

[ 研究論文 ]

## 国債発行残高の増大に関する注目点

青 山 浩一郎

### An analysis to the enormous outstanding amount of JGB issues.

Koichiro Aoyama

わが国が発行している国債の現状に関して、次のことを指摘できる。

- 1) 国債の発行残高は絶対額でも、相対的にも巨額である。
- 2) いまの国債価格は、これ以上は上昇しにくい高い水準にある。
- 3) 国債の保有構造は異常である。資金余剰主体である家計の直接保有がすくない。

今後、数年を展望して次のようなことを主張したい。

- 1) 国債の発行残高は、数年以内に600兆円を超えるであろう。
- 2) 国債の価格は現在をピークとして、下落する可能性しかない。
- 3) 国債の保有構造は、ここ数年間では大きくはかわらない。

こうしたなかで、国債問題を総合的に、冷静にかんがえることが重要である。

そのためには、いま利用できる情報は乏しいし、事態はまいにち進行しているが、本稿での主張をつぎのように要約しておきたい。

1) 国債の発行残高が、巨額であることを認識したうえで、無用な誤解や混乱があるとすれば、それは払拭されなければならない。日本国債がデフォルトする、家計が国債の購入を強制される、郵便貯金もどってこない、などの妄言は、政府の責任において打ち消さなければならない。これまでのところ、政府は巨額な債務者としての説明責任を、自覚しているとはおもえない。

2) 国債の価格は下落するが、正常な長期金利の上昇なら影響はそれほど大きくはない。

民間銀行の国債保有期間は平均5年以下で、小幅な長期金利の上昇なら、国債価格の値下がり幅は大きくはない。また、正常な金利の上昇なら、同時におこる株価の上昇や、貸出し収益の改善などで吸収できる。問題は、インフレにともなう大幅な金利の上昇である。これは、国債価格の暴落をもたらす。インフレは回避すべきである。

3) 国債の保有構造を正常化させるよう、官民の尽力が必要である。公的機関が家計にかわって国債を保有している現在、運用の実態を開示すると同時に、このような現状の改革をすすめるべきではない。郵便貯金からの家計資金の解放が、民間金融機関とのバランスから不可欠である。家計がすすんで有価証券で金融資産を運用する国、これを早く実現させなければならない。

いま、わが国で最大の課題である国債、この小論でとりあつかうには大きすぎるテーマではあるが、問題の理解に関して、ここにアプローチの視点を提示したつもりである。

The present situation of Japanese government bonds (JGBs) is characterized by at least three factors.

- 1) The outstanding amount of JGB issues is enormous in both relative and absolute terms.
- 2) The present price of JGBs is already on a level too high for further rise.
- 3) The composition of JGB holdings is unusual, reflecting modest direct holdings by households, a major source of surplus funds.

The following is the author's view based on the outlook for several years ahead.

- 1) The outstanding amount of JGBs will exceed ¥600 trillion in a few years.
- 2) With the present level as a peak, the JGB price will go nowhere but down.
- 3) The JGB holdings composition will remain unchanged for a few more years.

This outlook urges us to review the JGB problem in perspective. Considering the ongoing stern realities, the author wants to present his argument based on the best information available.

- 1) With the perception of the enormity of the outstanding amount of JGBs, a misleading or confused notion of this reality, if any, should be eliminated. Unfounded remarks, such as that JGBs may fall into default, households may be forced to buy JGBs, or one's postal savings may not be refunded should be categorically refuted by the government as its responsibility. In fact, the government does not seem to have awakened to this accountability as a huge debtor.
- 2) Even though the JGB price declines, a usual rise in the yield to maturity would have little substantial effect. The average term for holding JGBs by private banks is under five years, and a small rise in the yield would have little significant downward effect on the JGB price. A normal degree of rise would be absorbed by the simultaneous increases in stock prices, or by an improvement in the return on lending. The problem is an inflation-induced sharp rise in the yield that may cause a slump in JGB prices. Inflation should be avoided at any rate.
- 3) Both the government and the private sector should endeavor to normalize the JGB owning composition. Public institutions, which hold a major portion of JGBs in place of households, should disclose their actual investments portfolios, and make efforts to rectify this lopsidedness. For the sake of a balance with private financial institutions, household funds should depart from postal savings. Japan should endeavor to become, as soon as possible, a country where households are willing to use securities such as stocks and bonds in managing their financial assets.

This observation shows the author's viewpoint on how to approach the problem of JGBs, one of the greatest challenges to Japan, which has implications too far-reaching to fully treat in this short paper.

国債 借替債、償還期間、郵便貯金、資金循環表

Government Bonds, Refunding Bonds, Maturity, Postal, Savings, Flow of Funds

(原稿受領日 2002. 10. 10)

## 国債問題の現状

### 1 国債はどれだけ発行されているか

#### (1) 国の債務残高

国債とは国の負担する金銭貸借債務のうち、借入金はこの証券形態をとる債務に限定したものである。わが国の国債および借入金残高は、

表1のように14年6月末には627兆円に達した。この数字は、10年前の4年度末には239兆円であった。それから毎年3 - 40兆円ずつ増加し、この14年度末には677兆円に達するとみられる。これは5年間で1.74倍、10年間で2.83倍という増加ぶりである。

表1 国債・借入金残高 14年6月末現在 億円

国債	4,636,417
普通国債	4,002,877
財政融資資金特別会計国債	518,578
交付国債	2,615
出資国債等	22,639
預金保険機構特例業務基金国債	35,607
日本国有鉄道精算事業団債券承継国債	54,100
借入金	1,068,853
政府短期証券	568,630
合計	6,273,900

財務省資料 14.9.25 発表より作成

この数字に地方の債務をくわえると、国および地方の長期債務残高は14年度末に693兆円が見込まれ、14年度政府見通しのGDPにたいして139.6%の規模になる。

機関へ抛出する本邦通貨の一部を国債で支払う「出資国債」、「預金保険機構特例業務基金国債」、「日本国有鉄道精算事業団債券承継国債」など、特殊なものがある。ただ、この4種類は発行残高もすくない。

#### (2) 国債発行残高

国の債務残高がこのようにふえたのは、国債発行残高がふえた結果である。表2のように、14年度末の普通国債発行残高は、414兆円になると見込まれている。

13年度から発行がはじまった「財政融資資金特別会計国債」は発行金額が大きく、普通国債と市場で競合してくるとおもわれるが、財務省統計では普通国債のなかには入らない。

国債は種類がおおくて混乱しがちだが、一般に国債というときは「普通国債」を意味する。短期国債(TB)(満期1年未満の割引短期国庫債権)は普通国債にふくまれる。しかし、短期国債市場で取引される政府短期証券(FB)は国債にはふくまれない。

財投債(財政融資資金特別会計国債)は、「国がその信用に基づいて発行するという意味では、その性格は一般の国債と変わらない。財投債も他の国債同様に、発行限度額について国会の議決を受けており、国債発行計画に位置づけられている。しかし、償還、利払は貸付回収金で行はれる点が、租税を償還財源とする一般国債と異なる。

普通国債のほかに、特例法にもとづき国が金銭の交付のかわりに発行する「交付国債」、国際

したがって財投債は一般政府の債務ではない。」財政投融资レポート2002でのべている。

「財投債は国債ではあるが、政府の債務ではない」という財務省の論理には無理があるが、ここでは論じない。この小論では普通国債を中心に議論をすすめる。

14年度末の普通国債発行残高は414兆円とみ

こまれており、10年前の2.32倍である。この5年連続で小泉首相のいう「国債発行額」、ふつうの言葉でいえば「新規の国債発行額」30兆円突破がつづいている。それにくわえて、13年度から発行された財投債の残高は、14年度末に早くも78兆円となる。

