

資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論）

中島 将隆

1 はじめに

去る六月一六日、二〇〇八年第一四半期の資金循環統計が公表された。公表された日銀の資金循環統計をみると、国債保有構造に大きな変化が生じている。前回の証研レポートでは二〇〇七年第四四半期の資金循環統計にみる変化の特徴を検討した。だが、前回のレポートでは筆者の統計処理に誤りがあり、また、分析に不十分な点があった。⁽¹⁾そこで、再度同じ問題を取り上げ、特に前回のレポートの誤りや不十分な箇所重点を置いて、国債保有構造の特徴を再検討していきたい。

従来、日本の国債保有構造の特徴として、次の諸点が指摘されていた。まず、量的金融緩和政策以後、日銀保有国債は増加を続けている、量的金融緩和政策が解除されても日銀の国債買いオペ額は減額されず、月間一兆二〇〇億円、年間にして一四兆四〇〇億円の国債を買い続けている、従って日銀保有国債が増加するのは当然ではないか。次に、公的部門の保有比率が諸外国と比較して著しく高い、特にアメリカと比較して著しく高い、というものである。更に、家計部門と海外部門の国債保有比率は著しく低い。こうした特徴は、長らくの間、日本の国債保有構造の常識として繰り返し指摘されてきたのである。

ところが、この六月に公表された日銀の資金循環統計をみると、常識とは異なり、国債保有構造に大きな変化が生じている。

事実を確認してみよう。図表1は、日銀が資金循環統計を作成する際の分類基準に基づいて作成した四半期別（ストック）の国債保有の推移である。⁽²⁾ 図表2は、図表1の比率である。図表1、図表2から、次の諸点が明らかとなる。

まず、金融機関の保有する国債は一貫して増加基調にあるが、日本銀行の保有する国債は二〇〇五年第4四半期の九三・九兆円をピークにして、以後、保有額は減少を続け、二〇〇八年第1四半期には六三・六兆円となっている。保有比率をみると、二〇〇二年第4四半期は一五・七％に達していたが、以後、保有比率は減少を続け、二〇〇八年第1四半期には九・二％にまで減少している。この間、日銀の国債買いオペ額は二〇〇二年一〇月から月間一兆二〇〇億円となり、以後、買いオペ額に変化はない。量的緩和政策が解除されても国債買いオペは継続している。にもかかわらず、一般的な常識とは異なり、日銀保有国債は減額を続けているのである。

次に、公的部門をみると、図表1では、郵便貯金・公的金融機関・公的非金融法人企業・一般政府が公的部門である（公的部門について詳しくは、後掲図表5で再検討する）。図表1でみる公的部門が保有する国債は、二〇〇七年第4四半期を境に、大きな変化を上げている。すなわち、この時点を境にして、公的部門の保有額は激減しているのである。こうした特徴は図表2の保有比率をみると、より鮮明に理解できる。

家計部門と海外部門についてはどうか。この二つの部門については、この数年、一貫して増加を続けている。家計部門の保有は二〇〇五年第4四半期から増加を続けて二〇〇八年第1四半期には三二・六兆円となった。海外部門は二〇〇六年第4四半期には三七・二兆円になったが、二〇〇七年度には更に増加し、二〇〇八年第1四半期には五〇・二兆円と初めて五〇兆円台になった。保有比率も七・二％となり、保有額・保有比率とも過去最大となったのである。

図表 1 国債保有構造の推移

単位：億円

国債保有主体	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
金融機関	3,856,522	4,477,291	4,725,273	5,077,672	5,394,401	5,218,820	5,060,781	5,139,681
中央銀行	677,711	816,184	817,573	903,233	939,786	755,147	650,751	636,520
預金取扱機関	1,252,301	1,600,997	1,936,528	2,100,457	2,383,976	2,472,128	2,400,885	2,474,513
銀行等	795,802	922,601	1,053,809	1,087,065	1,140,191	1,105,149	2,400,070	2,474,161
国内銀行	465,656	576,303	593,400	630,605	631,591	597,287	450,944	452,809
中小企業金融機関等	115,327	139,615	179,280	183,614	220,277	205,577	1,705,292	1,760,115
郵便貯金	455,122	678,197	882,112	1,013,176	1,243,668	1,365,705	—	—
保険・年金基金	960,734	1,115,083	1,143,253	1,244,378	1,380,282	1,452,910	1,526,702	1,548,017
保険	764,208	917,413	967,794	1,055,036	1,155,042	1,202,299	1,257,559	1,283,585
生命保険	614,067	745,839	781,746	852,350	946,860	993,521	1,049,315	1,075,782
うち民間生命保険	242,233	267,373	275,347	334,673	373,670	396,043	—	—
その他金融仲介機関	959,685	941,603	823,462	827,125	684,763	523,937	469,523	466,819
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,460
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,486
非仲介型金融機関	6,091	3,424	4,457	2,479	5,594	14,698	12,920	13,812
非金融法人企業	27,617	15,355	23,111	22,642	26,794	28,319	28,833	26,943
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	11,146
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	796,271
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	784,927
家計	114,796	126,146	134,381	201,068	268,840	323,468	359,568	362,843
対家計民間非営利団体	44,856	62,385	61,686	71,778	82,038	106,715	119,632	124,947
海外	215,945	168,029	166,957	256,649	313,234	372,896	479,208	502,205
合計	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,823,624	6,952,890

