

間違いだらけの国債論議 正しくやさしい広報が急務

青山 浩一郎

Grossly Misleading Discussions about Japanese Government Bonds

An urgent agenda: proper and plain publicity

Koichiro Aoyama

1990年代以降、大量に発行されてしまった国債を今後どうするかは、現在のわが国で最大の政策課題になってきた。2000年度あたりまで、正確には森内閣までは、景気回復を最優先して国債の累増には眼をつぶるというのが政府の方針であった。小泉内閣が登場してから、国の債務累積を抑制しようということに政策の方向が転換した。「国債発行を30兆円以内にとどめる」というのが、小泉首相の最初の具体的メッセージであった。それ以来、国債問題が国会でも、マスコミでも、霞ヶ関でも、あらゆる機会にとりあげられている。政府や日本銀行はホームページに国債コーナーを設け、広報活動にもつとめている。

しかしながら、経済用語として、国の政策手段として、この国債ほどわかりにくいものはめずらしい。専門家が使っている用語と、普通の国民が理解できる用語がちがうのだ。結果的に専門家の用語は、事実の隠蔽になっていることが多い。典型的な例が「国債発行30兆円」である。「敗戦」を「終戦」と表現したのとおなじで、政府の国民にたいする欺瞞として、これほど大がかりなものは少ない。わかりやすく「国債の新規発行あるいは増発30兆円」と、なぜ表現しないのだろうか。

そう思ったのが、今回の執筆動機である。

この小論では、国債をめぐる、政府の国民にたいする欺瞞、専門家が一般の人たちにあたえている誤解のいくつかを、できるだけ明らかにしてみたい。

そして、一般国民や多くの投資家が国債問題を正しく認識できるためには、どうしたらよいかを考えてみたい。とりあえず言えることがいくつかある。

わが国最大の課題である国債に関して、政府や日本銀行は正確で平易な広報活動を展開していただきたい。とりわけ財務省、総務省、首相官邸は、債務者としての説明責任を自覚して、急いで本格的な広報にとりくまなければならない。そのとき、専門家の間でしか通用しない言語でなく、国民にむかって普通の言葉と論理を使って説明していただきたい。

わが国では、第2次大戦前後の経験を最たるものとして、国民は結果的に政府が推進した貯蓄奨励にしたがった結果、手痛い損失をこうむった歴史がある。国民は今後とも政府の言うことを、うたがいがいながら監視する必要がある。マスコミは国債問題をもっと正確に報道しなければならない。論者をふくめて金融・資本市場の研究者はもっと、国債問題の研究と発表をふやして、国民が正しい認識ができるように、世論をリードすべきである。

国債問題は考えれば考えるほど、大きな難問である。解決にはこれから何十年もかかるにちがいない。それだけに、国民各層が正確な認識を共有しなければならない。

The first on Japan's policy agenda today is how to deal with Japanese government bonds (JGB) that the government has so imprudently allowed itself to float since the 1990s until they reach such an enormous sum. Until fiscal 2000, or more specifically until Premier Mori's administration, economic recovery was given top priority, and the governments chose to overlook any increases in JGBs. The succeeding Koizumi administration, however, has redirected this policy to hold down the accumulated government debts. Mr. Koizumi's first specific message was to "limit JGB issues under 30 trillion yen". Since then the JGB problem has been discussed extensively, by the National Diet, mass media, or government ministries and agencies. The government as well as the Bank of Japan also has been intent on drawing the general attention to this problem even through their home pages.

However, few economic terms are more difficult to understand than "government bonds" as a policy measure. The reason is that what the term means when used by specialists differs from what is generally understood by ordinary citizens. The specialists' use of "government bonds" often ends up by covering up hard facts. An apt example is the slogan "JGB issues of 30 trillion yen." There are few cases of more grandiose government deception of its people than this wording. It is from the same mentality with which the term "termination of war" was used instead of "defeat" to cover up the stark reality of Japan's unconditional surrender in WWII. Why doesn't the government use the expression "new or increased JGB issues worth 30 trillion yen"? This question has prompted me to write this paper.

In this paper, I will endeavor to reveal some terminological inexactitudes regarding JGBs, and discuss what should be done for our taxpayers and many investors to have a proper recognition of the problem of JGBs.

First of all, the government and the BOJ should publicize the fact and figures about JGBs in a way easy to understand. Especially, the Finance Ministry and the Prime Minister's Office are required to realize their accountability as the debtor and undertake a well-planned publicity. In doing so, they should use plain and ordinary logic and reasoning rather than those acceptable only among professionals.

During and immediately after WWII, the Japanese people learned a most frustrating lesson by blindly following the government's recommendation to save money. Keeping this bitter experience in mind, the people should monitor what the government tends to sloganize. Mass media, on their part, should report on this question of JGBs in a way that does not mislead the people. Those who are engaged in writing about and studying the money and capital markets should lead public opinion by pursuing this subject more intensively and making their findings public more extensively, so that the people may have proper understanding.

The more we study this problem, the bigger it looms. It seems that its solution would take many more years. This is the more reason why I emphasize the importance of the people sharing an accurate definition and a proper recognition of the question of JGBs.

国の長期債務、国債、建設国債、赤字国債、借替債、シ団引受け、資金循環表、財投債
National Long Term Debt, Government Bonds, Construction Bonds, Special-Deficits Financing Bonds,
Refunding Bonds, Syndicate Underwriting, Flow of Funds, Fiscal Loan Funds Special Account Bonds.

(原稿受領日 2001. 10. 11)

政府の借金とは何か

「わが国では政府の借金が666兆円ある、そのうち国債は389兆円だ」と政治家も、ジャーナリストもときどき言う。すくなくとも、2001年春の

参議院選挙のころから夏休みにかけては、政治家がしきりにそんな話をしていた。こういう数字はなんなのか、いつの時点の、どんな定義での数字なのか、気になってしかたがない。国の借金について、国の長期債務について、国債に

ついているんな数字が勝手に歩きまわっている。

たとえば、上記の666兆円という数字は「図説、日本の財政」の記述であり、国債389兆円は普通国債の2001年度末残高見込値であり、財務省が発表している。おなじ数字は2000年度末では、それぞれ645兆円、365兆円であった。

日銀の資金循環表では、2,000年度末 国債の発行残高は408兆円である。これには普通国債だけでなく、短期国債もふくまれる。資金循環表で、地方債55兆円やあらゆる債務を合計すると、一般政府の負債総額は690兆円である。この数字を採用すれば、国の借金は690兆円である。ただし、この数字は長期債務だけでなく、短期債務もふくまれており、一方で保有している金融資産残高とネットアウトしていないグロスの負債残高である。日銀は2001年度から資金循環表における国債の定義を改正した。従来の国債に加えて、2001年度から発行される財投債が加えられている。

国の借金をいちばん広くとらえると、「日本公債論」での鈴木武雄の定義となる。

それによると、公的債務は 公債、借入金、郵便貯金、簡保・郵便年金、各種社会保険、公社・公庫など国以外の機関からの預託金、国の保管金、国以外の機関に対する債務・元利保証のすべてをふくむものとしている。

国の借金をめぐって、まず言葉の混乱がはなはだしい。

FACT FINDING

1. 国の債務という場合、いちばん広い定義は、国の負担するすべての金銭貸借債務のことをいう。それは一般にわかりやすく言えば「国の借金」と言う意味で、国債など証券形態での債務のほか、公的あるいは民間金融機関からの借入金や、きわめて短期の借入金もふくまれる。

2. 通常は国の借金は、国の長期債務としてとらえられる。前述の「図説 日本の財政」によると、2001年度末見込みの場合、公債残高389兆円にくわえて、出資国債、交付国債、地方交付税および譲渡税配布金特別会計、国有林野特別会計など、さまざまな借入金を加えた国の長期債務は506兆円の見込みである。国の長期債務残高に、地方債をふくむ地方自治体の長期債務残高188兆円をくわえ、国、地方の重複分28兆円を差引いたものが、わが国政府の借金総額で、2,000年度末では642兆円であり、2001年度末では666兆円の見込みである。これが冒頭に書いたわが国の借金666兆円の根拠である。

3. 公債という言葉は一般には国債と地方債の総称である。しかし、中央政府の発行する国債だけについても、公債といたり国債といたり、用語の使い方がマチマチである。

国債発行を規定した財政法第4条、第6条には公債という言葉が使っている。本来は、建設公債、特例公債など、法律用語としては公債という言葉が使われ、国債という言葉は各種公債の総称としてつかわれたのではないかと、私は推測するのだが、財務省がこのふたつの用語の使い分けについて、原則をもっているかどうか、私にはわからない。

4. この小論では国債という言葉で統一する。一般に浸透しているし、地方債とあきらかに区別できる。国債の定義は、国の負担する金銭貸借債務のうち、借入金はそのぞき、証券形態をとる債務に限定したものである。大蔵財務協会が1997年に発行した「国債」にはこんな記述がある。「国債の発行とは、新たに国債の債権債務関係、即ち、券面に化体した金銭消費貸借契約の関係を、国債権者と国の間に発生させることをいう」この説明をすぐに理解するのは簡単なことではない。

