株式投資及び債券投資の残高を示している。諸外国からの日本に対する債券投資の残高は、さらに中期債の残高と短期債の残高に分けてデータが示されている。定義上、債券には国債以外の債券（社債等）も含まれるが、日本の債券のほとんどは国債である（2010年度公社債発行額の約83%が国債、同年度公社債売買高の約98.7%が国債²⁷⁾）。したがって、証券投資等（負債）残高地域別統計における中期債及び短期債の海外地域別保有残高から地域別の保有割合を算出すれば、非居住者（外国人）の出身地域別に日本国債の保有割合を把握することができる²⁸⁾と考える。

27) 『図説 日本の証券市場 2012年版』、公益財団法人日本証券経済研究所、2012年3月、68-69頁及び80-81頁参照

28) ただし、対外証券投資の地域別データが証券の発行者の国籍別に分類されている一方で、対内証券投資の地域別データの一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている点には注意が必要である。

本稿は、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を把握することを目的としている。よって、本稿で使用するデータは、証券投資等（負債）残高地域別統計のうち、中長期債と短期債の地域別残高である。

4-1 日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と保有割合

図表5は、日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別残高と地域別保有割合を年次で示したものである。以下では、図表5から読み取れることを確認する。

図表5から、アジアによる日本の中長期債保有残高と保有割合がともに上昇傾向であることが読み取れる。特に、2010年末以降は20%を超えている。アジアに区分されている主な国・地域は、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インドである。

北米による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2004年末以降ともに上昇傾向であることが読み取れる。北米に区分されている主な国は、アメリカとカナダである。北米が保有する日本の中長期債の残高は、ほとんどがアメリカによるものである。2012年末のデータでは、北米が保有する日本の中長期債の残高のうち、89.0%がアメリカによるものである。

大洋州による日本の中長期債保有残高と保有割合はともに低下傾向であるように思われるが、他の地域と比較して、割合は低い。大洋州に区分されている主な国は、オーストラリアとニュージーランドである。2012年末のデータでは、大洋州が保有する日本の中長期債の残高のうち、73.9%がオーストラリア、19.2%がニュージーランドによるものである。

欧州による日本の中長期債保有割合は、2004年末以降、低下傾向であるように思われる。欧州による日本の中長期債保有残高については、保有割合の低下が始まった2004年以降も2007年末までは増加している。欧州による日本の中長期債保有残高が減少するのは、2007年末以降である。おおま

図表5 日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）地域別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	アジア	北米	中南米	大洋州	欧州	東欧・ロシア 等	中東	アフリカ	国際機関
1996年末	221,061	19,885 (9.0)	26,645 (12.1)	9,255 (4.2)	7,432 (3.4)	155,814 (70.5)	283 (0.1)	139 (0.1)	1,027 (0.5)
1997年末	318,211	51,747 (16.3)	40,952 (12.9)	10,386 (3.3)	10,397 (3.3)	202,276 (63.6)	332 (0.1)	266 (0.1)	1,564 (0.5)
1998年末	277,963	24,902 (9.0)	43,134 (15.5)	21,300 (7.7)	8,119 (2.9)	178,375 (64.2)	354 (0.1)	68 (0.0)	1,617 (0.6)
1999年末	276,704	42,475 (15.4)	56,773 (20.5)	13,902 (5.0)	7,003 (2.5)	151,205 (54.6)	113 (0.0)	163 (0.1)	2,337 (0.8)
2000年末	305,855	59,472 (19.4)	43,983 (14.4)	17,219 (5.6)	3,461 (1.1)	173,453 (56.7)	99 (0.0)	170 (0.1)	4,631 (1.5)
2001年末	335,456	58,387 (17.4)	48,509 (14.5)	18,219 (5.4)	3,554 (1.1)	194,525 (58.0)	88 (0.0)	317 (0.1)	8,682 (2.6)
2002年末	277,988	55,384 (19.9)	39,537 (14.2)	12,175 (4.4)	1,893 (0.7)	157,004 (56.5)	590 (0.2)	0 (0.0)	7,028 (2.5)
2003年末	271,076	44,497 (16.4)	25,254 (9.3)	12,304 (4.5)	3,907 (1.4)	173,630 (64.1)	62 (0.0)	2 (0.0)	6,053 (2.2)
2004年末	338,463	54,294 (16.0)	30,317 (9.0)	13,870 (4.1)	3,764 (1.1)	218,727 (64.6)	94 (0.0)	4 (0.0)	6,519 (1.9)
2005年末	414,281	67,523 (16.3)	41,873 (10.1)	28,694 (6.9)	3,496 (0.8)	249,717 (60.3)	226 (0.1)	16,780 (4.1)	5,943 (1.4)
2006年末	495,789	70,492 (14.2)	63,393 (12.8)	31,417 (6.3)	5,518 (1.1)	294,501 (59.4)	1,496 (0.3)	21,319 (4.3)	7,652 (1.5)
2007年末	602,032	83,577 (13.9)	76,218 (12.7)	32,063 (5.3)	6,291 (1.0)	364,416 (60.5)	1,202 (0.2)	31,160 (5.2)	7,073 (1.2)
2008年末	506,501	77,965 (15.4)	67,517 (13.3)	30,938 (6.1)	4,817 (1.0)	267,459 (52.8)	841 (0.2)	50,710 (10.0)	4,230 (0.8)
2009年末	422,357	82,092 (19.4)	70,963 (16.8)	22,305 (5.3)	4,581 (1.1)	198,418 (47.0)	2,174 (0.5)	35,288 (8.4)	4,604 (1.1)
2010年末	428,768	93,650 (21.8)	72,371 (16.9)	24,879 (5.8)	3,271 (0.8)	184,716 (43.1)	3,038 (0.7)	42,424 (9.9)	5,735 (1.3)
2011年末	457,297	110,037 (24.1)	75,452 (16.5)	30,022 (6.6)	3,333 (0.7)	192,023 (42.0)	3,371 (0.7)	38,508 (8.4)	5,648 (1.2)
2012年末	495,042	123,698 (25.0)	81,135 (16.4)	36,968 (7.5)	3,225 (0.7)	197,202 (39.8)	6,225 (1.3)	37,332 (7.5)	13,319 (2.7)

出所：日本銀行「国際収支統計」（証券投資等（負債）残高地域別統計）

注：（ ）内の数字は、非居住者（外国人）合計に占めるそれぞれの地域の割合を示す。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：ケイマン諸島の保有残高は中南米に含まれる。

