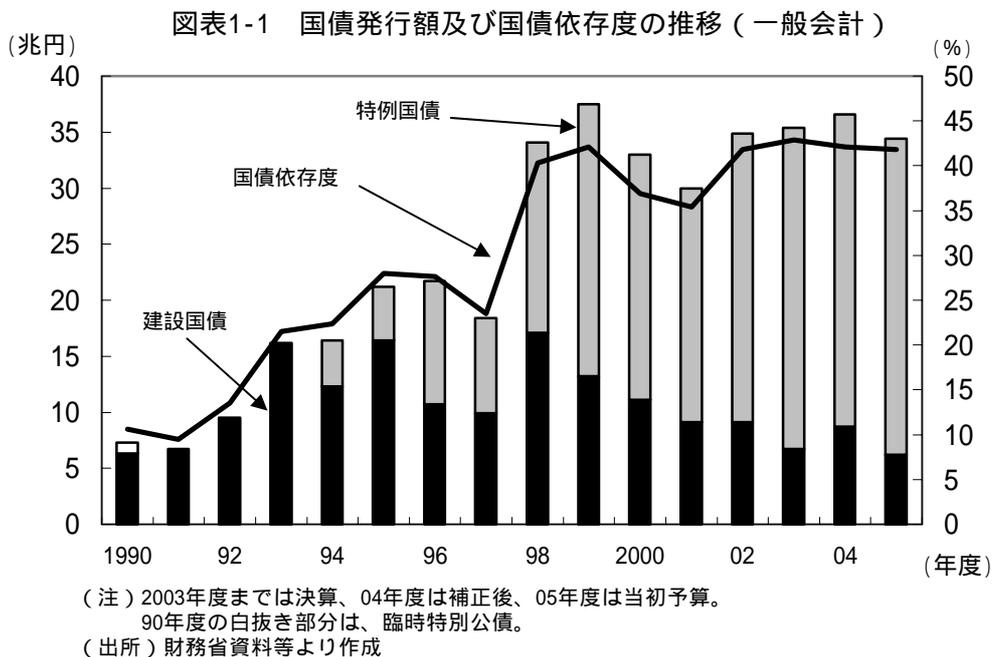


第1章 累増する公的債務

1-1 悪化した財政

1-1-1 拡大する財政赤字

我が国財政は、1990年代半ば以降、財政赤字が拡大し、悪化の一途を続けている。90年度に一旦は、特例国債から脱却したものの、94年度には特例国債が復活、98年度以降は30兆円規模の国債発行が続き、国債依存度も30%台後半から40%台半ばと、財源の4割程度が借金頼みの状況となっている（図表1-1）。



その主な要因の第1は、90年代に入り、バブル崩壊後の景気低迷が長期化する中で、税収が落ち込んでいることである。加えて、所得税等の減税も行われ、税収水準は90年代初頭の60兆円前後から40兆円台半ばへと、15兆円程度減少している。

第2に、公共投資の増加など累次にわたって景気対策が行われた。しかも、公共投資の乗数効果の低下等から、従来のケインズ型経済対策の景気浮揚効果が減衰してきていた可能性が指摘されたにもかかわらず、その効果が過大視され、財政面からの景気対策が繰り返されたことが、財政赤字を一段と膨張させることになった。

第3に、少子高齢化に伴う社会保障関連予算の増加が挙げられる。少子高齢化が予想以上のテンポで進む一方、年金、医療等の抜本改革が遅れる中、近年、社会保障関係費の増加が一段と顕著になっており、既に一般会計予算全体の約4分の1、一般歳出¹の4割以上を占めるまで増加している。

¹ 一般会計歳出総額から国債費、地方交付税等を除いたもので、政策的経費が中心となっている。

連年にわたり、多額の国債発行が続き、国債残高は 2005 年度末に 538 兆円程度に達する見込みで、この 10 年間で約 2.4 倍に膨らんでいる。国債に借入金等を加えた政府債務残高で見れば、05 年度末見込みで約 888 兆円、対 GDP 比では 174% に達し、90 年代末以降のわずか数年間で、その比率は 2 倍近くに上昇することになる。既に、近年の政府債務累増のテンポ、そして規模は、第 2 次世界大戦中、我が国で軍事費調達のために国債が大幅に増発された 30 年代末から 40 年代前半（42 年度：105%、43 年度：133%、44 年度：204%）と大差ない水準に達しており、我が国財政が未曾有の危機に瀕していると言われるゆえんである。景気は、02 年 1 月を谷とし、その後、回復過程に入っているものの、依然、財政状況改善の確たる兆しは見えていない（補論 1 参照）。

1-1-2 負債は企業から政府へ

90 年度以降の部門別負債残高の状況を資金循環統計により見ると、政府部門は 90 年度から 03 年度の間約 300 兆円から約 850 兆円へと 3 倍近く増加したが、民間企業では約 1,350 兆円から約 1,100 兆円へと負債が 8 割程度に減少した。また、家計の負債は、300～400 兆円程度でほぼ横ばいで推移している（図表 1-2）。

図表 1-2 部門別負債残高の推移

（単位：兆円）

年度	一般政府			企業（除く金融）			家計
	中央政府	地方政府		民間企業	公的企業		
1990	302	228	65	1,465	1,348	117	342
95	459	331	108	1,503	1,343	159	407
2000	732	547	159	1,359	1,204	155	414
01	761	569	162	1,246	1,091	155	405
02	808	615	169	1,140	986	154	397
03	851	662	168	1,235	1,087	149	389
03/90 （倍）	2.82	2.91	2.59	0.84	0.81	1.27	1.14

（出所）日本銀行「資金循環統計」

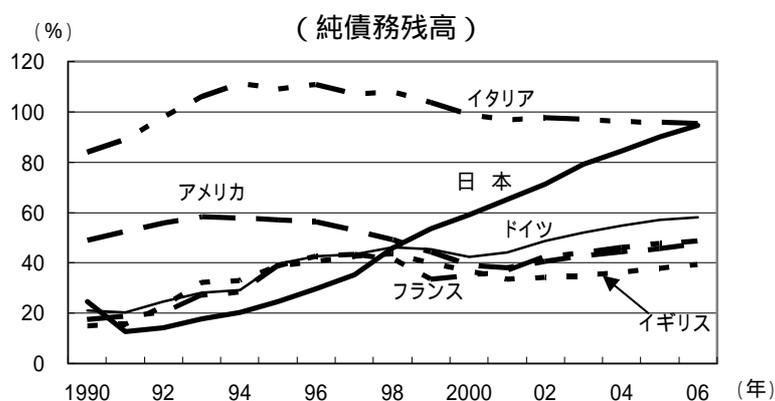
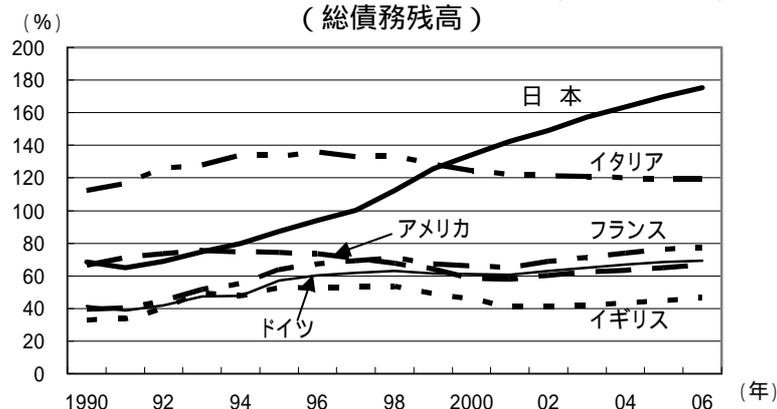
この間、政府は景気対策を実施し、公共投資の増加や減税を行い、さらには金融機関へ公的資金を投入する等により、負債を膨らませる一方、民間企業では債務の返済を進めてきた様子がうかがえる。こうした負債の状況については、民間部門の負債が政府部門に付け替えられ、その結果、民間部門が身軽になり、景気回復の下地が作られたとの見方もある。ただし、政府債務を異常なまでに膨張させ、巨額の国債バブルを発生させるなど、その代償もまた大きかったことは否定できない。

1-1-3 総債務残高²と純債務残高

政府の債務残高全体の数字としては様々な捉え方があるが、総債務残高でみるのか、それとも金融資産を差し引いた純債務残高でみるのかといった議論がある。政府の各種債務を単純に積み上げた総債務残高（SNA ベース）は 03 年末で約 820 兆円に上り、うち国債等が 536 兆円、地方の債務が 180 兆円などとなっている。他方、政府には年金保険料の積立金や国の出資金・貸付金等の資産があり、こうした金融資産を債務から除いたものが「純債務」と言われ、その額は約 379 兆円となっている。

OECDの資料（エコノミック・アウトルック）によると、06 年の政府の総債務残高（対GDP比、見通し）は、日本が 175.4%で、アメリカ 66.8%、イギリス 46.5%、ドイツ 69.1%を大きく上回り、近年はイタリア 119.3%より高く、主要先進国で最悪の水準にある。一方、純債務残高（同）でみると、日本は 94.7%で、アメリカ 47.6%、イギリス 39.4%、ドイツ 58.0%を大幅に上回るものの、イタリア 95.5%とはほぼ同水準となり、日本の財政状況が極めて悪いといっても、その印象は若干異なってくる（図表 1-3）。

図表1-3 諸外国の政府債務残高の推移（対GDP比）
（総債務残高）



（出所）OECD “Economic Outlook 76” より作成

² 総債務残高は、粗債務残高あるいは単純債務残高とも言われる。

債務の捉え方について、政府は「国債の信頼性の観点からは、債務の一方に金融資産があることを説明したい。しかし、債務管理の観点からは、財政状況の厳しさを説明することが必要であり、それゆえ、年金積立金等の金融資産は使い道に制約があって、簡単に取り崩して使える性質のものではないことも踏まえておかなければならない。このように、政府債務の示し方には難しいところがある」旨の答弁を行っている³。

どういう観点から政府債務を計ろうとするのか。それにより使い分けが求められることになるが、債務に見合う資産があるとはいえ、資産の性格は様々であり、債務返済に使えるとは限らない。過度の悲観論は禁物であるが、政府債務が巨額に膨れあがっている現状では、様々な財政指標を踏まえた上で債務実態について、厳しい見方をしておくことが求められるのではないかと。

1 - 2 注目される公的債務全般の状況

1-2-1 多様な手法が採られた財政運営

近年、国債だけでなく、財投や政府保証など公的債務全般が注目されるようになってきている。公的債務全般が注目される背景としては、まず、その時々状況に応じ多様な財政手法が用いられ、様々な形で債務が膨らんできたことが挙げられる（図表 1-4）。70年代後半以降、高度経済成長期が終わり税収の伸びが鈍化する一方、財投の原資である郵便貯金、年金資金等が増加し、財政支出を代替するような形で景気対策等に財投が積極的に活用されるようになった。しかし、経済の成熟化、市場機構の整備に伴い民間の対応力が向上する中、財投は01年度には新制度に移行し規模の面では急速に縮小してきている。

他方、90年代後半以降、金融システム安定化策として、預金保険機構に政府保証枠 20兆円（他に交付国債 10兆円）が設定され、その後も同枠が拡大されるなど、財投以外での政府保証債務が多く使われるようになった。また、この時期には中小企業対策として、信用保証協会による債務保証（政府出資 100%の中小企業金融公庫が保証協会の保証を再保険）も盛んに活用されている。

多様な手法を駆使して財政運営が行われる中、国債はもとより、財投、政府保証、地方債など様々な形で公的債務が膨らんでいる。

³ 162 国会参予算委員会会議録 6号（05.3.7）及び日本経済新聞（05.3.15）参照。

図表1-4 財政運営手法の変遷

- 財政支出、財政投融资及び政府保証の推移（当初ベース） -

（単位：億円、％）

年度	歳出額 (一般会計)	財政投融资				政府保証債務(財投外を含む)			
		政保債・政保借入金		財投外		財投外		財投外	
		歳出比	歳出比	歳出比	歳出比	歳出比	歳出比	歳出比	
1965	36,581	16,206	44.3	-	-	3,490	9.5	-	-
70	79,498	35,799	45.0	-	-	4,220	5.3	-	-
75	212,888	93,100	43.7	4,039	1.9	7,114	3.3	3,075	1.4
80	425,888	181,799	42.7	15,816	3.7	22,618	5.3	6,802	1.6
85	524,996	208,580	39.7	32,100	6.1	50,276	9.6	18,176	3.5
86	540,886	221,551	41.0	32,100	5.9	55,714	10.3	23,614	4.4
87	541,010	237,313	43.9	24,000	4.4	64,236	11.9	40,236	7.4
88	566,997	253,440	44.7	24,068	4.2	66,676	11.8	42,608	7.5
89	604,142	263,405	43.6	20,000	3.3	60,562	10.0	40,562	6.7
90	662,368	276,224	41.7	20,000	3.0	68,507	10.3	48,507	7.3
91	703,474	291,056	41.4	19,000	2.7	64,795	9.2	45,795	6.5
92	722,180	322,622	44.7	18,000	2.5	60,440	8.4	42,440	5.9
93	723,548	365,956	50.6	20,000	2.8	70,953	9.8	50,953	7.0
94	730,817	394,082	53.9	27,500	3.8	81,902	11.2	54,402	7.4
95	709,871	402,401	56.7	32,500	4.6	70,932	10.0	38,432	5.4
96	751,049	405,337	54.0	31,000	4.1	80,598	10.7	49,598	6.6
97	773,900	393,271	50.8	30,000	3.9	101,246	13.1	71,246	9.2
98	776,692	366,592	47.2	25,000	3.2	287,292	37.0	262,292	33.8
99	818,601	393,492	48.1	25,000	3.1	600,890	73.4	575,890	70.4
2000	849,871	382,855	45.0	38,811	4.6	654,079	77.0	615,268	72.4
01	826,524	325,472	39.4	37,234	4.5	634,434	76.8	597,200	72.3
02	812,300	267,920	33.0	31,832	3.9	630,420	77.6	598,588	73.7
03	817,891	234,115	28.6	39,056	4.8	788,552	96.4	749,496	91.6
04	821,109	204,894	25.0	43,826	5.3	797,101	97.1	753,275	91.7
05	821,829	171,518	20.9	48,314	5.9	776,108	94.4	727,794	88.6

