

わが国における国債管理政策

-郵貯民営化への対応と個人・非居住者保有増大の必要性-

第1章 国債発行の現状と歴史

第1節 国債発行の現状と国債の種類

第2節 国債発行残高の歴史

1. 戦前及び戦後の国債発行
2. 70年代の2つのショックと国債発行
3. バブル経済とバブル崩壊後の国債発行

第2章 国債の保有構造

第1節 国債保有構造の国際比較

1. 政府保有率
2. 金融機関保有率
3. 海外保有率

第3章 国債管理政策

第1節 国債管理政策とは何か

第2節 日本の最近の国債管理政策

第3節 個人向け国債

第4節 郵政民営化と国債管理政策

第5節 インフラ整備の必要性

むすびにかえて

はじめに

現在、日本の財政状況は世界的に見ても危機的状況にある。今年度末の日本の政府債務残高は約 774 兆円を上回り、隠れ赤字を含めると 1,000 兆円に達しているとさえも言われている。政府債務残高は 90 年代に急増したが、この主因は金融経済危機やデフレ継続のもとでの、積極的財政政策にある。現在、国債管理政策などの財政再建策が検討されているものの、税収が低い水準にあるなか、財政支出の急激な改善は望めない。このため「国債管理政策」の重要性が今、問われているのである。

そこで本稿では、日本の国債について、現状分析や増大した経緯、国債保有構造について分析し、どういった国債管理政策を採るべきかについて検討することを目的とする。第一章で国債の現状と歴史について概観し、第二章では日本国債の保有構造を海

外のそれと比べて分析する。第三章では、個人向け国債や非居住者向け国債保有を促進するために何が必要かを分析し、さらに郵政民営化のもとで如何に国債保有の受け皿を充実させるかなど、今後の国債管理政策について考察することとする。

1章 国債発行の現状と歴史

1節 国債発行の現状と国債の種類

国債発行残高は 2005 年 6 月現在 640 兆円に上る。とりわけ 1990 年代以降に国債が急増したが、その要因の第一は、政府は景気回復を最優先して超大型補正予算を組んだことで、1998 年には 34 兆円もの新規国債を発行するなど、前例を見ない国債の乱発があったことである。同年以降 30 兆円を超える事は常態化したため、2001 年には新規国債発行額 30 兆円枠を導入したが、以後 2005 年まで一度として新規国債発行額が 30 兆円未満になったことはない。

第二は、2001 年から国債の種類に新たに「財投機関債・財投債¹」が加わったことである（正式には財政投融資資金特別法を根源発行法とした「財政投融資資金特別会計国債」）。財政投融資の運用は、以前は旧大蔵省の資金運用部に預託された郵便貯金・年金積立金などが、公団や公庫など特殊法人に融資されていた。特殊法人はこれを高速道路や空港などの大規模事業などへ融資し、第二の予算とも呼ばれた。こうした構造は特殊法人の財務規律を弱め、特殊法人の非効率性を著しく増大させる結果となったため、2001 年 4 月に財政投融資改革が行われた。

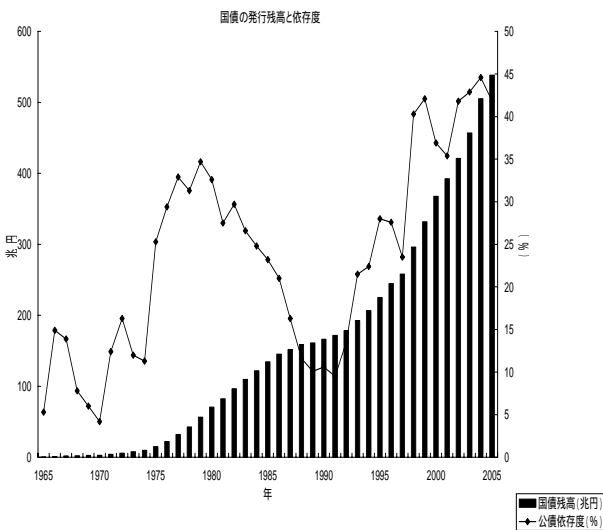
財政投融資改革により、財政投融資は従来のように郵貯・簡保に依存するのではなく、特殊法人独自の資金調達が必要となった。財政投融資に必要な資金を調達するために発行されるのが財投機関債・財投債で、いわば旧来の財政投融資債務が財投債に切り替わり、目に見える政府債務となったに過ぎない。

