

変貌する日本の国債保有構造

中島 将隆

1 国債保有構造に変化が生じている

日本の国債保有構造の特徴として、従来、次の点が指摘されてきた。すなわち、公的部門の保有比率が圧倒的ウエイトを占めている事、国債買いオペによって日銀の国債保有額が増大を続けている事、家計部門の国債保有が少ない事、海外部門の国債保有が少ない事、こうした特徴が日本の国債保有構造の特徴だとされてきたのである。

ところが、近年において、これまで指摘されてきた保有構造に大きな変化がみられる。特に、この三月二日に発表された日銀の資金循環統計を見ると、近年の変化が極めて明瞭である。新たな変化を確認するため、最初に、三月二日に発表された資金循環統計から、国債保有構造の変化をみていくことにしたい。

図表1は経済主体別の国債保有額の推移をみたものであり、図表2は保有比率の推移である。まず、公的部門から検討していこう。公的部門とは、ここでは、公的金融機関と一般政府の二つである。一般政府といっても、社会保障基金が中心である。量的金融緩和政策が採用された二〇〇一年から現在までの推移を見ると、社会保障基金は二五兆円から七六兆円と激増している。公的金融機関をみると、この間、二〇〇七年第3四半期まで増加を続け、一五五兆円から二三四兆円になった。社会保障基金と公的金融機関の増加によって、公的部門の保有比率は、二〇〇一年第4四半期から二〇〇七年第3四半期までの間、四〇・二%から四五・八%に増加している。

量的金融緩和政策が採用されて以降、公的部門の国債保有は更に増加を続けたのであった。

ところが、二〇〇七年第四半期になると、公的部門の保有比率は激減する。すなわち、公的金融機関の保有比率は前期の三四・八%から僅か二・五%に激減している。そして、一般政府と公的金融機関の保有比率は、前期の四五・八%から一三・八%に縮小するのである。

次に、日本銀行の国債保有についてみていこう。二〇〇〇年第四半期の国債保有額は四六兆円であったが、量的

図表 1 国債保有構造の推移 (金額)

単位：億円

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
金融機関	3,856,522	4,477,291	4,725,273	5,077,672	5,394,401	5,218,820	5,051,901	5,050,788
中央銀行	677,711	816,184	817,573	903,233	939,786	755,147	657,599	650,751
公的部門	1,559,146	1,833,755	1,962,011	2,045,850	2,253,057	2,240,193	2,340,220	171,955
民間部門	1,619,665	1,827,352	1,945,689	2,128,589	2,201,558	2,223,480	2,054,082	3,177,156
非金融法人企業	27,617	15,355	23,111	22,642	26,794	28,319	29,564	28,832
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	742,907	774,599
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	731,042	763,847
家計	114,796	126,146	134,381	201,068	268,840	323,468	353,674	359,568
対家計民間非営利団体	44,856	62,385	61,686	71,778	82,038	106,715	124,675	130,629
海外	215,945	168,029	166,957	256,649	313,234	372,896	431,451	498,842
計	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,734,172	6,843,258

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

図表 2 国債保有構造の推移 (比率)

単位：%

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
金融機関	85.3	86.1	85.1	82.0	80.3	77.4	75.0	73.8
中央銀行	15.0	15.7	14.7	14.6	14.0	11.2	9.8	9.5
公的部門	34.5	35.3	35.3	33.1	33.5	33.2	34.8	2.5
民間部門	35.8	35.1	35.0	34.4	32.8	33.0	30.5	46.4
非金融法人企業	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
一般政府	5.7	6.8	8.0	9.0	9.5	10.3	11.0	11.3
社会保障基金	5.7	6.7	7.9	9.0	9.4	9.9	10.9	11.2
家計	2.5	2.4	2.4	3.2	4.0	4.8	5.3	5.3
対家計民間非営利団体	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.6	1.9	1.9
海外	4.8	3.2	3.0	4.1	4.7	5.5	6.4	7.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