（注）財投は一般財投。政府保証債務にはその他に利子等がある。財投外は財政投融资以外の政府保証債務。

1972年度以前の財政投融资計画には、政保債・政保借入金の区分がないため記載していない。

（出所）予算書、財務省『財政統計』『財政金融統計月報』より作成。

1-2-2 財投の債務問題

財投は、本来、償還財源が確保されているはずのものであるが、旧国鉄、国有林野など累積債務を抱え、結局、国が債務対策を講じ、多額の国民負担で債務を賄わざるを得なくなったケースもある。旧国鉄では、政府が97年12月、「国鉄長期債務及び国有林野累積債務の処理のための具体的方策」を決定し、約25兆円が国の債務として承継された。国有林野も、林野等の資産処分等による剰余金で返済するものを除く約2.8兆円の債務は、国が承継することになった。

また、本州四国連絡橋公団（以下、本四公団）については、03年の特別措置法により、債務の負担軽減を図るため、公団債務約3.8兆円のうち約1.34兆円を国が承継し、返済財源には自動車重量税の一部を充てることとなった。

こうした国の承継債務は、一般会計等の借入金、あるいはその借換債等の形で引き継がれている。現在、独立行政法人化を含め、特殊法人の整理合理化が進められているが、多額の累積欠損金を抱える法人もあり、再び債務処理のため実質的に国費等の投入が必至の状況となっている⁴（補論2参照）。

1-2-3 地方財政の悪化

90年代以降の地方財政の状況をみると、バブル崩壊後の景気低迷が長期化する中、地方公共団体でも国と同様、高齢化に伴う社会保障関連支出の趨勢的な増加や景気低迷による税収の落込み、国の経済対策を受けての公共投資の増加等により、財政赤字が大きく膨らんでいる。

地方債依存度は90年度7.8%から90年代半ばには15%程度へと上昇し、近年も15%程度の水準で高止まりしている。また、地方債残高（普通会計債と公営企業債の合計）は90年度の85兆円程度から90年代半ばには約140兆円に増加し、最近では200兆円程度に膨らんでいる。この間、地方公共団体の財源不足を補うため、地方債増発とともに交付税が増額されたが、財源の多くは交付税特別会計の借入金で賄われ、その残高は05年度末見込みで52兆円（うち地方負担分約34兆円）に上っている。

地方債の元利償還は、その全額ないしは一部を交付税で措置するものが多い。さらに、交付税特別会計の借入金（地方負担分）も、結局、国費の投入がなければ処理できないのではないかとの指摘もある。加えて、地方団体が出資する土地開発公社や第三セクターの経営悪化問題が顕在化してきており、更なる地方財政悪化の潜在的要因となっている。

国・地方間の財政システムが複雑に絡み合う中で、公的債務全体がどのくらい膨張し、その債務負担は誰が負うことになるのか。わかりやすい債務実態の情報開示と実効性のある処理策の提示が求められている。

⁴ 政府は、05年度から、独立行政法人都市再生機構等の損失処理に財投への繰上償還を活用する際、失う金利収入に対応し機構等が納める「補償金」を免除することとしている。

1-2-4 政府短期証券の累増

近年、国庫の一時的な資金繰りを目的とする政府短期証券の発行が目立って増加している。政府短期証券には財務省証券や外国為替資金証券（以下、外為証券）等があるが、中でも外為証券は 03 年秋以降、円高が急激に進む中、為替介入（円売りドル買い介入）が盛んに行われ、資金調達のために発行額が膨らんだ。その結果、外為証券の発行残高は 2000 年度当時の約 44 兆円から 03 年度には約 85 兆円へと倍増した。その後、円高の動きが小康状態となったこと等から、04 年 4 月以降、為替介入は行われていないが、外為証券はその多くが借り換えられ発行残高は 80～90 兆円の水準が続いている（図表 1-5）。

外為証券を発行する外国為替資金特別会計（以下、外為特会）は、為替介入で得た外貨を主に米国債等で運用しており、それゆえ、外為証券という負債は米国債等外貨資産という見合いの資産を持つ形になっている。通常、これまでアメリカの金利水準は日本より高い。近年はとりわけ、日本では量的緩和政策の下、外為証券による円資金の調達金利はほぼゼロに近い水準にあり、その一方で、米国債の運用収入などが入るため、外為特会には利益が計上されている。しかし、今後、金利が上昇すれば、利払費の増加は避けられず、実際、外為証券の残高が膨らむ中で、借入金利子は 03 年度の 74 億円から 05 年度には 5,564 億円（予定額）へと急増する見込みとなっている。

図表1-5 政府短期証券の発行残高の推移

(単位:億円)

年 度	1998	99	2000	01	02	03
残高(年度末)	297,790	441,930	476,388	496,034	574,864	861,259
財務省証券	-	36,000	27,993	-	-	-
食糧証券	10,110	10,200	10,330	9,760	9,610	6,750
外国為替資金証券	287,680	395,730	438,065	486,274	565,254	850,397
財政融資資金証券	-	-	-	-	-	-
石油証券	-	-	-	-	-	4,112

(注) 各政府短期証券は、99年 4 月より、発行する名称を「政府短期証券」に統合して発行。併せて、発行方式を「定率公募残額日銀引受方式」から、原則、公募入札に変更。

(出所) 財務省資料より作成

近年、外為特会は毎年度、決算上の剰余金のうち 1.4 兆円程度を一般会計に繰り入れているが、利払費の増加等で収支が悪化すれば繰入額は減少し、さらに将来、逆に一般会計から外為特会への繰入が必要になる事態も皆無とは言えまい。そもそも、外貨資産の運用で入ってくるドル等の運用益をどうやって円に換え、どういう基準で繰入額が決まってくるのか、その詳細は示されておらず、こうした事柄についても、わかりやすい情報公開が求められよう。加えて、円高が進むなど為替変動で外貨資産の評価損が拡大するおそれ

もあり、外為特会は為替や金利など様々な市場リスクを抱えている⁵。

外為証券は「円買ドル売り介入」が行われるなど、円資金が入ってこなければ償還を行うことができず、それゆえ残高は高止まりする可能性が高い。一時的な資金繰りとはいえ、借換えが繰り返され、根雪のように残高が残っていくとすれば、その性格は実質的に中長期債と大差ないものとなる。

外為証券をはじめ政府短期証券は、国債などに比べ、一般にはあまり知られていないものの、これも公的債務の一部にはかならない。こうした短期債務も含め、公的債務全体について、よりわかりやすい実態開示と適切な管理が求められている（補論3参照）。

1-2-5 国際的潮流となった公的債務全般の管理

IMF・世界銀行が公表した「公的債務管理のための指針」（01年3月）では、公的債務管理政策の対象範囲には、国のコントロール下にある債務全般が含まれるべきであるとしている。具体的には、市場性債務（国債等）、非市場性債務（非市場性国債等）、偶発債務（政府保証債等）のほか、各国の行財政制度に応じ、特殊法人等の債務、地方政府の債務が含まれる。こうした考え方は、財務省の「公的債務管理政策に関する研究会」での議論、「国の貸借対照表」でも取り上げられている。

IMF・世界銀行の指針は、97年のアジア通貨危機を契機として策定されたが、今や適切な経済運営を行うためには、公的債務の様々なリスクの適切な把握・管理が必要であるとの認識が国際的な潮流になっていると言われる。それゆえ、この指針も先進国から重債務国に至るまで、幅広い国々の債務管理当局を対象としたものとなっている。財政手法が多様化し、また、国のみならず、特殊法人等の債務問題、地方財政の悪化等が指摘され、国債だけでは財政状況の実態把握が一段と困難になってきている。

こうした公的債務については、その性格から大きく4つに分ける、フィスカル・リスク・マトリックスの分類が知られている（図表1-6）。

図表 1-6 公的債務の分類（フィスカル・リスク・マトリックス）

	確定債務	偶発債務
明示的な債務	・国債や国の借入金の元利払い ・公的年金の支払い等	・地方公共団体や公的・民間企業の借入に対する政府保証 ・係争中の行政訴訟での損害賠償の義務等
非明示的な債務 （暗黙の債務）	・将来にわたる公的年金の支払い ・公共投資の再投資コスト等	・地方公共団体や公的・民間企業の政府保証外の借入等

（注）中央政府が抱えている公的債務の分類。

（出所）深澤映司「公的偶発債務のリスク管理はどうあるべきか」みずほ総研論集（2003年 号）における Polackova(1999)、Currie(2000)等の資料を基に作成。

⁵ 外為特会の状況について、政府（谷垣財務大臣）は「外為証券の金利や外貨の評価損を大きく上回る運用収入が入ってきており、現状において不健全な状況が起きているわけではない」旨述べている（159国会参財政金融委員会会議録2号7頁（04.1.28）及び同会議録21号7頁（04.4.23））。なお、評価損は外貨資産が売却されなければ、損失が顕在化しない。

具体的な分類としては、第1に、明示的な確定債務が挙げられる。これは、国の債務であることが法律や契約等に明記され、しかも常時、支払い義務が発生するもので、具体的には、国債や国の借入金が含まれる。

第2に、明示的な偶発債務である。国の債務であることが法律や契約等に明記されているが、債務不履行等特定の状況が発生した時のみに支払い義務が発生するものである。政府保証債務、係争中の行政訴訟での損害賠償の義務等が該当する。

第3に、暗黙の確定債務と言われるものがある。法律等には明記されていないが、実際には国の支払い義務が生じるとみられ、かつ、常時支払い義務が発生するものである。公的年金（賦課方式）の将来にわたる給付や公共投資の再投資コスト等が挙げられる（補論4参照）。

第4に、暗黙の偶発債務である。法律等に明記されていないが、実際には国の支払い義務が生じるとみられ、かつ、特定の状況が発生した時のみに支払い義務が発生する債務である。この分類に入る債務については、特殊法人の政府保証外の債務等が含まれ、財投機関債をはじめ、いわゆる「暗黙の政府保証」の問題が指摘されている。先述の旧国鉄債務などは、明示的あるいは暗黙の偶発債務を含んでいたが、結局、債務対策が講じられ、その多くが国の明示的な確定債務に移行してしまった。今後、暗黙の偶発債務を含む特殊法人等の債務、さらには地方の第三セクターの債務問題等も、その取扱いが、大きな課題として浮上するのではないか。

図表 1-7 主な公的債務残高の推移

(単位:兆円)

年 度	1990	95	2000	03
明示的な確定債務				
普通国債	166	225	368	457
財投債	-	-	-	92
交付国債等	2	3	13	8
政府短期証券	16	29	45	86
借入金	32	69	110	61
明示的な偶発債務				
政府保証	34	47	59	60
郵便貯金	136	213	250	227
簡易生命保険	52	92	121	120
非明示的な確定債務				
公的年金	n.a	n.a	156	*162
非明示的な偶発債務				
財投機関債	-	-	-	3
地方債	86	139	188	*195

(注1) 公的債務については、郵貯・簡保等が国債を保有するなど、重複が多く存在しているため、残高等の単純合計が公的債務の総額となるわけではない。数値は実績ベース。

(注2) 2003年度の借入金残高には、郵政公社に承継された郵政事業特別会計及び郵便貯金特別会計の借入金(約49兆円:02年度末残高)を含まない。

(注3) 政府保証残高には、損失補償に係る債務を含む。

(注4) 公的年金は、過去期間に対応した年金支払い分を含まず、政府が現在保有する積立金で、『国の貸借対照表(試算)』の数字を計上。*は2002年度。

(注5) 財投機関債は発行額。地方債残高は、普通会計債及び公営企業債の合計。*は2002年度。

(出所) 財務省『国債統計年報』、『決算の説明』、『国の貸借対照表(試算)』、総務省『地方財政の状況』、郵政公社HP等より作成。

公的債務の残高は、増加の一途をたどっており、90～03年度の間、普通国債は約2.8倍、政府短期証券約5.4倍、借入金（郵政公社承継分を含めれば）約3.4倍となっているほか、郵便貯金が約1.7倍、簡易生命保険が約2.3倍、さらに地方債も約2.3倍に膨らんでいる（図表1-7）。これら債務の中には、債務と見合いの資産があるもの、重複しているものも含まれるなど、その内容は様々であるが、公的債務の問題を考えていく際には、こういった分類も念頭に置きつつ、債務実態の把握はもとより、各債務の性格も踏まえ、その処理等の対応について、きめ細かい対応をしていくことが求められよう。

第2章 重要性増す国債管理政策

2-1 国債管理政策の定義・目的

一般に国債管理政策と言われているが、その概念は必ずしも定まった考え方があるわけではなく、意味するところにはかなりの幅がある。広い意味では、国債に関連する経済政策、財政政策、金融政策等の問題全般を含んだ概念として用いられる。国債発行とインフレやクラウドディング・アウトとの関係、国債発行の歯止め論、中央銀行の買いオペと市中消化原則との関係などが検討課題となり、その範囲は財政政策、証券行政、金融政策と広範な分野に及ぶ。他方、狭い意味では、国債の発行、利払い、償還等に関する政策を指すケースもある（図表2-1）。