注：欧州について、2009年末までは西欧のデータでロシアを含む。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

勝田：日本の国債保有構造の現状

かにみると、欧州による日本の中長期債の保有残高の減少と保有割合の低下は、2007年の夏に発生したサブプライム問題（パリバ・ショック）、2008年9月に発生したリーマン・ショック、2009年10月に端を発するギリシャ・ショックを受けての欧州債務危機問題などの要因が関係しているのではないかと推測する。欧州に区分されている主な国は、ドイツ、イギリス、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スイス、スウェーデン、スペインである。

中南米による日本の中長期債保有残高と保有割合は、ともに上昇傾向であることが読み取れる。中南米に区分されている主な国・地域は、メキシコ、ブラジル、ケイマン諸島である。中南米が保有する日本の中長期債残高は、ほとんどがケイマン諸島によるものである。2012年末のデータでは、中南米が保有する日本の中長期債残高のうち、80.9%がケイマン諸島によるものである。ケイマン諸島はイギリスの領土であるが、証券投資等（負債）残高地域別統計では中南米として扱われている。

東欧・ロシア等による日本の中長期債保有残高と保有割合は2008年末以降ともに上昇傾向であることが読み取れるが、大洋州と同様、他の地域と比較して割合は低い。東欧・ロシア等に区分されている主な国は、ロシア、アゼルバイジャン、アルメニア、ウズベキスタン、カザフスタン、キルギス、タジキスタン、トルクメニスタン、グルジア、ポーランド、ハンガリー、アルバニア、ルーマニア、ブルガリア、エストニア、ラトビア、リトアニア、ウクライナ、ベラルーシ、モルドバ、チェコ、スロバキアである。

中東による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2000年代に入り、ともに上昇傾向であることが読み取れる。中東に区分されている主な国は、サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、イランである。中東が保有する日本の中長期債の残高は、ほとんどがサウジアラビアによるものである。2012年末のデータでは、中東が保有する日本の中長期債の残高のうち、57.4%がサウジアラビアによるものである。

アフリカによる日本の中長期債保有残高と保有割合は、2008年末以降と

図表 6 非居住者（外国人）の地域別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）

単位：億円

	アジア	北米	中南米	大洋州	欧州	東欧・ロシア等	中東	アフリカ	その他	国際機関	非分類	合計
2005年	9,707	6,040	-1,597	-1,464	57,499	66	1,128	0	-1	943	NA	72,321
2006年	1,585	12,896	4,888	995	64,271	160	907	-23	0	-1,080	NA	84,599
2007年	1,138	832	4,542	-45	98,804	160	-449	0	0	-15	NA	104,967
2008年	-261	-4,663	-9,400	433	-25,851	-1,122	-2,955	-106	0	-263	NA	-44,188
2009年	264	-2,644	337	-602	-67,885	-2,705	-6,588	-23	0	26	NA	-79,820
2010年	1,226	6,768	-4,166	-1,305	1,629	-3,509	-72	-217	0	511	NA	865
2011年	2,911	11,489	-3,033	-36	34,035	-4,357	-2,878	-268	0	-473	NA	37,390
2012年	-1,998	15,030	-737	-1,915	23,433	-3,102	-5,361	-35	0	-1,224	NA	24,091
2013年	-20,842	17,826	-2,954	-34	1,894	-1,347	-6,255	-571	0	-3,219	NA	-15,502

出所：日本銀行「国際収支統計」

注：貸借取引は除く。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：ネットのプラス（+）は取得超、マイナス（-）は処分超を表す。

注：ケイマン諸島は、中南米に含まれる。

注：欧州について、2008年までは西欧のデータ、2009年以降は欧州のデータ。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

勝田：日本の国債保有構造の現状

もに上昇傾向であることが読み取れる。アフリカに区分されている主な国は、南アフリカ共和国である。しかしながら、2012年末のデータでは、南アフリカ共和国が保有する日本の中長期債は1億円未満となっている。

非居住者（外国人）の地域別による中長期債取得・処分状況（ネット）も確認しておこう。図表6は、非居住者（外国人）の地域別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）を年次で示したものである。図表6から、①2008年と2009年に非居住者（外国人）全体が大幅な処分超となっているが、北米と欧州の大幅な処分超がその大きな要因であること、②2011年と2012年に非居住者（外国人）全体が大幅な取得超となっているが、北米と欧州の大幅な取得超がその大きな要因であること、③2013年に非居住者（外国人）全体が大幅な処分超となっているが、アジアの大幅な処分超がその大きな要因であること、の3点が確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造における非居住者（外国人）の動向を年次で確認した。次項以下では、①2008年と2009年における北米と欧州の大幅な日本の中長期債処分超に寄与した欧州の国、②2011年と2012年における北米と欧州の大幅な日本の中長期債取得超に寄与した欧州の国、③2013年における大幅な日本の中長期債処分超に寄与したアジアの国、をそれぞれ特定する。

4-2 日本の中長期債保有構造における欧州の国別保有残高と保有割合

先に、図表5から、欧州による日本の中長期債保有残高と保有割合がともに上昇傾向であることが読み取れることを指摘した。ここでは、欧州に区分されている主な国であるドイツ、イギリス、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スイス、スウェーデン、スペインが保有する日本の中長期債保有残高と保有割合を確認する。図表7は、欧州に区分されている主な国による日本の中長期債保有残高と保有割合を示したものである。以下では、図表7から読み取れることを確認する。