図表 2 国債保有構造の推移（比率）

単位：%

国債保有主体	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
金融機関	85.3	86.1	85.1	82.0	80.3	77.4	74.2	73.9
中央銀行	15.0	15.7	14.7	14.6	14.0	11.2	9.5	9.2
預金取扱機関	27.7	30.8	34.9	33.9	35.5	36.6	35.2	35.6
銀行等	17.6	17.7	19.0	17.6	17.0	16.4	35.2	35.6
国内銀行	10.3	11.1	10.7	10.2	9.4	8.9	6.6	6.5
中小企業金融機関等	2.6	2.7	3.2	3.0	3.3	3.0	25.0	25.3
郵便貯金	10.1	13.0	15.9	16.4	18.5	20.2	—	—
保険・年金基金	21.3	21.4	20.6	20.1	20.5	21.5	22.4	22.3
保険	16.9	17.6	17.4	17.0	17.2	17.8	18.4	18.5
生命保険	13.6	14.3	14.1	13.8	14.1	14.7	15.4	15.5
うち民間生命保険	5.4	5.1	5.0	5.4	5.6	5.9	—	—
その他金融仲介機関	21.2	18.1	14.8	13.4	10.2	7.8	6.9	6.7
公的金融機関	16.2	13.0	10.3	8.3	6.5	4.1	2.5	1.7
財政融資資金	16.1	12.7	10.0	8.1	6.4	4.0	2.4	1.6
政府系金融機関	0.1	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
非仲介型金融機関	0.1	0.1	0.1	—	0.1	0.2	0.2	0.2
非金融法人企業	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
公的非金融法人企業	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
一般政府	5.7	6.8	8.0	9.0	9.5	10.3	11.4	11.5
社会保障基金	5.7	6.7	7.9	9.0	9.4	9.9	11.2	11.3
家計	2.5	2.4	2.4	3.2	4.0	4.8	5.3	5.2
対家計民間非営利団体	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.6	1.8	1.8
海外	4.8	3.2	3.0	4.1	4.7	5.5	7.0	7.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

日銀の資金循環統計を見る限り、今日、日本の国債保有構造は大きな変化をとげている、と言わねばならない。なぜ、こうした変化が生じたのか、特に中央銀行と公的部門に焦点を充て検討してみたい。

2 なぜ日銀保有国債は減少しているのだろうか

(1) 日銀保有国債の借換方式の変更

日銀保有国債が減少している最大の要因は、国債借換方式の変更である。日銀保有国債の借換方式は、一九九九年度までは、満期を迎えた長期国債は長期国債で借換られていた。ところが、一九九九年三月、日銀政策委員会は、「償還期限の到来する本行保有国債（政府短期証券を除く）について、借換のための引受を行う場合には、予め年度ごとに当委員会の決定を行うものとする³⁾」と定めた。この決定により、日銀保有国債の借換方式は従来³⁾の自動借換方式が変更され、毎年、日銀政策委員会で借換方式を検討することになったのである。

図表3は二〇〇〇年度以降の借換方式の推移を一覧したものである。まず、借換の対象となる国債は利付国債である。次に、借換方式は、全て、短期国債である。満期到来の利付国債は全て短期国債で借換られるのである。次に、借換方式は、全て、短期国債である。満期到来の利付国債は全て短期国債で借換られるのである。

利付国債は短期国債で借換られるが、その短期国債の扱いについては、例えば今年度の場合には次のように定められている。「償還期限到来国債のうち、平成一九度中に借換引受を行った割引短期国債については、本行資産状況に照らし支障が無いと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換引受を行う」、つまり、満期到来の短期国債は日銀の資産状況に応じて、借換もしくは現金償還を選択する、というものである。そして、その選択は日銀総裁が決定することになっている。図表3でみるように、毎年、これとほぼ同じ方式によって借換られ