第三は、60 年償還ルールである。急増する国債発行額の推移の中でも、借換債の増加が著しいが、60 年償還ルールとは、今まで発行された赤字国債などの償還時に、新たに発行する借換債によって返済す

¹ 財投機関債には政府保証が付与されないのに対して財投債には政府保証が付与される。

る手法である。例えば10年満期国債の満期が来たときには全額償還するのではなく、6分の1だけ償還し、残りの6分の5を借換債という新たな国債を発行して支払うのである。2年満期国債も同様で、2年後に全額返済するのではなく、30分の1だけ償還し残りの30分の29は借換債を発行する。つまり、「60年」という長い期間で返せばよいという事になり、これは結果として国債発行額を増大させることになった。

図表1 国債の発行残高の推移と公債依存度



<出所>財務省ホームページ「日本の財政を考える」
http://www.mof.go.jp/zaisei/con_03_g01.html
http://www.mof.go.jp/zaisei/con_03_g02.html

国債は発行目的により以下の4つに大別することができる。前述した財投債、借換債、そして、建設国債、赤字国債である。

建設国債とは、公共事業などの財源となる国債である。財政法4条では「国の歳出は国債又は借入金以外の歳入を持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、国会の議決を得た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」と規定されている。財政法は基本的に国債発行で財政運用することを禁止しているが、公共事業費、出資金及び貸付金を財源とする場合には国債発行が認められている。これが建設国債である。ダム建設や道路や上下水道などといった公共事業には多額の資金が使わ

れるが、国の資産が増えて産業が整備されれば将来の税収が増える要因になる。建設国債発行増大は日本が高度経済成長を成し遂げる上で必要なインフラ整備をしていく過程で起きた。つまり、1970年以降も道路や架橋などを大都市間だけでなく採算の取れない地方にも予算配分して作り続けたのである。

これに対し、赤字国債は主に歳入不足を埋めるために発行される国債である。財政法で本来禁じられているものだが、発行される度に特例法を制定して発行するため、「特例国債」とも呼ばれる。赤字国債は不況のたびに発行されてきたが、とりわけバブル崩壊後の平成不況時に赤字国債の発行額は過去最高となった。借換債は赤字国債などを借り替えたものなので自然に増加することになる。

2節 国債発行残高の歴史

1 戦前及び戦後の国債発行

戦争が起きると相当の軍事費が必要となるため国債発行で補ってきた歴史がある。例えば1904年には日露戦争の戦費調達のためロンドンで外債が発行された。昭和期には昭和恐慌からの脱出を図るため、1932年大蔵大臣高橋是清は軍備拡張と農村救済を柱とする時局救済事業を実施し、「高橋財政」といわれる積極財政による景気刺激政策を推進した。同時に赤字国債を大量発行し、国債の購入を日銀に引き受けさせた。高橋蔵相の積極財政により不況の日本経済は回復拡大へ向かい始めたが、赤字国債発行や日銀の国債引き受けは、インフレを引き起こす危険を伴う措置であった。そのため高橋は、1936年軍事費を削減する予算を組み、公債漸減方針を打ち出すが2.26事件で暗殺され、軍事費拡大と国債の発行増加は止められず、終戦まで発行額は増加し続けた。

戦後になると1947年に財政法が制定され、法律上国債発行に歯止めがかけられることになった。同法4条で赤字国債発行を禁止したのは戦前の経験を踏まえてのことといえる。その後1945年から1965年の20年間は国債が発行されず、均衡予算が実現していた。

しかし1965年戦後最大級とみなされた不況に陥ると、景気刺激のため戦後初の国債が1966年に発行

された。しかもこれは赤字国債発行で、1965年山一証券に日銀特融がなされ、中央銀行が民間企業に融資するという異例の事態に陥ったからである。1967年以降は建設国債が毎年発行されることになり、均衡予算主義は崩れ去った。

2 70年代の2つのショックと国債発行

1970年代前半に日本は想像もしなかった2つのショックに見舞われた。第一は、1971年のニクソンショックで、米国政府はドルの金兌換停止を発表し、1ドル=360円の単一固定相場制は崩れた。政府は輸出企業を守るための円高阻止を目的に、金融緩和とともに財政拡大を行い国債発行は増大した。

