

## 国債管理政策と財政リスク

齋藤 通雄

齋藤でございます。ただいま御紹介いただきましたように、私は財務省で、課長補佐、課長、局長時代と通算七年、国債の発行に関わっております。国債マーケットの現状、あるいは国債の発行額・残高が増えていることについて、いろいろ思うところはありますが、今日の講演では、発行当局がどのようなことを考えながら国債発行を行っているかをご説明するとともに、国債の増加が日本の財政にとってどのようなリスクをもたらすのかについて、国債の発行に実際に携わっていた人間の感触から、日本の財政は破綻寸前である

といった極論にも行かず、一方で、MMT（現代貨幣理論）の方々が言うように、国債は幾ら出してもいいという極論にも行かず、その間でどのような感覚を持てばいいのか、このあたりについてお話しさせていただきます。

なお、資料の表紙にも書きましたとおり、意見にわたる部分は私見でございます。御理解を賜ればと存じます。

## 一、国債管理政策の概要

まず、「国債管理政策とは」ということで、国債発行についてご説明します。

日本語では「国債管理政策」あるいは「債務管理政策」、英語では「Debt Management Policy」という言い方が一般的です。字面からすると、ストックとしての債務残高の管理に関する政策のようにも見えますが、実際に国債発行当局（理財局）が行っていることは、フローの資金調達に関する政策という色彩が強いです。

発行された国債の残高（債務）について政策当局ができることは、全くないとは申しませんが、非常に限られていると思います。例えば、民間の場合、債務残高が一定程度あるときに、金利が上がったら安く買入消却することもあり得ます。し

かし、国の場合は、今の財政事情を考えると、買入消却するには足元の高い金利で借換の国債を出さなければいけなくなり、結局は高金利の国債に残高が置き換わってしまうだけということで、経済的にメリットがあるのかどうかよくわかりません。

また、古い文献などを見ますと、「国債の価格維持政策が国債管理政策である」と書かれていることもあります。実際に昔、当時の大蔵省理財局国債課では、「整理基金オペ」と言って、国債整理基金の残高でマーケットから国債を買入れ、価格を買い支えるということが行われていました。それもごく一時期のことで、最近はしておりません。

そういう意味では、理財局が行っているのは基本的に資金調達、すなわち「国債発行政策」であり、そのポイントは「どのようにお金を借りれ

ば、長い目で利払負担を抑制できるか」ということとです。これは、政府であろうと民間であろうと、お金の借り手全てが直面する悩みでありまして、個人が住宅ローンを借りるときに変動か固定かで悩むのと同様です。変動で借りれば足元の利払いは少なくて済みますが、将来、金利が上がったときに負担が増えてしまうリスクを抱えます。

その上で、足元のコストを抑えるのか、それとも、長期固定で借りて将来の金利変動リスクをなくすかわりに足元の利払が増えることを甘受するのか。つまりはコストとリスクのトレードオフです。

ただし、国債発行の場合は、変動か固定かというよりも、固定利付を前提に、短めのもので出すのか、長期のもので出すのかといった年限配分を考えていきます。例えば、短期の国債で出すとすぐに満期が来て、その時点の金利で借り換えてい

くこととなりますので、短い国債を出すのは、変動金利で資金調達するのに近いと言えます。

さらに、民間の方がお金を借りる場合は基本的に、金融機関の側がオファーしてくる期間、金利設定の中から選ぶことになると思いますが、国債発行は自ら商品をつくることができます、この点も大きな違いだろうと思います。政府という最も信用力の高い資金調達主体として、イールドカーブを延ばすような形で超長期の国債を作っていくことも可能です。

国債発行の歴史を遡ると、昔は七年債で国債の発行がスタートし、一〇年債になり、今日に至るまで一〇年債が主力であることは変わりませんが、そこから二〇年債、三〇年債、四〇年債とイールドカーブを延ばしてきました。そのほかにも、今、顕在化しているニーズに限らず、潜在的なニーズを掘り起こした上で新しい国債を出す

いうことも行っておりません。言い換えると、国債発行当局にとって、国債発行額（表裏として財政赤字の規模）、そして金利水準（マクロ環境＋金融政策）は基本的に所与ということですが。

続いて、国債管理政策の目標と手段です。

理財局の公式な説明では、国債管理政策の基本的な考え方として次の二つの目標が掲げられています。

① 確実かつ円滑な発行により、必要とされる財政資金を確実に調達する。

② 中長期的な調達コストの抑制により、円滑な財政運営の基盤を確保する。

こうした目標を達成するための手段・手法の一つは、「投資家が購入しやすくすること、すなわち機関投資家があらかじめ運用計画を立てやすいように、透明性・予見可能性の確保を行っております。

具体的に幾つか御紹介しますと、国債については、翌年度の予算編成のタイミングで翌年度の国債発行計画を公表します。そして、年度が始まって実際に国債を発行していく段階になると、「〇月〇日に△年物の国債の入札が行われます」というスケジュールを三カ月先まで事前にお示しします。昔は、この入札スケジュールの事前公表が行われておらず、資金運用部ショックの後、国債発行の円滑化施策の一環として行うようになりました。その当時、私自身も課長補佐として関わっていた事柄です。

また、やや逆説的ですが、買いやすくするためには売りやすくすることも必要です。機関投資家からすると、投資の中で、買ったものを必ずしも満期まで持ち続けるわけではありません。売りたいときに売りたい水準で売れるようにするために、セカンダリーマーケットの流動性の確保・向

上も重要です。

では、発行当局はセカンダリーマーケットに対して何ができるのか。例えば「リオープン方式」です。新しく国債を発行するときには、一度出した銘柄を翌月、翌々月と追加で発行し、一銘柄当たりの発行額を増やすことで流動性を高める工夫をしています。さらに、五年、一〇年といった満期が十分にある新規の国債だけでなく、「オフ・ザ・ラン」と呼ばれる既発の銘柄も、マーケットでの残高が少なくなり需給のバランスが崩れているものについて、流動性供給入札を行うことによつて追加で発行します。このように、発行という局面を通じて流動性を高める工夫を行っております。