5. それでは、国債は具体的にはなにか。財務省が発表している国債・借入金残高の種類別内訳 表1によると、国債の種類は次のようになる。建設国債、特例国債、減税特例国債、国鉄債務借換国債、林野債務借換国債国と、2001年度からはじまった財政融資特別会計国債、いわゆる財投債、ここまでが普通国債である。

普通国債でない国債があるからややこしい。表1のように、それは5種類ある。

国債の種類は多様化している。いまでは、利付債、割引債があり、満期別に多くの種類がある。普通国債では、短期(1年以下)、中期(2年 - 6年)、長期(10年以上)と区別されている。

OPINION

1. 国の借金や国債をめぐる用語の混乱がいちじらしい。法律や政令で使用する用語はともかく、政府が国民に説明する場合には用語を統一すべきである。それは、日銀、財務省、総務省など国債に直接かかわっているところが、これだけ国民の関心がたかまっている問題を、適切に説明する責任があると認識すれば、おのずからできることである。いまの状況は、政府が膨大な債務をかかえていても、債務者として説明責任があることを認識しているとは、とうてい思えないのである。予算案にどんな用語がつかっており、省庁のなかでどんな言葉をはなしているかにとらわれず、一般向けによくわかるように、「国の借金」「国の長期債務」、「国債」、「地方債」の用語の統一と定義の明確化をのぞきたい。
2. 公債という言葉は、一般むけには廃止して、国債、地方債という言葉に一本化してほしい。宮沢元大蔵大臣は赤字公債といていたが、これは赤字国債とってほしい。特例公債で

なく赤字国債である。これだけ、国債について国民の関心がたかまっている現在、用語の統一と単純化が必要である。国民にたいする広報を、根本からみなおしてほしい。

3. 国債という場合、前述の「国の負担する金銭債務負担行為のうち、借入金をのぞき証券形態による債務に限定」すべきである。国債のなかに、普通国債があり、一般に国債といっているのは、この普通国債のことだということも、周知徹底させるべきである。

それにしても国債の種類、発行内容は多様化している。そのうち、2001年度から発行がはじまった財投債はまちがいに普通国債であり、今後、この発行、流通状況には大いに注目したい。

4. 8月19日の朝日新聞は、財務省が国債の個人消化を推進するために、貯蓄国債やインフレ連動債の発行を、昨年9月に発行させた「国債市場懇談会」で検討させていると報道している。今後も大量発行がつづくので、新種の国債を開発しなければならない。また他の商品とくみあわせた、国債もどきの商品がうまれるかもしれない。それだけに、国債とは何かを明確にしておかなければならない。ここでは、今後のわが国の国債問題を一般に説明する場合、国債とは普通国債のことであり、国の借金とは666兆円になろうとしている、わが国の中央、地方政府合計の長期債務残高であると、明確にすべきである。

「国債発行 30兆円」の欺瞞

2001年6月に小泉首相のもとでの「経済・財政運営の基本方針」が発表になった。

全文をつぶさに読んだが、ここには、数字がふたつしか出てこない。

出てきたひとつめの数字は「2 - 3年」であ

表1 平成13年度末(見込)の国債・借入金残高の種類別内訳

(単位: 億円)

合 計 6,105,232 (100.0)	内 国 債 4,406,824 (72.2)	普 通 国 債 3,886,596 (63.7)	建設国債	2,112,495 (34.6)
			特例国債	1,540,678 (25.2)
			減税特例国債	63,893 (1.0)
			日本国有鉄道清算事業 団承継債務借換国債	141,376 (2.3)
			国有林野事業承継債務 借換国債	28,155 (0.5)
		財政融資資金特別会計国債	438,974 (7.2)	
		交付国債	3,469 (0.1)	
		出資国債等	23,684 (0.4)	
		預金保険機構特例業務基金国債	- (0.0)	
		日本国有鉄道清算事業団債券等承継国債	54,100 (0.9)	
	借 入 金	1,095,877 (17.9)	借 入 金	648,968 (10.6)
	政府短期証券	602,531 (9.9)	短期借入金(5年未満)	446,909 (7.3)
			食糧証券(年度越の額)	12,531 (0.2)
		外国為替資金証券 (年度越の額)	590,000 (9.7)	

(注) 1. 本表は、13年度当初予算後の計数である。

2. 単位未満四捨五入

年度末 実績	合 計	内 国 債	普通国債	建設国債	特例国債	減税特例国債	国鉄借換国債	林野借換国債	財融国債
9	3,881,460	2,739,070	2,579,875	1,749,080	750,389	80,406	-	-	-
10	4,375,545	3,107,402	2,952,491	1,874,064	880,528	75,087	94,369	28,443	-
11	4,893,698	3,431,336	3,316,687	1,971,893	1,111,627	71,223	133,621	28,324	-
12	5,355,870	3,806,546	3,675,547	2,091,146	1,351,406	67,497	137,351	28,148	-
13見込	6,105,232	4,406,824	3,886,596	2,112,495	1,540,678	63,893	141,376	28,155	438,974

財務省

る。金融機関の不良債権償却を、2 - 3年で片付けたいという表現で、述べられている。これは、8月末現在、竹中平蔵大臣の発言は「ほぼ片付けたい」とトーンダウンしており、償却すべき不良債権の定義や償却方法について、政府と銀行との間に見解のちがいがあり、景気後退で、あらたな不良債権の発生も懸念され、「2 - 3年」の実現はむづかしい情勢である。

もうひとつの数字は、「国債発行30兆円以内」である。けれども、これほど国民を欺瞞した表現はない。この言葉は、まず小泉首相が就任したときの所信表明演説に登場した、「国債発行を30兆円以内におさえる」という表現である。なぜ、「国債の新規発行を30兆円以内におさえる」と誤解のないように、はっきりいわないのか、もっと、正確に言えば、国債の「増発」を30兆円以内に抑えるというべきである。

いまだに、政治家もマスコミも「国債発行30兆円」をくりかえしている。それでも、2002年度予算審議がちかづいてきた最近は、「新規の国債発行30兆円」という表現もたまにみられる。敗戦を終戦と言い換えたとおなじように、「国債発行30兆円」とう表現は問題の深刻さを希薄化するだけであって、財政専門家の用語ではそうだろうが、国民と対話すべき政治家やマスコミの使う言葉ではない。新規の国債発行を30兆円におさえても、その2倍強の借換債の発行があり、30兆円が残高の純増として積みあがってゆくということを、国の指導者はなぜわかりやすく説明しないのだろうか。

FACT FINDING

1. 財務省はホームページに「国債関係諸資料」として、多くの図表をほとんど説明なしで発表し始めた。今年の5月以来の変化である。それによると平成13年度の国債発行予定額は、新規財源債28兆3,180億円、借換債59兆6,883

億円、財投債43兆8,974億円と、合計131兆9,037億円である。(表2)

したがって、2001年度の国債発行は30兆円以内ではなく、131兆円以上である。この結果、国債発行残高は約389兆円へと、前年度末から24兆円増加することになる。

新規財源債、借換債と並ぶ三番目の項目、財投債が今年度から加わった。今年度の発行予定は総額約44兆円弱と巨額である。内訳は市中発行が10兆4,974兆円にすぎないが、経過措置として、郵貯、簡保など公的資金の引受けが33兆4,000億円もあるからだ。よく出回っている、2001年度末の国債残高389兆円という場合、この財投債の残高を加えていない。加えた数字433兆円をつかわなければいけない。

2. 国の予算では、新規国債の発行は一般会計の歳入の部に公債金として計上される。

表3のように、公債金は2001年度は28兆3,180億円であり、これを30兆円以内におさえるというのが小泉首相の最大の公約である。

歳出の部の国債費とは、国債の利子及び割引料10兆4,023億円、国債事務取扱費2,152億円で、債務償還費6兆5,531億円を加えた17兆1,705億円である。この国債費が一般会計歳出予算の20.8%をしめている。歳入のうち公債金をのぞいた収入は、54兆3,344兆円であり、これにたいして国債費は31%にあたる。かつて鈴木武雄氏が喝破した「国債に抱えられた経済」の姿がこれである。

3. 借替債は特別会計に表示されている。

特別会計のなかに国債整理基金という項目があり、2001年度は歳入134兆5,547億円、歳出127兆5,547兆円という膨大な数字である。

国債整理基金特別会計法は、国債整理基金を一般会計でなく、特別会計に置き、国債の償還、借り換えをここで行わせている。国債整理基金へは一般会計および他の特別会計が

表2 平成13年度発行国債の発行方法、種類別発行予定額

(収入金ベース、単位：億円)