第二は、1973年の第一次オイルショックで、日本は原油不足による物価高という超インフレであるにも関わらず、デフレ時同様の不況に見舞われるというスタグフレーション状態に陥った。対処法として総需要抑制政策がとられ、金融と財政の引き締めが実施された。しかし不況下で税収は大幅に落ち込んだので歳入不足分を国債発行で補わざるを得なかった。その後物価高の懸念がなくなると今度は赤字国債を発行して不況克服に望んだ。1975年には5.3兆円の赤字国債が発行され、これ以降日本は完全に毎年赤字国債発行に依存する体質になった。

こうした状況で政府は1984年までに赤字国債依存体質から脱却するとの目標を1979年に設定した。当初一般消費税導入で歳入を増加させようとしたがこの時点では実現せず、財政再建は歳出の削減で達成する以外になくなった。いわゆる行政改革で、1982年は臨時行政調査会（臨調）が発足した。1987年に実現した三公社民営化（国鉄 現JR、電電 現NTT、専売 現JT）構想も、公務員を削減して歳出を削減する狙いがあった。しかし1983年に財政非常事態宣言が出され、赤字国債依存脱却目標期限は1990年に先送りされた。また同年借換債が初めて発行され、日本の財政は危機を回避することができたものの、単なる借金の借り換えという一時しのぎに過ぎなかった。

3 バブル経済とバブル崩壊後の国債発行

この窮状を救ったのがバブル経済である。1987年から始まった好景気により税収は大幅に増大し89年には消費税も導入され、1990年には赤字国債の新規発行額はゼロとなった。財政は一時的に赤字国債依存体質から脱却できたのである（ただし国債の累積残高はバブル期ですら前年より減少したことはなかった）。

しかし90年代にバブルが崩壊すると、その後の景気停滞に対し1993に財政出動を実施した。1995年には赤字国債発行が再開されて、再び発行額は増加に転じた。1996年には国債発行抑制のために行財政改革の方針が打ち出され財政再建に舵が切られた。省庁再編などによる行政改革や緊縮型予算である。また消費税も3%から5%へ引き上げられた。しかしこの緊縮財政で上向いていた景気は再び不況となり、さらに1997年の山一証券破綻を発端とする金融危機が財政再建の道を阻むことになった。1997年にはアジア通貨危機で世界市場が混乱し、当時深刻な不良債権問題をかかえていた日本発の世界恐慌の危険性すらささやかれた。98年に長銀が実質破綻して金融危機が現実のものとなったため、財政面でこの入れから赤字国債の乱発という事態になったのである。

2章 国債の保有構造

1節 国債保有構造の国際比較

図表2は、主要5カ国の国債保有層を示したものである。同表からも明らかのように、わが国の国債保有構造には、政府保有比率が高いこと、金融機関保有比率が高いこと、個人保有比率が低いこと、非居住者保有比率が低いこと、といった4つの特徴がある。

1. 高い政府保有比率

政府保有比率が他国と比べて圧倒的に高いのが日本の最大の特徴であるが、ここでいう政府とは公的年金や郵貯・簡保を指す。日本は他国と違って貯蓄率が高く、また株式投資をギャンブルと捉える見方が多いため、個人がハイリターンを求めて資産運

(図表2) 主要5カ国の国債保有層(2004年)

	政府	中央銀行	金融機関	海外	個人	その他	国債残高
日本	40.8%	14.5%	36.0%	4.3%	3.2%	1.3%	6,197,909 億円
アメリカ	13.5%	16.4%	13.7%	42.8%	10.7%	2.9%	43,718億 ドル
イギリス	4.0%	5.5%	68.6%	12.2%	9.6%	0.1%	2,788億 ポンド
ドイツ	0.0%	0.3%	39.0%	39.9%	20.7%		14,292億 ユーロ
フランス	0.3%	0.0%	68.0%	26.2%	3.0%	2.5%	14,479億 ユーロ

<資料>日本銀行、「資金循環統計」(日本銀行) FRB, *flow of funds account*, BoE, *Quarterly Bulletin*, Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Banque de France, *Financial Accounts* をもとに作成。