イギリスによる日本の中長期債保有残高と保有割合は、2007年末以降、

図表7 日本の中長期債保有構造における欧州の国別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	非居住者 (外国人) 合計	欧州合計	ドイツ	イギリス	フランス	オランダ	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク	スイス
1996年末	221,061	155,814	12,563 (8.1)	91,863 (59.0)	4,358 (2.8)	646 (0.4)	19 (0.0)	3,169 (2.0)		37,712 (24.2)
1997年末	318,211	202,276	10,435 (5.2)	130,056 (64.3)	16,998 (8.4)	2,061 (1.0)	576 (0.3)	5,060 (2.5)		29,882 (14.8)
1998年末	277,963	178,375	14,839 (8.3)	108,255 (60.7)	20,128 (11.3)	1,465 (0.8)	731 (0.4)	1,736 (1.0)		23,221 (13.0)
1999年末	276,704	151,205	8,783 (5.8)	104,149 (68.9)	5,550 (3.7)	1,226 (0.8)	2,846 (1.9)	2,361 (1.6)		17,714 (11.7)
2000年末	305,855	173,453	7,572 (4.4)	120,433 (69.4)	7,524 (4.3)	4,672 (2.7)	3,917 (2.3)	3,094 (1.8)		11,644 (6.7)
2001年末	335,456	194,525	8,651 (4.4)	143,595 (73.8)	8,452 (4.3)	1,688 (0.9)	1,502 (0.8)	899 (0.5)	3,365 (1.7)	8,613 (4.4)
2002年末	277,988	157,004	12,323 (7.8)	100,387 (63.9)	9,385 (6.0)	5,750 (3.7)	1,523 (1.0)	4,281 (2.7)	3,563 (2.3)	6,587 (4.2)
2003年末	271,076	173,630	12,089 (7.0)	99,727 (57.4)	10,531 (6.1)	6,818 (3.9)	971 (0.6)	2,676 (1.5)	13,648 (7.9)	12,749 (7.3)
2004年末	338,463	218,727	10,723 (4.9)	137,261 (62.8)	9,742 (4.5)	8,003 (3.7)	832 (0.4)	7,693 (3.5)	14,718 (6.7)	10,438 (4.8)
2005年末	414,281	249,717	8,619 (3.5)	165,679 (66.3)	18,033 (7.2)	4,991 (2.0)	3,141 (1.3)	7,129 (2.9)	10,426 (4.2)	6,717 (2.7)
2006年末	495,789	294,501	5,409 (1.8)	213,880 (72.6)	23,768 (8.1)	5,862 (2.0)	1,390 (0.5)	1,548 (0.5)	12,951 (4.4)	9,801 (3.3)
2007年末	602,032	364,416	2,340 (0.6)	275,497 (75.6)	29,964 (8.2)	5,509 (1.5)	4,889 (0.2)	1,704 (0.5)	14,010 (3.8)	10,547 (2.9)
2008年末	506,501	267,459	4,317 (1.6)	167,764 (62.7)	37,583 (14.1)	3,442 (1.3)	4,589 (1.7)	11,303 (4.2)	10,916 (4.1)	6,972 (2.6)
2009年末	422,357	198,418	2,950 (1.5)	120,507 (60.7)	16,189 (8.2)	3,377 (1.7)	5,390 (2.7)	12,912 (6.5)	8,531 (4.3)	7,124 (3.6)
2010年末	428,768	184,716	4,463 (2.4)	90,656 (49.1)	8,980 (4.9)	2,537 (1.4)	5,403 (2.9)	16,606 (9.0)	12,526 (6.8)	20,203 (10.9)
2011年末	457,297	192,023	4,999 (2.6)	88,948 (46.3)	3,184 (1.7)	3,068 (1.6)	5,230 (2.7)	24,101 (12.6)	13,994 (7.3)	23,974 (12.5)
2012年末	495,042	197,202	3,653 (1.9)	74,317 (37.7)	5,796 (2.9)	2,624 (1.3)	5,016 (2.5)	27,599 (14.0)	12,999 (6.6)	34,958 (17.7)

出所：日本銀行「国際収支統計」(証券投資等(負債)残高地域別統計)

注：()内の数字は、欧州合計に占めるそれぞれの国の割合を示す。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：イギリスの保有残高にケイマン諸島の保有残高は含まれない。

注：欧州合計について、2009年末までは西欧のデータでロシアを含まれないが、2010年末以降は欧州のデータでロシアを含む。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

注：スウェーデン、スペイン、ロシアは除外した。

勝田：日本の国債保有構造の現状

ともに低下傾向であることが読み取れる。イギリスの保有残高には、ケイマン諸島の保有残高は含まれていない。前項でも述べたように、ケイマン諸島の保有残高は、欧州ではなく中南米に区分されている。イギリスによる中長期債の保有残高が非常に多いが、最終的な投資家がイギリス国籍とは限らない。イギリスは国際的な金融取引の中心地であるため、イギリス国籍以外の投資家がイギリス国籍の金融取引業者を通して日本の中長期債に投資していることが指摘されている。ドイツとフランスによる日本の中長期債保有残高と保有割合から、表中のイギリスによる日本の中長期債保有残高と保有割合のほとんどは、イギリス国籍以外の投資家によるものと推測される。そして、イギリス国籍以外の投資家には、中国の投資家も含まれる。「投資急増に伴う日本国内の懸念を避けるため、中国が国際的な金融取引の中心地である英国経由でも対日投資を進めているとの見方が市場では根強い」との報道がある²⁹⁾。

その他に図表7から読み取れることとしては、2010年末以降、ベルギーとスイスによる日本の中長期債保有残高と保有割合がともに上昇傾向であるということが挙げられる。ベルギーについてはその要因が不明だが、スイスについては、スイス国立銀行の外貨準備運用がその要因であると推測される。スイスの中央銀行であるスイス国立銀行は、欧州債務問題への懸念からユーロ安・スイスフラン高が進行する中、2009年から2010年にかけて大規模なスイスフラン売り・ユーロ買いの為替介入を行った。そして、外貨準備の運用・投資の分散という観点から、外貨準備のいくらかを円に換え、日本国債で運用した可能性が考えられる。しかしながら、後でみるように、スイスによる日本の中長期債取得・処分状況（ネット）のデータでは、スイスが2009年末以降、日本の中長期債について取得超であるという形跡がみられない。したがって、スイス国立銀行が外貨準備を日本国債で運用したのではないかというのはあくまで推測であり、スイスの民間金

29) <http://www.bloomberg.co.jp/news/123-MD1YPE0UQVI901.html>

図表 8 欧州の国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）

単位：億円

	ドイツ	イギリス	フランス	オランダ	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク	スイス	アイスランド	ノルウェー	欧州合計
2005年	-364	46,361	5,375	-283	-211	5,991	-1,654	334	1,750	-61	57,238
2006年	-173	67,121	-1,448	-156	-641	8,370	-6,418	1,013	-1,753	-1,017	64,898
2007年	50	86,112	11,175	-377	-345	6,014	-5,450	488	2,616	-807	99,476
2008年	514	-24,408	-2,948	644	762	3,586	-2,230	-1,085	-543	-304	-26,012
2009年	-749	-43,885	-19,201	-459	-1,064	4,584	-2,234	-603	14	-183	-63,780
2010年	1,902	1,185	-556	-243	-655	2,495	-1,090	2,246	75	-58	5,301
2011年	99	31,246	5,061	-339	-598	6,535	-4,254	-327	875	-77	38,221
2012年	610	29,596	-2,558	162	-581	1,967	-2,392	147	-3	-253	26,695
2013年	2,627	3,736	-4,867	1,064	-47	2,722	-2,148	480	-24	-889	2,654