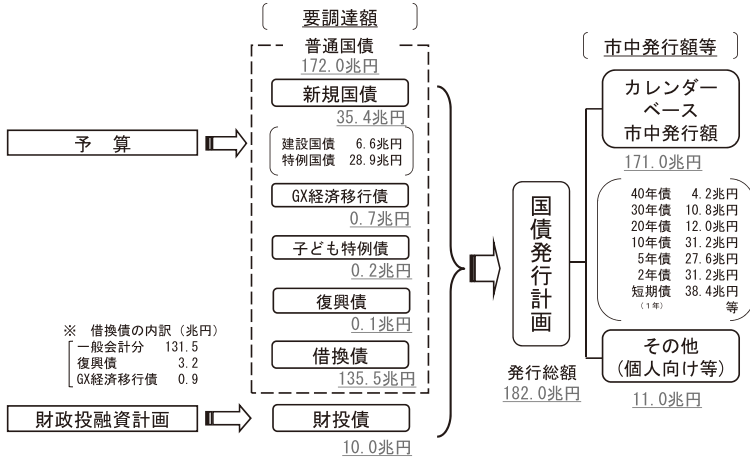
目標達成のための手段・方法の二つ目は、中長期的な調達コスト抑制です。これについては、先ほど触れたように、適切な年限構成をしていくと

いうことです。

こうした国債発行の工夫については、当然ながら、買い手となるマーケットの方々との対話をした上で、何が必要かを考えていくことが極めて重要になってまいります。そこで理財局では、マーケットとの対話の場として幾つかの会議を定例で開催しております。

まず、国債市場特別参加者（証券会社等のプライマリー・ディーラー）との会合です。国債の入札に参加し、落札してくれるメンバーとの定期的な会合で、これがマーケットとの対話の最も中心的なものとして申し上げていいのではないかと思います。国債投資家懇談会は、生損保・銀行・ファンド・アセットマネジメントなど、証券会社から国債を買い、ある程度保有し続けてくれる機関投資家等との意見交換です。そのほか、海外IRということで海外の投資家との意見交換の機会もつ

図表1  
令和6(2024)年度 国債発行の全体像



(注1) 計数は令和6(2024)年度当初予算ベース。

(注2) 各計数ごとに四捨五入したため、計において符号しない場合がある。

くっておりますし、国債トップリテラー会議では、個人の国債保有を促進する観点から、個人向け国債の主要取扱金融機関と意見交換を行っております。

## 二、国債の発行状況

続いて、国債の発行状況についてご説明します。

御存じのとおり、予算と財政投融资計画の編成プロセスを通じて毎年の国債発行額が決まります(図表1)。「要調達額」が一般に「発行根拠別発行額」と言われる部分で、国債発行で調達する資金の使い道別に分かれています。一般会計の歳入の不足分を賄うための新規国債が三五・四兆円、GX経済移行債が〇・七兆円、子ども特例債が〇・二兆円、復興債が〇・一兆円。そして、金

額的に大きいのが、過去に発行して満期を迎えるものを借り換えていくための借換債で、トータル一三五・五兆円です。その内訳は、ほとんどが過去の一般会計で発行した国債の借換であり、それ以外に、復興債、GX経済移行債の借換が若干あります。

以上が「普通国債」で、税金など、何らかの国民の将来的な負担によって償還していくことが想定されています。例えばGX経済移行債は、カーボンプライシングによって将来得られる財源で返していくわけですが、具体的な設計はこれからされることになっています。

普通国債とはやや毛色の違うものとして、財政投融资の財源になる「財投債」があります。これは、政府系金融機関や独立行政法人、あるいは地方公共団体に対して財政融資資金の貸付を行うための財源として発行される国債です。貸付ですか

ら、貸した先から利払いが行われ、いずれは返済がなされます。その戻ってくるお金をもとにして財投債の利払いなり償還を行いますので、この部分は純粹な金融活動です。今はもう存在しませんが、昔は長期信用銀行という業態があり、金融債という債券を発行することで融資を行っていました。それと同じようなことを政府自身が行っているとお考えいただければと思います。

このように、使い道別に毎年度幾ら資金調達をしなければいけないということが予算編成で決まっています。それらに基づいて国債発行計画を策定するのが理財局の仕事です。令和六年度の国債発行総額は普通国債と財投債を合わせて一八二兆円で、そのほとんどは、「カレンダーベース市中発行額」と呼ばれる、毎月定例の国債の入札によってマーケットで発行していく部分（一七兆円）が占めています。また、それ以外には、個人

向け国債等による消化もあります。

国債発行の大宗を占めるマーケットでの入札による発行額について、過去一〇年の推移を見ると、令和二年度に大きく発行額が増加しました。

これは、新型コロナウイルス感染症の蔓延で様々な経済対策を行うことになり、財政の規模が拡大し、国債発行額が増えたからです。その急激に増えた国債の発行の多くは、短期国債の増発によって賄われました。長い年限の国債の買い手はどうしても限られてきますから、余資運用的なものも含め、様々な投資家を買ってくれろという意味では、発行額が増えたときに消化の余力が大きい短期のマーケットでの増発という形で対応せざるを得なかったのです。その後、徐々に危機対応から平時に向かう中、国債の発行総額は少しずつ減ってきていますし、それに伴って短期の発行額も減っています。

続いて、新しく発行していく国債の平均償還年限を、カレンダーベース（フロー）、及び発行残高ベース（ストック）で表したものがこちらのグラフです（図表2）。

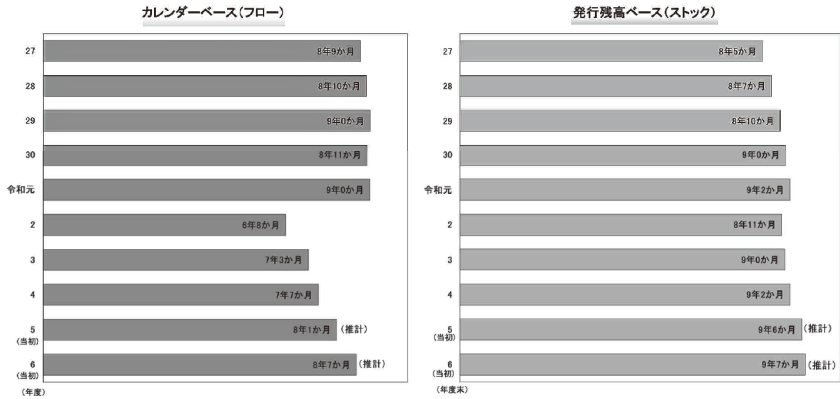
フローベースでは、令和二年度で短期化がかなり進んでいることがわかります。これは、先ほどカレンダーベース市中発行額の推移で御説明しましたように、コロナ対応で急激に増発する分を短期債中心に賄わざるを得なかったからです。そこから徐々にコロナ前に近いところまで戻ります。