図表3 日銀保有の償還期限到来国債の借換方式

満期到来年度	利付国債(額面)	借換方式など
平成20	9兆6,223億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち、前年度(平成19年度)中に借換引受を行った割引短期国債については、本行資産状況に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換引受を行う ・上記の借換引受の可否については総裁が決定
19	9兆6,559億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
18	16兆5,573億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
17	15兆6,339億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち平成16年度中に借換引受を行った割引短期国債については <ol style="list-style-type: none"> ①国債整理基金が行う買入消却に応じたことにより借換引受を行った割引短期国債については、割引短期国債をもって、その額面総額金額の借換引受を行うこと ②上記以外の割引短期国債のうち、その額面総額の2分の1については、割引短期国債をもって、借換引受を行うこと ③上記以外の割引短期国債のうち、その額面総額の2分の1については、本行資産の状況等に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって借換引受を行い得る ④上記の借換引受の可否については総裁が決定
16	12兆8,192億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・償還期限到来国債のうち、前年度(平成15年度)中に利付国債または割引短期国債の借換のために引受けた、または引受ける割引短期国債については、本行資産の状況に照らし支障がないと認められる場合には、割引短期国債をもって、借換のための引受を行う ・上記の借換引受の可否については総裁が決定
15	6兆4,418億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
14	3兆3,704億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
13	4兆189億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上
12	2兆3,589億円	<ul style="list-style-type: none"> ・割引短期国債をもって借換引受を行う ・以下、同上

(出所) 日本銀行「対政府取引に関する業務」HPより作成。但し、平成13年度および12年度については、「業務概況書」より作成

ているのである。

短期国債の償還が現金か借換か、その内訳は明らかではない。しかし、「日本銀行の政策・業務とバランスシート」（日銀企画室）によると、この間の経緯を次のように紹介している。「最近の実績をみると、日本銀行がオペにより取得した長期国債の償還期限到来分については、一九九八年度までは、再度、長期国債により借り換え引き受けを行っていたが、一九九九年度以降はこれに代えて一年物TBを引き受けている。こうして引受けたTBの償還期限が到来した場合の取扱については、日本銀行の資産状況に照らして、償還の都度、現金償還を受けるか再びTBを引き受けるかを判断することとしている」として、脚注において、二〇〇二年度以降は全額現金償還を受けている、と述べている。また、短期国債買入オペで買入れたTBについては、一九九九年度の買入開始以来、現金償還を受けている、と述べている。⁽⁴⁾

こうした著述を見る限り、満期到来の短期国債はほぼ全額が現金償還されている、と推測できる。図表3の満期到来国債の合計は八〇兆四七八六億円となるから、約八〇兆円の利付国債が現金償還を受けたことになる。この部分、日銀保有の国債が減少したことになるのである。近年における日銀保有国債が減少した最大の要因は、借換方式の変更によるもの、ということができよう。

(2) 国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却

日銀保有国債が減額したもうひとつの要因は、国債整理基金や財政融資資金特別会計が行う国債買入売却である。この買入売却に対して日銀はこれに応じ、保有国債を借換引受を行うことなく、売却に応じている点である。

国債整理基金等が国債買入償却を行っているのは、いわゆる二〇〇八年問題に対処するためであった。二〇〇八年に一〇年利付債の大量償還を迎えるので、償還額を平準化するため買入償却を行っていたのである。日本銀行は、国債整理基金等が行う買入償却に対して、政府の要請に応じて、保有国債の売却に応じることにした。

図表4は、国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却額の推移である。二〇〇四年から二〇〇八年までの間、普通国債一〇兆七〇〇〇億円、財投債一〇〇〇億円、合計一〇兆八〇〇億円を上限として買入償却に応じている。買入償却に応じた額だけ、日銀保有国債は減額したことになる。

前述した満期到来の長期国債が約八〇兆円、買入償却に応じた国債が一〇・八兆円、合計すると約九〇兆円強に達する。今年度分については、年度末まで確定しないが、政策委員会の決定通り借り換えと

図表4 国債整理基金等が行う国債買入償却に対する日銀保有国債の売却

平成年度	普通国債売却上限	財投債売却上限	備 考
20年	3兆4,000億円	1,000億円	・普通国債：平成22年度以降に償還期限の来る利付国債 ・財投債：平成22年度中、平成26年度中または平成27年度中に償還期限の到来する利付国債
19年	—	—	政府からの要請無し
18年	5兆5,000億円	—	・平成19年度および平成20年度中に償還期限の到来する利付国債 ・平成17年12月20日の政策委員会決定
17年	1兆4,000億円	—	・平成18年度および平成19年度中に償還期限の到来する利付国債 ・平成17年12月20日の日銀政策委員会決定
16年	4,000億円	—	・平成20年度中に満期期限の到来する10年および20年利付国債 ・買入償却に応じた場合には、割引短期国債をもって借換のための引受を行う