図表2-1 国債管理政策の主な定義・目的

定 義	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策の総称（財務省「日本国債ガイドブック2004」） ・ 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、円滑に買い手がつき、しかも、利払いのコストを低く抑えられるかを考える政策（服部正純著「にちぎんクオータリー2001年秋季号」） ・ できる限り財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策の総称（浜田恵造編「国債」（1997）） ・ 必要な資金調達を行うこと、および国債市場の効率化の向上と維持など政府が定めたその他の管理目標を達成するための戦略を立案・執行すること（IMF・世界銀行「公的債務管理のための指針」（2001）） ・ 国債管理政策を「構造的国債管理政策」と「数量的国債管理政策」に分け、前者を「国債管理制度の在り方を経済全体の金融、財政運営との関連で位置付けることによって、国債の発行・流通市場の制度的枠組みを決定する政策」、後者を「国債の満期構成の操作が国債発行コスト等に与える効果に関する政策」と定義（黒田晃生著「日本の金利構造」（1982））
目 的	<ul style="list-style-type: none"> ・ 確実かつ円滑な国債発行、中長期的な調達コストの抑制（財務省「日本国債ガイドブック2004」） ・ 政府の資金調達を満たすこと、資金調達コストを最小化すること、（資金調達に伴う）リスクを許容範囲に抑えること、市場の効率性を促進すること（財務省「公的債務管理政策に関する研究会報告」、米国会計検査院調査） ・ 金融政策との整合性を保ちながら、リスクを考慮した上で長期にわたる政府の資金調達必要額を満たす場合のコストを最小化すること（イギリス大蔵省・イングランド銀行「Debt Management Report(1995)」） ・ 健全な国庫の資金繰り、最も低コストの資金調達、効率的な資本市場の促進（米国下院歳入委員会でのゲンスラー財務次官補発言(1998)） ・ リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的観点からみたときに、政府の資金調達等ができる限り小さなコストで行われるようにすること（IMF・世界銀行「公的債務管理のための指針」（2001））

（出所）財務省『日本国債ガイドブック2004』ほか、上記の各種資料より作成。

諸外国の例をみると、アメリカでは国債管理政策の目的として、健全な国庫の資金繰り、資金調達コストの最小化、効率的な資本市場の促進等が挙げられている。また、イギリスでは、金融政策との整合性を保ちながら、リスクを考慮した上で長期にわたる政府の資金調達必要額を満たす場合のコストを最小化することとされている。

我が国では、発行当局の立場に立った考え方として、「国債管理政策とは、できる限り財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたり行われる種々の政策の総称」とするものがある。また、近年の政府資料の中には、その目的として「円滑な財政運営の基盤である確実かつ低コストの財政資金の調達」を掲げたものもある。

国債管理政策に関する議論の際には、このように国債管理政策の概念が非常に多岐にわたり、使い方にも相当の幅があることに留意が必要である。

2 - 2 戦後の国債管理政策

2-2-1 建設国債発行時代の国債管理

戦後、1965 年度に初めて国債（新規財源債）が発行され、ほぼ 40 年が経過した。この間、国債残高が累増する中、国債管理政策の重点も変化してきている。国債が発行されて間もない 60 年代後半から 70 年代前半にかけては、基本的に建設国債のみが発行された時代であった¹。当時の国債発行額は数千億円～2兆円程度、国債依存度も数%～10数%程度と、その後に比べ、それほど多額の国債が発行されたわけではなかったが、国債の継続的な発行の開始に伴い、金融機関等のシンジケート団（以下、シ団）による国債引受といった国債安定消化の仕組みや 60 年償還ルールによる国債償還制度等が整備された。

また、公社債市場が未発達な状況の中、国債市況の安定を図るためには、金融機関等が満期まで国債を保有することが期待され、国債の売却自粛が要請された。その一方、日銀の買いオペにより、シ団の引き受けた国債の大部分が吸収され、国債保有の負担軽減が図られている。国債市場が整備される以前の当時は、まだ必ずしも一般的に国債管理政策というものが明確に意識されていたわけではなかったと言われ、国債償還制度の創設など、主に国債発行のための基本的な環境整備等が行われた時代であった（図表 2-2）。

2-2-2 大量発行下で意識され始めた国債管理の必要性

70 年代後半以降、第 1 次石油危機後の景気低迷の中、建設国債に加え特例国債が発行されるようになり、国債発行額も 10 兆円を超え、大量国債発行時代を迎えた。国債の大量発行に伴い、日銀オペで吸収される国債の比率が低下し、金融機関の国債保有コストが増大した。そこで、国債の円滑な消化のため、流通市場の整備や市況対策等が不可欠となり、主に金融面からの国債管理政策の必要性が強く意識されるようになった。

この時期の政策としては、第 1 に、国債の流動化が図られた。金融機関の国債保有コストの増加に対応し、77 年に発行後 1 年経過した国債の流動化が開始されたのを皮切りに、漸次、国債の売却自粛措置が緩和された。さらに、84 年には民間金融機関の国債ディーリングが開始されるなど、市場の整備・拡充が行われた。

¹ 65 年度に発行された国債は、特例法による特例国債。

図表 2-2 主な国債管理政策の推移

	国債管理政策	備 考
建設 国債 発行 時代	66.1 シ団引受開始 66.3 運用部引受開始 68.5 減債制度の確立 72.1 国債の償還年限延長（7年 10年）	（65年度）国債発行開始 （71年度）ニクソン・ショック （73年度）福祉元年、第1次石油危機
大量 国債 発行 時代	77.1 割引国債（5年）の導入 77.4 金融機関の取得した国債の流動化開始 78.6 中期国債（3年）の導入 79.6 中期国債（2年）の導入 79.12 銀行の保有国債の評価法変更 80.6 中期国債（4年）の導入 81.9 6年債の導入 83.2 変動利付債（15年）の導入 83.4 金融機関による国債の窓口販売開始 83.9 20年債の導入 84.6 金融機関による国債のディーリング開始、 特例国債の償還ルール変更	（75年度）特例国債発行開始 （79年度）第2次石油危機 （82年度）ゼロ・シーリングの設定 （83年度）マイナス・シーリングの設定、財政非常 事態宣言
国債 償還 本格 化へ	85.6 国債整理基金特別会計法改正（短期国債発行等） 88.4 郵便局・生保による国債の窓口販売開始 89.4 損保による国債の窓口販売開始	（85年度）借換債の急増 （90年度）特例公債依存体質からの脱却、 臨時特別公債の発行
大量 国債 発行 ・ 償還 時代	99.9 30年債の導入、非居住者の利子課税免除 00.2 5年利付債の導入 00.6 15年変動利付債の導入 00.11 3年割引債の導入 01.4 非居住者の国債利子非課税措置の拡充 02.4 海外の投資信託への国債利子非課税措置の 拡充 03.2 国債の買入消却の積極的活用 03.3 個人向け国債の導入 04.3 物価連動国債の導入 04.10 国債市場特別参加者制度の導入（初会合）	（94年度）減税特例公債発行、震災特例 公債発行 （97年度）財政構造改革法成立 （98年度）財政構造改革法停止法成立 （01年度）財投債発行開始

（出所）財務省資料等より作成。

第2に、投資家や金融機関の様々なニーズに対応できるよう、国債の種類・発行方法や販売ルートが多様化が図られた。77年の5年割引国債の導入に続き、78年以降、期間2～6年の中期国債が、83年以降は15年債など超長期債の発行が開始された。発行方法もシ団引受に加え、公募入札等が導入された。また、国債販売ルートについても、個人の消化促進のため、83年に金融機関の窓口販売が始まり、88年には郵便局・生保の、89年には損保の国債販売も開始された。

第3に市況対策が講じられた。78年に資金運用部の市場取引が開始され、79年には評価損対策として国債の評価方法が変更された。

こうした国債市場の自由化、国債の商品性向上等の措置に加え、84～85年頃にかけては特例国債償還が本格化する80年代半ば以降の国債償還に対応するため、特例国債償還ルールの変更²や短期割引国債の発行等国債の償還・借換えに向けた対策が講じられた。

2-2-3 官民共同の国債保有構造

国債発行が大幅に増加する中、民間金融市場の整備が進んだが、それに加え日本では以前から公的部門が多額の国債（市場性国債）を引き受け、市況安定に貢献してきた³。

国債（内国債）の所有者別現在額をみると、70年度で、資金運用部を中心とした政府部門が約1.2兆円、日本銀行も約1.2兆円を保有し、こうした公的部門の国債保有が7割近くを占めた。その後、公的部門の国債保有は、80年度で約23兆円、比率は約33%（政府20%、日銀13%）、90年度で約73兆円、約43%（政府38%、日銀5%）、2000年度で約177兆円、約46%（政府32%、日銀14%）と、ある程度、比率は変動しているが、近年でも公的部門のシェアは5割程度に上っている。こうした官民共同の国債保有システムにより、民間資金での消化が難しい時には、資金運用部等がフォローし、最近では量的緩和政策の下、日銀の国債買いオペが、結果として国債の円滑な消化を間接的に助ける形になっている。

しかし、財投改革、そして郵政民営化が進められようとする中、今後、郵貯等の公的資金による国債引受には、必ずしも多くを期待できないのではないかと。また、いずれ量的緩和政策が解除されれば、次第に日銀保有の国債が減少していくことも念頭に置くことが必要であろう。公的部門が国債市況のショックアブソーバーの役割を果たすという我が国の国債保有システムは、今後、大きな変化を迫られる可能性がある。

2-2-4 相次ぐ国債管理政策の拡充

90年代末以降、国債残高の累増が一段と顕著になる中、国債償還額が目立って増加してきている。既に現金償還額（借換債収入等以外によるもの）が数兆円に達し、借換債は

² それまで特例公債法では、特例国債は借換債を発行せず、全額現金償還を行う旨明示されていたが、財政状況が一層厳しさを増したことに鑑み、85年度から特例国債も借換債を発行することになった。

³ アメリカでは、社会保障信託基金に対し、多額の非市場性国債が発行されている。

05 年度には 100 兆円を超える予定で、今後、国債償還額の更なる増加は必至である。国債の満期到来が集中する、いわゆる 08 年問題が注目されているが、実は 08 年度に限らず償還額は 120～130 兆円程度（借換分を含む）の高水準の状況が続くと見込まれている。

さらに、利払費の増加も不可避である。これまでゼロ金利政策の下、国債金利は概ね 1 % 台の低い状況が続いていたが、今後、金利が上昇すれば、利払費は大幅増加が避けられない。財務省の試算によれば、金利の 1 % 上昇で、年間の利払費（一般会計）は約 1.2 兆円増加すると見込まれ、国債費の増加が財政運営に重くのしかかることは必至である⁴。しかも、国債の範囲を、財投債、F B まで拡大すれば、金利 1 % 上昇に伴う利払費の増加は 3 兆円を超えるとの試算もある⁵（補論 5 参照）。

国債大量発行・大量償還時代を前に、近年、政府は国債管理政策を強化してきている。非居住者が保有する国債の利子非課税制度等が相次いで拡充されたほか、08 年問題を前に、02 年度から償還額の平準化等を図るため、買入消却が積極的に活用され⁶、また、個人向け国債も導入された。さらに、03 年度には物価連動債（インデックス債）が発行され、04 年度には債務管理レポートを発刊、国債安定消化の施策の柱として特別市場参加者制度（いわゆる日本版プライマリー・ディーラー制度）も創設されている。

国債の円滑な消化等により金利安定化を図るなど、国債管理政策の重要性は論を待たない。今後、政府は国債保有比率が低いと言われる個人や外国人向けの国債保有を増やすため、個人向け国債を増発するほか、外国人投資家向けの説明会を始めるなど、国債保有層の多様化等にも努める方向を示している。欧州では、高齢化に伴う年金基金等の超長期債への需要増加を背景に、フランス、イギリスで 50 年債の導入が相次いでいるが⁷、日本でも、今後、更に投資家のニーズに合った種類の国債発行を進めていくなど、きめ細かい対応が必要であろう⁸。しかし、こうした国債管理政策はあくまで財政運営の補完的な役割を担うもので、国債自体に対する信認がなければ実効性は薄いことを忘れてはならない。

2 - 3 郵政民営化の国債市場への影響

2-3-1 多額に上る郵貯等の国債運用

郵貯の資産残高は 03 年度末で約 227 兆円、ここから財政融資資金預託金約 113 兆円を除いた自主運用分（市場運用分）は約 115 兆円で、うち国債の運用に約 85 兆円（国債残

⁴ 財政制度等審議会「平成 17 年度予算編成の基本的考え方について」（04.5）参照。

⁵ 三菱総合研究所の試算。

⁶ その他、借換債発行の平準化を図るため、借換債の前倒し発行枠が増額されている。

⁷ 欧州諸国では、高齢化に伴い年金改革等が行われ、価格変動の大きい株式に偏らず債券にも資産配分する規制が導入されたこと等により、年金基金等で超長期債に対する需要が高まっている。こうした状況を背景に、フランスで 50 年債が発行されたのに続きイギリスでも 50 年債を発行、ドイツでも検討を始めるなど、超長期債の導入が相次いでいる。

⁸ 我が国でも、保険・年金資金による国債保有が比較的多く、こうした投資主体の選好を踏まえ、超長期債の発行比率をもう少し上昇させた方がよいとする意見、あるいは、公共部門が保有できる非市場性国債の必要性を指摘する意見等がある。