ストックベースでは、やはり令和二年度で多少短くなっているものの、フローベースほど極端に短期化が進んだわけではありません。その後、徐々に長期化の努力を続ける中で、足元では過去最長まで延ばしてきています。

国債の平均償還年限がどれぐらい短いのか、長



図表2  
日本国債の平均償還年限



(注) 令和4年度までは実績。

(注) 普通国債残高。令和4年度末までは実績。

いのかというのは、金利が変わったときにそれが国債残高にどれぐらいのスピードで波及していくのかということと直結します。つまり、平均償還年限が長いほうが、借換のタイミングが先に延びるので、金利上昇の影響が及ぶスピードを抑えられるということです。冒頭でコストとリスクのバランスが大事だと申し上げましたが、私個人としては、国債はできるだけ長い年限で発行したほうがいいと思っています。もちろん、需給バランスを崩して無理に長い年限で出そうとすると、それはかえって金利を押し上げてしまいますから、そこまでしてはいけません。しかし、今の日本の財政状況を考えると、そうならない範囲内で、できるだけ長い年限で発行したほうが望ましいと思います。

コストとリスクのバランスを考えるとときに、長いほうに寄せていくと足元の利払費が高くなるの

ではないかと思われるかもしれませんが、実は、発行当局は最近は行っていないませんが、制度的にはスワップ取引ができることになっています。

スワップ取引を行うと、短期の変動金利と長期の固定金利を交換することになります。二〇年なり三〇年なりの長い国債を固定金利で出した上で、足元の利払いが大きくなり過ぎると予想されるのであれば、固定を受けて変動を払うことにより、固定金利はスワップで受け取って国債の利払いに充てる。言ってみれば、そこが相殺されるようなイメージになります。つまり、発行当局のエクスポージャーとしては変動金利の利払いが残り、国債の年限自体を短期化せずとも、支払う金利の部分を変動のほうに寄せるといいますか、短い年限での利払いに置き換えていくことができるわけです。したがって、私個人としては、国債発行はできるだけ長い年限で行った上で、あとは必

要に応じてスワップ取引をすればいいのではないかと思っております。

また、平均償還年限について、主要国間で比較すると、二〇二二年末で米国が六・二年、ドイツが六・九年、フランスが八・五年、日本（二〇二三年三月末）が九・一年で、日本が長期化の努力を進めてきていることがわかります。他方、イギリスは一四・七年と突出しております。この理由は、後ほどご説明します。

さらに、投資家別の需要から国債を見ると、年限によって主たる買い手が変わることが分かります。（図表3）。機関投資家の行動を考えたときに、ALM（Asset Liability Management 資産・負債の総合管理）を考慮するならば当然、ライアビリティサイド、すなわち調達の年限にマッチするものをアセットとして投資対象にする、そういう観点で見ていただくと分かりやすいのではない

図表3  
投資家別の需要

	短期国債	中期国債	長期国債	超長期国債			
	T-Bill (~1年債)	2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	40年債
銀行等	日銀オペ等担保需要		運用ニーズ				
生損保等					規制対応&運用ニーズ		
年金					運用ニーズ		
海外	円での運用ニーズ						

※ 日本企業がドルを調達した結果、海外勢は円を保有

〔出所〕 三菱UFJ銀行より財務省作成。

かと思えます。

預金という短い調達をしている銀行等預金取扱金融機関は、基本的に国債もそれほど長くないものを購入しています。この図は三菱UFJ銀行の資料をベースに財務省が作成したのですが、やや古いため、金利の絶対水準が極めて低い中で、銀行等預金取扱金融機関が二〇年債まで運用対象を広げていた時代とお考えいただくといいかもしれません。最近では、日本も一時期に比べれば金利の絶対水準が上がってきましたので、銀行等預金取扱金融機関の主たる投資対象は、五年債から一〇年債ぐらいまでになっているのではないかと思えます。一方で生損保等や年金は、もともとお客さんから預かっているお金を二〇年なり三〇年という極めて長い期間で運用することを想定しているため、購入する国債も長い国債が中心になってきます。

先ほど、英国の平均償還年限が突出して長いことに触れました。英国は確定給付型企业年金のALMが厳格に行われており、その確定給付型企业年金の運用者の方々が一〇年を超えるようないわゆる超長期債をかなり購入しているということ、平均償還年限が長くなっています。

次に、国債（JGBを含む）の保有者別割合の推移です。こちらも投資家別の投資行動という角度からの資料ですが、少し違う観点から見えます。

平成二二年から令和五年末までの期間で、保有比率が一〇%弱から五〇%近くまで大きく伸びているのが日本銀行です。それとは対照的に、五〇%弱から足元一三%程度まで落としているのが銀行等預金取扱金融機関です。生損保等はずっと二〇%近辺で、大きな変動はありません。そして、日銀とともに保有比率が高まってきているの

が海外です。かつては五%程度しかなかったものが一五%近くまで上がってきています。

年金（公的年金+年金基金）は、残念ながら保有比率が下がっています。公的年金の最も中心的な運用主体であるGPIFは、昔は国債で運用するのが基本的なスタンスでしたが、現在は、国内と海外で半分ずつ、さらに債券と株で半分ずつという基本ポートフォリオにしていますので、GPIFの運用対象の中で国内の債券である国債に充てられる部分は全体の四分の一です。そうした年金サイドの運用方針の変更もあり、年金の保有比率は下がってきています。