(イ) 新規財源債

区 分	発行額	
シ 団 引 受	10年利付債	103,300
	小 計	103,300
公 募 入 札	30年利付債	1,500
	20年利付債	5,900
	15年変動利付債	16,800
	5年利付債	74,400
	3年利付債	3,500
	2年利付債	74,180
	小 計	176,280
郵 便 局 販 売	5年利付債	1,200
	3年利付債	200
	2年利付債	2,200
	小 計	3,600
合 計	283,180	

(ハ) 財投債

区 分	発行額	
シ 団 引 受	10年利付債	12,000
	小 計	12,000
公 募 入 札	30年利付債	3,000
	20年利付債	12,000
	5年利付債	42,000
	2年利付債	35,974
	小 計	92,974
	郵 便 局 販 売	10年利付債
	5年利付債	4,000
	2年利付債	15,900
	小 計	21,000
郵 便 貯 金 資 金 引 受 け	10年利付債	68,710
	5年利付債	42,540
	2年利付債	46,750
	小 計	158,000
年 金 資 金 引 受 け	20年利付債	4,950
	10年利付債	49,600
	5年利付債	44,600
	2年利付債	19,850
	小 計	119,000
簡 易 生 命 保 険 積 立 金 引 受 け	20年利付債	3,600
	10年利付債	14,400
	5年利付債	14,400
	2年利付債	3,600
	小 計	36,000
合 計	438,974	

財務省

(ロ) 借換債

区 分	発行額	
シ 団 引 受	10年利付債	88,700
	小 計	88,700
公 募 入 札	30年利付債	1,500
	20年利付債	12,100
	15年変動利付債	15,200
	5年利付債	72,600
	3年利付債	2,500
	2年利付債	57,846
	短期割引債	264,184
	小 計	425,930
郵 便 局 販 売 日 本 銀 行	10年利付債	900
	5年利付債	2,200
	3年利付債	500
	2年利付債	17,300
	小 計	20,900
	短期割引債	61,353
合 計	596,883	

表3 一般会計 歳入歳出の概要

	単位 億円	
	12年度 予算額	13年度 予算額
歳入		
租税及び 印紙収入	486,590	507,270
その他収入	37,181	36,074
公債金	326,100	283,180
うち建設公債	91,500	87,600
うち特例公債	234,600	195,580
計	849,871	826,524
歳出		
国債費	219,653	171,705
地方交付税交付金	149,304	168,230
一般歳出	480,914	486,589
計	849,871	826,524

図説 日本の財政

ら、国債償還の準備金が繰り入れられる。2001年度の場合、一般会計に計上した国債費のなかの債務償還費 6兆5,531億円がこれにあたり、国債整理基金特別会計の歳入の部に入ってくる。償還費は前年度期初における国債総額の60分の1と決められている。

今年度満期がくる国債の償還費は、国債整理基金特別会計の歳出の部に66兆1,714億円計上されている。満期分のうち、すでに積みたてていた償還準備金により、現金償還した額をのぞき、不足分は借替え債を発行せねばならない。その金額は国債整理基金特別会計の歳入の部に61兆6,883億円計上されている。

それだけでは、国債整理基金のそれぞれ130兆円前後にのぼる歳入・歳出規模は説明しきれない。それは、国債整理基金は国債だけでなく、一般会計、特別会計の借入金の返済、再借入れの窓口でもある。したがって歳入の部、歳出の部ともに各数十兆円の国債ではない、債務の借り入れと返済にともなう金額が計上されている。

なお、この基金は償還までの余裕資金で国債による資金運用をしている、その運用益が1,830億円予定されている。逆算すればいかにこの基金が巨額な国債を保有しているかがわかる。

4. 財投債の発行は特別会計の財政融資資金という項目にふくまれる。この数字は2001年度予算では、歳入58兆5,582億円、歳出56兆3,614億円と巨額である。2001年度は財投改革の初年度にあたり、財投債の発行はこの財政融資資金という予算項目でおこなわれる。しかし、この仕組みを詳細を知るとは、財務省の専門家でなければ困難である。

OPINION

1. 「国債発行30兆円」という表現は、ただちにやめてもらいたい。小泉首相を筆頭に閣僚はもちろん、すべての政治家および、経済・財政・金融問題を報道するマスコミ、あるいは国債問題について見解をのべる学識経験者は、「国債の新規発行30兆円」と表現すべきである。それによって、新規の国債発行を30兆円以内におさえたとしても、その金額が国債の残高の増加になることを、明確にし、国民によく理解してもらう必要がある。

財政の仕組みからでてきた用語が、一般の常識とかけはなれていることを、よく認識していただきたい。それなくして、首相の考えていることが国民によく理解されているなどは、考えるのさえもおこがましいのではないだろうか。

2. 巨額な借替え債の発行が毎年あることについて、その仕組みについて、政府はもっと説明すべきであろう。国債整理基金という特別予算のなかの項目は、一般会計全体の1.5倍もの予算規模である。その内容がどうであり、毎年60兆円以上の国債の借替えが、どのように

おこなわれているかは、国民は知ることができるだろうか。国の予算については、決まれば新聞は概要を報道する。けれども、特別会計の内容や、国債整理基金の項目別内訳はどうしたらみられるだろうか。国の予算という分厚い出版物を買うか、財務省へ行って閲覧するしかない。閲覧してもその仕組みを理解するのは容易なことではない。財務省は急遽、5月から国債に関する統計の発表につとめてきたが、統計に加えて必要なものは、仕組みのわかりやすい説明である。国の予算の膨大な資料を、しかも、その入手は簡単ではないが、専門的知識を持って丹念に読まなければ、国債借換えの状況がわからない、これはおそるべき現実であり、政府の怠慢としかいいようがない。

3. 新規財源債、借換え債に次ぐ第3の国債である財投債においてはなおさらである。

特別会計のなかの財政融資資金という項目の内容を分析しようと思っても、普通の人はそのアプローチの方法を考えめぐみ、ただ呆然とするのみである。財投債は今後きわめて重要だから、特別のディスクロージャーをのぞみたい。

4. わが国の最大の課題である国債の負担を軽減しようとして、景気より財政再建という時流に乗って小泉内閣は誕生した。そのとき国民は歓迎した。2001年度の10月においては、深まってきた景気後退にくわえて9月11日の米国でのテロの影響で、財政再建を優先する世論は後退している。「国債発行30兆円」という公約はおろされるにちがいない。

そのときこそ、これまでの「国債発行30兆円」という、専門家の常識と一般国民の常識とかけはなれた言葉の使いかたで、これまでできてしまったことを修正して国債の残高の増加に力点をのいた表現にきりかえるべきであ

る。それは言葉の問題以前に、小泉首相の問題意識や国民にたいする姿勢をただすということである。

国債はいつも発行してきた

戦後わが国の国債発行は、1965年にはじまったということが、常識となっている。

いわゆる昭和40年不況のとき、7月12日に日経ダウが1020円まで下落したが、それに先立って、破綻におちいった山一証券を救済するため、いまでいう日銀特融を発動させたのは田中角栄蔵相であった。そのあと選挙があり、内閣改造で登場した福田赳夫蔵相のとき、7月27日の経済政策会議で国債発行をふくむ総合的な不況対策が決定された。たいていの書物にはこのように書かれている。しかしながら、国債はそれ以前から、昭和20年代から発行されていた。

FACT FINDING

1. 昭和40年、1965年に発行されたのは1,972億円の赤字国債である。1966年度からは毎年建設国債が発行された。赤字国債は1966年度から1974年度までの9年間と1991年度から1993年度までの3年間、発行を見送ったが、建設国債は1966年度以降、発行しなかった年は一度もない。そういう意味では1965年は戦後における国債発行元年と言える。

財政法第4条は次のように規定している。「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以って、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。

前項但書の規定により公債を発行し又は借入金をなす場合においては、その償還の計画を国会に提出しなければならない。第1条に

規定する公共事業費の範囲については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない。」

この規定は国債の発行を禁止し、例外として公共事業費の範囲であり、償還計画を国会に提出しての国債発行をみとめている（建設国債）。1966年度以降、現在にいたるまで毎年発行されている建設国債は、この財政法第4条に基づく発行である。それに対して、1965年度に発行された国債は、特例法を制定して発行された赤字国債である。赤字国債の発行は1975年度以降またはじまった。それは、毎年特例法を制定して発行するものである。建設国債を4条公債、赤字国債を特例公債と呼ぶのはここからきている。

- 2．わが国は戦後、公債不発行（非募債）主義をとってきた。それが財政法第4条の規定である。ただし、ここで発行を禁止しているのは、長期内国債である普通国債のことであって、短期国債、外債、長期国債のうち交付国債、出資国債、借替国債の発行は禁止していない。これは重要なポイントである。
- 3．結果として国債は第2次大戦後、はじめから毎年発行されていた。財政法の交付は1947年3月だが、それまでは総司令部の指令により財政は管理されていた。「日本の国債管理政策」によると、総司令部は国債の発行と国債の日銀引受発行を禁止したが、例外規定を設けた。それは、短期国債は例外としたのである。短期国債は、戦後、1946年度から毎年発行され、しかも日銀引受が行われてきた。財政法制定後もこれはかわらず、短期国債は毎年発行され、ほとんどが日銀引受けで消化されている。