金融緩和政策が採用された二〇〇一年の第4四半期では六七兆円となり、二〇〇五年第4四半期には九三・九兆円にまで増加している。ところが、この時点をピークに、その後は減少を続け、二〇〇七年第4四半期には六五兆円にまで縮小した。保有比率も、以前の約一五％から九・五％にまで縮小している。一般常識では、日本銀行の国債買いオペが継続している、従って日銀保有の国債も増加している、このように理解されている。ところが、現実には、日本銀行の国債買いオペ額は減額されていないにもかかわらず、日本銀行の保有する国債は減少しているのである。

家計部門についてはどうかであろうか。資金循環統計でみる限り、これまで家計部門の国債保有比率は僅かであった。図表2でみるように、二〇〇四年第4四半期まで三％を超えることはなかった。ところが、この時点から徐々に保有比率は上昇する。二〇〇一年第4四半期の二・五％から二〇〇七年第4四半期には五・三％と倍増しているのである。個人部門の国債保有は、近年、急速に増加し始めた、と言う事ができよう。

海外部門については、諸外国と比較して、日本国債の保有比率は少ないと言わねばならない。図表2の海外部門の保有比率をみると、二〇〇一年第4四半期の四・八％から二〇〇三年第4四半期には三％に減少し、保有額も二一・五兆円から一六・七兆円にまで減額している。ところが、二〇〇四年第4四半期から増加基調に転化し、二〇〇七年第4四半期には七・三％、保有額は約五〇兆円になり、二〇〇四年第4四半期の約二倍に増加したのである。現状の推移をみる限り、海外部門の保有は増加基調に変化したのである。

以上にみてきたように、今日、日本の国債保有構造は従来とは異なる変化が生じている。では、なぜ、このような変化が生じたのであろうか。各部門の変化を、いまま少し詳しく検討してみたい。

2 激減した公的部門の国債保有と問題点

公的部門の国債保有は、前述したように、二〇〇七年第4四半期から激減した。激減したのは、郵政民営化によって、日本銀行の資金循環統計の部門分類が変更されたからである。すなわち、郵貯や簡保が公的金融機関から民間金融機関へ分類変更されたからである。二〇〇八年三月一四日、日本銀行はHPで「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱い（予定）」を公表し、次のように予告した。

「二〇〇七年一〇月のゆうちょ銀行、かんぽ生命保険の業務開始等に伴う資金循環統計上の分類部門は、以下の通りとなります（二〇〇八年三月二一日公表予定分から予定）。

二〇〇七年第4四半期以降、郵便貯金（金融機関のうち預金取扱機関の内訳）部門は計数の計上を取り止め、中小企業金融機関等（金融機関のうち預金取扱機関のうち銀行等の内訳）にゆうちょ銀行が加算されます。また、二〇〇七年第4四半期以降、民間生命保険会社（金融機関のうち保険・年基金うち保険うち生命保険の内訳）部門は計数の計上を取りやめます（二〇〇七年第3四半期までは、生命保険と民間生命保険の差額が簡易保険の計数として算出できました）」

三月一四日に引き続き、三月二一日に改めて「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱いおよび資金循環統計の遡及改定について」をHPに掲載し、部門分類を図表3のように改定することになった。

郵政民営化によって郵貯や簡保の分類が変更されると、金融機関の国債保有構造は激変する。公的金融機関の国債保有が減少し、民間金融機関の保有が増加する。図表4は、この間の変化を示したものであり、二〇〇七年第3四半期の銀行等は九〇兆円だったが、二〇〇七年第4四半期には二三八・九兆円となっている。銀行等の内訳に中小金融機関等があり、この部門の国債保有は二〇〇七年第3四半期には一九・二兆円だったが、二〇〇七

年第4四半期には一七
一・六兆円に激増してい
る。うち銀行の保有
する国債は中小金融機
関等に分類変更されたか
らである。これまで日本
の特徴とされてきた公的
部門による高い国債保有
率は、郵政民営化によっ
て激減したのである。

公的部門による国債保
有については、従来、
様々の論点があったと思
われる。まず、アメリカ
と対比して、日本の公的
部門の保有比率は圧倒的
に高いとする議論であ
る。例えば「わが国の国