高に対する比率は 15%強) が充てられている⁹。また、簡保資金による国債運用も約 50 兆円強 (同 10%弱) に達しており、両者を合わせると発行された国債の 4 分の 1 程度は、郵政部門が保有する形になっている。加えて、郵貯資金や年金資金等が預託されている財政融資資金の国債保有がなお 50~55 兆円程度 (同 10%弱) に上っていることを勘案すれば、直接あるいは間接的に郵政部門が国債市場に与える影響の大きさがうかがえる (図表 2-3)。

図表 2-3 国債の保有者別内訳

(単位:兆円、%)

年度末	1990		2003	
	保有額	比率	保有額	比率
金融機関	136.2	87.1	485.4	85.2
公的部門	67.4	43.1	278	48.8
中央銀行	11.1	7.1	85.5	15.0
郵便貯金	5.5	3.5	84.5	14.8
簡保等	0.8	0.5	52.3	9.2
財政融資資金	49	31.3	53.5	9.4
政府系金融機関	1.1	0.7	2.2	0.4
民間部門	68.8	44.0	207.3	36.4
銀行等	47.5	30.4	122.9	21.6
生損保・年金基金	7.8	5.0	67.2	11.8
一般政府	5.2	3.3	43.3	7.6
家計	7.6	4.9	14.5	2.5
海外	4.7	3.0	20	3.5
国債残高合計	156.3	100.0	569.9	100.0

(注1) 国債は、財投債を含む。

(注2) 簡保等は保険から民間生保及び共済組合を除いたもの。

(出所) 日本銀行『資金循環統計』

財投改革に伴い 01 年度以降 7 年間にわたる経過措置の間、郵貯・簡保資金は年金資金とともに、旧資金運用部の既往の貸付を継続するために必要な財投債の引受けを行うが、その割合は、漸次低下させることとしている。これまで、郵貯や簡保が、結果として、国債市況の安定化に大きな役割を果たしてきたことから、郵貯等が民営化され全額自主運用に移行した場合の国債市場への影響が注目されている。

2-3-2 郵政民営化と国債管理

04 年 9 月に決定された「郵政民営化の基本方針」では、07 年 4 月以降の移行期も「郵便貯金等は国債市場への影響を考慮した適切な資産運用を行う」旨が記されており、また、05 年 4 月 27 日に国会に提出された郵政民営化関連法案も、基本的にこの方針を踏まえた内容となっている。こうしたことから、当面、郵貯等の資産運用スタンスに大きな変

⁹ 国債残高は、普通国債と財政融資資金特別会計国債 (財投債) との合計。

化はなく、市場への大きな影響はないとの見方が多い。しかし、中長期的には、既に民間金融機関は多額の国債を抱え、過剰とも言われる金利リスクを抱えていることから、早晩、国債保有額は減少に転じることが予想される。そうなれば、いずれ金利上昇に伴う国債価格下落で多額の評価損等を生じ、郵貯等のみが積極的に国債投資を続けることに限界があるとの見方も出てきている。政府出資の持ち株会社による株式保有が実質的に続く可能性があるとは言え、民営化される郵貯等の資産運用が民間の基準からみてかけ離れたものでは、経営上、大きな問題も生じかねず、民営化の趣旨とも相容れないであろう。

郵貯等公的金融機関の民営化が進み、そして国債の市場化が一段と進めば、これまでのような形での官民共同の国債保有システムは、何らかの形で修正が避けられないのではない。そもそも、郵貯や年金等の公的部門が市場で売り買いする国債（市場性国債）を多く保有してきたことについて、疑問視する見方は多い。郵貯等を民間機関にするならば、郵貯等に国債保有を期待するのではなく、仮に、国債の市況悪化等が予想される場合には、個人向け国債の販売を強化する等により、個人の持つ資金が郵貯等から国債へスムーズにシフトしていくような政策努力と、そして何より財政再建を進め、国債発行額を抑制していくことが不可欠である。

2 - 4 中央銀行と国債管理政策

2-4-1 拡大を続けるバランスシート

90年代後半以降、信用秩序の維持やデフレからの脱却という大義名分の下で、日銀による国債保有は増加傾向を続けた。その後、さらなるデフレ対策への要請から、01年3月に量的緩和政策に転換、従前は毎月4,000億円だった日銀による長期国債の買入額も累次にわたり引き上げられ、02年11月には毎月1兆2,000億円にまで拡大された（図表2-4）。その結果、国債保有の増加傾向はより顕著になり、2003年度末における日銀の国債保有残高は、短期国債まで含めると100兆円を突破し、資産の約67%を国債が占めるに至った。その後、日銀の国債保有残高は若干減少したものの、直近の04年度末時点で見ても、約99兆円、資産全体の約66%を占めている（図表2-5）¹⁰。

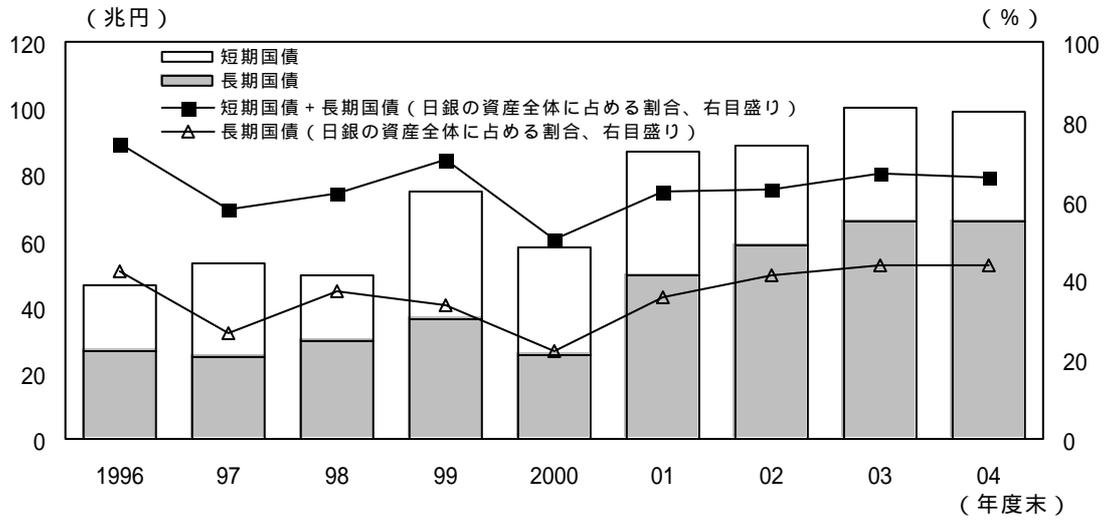
図表 2-4 日銀による長期国債の買入額（毎月）

2001年7月まで	4,000億円
8月～	6,000億円
2002年1月～	8,000億円
3月～	1兆円
11月～	1兆2,000億円

（出所）日銀資料

¹⁰ こうした状態について、慶應義塾大学の池尾教授は、「日本銀行は、いまや150兆円の資産規模を持つ世界最大の中央銀行である。100兆円近くの国債を保有し、貨幣化（マネタイゼーション）している」とし、現在の状態は「異常」であるとしている。

図表 2-5 日銀による国債保有の推移



(出所) 『金融経済統計月報』(日銀)より作成

こうした国債保有の増加を主因として、日銀のバランスシートは急速に拡大し、他の先進主要国の中央銀行との比較でも突出したものとなっている(図表 2-6)。

図表 2-6 主要中央銀行のバランスシート規模の比較

		日本銀行	米国・連邦準備銀行 (FRB)	欧州中央銀行 (ECB)
98年度	バランスシート規模 (A)	80兆円	54百億ドル (63兆円)	69百億ユーロ (92兆円)
	名目 GDP (B)	512兆円	875百億ドル (1,008兆円)	599百億ユーロ (796兆円)
	(A) / (B)	16%	6%	12%
03年度	バランスシート規模 (A)	149兆円	77百億ドル (83兆円)	83百億ユーロ (112兆円)
	名目 GDP (B)	501兆円	1,099百億ドル (1,177兆円)	725百億ユーロ (975兆円)
	(A) / (B)	30%	7%	12%

(注1) FRBは12地区連銀の連結ベース。ECBはユーロ参加国の中央銀行の連結ベース。

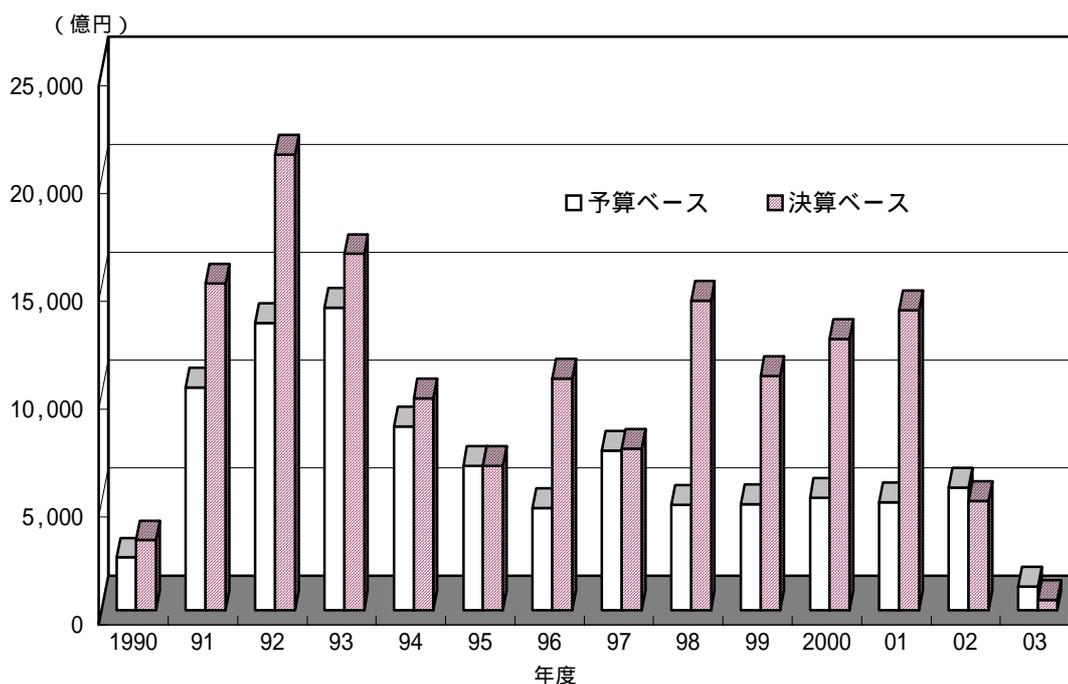
(注2) バランスシートの作成時点は、日本銀行:99年3月末、04年3月末、FRB:98年12月末、03年12月末、ECB:99年1月初日、03年12月末。

(注3) 円換算額は、各時点の為替レートを使用。

(出所) 日銀資料

この点について、福井日銀総裁は、「流動性を多く供給することをバネにして緩和政策を浸透させていくという展開になっており、今の時点で断面図を取ると、経済実体の大きさに比べて日銀のバランスシートが必然的に大きくならざるを得ない。したがって、望ましい将来の姿と比較すると、日銀のバランスシートは膨れ過ぎている」との見解を示している¹¹。自国通貨の独占的な発行権を有する中央銀行の場合、返済不能、あるいは、流動性不足といった事態に陥ることは想定しにくい。そのため、バランスシートの拡大のみをもって、過度な警鐘を鳴らすことは適当ではないが、保有資産の健全性が毀損した場合には、国庫納付金の減少等を通じて、最終的には国民負担となる可能性もある¹²。既に 03 年度の国庫納付金は、472 億円まで減少しており（予算ベースの 1,096 億円を大きく下回っている）、こうした点にも注視を要しよう（図表 2-7）。特に、量的緩和政策から転換する局面では、長期金利の上昇は不可避であり、そうした副作用をいかに最小限に食い止めるのか、日銀の舵取りが注目される。

図表 2-7 日銀による国庫納付金の推移



（出所）『各年度決算の説明』（財務省）より作成

¹¹ 156 国会参財政金融委員会会議録 4 号 35 頁(03.3.25)

¹² 長期金利の上昇による国債関係損益の悪化や、円高に伴う為替差損の発生等により、03 年度決算において、日銀は 1971 年度以来、32 年ぶりとなる経常赤字（222 億円）を計上した。ただし、04 年度決算では、円安に伴う為替差益の発生等により、経常黒字（5,074 億円）に転じた。

2-4-2 懸念される財政規律への影響

国債の保有については、財政規律の観点からも検討が求められる。財政規律の弛緩を回避する観点から、財政法第5条¹³は、日銀による新規国債の保有を禁止している。ただし、実際には、67年から国債の買いオペが開始され、発行後一定期間を経過した長期国債については、日銀券発行残高を上限として購入することが可能となっており、財政法第5条の理念が実質的には形骸化するリスクも否定し得ない。この点に関して、福井日銀総裁は、「あくまでも、成長通貨の供給であり、財政負担を軽減するため、または国債価格を維持するために買いオペをするわけではない」ことを強調する¹⁴。しかしながら、財務省との政策協調という名目で、国債のファイナンスにおける日銀の存在感が増大していることは事実であり、その功罪両面を冷静に評価する必要がある。たしかに、流動性の供給によって金融システム安定化に資したほか、国債市場の安定化、それに伴う長期金利の低位安定を醸成した等の功の面も少なくない。その一方で、国債価格がファンダメンタルズから乖離するといった歪みが生じる可能性も指摘されている。

