

代田純編著

『日本の国債・地方債と公的金融』

税務経理協会 平成19年)

中島将隆

1. 本書の概要と構成

国の借金は膨張を続けている。平成19年12月末には、内国債が前年度より4.5兆円増えて678.6兆円、国債と借入金と政府短期証券の合計は、前年度より3.6兆円増え838兆円となった。長期政府債務残高をみると、国と地方を合わせて773兆円、対GDP比は148.1%に達する。持続可能な財政制度をどのように維持していくか、また、政府債務を如何に管理していくか、今や危機的状況にあると言わねばならない。

本書はこのような状況下において、政府債務に係わる広範な諸問題を多面的に取り上げた論文集である。本書は次のような構成になっている(所属は執筆時点)。

- 第1章 日本の国債と地方債の累積と問題点
(代田純 駒沢大学教授・日本証券経済研究所客員研究員)
- 第2章 国債保有と発行政策をめぐる国際比較
(須藤時仁 日本証券経済研究所主任研究員)
- 第3章 中央銀行によるオペレーションの国際

比較(勝田佳裕 駒澤大学大学院博士課程)

- 第4章 中央銀行と国債保有(勝田佳裕)
- 第5章 郵便貯金と国債(代田純)
- 第6章 財政投融资と簡易保険の国債保有(代田純)
- 第7章 地方債の改革と公的資金(代田純)
- 第8章 アメリカ国債と外国人投資家(小西宏美 駒澤大学非常勤講師)
- 第9章 国債と地方債の削減に向けた政策提言(代田純)

本書の概要は、編著者が「まえがき」で詳細に紹介している。問題が非常に広範囲にわたるので、編著者の文章をそのままお借りして概要紹介に代えたい。まず冒頭で本書のテーマについて、次のように述べている。本書は「日本における国債と地方債について分析、検討したものである。公的金融、特に郵貯と簡保について取り上げているため、本書のタイトルの一部とした。しかし中央銀行である日銀によるオペとの関係など、公的金融に限定されず、広く金融市場での国債・地方債について検討している。」

次に、各章の概要を編著者は次のように要約

している。

第1章：日本の公債（国債と地方債が中心）残高の対GDP比率が170%（2005年度時点、OECDベース）となった背景について分析している。国と地方にまたがり、1990年代以降公共事業が増加し、その後公債利払い費が膨張し、他方で税収が伸び悩んだ。こうした財政事情から公債が増発されたが、受け皿としての金融市場が存在したからこそ、公債残高が累増した。金融市場で、郵貯や簡保など公的金融、民間銀行が受け皿となり、日銀が買い切りオペによって国債市況を支えた。

第2章：日本、アメリカ、イギリスを中心として、国債保有に関する国際比較をしている。本章の特質は、国債の発行年限との関連において、保有構造を分析したことである。日本では近年、短期国債の比重が高まっているが、保有構造における公的金融や公的部門との関係を重視している。

第3章：国債オペレーションに関する国際比較をしている。今日、中央銀行の金融政策において、公開市場操作は中心的手段として定着したが、各国においては細部において異なっている。イギリスなどEU諸国では、レポオペが中心であり、買い切りオペは大蔵省証券など短期物に限定されている。アメリカでは、買い切りオペが実施されているが、オペ対象となる国債の残存期間別構成は偏ることなく分散している。しかし日本では長期国債の買い切りオペが大規模に実施され、残存期間別構成でも偏りがある。

第4章：第3章の分析を踏まえ、中央銀行の

国債保有に関して国際比較をしている。オペのあり方を反映して、イギリスではイングランド銀行によって大蔵省証券など短期国債だけが保有されている。アメリカではニューヨーク連銀によって、長期国債が保有されているが、その残存期間構成は分散している。しかし日本では日銀により巨額の長期国債が保有されているだけでなく、残存期間に偏りが存在している。こうした日銀の国債保有は、長期金利など金利の期間構成に影響した可能性を示唆している。

第5章：国債の受け皿として機能してきた公的金融機関の中でも郵貯について分析している。日本の公的金融は、「入り口」における金利水準と、「出口」における金利水準が矛盾する宿命を課されてきた。「入り口」としての郵貯は、民間金融との競争もあり、より高い金利を付す必要がある。しかし他方で、「出口」としての政府系金融機関（住宅金融公庫）は政策金融として、低位かつ長期を求められる。こうした内在的矛盾を郵貯が抱えてきたことも一因となって、自主運用へ転換を遂げた。しかし、郵貯による国債保有は一段と増加している。