図表3 郵貯と簡保の部門分類の変更

2007年第3四半期以前	2007年第4四半期以降
金融機関／預金取扱機関／郵便貯金 日本郵政公社郵便貯金業務	金融機関／預金取扱機関／銀行等／中小企業金融機関等 株式会社ゆうちょ銀行 (独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険 管理機構・郵便貯金勘定を統合)
金融機関／保険・年金基金／保険／生命保険 日本郵政公社簡易生命保険業務	金融機関／保険・年金基金／保険／生命保険 株式会社かんぽ生命保険 (独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険 管理機構・簡易生命保険勘定を統合)
非金融法人企業／公的非金融企業 日本郵政公社郵便業務	非金融法人企業／公的非金融企業 郵便事業株式会社 郵便局株式会社
一般政府／中央政府 日本郵政株式会社	日本郵政株式会社

(出所)「ゆうちょ銀行の資金循環統計上の取扱および資金循環統計の週及改定について」 2008年
3月21日 日本銀行調査統計局

図表4 民間金融機関の国債保有額の推移

単位：億円

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
民間部門	1,619,665	1,827,352	1,945,689	2,128,589	2,201,558	2,223,480	2,054,082	3,177,156
銀行等	795,802	922,601	1,053,809	1,087,065	1,140,191	1,105,149	901,362	2,389,913
国内銀行	465,656	576,303	593,400	630,605	631,591	597,287	459,526	435,950
合同信託運用	1,377	199	607	216	117	1,274	2,749	813
生・損保・共済	392,374	438,947	461,395	537,359	581,852	604,821	617,100	207,821
民間生命保険	242,233	267,373	275,347	334,673	373,670	396,043	412,357	
民間損害保険	18,401	25,657	29,879	37,012	40,869	41,590	42,503	43,600
共済保険	131,740	145,917	156,169	165,674	167,313	167,188	162,240	164,221
年金基金	196,526	197,670	175,459	189,342	225,240	250,611	267,403	268,599
その他金融仲介機関	227,495	264,511	249,962	312,128	248,564	246,927	251,895	297,117
非仲介型金融機関	6,091	3,424	4,457	2,479	5,594	14,698	13,573	12,893

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

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。政府部門の比重が高いアメリカでも一三・五％であるが、日本は実に四一・一％である」と言った分析である。だが、アメリカの保有構造と対比する場合、市場性国債と非市場性国債の二つをみる必要がある。非市場性国債の発行額は市場性国債の発行額に匹敵するが、国債保有構造が公表されているのは市場性国債だけである。非市場性国債の保有構造は不明だが、非市場性国債の保有者は大部分が公的部門である。⁽¹⁾ 国債保有構造の日米比較では、アメリカの市場性国債だけを取り上げ、非市場性国債については捨象されている。従って、国債保有構造の日米比較において、世上に言われるほど日本の公的部門の保有が高いわけではない。

また、公的部門に中央銀行を含めて議論される場合がある。「中央銀行は政府の銀行だから、中央銀行の国債保有は公的部門に含める」という議論である。なるほど、中央銀行は政府の銀行であるが、両者を同一に扱うと、財政政策と金融政策の担い手を同一視することになる。中央銀行と政府の国債保有目的は異なる性質のものであるから、両者は区別されるべきであろう。公的部門から中央銀行の保有分を差し引くと、日本の公的保有は更に少なくなる。

郵政民営化によって公的部門の国債保有は減少した。しかしながら、社会保障基金（一般政府部門）の保有額は一貫して増加を続け、二〇〇一年第4四半期には二五・七兆円であったが、二〇〇七年第4四半期では七六・三兆円に激増している。公的部門による国債保有の問題点は、社会保障基金による国債保有の増加に特段の注意を払うべきである。社会保障基金の中心は公的年金である。⁽²⁾ この公的年金は市場性の国債で運用されている点である。諸外国の公的年金は、金利変動リスクを回避するため、非市場性国債で運用されている。⁽³⁾ 日本では非市場性国債も発行されているが、この国債は個人向けに限定されている。今日の国債金利は史上空前の低金利であり、

次にみるように、長期金利は日本銀行の買いオペによって支えられていると言っても過言ではない。繰り返すが、公的部門の国債保有の最大の問題点は、公的年金による国債保有が増加を続け、かつ、市場性国債で運用されているため金利リスクにさらされている、と言う点にある。