さらには、こうした、長期金利の低位安定は、利払い等の財政負担の軽減に資する一方で、国債発行や借換えを容易にさせる結果、財政規律を弛緩させる誘因となったとは考えられないか。もちろん、現実的な政策対応として、日銀による買いオペ増額が選択されたことを単純に否定することは困難であるが、05年度には、国債償還の平準化を目的に、償還期限を迎えた保有国債のうち、04年度中に短期国債に切り替えて引き受けた「乗り換え¹⁵」分の半分強にあたる6兆8,000億円程度を、再度、短期国債として引き受ける予定であり¹⁶、財政法第5条はますます空文化の危機にある。国債償還の平準化という目的があるにせよ、今回のような複数年度にまたがる乗り換えが恒常化すれば、中長期国債の日銀引受けとほぼ同質となり、財政規律への影響について、一層の目配りが求められる。

2-4-3 民間銀行が保有する国債の損失リスク

多額の国債発行が続く中、民間銀行では、安全な運用指向の高まり、企業の資金需要の低迷等から、国債での資金運用が多額に上った。銀行（国内銀行）の国債保有額は、90年代半ばに30兆円弱であったが、その後、ほぼ増加の一途をたどり、04年春以降、100兆円を超えている（図表2-8）。

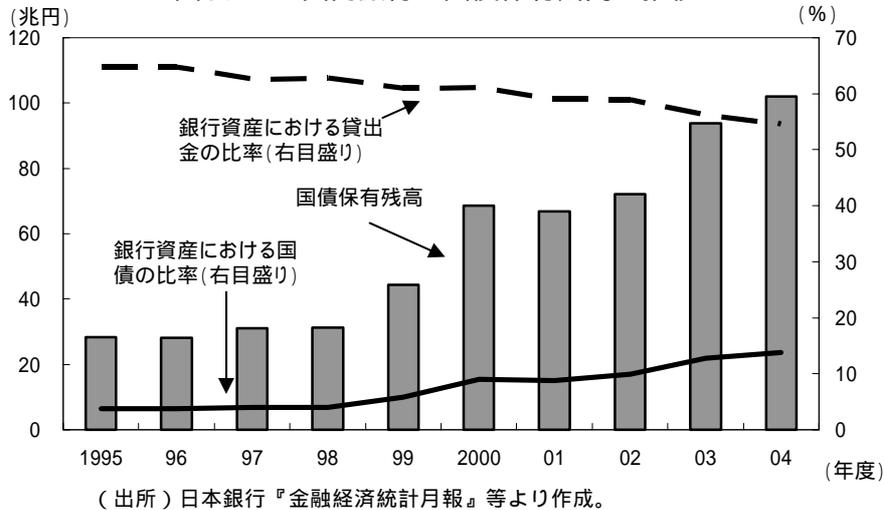
¹³ 財政法第5条は、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」と規定している。

¹⁴ 161 国会参財政金融委員会会議録3号8頁（04.11.2）

¹⁵ 従前から、日銀は保有する中長期の国債が満期を迎えた場合、短期国債を1回だけ引き受けて償還を先延ばしする「乗り換え」に応じてきた。05年度に実施される「再乗り換え」は、01年度に9,000億円分を実施して以来、4年ぶりとなる。

¹⁶ 05年度の日銀乗り換えは、04年度よりも9兆円超拡大し、23兆436億円となった。

図表2-8 国内銀行の国債保有残高の推移



景気回復が続き、いずれ日銀の量的緩和政策が解除される状況になれば、金利の上昇も予想されるが、その際には、銀行が保有する国債に多額の償却損・評価損が発生する可能性がある。内閣府の試算では、長期金利1%の上昇で、主要4行の国債価格下落によって生じる評価損は2兆円程度に上る¹⁷。

むしろ、景気が回復する場合、株価上昇による保有株式の含み益等も見込まれ、銀行のバランスシートへの影響は限られているとの見方もある¹⁸。銀行の保有国債の損失リスクについて、財務省の「公的債務管理政策に関する研究会報告書(03年11月)」では、「自己責任に帰すべきもの」とされている。本来、銀行の資産運用は各行の判断と責任において行うものであり、個別の銀行の収益悪化にとどまる限りは、政策的に対応すべき問題ではなからう。しかし、金利の急激な変動により、銀行のバランスシートの悪化が経済全体に悪影響を与えかねないようなケースでは、政策運営上、全く無視することはできないのではないかと¹⁹。

2-5 大量発行・大量償還時代の国債管理政策

2-5-1 注視が必要な国債償還財源の資金繰り

国債残高が累増する中、国債償還額が大きく増加してきているが、今後も、多額の国債償還が続くことは避けられない。国債償還の方法としては、借換債の発行で財源を調達する借換償還と、借換債以外の財源で償還する現金償還がある。この現金償還に充てる財源措置としては、国債残高の60分の1を毎年度繰り入れる定率繰入のほか、決算剰余金の繰入、予算繰入、さらにNTT株など政府保有の株売却益等が挙げられる。

¹⁷ 内閣府「日本経済2004」(04.12)38頁参照

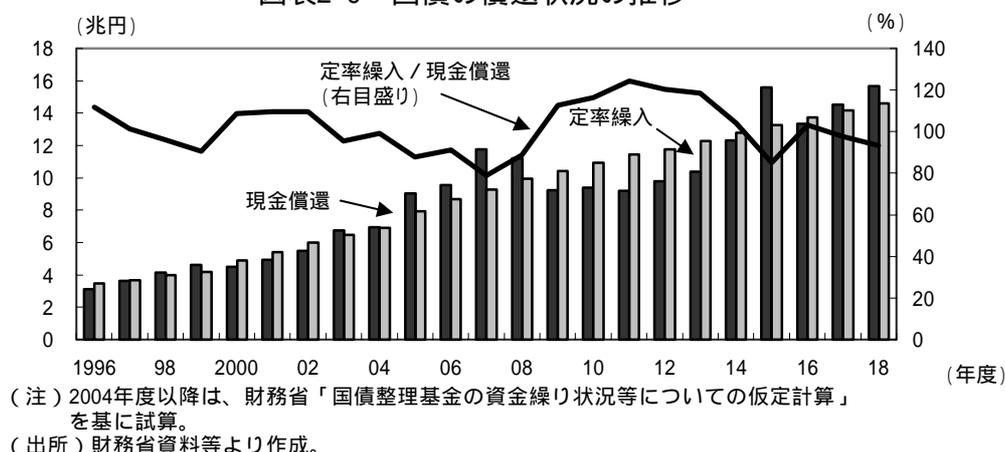
¹⁸ 一方、銀行が保有する株式は90年代半ばの45兆円から最近では20兆円台前半へと、かつての半分程度に減少し、株価変動の影響も低減しているとの指摘がある。

¹⁹ 日銀による国債買入の増額・乗換の拡充、会計方法の原価法への切替え、銀行の損失軽減をねらった

国債償還財源の資金繰りについて、基本的に経常的な財源と考えられる定率繰入が現金償還に占める比率でみると、通常、この比率はほぼ 90～110%程度で推移しているが、今後、国債の償還が集中する 08 年頃までの間は、その比率が 100%を割って 80%程度にまで低下する（図表 2-9）。むろん、05 年度末で国債整理基金に 8.5 兆円程度の残高があり、かつ、運用収入等他の財源繰入も見込まれ²⁰、財源不足になるわけではないが、この時期には 10 兆円規模の定率繰入を行ってもなお、資金繰りが従来に比べやや逼迫する可能性があることには留意が必要であろう。

また、利払費については、前述のように国債残高が累増する中、いずれ金利が上昇していくことになれば大幅増加が避けられない。国債の大量発行・償還時代には、国債の元利償還を賄う国債費の膨張は必至で、社会保障関連予算の増加とともに、財政運営の自由度を大きく奪う可能性は極めて高い。

図表2-9 国債の償還状況の推移



2-5-2 財政再建の実施が前提となる今後の国債管理政策

国債管理政策は、60 年代後半～70 年代前半には市場がまだ未発達で、一般的には必ずしも国債管理政策自体が明確に認識されていたわけではなかったと言われている。その後、70 年代後半に入ると、国債残高が大幅に膨らむ中、市場育成策など金融面を中心に国債管理政策が活発に講じられるようになった。80 年代後半から 90 年代前半にかけては、国債償還が次第に本格化する中、一旦は特例公債依存体質から脱却するなど財政状況は改善したものの、バブル崩壊後の景気低迷が長期化し、再び国債発行が増加し始めた。そして、90 年代末以降になると、国債の大量発行の継続と大量償還時代を迎え、市場整備と合わせ、市場安定化策が強く意識されるようになるなど、国債管理政策の重点は、その時々々の状況に応じ変化してきている。

国債買取り機関の創設等を指摘する意見もみられる。

²⁰ 郵政民営化関連法案では、持ち株会社の株式のうち 3 分の 2 は、国債整理基金が保有し、売却益や配当を国債償還財源に充て、残りの 3 分の 1 は一般会計が保有することとなっている。

こうした中、05年度末見込みで国債残高が538兆円程度とGDPを上回る程に累増し、今後もおお年に30兆円規模の国債発行が見込まれている。これからの経済財政の動向次第では、国債に対する信認の大幅低下、市況暴落の懸念も皆無とは言えまい。郵貯等の民営化が進められ、いずれ日銀の量的緩和政策の解除も想定される中、流動性の向上等国債管理政策は一段と重要性を増してきていると言えよう。

ただし、我が国の場合、これまで国債以外の様々な債務に「暗黙の政府保証」が付く中、官民共同の国債保有システムが存在し、こうした国債市場において、どれだけ本当の意味での国債管理政策が行われてきたのか疑問視する見方もある。しかも、本来、金融面を主体とした国債管理政策自体が、財政運営においては、補完的な役割にとどまるものであることは否めない。

国債の大量発行・大量償還時代を迎える中、今後、高齢化に伴い、家計の貯蓄率低下等から、国内の資金供給力が低下していく可能性は高く、加えて、国債保有に大きな役割を果たしてきた公的部門の民営化が進められようとしている。こうした状況下では、より実効ある国債管理が求められることはもちろんであるが、そもそも国債管理政策自体が、財政運営に対する内外投資家の信認維持に資する財政再建の実施抜きには、成り立たないことを忘れてはならないだろう²¹。

²¹ 海外の格付け会社による日本国債に対する格付け（自国通貨建て）は、S & P（AA-）及びフィッチ（AA-）が上から4番目、ムーディーズ（A2）が上から6番目で、いずれもG7諸国の中では最低の水準となっている（05.5現在）。

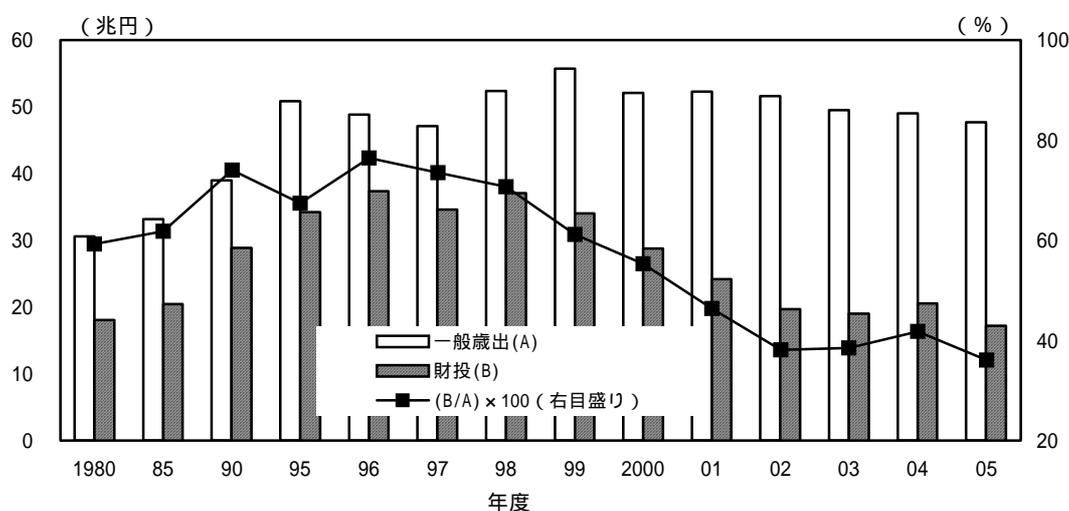
第3章 看過できない公信用の多様化

3-1 道半ばの財投改革

3-1-1 官民のグレーゾーンを対象とする難しさ

財投は01年度に新制度が始動し、規模の面ではかなりの縮減が進んでいる(図表3-1)。しかしながら、07年度末までの経過措置¹があり、郵貯等が財投債を引き受けていることから、実質的な資金フローに際立った変化をもたらすまでには至っていない。

図表3-1 一般歳出と財投の規模の比較



(注1) 03年度までは決算、04年度は補正後、05年度は当初予算。

(注2) 一般歳出とは、一般会計歳出から国債費、地方交付税交付金等を除いたものである。

(注3) 財投については、2000年度以前は、一般財投ベース。

(出所) 『財政金融統計月報』(財務省財務総合政策研究所)等より作成

旧制度では、郵貯等の原資の伸びが財投規模とリンクしたことにより肥大化し、有償資金の活用にふさわしくない分野にまで運用対象が拡大しているのではないかと批判があった。この点に関し、宮澤大蔵大臣(当時)からは、「一般会計の財政状況が苦しいので、財投を活用し対応したことが実際にある」旨の答弁があり、一般会計で担うべき財政需要を財投が代替するという手法が過去に実施されたことを認めている²。特に、80年代の「財政再建」は、表面上の成功に過ぎず、実態は、特別会計に加えて、こうした「財投の財政化」を利用した会計上の操作に過ぎないとの指摘もある。このように、旧制度における財投は、郵貯等の豊富な原資を有し、弾力的な運用も可能な使い勝手の良い政策ツールであり、ともすれば、財政規律を弛緩させる懸念すら孕んだものであった。