用するというよりも、つぶれることのない郵貯に預ける傾向が強い。財投改革でそれまでの資金運用部預託が財投債保有となったことが政府保有比率を高めた。公的年金においても資産サイドでの国債運用の比率が高い。

これらの約半分は前述した60年償還ルールによる借換債であるため、結局日本では、政府が発行した国債を政府中心に買い支える構造になっていると言える。

2. 高い金融機関保有比率

第二の特徴は金融機関保有率が高いことである。中央銀行と金融機関を加えた比率は50.5%と半分以上を占めており、イギリスやフランスと比べれば低いものの、アメリカと比べると極端に高い。

アメリカで金融機関の保有比率が低い理由は、ドルが世界の基軸通貨であることと関係している。自国の金融機関が多くを保有しなくても、基軸通貨である限り、国債離れが起きる可能性も少ないからである。しかし、基軸通貨でない日本を含めた他国では、自国の金融機関がある程度の国債を保有することで、国の安定を保っているともいえる。

日本では中央銀行の保有比率も高いが、その理由としては最近のデフレ解消のための超金融緩和政策がある。すなわち、長期国債の買い切りオペを積極

的に行った結果である。日本では、銀行、証券、保険を含めた金融機関の比率も高いが、その理由としては次の二点が挙げられる。

シンジケート団制度

まず、一つにはシンジケート団制度の存在がある。そもそも、国債というのは国の借金であり、国債が売れ残るといことがないように考え出された制度がシンジケート団(国債募集引受団)制度である。この制度は金融機関を中心に約1300社で構成され

ているが、10年物利付国債に限られており、発行額の85%(2004年時)はシンジケート団のメンバーによって価格競争入札され割り当てられる。残りの15%はあらかじめ決められた割り当てシェアにしたがって各金融機関に振り分けられる。もし、落札予定額の分が未達になった場合はその未達部分を固定シェアに上乗せし、売れ残りがないようにする。

(図表3) シンジケート団2004年発行額の内訳

固定シェア引受 15%	部分的価格競争入札 85%
----------------	------------------

<出所> 財務省ホームページ

B I S 規制

金融機関の保有率の高さの第二の理由として、BIS規制がある。BIS規制とは、国際金融システムの安定化や、銀行間競争の不平等を是正することなどを目的とした、国際業務を行う銀行の自己資本比率に関する国際統一基準である。最低基準は8%で、これを達成できない銀行は、国際業務から事実上の撤退を余儀なくされる。自己資本比率の算出方法は次の通りである。

$$\text{自己資本比率} = \text{自己資本} \div \text{リスク・アセット} \times 100 \quad (\%)$$

自己資本の部分には、各銀行の資本や、有価証券の含み益(45%)などが入る。総資産はリスク・アセットで計測される。資産(融資や債券)の種類ごとに一定のリスクウェイトを乗じて計算するもので、政府向け融資(国債)は0%、銀行向け融資は20%、企業向け融資は100%、住宅ローンは50%などそれぞれのアセットの信用度に応じて集計される。

自己資本を高めるには、1)自己資本(分子)を大きくする、2)リスク・アセット(分母)を小さくする、という方法が考えられる。しかし日本の現状を見る限り、簡単には自己資本を増やすことはできない。このため銀行は資産圧縮のため、リスクウェイト0%の国債を保有しようとするのである。

3.低い非居住者保有比率

さて、日本で政府の保有率が高いことが特徴であるとは前述したが、もう一つの大きな特徴は、日本国債が海外でほとんど買われていないということである。これについて、以下の二点から考えてみよう。

格付け

「格付け」とは、債券の発行体が元本・利息を償還まで予定通りに支払うことができるかどうかという信用力を第三者が判断し、いくつかのランクに分けるものである。格付けをすることで、元本払いの確実性の目安になり、同じ物差しで評価することにより、買い手は国家間の国債を比較でき、国債を買う際の情報源の一つになる。