表2 一般会計公債の推移

年度	公債発行額		公債残高 うち特別 公債残高	公債 残高 GDP	国債費 (当初) A	うち 利払費 (当初) B	公債発行額 (公債依存度%)	
	実績	億円					A	B
元	66,385	(10.1)	1,609,100 (640,901)	38.6	116,649	111,321	19.3	18.4
2	73,120	(10.6)	1,663,379 (640,197)	36.9	142,886	110,694	21.6	16.7
3	67,300	(9.5)	1,716,493 (641,317)	36.2	160,360	119,301	22.8	17.0
4	95,350	(13.5)	1,783,681 (626,020)	36.9	164,479	121,157	22.8	16.8
5	161,740	(21.5)	1,925,393 (610,759)	39.5	154,423	116,614	21.3	16.1
6	164,900	(22.4)	2,066,046 (642,272)	42.0	143,602	115,875	19.6	15.9
7	212,470	(28.0)	2,251,847 (674,927)	44.9	132,213	116,505	18.6	16.4
8	217,483	(27.6)	2,446,581 (768,770)	47.5	163,752	117,031	21.8	15.6
9	184,580	(23.5)	2,579,875 (830,795)	49.6	168,023	116,821	21.7	15.1
10	340,000	(40.3)	2,952,491 (1,078,427)	57.5	172,628	115,892	22.2	14.9
11	375,136	(42.1)	3,316,687 (1,344,795)	64.5	198,319	113,682	24.2	13.9
12	330,040	(36.9)	3,675,547 (1,584,402)	71.6	219,653	107,432	25.8	12.6
13	300,000	(35.4)	3,954,530 (1,790,645)	約79	171,705	104,023	20.8	12.6
14	300,000	(36.9)	4,139,632 (1,989,818)	約83	166,712	95,944	20.5	11.8

財務省

- (注) 1. 公債依存度は、公債発行額/一般会計歳出額である。  
 2. 公債残高は各年度の3月末現在額。ただし、平成13年度、14年度は見込み。(13年度は、14年度借換国債の13年度における発行予定額(約7兆円)を含む。)  
 3. GDPは平成12年度までは実績、13年度は速報値、14年度は政府見通し。ただし、昭和54年度以前は旧SNA(68SNA)ベースである。  
 4. 10年度～14年度の特別公債残高には、国鉄長期債務、国有林野累積債務などの一般会計承継による借款国債が含まれる。  
 5. 14年度補正後は、公債発行額349,680億円、公債依存度41.8%

(3) 財政負担からみた国債

最近では新規の国債資金が、新たな施策につかわれるのではなく、既発行国債の利払いにその多くが費やされている。

14年度の当初予算によると、歳入81.2兆円の37%、30兆円を国債の新規発行でまかなう。しかし、利払いや既発国債償還のための国債費が

歳出の21%、16.6兆円ある。つまり、過去の債務の元利返済のために、国債の新規発行額の2分の1が消えている。しかも大半は元本の返済でなく利払いのためである。表3は一般会計における国債費の推移だが、一般会計の予算規模の12%が毎年の利払いとなっている。

表3 一般会計国債費の推移

年度	一般会計A	国債費 B		うち 債務償還		利払いC		事務取扱
		B ÷ A			C ÷ A			
10年度	843,918	176,985	21.0	67,503	107,955	12.7	1,527	
11	890,374	202,719	22.8	96,401	104,941	11.7	1,378	
12	893,210	214,461	24.0	113,275	99,869	11.2	1,316	
13	863,526	162,840	18.9	62,913	97,779	11.3	2,148	
14	812,300	166,712	20.5	68,385	95,944	11.8	2,383	

財務省資料から作成 13年度は補正後 14年度は当初予算ベース

租税・印紙収入だけで一般会計の歳出をまかなえるという、プライマリーバランスは14年度13.3兆円のマイナスという現状だ。仮にプライマリーバランスがトントンなら、国債費と同額だけ、新規の国債発行をすれば、名目金利率 < 名目成長率なら、国債残高の増加にはならない。財

務省はこのような考えをしめしているが、いつバランスの改善できるか、見通しはたたない。国債の増加は財政収支の状況と表裏一体をなすが、図1のように、主要先進国にくらべてわが国の財政収支、債務残高の悪化は顕著である。

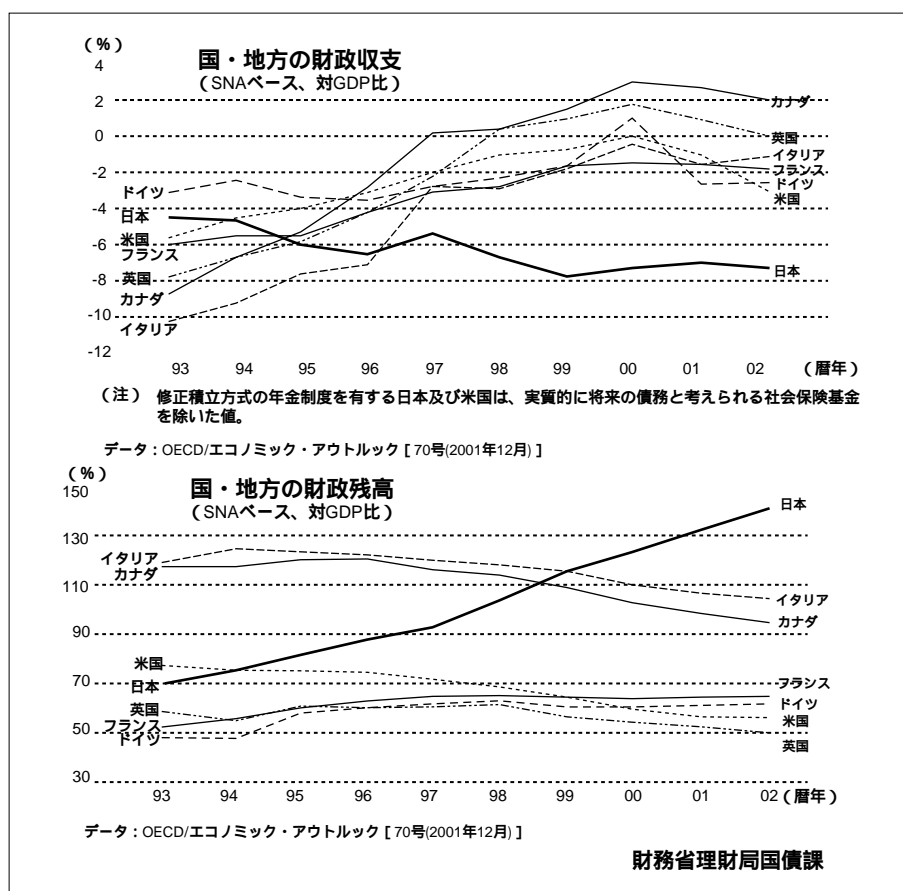


図1 国・地方財政収支及び債務残高

## 2 国債の保有構造

### (1) だれが保有しているか

財務省は、国債等の所有者別現在額を公表している。それは財政関係資料集で見られるが、表4のようになる。

表4 国債の所有者別 現在額(額面ベース) 億円 %

	13年度 第3四半期末	
政府	1,405,645	33.6%
(うち財政融資資金)	(713,680)	(17.1)
日本銀行	554,200	13.3
市中金融機関	1,024,246	24.5
証券会社	72,219	1.7
その他	1,125,517	26.9
(うち個人)	(37,399)	(0.9)
合計	4,181,827	100.0