3 国債の買いオペの継続と日銀保有国債の減少

二〇〇一年三月、日本の金融政策はゼロ金利政策から量的金融緩和政策へ転換した。そして、量的金融緩和政策を進めるため、日本銀行は国債買いオペ額を増額した。国債買いオペ額は、当初、月間四〇〇〇億円であったが、二〇〇一年八月には四〇〇〇億円から六〇〇〇億円に、同年八月には六〇〇〇億円から八〇〇〇億円と増額され、図表5でみるように、二〇〇二年一月には月間の国債買いオペ額は一兆二〇〇〇億円にまで増額された。量的金融緩和政策は二〇〇六年三月に解除され、続いて二〇〇六年七月にはゼロ金利政策も解除され、金利正常化の局面を迎える事になった。ところが、量的金融緩和政策が解除されても、国債買いオペ額は変わることなく、今日まで年間一四兆四〇〇〇億円の国債が買いオペによって日銀に吸収されているのである。

日本銀行は金融緩和を維持するため買いオペを続け、国債売りオペは行っていない。年間一四兆四〇〇〇億円の国債の買いオペを続ければ、日銀保有の国債は増加していくはずである。事実、図表6でみるように、日銀の国債保有額は、二〇〇一

図表5 日本銀行の国債買いオペ額の推移（月額）

国債買いオペ額増額時点	国債買いオペ額の増額(月額)
2001年 2月	4,000億円
8月	4,000億円→6,000億円
12月	6,000億円→8,000億円
2002年 2月	6,000億円→1兆円
10月	1兆円→1兆2,000億円
2006年 3月(量的金融緩和政策の解除)	同上
2006年 7月(政策金利の引上)以降今日まで	同上

(注) 2001年 3月 ゼロ金利政策から量的金融緩和政策への転換

年第1四半期の四三・五兆円から二〇〇五年第4四半期には九三・九兆円にまで増加している。国債発行残高に占める日銀の保有比率も二〇〇一年から二〇〇二年第4四半期には一五・七％となり、その後も一四％から一五％の水準を維持している。こうした事実を捉

えて、国債買いオペの継続によって日銀保有国債は増加を続けている、と議論されているのである。

ところが、図表6で日銀保有国債の推移を辿ると、保有額は二〇〇五年第4四半期をピークにして、以後、保有額は減少を続け、直近の二〇〇七年第4四半期では六五兆円にまで減少した。また、日銀の国債保有比率をみると、保有額の減少と照応して、直近では九・五％にまで減少しているのである。日銀保有の国債は増加しているのではなく、減少を続けているのである。

では、なぜ、日銀保有国債は減少を続けているのであろうか。国債買いオペ額は以前と同じ額であるにもかかわらず、

図表6 日本銀行の保有する国債の推移

単位：億円、%

	保有額(A)	国債発行残高(B)	日銀国債保有比率A/B
2001/1Q	476,995	4,088,614	11.7
2001/2Q	595,807	4,252,101	14.0
2001/3Q	654,604	4,371,346	15.0
2001/4Q	677,711	4,519,358	15.0
2002/1Q	698,767	4,690,954	14.9
2002/2Q	735,325	4,877,898	15.1
2002/3Q	786,639	5,046,436	15.6
2002/4Q	816,184	5,200,927	15.7
2003/1Q	811,220	5,385,847	15.1
2003/2Q	799,142	5,459,362	14.6
2003/3Q	780,906	5,436,046	14.4
2003/4Q	817,573	5,555,689	14.7
2004/1Q	840,978	5,698,278	14.8
2004/2Q	832,716	5,758,709	14.5
2004/3Q	880,609	5,992,467	14.7
2004/4Q	903,233	6,188,623	14.6
2005/1Q	920,879	6,423,597	14.3
2005/2Q	949,664	6,613,013	14.4
2005/3Q	927,456	6,590,722	14.1
2005/4Q	939,786	6,721,440	14.0
2006/1Q	866,971	6,669,668	13.0
2006/2Q	791,741	6,590,152	12.0
2006/3Q	770,300	6,750,002	11.4
2006/4Q	755,147	6,746,094	11.2
2007/1Q	710,240	6,734,784	10.5
2007/2Q	664,752	6,618,921	10.0
2007/3Q	657,599	6,734,172	9.8
2007/4Q	650,751	6,843,258	9.5