2002年5月31日に大手格付け機関であるムーディーズは、日本国債をAa3からA2へ格下げした。これは先進諸国の中では一番低い格付けであり、さ

らにはアフリカのボツワナよりも低い格付けになってしまった。ボツワナのGDPは約7,388百万ドル(2003年)で、日本のGDP約5兆ドル(同年)よりはるかに低水準である。しかし、GDPに対する国の債務もごく低水準にあるため、格付けが日本よりも上になったのである。しかし、これには市場関係者から疑問の声があがり、日本の財務省も正式にムーディーズにあてて抗議を提出した。その中で財務省は「日本は世界最大の貯蓄超過国であり、国債はほとんど国内で極めて低金利で安定的に消化され、また、日本は世界最大の経常黒字国であり、外貨準備も世界最高である。」として、日本の格付けの低さに疑問を投げかけた。

もっとも、この数度にわたる格下げを受けてもなお、日本の債券市場で国債の価格が下落したのは一時的なものであり、すぐに安定に戻った。この理由はいくつかあるが、一つは図表2で見た通り、日本の国債のほとんどは国内の投資家に買われているという点である。一般に国債がデフォルト(債務の返済が不可能な状態)に陥るのは、借り入れを基本的に国内の貯蓄でまかないきれず海外から借り、そしてその支払いが不能になった場合に起こる。この例としてアルゼンチンがある。格下げによってアルゼンチンはデフォルトに陥ったが、同様に格下げされた日本ではすぐにデフォルトになる可能性は極めて低い。何故ならアルゼンチンでは、対外債務が多かったのに対し、日本が抱える債務はあくまで国内債務だからである。

インフラの未整備

日本国内での国債保有率が高く、国内需要で十分まかなくていけるためこれまで日本政府は海外投資家に日本国債を買ってもらおうとはしなかった。しかし、今後後述するような郵貯民営化など政府部門の国債保有比率が低下すると見込まれるなか、投資家の多様化のためにも非居住者の国債保有は必要不可欠である。そのためにはインフラの整備や税制度改革が必要である。

日本の決済インフラは、2001年1月より即時グロス決済(RTGS)が導入された。これは国際取引の資金決済を一つ一つ即座に実行していくものであるが、国債取引など取引が連鎖している場合、順を追って決済していくため、資金や国債の残高確保に時間を

要し決済が遅れる危険性や未決済残高が増加してしまう可能性がある。また、非居住者や外国人に対する非課税措置、源泉徴収免除などともなう手続きの煩雑であることも海外投資家が敬遠する理由の一つになっている。前述したようなシンジケート団の存在は、国債を海外に頼らず国内で処理しようとする政府の目論見であったことが窺えるが、円滑な国債消化のためには、市場メカニズムを一層活用した形での効率的な方策を考えていく必要がある。

シンジケート団に変わる制度として考えられているのがプライマリー・ディーラー制である。プライマリー・ディーラー(国債市場特別参加者)制とは、入札は基本的に公募制をベースとしていて、特別参加者となった金融機関に国債入札で一定の応札・落札シェアを守るよう求める代わりに、見返りとして通常の入札とは別枠で新規発行される国債を購入したり、市場で需給がひっ迫している既に発行されている国債を新たに手に入れたりできるといった特典が与えられるものである。シンジケート団による固定シェアの引受は金融機関にとって負担が大きいことや、プライマリー・ディーラー制では市場の需給に合わせつつ競争的な入札を行うことで効率的な価格形成を実現できるというメリットがある。このため、アメリカでは1960年、イギリスは1986年、フランスは1987年、ドイツでは1990年に導入されている。日本でも2004年10月に開始され、今後はシンジケート団を廃止してプライマリー・ディーラー制に全面的に移行することが目指されている。

第3章 国債管理政策

1節 国債管理政策とは何か

このように国債発行残高が急増するなか適切な国債管理政策が求められている。国債管理政策とは「国がどのような種類や償還期限の国債を発行していけば、円滑に買い手が付き、しかも利払いのコストを低く抑えられるか」を追求するものである。具体的には国債の種類、金利、償還期限の調整などを行うことによって実施していく政策である。同じ規模の財政赤字を補うために国債を発行する場合でも、国債管理政策の巧拙によって国債消化の円滑さや利払

いのコストに大きな違いが出てくるからである。

現在の日本は公的機関の隠れ赤字を含めると公債残高は1000兆円とも言われている。収支バランスの回復には国も企業も同じで歳出(支出)の削減か税金(収入)の増加しかないが、現在の日本では社会的な危機感も弱く大胆な増税による黒字化の実現は極めて厳しい。そのため当分の間、国債管理政策は極めて重要な政策トピックである。