財務省 財政関係資料集から作成

これによると、国債発行残高の34%は政府、13%を日本銀行が所有している。この統計では、「その他」27%の内訳が不明である。いつも思うのだが、国債に関する政府の情報提供はいちじるしく不十分である。この表4の「その他」のうち個人分を公表しはじめたのは、やっと9年度以降にすぎない。

もうすこしくわしい統計は、日本銀行の資金循環統計からよみとるほかない。表5

ただしこの統計では、普通国債のほか財融債(財政融資資金特別会計国債)もふくまれる。13年度末の日本銀行の資金循環表によると、一般政府の負債勘定に国債422兆円があり、別に金融機関にふくまれる財政融資資金の負債勘定に46兆円の財融債がある。したがって国債財融債の合計は469兆円となる。

おなじ用語の略称を財務省は財投債、日本銀行は財融債という。財務省はまだ個人という言葉をつかっているが、日銀の資金循環表にいまや個人という用語はなく、家計と表現している。保有と所有の表現はどちらでもよいが、財務省と日銀のあいだにすら基本的な用語の使用が混乱している例である。

さらに表4の財務省統計が額面ベースにたいして、日本銀行は時価に修正している。

財融債は市場で普通国債と競合するので、これをふくめるのは妥当な分類である。

この表5によって、表4ではわからなかった各部門の保有状況がわかる。

非金融法人企業(一般事業法人)0.2%、家計2.6%、海外部門3.5%はわずかな保有比率だが、民間銀行、生損保、年金基金は大きな国債保有者になっている。

これはのちに叙述する、保有主体別の影響をみる上で、重要な情報である。

表5 主要機関別国債保有状況

13年度末 億円

公的部門	日本銀行	728,387
	政府系金融機関	40,060
	財政融資資金	709,136
	郵便貯金	509,064
	公的年金	254,223
年金・保険	生命保険	711,223
	民間損保	18,469
	共済保険	133,226
	企業年金	137,054
	その他年金	26,849
預金取扱機関	国内銀行	472,114
	農林水産金融機関	163,343
	中小企業金融機関	139,574
その他金融機関	投資信託	85,804
	証券会社	94,295
非金融法人企業	民間企業	9,307
	公的企業	2,150
家計		123,808
対家計民間非営利団体		18,109
海外		164,529
合計		4,692,261

日本銀行 資金循環表 より 作成

## (2) 公的部門の実質保有

### イ 財政融資資金

12年度までは、財政投融資制度が従来のかたちで機能していた。郵便局にあつまる簡易保険、郵便貯金の資金は、すでに存在していた大きくはないポーションのそれぞれの自主運用分をのぞいて、資金運用部に預託され預託金利を受け取っていた。資金運用部は、財政投融資計画にしたがって、道路、住宅などの事業に資金を提供していた。さらに資金運用部は、預託された資金のうち本来は財投計画に投入すべき資金の一部を国債で運用していた。

財政融資資金の資産436兆円のうち、国債・財融債は71兆円である。

13年度から財投制度が改革され、資金運用部への預託は廃止された。簡易保険、郵便貯金などは、あつまってきた資金を自主運用することになった。ただ、いくつかの経過措置があるし、過去に預託した分は預託期間が原則7年のため、残高がまだ残ることになる。

### ロ 郵便貯金

郵便貯金としてあつまってくる資金の自主運用がはじまったが、まだその割合は少ない。郵便貯金の資産総額299兆円のうち、財政融資資金預託がまだ207兆円もあり、国債・財融債の保有は51兆円である。それでも他の運用資産である地方債10.4兆円、株式3.3兆円に比べれば圧倒的におおきい金額である。

## 八 公的年金

厚生年金、国民年金などの資金も、もとの資金運用部に預託している。その金額は公的年金では216兆円の資産総額のうち132兆円をしめる。公的年金は25兆円の国債・財融債をもっているが、前年同期の10兆円からは激増した。

これは資金運用部への預託の減少とひきかえ

であろう。

日銀統計でみるように資金運用部（財政融資資金）郵便貯金、公的年金の国債保有は、名義は公的部門の国債所有だが、実質は家計部門の資金による国債保有である。その3部門で、表5でみたように147兆円、発行残高の31%を保有している。

### （3）日本銀行の保有

日本銀行の国債保有は73兆円と巨額であり、10年度末の34兆円から2倍以上にふくれあがっている。あらたな金融政策の結果である。

日本銀行は13年3月19日に画期的な金融政策を導入した。それは長期国債を毎月4000億円を上限として、買いつづけるということだ。

買入れ上限は、その後6000億円、8000億円にかわり、14年2月28日に毎月1兆円に引き上げられ、14年11月現在、1兆2,000億円にいたっている。その結果、日銀は国債発行残高の16%を保有している。

このあらたな金融政策を導入する以前に、日本銀行特有の国債保有がある。

ひとつは、日本銀行は短期国債を大量に保有している。短期金融市場の調節は日本銀行の重要な政策手段である。もうひとつの特色がある。長期の新発国債の日本銀行引受けは財政法第5条で禁じられているが、日本銀行がオペなどで保有していた国債が満期になれば、借替え時にその額だけは、日本銀行引受けがみとめられている。満期になって現金償還を日本銀行がうければ、その分金融引締めになるからだ。それは、年間数兆円である。いまのところ金額はすくないが、今後は急増するだろう。日本銀行がいったん国債を保有すると、とかく減りにくい構造であることを注目すべきである。

### （4）金融機関の保有

大手都市銀行などの国内銀行が国債の保有をふやしている。農林水産金融機関、中小企業金融機関も同様に、貸出先のない資金を国債で運用している。国債の受取利子や売買益が重要な収益源となっている。

官民の生保、民間損保および企業年金などの年金も、株式では運用がむつかしいので国債の保有をふやしている。

一方、機関投資家でも投資信託は、MMFの元本割れが影響して資産総額が伸びず、国債の保有者としては小さな存在となっている。

## 3 国債価格はどんな水準か

### （1）指標銘柄のうごき

市場で流通している国債は多種多様である。償還期限が2 - 5年の中期国債、10年の長期国債、15、20、30年の超長期国債に大別できる。国債の価格は個々の銘柄によってみな違うので、株価指数のようなものが必要である。そこで発行量が多く、従来から市場での流動性の高い10年国債を指標価格としてきた。10年国債の価格を基準にして、満期のちがう他の銘柄の価格が形成されるが、たとえば10年国債と2年国債や20年国債との価格差はいつもおなじではない。先行きの金利見込み次第で、短期金利と長期金利の関係、イールドカーブがさまざまなパターンに変しうる。