では、日銀が金融政策を修正する中で誰が日銀に代わって国債を購入してくれるのでしょうか。一つは、日銀が急速に保有を増やす中、保有を減らしてきた銀行等預金取扱金融機関です。もう一度金利がある程度付く世界になれば、運用対象と

して国債を買ってくれることが期待できるでしょう。また、国債を含む円建債券の金利の絶対水準が低くなる中で投資を外債にシフトさせていた生損保等も、日本の金利が彼らの調達コストに見合うような水準になれば、外債から円債に戻ってくる可能性がりますし、実際に足元の金利水準はそのようなところまで戻りつつあるように思います。

さらには家計（個人）です。金利の絶対水準が極めて低い中、個人の国債への投資はほとんど行われなくなってしまうです。しかし、昔は中期国債ファンド（中国ファンド）というものがあり、個人の投資家によく買われていました。中国ファンドが一番売っていたころは、直接保有と中国ファンド経由の保有を合わせると約一五％を家計部門が持っていました。

もう一度、中国ファンドをつくらうというつも

りはありませんが、金利がほぼゼロという世界から、ある程度つくようになってくる中で、公社債投信、特に国債を中心に運用するファンドで個人の投資を少し引きつけることができたらと思いい、実は水面下で、「そういうファンドがつかれませんか」という話を投信協会の方々などと始めさせていただきました。今でもいろいろ相談しているのではないかと思います。

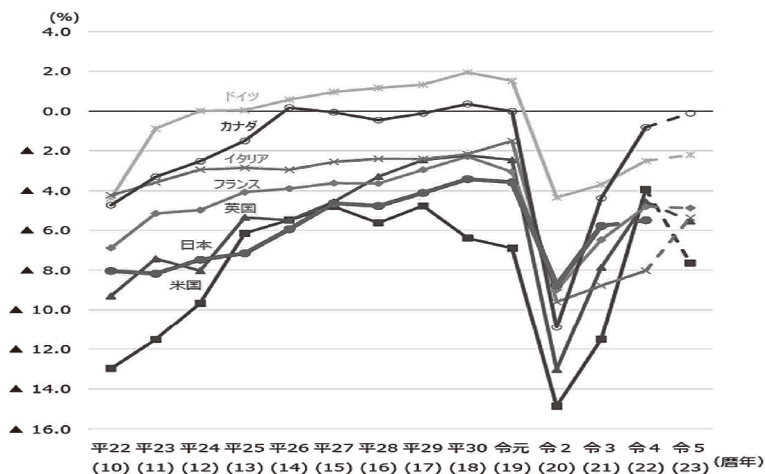
こういったところも含めて、日銀が国債の購入を減らしていったときに、民間の買い手にうまくバトンタッチできればと思っております。

### 三、国債の利払費と財政収支

ここからは、財政の話に移りたいと思います。

まずは財務省主計局などもよく示している財政収支（対GDP比）の国際比較です（図表4）。

図表4  
財政収支(対GDP比)の国際比較

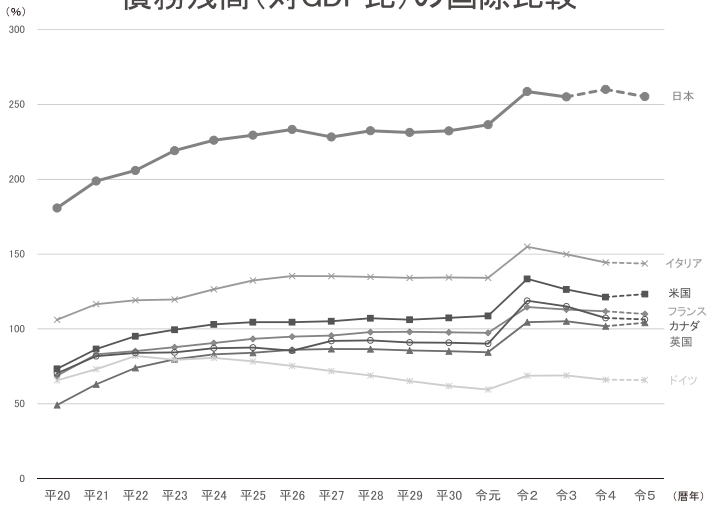


〔出所〕 OECD “Economic Outlook 114” (2023年11月29日)

主要国の中で、日本が突出して悪いわけではな  
いように見えるかもしれませんが、ただ、財政収支  
という形で見るということは、プライマリー・バ  
ランスとは異なり、政策的な経費に加えて、利払  
費まで含めて税収で賄い切れていない部分が財政  
赤字ということになります。したがって、日本の  
場合は、利払費が少なくて済んでいることが、財  
政収支が意外と悪くない一因になっている面があ  
るように思います。

また、このグラフは二〇一〇年からスタートし  
ています。つまり、リーマンショックで各国が財  
政出動を拡大させた後、危機から平時に戻る  
フェーズです。その後もう一度、二〇二〇年にコ  
ロナ対策で各国は財政赤字が拡大しますが、危機  
から平時に戻るフェーズを見たときに日本は戻り  
方が遅くなっています。そういう面も日本の財政  
のやや弱い部分としてあるように思います。

図表5  
債務残高(対GDP比)の国際比較



〔出所〕 IMF “World Economic Outlook” (2023年10月)

次に、債務残高(対GDP比)の国際比較です(図表5)。

このグラフは、日本の財政事情が突出して悪いことを端的に示す資料として、時々、御覧になるかもしれません。しかし、これもまた私の個人的な意見ですが、債務残高対GDP比の水準自体に必ずしも大きな意味はない、つまり、債務残高対GDP比が二〇〇%を超えたらダメ、三〇〇%になつたら危ない、そういう話ではないのだろうと思っております。御存じのとおり、債務残高はストックの概念であるのに対し、GDPは毎年の経済の付加価値、フローの概念です。ただ、各国の経済力を見る上で、GDP以外に適当な指標がないために債務残高対GDP比という数字がよく使われています。

民間の経済主体、例えば個人であれば、ローンを組むときに、毎年の収入に対してどれぐらいいま

でなら返済していけるのかということを考えるのは意味があると思いますし、企業の場合も、借入（債務）の規模に対して毎年の売上やフリーキャッシュフローといった返済財源がどれぐらいあるのかを考えるのは意味があると思います。