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

わらず、なぜ、こうした変化が生じているのだろうか。

この秘密を解く鍵は、日銀借換方式の変更にある。満期の到来した日銀保有国債は、一九九八年までは、通常の借換方式によって借換られてきた。すなわち、長期国債は長期国債で、満期構成に対応して借換られてきたのである。ところが、日銀保有国債の借換方式が変更され、一九九九年から長期国債は短期国債で借換られることになった。借換られた短期国債が満期を迎えると、償還の都度、現金償還か、それとも短期国債による借換か、日本銀行の資産状況に照らして決定された。そして、二〇〇二年以降、短期国債については全額が現金償還されることになったのである。⁽⁴⁾

長期国債が短期国債で借換られ、さらに、満期が到来した短期国債は全額が現金償還されることになれば、日銀保有の長期国債は次第に減少していくことになる。例えば国債買いオペが全て長期国債であっても、満期到来の長期国債額が買い入れ額を上回っていれば、次第に保有額は減少していく。満期を迎えた長期国債は短期国債で借換られ、更に、買いオペによって吸収された短期国債も満期到来と共に現金償還されるのであるから、日銀保有国債は減少を続ける事になったと推測できる。

現金償還される国債が国債買いオペ額を上回っても、日銀国債買いオペが長期金利に与える影響には変わりない。買いオペの対象となるのは、新規に発行される国債の比重が高い、と推測できるからである。推測の根拠は、次の点にある。二〇〇二年一月から、国債の買い入れオペ対象銘柄を拡大し、直近発行二銘柄を除いて、国債買いオペの対象となった。従来は発行後一年を経過した国債に限定されていたが、オペ種が不足して新規発行の国債もオペ対象に拡大されたからである。長期金利の指標は、新規に発行される長期国債の利回りである。日本銀行が新規発行の国債を買い続ける限り、新規発行の国債利回りに決定的な影響を与えることができるだろう。

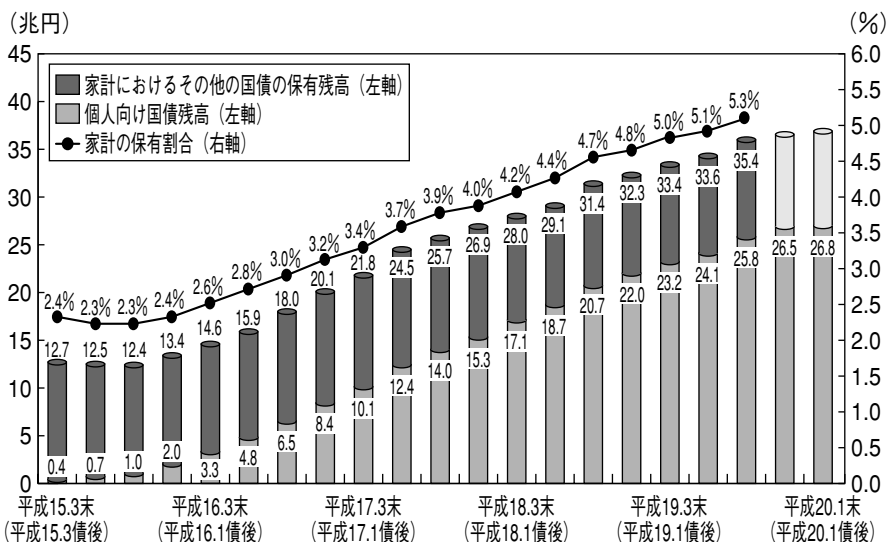
4 個人の国債保有の増加と郵貯民営化

前掲図表1、2でみたように、資金循環統計でみる個人の国債保有は増加している。二〇〇一年第四四半期と二〇〇七年第四四半期を比較すると、保有額は一・四兆円から三五・九兆円に増加し、保有比率も二・五％から五・三％と増加を続けている。

資金循環統計上、国債の個人保有が増加した理由は、まず、個人向け国債が発行されたことによる。図表7をみると、個人が保有する国債は個人向け国債が圧倒的で、個人向け国債の保有増大によって、国債の個人保有が増加していることがわかる。