いまは、直近に発行された10年国債の金利、最終利回りを長期金利としている。

その水準は14年8月現在1.1%前後であった。

### （2）歴史的な高値にある

2年（90年）以降の長期金利（10年国債最終利回り）は図2にしめされる。

2年の8%台をピークに一貫して下落し、14年8月には1%スレスレの水準にさがった。

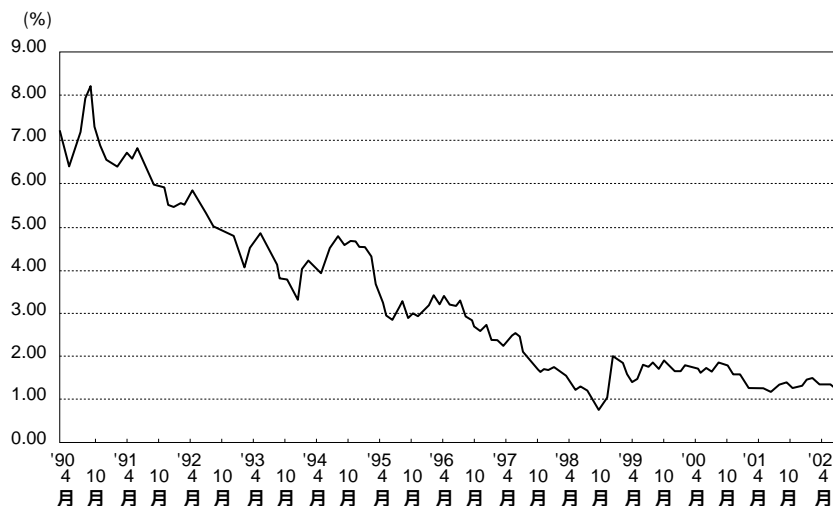


下落の背景をここでは論じない。

短期のうごきでは、14年の9月13日には、ザラバ1.0%、終値1.03%をつけ、13年3月22日の1.065%にせまった。市場では1.0%割れもちかい

と予想するむきが多かった。図2にみるように、10年10月が史上最高値だが、その水準をうかがう動きであった。

ただ、この原稿を書いている14年9月末ごろか



日本相互証券 10年債長期国債 (終値)

図2 長期国債利回り推移

ら、国債市況はピークアウトをしたと考えられる。多少の市況上昇のアヤはあろうが、今後はなにかといえれば下げにむかう状況にあると、私は予測している。

### (3) 短期の変動もはげしい

長期金利は10年間に8%強から1%弱まで下落した。利回りの下落率、債券価格の上昇率は、この間まれにみる大幅であった。

一方、10年の国債価格上昇トレンドのなかでも、何回かの短期波動がみられる。

図2にみるように、94 - 5年 98 - 99年の利回り反転がなかでも大きい。

どの金融商品もそうだが、価格は10年 - 20年のトレンド的な上昇、下降の動きのほか、毎年のなかでも何回かの上下動がある。10年間の一貫した債券価格の上昇トレンドにあっても、債

券価格が数ヶ月のあいだに、最終利回りで1.0% - 0.5%の上昇(債券価格は下落)したことは殆ど毎年あった。相場が極端に高いか低いかの水準にあるとき、こうした短期の波動の影響は大きいことは歴史がおしえている。

債券価格は14年9月現在、長期的なトレンドでも、短期の波動でも従来と違った動きをみせそうな転換点にきている。

## 今後の可能性

### 1. 国債残高はどこまでふえるか

結論は5年後、600兆円、10年後800兆円になる可能性は充分あるということである。

財務省は平成14年2月に「財政の中期展望」について興味ある試算を発表している。表6

それは「平成14年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」と題した統計で、毎年の予算成

立をみて2月ごろ作成するものである。

経済成長率を実質、名目とも0.5%として税収を試算し、10年国債金利を2.0%として国債費を推計する。歳出、歳入については一定の仮定をおいて、歳入不足をまかなう公債金を試算した。これによると、公債金（新規の国債発行額）は15年度以降も、毎年増加がつつき17年度には42.0兆円となる。前提をかえて、消費者物価上昇

率や成長率をかえた試算も付記しているが、名目経済成長率を17年度以降2.5%にあげても、17年度の公債金（国債新規発行額）は39.2兆円に減少するだけである。

財務省の試算の前提条件は毎年すこしづつ変わるが、結果はそうかわらない。

むこう数年、国債残高が2 - 40兆円づつ増加してゆくのはさけられないだろう。

表6 財政の中期展望

		兆円 %				
		13年度	14	15	16	17
歳出	国債費	17.2	16.7	17.3	18.6	19.2
	地方交付税等	16.8	17.0	19.2	20.8	21.8
	一般歳出	48.7	47.5	49.0	50.9	51.4
	計	82.7	81.2	85.5	90.3	92.4
歳入	税収	50.7	46.8	46.4	46.1	46.1
	その他収入	3.6	4.4	3.5	4.5	4.3
	公債金	28.3	30.0	35.6	39.8	42.0
	計	82.7	81.2	85.5	90.3	92.4

財務省 14年2月発表 より 抜粋

	15年度	16年度以降
実質経済成長率	0.5%	0.5%
消費者物価上昇率	0.0%	0.0%
名目経済成長率	0.5%	0.5%
国債費は10年債金利2.0%として推計		
税収は名目成長率×弾性値1.1等を用いて推計		

財務省はこのような中期的な財政事情に関する仮定計算例を延長させて、さらに興味ある発表をしている。表7

表6の財政の中期展望に基づき、財務省は「国債整理基金の資金繰り状況についての仮定計算」を発表している。毎年、償還しなければならない国債の金額がある。そのうちどれだけを実際に償還でき、どれだけをまた借替債として発行しなければならないかの試算である。17年度以降は新規公債発行額を16年度と同額の42.0兆円としているが、国債残高のふえかたは新発債42.0兆円全部ではない。いくらかずつ、過去の分

が償還される。この表により借替債の仕組みが具体的にわかる。

私は表7の試算は一つのがかりになるとおも。それにしても、この試算はおそろしい結果である。現在でも国債残高は異常に巨額だが、それが、さらに5割増、倍増の可能性があるとということである。これに、14年度末78兆円の財融債が15年度以降も財政座投融資の事業規模を縮小しなければ、3 - 40兆円づつ増加するとみなければならない。

財務省はもっと情報を公開すべきである。毎年、このような試算をわかりやすく発表して、国

民の関心をたかめるべきである。

さまざまな仮定にたっただが、年度末公債残高は平成21年度に600兆円を越え、26年度には

800兆円を突破する可能性があるということ、政府は、国民にもマスコミにもよくわからせるべきである。

表7 国債残高の試算

億円

年度	要償還額	借換債発行額	年度末公債残高	利払費
14	753,400	696,200	4,139,600	96,200
15	822,300	756,200	4,452,300	97,500
16	842,900	778,200	4,809,100	97,500
17	1,030,900	941,000	5,158,900	100,300
18	1,115,900	1,021,400	5,498,100	103,500
19	1,237,200	1,126,000	5,818,900	106,000
20	1,394,700	1,273,800	6,125,600	109,900
21	1,347,900	1,254,700	6,460,200	114,300
22	1,376,200	1,277,700	6,789,800	121,300
23	1,366,100	1,274,300	7,126,400	127,300
24	1,401,400	1,299,400	7,448,500	132,000
25	1,477,400	1,368,700	7,764,100	137,300
26	1,533,500	1,419,100	8,074,260	143,700
27	1,637,100	1,504,100	8,366,000	149,500

財務省 14年2月発表「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」より作成  
 新規公債発行額は17年度以降 同額がつづくとする。  
 表6の試算を前提とする。

## 2. 保有構造は変わるか

家計は国債を12兆円しかもっていない。これにたいして、政府は家計向けの国債販売をふやそうと懸命になってきた。14年の8月から9月にかけて、「個人向け国債」の商品内容がかたまってきた。

それによると、15年2 - 3月に、1)満期10年、普通の国債は5万円が最少購入単位だが、1万円から買える 2)変動金利、半年ごとの利払い 3)過去1年分の受取利子相当分の中途解約手数料をはらえば、満期前でも額面で換金できる 4)券面はなく、販売する銀行、証券会社、郵便局などの保護預り、の新商品である。