しかし、国の場合は、必ずしも毎年の収入で借金を返済しているわけではありません。先ほどから御説明しているように、借換債があります。

「でも、日本には六〇年償還ルールがありますよね」と言われるかもしれませんが、現状、それにととって六〇年で返すために、一般会計から国債整理基金特別会計に債務償還費を入れており、足元その金額は、一〇〇〇兆円の残高に対して六〇分の一、すなわち約一六兆円です。では、その一六兆円はどこから来ているのか。一般会計の今の財政状況を考えると、結局その分は赤字国債を出していますから、「六〇年で返すけれども、も

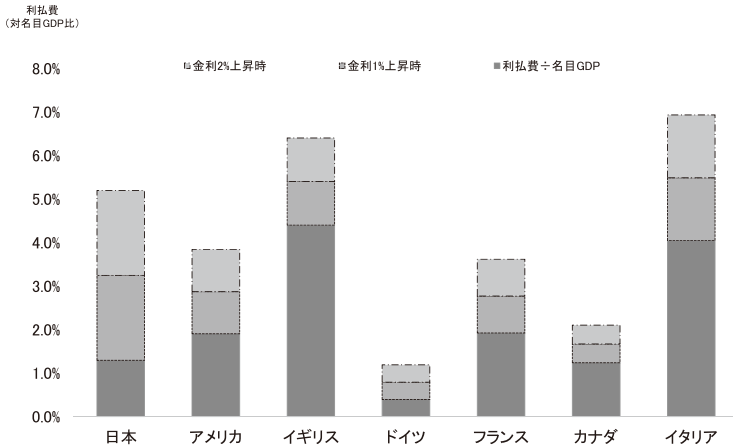
う一回、振り出しに戻って六〇年にしている」と言えなくもないわけです。民間の場合、お金を借りるときに、「このお金はどうやって返すのですか」と聞かれて「ほかの人から借り換えてお返しします」と言ったら、絶対に許してもらえません。しかし、国の場合はそれが許されるということです。

債務残高を減らすという意味での返済をしなくて良いのなら、MMTの方々が言うように、債務残高はどこまでも増やしていいのかと思われるかもしれませんが、ストック対フローではなく、むしろストック対ストック、例えば政府が発行する国債を消化し吸収できるだけの民間の貯蓄が国内にどれぐらいあるのか、こういったこととの比較で考えるというのが一つの方法ではないかと思えます。

もう一つ、国債を無限に発行できるわけではな



図表6  
利払費(対名目GDP比)と金利上昇時の影響試算(2022年度)



(注) 各国公表資料

〔出所〕 金利上昇時の利払費(対名目GDP比)の増は、債務残高に金利上昇幅を乗算し、名目GDPで除算して推計。

いということを考えるときにポイントとなるのは、利払費だろうと思います。

我が国の債務残高と利払費、金利の推移は、普通国債の残高は右肩上がりに増えているのに対し、利払費は、バブル期の終わりに一兆円で一且頭打ちになり、その後は七〇八兆円とむしろやや低い水準になっています。国債残高が増え続けているのに利払費が増えずに済んでいるのは、平均金利がどんどん下がっているからです。ただ、さすがにこれ以上、金利が下がらないところまできたように思いますので、利払費は今後増加に転じるということかと思えます。

その上で、金利上昇の潜在的なインパクトを示したのが、利払費(対名目GDP比)と金利上昇時の影響試算(二〇二二年度)(図表6)です。

棒グラフ一番下の部分は、足元の利払費の実績

値を名目GDPで割ったもの、すなわち、経済規模に対してどれぐらい利払いをしているのかという数字です。これを見ると、先ほど私が「日本は利払費が少なくて済んでいる」と申し上げたことが御納得いただけるのではないかと思います。財政の優等国ドイツの利払費が極めて少ないのは御覧のとおりですが、それに次ぐカナダの水準と日本はほぼ同じです。一方、財政が緩いヨーロッパの国の代表イタリアは高く、それよりもさらに高いのがイギリスです。先ほど平均償還年限のところで見たとおり、イギリスは国債の平均年限が長く、イールドカーブが右肩上がりということを前提にすると、より長めの国債で出している分だけ足元の利払費が高くなっています。

そして、棒グラフの下から二番目が、金利が1%上がったときに利払費がどこまで増えるのかを推計したものの、下から三番目（一番上）が、金

利が2%上がった時の推計です。このグラフは、1%なり2%の金利上昇が債務残高全体に及ぶとどれぐらいまで利払費が増えるのかということをつくっています。日本は債務残高が大きいですが、債務全体に金利上昇が波及すれば、利払費は相当大的な規模にならざるを得ません。そのことが、他国比で当該部分（下から二番目と三番目）が大きいことに表れています。したがって、どこまで債務残高を膨らませても大丈夫なのかということを考えるときには、利払いにどの程度影響してくるのかということもあわせて考える必要があるだろうと思います。

金利上昇が債務残高全体に波及するまでには当然時間がかかるわけですが、では毎年どのぐらい増えていくのか。この点について、財務省と内閣府が今年に入って試算をしていますので、まずは四月初めの財政制度等審議会に財務省事務方が提

図表7

## 金利上昇時の利払費の増加

(2024年4月4日財政制度等審議会財政制度分科会 財務省提出資料「財政総論」より)

## 令和7(2025)年度以降金利が1%上昇した場合の利払費の増加額

(単位:兆円)

年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
利払費増	+0.0	+0.8	+2.0	+3.2	+4.3	+5.3	+6.3	+7.0	+7.9	+8.7

(参考) ベース(令和6年度後年度影響試算[試算-1])の利払費と前提金利

(単位:兆円、%)

年度	2024	2025	2026	2027
利払費	9.7	11.1	13.2	15.3
10年国債金利	1.9	2.1	2.3	2.4

- (講演者注) 1. 本財務省試算では、年度初におけるイールドカーブの平行シフトが想定されている。また、2025(令和7)年度以降の国債発行額(一般会計分の新規+借換)は、2030年度までは159~164兆円程度、2031年度以降は168~174兆円程度と仮定されている。
2. 令和6年度予算政府案における一般会計分国債(新規+借換)発行額は、166.9兆円。