日本政府は、国債管理政策について三つの目標を掲げている。第一に「円滑かつ確実な財政資金の調達」である。これは必要量の国債を発行、供給することにより政府の財源を確保することである。第二に「中期的なコストの抑制」である。国債を発行することにより国は利息を付けて返さなくてはならない。様々な種類の国債を発行することによりそのコストをいかに抑えていくのかという非常に重要な項目といえることができる。第三に「我が国の金融・資本市場の発展」である。

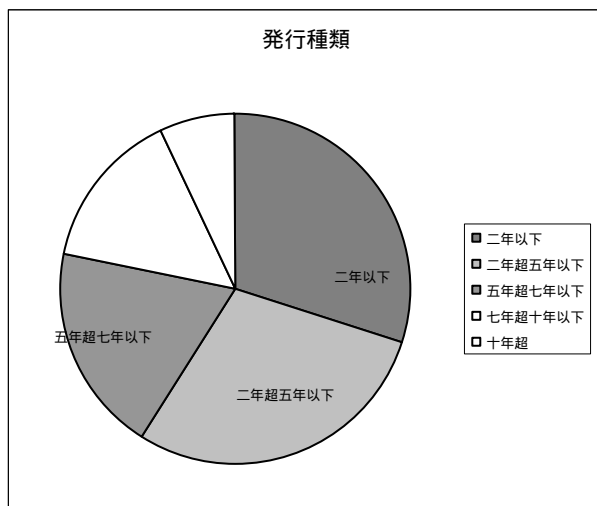
これらの目的自体はIMFガイドラインなどに示される国際基準に沿ったものであり、妥当なものと考えられる。問題は、現在の日本財政を取り巻く環境の元で、これら3つの目的をどのように組み合わせる優先順位を設定するかである。

2節 日本における最近の国債管理政策

これまでの発行構成をみると、1年以下の短期国債、2年債、5年債、10年債、15年債、20年債、30年債、から構成されている。図表からも分かるように、発行種類の比率で目立つのは、10年以下の短期債が非常に多いことである。10年超は7%のみに過ぎず、欧米諸国と比較しても長期債の比率が非常に低い。また、1年未満の短期国債の比率が高い点も指摘できる。国債の長期安定消化のためには10年物の国債の発行を増やしていくことが必要である。さらに、ベンチマークにのみに投資が集中し市場流動性が潤沢になってしまうという問題もあり、イールドカーブがより効率的に形成されるように発行面でも工夫する必要がある。

最近では以下のような様々な種類の国債が登場している。

図表4 わが国の国債発行の満期別内訳(%)



<資料> 財務省ホームページを元に作成。

ストリップ債

証券決済システム改革法に伴い、2003年1月に分離適格振替国債(ストリップ債)が導入された。これは元本と利札を分離し、互いに独立して流通させることが可能な利付国債であり、以降発行する固定利付国債のすべてが元利分離の対象となった。これにより投資家は必要なものだけを保有することで、自らのニーズに応じたキャッシュフローを構成することができる。

物価連動債

物価連動債は、元本金額がインフレ率により調整される国債で、元本は物価指数に連動し、クーポンレートは固定されている。償還時における払戻元本額の保証はつかない。この商品の特徴としては、投資家がインフレ・リスクを回避できる点があげられる。一方国から見ると元本固定の国債と比べ金利を安く設定できるので、デフレ時においては発行コストが軽減できる。さらに、政府のインフレへの誘引が抑制され、金融政策の信認度をたかめるという副次効果が期待される。デメリットとしては、相対的に需要や流動性が低いいため、流動性プレミアムが高くなる可能性があり、政府にとってコスト高になる可能性もある。

3節 個人向け国債増額の必要性

1. 個人向け国債の意義

以上みてきたように、国債消化を円滑にするには、投資家層を拡大させること、安定的かつ長期的な資金の出し手を獲得すること、非市場性の国債など市場の不安定性を軽減させること、価格変動リスクを軽減することなどが求められる。