いちばんの特色は、15年1月施行の新法で、この商品の発行をきめるが、いままで他の金融商

品とおなじく、国債の利子は20%の源泉徴収であったが、この商品は非課税とすることも検討している。非課税には、預金や株式から資金流出をおそれる、民間金融機関がとうぜん反対しているから、実現はむづかしい。

第1回の発行規模は3000億円の予定だが、4月以降も続発されよう。

インターネットによるダイレクト販売も検討している。政府は国債の保有構造をかえようと躍起になってきた。国債販売のポスターに有名タレントを起用したのがはじまりで、法律をかえて新商品をつくるのは、まだ序の口といえよう。

おりから、マスコミも国債は家計が保有すべき金融資産として、安全であり、有利であるという論調が出てきた。小説 日本国債のモデル

であると自称している、久保田博幸の「日本国債は危なくない」が9月20日に出版された。奇しくもおなじ9月20日 小説が描いた国債入札の未達がおこっている。

私の意見では家計は国債の保有を簡単には増加させないと思う。

表8 家計金融資産の内訳

単位 億円

	13.6 末	14.6 末
家計金融資産	14,379,441	14,116,723
現金	342,368	389,203
流動性預金	1,381,950	1,778,675
定期性預金	5,859,716	5,534,069
国債・財投債	107,1139	129,668
金融債	134,676	102,871
株式	763,469	689,719
保険	2,605,115	2,594,457
年金	1,438,512	1,431,450

日本銀行 資金循環表 14,9,17 より

14年4月からのペイオフ解禁にそなえ、家計は定期預金を解約し、現金と流動性預金をいちじるしく増加させた。しかし、一部の資金は国債・財融債にむかい、前年比21%増をもたらした。まだ、現金、流動性預金に待機資金がのこっているが、家計の金融資産そのものが減少傾向に入っていることを無視できない。

金融広報委員会が9月6日に発表した「家計の金融資産に関する世論調査」はきわめて深刻である。「1年前と比較した金融資産保有残高の増減」で3年連続「減った」という回答が増加、「増えた」という回答が減少した。平成14年は16.6%が増えた、50.3%が減ったと回答した。その理由として、「定例的な収入が減ったので貯蓄を取り崩したから」が平成10年以降 6種の理

由のうちトップとなり、14年では51.2%がそれを選択している。

よく わが国には1400兆円の家計金融資産があり、それを考えれば国債の保有構造を変えられるという議論があるが、それは間違っている。家計金融資産が減少傾向にあるなかで、定期預金をとりくずして、普通預金や現金をふやしているように、生活のために流動性選好が極端に高まっている現状であるから、国債へのシフトはおこりにくい。

ゆたかな家計にとっては、物価下落が恒常化するなかで、金利がゼロでも元本が減らないことがいちばんよいことは、いちおう理解できる。それなら、個人向け国債がよいではないかとなるが、ゆたかな金融資産をもつ高齢層には戦時中、戦後の経験をわすれていないひとたちがまだ多いということを思うべきである。家計の国債保有比率が現在の3%未満から大きく増加するとはかんがえにくい。

したがって、現在のような変則的な保有構造は、すくなくとも数年間は是正されることはなかろうとおもわれる。

### 3 価格はどこまで下落するか

14年9月20日、10年債の入札で、応募額が入札枠にとどかない「未達」が、はじめて発生した。財務省は9月20日、表面利率1.2%の第242回10年利付国庫債券、1兆8000億円のうち、あらかじめ約1300社の金融機関で構成するシンジケート団が引受けた25%分をのぞき、1兆3500億円を競争入札にかけた。毎月やっている定例行事である。ところが応募は1兆1852億円にとどまり、10年債としては初めて(94年2月、4年債の未達があった)の未達で、小説「日本国債」の世界がほんとうに実現した。未達分はシ

ンジケート団が引受け「今回の処置により国庫の資金繰りに問題なし」と財務省はホームページで述べている。同時にマーケットでは、8月以来、1%割れをうかがっていた既発債の利回りは、前日比0.120%高の1.300%で取引を終えた。懸念されていた国債相場急落である。

背景は、9月18日の日本銀行の画期的な金融政策決定である。

9月18日、金融政策決定会合で、これまでの金融市場調節方針の継続をきめたあと、政策委員会をひらき、「金融システムの安定に向けた日本銀行の新たな取り組み」について発表した。日本銀行の速水総裁、三谷理事の記者会見の要旨は以下のものであった。

- 1) 大手銀行 10 数行が保有している上場株式を、時価で日本銀行が直接購入する。
- 2) 銀行の保有株式のうち自己資本を上回る分を日本銀行が肩代わりするもので、最大 8 兆円程度の規模になる。
- 3) 購入期間は半年から一年、その後の株価の変動は日本銀行の損益に影響する。
- 4) 保有期間は10年程度、その後は売却、保有中に議決権は行使しない。
- 5) 例外規定をゆるしている日本銀行法43条により、この業務をおこなう。

このニュースは2時45分ごろ市場につたわり、株価は上昇、債券価格は反落した。

ねらいは、銀行の保有株の下落により自己資

本比率が悪化する。これが銀行経営のリスクになっている。今回の措置とおなじ目的で「銀行等保有株式取得機構」が設立されたが、手続きが複雑で銀行の利用はすすんでいない。日本銀行としては、株価の下落が金融システムの信任回復を妨げているとした、異例の処置である。

さて、9月20日は一日で、長期債利回りが1.180%から0.120%上昇して、1.300%となった。10ベースポイント以上の相場下落は、このように1日で起こる。

しかも利回り水準がひくいから、10ベースポイントでも下落率は大きい。

仮に利率2.0%の長期国債を100円で買っていたとして、1.0%、100ベースポイント長期金利があがれば8.7円の値下がりである。前日に百億円で買った投資家がいれば、1日に8.7億円の評価損が発生したことになる。

図2にもどると、過去10年以上の国債市況の高騰トレンドにあっても、何度か市況は一時的な反落を経験している。いちばん大きいのは、10年10月から半年間の市況反落で、幅は100ベースポイントを超えている。トレンドが急にかわらなくても、このようなことは今後よく起こるだろう。

長期金利が上昇すれば債券価格はさがる。価格下落の幅は、長期債と中期債など、債券の満期の長さでことなる。

---

#### 参考

最終利回り = { 年利子 + ( 償還価格 - 購入価格 ) ÷ 残存年数 } ÷ 購入価格

年利子 100 × 1% = 1円 償還価格 100円 残存年数 10年

購入価格 100円なら 最終利回り 1%

最終利回りが変化すれば、価格はどう変わるか

価格 = { 償還価格 + 利率(%) × 償還年限 } ÷ { 1 + 最終利回り(%) × 償還年限 }

最終利回りが2%になると 価格は91.66円に下がる

10年債の場合 額面100円 表面利率1%の債券を100円で購入した。

長期金利が2%に上昇すれば、債券価格は下がる。債券価格は91.66円となる。

長期金利が3%になれば、債券価格は84.61円となる。

長期金利が4%になれば、債券価格は78.57円となる。

5年債の場合 額面100円 表面利率0.5%の債券を100円で購入した。

長期金利が1%に上昇すれば、債券価格は97.61円になる。

長期金利が2%に上昇すれば、債券価格は93.18円となる。

長期金利が3%に上昇すれば、債券価格は89.13円となる。

長期金利が4%に上昇すれば、債券価格は85.41円となる。

極端な例をかんがえると、昨日、新規発行された表面利率1%の10年債を100円で買った。今日、長期金利が100ベースポイント上昇して、債券価格が91.7円に下がった。今日売れば、8.3円の実現損である。売らなくても評価損が発生する。国債保有者にとって価格下落のリスクは大きい。