個人向け国債の商品構成をみると、一〇年変動利付債と五年固定利付債があり、購入単位は一万円以上となっている。中途換金は、一〇年変動利付債の場合は、発行後一年経過すれば何時でも国の買い取りによる換金が可能である。ただし、直前二回分の各利子相当額の八割が差し引かれる。五年固定利付債の場合は、発行後二年経過すれば何時でも国の買い取りによる中

図表7 個人の国債保有額の推移



(注) 平成20.1現在の個人向け国債の残高は、これまでの発行累計額約29.2兆円から、中途換金により国が買い取った個人向け国債を消却した金額約2.5兆円を差し引いた金額。

(出所) 債務管理レポート2008年

途換金が可能である。ただし、四回分の各利子相当額の八割が差し引かれる。

個人の国債保有については、公的部門の国債保有と同様、様々の論点がある。これまで、個人の国債保有は、資金循環統計の上では、諸外国と比べて著しく低い水準であった。近年になって個人保有が増加しているが、なお、低い水準にある。ところが、統計上は低くても、実際には個人の国債保有は諸外国の並みの高い水準にある、という見方である。財投改革以前は、郵便貯金は資金運用部に全額預託され、資金運用部はこの資金で国債を引受けていたのである。資金運用部による国債引き受けは、形を変えた個人資金による国債消化である。更によえば、定額貯金は郵便貯金の中核となる商品だが、定額貯金の商品構成は個人向け国債と事実上、同じものとみることができるといえる。定額貯金は、半年を経過すれば中途解約が可能であり、金利上昇局面では預け変えが可能であった。つまり、一〇年定額貯金は一〇年変動利付国債と同一の商品構成となっていたのである。財投改革以前は、郵政民営化以前は、郵便貯金は個人の国債保有と同じであり、個人の国債保有は極めて高い水準にあった、という事ができるのである。

財投改革が進展する中で、個人向け国債が登場し、郵政民営化が進む中で個人向け国債の商品構成が改善された。個人向け国債の中途換金計算方法は、平成二〇年四月に国が買い取るものから適用されるようになった。これまで、変動一〇年の場合、直前二回分の利子相当額が、固定五年の場合は四回分の利子相当額が差し引かれていたのである。

郵貯民営化によって定額貯金の商品構成は、銀行などの金融商品と比較すると、以前の有利性が後退している。従って、このところ郵便貯金は激減している。個人の国債保有増加は、郵貯民営化と密接に関連しているものと推測できよう。

4 海外部門の国債保有の特徴

二〇〇一年第4四半期から二〇〇七年第4四半期の間、海外部門の国債保有は他の部門と異なる特徴を示している。まず、二〇〇一年第4四半期から二〇〇三年第4四半期までの間、海外部門の国債保有は減少を続け、保有額では二一兆円から一六兆円に、保有比率では四・八%から三%に減少した。次に、二〇〇四年第4四半期から増加に転じ、二〇〇七年第4四半期までの推移をみると、保有額では二五・六兆円から四九・九兆円に、保有比率では四・一%から七・三%に増加した（前掲図表1、2参照）。特に、直近の一年の増加は著しい。日本国債ニュースレターの最新号では、資金循環統計を図表にしているので、図表8で、この間の推移を確認してほしい。

海外部門の国債保有が二〇〇三年第4四半期まで減少を続けたのは、まず、日本国債の利回りが史上空前の超低利となったことによる。この一〇年以上、世界的に低金利が続いているが、日本の場合は他国と比較にならない以上に例をみない低利国債となっている。従って、海外投資家にとって日本の国債は投資対象ではなかった。さらに、日本国債の格付けが引き下げられ、日本国債の魅力は更に乏しくなった。政府債務の急膨張によって、海外投資家は日本国債をリスクフリーの安全資産とみなさなくなり、海外部門の国債保有は減少していったのである。

二〇〇四年第4四半期から増加に転じるのは、まず、円の国際化及び税制改革である。長らくの間、非居住者の受け取る利付国債の利子は源泉徴収されていた。巨額の債券売買を繰り返す機関投資家にとって国債利子の源泉徴収は、極めて不都合な税制度である。国債利子が年度末に他の所得と合算して課税されるのではなく、源泉徴収されると年度末までの孫利子まで負担することになり、機関投資家による国債投資の大きな障害となる。こ