前述したように、日本国債は日本銀行を含む公的部門や、金融機関によってその大半を保有されている。そのため個人の国債保有率は3%台と、米国や英国の10%前後と比較してもかなり低い水準にある。個人向け国債の発行は、郵政民営化による郵貯・簡保保有国債の受け皿としての期待も大きい。

一方、個人投資家から見れば、財蓄手段の充実というメリットが大きい。ペイオフの解禁により預金保護が除かれるなかで、新たな財蓄手段としての意義は大きい。現在のような低金利時代では、変動金利で中途換金可能、なおかつ国によって元本保証された個人向け国債は、一般家計の手軽な投資商品として魅力的である。実際、これまで発売された個人向け国債はすべて完売している。

2. 個人向け国債と普通国債との比較

個人向け国債と通常の国債にはさまざまな相違点がある。まず購入対象者は前者は個人に限定されている。発行頻度は前者が年四回発行されるのに対して、後者は毎月二十日に発行される。販売単位は、前者が一口一万円であるのに対し、後者は一口五万円からである(両者とも上限はない)。利払い日は、両者とも年二回である。金利方式については、前者が半年毎の変動金利であるのに対し、後者は固定金利である。金利は、個人国債金利は一般国債金利から0.80%差し引かれた利率が適用される(下限0.05%)。中途換金については、前者が直近一年分の金利相当分の手数料を差し引いて元本を返金するのに対し、後者は金融機関などの間で時価で売買される。

財務省は平成十八年一月に新型個人向け国債(固定金利)の第一回債を発行すると発表した。新型個人向け国債の概要は、まず購入対象者は個人に限定され、最低額面金額は一万円である。償還期限は五年で、固定金利、中途換金は発行から二年経過後であ

れば、原則いつでも、一部または全部を中途換金することができる。買い取り金額は、額面金額と経過利子相当額を合わせたものから直前四回分の既支払利子を差し引いた額となり、元本は保証される。新型個人向け国債はペーパーレスの国債であり、国債証券は発行されない。

個人向け国債の価格変動リスクは政府による額面買取によって回避されており、中途換金も変動金利型で1年間、固定金利型で2年間の解約禁止期間と限定的である。中途換金時の買取金額は、「額面金額 + 経過利子相当額 - 既支払利子（変動金利型は直前2回分・固定金利型は直前4回分）」である。取扱金融機関での口座管理手数料は都市銀行を中心に撤廃するものもあり、有利な金融商品となっている。

4節 郵政民営化と国債管理政策

郵政民営化と国債消化は、切っても切れない関係にある。なぜなら、郵便局(郵便貯金、簡易保険)は国債の最大の受け皿だからである。平成十七年七月末の郵便貯金の総資産は約二百十兆円で、その内54%にあたる百十三兆円が国債保有である。また、簡易保険は平成十七年七月末で総資産は約百二十兆円であり、その内50%にあたる六十兆円が国債である。平成十七年三月末現在の国債残高は約630兆円であるので、約四分の一が郵貯・簡保によって保有されている事になる。

「郵政民営化の基本方針」では、「国債市場への影響を考慮した適切な資産運用を行う」「大量の国債を保有していることを踏まえ、市場関係者の予測可能性を高めるため、適切な配慮を行う」とされている。しかし、郵貯・簡保の規模が縮小されると、国債の受け皿としての機能も小さくなる。つまり、郵政民営化によって国債が消化しきれなくなるのではないかという懸念が生まれる。

国債残高は増加する一方である。九十年代後半で景気対策の為に大量に発行された十年物国債の借り換えが増えるからである。2007年10月に予定される郵政民営化の時期と、国債発行の増加時期が重なり、国債の消化が難しくなると心配する声市場などで上がったのはそのためである。もっとも、民営化されて集めた資金の運用先が自由となっても、審

査能力など融資機能がないため、国債が重要な運用先であることに変わりないという楽観的な見方もある。

民営化の影響を和らげるため、郵貯・簡保の資金運用先を国債に限定して一定規模を維持するなどの意見もある。市場を通さずに郵貯・簡保資金が直接引き受ける「非市場性国債」の活用案も政府の一部では浮上している。しかし、資金の運用先を限定するのは、官に偏った資金の流れを改め、民間経済の活性化につなげようという郵政民営化の本来の趣旨に反することになる。郵貯・簡保の規模、機能の見直しと、国債消化に果たしてきた役割の維持のバランスをどう取るかは難問であるが、いずれにせよ、郵政民営化は財政の早期健全化、国債の商品性の多様化を促すことになろう。