(出所) 日本銀行「対政府取引に関する業務」ホームページより作成

売却が行われれば、日銀保有国債は来年度には累計で約九〇兆円減額されることになる。日銀の国債買いオペ額は減少しないにもかかわらず、保有国債の減額が続いているのは、以上にみてきたように、長期国債が短期国債で借換られ、かつ、短期国債は現金償還されていること、国債整理基金等の行う国債買入消却に対して日銀が保有国債を売却しているからであった。

(3) インプリケーション

以上に見てきた変化の意味を考えてみたい。まず、日銀保有国債の満期構成については、他国の中央銀行と比較して、年限別の偏りがあるとの指摘されている。偏りがあるとするれば、一九九八年までの国債発行と借換方式に原因があるわけで、現在は正常化の過程ということになる。次に、日銀保有国債に年限別の偏りがあっても、保有国債の減額を続けていくことは重要な課題である。仮に満期到来の長期国債を短期債で借り換え、短期国債を現金償還しなければ、日銀保有国債は拡大の一途を辿る。借換方式の変更がなければ、日銀が国債発行の受け皿になっているとの批判が高まるだろう。

重要と思われる点は、日銀保有国債の減額が続いても、国債買いオペの継続によって、国債相場を低利に誘導できることに変わりない。長期金利の指標は一〇年国債の応募者利回りであり、国債買いオペ額に変化がない限り、日銀は長期金利形成に大きな影響力を与えることができる。日銀の金融政策はインフレ対策と低金利政策の維持という困難な舵取りを要求されているが、国債の金利負担軽減という一事を取り上げても、長期金利の上昇は避けて通らねばならない。国債金利が上昇すれば国債費が急膨張し、財政危機が一挙に顕在化するからである。現局面では、国債買いオペを継続していくことが必要な課題となっていると思う。

3 激減した公的部門の国債保有と問題点

(1) 資金循環統計の公的部門

図表1から、公的部門の国債保有が激減している点が容易に推定できた。そこで、日銀の資金循環統計では公的部門をどのように分類しているか、いま一度、確認してみる。公的機関の分類基準について、日銀『資金循環統計の解説』では次のように述べられている。

「公的機関については、一般政府のほか、公的非金融法人企業、公的金融機関といった部門を設定している。公的機関であるかどうかという基準について、必ずしも確立した社会的通念があるわけではないが、わが国の場合、非常に多くの特殊法人や独立行政法人が存在することから、それぞれがどこに分類されるかについて、ある程度明確な基準が必要である。この点について、資金循環統計は、わが国の国民経済計算と整合的となるよう同一の基準を用いている。なお、機関によっては、勘定単位毎に分類する部門が異なる「勘定分離」の考え方を採用している。

「公的機関に関する分類基準」

資金循環統計と国民経済計算は、次のような同一の基準で分類しており、公的機関の対象範囲と部門は国民経済計算と一致している。

(a) 市場で取引されるような財・サービスの生産を行わない機関を、中央政府や社会保障基金に分類する。

(b) 一方、市場で取引されるような財・サービスの生産を行っているが、政府が出資ないし株式の過半数を保有し、かつ政府が法人の経営方針の決定や任命権を保有し、政府の代行業務を行う期間を公的機

関とする（それ以外は民間の機関）。

(c) さらに、公的機関のうち、総資産に占める金融資産の割合が極めて大きい機関（九〇%以上が目安）を公的機関と分類し、それ以外を公的非金融法人とする。⁽⁵⁾

こうした分類基準に基づく公的機関は、具体的には、資金循環統計では次の部門である。⁽⁶⁾

① 公的金融機関

公的金融機関・財政融資資金＋政府系金融機関（郵貯、簡保はこの分類に含まれない）

郵便貯金（預金取扱機関に分類）

簡易保険（分類なし。算出方法Ⅱ生命保険―民間生命保険）

② 公的非金融法人企業

③ 一般政府

中央政府

地方公共団体

社会保険基金

うち公的年金

以上にみた分類基準による公的部門の国債保有は如何なる推移を辿っているか、次にみていくことにする。

(2) 資金循環表にみる公的部門の激減

図表5は前述の分類基準に基づく公的部門の国債保有の推移である。公的部門の国債保有比率は、二二〇〇七年

第4四半期までは、四〇%以上の高い比率であった。ところが、二〇〇七年第4四半期には一四・一%となり、二〇〇八年第1四半期には一三%に激減している。公的部門の国債保有比率は、今日、激減しているのである。