出所：日本銀行「国際収支統計」

注：貸借取引は除く。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：ネットのプラス（+）は取得超、マイナス（-）は処分超を表す。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

注：スウェーデン、スペイン、オーストリア、フィンランド、デンマーク、ポルトガル、ギリシャは除外した。

融機関を経由した他国による日本国債の保有であった可能性も残る。この問題については、今後の課題として検証することが必要となる。

欧州の国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）も確認しておこう。図表8は、欧州の国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）を年次で示したものである。図表8から、①2008年に欧州全体が大幅な処分超となっているが、イギリスの大幅な処分超がその大きな要因であること、②2009年に欧州全体が大幅な処分超となっているが、イギリスとフランスの大幅な処分超がその大きな要因であること、③2011年と2012年に欧州全体が大幅な取得超となっているが、イギリスの大幅な取得超がその大きな要因であること、の3点が確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造における欧州の投資家の動向を年次で確認した。本項で明らかになったことは、①図表6の2008年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、イギリスがその大きな要因であること、②図表6の2009年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、イギリスとフランスがその大きな要因であること、③図表6の2011年と2012年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の取得超は、ともにイギリスがその大きな要因であること、の3点である。

4-3 日本の中長期債保有構造におけるアジアの国別保有残高と保有割合

先に、図表5から、アジアによる日本の中長期債保有残高と保有割合がともに上昇傾向であることが読み取れ、とりわけ、2010年末以降は20%を超えている点を指摘した。ここでは、アジアに区分されている主な国・地域である中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インドが保有する日本の中長期債残高と保有割合を確認する。図表9は、アジアに区分されている主な国・地域別の中長期債保有額と保有割合を示したものである。以下では、図表9から読み取れることを確認する。

図表9 日本の中長期債券保有構造におけるアジアの国別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	アジア 合計	中国	香港	韓国	シンガポール	タイ	マレーシア	フィリピン
1996年末	221,061	268 (1.4)	3,632 (18.3)	1,274 (6.4)	11,148 (56.1)	1,174 (5.9)	690 (3.5)	511 (2.6)
1997年末	318,211	882 (1.7)	31,560 (61.0)	265 (0.5)	15,459 (29.9)	1,009 (1.9)	624 (1.2)	0 (0.0)
1998年末	277,963	249 (1.0)	4,209 (16.9)	1,233 (5.0)	13,060 (52.4)	3,849 (15.5)	469 (1.9)	87 (0.3)
1999年末	276,704	42,475 (3.7)	4,117 (9.7)	3,955 (9.3)	26,577 (62.6)	4,560 (10.7)	455 (1.1)	361 (0.8)
2000年末	305,855	2,000 (3.4)	6,103 (10.3)	6,706 (11.3)	36,224 (60.9)	4,365 (7.3)	2,890 (4.9)	120 (0.2)
2001年末	335,456	7,751 (13.3)	7,643 (13.1)	8,947 (15.3)	24,049 (41.2)	4,534 (7.8)	3,859 (6.6)	572 (1.0)
2002年末	277,988	8,979 (16.2)	7,283 (13.1)	9,320 (16.8)	19,806 (35.8)	4,554 (8.2)	3,830 (6.9)	733 (1.3)
2003年末	271,076	44,497 (20.3)	5,352 (12.0)	9,946 (22.4)	15,489 (34.8)	591 (1.3)	2,641 (5.9)	554 (1.2)
2004年末	338,463	54,294 (13.5)	2,178 (4.0)	15,382 (28.3)	18,251 (33.6)	575 (1.1)	2,785 (5.1)	597 (1.1)
2005年末	414,281	67,523 (18.7)	2,919 (4.3)	16,552 (24.5)	23,912 (35.4)	648 (1.0)	2,773 (4.1)	626 (0.9)
2006年末	495,789	70,492 (18.3)	3,771 (5.3)	11,596 (16.5)	27,866 (39.5)	752 (1.1)	3,194 (4.1)	520 (0.7)
2007年末	602,032	83,577 (20.3)	28,424 (34.0)	4,524 (5.4)	36,969 (44.2)	724 (0.9)	4,108 (4.9)	142 (0.2)
2008年末	506,501	77,965 (19.2)	32,809 (42.1)	4,042 (5.2)	25,025 (32.1)	1,289 (1.7)	2,717 (3.5)	3,830 (4.9)
2009年末	422,357	82,092 (22.0)	33,432 (40.7)	4,297 (5.2)	25,041 (30.5)	5,083 (6.2)	2,896 (3.5)	3,871 (4.7)
2010年末	428,768	93,650 (24.2)	40,869 (43.6)	8,205 (8.8)	23,463 (25.1)	4,664 (5.0)	1,483 (1.6)	6,335 (6.8)
2011年末	457,297	110,037 (26.2)	56,603 (51.4)	5,911 (5.4)	26,709 (24.3)	3,262 (3.0)	892 (0.8)	8,429 (7.7)
2012年末	495,042	123,698 (25.0)	65,990 (53.3)	10,087 (8.2)	23,482 (19.0)	5,583 (4.5)	822 (0.7)	7,342 (5.9)

出所：日本銀行「国際収支統計」(証券投資等(負債) 残高地域別統計)

注：() 内の数字は、アジア合計に占めるそれぞれの国・地域の割合を示す。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

注：台湾、インドネシア、ベトナム、インドは除外した。

勝田：日本の国債保有構造の現状

中国による日本の中長期債保有残高と保有割合は、2000年代に入り、ともにも上昇傾向であることが読み取れる。上昇傾向と言うより、急増していると言ったほうが正確であろう。中国による日本の中長期債保有残高が急増している理由は、人民元の上昇を抑えるために実施された為替介入によって中国政府が米ドルで保有する外貨準備が急増し、その運用・投資の分散という観点から、日本国債を購入しているからであると考えられる³⁰⁾。中国の外貨準備高は、2012年に過去最高となる約3兆3,311億ドル（1ドル＝100円で換算すると、約333兆1,100億円）となっている³¹⁾。