5節 海外投資家と財政規律

保有者の多様化という観点からは、「海外」への販売も重要である。少子、高齢化が進み日本の貯蓄率が低下する中、海外の保有者が増えることは、一般に考えられている以上に経済的効果がある。海外の保有者は、株式などの市場商品と同じ投資基準で国債の売買を行う。たとえば、さらに財政状況が悪化すると国債を売却する。しかも、海外投資家は「素早く」行う。その行動は財政へのチェック機能になり、規律をもたらす。つまり財政は市場規律、それも厳しい海外の市場規律にさらされることになる。

海外への販売のために「税制」の改善や海外投資家の非課税手続きの簡素化が実現した。しかも財務省は自ら海外へも出向き国債の営業も行った。その際、日本国債の決済インフラについて厳しい指摘が出ており、インフラ整備には市場の注目が集まっている。

重要な決済インフラは日本銀行によって運営されているが、すでに日銀ネットと呼ばれるオンラインでの決済システムの導入や国債を買った海外投資家が利子の非課税措置を受けるための手続きも簡単にし、税制面からも海外投資家の購入を促すなど積極的な改善もみられる。このような新商品の導入、販売戦略の策定、訪問営業等の手法は、財政運営にやっとな企業が発想、戦略が導入されてきた証なのであ

る。

むすびにかえて

今後景気回復局面で金利が上昇し、国債価格が下落する状況となれば、国が支出する国債の利払いも増え、財政の悪化が一段と進む懸念もある。財務省の試算では、長期金利が1%上昇すると国の元利払い負担は1兆2千億円増えるとされる。さらに、長期金利の上昇は国債価格の下落を招き、大量保有している銀行、中央銀行、郵貯の財務を直撃しかねない。こうした状況で金融政策も長期金利の動向を睨みながら、量的緩和と出口政策などでも慎重にならざるを得ない状況が続いている。

郵貯民営化が確実となるなか、個人や非居住者保有の増大など、国債保有構造の多様化は必要不可欠である。最近の日本の国債管理政策に対する取り組み方には以前とは明らかに違う積極性が見られる。しかし、国債管理政策とは、あくまで国が背負った国債という名の借金をいかに上手くやりくりするかの政策であり、借金の上手な返し方を探す政策に過ぎない。すなわち、増税や無駄な予算の削減など抜本的な国としての財政についての改革を行わない限り、政府債務問題の根本的解決にはならないのである。今後、国債管理政策を進めるとともに、雪だるま式に増え続ける借金を減らすためにも、三位一体の改革、特殊法人改革、特別会計改革などの新たな構造改革が必要不可欠である。

<参考文献>

跡田直澄『郵貯消滅』PHP 研究所、2005年
岩田規久男『スッキリ日本経済入門』日本経済新聞社、2003年
久保田博幸『日本国債は危なくない』文春新書2002年
黒田晁生『入門金融(第3版)』東洋経済新報社、2002年
五味文彦・高埜利彦・鳥海靖『詳説日本史研究』山川出版社、2002年
千代田圭之『超入門日本国債』平凡社新書、
山口敦雄『国債が変わる 国債で儲ける』講談社+ 新書、2002年

参考資料

三菱総合研究所 HP (<http://www.mri.co.jp/>) 『日本国債の国債管理とリスク』2003年10月

財政投融资改革と今後の課題 (第三経営経済研究部研究官 堀保浩)

(<http://www.japanpost.jp/pri/research/monthly/2001/149-h13.02/149-topics3.pdf>)

財務省 HP 『日本国債ガイドブック2005』

(http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/jgb_guidebook2005j.pdf)

財務省 HP 『日本の財政を考える』財政データ集 (http://www.mof.go.jp/zaisei/con_07.html)

郵便貯金ホームページ

<http://www.yu-cho.japanpost.jp/j0000000/ju050700.htm>

簡保ホームページ

<http://www.kampo.japanpost.jp/osirase/report/unyou/index.htm>

財務省(国債及び借入金並びに政府保証債務現在高)

<http://www.mof.go.jp/1c020.htm>

外務省ホームページ