第6章：郵貯と並び国債の受け皿となっている簡保について分析している。また簡保の分析に先立ち、財投の計画外短期運用について検討した。財投の計画外短期運用は実態がよくわからない（公表されていない）が、近年政府短期証券（特に外国為替資金証券）の保有が増加している。しかし、外国為替特別会計では余剰金が発生しており、問題が多い。また、簡保は公営の生命保険であるが、契約（負債）が長期である一方で、資産は国債が中心であり短期化している。資産と負債の期間構成にミスマッチが

ある。

第7章：地方債について分析している。最近、夕張市の事例もあり、地方債が注目されている。もともと、1990年代にアメリカから内需拡大策を迫られ、公共事業が地方単独事業を中心に増加した。この場合、地方債発行が「許可」され、その元利償還に地方交付税が充てられてきた。地方債の増加は、国の政策を反映したものである。財政力の高い自治体は公募地方債発行で対応可能であろうし、格付けや利回り格差など市場原理導入も検討されよう。しかし、財政力が弱い市町村では、こうした改革は不可能であろう。郵貯と簡保が2007年度から新規の地方債発行を停止するが、公的金融による地方債引受が必要である。

第8章：アメリカの国債と外国人投資家について分析している。日本の国債保有構造が公的部門や公的金融に偏重している一方で、アメリカの国債保有では外国人の保有が極めて高い。アメリカでは家計部門が1990年代後半から住宅借り入れ等を背景に資金不足となり。政府部門と並び、海外資金によってファイナンスされている。

第9章：全体の総括として、国債と地方債の削減に向けての政策を提示した。国債や地方債が債務である以上、将来の税収を前取りしていることに変わりはない。歳出削減や財政赤字の縮小が求められる。公共事業入札や資材調達など、改革の課題は多い。

2. 本書の特徴と論点

本書は、編著者と関係の深い執筆陣による論文集である。論文集では、一つの問題を深く掘り下げ、一定の視点から体系的に分析することは相当に難しい。従って、取り上げられている問題を少し深く検討すると、もの足りなさを感じる。また、必ずしも同じ問題についても統一した理解があるわけでもない。これは論文集の宿命でもあろう。だが反面、広範囲に論点を拾い上げる事が可能だというメリットもある。政府債務にかかわる論点は非常に多い。本書の最大の特徴は、広範囲にわたる論点を拾い上げたこと、しかも、数多くの論点の中から、今日直面している重要な論点を拾い上げ、紹介した点にあると思う。

まず、政府債務の膨張構造についてである。中央政府の財政膨張については誰も取り上げる論点だが、地方政府の債務膨張構造、すなわち、地方債の膨張構造を中央政府の財政政策と連動させて分析することは重要な視点である。地方政府の債務膨張は、中央政府の財政政策の帰結であり、この側面から政府債務の膨張を説得的に論じている。地方債については、いわゆる「暗黙の政府保証」についても検討されている。戦後長らく続いた「地方債許可制度」は廃止され、平成18年から協議制へ移行した。協議制へ移行しても、協議しているのだから、「暗黙の政府保証」も暗に前提されているのではないか、という問題も出こよう。これも、今後の重要な論点になる。

次に、財投改革と郵貯・簡保の国債消化の問題を丹念に分析している点である。過渡的な問題であり、また、資料の収集が困難な分野の問題

題でもある。特に財投の計画外短期運用に関する実態は資料が公表されていない。このような制約条件下で、粘り強く分析を続けている。計画外短期運用や簡保の問題は地味で苦労が伴う作業だが、この分野の問題も重要な論点であろう。

第三に、国債と中央銀行の関係の分析についてである。いずれの国においても中央銀行は国債を保有し、国債の売買を通じて金融調節を行っている。とはいえ、各国によってオペレーションの方式が異なる。また、国債の保有額や満期構成も異なる。各国の特徴を比較した上で、日本銀行の国債保有や国債オペ方式を紹介しているが、各国比較によって日本の問題がより鮮明になったのではなかろうか。