シンガポールによる日本の中長期債保有残高は上昇傾向とも低下傾向とも言えない。しかしながら、シンガポールによる日本の中長期債保有割合は、1999年末以降、低下傾向であることが読み取れる。2006年末には39.5%、2007年末には44.2%と一旦上昇しているが、2006年末と2007年末を除けば、1999年末以降は低下傾向となっている。2007年末以降、再度低下傾向になっているということも言えよう。シンガポールによる日本の中長期債保有割合が低下している理由としては、2007年の夏に発生したパリバ・ショック以降の世界的な金融不安が影響しているとも考えられるし、中国による日本の中長期債保有割合が上昇していることも考えられる。シンガポールの外貨準備高は、2012年のデータで約2591億ドル（1ドル＝100円で換算すると、約25兆9,100億円）となっている³²⁾。シンガポールによる日本の中長期債保有残高が非常に多いが、最終的な投資家がシンガポール国籍とは限らない。シンガポールはアジアにおける金融取引の中心地であるため、シンガポール国籍以外の投資家がシンガポール国籍の金融取引業者を通して日本の中長期債に投資していると思われる。他のアジア諸国による日本の中長期債保有残高と保有割合から、図表9中のシンガポールに

30) http://www.nikkei.com/article/DGXNASGC03001_T00C12A6NN1000/（日本経済新聞電子版2012年6月4日「日本国債、中国の保有拡大 外貨準備を円に」）

31) http://www.jetro.go.jp/world/asia/cn/stat_01/

32) http://www.jetro.go.jp/world/asia/sg/stat_01/

図表10 アジアの国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）

単位：億円

	中国	香港	台湾	韓国	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	ベトナム	インド	アジア合計
2005年	2,556	630	-11	-506	7,148	176	0	-182	-64	0	0	9,747
2006年	-233	1,048	51	-1,623	2,495	-309	10	273	-137	0	19	1,594
2007年	1,715	465	-64	-4,363	3,491	-104	0	-96	-6	0	100	1,138
2008年	1,760	2,036	20	-745	-3,119	566	-60	-1,190	428	70	1	-233
2009年	-1,200	-1,096	175	149	-372	3,159	-1	102	-514	0	-17	385
2010年	-374	4,009	372	595	-1,845	-783	0	-529	-105	-70	-84	1,186
2011年	5,414	-3,977	70	28	1,383	-1,242	-1	-129	1,490	-40	-34	2,962
2012年	3,735	-1,013	4	762	-6,171	1,314	-17	-84	-179	-190	-42	-1,881
2013年	-23,766	-940	-102	-503	5,385	-267	-6	-476	-17	-95	-12	-20,799

出所：日本銀行「国際収支統計」

注：貸借取引は除く。

注：中長期債とは、発行時の満期が1年超の債券を指す。

注：ネットのプラス（+）は取得超、マイナス（-）は処分超を表す。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

勝田：日本の国債保有構造の現状

よる日本の中長期債保有残高と保有割合のほとんどは、シンガポール国籍以外の投資家によるものと推測される。シンガポール国籍以外の投資家には、中国の投資家も含まれる。

その他に図表9から読み取れることとしては、タイとフィリピンによる日本の中長期債保有残高と保有割合が、2008年末以降、ともに上昇傾向であるということが挙げられる。しかし、中国やシンガポールによる日本の中長期債保有残高及び保有割合と比較すると、まだ低い。「アジア新興国については、経済成長に伴い外貨準備高が近年増加しており、その資金の一部が日本への債券投資に振り向けられている」³³⁾ものと考えられる。タイの外貨準備高は、2012年のデータで約1733億ドルとなっている³⁴⁾。フィリピンの外貨準備高は、2012年のデータで約735億ドルとなっている³⁵⁾。

アジアの国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）も確認しておこう。図表10は、アジアの国別による日本の中長期債取得・処分状況（ネット）を年次で示したものである。図表10から、2013年にアジア全体が大幅な処分超となっているが、中国の大幅な処分超がその大きな要因であることが確認できる。

以上、日本の中長期債保有構造におけるアジアの投資家の動向を年次で確認した。本項で明らかになったことは、図表6の2013年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は、中国がその大きな要因であること、の1点である。

4-4 日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と保有割合

図表11は、日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と地域別保有割合を年次で示したものである。図表12は、欧州に