¹ 01年度以降の7年間において、郵貯等が旧資金運用部の既往の貸付けを継続するために必要な財投債を引き受ける等の経過措置である。

² 147 国会参財政・金融委員会会議録 17号 24頁(2000.5.16)

新制度は、事業に必要な資金を財投債、財投機関債等により調達する仕組みであり、郵貯等の原資の伸びが財投規模に直接リンクしなくなったため、「財投の財政化」が許容されるようなことは考えにくくなった。前回の改革がなければ、新制度移行後の規模の縮減は実現していない可能性も高く、この点は改革の成果として評価すべきであろう。

その一方で、いくつかの課題があることも事実である。まず、財投に市場原理を導入するという改革の趣旨から、改革の目玉として導入された財投機関債についてである。財投機関債の発行額は年々増加しているが（図表 3-2）財投機関が担うのは、民間では提供しにくい収益性の低い分野であり、資金調達手段の中心に財投機関債を据えることには無理があろう。財投機関債の発行の多寡をもって改革の進捗具合を評価する向きもあるが、財投機関債はあくまでも補完的な資金調達手段であり、適当な評価基準とは考えにくい。

図表 3-2 財投機関債の発行状況

（単位：億円）

（年度）	2001	02	03	04	05
発行総額	10,004	28,917	29,114	44,046	58,806
発行機関数	19	25	25	23	25

（注）2001 年度～2003 年度は実績。2004～2005 年度は予定。

（出所）参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』より作成

また、財投機関債に対しては、「暗黙の政府保証」の問題がある。実際に、財投機関債の市場の評価は、各機関の財務状況のみならず、政府との距離感等、社債の評価では考慮されることのない複合的な要素で形成されている。財投機関等の特殊法人に対する破綻法制については、未だ結論を得るに至っていない。破綻の回避を目的として、財投機関に救済資金が流れる可能性も否定できず、破綻法制の整備により、必ずしも「暗黙の政府保証」の解消につながるわけではない。しかしながら、破綻法制の整備は、「暗黙の政府保証」を解消する必要条件であり、債務負担に関する責任の明確化にも欠かせない。

また、前回の改革時には、限定的な位置付けとされた政府保証債であるが、縮減が進んでいない³。個別に厳格な審査を行い、真に政府保証が必要な場合に過渡的または限定的に付与するとの原則を貫徹すべきである。

3-1-2 どこまで切り込めるかが注目される政策金融改革

不良債権問題によりやく解決の目処が立った今、政策金融改革は今後の重要な政策課題の一つである（補論 6 参照）。政府は、05 年度から 07 年度までを在るべき姿に移行するための準備期間と位置付けており、対象分野の厳選等を速やかに実施するとしている。

とりわけ、8 つの政策金融機関（図表 3-3）が改革の俎上にのせられ、将来的に同機関の貸出残高（対 GDP 比）の半減を目指すとの目標も示された。

³ 05 年度（当初計画ベース）の政府保証債は 4 兆 8,314 億円であり、財投原資全体の 28.2% を占める。

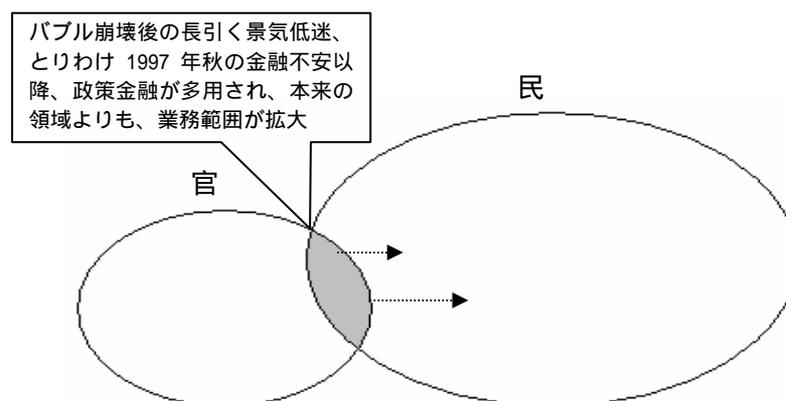
図表 3-3 改革の対象とされた政策金融 8 機関

機関名	主要検討課題	貸出残高 (03 年度末)
国民生活金融公庫	・ 特別貸付、教育貸付の在り方 ・ 長期継続的に利用している借り手の自立化推進の方策	10.1 兆円
農林漁業金融公庫	・ 大企業をはじめとする食品産業向け融資の在り方	3.4 兆円
中小企業金融公庫	・ 一般貸付の在り方 ・ 特別貸付制度の創設・評価の在り方	7.6 兆円
公営企業金融公庫	・ 政府保証の必要性の有無を踏まえた財政融資との役割分担の在り方 ・ 公社貸付、一般会計事業貸付の在り方 ・ 更新投資に対する貸付の在り方	24.9 兆円
沖縄振興開発金融公庫	・ 沖縄特利制度の在り方 ・ 特定業種向け・産業振興目的の一般的な貸付制度の在り方	1.5 兆円
国際協力銀行	・ 輸入金融、投資金融、アンタイドローンの在り方	20.4 兆円
日本政策投資銀行	・ 大企業向け融資の在り方 ・ プロジェクト・ファイナンスの在り方 ・ 地域インフラ向け融資の在り方	14.8 兆円
商工組合中央金庫	・ メンバースバンク業務の在り方 ・ 大企業・中小企業向け融資の在り方	9.8 兆円

(出所) 経済財政諮問会議資料、日本銀行『金融経済統計月報』より作成

行革の流れの中で、これまでも政策金融改革は検討課題として登場してきたが、長引く景気低迷の影響から、民間の金融システムがなかなか正常化するに至らず、景気対策等に頻繁に利用されたこともあり、実効性ある改革にまで取組が及ばなかった。その結果、全金融機関に占める政策金融の貸出残高のシェアは大きく、かつ質の面でも民業圧迫との批判が根強い。この問題は、図表 3-4 を参考にすると理解しやすい。

図表 3-4 政策金融等の官民のグレーゾーンにある機関の業務範囲 (概念図)



図表 3-4 において、官民の業務が重なり合うグレーゾーンが、政策金融の業務範囲であるが、図中の矢印で示すとおり、1990 年代以降、このグレーゾーンは民が担うべき分野を侵食するような形で外延化し、肥大化するに至ったのである。

もちろん、「民＝善、官＝悪」との単純な図式化は適当ではなく、政策金融として真に必要な事業・機関は今後も存続させるべきであるが、経済社会情勢の変化に伴い、政策金融の範囲については、絶えず見直しが求められる。

政策金融に関して、国民の側から便益（サービス）の部分は見えやすく、比較的容易に理解できるが、一般会計や特別会計及び財投から流れる費用の部分は複雑で、実態の把握は困難を伴う。この非対称性が、景気悪化時になると、結局は改革論を弱める原因になってきた。政策金融改革を実現するためにも、まずはそうした費用が一覧性をもった形で開示されるべきである。07年度末には、財投改革の経過措置が切れるが、それまでに政策金融を真に必要な事業・機関に絞り込めるか否かは、財投債の発行抑制の成否にも影響することから、国債管理政策上も、実効性ある改革が期待される。

3-1-3 一層の改革が求められる財投制度

たしかに、前回の財投改革は制度創設以来最大ともいえる抜本的な改革であり、財投規模の縮減という観点からすれば、一步前進であったことは間違いがない。しかしながら、国債の一種であり財投制度における資金調達手段の中心たる財投債は、未だに毎年のフローで約 30 兆円規模の発行が続いている。その結果、ストックでは 2005 年度末で約 144 兆円にまで達し、国債残高や政府債務残高に占める割合も徐々に拡大しつつある（図表 3-5）。そうした意味でも、前回の改革を財投改革の終着点と位置付けることは早計であり、政策金融をはじめとした財投全般に対する一層の改革が求められる。

財投は、官民のグレーゾーンを対象としており、改革に当たっては、財政民主主義と市場原理をうまく調和させることが不可欠である。すなわち、市場の評価と政治の評価の 2 つを適切に組み合わせることで、財投機関の事業が不良債権化することを回避しつつ、国民全体にとって本当にメリットのある事業のみが実施されるようにすべきである⁴。

図表 3-5 財投債残高等の推移について

（単位：億円、％）

（年度末）	財投債残高 (A)	国債残高 (B)	政府債務残高 (C)	$\frac{A}{B} \times 100$	$\frac{A}{C} \times 100$
2001	437,605	4,481,625	6,073,122	9.8	7.2
02	755,644	5,042,536	6,687,605	15.0	11.3
03	918,490	5,564,163	7,031,478	16.5	13.1
04	1,227,448	6,336,629	7,996,343	19.4	15.4
05	1,436,081	6,861,516	8,878,450	20.9	16.2

（注）財投債は国債の一部である。政府債務残高には、国債のほか政府短期証券や借入金が含まれる。

（出所）参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』より作成

⁴ 井堀利宏編『公共部門の業績評価』東京大学出版会、05年1月、16頁を参照。

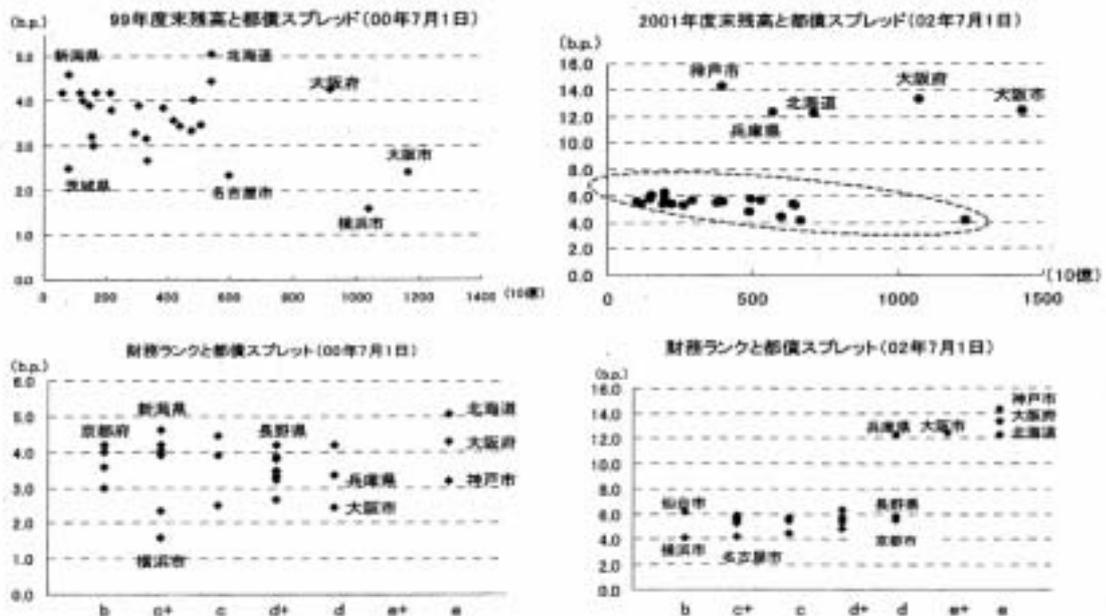
3 - 2 全体像の把握が困難な地方財政の債務

3-2-1 財政責任の確立と地方債制度の再構築

地方債の問題は、その規模のみならず、国の財政や財投とも複雑に絡んでおり、公的債務管理政策上の難題の一つである。

我が国では、従前、地方債を取り巻く諸制度（起債許可制度、地方債計画、地方財政計画及び財投計画、「地方財政再建促進特別措置法」による財政再建のスキーム、地方公共団体の財政格差を補填する地方交付税制度）が地方債の信用力をサポートし、中央政府が「暗黙の政府保証」を与えているため、地方公共団体間に信用力格差はないとされてきたが、流通市場においては信用リスクの格差が利回りに影響し始めており、状況は変わりつつある。そうした点を検証するため、2000年7月と2002年7月の時点での対都債スプレッドに対し、流動性の指標として公募債残高、信用力の格差としてR & I公表の財務ランクとの関係を見してみる（図表3-6）。

図表3-6 対都債スプレッドとの格差



（出所）丹羽由夏「地方債市場の変遷と今後」『総研レポート』、農林中金総合研究所、2003年4月、27頁。

2000年7月時点では、99年度末時点での公募債残高が多い（＝流動性が高い）ほど、対都債スプレッドが小さいという右下がりの傾向が窺えるが、その一方で、財務ランクとの関係は見取れない。しかし、2002年7月時点になると、01年度末時点での公募債残高が多い（＝流動性が高い）ほど、対都債スプレッドが小さいという右下がりの傾向に加え、財務内容が悪いほど、対都債スプレッドが大きいう傾向が見られ、信用リスクの格差が流通利回りに影響し始めていることが見て取れる。こうした背景には、01年度から始動した新たな財投制度の下で地方債引受けのための公的資金がいずれ先細ることへの懸念や

02年4月のツーテーブル方式⁵の導入、さらには、06年4月に予定されている起債許可制度から事前協議制度への移行等、地方債市場を取り巻く環境変化に対する投資家の反応があるものと推察される。すなわち、明示的ではない「暗黙」という曖昧な政府保証の形式が投資家心理の不安定要因になっていることが考えられる。