更に、アメリカの国債発行方式や国債保有構造の分析についても教えられるところが大きい。アメリカの国債は市場性国債だけでなく、非市場性国債が発行され、かつ、非市場性国債の発行規模は非常に高い。ところが、非市場性国債の発行額の推移や保有構造の統計は見つけ出す事は至難である。この点、本書に収録されている図表8-1(165頁)は、貴重な統計資料である。また、アメリカの国債保有については、外国人の保有が極めて高い(図表8-2, 167頁)。アメリカでは家計部門が1990年代後半から住宅借入などを背景に資金不足となり、政府部門と並び、海外資金によってファイナンスされているからである。アメリカのサブプライム問題も、国債保有構造に反映しているものであり、この点も興味深い分析であった。

3. 国債保有構造の問題

本書は共著であり論文集だが、国債の保有構

造の特徴については共通の理解がある。また、保有構造の分類方法も共通している。各章において国債保有構造が取り上げられているが、この問題については、教えられた所と疑問に思う所が混在している。そこで、保有構造に焦点を絞って感想を述べてみたい。

国債の保有構造を分析する場合、日本銀行の資金循環表が原資料となる。資金循環表は全体表、金融機関、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関に分類され、合計48項目の経済主体の国債保有額が一覧できる。そして、4半期ごとに時系列データを公表している。通常、この分類を再整理して、保有構造の特徴を検出するのである。

本書での問題は、まず、再整理した保有構造の分類について、である。本書では、中央銀行を公的部門に入れ、財政融資資金や郵便貯金、公的年金等と同列に扱っている(図表2-1 24頁)。そして、日本では公的部門の保有比率が高い、と各所で述べられている。中央銀行を公的部門に入れるのは「日銀は政府の銀行であるから、国債保有区分の上では、広義の政府部門に含まれる」(98頁)としている。なるほど日銀は政府の銀行ではあるが、しかし、この分類方法には疑問が残る。国債の保有目的が全く異なる事、アコードの例を取り上げるまでもなく、政府と中央銀行は別個の存在である。ここでは、中央銀行と公的部門とは別の扱いにすべきではなかろうか。さもないと、後述するよう、ここ数年間の日銀の国債保有構造の特徴を見失う事になる。また、政府部門保有で問題にしなければならない核心部分を曖昧にしてしまうからである。

次の問題は、国債保有構造の特徴についてである。ゼロ金利政策の採用、続いて平成13年の

量的金融緩和政策以降、国債保有構造は特に大きく変動している。国債保有構造の分析と保有比率の変化の分析は、重要な研究課題である。本書では、日本の特徴として公的部門の保有比率が極めて高いこと、同じく日本銀行の保有比率も高いこと、個人部門や海外部門の保有比率は低いこと、こうした保有比率の特徴が繰り返し指摘されている。しかしながら、評者は指摘されている諸特徴を無条件に承認することができない。もう少し立ち入って、厳密に考える余地が残されていると考えるからである。以下、各部門の諸特徴を検討してみる。

公的部門の保有比率：本書では次のように述べられている。「わが国の国債保有構造の特質は…、第一に、政府等（公的部門）の比重が極めて高い。諸外国（米、英、独、仏）の場合、政府部門の比重が高いアメリカでも13.5%であるが、日本は実に41.1%である」（95頁）。日米比較をする場合、この数字は市場性国債だけを比較しているから正確ではない。というのは、先に紹介したように、アメリカの国債には市場性国債と非市場性国債があり、非市場性国債の大部分は公的部門によって保有されているからである。さらに、非市場性国債の発行額は巨額で、市場性国債の50%以上と思われる。また、公的部門に中央銀行を含めて点についても疑問があった。これらの点を考慮にいれると、日本の公的部門の比重は上の数字と異なってくる。言われるほど、日本の公的部門の比重は高くない。

公的部門の保有比率をみると、量的金融緩和政策以降、大きな変化が見られる。公的部門の構成を郵便貯金・簡易保険・財政融資資金・政府系金融機関・一般政府（社会保障基金）とす