OPINION

- 1．国債にはたくさんの種類がある。いま財政改革にあたって発行の抑制をはかるうとして

いるのは、そのうちの普通国債である。それは財政法第4条による建設国債、特例法による赤字国債と2001年度から発行がはじまった財投債で、これらすべてを合計した2001年度の発行計画は131兆9,040億円である。そのうちわけは、新規債28兆3,180億円（建設国債8兆7,600億円、赤字国債19兆5,580億円）、借り替え債59兆6,883億円、財投債43兆8,974兆円にもわけられる。この普通国債のほかに大量の国債が発行されている。満期一年以下の短期国債で、日銀の引受けも行われてきた。このことをまず認識しておかなければいけない。

- 2．わが国、戦後の国債発行の歴史をたどると、政府は法律の抜け穴や例外をつくって国民を欺瞞してきた歴史である。国債不発行を規定しながら、短期国債は例外であるとし、日銀引受をゆるしてきた。それは、例外規定の設定によって行っている。この精神が赤字国債にかんしても財政法での禁止規定を突破するために、特例法を制定して発行させてきた。国債不発行主義の例外規定、財政法の無視、これは歯止めをつくりながら、歯止めを無視してきた歴史である。
- 3．それならば、財務省、日銀の広報は短期国債とは何か、これは政府の資金繰りに不可欠なものであり、累増してのちの世代に負担をのこす懸念はすくないことを、わかりやすく説明すべきである。こうした短期国債市場が発達したから、この市場をつかって日銀は金融調節がやりやすくなったことを、きちんと説明すべきである。
- 4．短期国債の市場は、政府短期証券FBと割引短期国債TBを売買する市場である。2001年度から、財政融資資金証券の発行がはじまったので、政府短期証券FBは従来の財務省証券、食糧証券、外国為替資金証券、財政融資

資金証券、の四券の総称となる。政府短期証券の発行残高は2001年度末には60兆円をこえる見込みである。これに割引短期国債を加えると、短期国債の発行残高は来年あたり100兆円をこえるとみられる。FBは日銀引受けを中心に発行されてきたが、2,000年度から全額公募制が導入された。公募入札で募集残額が生じた場合は、例外として日銀が引受け、なるべくすみやかに償還すべきものとしている。短期国債の発行残高がふえるにつれて、短期国債市場の売買が活発になり、日銀が金融調節をおこなうのに便利になってきた。それにしても、短期国債市場の役割や存在意義について、もっとわかりやすい説明はできないだろうか。日銀のこれに関するホームページの改善を要望したい。

家計の国債保有の苦い経験

国債を保有することは、安全・有利な貯蓄手段になるだろうか。国債を大量発行した政府は、どの国でもいつの時代でも、家計に国債の購入をよびかけ、ときには購入の強制までしてきた。現在も家計金融資産が多いのに、家計の国債保有がすくないのは問題だ、などという人はすくない。そして、郵便局はしきりに国債の窓口販売をおこなっている。

大量発行がすすむと懸念されるのは、金融資産としての国債の投資価値である。国債を保有した家計は、財産を保全できたであろうか、過去の経験をふりかえってみよう。

FACT FINDING

1. 過去の例は惨憺たるものであった。第2次大戦後をふりかえってみよう。第1次大戦までは省略して、日中・太平洋戦争でわが国は、約1,498億円の国債発行および借入れを実施し

た。この期間の歳入の86%がそれでまかなわれた。この間、国債は日銀引受けが発行額の60 - 90%をしめ、残りは郵便貯金の資金を運用する預金部引受けと、郵便局による売出しであった。一般公募は行われていない。日銀は引受けたあと金融機関などに売却する。この結果、最終的には国債発行額の約90%が日銀以外の保有となり、日銀が保有するのは10%台であった。預金部を中心とする政府関係が発行額の30%弱を保有していた。

2. 日銀から国債を購入した金融機関は、特殊銀行、普通銀行、貯蓄銀行、信託会社、保険会社で、発行額の約45%を保有していた。個人・法人など民間の非金融機関は15% - 20%の国債を保有していた。郵便局の売出しにはじまり、最後は強制的に国民に割当てたりして国債を消化させた。第2次大戦中の貯蓄奨励はすさまじかった。国債の強制購入と郵便貯金の強要である。井上ひさしの「東京セブンローズ」には、床屋で散髪すると、理髪代3円のほかに1円の貯金券を買わされ、5年後に払いもどしてくれるという話がでてくる。かなしい庶民の物語である。

3. この国債を戦後数年間のちまで保有していたらどうなったか、結果は無惨である。

物価の上昇がいちじるしかったのである。次ページの表4ほど雄弁な統計はすくない。日本経済が戦前において、一番豊かであった昭和9 - 11年にくらべて、戦後の23年には東京の卸売り物価が約200倍になった。国債の実質価値は四分の一になってしまった。それだけで、国債を保有していた国民のいたみがわかる。このレポートは戦後の国債発行についても記述している。昭和20年度末、政府債務残高は1,994億円(うち国債1,399億円)であった。戦後、普通国債の発行はできなかったが、短期国債や借入金により、政府債務は25年度

表4 国債の実質価値

	政府債務額名目指数		東京卸売物価指数	政府債務額実質指数	
	総額	うち国債		総額	うち国債
昭和9 - 11年	100	100	100	100	100
昭和20年	1,893	1,648	1,195	158	138
昭和23年	4,977	3,293	19,700	25	23

公債問題研究資料 経済企画庁 調整局 1961.12

末には5,540億円に拡大した。しかし、上記のようなインフレの進行で、政府債務の実質負担は名目の数分の1に減少した。戦後の政府債務は普通国債ではないから、国民が直接もつことはない。そのかわり、民間金融機関が政府にたいする債権の実質価値の激減を経験したことになる。

4. 永井荷風は国債の強制割り当てを「隣組の押し売り」と表現している。吉野俊彦の「断腸亭」の「経済学」によれば、町会から市民税の5倍の金額の国債を買わされたことや、この押し売り債券を、知合いのいる証券会社で換金した話が昭和18年の日記にしばしば登場する。荷風はこの押し売りを「和寇の災害」にも等しいと言っていると、吉野は書いている。論者は昭和18年に国民学校に入学したが、毎月だったとおもうが学童貯金があり、1年生の時は1円、2年になったら2円ときめて、お金をもっていった。それがどうなったか、そのあと気にもしなかったが、子供ごころにも戦争はインフレをもたらし、インフレは国民の貯蓄を紙くずにすることは、身にしみて体

験している。

5. 昭和21年2月17日 金融緊急措置令が施行された。内容は イ) 預金封鎖。あらゆる金融機関での既存預金の引き出しを停止。ロ) 新円への切り替え。それまでの5円以上の日銀券はすべて無効とし、金融機関に封鎖預金として預けさせた。封鎖預金から一人100円を限度として、新円との交換を認めた。ハ) 財産の調査。すべての財産を調査して財産税を徴収、であった。このときも、例外が設けられ「国債、地方債、それに準じる債券の元本、利息、株式・出資これに準じるものに対する配当金等および保険契約に基づく保険金の支払いは封鎖支払を認める」とした。この結果、株式の売買が活発化し、銀行債、事業債の発行が増加したが、一時的に終わった。一般の国民にはその余裕はない。

昭和21年11月4日 新憲法公布の翌日、「救国貯蓄運動」がはじまった。「通貨安定をはかるため、資金の吸収、浮動ないし潜在購買力の吸収」をねらったもので、日銀の一万田総裁が推進したインフレ抑制策の1つであった。

表5 救国貯蓄運動

	目 標	実 績	達 成 率
昭和21年11月 - 22年3月	506億円	458億円	90.6%
22年度	1,700	1,984	116.7%
23年度	3,000	4,067	135.6%
24年度	2,500	3,872	154.9%

日本銀行百年史 第5巻から

ちなみに、昭和24年度の一般会計規模は7,000億円であった。

あの時期、生きているのがやっとであったが、よくこれだけ貯蓄ができたものだと思う。ただ、この間の消費者物価上昇率は、東京での間値で21年から25年まで、192% 412% 711% 758% 543% 642%の毎年上昇率であった。「戦後財政史」

この救国貯蓄運動が国民にあたえたものは、以上のとおりである。インフレの収束はドッジデフレまで待たねばならなかった。

OPINION

1. 昭和24年度のドッジ予算について、昭和25年度も均衡予算、財政削減をうたっていた。その政府案にたいして、前年とおなじくこの年もドッジはきびしい修正をさせ、その項目のひとつとして債務償還費を、政府案にたいしてドッジは500億円増額させ、847億円にさせていた。過去の国債処理をいそがせたのである。そこへ、昭和25年6月25日、朝鮮戦争が勃発した。7月にマッカーサーは、吉田首相の警察予備隊創設を許可した。75,000人の警察予備隊の創設に200億円、8,000人の海上保安庁増員に46億円かかるが、それは債務償還費が移用された。