実際には、今日売るとは限らない。満期まで持てば、損失でなく1%の利回りが確保できる。途中で91.7円で売却しても、購入価格100円と

の差額ロスを、年1円の受取利子で埋めるので、損失は8.3円より少なくなる。ただ評価損は時価会計の適用がきびしくなっただけに、いやおうなく計上せざるをえない。

銀行を例に国債価格下落の影響をかんがえてみよう。

全国銀行がいま100兆円の国債を保有しているとすると、長期金利が1%上昇したら、ただちにどれだけの評価損がでるか、この計算には保有証券の満期分析が必要だ。

表9 全国銀行有価証券保有額

単位 10億円

	(3年度末)	9年度末	10年度末	11年度末	12年度末	13年度末
有価証券	115,558	123,410	121,486	136,244	176,021	156,588
国債	24,483	30,827	31,339	43,188	70,742	63,327
地方債	6,667	9,268	9,534	10,178	10,126	9,982
社債	24,236	16,893	17,665	17,801	18,992	19,165
株式	33,020	42,928	42,662	44,476	44,306	34,345
貸出金	486,800	505,839	486,918	475,405	473,579	455,683
資産合計	836,542	796,932	755,381	737,265	802,058	754,572
預金	551,316	508,812	488,221	494,232	510,838	522,638
自己資本	28,751	22,918	33,632	35,121	36,466	29,059

都長銀13 地銀64 第2地銀52 計129行

有価証券計には、貸出有価証券、自己株式、その他の証券を含む

国債には政府短期証券もふくまれ、日銀の資金循環表と定義がことなる。

(全国銀行の平成13年度決算について 14年8月14日 日本銀行発表資料より作成)

銀行はどれだけ国債を保有しているか、なぜ国債を買うか、日銀の「全国銀行の決算分析」のデータで論評したい。

1) 全国銀行は13年度末で63.3兆円の国債を保有している。特殊要因のあった前年度からは減少しているが、5年前の2.0倍、10年前の2.6倍と増加がいちじるしい。

銀行が国債の保有をふやしたのは、貸出しの減少にともなうである。企業の資金需要が減退した、銀行自身もさらなる不良債権の発生をおそれて、貸出しを減少させた。全国銀行の貸出金は、12年度45.5兆円と前

年度を3.8%したまわり、5年前より10%減額である。

2) 国債にくらべて、地方債、社債の保有額は伸びていない。債券運用のなかで国債のウェイトがたかまっている。市場での国債の流動性の高さは魅力である。

3) 債券5勘定戻(国債等債券売却益+同償還益-同売却損-同償還損-同償却)は、銀行の収益にたいして重要な貢献をしめしている。以下に株式3勘定戻(株式等売却益-同売却損-同償却)と対比する。

	10年度	11年度	12年度	13年度
コア業務純益	4.8 兆円	5.0	4.7	5.5
債券5勘定戻	0.9	(-) 0.1	0.4	0.4
株式3勘定戻	0.8	3.8	1.5	(-) 2.4

13年度はコア業務純益が、国内資金利益が国内で貸出しの減少、利ざやの縮小から減少したが、海外での回復と、手数料収入の増加で、過去のピーク5.6兆円ちかくを維持した。このなかで、債券5勘定戻の貢献はちいさくない。

4) 債券と株式の利益は、11年度、13年度のように、どちらかがマイナスになることが多い。金利上昇期には債券価格が下落して、株価が上がる。金利下降では逆がおこりやす

い。株式の保有残高が債券の保有残高にくらべて減っていることは、今後重要なリスクをもつといえよう。

今後、国債価格の下落が銀行の決算にどのように影響するかは、保有国債の期間構造を分析しなければわからない。

そこで大手都市銀行の代表として東京三菱銀行のポートフォリオを分析する。表10

表 10 東京三菱銀行の国債保有状況

保有有価証券	百万円		
	11年度末	12年度末	13年度末
有価証券	11,874,874	17,520,047	16,309,350
国債	3,662,453	7,661,730	7,544,848
地方債	142,732	241,286	423,210
社債	901,414	890,966	1,160,750
株式	4,914,734	5,249,524	3,912,283
その他	2,253,539	3,476,540	3,268,256

国債の評価損益	百万円	
取得価格	7,624,359	7,517,868
貸借対照表計上額	7,661,730	7,544,848
評価差額	37,370	26,980

国債の償還予定額	百万円	
	12年度	13年度
1年以内	4,886,876 (63.7%)	3,253,051 (43.1%)
1年 - 5年	1,857,944 (24.2%)	3,960,729 (52.4%)
5年 - 10年	916,909 (12.0%)	331,067 (4.5%)
10年超	0	0
	7,661,730 (100.0%)	7,544,848 (100.0%)

東京三菱銀行 デイスクロ資料より

東京三菱銀行は13年度末、時価7兆5448億円の国債を保有している。取得価格との差である評価益は269.8億円である。今後、国債価格が下落すれば評価益は減少し、評価損も発生する。東京三菱銀行の保有国債のうち、1年以内に償還されるものが43%で、52%が1 - 5年で償還される。5年超の債券の保有はすくない。

しかし、12年度末にくらべると、13年度末は

1年以内償還の比率が減り、中期債にシフトしている。国債の代表銘柄は10年債だが、大手銀行が10年債ばかり保有しているわけではない。できるかぎり短期化してリスクの軽減につとめている。長期金利が上昇して国債価格が下落するが、その影響は銀行によってさまざまであり、まさに銀行の資金運用の能力が問われる場である。

表 11 他の大手銀行の国債保有状況

	13年度末		
	みずほホールディングス	三井住友銀行	UFJグループ
国債保有額	10,554,751	10,114,287	7,090,785
評価益	( - ) 16,144	37,073	5,699
償還予定			
1年以内	3,854,025 (36.5)	2,179,224 (21.5)	1,981,034 (27.9)
1 - 5年	4,435,047 (42.0)	6,340,438 (62.7)	1,901,116 (26.8)
5 - 10年	2,265,678 (21.5)	1,324,773 (13.1)	2,957,696 (41.7)
10年超	0	269,435 (2.7)	250,937 (3.5)
計	10,554,751 (100.0)	10,113,870 (100.0)	7,090,783 (100.0)

各社 デイスクロ資料より



他の主要銀行のポートフォリオもながめてみた。注目すべきは、みずほホールディングスは、13年度末ですでに国債の評価損が発生していることである。保有国債の期間構造も各社ごとに異なっている。UFJグループが比較的ながいものにシフトしており、国債価格下落のリスクにたいして脆弱な姿をあらわしている。

結論はこういうことになる。

大手都市銀行の国債は満期償還までの期間を平均5年とする。この仮定は上記の期間分布からみて長いかもしれない。国債価格が0.5%から2.5%まで200ベースポイント下落すれば、100円のものが93.2円にさがる。その時、7.4兆円の国債を保有している東京三菱銀行の評価損は約5000億円である。どのように各行の13年度末の残高をもとに、平均年限を5年とすれば、みずほ7100億円、三井住友6900億円、UFJ4800億円の評価損となる。

この程度の損失ならば、長期金利が200ベースポイント上昇するとき、ふつうは発生する株価の値上がりや、貸出し利ざやの改善で補うことができるはずである。

けれども、300、400ベースポイントの価格下落なら、値下がり損失は甚大である。長期金利の大幅な上昇にたいして、大銀行の抵抗力は弱い。

## 国債問題への提言

### 1 残高増加にたいして

#### (1) 政府は債務者として説明責任をはたせ

わが国の政府は、史上まれにみる巨額な債務をかかえている当事者である。それが債務者としての説明責任を適切にはたしているとは思えない。国民にたいして平易でわかりやすい広報を展開しなければならない。昨年の本稿「間違いだらけの国債論議」で述べたが、国債にかん