れば、平成12年12月時点と平成19年9月時点と比較すると、公的部門の保有比率は38.2%から45.3%に激増している。公的部門の比重が増大した最大の要因は社会保障基金の増加であり、この間、3.1%から10.7%に激増しているのである。財政融資資金が減少し郵便貯金が増大するのは、財投改革の結果であり、資金の性質が同一である両者は相殺して公的部門の比重増大には中立的である。

従って、公的部門の比重が増大したのは、社会保障基金の保有が増大したからである。この社会保障基金は市場性国債で巨額の資金を運用しているのである。市場性国債で社会保障基金を運用している国は日本だけであろう。他国では非市場性国債で資金を運用している。次に述べるように、今日の国債相場が日銀の国債買いオペによって支えられている事を考えると、ここには重大な問題を内包している、と言わねばならない。本書の分析方法では、こうした問題を見落とすことになる。

日銀の国債保有：平成13年3月から始まる日銀の量的金融緩和政策によって、日銀の国債買いオペ額は増大を続け、平成15年度からは毎月1兆2000億円、年間14兆4000億円の長期国債が買いオペで吸収されることになった。量的緩和政策が解除され、金利正常化の局面を迎えても日銀の国債買いオペ額は減額されていない。長期国債の発行額は80兆円の規模にまで積み上がったが、日銀は2割相当額を買いオペで吸収しているのである。膨張する国債は日銀、郵便貯金、社会保障基金によって消化されていると言っても過言ではない。

日銀が国債買いオペを続けると、日銀保有の国債は増額を続ける。資金循環表をみると、日

銀の国債保有比率は平成12年末に11.9%であったが、平成13年末には14.9%、平成14年末には15.6%に増加している。この間、発行額は激増しているから、日銀の国債保有額は巨額に達している。本書においても、保有構造の特色として日銀保有国債の増加をあげ、「これは日銀による買い切りオペを反映したものであろう。日銀はゼロ金利政策の延長で量的緩和政策をとり、日銀の当座預金残高を維持するため、大規模な買い切りオペを実施している。この買い切りオペにより日銀保有となった国債は積み上がっていく。すでに日銀の総資産額は膨張し、総資産に占める国債の比率は極めて高くなっている」(98頁)。

ところが、現実の推移をみると、本書の指摘は不正確といわねばならない。日銀の国債保有比率を見ると、平成14年末の15.6%をピークに、以後、低下を続けている。平成19年9月には9.8%にまで低下した。国債保有額もこの間、80兆円から65.7兆円に減額しているのである。

国債買いオペによって毎年14兆4000億円の国債を吸収しているにもかかわらず、日銀保有国債の額が減少しているのは何故だろうか。評者も長らくの間、この疑問を持ち続けていた。この疑問は、本書を精読して氷解した。問題の核心は、日銀保有国債の借換制度の変更にあった。平成10年度までは満期到来の国債は再び長期国債で借換られたが、平成11年度以降は短期国債で借換が始まり、平成16年度からは全て短期国債で借換られることになった。そして、満期の到来した短期国債は、平成14年度以降、全額が現金で償還されることになったのである(本書 71頁)。借換制度の変更があったからこそ、日銀保有国債は減額していったのであった。この重要な制度変更の意味を執筆者全員が必ずし

も共有していないと感じた。

借換制度の変更によって日銀保有国債は減額しているが、国債買いオペ額に変化はない。日銀の国債買いオペに変更がない限り、国債の低利発行が可能であり、長期金利は低利水準で安定する。日銀の国債買いオペについては、今後とも、大きな論点となるだろう。本書では、国債の買い切りオペを減額し、公募地方債をオペ対象にすべきだと提言している(192頁)。公募地方債の発行額が増加し流動性が高まれば、この提言は有意義であろう。しかし、今日、買い切りオペ額を減額すると直ちに長期金利が上昇し、国債費の増加によって財政危機が顕在化する。今なおデフレから完全に脱却できない現状を考えると、金融政策と財政政策の協調が求められているのではなかろうか。政策金利の引上げによってゼロ金利政策は解除されたが、金融政策は極めて難しい選択を迫られている。