財政規律はこのあたりから、場当たりで、ご都合主義になってきたと思う。

今回、小泉内閣も財政再建をスローガンとしてかかげて、国民の圧倒的な支持を受けて登場した。しかし、9月11日の同時多発テロ、10月7日のアフガニスタンへの空爆開始から、状況がかわった。わが国も米国に全面的に協力することになった。自衛隊の海外派遣のために、略称「テロ対策特措法」という正式には113文字だという長い名前の法律がつけられる。憲法改正論が議会のなかで、堂々

とまかり通る。ここで、昭和25年当時とのアナロジーを思う。来年度の予算のどの項目が、自衛隊関係の増額経費に移用されるだろうか、注目しておきたい。

2. これまで家計が国債をあまり持たなかったことは賢明な行動であった。けれども、いま家計のかわりに郵貯、簡保などが大量に国債を保有している。この国債はいまから値下りのリスクにさらされている。おりから郵便局三事業の民営化論がすすめられる。これは簡単には決着しない論議である。その決断が停滞しているあいだに、発生するかもしれない損失とその責任は、どうしても追及しなければならない。家計にかわって、最高値の国債を大量に保有している簡保・郵貯にはすくなくとも説明責任がある。保険料の増額にならないように、郵貯の利回りの低下に、これまでの大量の国債保有がいささかでも影響しないように、適切な対応を現在の郵貯には要望したい。

3. 今後、家計にたいして、政府が国債の購入をうながすことがふえるであろう。市場ではマネーマーケットでのゼロ金利を推進しており、長期金利もこれ以上さがらない。微妙な時間の問題をさておけば、金利はこのあと上昇するしかない。この状況で家計に国債の購入をよびかけたとしても、賢明な家計がふりむくはずがない。ただ、膨大な国債発行残高を材料とした新たな魅力的な金融商品の開発はのぞまれる。今年度で消滅した中期国債ファンドは、野村証券が70年なかがごろ開発した。おりからの国債大量発行をうけて、ストレートには家計には売れない国債を、間接的に大量販売し、結果的には家計によるこぼれた。こういう新商品はなぜ今出現しないのだろうか。税制の優遇、緩和しすぎた規制の復活など、政府はあらゆる手段を動員して、国

債がらみの新商品開発をサポートすべきではないだろうか。このままの国債を家計が購入するわけではないことを認識してほしい。

4. どんなかたちにせよ、直接だろうが、間接だろうが、家計が国債を保有する前提条件は、とりもなおさずインフレの回避である。国民の貯蓄に関して、インフレほどこわいものはない。これはいやというほど、国民は身にしみている。調整インフレ論、インフレターゲット論などについては、国民は過去の経験から直感的に拒絶反応をしめしている。政策にたずさわる人達は、国民の過去数十年かの国債保有のパフォーマンスをよく学習し、国債とインフレの関係に思いをさせ、物価上昇の抑制が今こそ大切であることを理解してほしい。調整インフレ論など、無能な政治家のいちばん安易な無策にすぎない。

日銀はこれまでも引受けてきた

わが国の国債発行は明治以降、市中公募でスタートし、その方式が拡大してきた。しかし、戦時体制に移り、発行額が急増したため、1932年11月、日銀引受け制度が発足する。それ以降の国債発行は、ほとんど日銀が引受けてきた。これに関して、いまでも高橋是清の功罪が論じられている。中央銀行としては、痛恨の妥協であったのだろう。戦争の結果ではあるが、その後の財政破綻やインフレの急進により、日本の金融市場は第2次大戦後、ご破算になり出直したといえる。その日銀引受けをいまでも主張する政治家がいる。ここで、日銀引受けとは何かを検証してみよう。

FACT FINDING

1. 国債が市中公募で消化されたならば、民間がいま持っている他の金融資産が、国債とい

う金融資産にかわるだけで、通貨の増発にはならない。しかし日銀引受けは通貨の増発である。これをゆるすと、市場原理を無視し、結果として国債発行の上限を引上げ、政府による安易な国債の増発をもたらし、あげくは国内ではインフレ、対外的に為替相場下落をまねく。第2次大戦後、国債の日銀引受けは禁じられてきた。最初は占領軍により、次には日本の法律によってである。

財政法 第5条はこう規定している。「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲では、この限りでない。」これが国債の日銀引受け禁止規定である。

但し書きがいう特別の事由に、借換債を適用させてしまった。

日本銀行は国債発行の引受けはしないが、金融政策実行のため市中から国債を買い上げ、保有している。その額は2001年度末の決算報告書によると、日銀の国債保有残高は57.7兆円（うち短期国債32.1兆円）である。ちなみに、日銀券発行高は58.6兆円であった。

日銀保有分が満期になったとき、日銀が現金で償還をうければ民間部門に同額の資金不足をもたらす。それを避けるには、日銀がただちに借換債相当額の国債を、民間から買入れなければならない。そのため、日銀の保有する国債の借替えのために必要な金額に限定して、日銀による国債の引受けが認められている。その額は、99年度 3.75兆円、98年度 5.03兆円、97年度 2.08兆円、などである。その後ふえていても、今のところ、大きな数字ではない。

2. 以上のことは、普通国債についてだが、別

に短期国債というものがある。現在では政府の短期的な資金不足をおぎなうための政府短期証券(FB)と国債整理基金特別会計が発行する割引短期国債(TB)がある。発行は最近活発になり、2000年度末の残高は、両方で80兆円を上回っている。短期国債は終戦直後から発行されてきた。薪炭証券、大蔵省証券、食糧証券、外国為替証券などの名称であった。連合軍は国債の発行も日銀引き受けも禁止していたが、例外として短期国債の日銀引受けは認めたのである。1947年に制定された財政法でも、短期国債の日銀引き受け禁止の規定はなく、日銀引き受けは最初から現在まで続いってきた。現在は市中公募が活発で、未達額のみが日銀引き受けとなっている。

3. このように日銀が国債の発行を引受けていないというのは、正確な事実ではない。

短期国債の発行は、最近まで日銀引受けを主流にしてきたし、日銀がなんらかの理由で保有している国債が満期償還になれば、日銀は同額の借換債を発行させて、それを保有するのである。

OPINION

1. 国債に関する注目点は、新発債の2倍以上の額が毎年発行されているということである。この借換債の仕組みは、もっとわかりやすくディスクローズされなければならない。そこで日銀が引受けていることも、金融市場が日銀保有の国債償還によって混乱しないためだと、きちんと説明されねばならない。国債発行を日銀はいまでも、引受けていると説明なしに言われれば、日銀には無用な批判があつまただけである。

2. 9月11日、米国へのテロが発生した。世界同時不況を回避するために、それ以前に深まってきた日本の経済危機を緩和するために

01年9月18日の金融政策決定が行われた。日銀の資金供給量目標をこれまでの6兆円から、「6兆円を上回る」とあらためた。

その結果、週末9月21日には金融機関が、日銀に持っている当座預金残高が8.6兆円に達し、準備預金残高を2兆円上回るに至った。日銀は市場から国債を買い上げることによって資金を供給する。国債買い上げ限度は毎月6000億円である。こうした政策を続けると日銀の保有国債額は増える。仮にいまのペースで買い入れが続けば、5年後に日銀の国債保有高は、今日の日銀券発行高を越えるだろう。日銀は国債保有の上限を日銀券の発行額をメドとするとしているが、メドであって法律ではないから、上限はかわってしまう。やがて日銀保有の国債の償還がくる。その額だけ借換債の日銀引受けが行われる。こういうことを考えると、日銀の国債買い入れの上限をきちんと決めておかないと大変なことになる。金額ではまだ毎年数兆円だが、いくらでも増えてくる。新発債の日銀引き受けと変わらなくなってくる。

3. むしろ公明正大な日銀引受けを決めておくべきであろう。わが国の金融システムの危機はまだ去っていない。同時多発テロの影響で世界不況が深刻になれば、わが国の経済は打撃を受ける。国債の増発を抑えるなどと言っておられない状況が、今、来年には生ずるかもしれない。そのときに備えて、たとえば5年満期の国債を金額の上限を設定して、日銀引き受けによって発行するという法律をつくっておくべきである。法律はできても実行しないですめば一番よい。こうした備えがあればパニックを回避できることにもなる。なによりも、なしくずしに現在の法律や規定の抜け穴をつかって、結果的に日銀引受けを増大させてはならない。

日銀の新金融調節方式と国債

普通国債の日銀引受は財政法第4条で禁止されているが、普通国債の既発債を日銀はさまざまな形で保有してきた。そこへ今年になって、新たに日銀が国債保有を増加するような金融調節方式が導入された。