33) 財務省理財局『債務管理レポート2013』、34頁

34) http://www.jetro.go.jp/world/asia/th/stat_01/

35) http://www.jetro.go.jp/world/asia/ph/stat_01/

図表II 日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の地域別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	アジア	北米	中南米	大洋州	欧州	東欧・ロシア等	中東	アフリカ	国際機関
非居住者 (外国人) 合計									
1996年末	58,042	15,351 (26.4)	7,116 (12.3)	2,371 (4.1)	789 (1.4)	20,984 (36.2)	25 (0.0)	14 (0.0)	10,841 (18.7)
1997年末	75,467	16,253 (21.5)	13,805 (18.3)	394 (0.5)	1,087 (1.4)	27,128 (35.9)	1,448 (1.9)	13 (0.1)	13,321 (17.7)
1998年末	18,653	18,653 (18.3)	11,408 (11.2)	133 (0.1)	3,406 (3.3)	54,288 (53.4)	2,383 (2.3)	13 (0.0)	9,994 (9.8)
1999年末	62,605	23,728 (37.9)	7,119 (11.4)	477 (0.8)	3,821 (6.1)	15,235 (24.3)	919 (1.5)	0 (0.0)	10,436 (16.7)
2000年末	54,062	15,823 (29.3)	13,110 (24.2)	217 (0.4)	3,214 (5.9)	8,018 (14.8)	305 (0.6)	14 (0.0)	12,513 (23.1)
2001年末	46,429	6,186 (13.3)	14,763 (31.8)	391 (0.8)	3,694 (8.0)	12,682 (27.3)	-	0 (0.0)	8,714 (18.8)
2002年末	46,327	6,574 (14.2)	15,185 (32.8)	0 (0.0)	1,190 (2.6)	11,435 (24.7)	-	-	8,804 (19.0)
2003年末	56,804	5,103 (9.0)	16,095 (28.3)	-	11 (0.0)	11,168 (19.7)	3,139 (6.8)	-	20,278 (35.7)
2004年末	88,523	7,223 (8.2)	19,259 (21.8)	-	4 (0.0)	34,434 (38.9)	3,128 (3.5)	-	24,475 (27.6)
2005年末	76,891	7,689 (10.0)	3,890 (5.1)	0 (0.0)	5,391 (7.0)	27,462 (35.7)	1,200 (1.6)	-	30,089 (39.1)
2006年末	108,402	19,312 (17.8)	1,138 (1.0)	115 (0.1)	10,422 (9.6)	42,104 (38.8)	-	-	34,112 (31.5)
2007年末	192,526	19,925 (10.3)	911 (0.5)	241 (0.1)	1,486 (0.8)	98,333 (51.1)	303 (0.2)	0 (0.0)	57,302 (29.8)
2008年末	210,322	21,061 (10.0)	1,168 (0.6)	2,139 (1.0)	1,141 (0.5)	118,475 (56.3)	905 (0.4)	0 (0.0)	53,471 (25.4)
2009年末	232,887	36,599 (15.7)	15,990 (6.9)	3,317 (1.4)	1,845 (0.8)	109,627 (47.1)	3,086 (1.3)	649 (0.3)	61,527 (26.4)
2010年末	290,376	108,382 (37.3)	19,823 (6.8)	6,873 (2.4)	1,705 (0.6)	85,402 (29.4)	1,845 (0.6)	108 (0.0)	49,464 (17.0)
2011年末	459,094	170,940 (37.2)	40,056 (8.7)	10,766 (2.3)	3,109 (0.7)	168,043 (36.6)	2,550 (0.6)	215 (0.0)	53,661 (11.7)
2012年末	474,442	180,866 (38.1)	15,400 (3.2)	18,460 (3.9)	10,225 (2.2)	170,916 (36.0)	2,759 (0.6)	263 (0.1)	54,383 (11.5)

出所：日本銀行「国際収支統計」（証券投資等（負債）残高地域別統計）

注：（ ）内の数字は、非居住者（外国人）合計に占めるそれぞれの地域の割合を示す。

注：短期債とは、発行時の満期が1年以内の債券やコマースチャルペーパーなどの短期の金融市場商品指す。

注：ケイマン諸島の保有残高は中南米に含まれる。

注：欧州については、2009年末までは西欧のデータでロシアを含まないが、2010年末以降は欧州のデータでロシアを含む。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

図表12 日本の短期債保有構造における欧州の国別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	非居住者		ドイツ	イギリス	フランス	オランダ	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク	スイス
	(外国人)	合計								
1996年末	58,042	20,984	29 (0.1)	1,646 (7.8)	2,504 (11.9)	3,161 (15.1)	0 (0.0)	1,460 (7.0)	1,460 (7.0)	8,729 (41.6)
1997年末	75,467	27,128	213 (0.8)	7,268 (26.8)	826 (3.0)	2,890 (10.7)	150 (0.6)	4,464 (16.5)	4,464 (16.5)	9,119 (33.6)
1998年末	18,653	54,288	2,704 (5.0)	17,856 (32.9)	9,392 (17.3)	2,215 (4.1)	530 (1.0)	4,402 (8.1)	4,402 (8.1)	13,793 (25.4)
1999年末	62,605	15,235	242 (1.6)	3,679 (24.1)	3,259 (21.4)	1,430 (9.4)	1,643 (10.8)	919 (6.0)	919 (6.0)	274 (1.8)
2000年末	54,062	8,018	361 (4.5)	1,498 (18.7)	361 (4.5)	264 (3.3)	1,587 (19.8)	162 (2.0)	162 (2.0)	255 (3.2)
2001年末	46,429	12,682	260 (2.1)	3,547 (28.0)	345 (2.7)	1,687 (13.3)	3,905 (30.8)	292 (2.3)	292 (2.3)	6 (0.0)
2002年末	46,327	11,435	90 (0.8)	5,335 (46.7)	542 (4.7)	70 (0.6)	2,177 (19.0)	840 (7.3)	840 (7.3)	267 (2.3)
2003年末	56,804	11,168	65 (0.6)	3,395 (30.4)	1,730 (15.5)	170 (1.5)	2,996 (26.8)	559 (5.0)	559 (5.0)	0 (0.0)
2004年末	88,523	34,434	9,090 (26.4)	4,157 (12.1)	7,651 (22.2)	689 (2.0)	2,452 (7.1)	390 (1.0)	390 (1.0)	150 (0.4)
2005年末	76,891	27,462	11,071 (40.3)	4,076 (14.8)	4,464 (16.3)	2 (0.0)	1,445 (5.3)	1,531 (5.6)	1,531 (5.6)	3,065 (11.2)
2006年末	108,402	42,104	1,541 (3.7)	14,172 (33.7)	14,322 (34.0)	2,049 (4.9)	3,090 (7.3)	100 (0.2)	2,250 (5.3)	61 (0.1)
2007年末	192,526	98,333	1,671 (1.7)	18,309 (18.6)	57,094 (58.1)	2,772 (2.8)	3,690 (3.8)	160 (0.2)	6,643 (6.8)	0 (0.0)
2008年末	210,322	118,475	712 (0.6)	11,727 (9.9)	76,635 (64.7)	862 (0.7)	1,751 (1.5)	15,224 (12.8)	4,822 (4.1)	81 (0.1)
2009年末	232,887	109,627	1,462 (1.3)	20,919 (19.1)	62,269 (56.8)	1,451 (1.3)	1,175 (1.1)	13,039 (11.9)	5,553 (5.1)	180 (0.2)
2010年末	290,376	85,402	2,478 (2.9)	8,511 (10.0)	47,195 (55.3)	1,645 (1.9)	1,257 (1.5)	6,677 (7.8)	3,082 (3.6)	4,898 (5.7)
2011年末	459,094	168,043	2,804 (1.7)	25,936 (15.4)	49,615 (29.5)	1,812 (1.1)	710 (0.4)	17,287 (10.3)	58,241 (34.7)	2,650 (1.6)
2012年末	474,442	170,916	1,387 (0.8)	14,396 (8.4)	56,798 (33.2)	3,371 (2.0)	1,285 (0.8)	12,225 (7.2)	68,417 (40.0)	4,046 (2.4)

出所：日本銀行「国際収支統計」(証券投資等(負債)残高地域別統計)