国債の個人保有：この数年、新しい個人向け国債の登場によって、家計部門の国債保有比率は上昇している。平成12年は2.2%に過ぎなかったが、平成18年12月には9.8%、平成19年9月10.7%と増加している。しかし、諸外国と比較して日本の国債個人保有比率は低い、と言われ、本書の立場も同じである。評者は、この見解に同意することができない。何故なら、郵便貯金や財政融資資金による国債保有は、個人部門の国債保有と同じと考えるからである。国債も郵便貯金も等しく政府の金融債務であり、政府が元利償還を保障しているのである。10年定額貯金は10年物国債と同じであって、相違点は証券形式か貸付形式か、の違いだけであった。財政融資資金の原資は郵便貯金であるから、迂回した個人部門による国債保有にほかな

らない。郵便貯金・財政融資資金の国債保有比率は近年減少傾向にある。平成12年12月には26.9%であったが、平成16年12月には24.5%、平成18年12月には23.9%になった。しかし、家計部門が直接に国債を購入するようになり、その保有比率は平成12年12月の2.2%から平成18年12月には4.8%に増加している。この増加は本書で指摘されているように、家計部門を対象とする新たな国債の登場によるものだが、郵便貯金等を含めると、家計部門の国債保有比率は約3割にも達し、かつ、その比率は安定している。日本では個人部門による国債保有比率が低い、と一般に言われている。しかし、現実には諸外国と同じく非常に高いのである。郵政民営化が完了すると郵便貯金の性質も変わるが、その時には個人部門向けの貯蓄国債等が次々と登場するのではなからうか。

海外部門の国債保有：外国人による日本国債の保有比率は、本書が指摘するように極めて低い（本書15頁）。その理由として、日本国債の利率が非常に低いこと、また、税制上の取扱が障害となっている点を指摘しているが、その通りだと思う。しかし、最近の推移をみると海外部門の保有比率は次第に増加している点に注意を払う必要がある。平成15年12月は3%に過ぎなかったが、次第に増加し、平成19年9月には約2倍の6.6%になっている。こうした変化は、一つには税制上の扱いが改善されたこと、また、サブプライム問題で投資の質が変化している事にもよるのだろう。だが、ここでは、円の国際化という問題を強調すべきではなからうか。アメリカの国債保有構造の特徴は、本書の第8章で分析されているように、外国人の保有が高い点にあった。これは、海外からの資金を

導入する必要に迫られた結果であった。日本の場合、海外からの資金導入を阻止してきた点に注目を払う必要がある。長らくの間、日本は円の国際化を拒否してきた。非居住者の受け取る国債利子に源泉徴収するのは、海外資金の国内流入を阻止するためであった。ところが、小泉政権下で従来の政策が転換し、円の国際化に向けて新たな枠組みが構築されるようになってきた。海外部門の国債保有が増えれば円の国際化は進展する。円の国際化をすすめるため、海外からの国債投資を増やすために、様々の対応策が取られ始めたのである。このように考えると、現在のところ海外部門の国債保有比率は高くないが、近い将来には更なる拡大が十分に予想される。

以上、問題を国債保有構造に限定して本書のコメントを試みた。日銀の国債借換制度の変更やアメリカの国債保有構造の変化など啓発された論点が多かったが、国債保有の分類や各部門にみる国債保有構造の分析については、更なる検討の余地があると思う。

4. ゼミテキストに採用して

本書を十分にアブリーシイトするため、4回生のゼミのテキストに採用した。4回生であれば多少の知識の蓄積があり、本書を理解する能力は十分にある。毎回、2章ずつを読んでいったが、ワイワイガヤガヤと議論が次々に出てきた。ある箇所では納得し、別の所では新鮮な感覚を呼び起こし、また別の箇所では食い足りない表情が見られた。ゼミ生の表情をみると、本書をゼミのテキストに採用してよかった、と思った。様々の議論が出てきたのは、本

書が広範囲の領域を扱い、様々の問題を提起しているからである。著述も平易であるから、学生の理解も早い。もう一つは、論点が広範囲にわたっているため、一つの問題について必ずしも十分な分析が行われていない。いわば、不足する部分を読者の勉強に委ねているのである。

従って、ケンケンガクガクとした議論が出てくることになる。ゼミ生と同じ感想を抱きながら本書を読み、同じ視点で議論する事ができた。教員生活最後のゼミで、本書をテキストとして採用して良かった、と感じた次第である。

(日本証券経済研究所特別嘱託研究員)