FACT FINDING

1. 日銀は2001年3月19日に新しい金融調節方式を発表した。

コールレートをゼロ近辺に固定する「ゼロ金利政策」を99年2月からとってきたが、2000年8月に解除していた。「ゼロ金利政策」はコールレートをゼロ近辺に固定するように、資金量を調節する政策であった。3月19日の決定は、実質的にはゼロ金利政策の復活だが、その手段が以前とはかわり、日銀が資金供給量を操作目標とし、コールレートの変動は市場にまかせるものである。これからは資金供給量が日銀の市場への最重要なアナウンスになる。あらたな量的金融緩和政策の導入である。

2. 民間金融機関が日銀に預けている当座預金が4兆円程度（準備預金として必要な額）のもとで、コールレート0.15%がつづいていたので、3月19日以降、それを5兆円に引きあげることによって、コールレートをゼロにしようとしたものである。
3. そのとき、国債価格の買支えや財政ファイナンスを目的として、長期国債買い切りオペを増やすことは考えていないと明言した。そして銀行券発行残高を日銀の長期国債保有残高の上限とする歯止めを用意した。
4. 2001年8月14日、日銀はさらに金融調節方針を変更した。日本銀行当座預金残高を5兆円から6兆円に引き上げたのである。日銀に口座をもっている銀行の当座預金を1兆円ふ

やすために、銀行が保有している国債の買取り額をふやした。これまで毎月4000億円であったのを6000億円に増額した。今回8月の金融政策の有効性をめぐっては議論があるが、ここでは日銀の長期国債の買い切りを一挙に50%もふやしたことに注目したい。

5. 米国での同時多発テロの直後、米国、欧州との協調政策として、日銀は一層ふみこんだ金融政策を発表した。9月の政策決定会合では、銀行の当座預金の6兆円という上限を撤廃し、公定歩合を0.1%へ引き下げたのである。

OPINION

1. 8月14日に決定した金融政策は、3月19日のその延長線上にあると思うのは間違いである。この間、小泉内閣が発足して、改革を最優先にして財政の膨張に歯止めをかけようとしている。折から米国の景気後退が明確になり、アジアに波及し、世界的なりセッションになろうとしている。3月19日の対策も期末に向けての株価下落を阻止するためであったが、8月の場合は、一層深刻である。財政の出動はしないと声明した内閣のもとだから、孤立無援の金融政策の効果が期待されにくい状況にある。
2. 財政の拡大を制限し、金融政策のみで景気後退をささえようとするのだから、今後ひきつづき金融の量的拡大の要請が政府から日銀にでてくるだろう。それは日銀の長期国債買い入れを一層ふやせという圧力の増大である。
3. この政策を銀行が過大な国債を保有しているから、日銀がそれをひきとってやり、銀行に国債売買益を実現させ、銀行が新たに国債を買いやすくするのだという、論評はただしくない。銀行が保有している国債の額にたいして、日銀の長期国債買い入れ額はいつもの月間6000億円なら、わずかな割合である。

日銀は2,000年度末、58兆円の国債を保有し、そのうち長期国債は26兆円である。このとき日銀券の発行は59兆円であった。3月19日に決定した政策で長期国債の買切額が増えて行くとしても、日銀券の発行額をこえないという歯止めをたいして、まだ余裕はある。

4. しかし、日銀券の発行残高が日銀の長期国債の保有上限だという仕組みは、歯止めであって歯止めではない。日銀券を増発すれば、長期国債はいくらでも買えるということでもある。3月19日に日銀は消費者物価が前年比プラスになるまで、量的緩和によるゼロ金利政策を続けると明言した。そうになると、日銀の長期国債の保有にかんして、かなりのペースで増加してゆくという懸念がある。
5. 日銀は国債の発行引き受けを拒否すべきはもちろんだが、長期債の買入れについても、事実上の日銀引き受けとならないように、明確な方針を提示しつつ、断固として実行すべきである。

国債はだれが保有しているか

国債の発行残高は2001年度末で389兆円になろうとしている。だれがこれを保有しているか、分かり易い統計がない。財務省、日銀が一般に公表している統計で、2000年度末の保有状況がわかるものはない。したがって、膨大な国債残高をだれが何のために保有しているかは、国民にはよくわからない。

FACT FINDING

1. いま唯一手にはいりやすいものは、財務省理財局編の国債統計年報である。しかし政府刊行物サービスセンターで3300円で売っている統計だから、一般むけとは言えない。

99年度末のデータが最新である。つぎの刊行は2002年3月だろう。それを以下にしめす。

この統計でわかることは、11年度末で、政府および政府関係機関等は国債発行残高の37.6%を保有しており、日銀の16.1%を加えると、市中金融機関の23.0%やその他民間保有額を圧倒的に上回っているということだ。

表6 国債の保有主体

単位百万円

	9年度末	10年度末	11年度末
A 登録分	269,409,656	305,440,047	337,981,039
1 政府	107,323,324	127,751,018	125,155,487
資金運用部	79,223,435	90,909,977	75,115,738
国債整理基金	147,400	345,100	5,360,000
簡易生命保険	8,892,555	13,309,505	21,339,405
金融自由化対策基金	19,059,934	23,186,436	23,340,344
2 政府関係機関等	11,226,727	7,345	3,901,906
3 金融機関	88,535,670	96,901,172	134,377,102
日本銀行	29,772,107	31,992,916	55,413,371
市中金融機関	58,763,563	64,908,256	78,965,731
4 その他	62,323,935	73,441,860	74,546,544
B 証券発行分	4,497,322	5,300,171	5,152,565
合計	273,906,978	310,740,218	343,133,603

国債統計年報 - 財務省

2. もう少しくわしい保有先別情報は日銀の資金循環表から読み取れる、ただしこの統計には普通国債だけでなく、短期国債もふくまれる。

この統計でわかることは重要である。第1に家計は1.7%、非金融法人企業は0.1%しか直接保有していない。海外も5.7%と少ない。第2に生損保・年金基金をふくめると民間金

融機関は41.7%も保有しており、国債価格下落のリスクは大きい。第3に郵便貯金・簡保はみずから直接保有するほか、資金を預託している資金運用部が国債を保有している。これらを合わせれば、郵便貯金・簡保関連資金による国債保有は32.3%にも達する。

表7 国債の保有主体(2)

兆円 %

	平成1年度末		11年度末	
	保有額	保有比率	保有額	保有比率
金融機関	154.6	87.6%	360.6	86.7%
公的部門	85.9	48.7	187.3	45.1
うち中央銀行	32.0	18.1	49.8	12.0
郵便貯金	3.9	2.2	28.1	6.8
簡保等	0.5	0.3	26.1	6.3
資金運用部	48.5	27.5	79.9	19.2
政府系金融機関	1.0	0.6	3.4	0.8
民間部門	68.7	38.9	173.3	41.7
うち民間預金取扱機関	48.5	27.5	95.8	23.0
民間生損保・年金基金	8.4	4.8	52.6	12.7
その他民間金融仲介機関	11.5	6.5	22.5	5.4
非金融法人企業	1.1	0.6	0.4	0.1
一般政府	6.7	3.8	12.1	2.9
家計	7.9	4.5	7.2	1.7
対家計民間非営利団体	1.5	0.9	11.7	2.8
海外	4.6	2.6	23.8	5.7

日銀 資金循環統計からみたわが国の金融構造 2000.11.24

3. いわゆる財政投融资改革が行われた。13年度から郵貯・年金積立金の資金運用部への預託義務が廃止されて、自主運用にかわった。国債を買うなら自己の判断で直接買うタテマエである。資金運用部にかわる「財政融資資金特別会計」は郵貯・簡保からの資金にたよるのでなく、必要なら「財投債」を市中で発行して、特殊法人等へ融資する。特殊法人はそれでも不足なら、それぞれの信用に応じて「財投来機関債」か「政府保証債」を発行する。したがって、13年度以降は国債の保有構造が変わってゆくが経過措置もあるし、残高の保有

比率が急速にかわるものではない。

4. わが国の国債保有構造は、政府の発行する国債を政府関連機関が大量に持つ、それは郵貯・簡保にあつまる家計の資金が、家計の意志に無関係に国債で運用されているといことである。

OPINION

1. 財務省のホームページには、くわしい国債統計が発表されているが、解説なしの専門家むけである。年度別の国債の引受け情報はあがるが、残高の保有情報はない。日銀の資金循

環表は3ヶ月ごとに発表されるから、その残高表をみれば保有状況がわかるが、その統計は普通国債と短期国債が一緒になっている。資金循環表はすぐれた統計だが、それを直接いつも見ている人は金融ビジネスにかかわっている人の中でもそう多くはない。財務省の国債統計年報が次に出るのは、14年3月であり、そこではじめて13年度の保有構造があきらかになる。財務省と日銀はこのようなディスクロの不備をあらためるべきである。国債の残高がいくらで、誰がどれだけ保有しているかを、毎月わかりやすく表示してほしい。