出した資料から、金利が1%上昇した場合の利払費の増加額を見てみます(図表7)。

ここでは、二〇二五年度に金利が1%上がり、その状態が以降も続くと考えたときに、ベースラインと比べてどの程度利払費が増えるのかを試算しています。御覧のとおり、毎年およそ一兆円ずつ利払費が増えていくイメージです。先ほど国債発行の全体像をお示しし、また脚注にもあるとおり、足元の一般会計分国債(新規+借換)発行額は約一六〇兆円ですから、金利が1%上がると、利払費は単純計算で毎年一・六兆円増えると思われるかもしれません。実際そのとおりなのですが、では、二〇二五年度の利払費がプラス〇・八兆円で済むのはなぜか。それは、国債の利払いが半年ごとに行われるからです。金利が上がった状態で国債を発行しても、利払いがその年に必ず二回来るわけではありません。年度の途中で出した

ものは利払いが一回しか来ないケースもありますし、年度末近くに出す国債はその年度内に利払いが来ない場合もあります。したがって、一六〇兆円の国債を一％高い金利で発行したとしても、一年目の年度内に発生する利払費の増加は〇・八兆円というわけです。

二年目の二〇二六年度はプラス二兆円です。二〇二五年度は一％高い金利で出していますので、その分は一・六兆円の利払費の増が効いてきます。二〇二六年度に出す国債も二〇二五年度と同じようなメカニズムになりますから、一・六兆円＋〇・八兆円で二・四兆円なのではないのかと思われるかもしれませんが、試算方法の問題といえますか、それによる癖なのかもしれません。二〇二五年に一％高い金利で発行した一年物の国債は二〇二六年に満期が来て、その分については、既に一％高い金利で発行されたものを借り

換えることとなりますので、二〇二六年度の段階では追加的な金利の増は生じず、その分が軽減されるということです。

さらに二〇二七年になると、今度は同じことが二年物の国債でも発生します。二〇二五年に一％高い金利で発行した国債が満期を迎え、それをいわば置き換えていくような形で二〇二七年の二年物の国債が出ていくことになります。

このように、毎年一六〇兆円の国債を発行し、それが一％高い金利になったとしても、利払費は一・六兆円ずつ積み上がっていくわけではなく、一兆円程度の積み上がりで済むということです。少し別の角度からも御説明したいと思います。先ほどお示ししたとおり、日本の国債の平均償還年限はストックベースで九年を超えています。これは単純平均ですので、三〇年債、四〇年債といった長い国債が平均の長さを延ばしている部分

があります。しかし、国債の満期がいつ来るかは全てわかりますので、そこから計算すると、約一〇〇兆円ある国債残高について、その半分の五〇兆円が満期を迎えるまでの年数はほぼ六年です。したがって、今後六年の間に一〇〇兆円の残高のうち半分の五〇兆円が置き換わり、金利が1%高くなったと考えると、その五〇兆円分について五兆円の利払費の増加が生じる、そのようなイメージです。

加えて、この財務省の試算では毎年新しく発行する国債がありますので、その分が利払費の増加としてさらに積み上がっていくことを考えると、金利が1%上がったときに六年で六兆円ちよっと利払費が増えるというのは、別の角度から見ても妥当な水準感ではないかと思えます。

次に、内閣府の試算です。内閣府は、プライマリー・バランスの目標を達成できるかどうかと

いったことを中心にモデルを回し、「成長実現ケース」と「ベースラインケース」の二つのパターンで試算しています。

成長実現ケースでは、名目成長率が3%台まで達するとともに長期金利も3%台まで上がる想定となっており、足元1%兆円弱の利払費が、10年後には20兆円を超える水準まで増えていきます（図表8）。また、内閣府はバックデータとして様々な数字を出しており、税金に対する利払費の比率を計算することができますが、私の計算では、足元10%程度から20%を超えるところまで行きます。

この内閣府の試算が出たときに、プライマリー・バランスを二〇二五年度に黒字化するという目標には届かないものの、二〇二六年度には黒字になるということばかりが報道されました。しかしそれは、この表の下から二段目にある国+地

図表8

## 内閣府試算で見る国の財政の将来像(1)

成長実現ケース：中長期の経済財政に関する試算(2024年1月)

※ 名目GDP成長率は2026年度以降3%台前半  
 利払費、財政収支、債務残高は国のみの計数  
 利払費の対税収等比率は講演者試算

(単位：%、兆円)

年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
名目長期金利	0.8	0.9	1.0	1.1	1.5	1.9	2.4	2.9	3.2	3.4
利払費	9.7	8.7	9.6	10.4	11.5	13.0	14.8	17.2	19.8	22.6
利払費/税収等	12.6	10.3	11.0	11.5	12.4	13.5	14.9	16.8	18.8	20.8
国PB(GDP比)	▲3.7	▲1.4	▲1.0	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1
財政収支 (対GDP比)	▲4.5	▲1.9	▲1.6	▲1.6	▲1.6	▲1.6	▲1.7	▲1.8	▲2.0	▲2.1
債務残高	1104.1	1117.7	1130.3	1143.0	1156.3	1170.5	1185.8	1202.7	1221.6	1242.9
PB(国+地方)	▲3.0	▲0.2	0.5	0.7	0.9	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9
PB(地方)	0.7	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1

方のプライマリー・バランスで見たときの数字です。この数字を国と地方に分解すると、残念ながら国のプライマリー・バランスは、成長実現ケースであっても試算期間中ずっと赤字です。さらに国の財政収支も、一旦は改善しますが、その後、利払費が増えることに伴って赤字が拡大していく。高い経済成長率が実現できても、このような姿になるといえます。

他方、ベースラインケースでは、成長率1%以下、長期金利も1%程度という前提での試算です(図表9)。金利が上がらないので、利払費の増え方も成長実現ケースほどではありません。それでも、一五兆円近いところまで絶対額は増えていきますし、税収に対する利払費の比率も一五%を超える水準まで上がっていきます。当然、プライマリー・バランスや財政収支の数字も成長実現ケースより悪いです。ただ、残念ながらこのことを