地方分権化や地方公共団体の自己責任による資金調達ということが叫ばれながら、自己責任の範囲が曖昧な状況では、財政責任の確立は成し得ない。地方債に関する「暗黙の政府保証」の問題を先送りにすることは、投資家の不安を煽るばかりでなく、地方公共団体の財政規律の弛緩にもつながりかねない。地方債に関しても中央政府がどこまで責任を負うのかについて、明確にすべきである⁶。

今後は地方分権化の進展により、国による地方公共団体に対する行政的統制は弱まっていくことが想定される。そうした動きと軌を一にして、07年度には、巨額の地方債を保有する郵貯・簡保の「民営化」が予定されているほか、同年度末には、財投改革に伴う経過措置が終了する予定であり、地方債にもさらなる市場化の波が押し寄せることは必至である。こうした流れの中で、「市場による規律」が機能し、財政規律を高める効果が期待されるものの、我が国の現状は、その前提条件を満たしているとは言い難い(図表3-7)。

図表 3-7 地方債制度において「市場による規律」が効果的に機能するための前提条件

前提条件	我が国の地方債制度が左記の前提条件をどの程度満たしているか
借り手の負債や返済能力に関する十分な情報公開が行われていること	地方財政の悪化を背景にして公会計制度改革は全国的な潮流となっており現金主義から発生主義会計への変革、単式簿記から複式簿記への移行が試みられている。しかし、資産の時価評価となっていない、対象範囲が普通会計に限定されているため経営状態の悪化している公社、第三セクターを含めた「本来の姿」を表わす連結バランスシートが作成されていない等、満たされているとは言い難い。
金融機関に対するポートフォリオ規制(国債・地方債の発行割当て)が行われていないこと	市場公募債のみならず、従前は指定金融機関が単独で引き受けてきた縁故債(2003年度より銀行等引受債に名称が変更)についても引受け金融機関の選定にあたって入札方式やシ団を編成する方式が拡がっており、満たされつつある。
借り手が債務不履行に陥った場合に貸し手を救済しないという政府のコミットメントが信頼できること	地方債の最終的な元利償還を明示的に政府は保証していないため、満たしているように錯覚する。しかしながら、交付税特会借入れ及び地方債の元利償還に対する交付税措置によって、各地方公共団体には財政錯覚が生じているのが実状である。従って、破綻に瀕した地方公共団体を救済しないというコミットメントが信頼に足るものであるか否かは不透明であり、満たされているとは言い難い。
借り手は新規借入れが不可能となる前に市場のシグナル(格付けの悪化等)に合わせて俊敏に政策決定を行うこと	金融機関のシ団脱退、引受け拒否にもかかわらず地方債を増発する等、市場のシグナルにも俊敏には反応しないケースも見られ、十分に満たされているとは言えない。

(出所) 持田信樹『地方分権の財政学』、東京大学出版会、268-269頁を基に作成。

⁵ 市場公募債の発行条件について、団体間格差を認める仕組み。

⁶ 例えば、米国では、連邦倒産法第9章において、地方公共団体の破綻法制(清算型ではなく再建型)が整備されており、債券の信用力は当該団体自身が持つ経済力や財政状況によって規定されている。その一方で、我が国では、地方公共団体の破綻法制として、「地方財政再建促進特別措置法」が存在する。しかしながら、同法では、一部に自助努力を促す効力はあるものの、実態としては、地方交付税等を使った救済という側面がより強く、地方債に関してのリスケジュールや減額を伴う債務調整についての規定が存在しない点で、米国の破綻法制と決定的に異なる。

また、「市場による規律」を基本に据えるとしても、地方公共団体の財政力は千差万別であり、地方債発行において、全ての地方公共団体を一律に論じることはできない。具体的には、地方債の市場公募方式での発行実績のある地方公共団体をはじめとして、相対的に財政規模が大きい都道府県や政令都市等と、それ以外の中・小規模な地方公共団体の2グループに分けた政策対応が求められる。前者のグループは、市場公募方式での地方債発行を可能な限り促進すべきであるが、後者のグループについては、単独での市場公募債の発行は困難な団体も少なくないとみられ、共同発行方式の活用を検討すべきであろう。さらに、現実的な政策対応としては、ナショナルミニマムとして必要な投資に対する借入分は明示的に政府保証債にすること等も検討されるべきであろう。

まずは、地方債に関して中央政府がどこまで責任を負うのかを明確にし、「暗黙の政府保証」を排除すべきである。そのためにも、財政責任の確立に合致した新たな破綻法制を整備することが喫緊の課題である。

3-2-2 軽視できない地方公社・第三セクターの財務悪化

近年、地方公共団体が出資する外郭団体である地方公社や第三セクターの経営破綻が相次いで、発生している。この主因は、バブル崩壊後の景気低迷が長引いた影響や不透明な会計制度等が、地方議会や住民の「監視の失敗」を惹起した点にあり。それ以外にも、99年7月の金融検査マニュアルで、地方公共団体の出資団体を特別扱いせず、一般の貸出先と同じように扱うよう、規定が厳格化され、従前のような資金調達が困難になったことも影響している。さらに、総務省は、「特定債務等の調整の促進のための特定調停に関する法律」を「透明性や公平性を確保できる再生手続き」として重視しているとされ⁷、本スキームに基づく処理が相次いで実施されたこともその背景にある。

地方公共団体の外郭団体の中でも、土地開発公社、住宅供給公社、道路公社の地方三公社は、地方公共団体の全額出資により設置されたものであるが、経常赤字の法人数が半数を超える等、財務状況は看過できない水準にまで悪化している（図表3-8）。

図表 3-8 地方三公社の財務状況等について

地方三公社の数	1,590 社（土地開発公社：1,490、地方道路公社：43、地方住宅公社：57）
経常赤字法人の数・割合	801 社（地方三公社全体の 50.4%）
債務超過法人の数・割合	66 社（地方三公社全体の 4.2%）
地方三公社の金融機関等からの借入れに関して、地方公共団体が金融機関等と締結している損失補償契約・債務保証契約を有する法人数・割合及びその残高	978 社（地方三公社全体の 61.5%）、8兆 853 億円

（注）調査時点は、2004年3月31日現在（財務状況についても2003年度末時点の財務諸表によるもの）

（出所）総務省資料より作成

⁷ 『日本経済新聞』（03.8.22）

これら地方三公社を始めとする外郭団体の財務悪化がいずれ地方公共団体本体の財政に少なからず影響を及ぼすことが懸念される⁸。地方公共団体の外郭団体については、情報公開を通じた規律付けを一層強化すべきである。その第一歩として、地方公共団体は、地方公社や第三セクターを含めた「本来の姿」を示す連結バランスシートを作成すべきである。そうした政策インフラを整備した上で、住民の視点から、真に必要な機関・事業であるか否かの選別が行われるべきである。

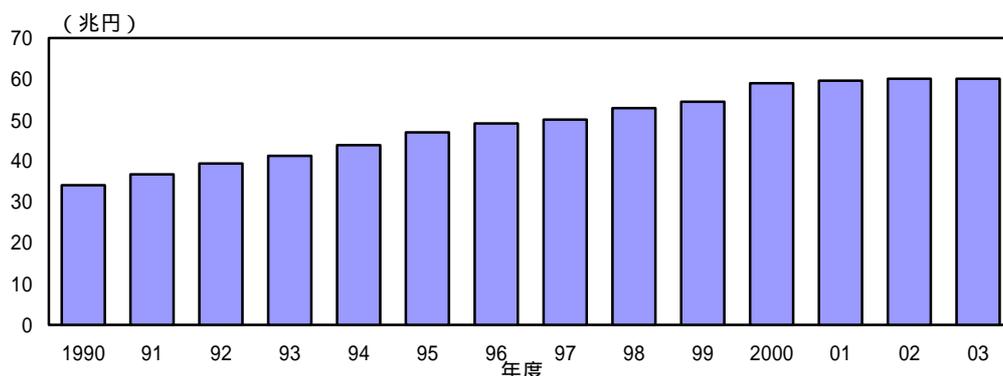
3 - 3 死角となる公的保証に伴う財政リスク

3-3-1 回避すべき安易な政府保証

特殊法人、地方政府、中小企業等の資金調達者に国が信用を保証すると、表面上は資金調達が容易になり、経済活動が円滑になるメリットがある。しかし、その一方で、当座の国民負担が発生しない政府保証は、負担先送りへの誘因を孕むものであり、租税や国債の活用と比較し、財政規律が働きにくい面もある。

そもそも、政府の法人に対する債務保証は、「法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律」の第3条によって、原則禁止とされている。しかしながら、同法同条には、「財務大臣（地方公共団体のする保証契約にあつては、総務大臣）の指定する会社その他の法人の債務についてはこの限りではない」との但し書きがあり、また、国の行政の一端を担うものとして極めて高い公共性、公益性の高い業務を行っていること、業務の執行、財務会計等についての国の監督が十分行き届き、保証債務に係る借入金等の用途及び当該債務の履行の確実性をチェックし得ることという2つの条件を満たす場合には、個別の法律で政府保証を行うことを可能とする規定も設けられている。そのため、債務保証は多用され続け、90年度末に約34兆円だった政府保証債務残高は03年度末で約60兆円にまで達している（図表3-9）。

図表 3-9 政府保証債務残高の推移



（注）本表における政府保証とは、保証債務及び損失補償債務負担額ベースの数字である。

（出所）財務省『各年度決算の説明』より作成

⁸ 03年度末時点で、債務保証契約・損失補償契約に係る債務残高は、10兆4,229億円に達する（その約78%は地方三公社）。

我が国の現状は、国が様々な経済主体に信用を供与し、巨額のオフバランスシート（貸借対照表に計上されない簿外の）債務を負っており、国の信用力そのものを低下させている可能性も否定できず、基本的には、国の政府保証を国債に集中、限定するべきであろう。

3-3-2 政府保証にとどまらない公的保証の問題

公的部門による保証といった場合、国の一般会計が公的機関の資金調達に保証を付ける「政府保証」とどまらず、国以外の公的機関が行っている保証も見落とせない（図表 3-10）。

図表 3-10 公的部門による保証の分類と保証残高（2003 年度末）

		保証を受ける側	
		公的部門	民間部門
保証を行う側	国 （一般会計）	・国の一般会計による特殊法人等への政府保証 ^{（注1）} 約 60 兆円	-
	国以外の 公的機関	・地方公共団体による地方公社・第三セクターへの保証・損失補償 約 10 兆円	・信用保証協会による中小企業向け保証 約 31 兆円 ・特殊法人等（国際協力銀行、日本政策投資銀行等）による民間向け保証 約 1 兆円

（注1）予算総則で保証及び損失補償の限度額が定められているものに係る保証債務負担額。

（注2）各機関のディスクロージャー冊子より主なものを算出。

（出所）深澤映司、柿沼重志「安易な公的保証多用が招くリスク」『エコノミスト』、毎日新聞社、05年5月、34頁。

このように、公的部門による保証は多岐にわたっており、これらの保証はいずれも最終的に国民負担につながる可能性を孕んでいる点を看過してはならない。政府保証付きの債券・借入金については論を待たないところだが、それだけではない。地方公社や第三セクターが破綻すると、その資金調達を対象に保証や損失補償を行った地方公共団体が追加の財政支出を強いられる。それにより地方公共団体自身の債務の償還が危うくなれば、現行の地方財政制度の下では、国が地方公共団体の債務を事実上肩代わりすることになりかねない。また、公的信用保証の場合は、信用保証協会による代位弁済額のうち中小企業信用保険の保険金でカバーされない部分が、同協会自身の負担になる。それを補てんするのは都道府県等であるから、最終的にはやはり国の負担に帰着する可能性がある。特殊法人等による民間向けの保証についても、保証業務を行っている当該機関自身の資金調達が、明示的あるいは非明示的な形で政府保証を受けており、同様である。

以上を単純に積み上げると、国が足元で直接的・間接的に抱え込んでいる偶発債務のストックは、100兆円程度に達する。規模の巨大さにもかかわらず、それぞれの偶発債務⁹に対して納税者からの監視が行き届きにくく、また財政負担に関する責任の所在が一見すると不明確なため、将来の国民負担となることを認識しえない財政錯覚が生じ、負担先送りを誘引しかねない点にこの問題の根深さがある。

⁹ 偶発債務とは、「まだ現実の債務ではないが、将来、一定の条件を満たすような事態が生じた場合に、債務となるもの」である。

第4章 公的債務管理政策に奇策なし

4-1 英国に学ぶ公的債務管理政策

公的債務管理政策の先進国と言われる英国に学ぶべき主な点は、物価連動国債の活用と債務管理庁（Debt Management Office）の存在の2つである。

まず、物価連動国債であるが、我が国でも、04年3月から発行が開始されている。物価連動国債とは、元金額が物価の動向に連動して増減する国債であり、インフレリスクを回避したい投資家のニーズに応えるとともに、期待インフレ率を把握する手段にもなり、金融政策における活用も可能である¹。

英国は、物価連動国債の発行の歴史が比較的長く、国債発行残高に占める割合も大きい（図表4-1）。この背景には、同国の国債保有構造の特性（長期投資に対する選好が高い保険会社や年金基金による保有が全体の6割超を占める）が大きく影響している。

図表4-1 日本・英国・米国の物価連動国債の概要

	日本	英国	米国
導入時期	2004年	1981年	1997年
発行年限	10年	5～38年	10年
発行残高	9,000億円	781億ポンド （約14.8兆円）	1,761億ドル （約18.7兆円）
国債発行残高に占める割合	0.2%	26.6%	4.9%
物価指数の種類	消費者物価指数	小売物価指数	消費者物価指数 （都市部）
デフレ時の元本保証（償還時）	なし	なし	あり