する関係省庁の情報開示は不適切である。専門家同士だけで通用する用語でなく、一般の常識でわかる説明をこころがけるべきだ。「国債発行30兆円」はその最たる例である。国債と公債、財投債と財融債、4条国債と建設国債、特例国債と赤字国債、など同じことを別の言葉であらわすことが多い。用語の統一や定義の明確化が必要である。財務省、日本銀行、内閣府などが発表する統計は、くわしすぎたり、大切な情報が不足したり、発表を中止したり、まことに不便である。1冊で国債のすべてがわかる平易な統計集はだせないものだろうか。

財務省は14年9月に「財政の現状と今後のあり方」という40数ページの冊子を発表した。国債の統計もいくぶんは出ている。このパンフレットを入手するには、ウェブ以外は霞ヶ関へ取りにゆくしかない。いま企業はインベスターリレーションを重視して、広報担当者を強化している。世界最大の債務者のIR部門は、それなりに充実させなければいけない。これこそ、民間に委託すれば簡単に改善が実現する業務である。

#### (2) 国債残高のわかりやすい中期展望を毎年作成せよ

国債が将来どこまで増加するのか、政府の発表データはほとんどない。本稿では財務省が予算成立後に発表した試算を引用したが、このような長期展望の発表をもっと充実すべきである。じつは14年1月18日に経済財政諮問会議に提出された内閣府作成の資料がある。会議での「構造改革と経済財政の中期展望」の審議のための参考としてつくられたものだ。さまざまな前提をおいてだが、2006年(平成18年度)までの「マクロ経済の姿」と「国と地方の財政の姿」を数字でえがいている。財務省の試算とは定義がちがうが、公債等残高も、18年度およびそれを延

長した22年度について試算している。財務省の試算よりは、前提の種類が多く、国の各分野を網羅しており、いちおう本格的な試算といえよう。こうした数字が的中するかどうかは問題ではない。政府は毎年、こうした条件ならばこうなりますという姿を国民に提示すべきである。それが国民との対話である。国債残高がふえつづけることを、国民に納得してもらい、増加をすこしでも抑制するには、歳出削減以上に税収の増加が不可決であることを、くりかえし理解してもらうためにである。

15年度予算が成立すれば、また2月ごろ例年のような「財政の中期展望」を発表するだろう。そのときがチャンスであり、いままでにない懇切な国債残高の展望をのぞきたい。

### (3) いたずらなデフォルト論を排除せよ

国債の格付けがさがった。イタリアはもちろん、ボツワナ以下になったというので、ひと騒ぎがあった。ロシアやアルゼンチンのように、国のデフォルト論もマスコミがとりあげていた。これにたいして、政府は明確な説明をし、そういうことは起こらないことをあきらかにすべきである。それは、論者もふくめて金融を研究するものの責任でもあろう。

いまの日本国債は、外貨準備が底をつけば払えなくなる外国債ではない。円建てで国内で発行されている。外国人も国債を保有しているが、保有比率は4%にみたく、外国の保有者がなにかの事情で一斉に売却してくれば、市況の下落はあるとしても、国債の元利が償還不能になることはありえない。国債は将来の税収を担保にした国の債務である。国家が存続していれば、わが国の敗戦やソ連の崩壊のような連続性の遮断がなければ、国家に徴税機能があるかぎり、国債はいずれは償還されるものである。

わが国では第2次大戦後の記憶が強烈である。

むしろ、あのと時の状況をわかりやすく再現して、デフォルトはあのような状況ならおこる、あのような状況でしか起こらないことを説明すべきである。しかも家計にとって悲惨であったのは、国債の元本、利子が支払われなかったことでなく、インフレによって貨幣価値が暴落した結果であったことを明かにすべきである。財務省も日本銀行も国債にかんするホームページは掲載しているが、本稿でとりあげたような基本的な危惧にかんして十分な説明がなされていない。巨額な残高、価格下落懸念、異常な保有構造へのおそれにたいして、正面からむかった説明姿勢がみられないのである。

## 2 価格下落に関して

### (1) 株価の上昇で取り戻す

国債価格はこれ以上あがることはない。株価でいえば日経平均の4万円というレベルである。国債を大量に保有している民間銀行、官民の年金、郵便貯金などは、国債価格の下落の影響をうけるだろう。最終利回りが100ベースポイント程度あがるていどの価格変動は年になんども起こりうる状況にある。トレンドとしても10年以上前の8%台にもどることはないとしても、現在のような1-2%のレベルからはぬけだすだろう。そのときは、従来なら機関投資家は、株式の値上がりで充分とりもどした。なだらかな金利の上昇は景気の底入れから回復を反映するものだから、やがて企業収益が回復して株価があがるのが通例だからである。しかし、今回は国債を大量に保有している機関が株式の保有をへらしている。したがって、従来のように、金利上昇期における国債での含み損、実現損を株価上昇でうめあわせる仕組みが弱くなっている。機関投資家の資産運用は、債券を株式におきかえる姿勢がいまから必要であろう。

問題は銀行である。今回、銀行は自己資本の

範囲でしか株式は保有できないとし、日銀が異例の株式買取スキームを発表した。これは当面の自己資本比率防衛の異例な政策でしかない。短期の対策と中長期の対策はべつである。日本の株式は今後も値下がりがつづくことを前提とした、議論や施策がおおいは遺憾である。米国の銀行が株式を保有していないからといって、日本の歴史を無視しておなじにするのは無理がある。銀行はかつてのような株式持合いをするべきではないが、正常な資産運用の手段として株式投資を制限するならば、国債の価格変動のリスクだけを背負うことになる。金融システム不安に対処した、まさになりふりかまわぬ日本銀行の政策は、一日もはやい撤廃がのぞまれる。(11月29日 日本銀行の株式買入れは始動した。)

## (2) 新円切り替えへの不安

日本国債のデフォルトはない。

国債は、インフレにもならないのに紙切れになることはない。

しかし、投資家に国債をこれ以上もちたくない心境にさせる提案はいつもでてくる。これが国債価格下落を助長するだろう。たとえば、14年9月17日、日本経済新聞での対談で慶応義塾大学の深尾光弘教授は発言している。デフレからの脱出には「一種の「マイナス金利」政策を採用する必要がある。政府が元本保証している金融資産にすべて、物価下落率プラスアルファの税金を課すのだ。全額保護が続く銀行の決済用預金や、郵便貯金、簡易保険、国債、政府保証債などに加え、現金が課税対象になる。16年の新円切り替えの際に課税を実施すると宣言すればいい。」これはすごい意見だ。信用リスクゼロの金融資産だけに、保有税をかけて、株式、社債、CPなどのリスク資産や非金融資産の保有をふやそうとのねらいだ。現金にどうやって課税するか、徴税技術論としても興味があるが、

それを新円切り替えとからめるだけで、こうした意見は国債価格下落の要因になる。民間からのいろんな提言がでることは歓迎すべきである。政府は取りいれるものは採用したらよい。しかし、家計は何かあたらしい案がでるたびに不安にかられる。いまの政府への信頼がないから、新円切り替えの時に、なにかやりそうだと疑心暗鬼はある。これをぬぐいさらなければ、国債価格のソフトランディングはむづかしい。