図表9

## 内閣府試算で見る国の財政の将来像(2)

ベースラインケース：中長期の経済財政に関する試算(2024年1月)

※ 名目GDP成長率は2026年度以降1%以下  
 利払費、財政収支、債務残高は国のみの計数  
 利払費の対収収等比率は講演者試算

(単位：%、兆円)

年度	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
名目長期金利	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
利払費	9.7	8.7	9.4	10.2	10.9	11.6	12.3	13.0	13.7	14.3
利払費/収収等	12.6	10.4	11.2	12.0	12.7	13.4	14.1	14.8	15.5	16.1
国PB(GDP比)	▲3.7	▲1.5	▲1.3	▲1.2	▲1.3	▲1.2	▲1.2	▲1.3	▲1.3	▲1.3
財政収支 (対GDP比)	▲4.5	▲2.0	▲1.9	▲2.0	▲2.1	▲2.2	▲2.3	▲2.4	▲2.5	▲2.7
債務残高	1104.1	1118.5	1132.6	1147.4	1163.2	1180.0	1197.7	1216.3	1235.9	1256.6
PB(国+地方)	▲3.0	▲0.4	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.5
PB(地方)	0.7	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

言ってくれる人はあまりいないのですが、国+地方のプライマリー・バランスは赤字が続くのに対し、地方のプライマリー・バランスはベースラインケースでも実は黒字が続きます。

最後に、今後のポイントについてまとめます。

まず、日本の財政に対する信頼を維持できるかどうかという点については、金融政策が修正され、金利が上昇した場合、格付にどう影響していくのか。また、日銀が国債購入を減らすとなると、それに代わる買い手としてどういう人たちが出てき得るのか、民間投資家にうまくバトンタッチできるのか。さらには、金利の絶対水準が変わってくると投資家の行動も変わり、それに応じて発行当局も年限別のバランスを修正していく必要が出てくるところ、それが国債の発行年限や利払費にどう影響するのか。こういった点がポイントになってくるだろうと思います。

加えて、財政健全化目標をどうするのか。財政に対する信認を維持する上でも健全化目標は大事です。ただ、利払費の増加リスクがある日本の現状においては、利払いを除外したプライマリー・バランスではなく、利払いを含めた財政収支ベースで考えるべきだと私は思います。目標は当然、財政収支の均衡ではなく一定水準の財政赤字だと思いますが、では、その水準をどうするのかということになります。

財政赤字対GDP比と名目GDP成長率、この二つの数字があると、長期的に債務残高対GDP比はどれぐらいの水準に収斂するのか計算することができます。例えば、財政赤字対GDP比三％（今のEUと同じ）の場合、名目GDP成長率が三％であれば、三分の三で、長期的には債務残高対GDP比は一〇〇％に収斂し、名目GDP成長率が一・五％しかなければ、一・五分の三で二〇

〇％になります。

これは、財政学で言うところのいわゆる「ドーマー条件」です。日本では、ドーマー条件がやや修正され、プライマリー・バランスが均衡したとき金利と成長率のどちらが高いか、こういった形で考えられることが多いのですが、もともとのドーマー条件は、財政赤字対GDP比と名目成長率で債務残高対GDP比がどこに収斂するのかという話です。

実は、EUでユーロが導入されたときにも同じような議論がありました。当時、私はフランクフルトにおり、ユーロ導入直前の準備状況などを現地で調べていまして、御存じのようにヨーロッパの財政目標は、財政赤字対GDP比三％、債務残高対GDP比六〇％です。なぜその数字に決まったのかというと、ユーロを導入したときに中心となるドイツ、フランス、オランダといった財政が



比較的よい国々の債務残高対GDP比の平均値が六〇%だったためです。それより悪くないことをユーロ圏の一つの目標にしようということで、まず債務残高対GDP比六〇%という数字が決まりました。そして、当時のヨーロッパは今よりも高い成長が期待されており、具体的な水準としては名目成長率五%（物価上昇率二%＋実質成長率三%）でした。その場合、財政赤字対GDP比を三%にすると、五分の三で、長期的には債務残高対GDP比が六〇%に収斂するということで、財政赤字対GDP比は三%を目標にしようと決まったわけですね。そういう意味では、日本においても、成長率、債務残高等々の観点で、財政赤字対GDP比の目標値を考えていくといいのではないかと思います。

そして、国と地方を合わせた数字ではなく、国単独での目標を設定したほうがいいだろうと思

ますし、先ほど内閣府の試算で御覧いただいたように、国と地方では足元の財政状況がかなり違ってきていますので、地方との財源配分の見直しも必要ではないかと思っております。

御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

○森本理事長 大きな問題を大変わかりやすく整理して御説明くださり、ありがとうございます。た。

それでは、参加者の方からコメント、御質問をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

○質問者A 私は昔、総務省にもいたことがあるものですから、プライマリー・バランスについて、地方財政法上の債務負担行為や地方債の許認可で維持されているがごとく安定していると思いつつながら拝見したのですが、実態的にそういう影響

はあるのでしょうか。

○齋藤 内閣府の試算で地方の財政状況がこれだけよい数字になっているのはどういうメカニズムなのか、実は私自身もよくわからないところがあ  
り、内閣府の担当者に聞いたのですが、「よくわかりません」という回答でした。

ただ、私は今日、国と地方の間では地方の財政状況がよいという話をしましたが、地方の中でも、不交付団体で財政状況に余裕のある自治体とそうでない自治体で差があると思います。です  
で、単純に地方から国に対して何がしか財源を移譲するといった配分の見直しだけでなく、地方の中での財源配分の見直しもセットで必要になるだ  
ろうと思っています。

○質問者B 先ほどの説明の中で、海外の方の国債保有比率が上がっているというお話がありました。時々、海外のヘッジファンド等が国債の空売

り、あるいはデリバティブ等を使った取引をして  
いるといったことが報道されます。このあたりに  
ついて何らかの懸念なり関心を持っておられるの  
か、お伺いできればと思います。