（注1）英国、米国の発行残高・国債発行残高に占める割合は2003年12月末、日本は2004年12月末。米国は市場性国債のみ。

（注2）日本における2005年度の発行予定額は2兆円。

（出所）日本銀行資料等より作成

物価連動国債には、長期保有された場合に市場流動性が低くなる等の短所もある。しかしながら、デフレ脱却後を展望すれば、巨額の政府債務残高を抱える我が国にとって、物価連動国債の発行が政府に対してインフレ抑制のインセンティブとして働く効果が国債全体の信認維持のために持つ意義は大きい。こうした点に加え、インフレに伴う国債の実質的な価値の低下を回避したい投資家がより増加することが想定され、物価連動国債の市場規模を段階的に拡大していくべきであろう。

次に、債務管理庁であるが、英国では、98年に債務管理庁が設立され、国債の安定消化や発行コストの抑制、国庫の資金繰り管理等を担っている（図表4-2）。英国における債務管理庁設立の背景には、金融政策に従属していた国債管理政策を金融政策から独立させ、それぞれに説明責任を果たさせるとの狙いがあり、実際にそのような運営が行われている

¹ 通常の利付国債と物価連動国債の利回りの差として計測される。

とされている。また、債務管理庁が財務省の内局としてではなく、エージェンシーとして設置されているのは、債務管理に関する専門的な知見の蓄積を図ることが期待されたからである。

英国の債務管理庁に関して、竹中経済財政政策担当大臣は、「国債管理を一つのエージェンシーで実施しており、非常に大きな問題として位置付けている。英国の事例も念頭に置き、抜本的なことを考えていく必要がある」とし、我が国への応用も示唆している²。もちろん、重要なことは、債務管理を担う組織形態論ではなく、その機能論である。国債以外にも明示的、非明示的に国家に帰属する債務が巨額かつ広範多岐にわたる我が国財政の現状を考えれば、日本版債務管理庁の機能として、国債の安定消化や発行コストの抑制に加え、偶発債務等も含めた公的債務の総合的管理が検討されるべきであろう。

図表 4-2 英国の債務管理庁の目的

1. ギルト債の発行と買戻しに関する大蔵大臣からの年間付託を実施する。その際、リスクを勘案した上で長期的なコスト最小化に十分配慮する。
2. 毎営業日、マーケット・オペレーションを通じて国家貸付資金（National Loan Fund）との予想される最終的な資金流入を相殺する。その際、信用リスク管理に十分注意しながらコスト効果的な方法で行う。
3. 大蔵大臣が定めた目的にしたがって、国債管理勘定で保有している資産を効率的に管理する。
4. 上記1から3までの目的を達成するために、付託の設定に際して大臣に助言を行う。さらに、受けた付託、目的及び目標に対する達成の程度を大臣に報告する。
5. 適宜、関係機関と協力して、国債管理及び資金管理の効率性を高めてそのコストを低下させるような国債及びT B市場における新商品、発行方法、構造改革に関する政策を立案し推進する。国債管理及び資金管理についての政策や実務を継続的に改善する。以上の事項に関して、大蔵大臣や大蔵省スタッフに政策上の助言を与える。
6. 必要に応じて関係機関と協力し、ギルト債市場の秩序、効率性及び流動性を維持または促進するためにマーケット・オペレーションを行う。
7. イングランド銀行及びクレストと協力して、国債に関する効率的で信頼性が高いサービスを投資家に提供する。低コストでの発行と効率的な市場を維持した上で、ギルト債及び短期金融市場の参加者と公平に取引する。
8. 大蔵省が政府の金融資産・負債を管理するための戦略を策定する場合にその作業に協力する。
9. 市場の効率性と発行コストの低下に寄与する場合には、国債及びT B市場の情報や国債管理庁が遂行している政策に関する情報を公開する。
10. 上記1から3の目的達成に資する場合には、要求に応じて、他の政府部局（及び他国の政府）に対して助言及び専門的意見を述べる。
11. 目的を効果的かつ効率的に遂行できるよう、資源、スタッフをそろえて組織を管理するとともに、管理コストに見合うだけの成果を挙げる。
12. リスクの最小化を十分考慮した上で、適切な管理、情報、統治システムを構築する。さらに、会計その他の事項について十分かつ正確な情報を開示する。

(注1) ギルト債とは、英国における中長期国債の総称である。

(注2) クレストとは、英国において、証券取引の受渡し・決済を行っている組織である。

(出所) 須藤時仁『イギリス国債市場と国債管理』、日本経済評論社、2003年2月、234頁より抜粋

² 156 国会衆財務金融委員会会議録 14 号 22 頁 (03.5.9)

なお、債務管理庁については、英国のみならず、フランス、ドイツでも設置され、最新の金融技術や豊富な経験を持つ民間出身者の登用が積極的に図られていることも、我が国における債務管理の在り方を考える際には参考とすべきであろう³（図表 4-3）。

図表 4-3 英仏独の債務管理庁の概要

	英国	フランス	ドイツ
名称	国債管理庁	国債庁	国債管理会社
設立	1998年4月	2001年2月	2000年9月
組織形態	エージェンシー (独立行政法人)	経済財務産業省国庫局内の組織	政府100%出資の有限会社
職員数	約80人	34人	90人
うち民間出身者	70人弱	約10人	83人

(出所) 大竹啓史「欧州の国債市場改革(下)」『日経公社債情報』、格付投資情報センター、2005.1.24、3頁より抜粋。

4 - 2 求められる持続可能な財政への転換

現実的な対応として、短期的には、公的債務管理政策の中心は、国債の安定消化であり、長期金利の過度な上昇による経済への悪影響は回避されなければならない。また、財投機関等の特殊法人や地方公共団体に関する破綻法制を整備することにより、「暗黙の政府保証」の問題を解消し、債務負担に関する責任の明確化を図ることも急務である。地方公共団体については、地方公社や第三セクターまで含めた連結バランスシートを作成することも求められる。さらに、会計間の複雑な操作や政府保証の多用は、負担の先送りを招来しかねず、可能な限り排除すべきである。

中長期的には、財政再建の実現による既発国債の買戻しや債務償還ルールの遵守こそが公的債務管理政策に他ならない。

今後、財政再建を進めていく上で、欠かせない視点は、いかに財政の持続可能性を高めていくかということである。こうした財政の持続可能性を議論する際の重要な指標となるのは、プライマリーバランス、名目経済成長率、名目長期金利の3つであり、プライマリーバランスが均衡している場合、名目経済成長率が名目長期金利を上回っていれば、GDPに占める政府債務残高は発散せず、財政破綻は回避される。仮に、この「ドーマー条件」が長期間にわたって満たされないならば、財政破綻は現実味を帯びてくる。そうした事態を回避するためには、「名目経済成長率 名目長期金利」の状態を実現すること、プライマリーバランスを黒字化(あるいは均衡化)することが必要となる。

しかし、を恒常的に実現することは、我が国のみならず諸外国の過去のデータから見

3 同志社大学の田中宏樹助教授は、「金融商品の高度化が進んでいることを考えると、ゼネラリストの官僚ではなく、金融技術に精通した民間の専門家をより積極的に登用する必要がある」と指摘している（「欧州の国債市場改革(下)」『日経公社債情報』、格付投資情報センター、05.1.24、6頁を参照）。

ても、困難であろう（図表 4-4）。この点について、東京大学の井堀利宏教授は、「過去 20 年ぐらいのデータを見ても、金利のほうが成長率より高いというのが通常であり、経済状況がある程度悪くなってもなおかつ財政再建が達成可能というシナリオを出す方が、より責任のある財政再建のシナリオの出し方ではないか」との見解を示している⁴。とりわけ、我が国は、労働力人口の減少等で経済成長に負の圧力がかかることが見込まれるほか、巨額の政府債務残高を抱えており、財政再建を先送りした場合には、長期金利が急上昇する危険性も否めず、今後この条件を恒常的にクリアしていくことは、容易ではない。

図表 4-4 名目成長率と名目長期金利の関係

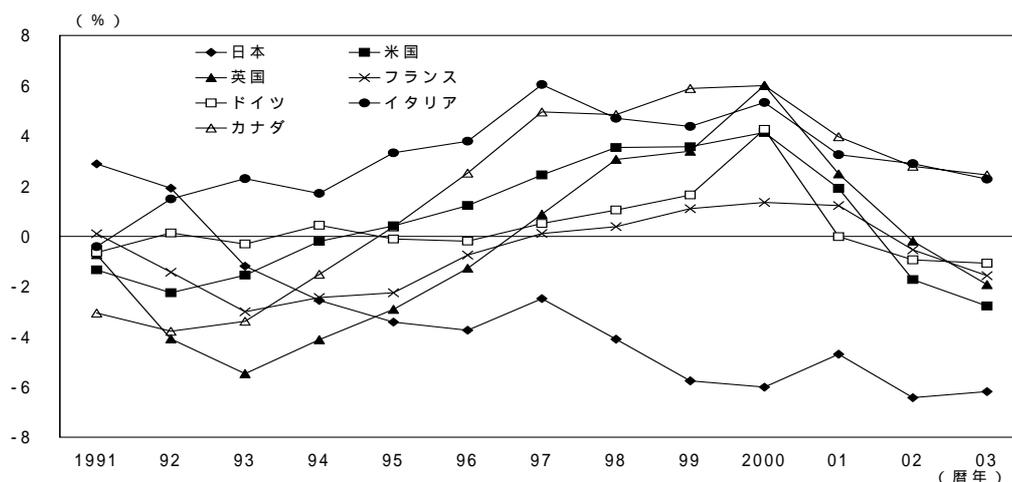
(単位: %)

国名	名目成長率 - 名目長期金利 (1991年～2003年の平均)
日本	1.9
米国	0.9
英国	1.4
ドイツ	2.5
フランス	2.7
イタリア	3.1
カナダ	2.1

(出所) OECD “Economic Outlook 76” より作成

については、中長期的に必ず実現していかなければいけない目標である。我が国の財政を本格的に再建していくには、プライマリーバランスの均衡では不十分であり、諸外国の財政再建過程を見ても、いずれは相当の黒字幅が必要となる（図表 4-5、図表 4-6）。

図表 4-5 プライマリーバランス（対GDP比）

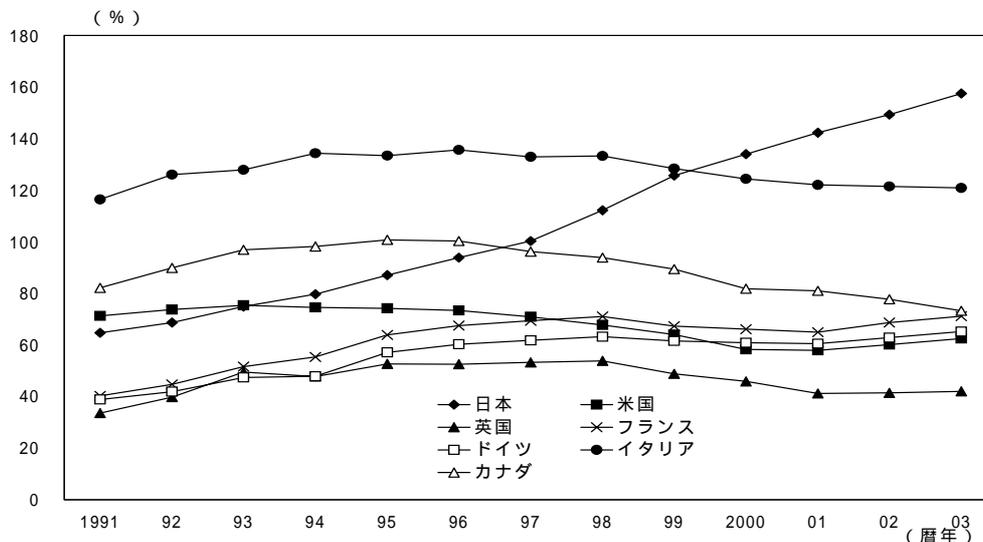


(注) 一般政府ベース

(出所) OECD “Economic Outlook 76” より作成

⁴ 04年3月18日の参議院予算委員会公聴会における発言。

図表 4-6 政府債務残高 (対GDP比)



(注) 一般政府ベース
 (出所) OECD “Economic Outlook 76” より作成

そう遠くない将来に、高齢化等により貯蓄率が低下し、財政赤字を国内余剰資金でファイナンスすることが困難になる事態も十分想定される等、財政再建は待ったなしである⁵。デフレ下の財政再建は極めて困難であるが、経済動向も勘案しつつ、歳出の中身の見直し等、可能なことから実行に移すべきである。

少子高齢化が急速に進行する中で、現行の諸制度・政策を維持した場合、歳出入ギャップが一層拡大することは明白である以上、歳出入両面からの改革が不可避であり、どのような政策をどういった順序でいつ実施するのかを明記した信頼性の高い財政再建シナリオを提示し、国民の合意を求めていくべきである。

我が国においては、『改革と展望』の参考資料という位置付けで、経済財政の中長期的な展望が示されているが、高い信頼性を得るまでには至っておらず、今後より一層の精査が必要であろう(補論7参照)。

そうしたシナリオを具体的な政策の裏付けを持った形で実行し、持続可能な財政へと転換を図ることなくして、公的債務管理政策は成り立たず、まさに正念場を迎えている。

⁵ IS (貯蓄投資) バランス論に基づき、竹中経済財政政策担当大臣は、「貯蓄率が下がるということは、財政赤字を減らしていくか、経常収支の黒字を減らしていくか、そういう調整がどこかで起こらざるを得なくなることを意味している」との見解を示している(159国会衆財務金融委員会会議録23号14頁)。