## (3) インフレはおこしてはならない

債務者が長期債務のくびきからのがれるには、インフレほど楽なものはない。600兆円にもなる国債残高の償還は、いまの物価水準では無理だから、インフレ待望論が起こる。しかも、現在は行きすぎたデフレで、ある水準、前年比2%まで物価をあげるのはよいこととされ、政策もそれを指向している。デフレからの脱出がむづかしいように、いったん火がつたインフレのコントロールができないことは、なんども経験している。高い物価の上昇が金利の上昇をもたらす、国債価格は暴落する。償還分の政府負担は実質的にかかるが、

まだ当分、膨大な借替債を発行しなければならない。金利の上昇は毎年の利払い費の増加をもたらすであろう。インフレの影響は戦争が終わったときのような、単純な債務者利益とばかりにならない。

小泉内閣は14年9月30日に内閣改造をおこない、柳沢氏にかえて竹中経済財政担当相に金融担当も兼務させた。まだ進行中のドラマだが、重要なので記録しておく、9月17日、日本銀行による銀行保有株式の買取り発表、内閣改造と同時に銀行の不良債権処理の加速化、公的資金の再注入方針を決定、10月8日、ペイオフ完全実施の2年延期を決定した。

10月上旬現在、竹中大臣は日本銀行にインフレターゲットの導入をふくめた、政府と中央銀行の政策協定(アコード)の締結をせまっている。

国債価格下落の危機はこんごの、正常な経済では大きなものではない。年数%以上で物価が上昇するとき、それがつづくときがハードランディングである。

インフレを絶対におこしてはならない。異例の政策を連打してきた日銀にとって、それが最重要な課題である。

### 3 保有構造に関連して

#### (1) 国債管理政策はあるか

金利が上昇する課程で、大きな影響をうけるのは債務者である政府である。

新規にこれから発行せざるを得ない3 - 40兆円について、毎年の利子負担がふえる。それ以上に大きいのは借換債の利子負担の増加である。国債の償還予定額は14年度 74兆円、15年度 43兆円、それ以降 16 - 22年度 20 - 40兆円規模である。すでに発行されている国債の利率加重平均は2.68% (13年3月末)であり、これは5年前の4.64%、10年前の6.10%からいじりしい低下である。これまでは低金利が救いになってきた。こんごの国債償還の予定額はきまっており、いつ何年債が償還されるかもわかっている。政府および、国債発行の事務に関わる日本銀行としては、毎年、何年債をどれだけ発行するかの読みがこれまで以上に重要になってくる。マーケットの年限別需給をよみ、国債発行を順調に消化させるためにだけでなく、金利上昇のなかで、政府の利払い負担をいかに小さくとどめるかの視点からである。

国債管理政策はわが国で存在しているのであるか。財政を改善して国債の残高を削減するのが、最重要な管理政策だがすでには発行して

しまった残高がへらないならば、借換債を最適に管理するしかあるまい。その体制の強化がのぞまれる。

#### (2) 間接保有のリスクを開示せよ

国債の残高はふえる一方で、国債の保有構造はむこう数年間おおきくは変わらない。

そうなると、日本銀行、政府系金融機関、財政融資機関、郵便貯金、公的年金など、広義の公的部門が、14年度末において224兆円と国債・財融債の発行残高の半分を保有するという構造もかわらない。このうち、財政融資機関の71兆円、郵便貯金の51兆円、公的年金の25兆円は国民があずけている貯金、保険金、年金の掛け金を原資にしている。家計が自分では保有する気がない国債を、公的機関がかわって保有している。家計はそれにたいして何もいえないから、はたして将来、郵便貯金や簡易保険は安全なのかと心配もする。

これらの公的機関は資金運用の実体をあきらかにすべきである。すでにやっているとは反論があるだろう。たとえば、財政融資機関は毎年8月に発行される「財政投融資レポート」に資金運用部特別会計として、貸借対照表、損益計算書などを掲載している。保有有価証券の総額とそのうち長期国債、短期国債など商品別記載もある。しかし、国債の評価損益の情報はない。国債の残存期間別の情報としてあるのは国債をふくむ有価証券全体の残存機関別データだけである。民間銀行は銀行法によって、膨大なディスクロ資料の作成を義務づけられている。高価な何百ページの冊子は、各店で無料配布している。それにくらべるとちがいが大きい。

郵便貯金のディスクロは、財政融資機関よりはすすんでいる。ホームページをみれば、「郵便貯金資金の運用状況」がでており、そのなかに保有国債の残存期間別残高が開示されている。

52.7兆円の国債残高のうち、1年未満が17%、5年超が36%と、大手都市銀行にくらべて長期シフトしており、価格下落の影響はおおきいとおもわれる。このような、国民から預かる資金の運用の詳細を開示しなければならないし、われわれは注視しなければならない。

### (3) 国債を家計が保有する国にしたい

家計は国債をわずかしか保有していない。まして株式、投資信託からははなれている。

収入の増加がみこめないから減少をつづける金融資産をリスクフリー資産にシフトさせている。国債は安全性のたかい、流動性のたかい金融資産である。

家計の資産運用に本来はかかせない商品である。本稿では家計の国債保有比率の増加に否定的だが、それでいいとは思っていない。国民がよるこんで国債を保有する国が理想である。そのためには、郵便貯金の改革が不可欠であろう。民間の大手銀行がまさに国有化されつつある。こうした状況で郵便貯金がこのままで存続するのは不合理である。郵便貯金が国債、株式、社債、投資信託などの有価証券にかわるように、税制改革、投資家教育、新商品開発が必要である。

日本銀行が国債、株式を大量に買いつづける国から早く脱却して、国民がすすんで有価証券での家計の資産運用をする国へかわりたい。その鍵となるのは、民間金融機関による国債を利用した新商品の開発である。株式と国債のスワップも考えてよい、かつての「中期国債ファンド」のような商品が、現在の知恵と技術で創造されることを期待したい。

### 参考文献・引用文献

#### (1) デフレ下の日本経済と金融政策

中原伸之審議委員講演 13.12.11 日本銀行

- (2) 未踏の領域における中央銀行  
山口副総裁講演 14.7.3 日本銀行
- (3) 第117回事業年度(平成13年度)決算について  
14.5.29 日本銀行
- (4) 日本銀行の政策・業務とバランスシート  
14.7.29 日本銀行
- (5) 全国銀行の平成13年度決算について  
14.8.14 日本銀行
- (6) 最近のマネタリーベースの増加をどう理解するか  
14.8.2 日本銀行
- (7) 国債統計年報 平成11年度 財務省理財局編  
13.3.26 財務省印刷局
- (8) 財政関係資料 平成14年度 参議院予算委員会調査室編 14.3.4 財務省印刷局
- (9) アメリカの国債管理政策  
池島正興 10.4.3 同文館
- (10) 日本国債の研究  
富田俊基 13.7.26 東洋経済新報社
- (11) 市場から国債を考える  
平山賢一編 14.4.20 ISコム
- (12) 国債暴落  
高田創 住友謙一 13.11.25 中公新書
- (13) 日本国債は危くない  
久保田博幸 14.9.20 文春新書
- (14) 幸田眞音 緊急対論 日本国債  
幸田眞音ほか 14.8.25 角川書店
- (15) 資金循環表にみる90年代の金融構造  
青山浩一郎 00.10.12 多摩大学研究紀要
- (16) 間違いだらけの国債論議  
青山浩一郎 01.10.11 多摩大学研究紀要
- (17) 日本銀行、財務省、内閣府、郵政事業庁、ホームページ

以上

### 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、日本金融学会、証券経済学会、日本IR学会