2. それをやることは、郵貯、資金運用部、特殊法人のもたれあい構造を、国民の前にあきらかにすることになる。これまでは、それをためらって不親切なディスクロージャーにしていたとは思いたくないが、これからは小泉内閣の構造改革に際して、郵貯資金の出口問題は特に鮮明にしなければならない。政府の発行する国債を政府関連機関が大量に持っている事実を、国民によく知らせていなければならない。

3. 日銀がいくら保有しているか。新規発行の普通国債は日銀引受けはできないが、日銀はさまざま形で国債の保有ができる。しかも、その額は急増している。日銀が国債をいくら保有しているかは、日銀が発表している毎月の統計や3ヶ月ごとの資金循環表をよくみればわかるが、新しい金融政策下で、「現在の国債保有高および日銀券発行高」のわかりやすい月次発表をおこなうべきである。

4. 金融機関、とくに大手都市銀行の国債保有が急増している。現在の国債価格はこれ以上上がり得ないという高い水準であり、国債の大量保有はリスクをかかえることになる。国債残高の保有をあきらかにすることは、銀行の抱えているリスクの開示である。

5. 国債のプロブレムは大量の残高処理の問題である。その解決のためには、課題の大きさを国民が認識するために、国債の保有状況の開示を抜本的に改善する必要がある。

銀行の国債と株式保有

銀行の国債保有が13年度になっていちじるしく増加している。

これをどう評価すべきだろうか。政府の発行する国債を政府が大量に保有しているという異常な状態を是正するという点では、これは民間保有の拡大であり、評価できる。しかし、銀行経営の面では大きな問題である。そもそも銀行が国債を買わねばならないのは、現在の異常な経済状況の産物である。

FACT FINDING

1. 「都市銀行の国債の保有残高が2001年3月末に初めて40兆円を突破した。日銀が25日集計した都銀の保有残高は前年の2.2倍にあたる41兆8000億円」5月26日の日経新聞朝刊は報道した。都銀は貸出需要がないことと、あっても新たな不良債権の発生をおそれて、貸出しを抑制し、国債の保有を増やした。保有国債の残存期間は1年未満が5割強をしめ、長期金利の上昇リスクを抑えていると、同記事はつづけている。

2. 都銀大手について保有状況の詳細を、有価証券報告書から分析してみた。

各行によって評価損益の表示が異なる。富士、興銀は債券全体の評価損益はあるが、国債だけの評価損益は発表していない。

これによると、国債保有を12年度末において前年比、住友銀行は3倍、東京三菱銀行は2倍にふやしている。その理由は、第1に貸出しにかわる資金運用としての保有、第2は

表8 大手銀行の有価証券保有 百万円

		13.3	12.3	前年比倍率 倍	評価損益 13.3
東京三菱	有価証券	17,520,047	11,874,874		
	国債	7,661,730	3,662,453	2.09	債券 56,805
	地方債	241,286	142,732		うち国債 37,420
	社債	890,966	901,414		
	株式	5,249,524	4,914,734		481,735
第一勧銀	有価証券	7,151,958	7,054,022		
	国債	2,697,531	2,375,607	1.13	債券 4,662
	地方債	165,115	169,997		うち国債 -2,652
	社債	280,664	318,999		
	株式	2,827,937	3,273,961		-90,995
富士	有価証券	10,526,340	6,427,786		
	国債	4,989,110	1,661,022	3	債券 21,717
	地方債	88,361	135,972		
	社債	315,622	274,083		
	株式	3,307,982	3,272,080		-146,655
興銀	有価証券	9,632,464	7,703,889		
	国債	3,326,349	2,375,741	1.4	債券 6,318
	地方債	176,881	143,478		
	社債	342,436	267,001		
	株式	2,637,545	2,992,110		-70,068
住友	有価証券	16,860,309	8,982,244		
	国債	10,602,067	3,447,223	3.08	債券 83,122
	地方債	317,865	357,033		うち国債 61,787
	社債	537,418	616,881		
	株式	3,172,776	3,427,261	-156,523	
さくら	有価証券	10,199,669	6,911,602		
	債券	24,728			
	国債	4,669,037	1,844,402	1.48	うち国債 19,664
	地方債	5,387	134,665		
	社債	458,005	414,946		
	株式	3,994,883	3,546,345	-361,202	
	その他	1,072,354	971,243		

各行、決算発表資料より作成

2000年末から即時決済システムに移行したので、不時の短期資金調達にそなえてオペ用としての保有、第3は日銀が資金供給手段として国債オペを重視してきたので、それに呼応した保有である。第4はALM(資産負債の総合管理)のため負債の期間にあわせて、資産としての国債保有などである。これらのウエイト付けは、外部からではわからない。しかし、最近の環境から第1の保有動機が増大していることは間違いない。貸出しが低迷する以上、銀行は有価証券の保有やデューリングで収益を確保せざるを得ない。

2. 各行の国債保有の評価損益をみると、東京三菱は3兆7000億円の含み益をもっているが、あとはわずかであり、第一勧銀にいたってはすでに評価損が発生している。今後、金利がこれ以上低下する可能性はない。国債の市場価格は値下がりするだろうから、保有国債の評価損益が今期以降の決算において、実現損として、あるいは評価損の拡大として、銀行決算に反映されるだろう。

3. 長期金利のリスク回避のため、保有国債のデデュレーションは短い。

東京三菱の場合、保有国債のうち1年以内償還期限のくるのが64%、みずほでは60%であり、5年をこえるものは両グループともゼロである。したがって、銀行の国債保有は貸出しがふえれば、一気に減らせる状況にはなっている。

OPINION

1. 銀行の伝統的業務は預金という間接商品を、貸出金という直接商品に変換する。

そのために、顧客を調査、審査し担保を取り、リスクを軽減して利ざやを得ることであった。いまでは、貸出しだけでは収益があらぬから、有価証券の運用も重要な業務

である。運用の原資はプライベートバンキングや信託勘定など、顧客からの預かり資産もあり、別に銀行の自己資金の場合もある。預金を貸出金に転換して、それが不良債権になれば銀行の経営が危うくなる。有価証券の運用もおなじリスクである。大手都銀が国債を保有するのは、ビジネスとして当然である。現在、保有高がふえているのも理由がはっきりしている。したがって、大手都銀は有価証券の運用を重要な業務と位置づけて、プロフェッショナルの育成に取り組むべきである。

2. それにしても、現在の国債保有によって大きなリスクをかかえていることは間違いない。よく、マスコミでは長期金利が1%あがったら、どの銀行がいくらの損失と書くが、保有国債のデデュレーションが複雑なので、内部でしかそれは把握できない。それにしても早ければ今13年度の決算から、国債保有の実現損、評価損が発生する。その金額は巨額ではないが、金利が底入れすれば、もはや国債の運用で収益をあげることはむづかしくなり、伝統的な業務である、間接金融で収益をあげるしかないのである。銀行株の投資家が不良債権処理だけでなく、注目しておきたい点である。

3. 金利があがりはじめるということは、国債価格がさがりはじめることと、同義であった。そのときには、景気が好転して企業収益がよくなり、株価が上昇する。債券投資のマイナスは株式投資のプラスで補われた。ところが今回からそうはならない。銀行は株式保有を減らしてきた。不良債権処理のために売却した。持ち合い解消をすすめてきた。

加えて、銀行の株式買取機構が活動をはじめようとしている。銀行の株式保有は銀行経営にとってリスクだから、保有は自己資金の範囲までとし、残りを買い上げるというものである。これは、株価は常にさがると考えて

いる愚策である。それにしても、今後は国債保有による損失を株式保有による利益で埋められなくなったのである。

4. これからの銀行の国債保有は、いわば単発飛行機が補助エンジンをはずして飛んで行くようなものである。そういう意味で経営へのリスクが高まってしまったことを認識したい。また銀行の株式保有制限は近い将来、再考することを望みたい。

むすび

金融市場を形成しているのは、7つの経済主体である。国債市場についても同様である。資金の取り手、資金の出し手、取引所、金融仲介機関、中央銀行、政府などがそれである。国債について、いま市場の形成者の現状はつぎのように異常である。