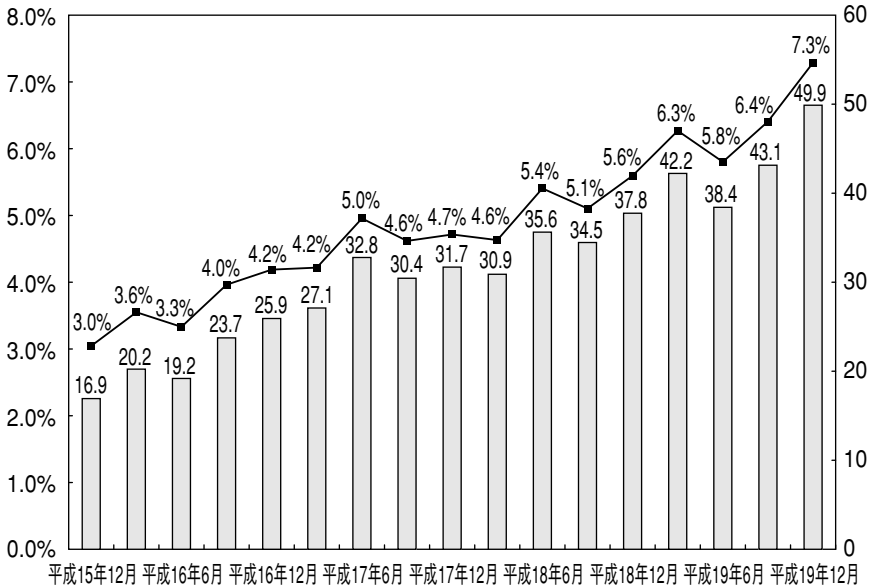
のため、日本の機関投資家に対しては、政府が認可した金融機関に限り租税特別措置法第八条によって、源泉徴収が免除されていたのである。

日本の金融機関の国債投資は源泉徴収が免除されたが、海外の機関投資家は国債利子に源泉徴収された。この差別的な扱いは、円の国際化を阻止するための税制であった、と思われる。巨額の外貨準備を持つ日本には、海外からの資本流入は不必要であり、円の国際化は不必要と考えていたと思われる。

ところが、円の国際化が必要である、と方向転換が行われるようになってきた。一九九九年四月には非居住者の受け取る国債利子は、原則、非課税扱いとなったのである。しかし、この時点では、非居住者の本人確認に複雑な手続きが必要で、日本国債に対する投資誘因とはならなかった。非課税手続きの簡素化は二〇〇五年四月に行われた。非課税手続きの簡素化によって、非居住者は日本の金融機関と同様、非課税法人となり、海外部門の国債投資を阻止

図表8 海外投資家による国債保有推移

(単位：兆円)



(出所) 日本国債ニュースレター 2008年4月号

していた税制上の障害が除去されたのである。

非課税手続きが簡素化されたとはいえ、日本の国債金利は以前と同じく低利水準で推移している。にもかかわらず、この一年近くの間、海外部門の国債投資が急増したのは、ひとつには日本国債の格付けが引上げられ、海外投資家にとって日本国債はリスクの少ない投資対象になった、ということだろう。だが、昨年中頃に発生したサブプライム問題によって、海外部門の投資の質に変化が生じた事の反映と推測することができる。図表8をもう一度みると、昨年六月の海外部門による国債投資額は三八兆四〇〇億円であったが、昨年末時点では四九・九兆円に急増している。

サブプライム問題は解決の道筋さえ現時点では不透明である。今後も長期間にわたってこの問題と悪戦苦闘がつづく。このようにみえてくると、海外部門の国債投資は今後も増加すると予想できるだろう。

注

- (1) 非市場性国債と市場性国債の発行額の対比については、代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』（税務経理協会 二〇〇七年）一六五頁の図表「財政収支と種類別国債発行残高が参考になる」。
- (2) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』二〇〇五年二月 五三頁
- (3) 諸外国の非市場性国債と公的年金運用については、須藤時仁著『国債管理政策の新展開―日米英の制度比較―』日本経済評論社 二〇〇七年 第六章、七章を参照されたい。
- (4) 代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』（税務経理協会 二〇〇七年）七一頁参照

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)