注：() 内の数字は、欧州合計に占めるそれぞれの国の割合を示す。

注：短期債とは、発行時の満期が1年以内の債券やコマースヤルバーバーなどの短期の金融市場商品を指す。

注：イギリスの保有残高にケイマン諸島の保有残高は含まれない。

注：欧州合計について、2009年末までは西欧のデータでロシアを含むが、2010年末以降は欧州のデータでロシアを含む。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

注：スウェーデン、スペイン、ロシアは除外した。

区分されている主な国による日本の短期債保有残高と保有割合を示したものである。図表13は、アジアに区分されている主な国・地域別の日本の短期債保有額と保有割合を示したものである。以下では、図表11、図表12、図表13から読み取れることを確認し、図表4における2006年12月以降の非居住者（外国人）による国庫短期証券保有残高の上昇に寄与した国を特定する。

まずアジアと欧州以外の地域について、図表11から読み取れることを確認しておこう。図表11から、①北米による日本の短期債保有残高が、2009年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②中南米による日本の短期債保有残高が、2012年末にその前年と比較して増加していること、③中東による日本の短期債保有残高が、2007年末、2010年末、2012年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、の3点が確認できる。北米に区分されている主な国は、本稿の4-1で述べたものと同様である。北米が保有する日本の短期債の残高は、ほとんどがアメリカによるものである。2012年末のデータでは、北米が保有する日本の短期債残高のうち、90.1%がアメリカによるものである。中南米に区分されている主な国は、本稿の4-1で述べたものと同様である。中南米が保有する日本の短期債残高は、ほとんどがケイマン諸島によるものである。2012年末のデータでは、中南米が保有する日本の短期債残高のうち、80.8%がケイマン諸島によるものである。中東に区分されている主な国は、本稿の4-1で述べたものと同様である。中東が保有する日本の短期債の残高は、ほとんどがアラブ首長国連邦（UAE）によるものである。2012年末のデータでは、中東が保有する日本の短期債残高のうち、70.1%がアラブ首長国連邦（UAE）によるものである。

次に欧州について、図表12から読み取れることを確認しよう。図表12から、①イギリスによる日本の短期債保有残高が、2006年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②フランスによる日本の短期債保有残高が、2006年末、2007年末、2008年末にそれぞれの前年と比較し

勝田：日本の国債保有構造の現状

図表13 日本の短期債保有構造におけるアジアの国別保有残高と保有割合

単位：億円、%

	アジア 合計	中国	香港	韓国	シンガポール	タイ	インドネシア	マレーシア	インド
1996年末	58,042	3,790 (24.7)	4,521 (29.5)	45 (0.3)	2,146 (14.0)	1,966 (12.8)	128 (0.8)	16 (0.1)	1,597 (10.4)
1997年末	75,467	3,025 (18.6)	4,172 (25.7)	0 (0.0)	1,082 (6.7)	3,076 (18.9)	2,827 (17.4)	16 (0.1)	1,963 (12.1)
1998年末	18,653	3,699 (19.8)	2,395 (12.8)	0 (0.0)	4,674 (25.1)	3,211 (17.2)	518 (2.8)	3,089 (16.6)	961 (5.2)
1999年末	62,605	2,621 (11.0)	4,950 (20.9)	2,423 (10.2)	4,948 (20.9)	1,997 (8.4)	752 (3.2)	4,966 (20.9)	708 (3.0)
2000年末	54,062	2,181 (13.8)	2,071 (13.1)	3,013 (19.0)	1,881 (11.9)	1,353 (8.6)	340 (2.1)	3,879 (24.5)	710 (4.5)
2001年末	46,429	1,260 (20.4)	0 (0.0)	1,828 (29.5)	685 (11.1)	1,208 (19.5)	304 (4.9)	640 (10.3)	60 (1.0)
2002年末	46,327	60 (0.9)	1,330 (20.2)	2,400 (36.5)	250 (3.8)	2,360 (35.9)	-	74 (1.1)	-
2003年末	56,804	70 (1.4)	981 (19.2)	221 (4.3)	1,183 (23.2)	2,607 (51.1)	-	40 (0.8)	-
2004年末	88,523	0 (0.0)	1,458 (20.2)	814 (11.3)	2,360 (32.7)	2,591 (35.9)	-	-	-
2005年末	76,891	0 (0.0)	3,582 (46.6)	373 (4.9)	1,541 (20.0)	2,186 (28.4)	-	-	-
2006年末	108,402	2,409 (12.5)	11,256 (58.3)	321 (1.7)	1,530 (7.9)	3,561 (18.4)	235 (1.2)	-	-
2007年末	192,526	270 (1.4)	9,969 (50.0)	34 (0.2)	3,713 (18.6)	5,760 (28.9)	170 (0.9)	-	9 (0.0)
2008年末	210,322	33 (0.2)	8,660 (41.1)	0 (0.0)	5,963 (28.3)	5,950 (28.3)	150 (0.7)	300 (1.4)	5 (0.0)
2009年末	232,887	720 (2.0)	1,498 (4.1)	80 (0.2)	11,331 (31.0)	21,000 (57.4)	1,612 (4.4)	250 (0.7)	0 (0.0)
2010年末	290,376	63,983 (59.0)	4,941 (4.6)	32 (0.0)	16,133 (14.9)	21,450 (19.8)	1,716 (1.6)	0 (0.0)	0 (0.0)
2011年末	459,094	170,940 (122.935 (71.9)	8,477 (5.0)	50 (0.0)	20,944 (12.3)	17,172 (10.0)	1,236 (0.7)	0 (0.0)	18 (0.0)
2012年末	474,442	180,866 (138,949 (76.8)	3,551 (2.0)	375 (0.2)	18,284 (10.1)	18,897 (10.4)	640 (0.4)	0 (0.0)	18 (0.0)

出所：日本銀行「国際収支統計」(証券投資等(負債) 残高地域別統計)

注：() 内の数字は、アジア合計に占めるそれぞれの国・地域の割合を示す。

注：短期債とは、発行時の満期が1年以内の債券やコマース・ペーパーなどの毎期の金融市場商品を目指す。

注：対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

注：台湾、フィリピン、ベトナムは除外した。

て増加していること、③ベルギーによる日本の短期債保有残高が、2008年末にその前年と比較して増加していること、④ルクセンブルクによる日本の短期債保有残高が、2011年末にその前年と比較して増加していること、の4点が確認できる。