○齋藤 海外保有比率がかなり上がっている一つ  
の背景には、ユーロⅢを含めて計算していることが  
あります。特に近年、マイナス金利政策がとられ  
る中、短期金利がマイナスの世界に入っており、  
マイナス金利の短期国債を誰が買うのかというこ  
とになるわけですが、もともとドルを持っている  
海外の投資家からすると、ドルから円に換えると  
ころで円を安く調達できるため、マイナス金利の  
短期国債を買っても最終的にドルベースで見たと  
きに利益が出るということで、短期の国債の保有  
者として海外の投資家が増えた、それが表れてい  
ると思います。

その上で、もう少し長い年限の国債まで含めて

考えるかどうか。日本の国債を購入している海外の投資家はもとも円という資金を持っており、例えば海外の外貨準備当局は、保有している円資金の運用先に、最も安全で流動性の高いものとして日本国債を選択しています。おっしゃるとおり、海外のプレーヤーの中にはヘッジファンドのような人たちもいますが、彼らは言ってみれば「売りから入る」人たちなので、保有者別内訳の中にカウントされる海外投資家とは少し異なります。理財局で海外IRなども含めて海外の投資家と直接お話しした感触では、主たる日本国債の安定的な買い手として期待できるのは海外の外貨準備当局やソブリン・ウェルス・ファンドです。そのほか、グローバルにポートフォリオを分散している中で、海外の年金運用者も多少入ってきていると思います。

海外の投資家の保有が増えると、すぐに売って

しまうのではないかと心配されることがありますが、今申し上げたとおり、現在の海外の主たる投資家の顔ぶれを見る限り、すぐに売ってしまうような人たちではないと思いますので、あまり心配していません。ただ、今後を考えたときに、日本の財政もさることながら、人口減少といった中で日本の経済そのものが地盤沈下していく、あるいは、円という通貨がグローバルに見て地盤沈下していくような状態になると、海外の投資家も円をなかなか持たなくなり、日本国債を買わなくなる、むしろそういうシナリオを私は心配しております。

○質問者A 今のお話を聞いていて、今後、日本銀行が国債の保有をこれまでのようにステディに増やしていけるかどうか分からない中、どのセクターが持つてくれる可能性があるのかということが一つポイントになってくるかと思うのです

が、この点についてはいかがでしょうか。

○齋藤 先ほど少し触れましたとおり、日銀が保有を減らしていったときに買い手として期待できるのは、日銀とは対照的に保有を減らしてきている銀行等預金取扱金融機関で、市場運用で国債を持つようになるのではないかと思います。また、日本の金利の絶対水準が低い中で海外の債券にシフトしていた生損保等が戻ってくることも、ある程度は期待し得るだろうと考えます。年金については、そもそもポートフォリオの考え方自体を変えてしまっているので、保有を増やすのはやや難しいでしょう。その上で、現状、極めて低い水準にある家計部門（個人）に、国債を直接というよりは、投資信託というのでしょうか、何らかのファンド経由になるかと思いますが、もう少し国債を買ってもらえればと思っています。

○森本理事長 私から一点。プライマリー・バラ

ンスが達成できそうな状態で、プライマリー・バランスにかわる財政健全化目標は非常に重要だと思いますが、先ほどの内閣府の試算では、成長実現ケース、ベースラインケース、いずれも財政収支▲三％は達成できるような感じですか。そうしますと、この二つの試算は、プライマリー・バランスが違うぐらいで、財政の姿はあまり変わらないような気もするのですが、齋藤様から御覧になって、内閣府試算の財政の姿は将来のしかるべき方向ということでもよろしいのでしょうか。財政健全化目標と試算の関係について、御見解を示していただければと思います。

○齋藤 完全に個人的な見立てですが、この内閣府の二つの試算はかなり極端といえますか、名目成長率三％というのは、物価上昇率が二％ぐらいあるとすると、実質で一％を超えるような成長率ということだと思っています。しかし、これだけ高齢

化が進んで人口が減り、労働力人口も減っていく中、生産性向上等だけでそれを達成するのは相当厳しいでしょう。

他方、名目成長率が1%まで行かない世界がずっと続くと考えerのかというと、物価上昇率がもう2%まで来ているので、恐らく名目成長率はこの二つの試算の間ぐらいにあり、物価が2%上がる世界というのは、ある程度長い目線で見たとくには長期金利も2%を超えてくると思います。御存じのとおり、名目金利＝実質金利＋期待インフレ率ですから、インフレ率が2%である程度フィックスされるのであれば、金利は2%を超えるような世界になっていくでしょう。

この二つの間ぐらいのところは落ちて利払費が増える、しかし実質成長率はあまり高まらないということは、経済の状況はそれほどよくはならず、税収も伸びないということですから、利払費

まで含めて考えたときの財政状況はかなり厳しくなると予想されます。したがって、名目成長率あるいは名目金利がインフレ率にある程度引つ張られるような形で2%前後になるような世界を一つ想定した上で、そのときの利払費の増加をきちんとカバーできる形で財政の目標を考えていくことが必要ではないかと思っています。

○森本理事長 ほかに御意見、御質問等いかがでしょうか。——時間も過ぎておりますので、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきます。

齋藤様、どうもありがとうございます。(拍手)

(ざいとう みちお・(株)野村資本市場研究所 研究理事)

(本稿は、令和六年四月二三日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

齋藤通雄氏

御 略 歴

1987年東京大学法学部卒、同年大蔵省（現財務省）入省。主計局調査課長、理財局国債業務課長、理財局国債企画課長、金融庁総務企画局参事官などを経て2021年7月東海財務局長、2022年6月理財局長。2023年11月から現職。

主な論文

「金利と経済（上・下）」『ファイナンス』（財務省広報誌）2006年10月号・11月号

「平成24年度国債発行計画について」『ファイナンス』2012年2月号

「平成25年度国債発行計画について」（共著）『ファイナンス』2013年3月号

「物価連動国債について」『証券アナリストジャーナル』2013年9月号

「金融・資本市場制度等をめぐる現状と展望」『旬刊 商事法務』No.2021

「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」（共著）『ジュリスト』2014年11月号

「齋藤通雄氏に聞く、日本国債市場の制度改正と歴史（前編・後編）」（共著）『ファイナンス』2023年10月号・11月号