「資金の取り手」日本政府が、わが国すべての金融・資本市場の最大の資金調達者。

「資金の出し手」家計は直接の国債購入はすくないが、郵貯、簡保が間接的に大量保有。

「取引所」国債市場の規模は金融・資本市場のなかで最大。現在はバブル的な高値。

「金融仲介機関」銀行自身が大量の国債を保有し、値下がりにリスクを抱える。

「中央銀行」事実上の日銀引受を行い、それが拡大してゆく懸念。

「政府」膨大な債務を抱えながら、債務者としての説明責任の意識が希薄。

このような状況で、政府、日本銀行は国債に関して、国民の正しい理解を得るために、真剣にとりくんでいただきたい。間違いだらけの国

債論議にピリオドをうつことが、わが国の抱えている大きな難題解決のスタートラインである。

参考文献

- (1) 日本銀行80年史 1962. 10. 10
- (2) 日本銀行百年史 第四巻 第5巻 第6巻 1965. 60. 3
- (3) 野村證券株式会社五十年史 1976. 9. 30
- (4) 日本公債論 鈴木武雄 金融財政事情研究会 1976. 12. 6
- (5) 日本の国債管理政策 中島将隆 東洋経済 1977. 11. 29
- (6) 実録 戦後金融行政史 高木光雄編 金融財政事情研究会 1980. 7. 15
- (7) 日本公社債市場史 公社債引受協会編 1980. 9. 5
- (8) 戦後財政史 納富一郎 岩元和秋 中村良広 古川卓満 税務経理協会 1988. 8. 1
- (9) 「国債」発行の現状と将来の問題 浜田恵造編 大蔵財務協会 1997. 8. 15
- (10) 国債累増のつけを誰がはらうのか 富田俊基 東洋経済 1999. 3. 18
- (11) 日本国債の研究 富田俊基 東洋経済 2001. 7. 26
- (12) 「断腸亭」の経済学 吉野俊彦 日本放送出版協会 1999. 7. 25
- (13) 図説 日本の財政 東洋経済 2001. 8. 2
- (14) 国債統計年報 財務省理財局編 2001. 3. 26
- (15) 新規国債の日銀引受発行制度をめぐる日本銀行・大蔵省の政策思想 井手英策 日銀 金融研究 2001年9月号
- (16) 財政規律と中央政府のバランスシート 鎮目雅人 同上
- (17) 資金循環表 日本銀行

日本銀行ホームページ
財務省ホームページ
都銀各行政有価証券報告書 デイスクロ資料
NRIキャピタルリサーチネット

著者プロフィール

青山浩一郎

1959年 名古屋大学経済学部卒業
野村総合研究所および野村投資信託代表取締役を経て、96年7月から多摩大学経営情報学部教授
日本証券アナリスト協会理事、(株)ミットヨ社外監査役
金融経済学会、証券経済学会、日本IR学会

付録 コラム 多摩大学ホームページ「金融論茶話シリーズ」から

131 小説、「日本国債」 01. 2. 16

「日本国債 上・下」という書名を新聞でみたので、近くの本屋へ行った。経済・金融の棚をくまなく探したが、みつからなかったので店員に聞いたら、アッサリ文芸コーナーから持ってきてくれた。わたしが買ったのは第4刷だが、2月15日の朝日新聞によると、もう10万部以上売れたという。うれしいことである。わたしも一気呵成に読んだ。最近のわたしの問題意識と、ピタリと一致していたからだ。

著者は幸田真音(まいん)という女性で、外資系金融機関で債券の取引や営業をやっていた人だという。道理で妙なペンネームだ。(まいん)とはMineからきたのであって、ディーラーが市場で債券を買うときにさげぶ言葉だ。その反対の売りは、Yoursだ。まだ読んでいない人に遠慮して、この小説の金融論的部分だけ、以下に紹介する。

わが国の国債発行残高は、来年度末で約390兆円となる。今年度だけで約130兆円の発行がある。発行のやりかたは、国債発行引受団(シンジケートまたはシ団)が引受ける。これが卸売業務である。シ団は銀行、証券、保険など代表30数社が加盟しているが、その傘下に日本のすべての金融機関、2,000社以上がブラさっている。シ団の代表は全銀協の会長銀行の頭取だ。なお国債は国が発行するが、事務委託を受けた日銀が発行業務をやり、日本株式会社の一団行動である。さて、国債には短期、中期、長期といろいろあるが、代表的な商品は10年満期の長期国債だ。発行はシ団が毎回の発行額の60%を入札によって引き受ける。それは大蔵省が提示した利率に対して、30数社のシ団代表がセリをおこない、価格の高いところから落としてゆく。残り40%は、60%入札の平均価格でシ団が全金融機関に配分する。みんな異議なく配分にしたがって、国債を買う。つまり、新発債の売れ残りは発生しない。そのポイントは60%を引受け

るシ団引受制度である。これは大蔵、日銀、金融機関、マーケットぐるみ、護送船団方式の名残だ。

米国ではこうではない。一定の営業条件をみたす会社が、プライマリー・ディーラーとして認可され、国債の入札に参加する。シ団などの中間組織はなく、すべて個々の引受業者の自己責任、自己判断だ。

小説では、2月22日の長期債入札に際して、シ団の有力6社のディーラーが談合して、引受けを拒否した。その結果、発行額の60%の応札は実現せず、前代未聞の「未達」がおこった。これはパニックである。国債の発行が拒否されたのだから、日本の危機がクローズアップされた。ただちに、すべての金利が急騰する、株価、為替は暴落する、金融パニックから企業の倒産が連鎖する。パニックは世界におよび、米国大統領が怒りの電話を日本の首相にかけてくる。実は、クーデターのように、「未達」を実行したのは、現場のトップ・ディーラーたちだった。彼らは日本の国債の歯止めなき大量発行をうれい、官主導で毎月完売がなされていることを憤り、これをブチこわさねばならないという、思いをいっていた。

だから決行した。

結末はこうである。政府は前近代的なシ団方式をやめ、プライマリー・ディーラー制を採用すると決定した。そして、新発国債の入札が3月6日に再開された。これはホット・イシューとなり、マーケットは正常化する。

小説だから枝葉はあるが、金融論でつかえるのは以上の知見だ。いつ起きても不思議でない、国債をめぐるパニックを知らしめたということで、この小説の貢献は大きい。

南海会社 (The South Sea Company) は、1711 年にイギリスで設立された。スペインの植民地であった、南アメリカ諸地域との貿易・殖民活動の独占権を、イギリス政府がこの会社にあたえたのである。これは、1600 年のイギリス、1602 年のオランダ東インド会社の設立とおなじ発想である。東インドでの成功はイギリスの人々の記憶にあたらしく、南米でも 2 匹目のドジョウがつかまるという期待は大きかった。

けれどもスタート以来、南海会社の営業成績はよくなかった。東インドとちがって南米地域はスペインが政治的に支配しており、南海会社の活動はスペイン王によって、いろいろ制限されていた。しかも、1718 年にイギリスとスペインとは戦争に入った。

こんな会社の株式が 1719 年から上昇しはじめ、のちにバブルという言葉のをこすほどに、狂乱相場の主役を演じてしまう。金融商品のマジック、しかも一番オーソドックスな商品、株式と国債を使った手品によってである。

ジョン・ローという人物がいた。スコットランド生まれの彼の生涯はおもしろすぎるが、ここでは省略する。

ローはフランス政府の財政顧問となり、膨大な国債残高の処理に知恵をふるった。その終着点は 1717 年の「ミシシッピー会社」の設立である。この会社は本来はルイジアナの金鉱開発が目的だったが、東インド会社とおなじように、フランス政府は東インド、南米貿易の独占権など広範な利権をあたえ、「インド会社」と社名変更をした。

当時、フランスの国債は乱発によって市場価格が暴落しており、額面の 2 割でしか売れないものもあった。ローは「インド会社」の新株発行に際して、払込は硬貨や紙幣でなくてもよい、国債を額面の 2 割で引き取ると発表したのだ。国債と株式の交換で

ある。会社は額面の 2 割で集めた国債を、満期までもっていれば国債のクーポンが 10% なら、利回り 50% となり、なにもしなくても高収益である。投資家は国債を持って、新株との交換に殺到して「インド会社」の株価は 1719 年の夏から秋にかけて上昇をつづけていた。

イギリスの「南海会社」の設立と株価の上昇は、フランスの「インド会社」の同時進行コピーである。「南海会社」はイギリスの個人商店や地主が持っている国債を全部引き取る、それを見かえりに新株を発行すると発表した 1720 年 4 月、とりあえずは国債と交換ではなく、現金による売りだしたが、数時間で売りきれた。新株発行はくりかえされたが、そのたびに株価はむしろ上昇し、1720 年の半年間で 7 倍以上となった。これに刺激されて、ありとあらゆる株式会社が設立され、その株式の売買がおこなわれた。のちに、どこの国でもくりかえされ、いまま進行している泡沫会社の市場への入・退場である。イギリス政府は 1720 年 8 月、泡沫会社禁止法案 (The Bubble Act) を制定した。この法律制定で泡沫会社の株価は暴落したが、「南海会社」の株価も例外ではなかった。わずか半年で元の木阿弥となり、悲劇だけがのこった。

さて、いまのわが国である。膨大な国債をかかえているのは、当時のフランスやイギリスどころではない。その国債を保有しているのは、郵貯や資金運用部をふくめた政府関連と、貸出し先にこまっている銀行である。家計は全体の 2% 弱しかもっていない。だから、いまの日本ではここ述べたような国債と株式の交換などの手品にだまされることはない。だが、それをよるこんではいられない。

国債をどうするのか、小泉内閣は新規発行を 30 兆円以内におさえるとしているが、新規発行だけでなく、既発残高の値下がり対策こそ大きな問題である。