最後にアジアについて、図表13から読み取れることを確認しよう。図表13から、①中国による日本の短期債保有残高が、2010年末と2011年末にそれぞれの前年と比較して増加していること、②香港による日本の短期債保有残高が、2006年末にその前年と比較して増加していること、③シンガポールによる日本の短期債保有残高が、2009年末にその前年と比較して増加していること、④タイによる日本の短期債保有残高が、2009年末にその前年と比較して増加していること、の4点が確認できる。

以上、日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の動向を年次で確認した。図表4における2006年12月以降の非居住者（外国人）の保有残高上昇に寄与した国を特定しよう。日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の保有割合上昇に寄与した国は、2006年が主に香港・イギリス・フランス、2007年が主にフランスとアラブ首長国連邦（UAE）、2008年が主にフランス・ベルギー・アラブ首長国連邦（UAE）、2009年が主にアメリカ・シンガポール・タイ、2010年が主に中国・アラブ首長国連邦（UAE）、2011年が主にアメリカ・イギリス・ルクセンブルク・中国、2012年が主にケイマン諸島・アラブ首長国連邦（UAE）である。その要因は、主に当該国の外貨準備運用が中心であると考えられる。

5. お わ り に

本稿の目的は、2013年12月末時点における日本の国債保有構造の現状を、日本銀行が公表している資金循環統計と国際収支統計のデータから非居住者（外国人）を中心に検討し、非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにすることであった。

勝田：日本の国債保有構造の現状

本稿では、まず先行研究について述べた。その上で、本稿の位置付けを確認した。次に、日本の国債保有構造をデータ面から検討した。具体的には、非居住者（外国人）を中心に、投資主体別の日本国債保有残高と保有割合を検討した。その後、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握した。

本稿で確認できたことは、以下の2点である。

第1に、2008年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超はイギリスが要因、2009年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超はイギリスとフランスが要因、2011年と2012年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の取得超はイギリスが要因、2013年における非居住者（外国人）による日本の中長期債の処分超は中国が要因である、ということである。このことは、世界金融危機時には主にイギリス経由で日本の中長期債に投資していた非居住者（外国人）が資金を引き揚げ、欧州債務危機時にはリスク回避としてイギリス経由で日本の中長期債に再び投資し始めたことを示している。また、2013年に入り、日本の中長期債保有における非居住者（外国人）は、欧州中心からアジア中心へと変化しつつあることも示している。

第2に、2006年12月以降の日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の保有残高上昇に寄与した国は、2006年が主に香港・イギリス・フランス、2007年が主にフランスとアラブ首長国連邦（UAE）、2008年が主にフランス・ベルギー・アラブ首長国連邦（UAE）、2009年が主にアメリカ・シンガポール・タイ、2010年が主に中国・アラブ首長国連邦（UAE）、2011年が主にアメリカ・イギリス・ルクセンブルク・中国、2012年が主にケイマン諸島・アラブ首長国連邦（UAE）である、ということである。このことは、日本の短期債保有構造における非居住者（外国人）の内訳が、年によって異なるということを示している。

以上をまとめると、次のようになる。すなわち、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）は、年によってその内訳が異なり、しかも近年

では欧州中心からアジア中心へと変化しつつある。そのような中で、非居住者（外国人）による日本国債の保有動機を考慮した国債保有構造の分析が求められているのではないだろうか。外貨準備や政府系ファンド（SWF）などの公的な非居住者（外国人）と銀行やヘッジファンドなどの私的な非居住者（外国人）では、日本国債に対する保有動機（投資行動）は異なる。外貨準備や政府系ファンド（SWF）などの公的な非居住者（外国人）は、投資資金を負債でファイナンスしているわけではないため、比較的安定的な投資主体であると考えられる。一方、銀行やヘッジファンドなどの私的な非居住者は、投資資金を負債でファイナンスしているため、安定的な投資主体ではないと考えられる。日本国債に対する保有動機（投資行動）が異なる非居住者（外国人）が日本の国債市場に与える影響は同じなのか、それとも異なるのか。それらの点を踏まえた日本の国債保有構造分析が今後求められよう。

参 考 文 献

【著書】

- 『図説 日本の証券市場 2012年版』, 公益財団法人日本証券経済研究所, 2012年3月
岩田規久男編著『金融政策の論点』, 東洋経済新報社, 2000年
梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』, 東洋経済新報社, 2013年3月
北岡孝義『アベノミクスの危険な罠』, PHP 研究所, 2013年6月
柴崎 健『金融緩和のもとでの国債リスク』, 中央経済社, 2014年1月
代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』, 税務経理協会, 2007年2月
代田純編著『金融危機と証券市場の再生』, 同文館出版, 2010年3月
代田 純『ユーロと国債デフォルト危機』, 税務経理協会, 2012年2月
代田 純『ユーロ不安とアベノミクスの限界』, 税務経理協会, 2014年5月
森田長太郎『国債リスク』, 東洋経済新報社, 2014年2月

【論文】

- 岩井寛章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」, 『証券経済研究』第65号, 日本証券経済研究所, 2009年3月
勝田佳裕「日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状」, 『修道商学』第54巻第2号, 広島修道大学, 2014年2月

勝田：日本の国債保有構造の現状

代田 純「財政投融资改革と公的部門の国債保有」、『証券経済研究』第52号，日本証券経済研究所，2005年12月

中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号，日本証券経済研究所，2009年3月

西尾圭一郎「投資家保有構造から考える日本国債の安定性」、『証研レポート』No. 1679，日本証券経済研究所（大阪研究所），2013年8月

森山茂樹「わが国の公的部門における国債保有の現状について——財政投融资と日本銀行による国債買入を中心に」、『信州大学経済学論集』第57号，2008年1月

代田 純「ユーロの動向と海外投資家の対日投資」，証券レビュー第53巻第12号，2013年12月

【その他】

「新興国を巡る資金フローと景気動向」，日銀レビュー，日本銀行国際局，2010年7月

「日本銀行の政策・業務とバランスシート」，日本銀行企画室，2004年6月

財務省理財局『債務管理レポート2011』

財務省理財局『債務管理レポート2013』

内閣府『年次経済財政報告（平成25年度）』

財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>

日本経済新聞電子版 <http://www.nikkei.com/>

日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>

日本貿易振興機構（ジェトロ）ホームページ <http://www.jetro.go.jp/>

ブルームバーグホームページ <http://www.bloomberg.co.jp/>