この間の経緯をたどると、二〇〇七年第4四半期までについては公的部門の保有比率は四〇%強と非常に高い比率であったが、すでに内訳には大きな変化がみられる。すなわち、財政融資資金の保有額は激減し、激減した部分を郵便貯金・簡易保険・社会保障基金が埋め合わせているのである。この変化は、まず、財投改革によって二〇〇一年から財政投融資資金による国債引受がなくなったからである。次いで、経過措置として郵便貯金・簡易保険・社会保障基金が、従来の財政融資資金に引受分を代位しているのである。経過措置としての郵便貯金・簡易保険による国債引受は二〇〇七年までであった。

では、二〇〇七年以後、何故、公的部門の保有が激減するのだろうか。いままし、詳しく検討していく。

(3) なぜ公的部門が激減したか

財政融資資金による国債引受がなくなっても、郵便貯金・簡易保

図表5 公的部門の国債保有

単位：億円、%

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q
公的金融機関	1,559,146	1,833,755	1,962,011	2,045,850	2,253,057	2,240,193	171,969	115,460
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,460
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,486
郵便貯金	455,122	678,197	882,112	1,013,176	1,243,668	1,365,705	-	-
簡易保険	371,834	478,466	506,399	517,677	573,190	597,478	-	-
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	11,146
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	796,271
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	784,927
公的部門の国債保有合計	1,821,860	2,188,812	2,410,579	2,608,748	2,895,745	2,944,257	958,753	922,877
国債発行残高	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,823,624	6,952,890
公的部門の国債保有比率	40.3	42.1	43.4	42.2	43.1	43.6	14.1	13.3

除・社会保障基金で、この部分を補填してきた。社会保障基金の国債保有額は一貫して増加しているが、郵便貯金・簡易保険の国債保有は、二〇〇七年第4四半期からゼロとなっている。その結果、公的部門の国債保有は激減することになる。

では、なぜ、郵便貯金と簡易保険の国債保有がゼロになったのだろうか。前回レポートの繰り返しになるが、郵政民営化によって、日銀資金循環統計の分類が変更されたからである。すなわち、郵便貯金や簡易保険が公的金融機関から民間金融機関に変更されたからである。二〇〇八年三月一日、日本銀行はホームページで「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱い（予定）について」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に伴う資金循環統計上の分類は、以下の通りとなります（二〇〇八年三月二一日公表分から予定）。

——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）にゆうちょ銀行の計数が加算されます。また、二〇〇七年第4四半期以降、民間生命保険会社（金融機関うち保険・年金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止めます（二〇〇七年第3四半期までは、生命保険と民間生命保険会社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、三月二二日に改めて「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」をホームページに掲載し、部門分類を図表6のように改定することになった。

郵政民営化によって郵便貯金や簡易保険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。前掲図表1でみたように、二〇〇六年第4四半期の中小金融機関等の国債保有額は二〇・五兆円であったが、二〇〇七

年第4四半期に一七〇兆円に激増している。同様に、簡易保険と民間保険の区別が消滅することにより、生命保険の国債保有額も増額するのである。そして、資金循環統計上の公的部門の国債保有額は激減するのであった。

さらに、財政融資資金による国債保有も減少を続けている。二〇〇一年第4四半期には七二・六兆円に達していたが、財投改革によって財政融資資金による国債引受はなくなり、二〇〇八年第1四半期には一〇・八兆円にまで縮小する。この間、郵便貯金や簡易保険、社会保障基金によってカバーされてきたが、郵政民営化によって今や社会保障基金のみとなった。

(4) 公的部門保有の問題点

郵政民営化によって資金循環統計上の取扱が変更された。だが、郵政民営化は二〇〇七年一〇月にスタートしたものの、完全民営化は平成二九年度まで待たねばならない。従ってこの間、ゆうちょ銀行は完全な民間銀行ではない。このため、図表6の脚注では、「上記表内の法人は全て従来どおり公的部門に分類」と記されている。完全民営化は将来のことであるから、図表6

図表6 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

(注) 上記表内の法人は全て従来どおり公的部門に分類
(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遡及改定について」 2008年3月21日 日本銀行調査統計局

の注記は、その間、公的部門に分類するということだろうか。とはいえ、郵政民営化がスタートしたのだから、従来のように政府の要求による国債保有は考えられない。公的部門の国債保有構造に大きな変化が生じたことに間違いはない。

国債の公的保有に関する問題は、郵政民営化の問題にとどまらない。冒頭で触れたことだが、従来、対米比較で日本の公的部門の国債保有比率が非常に高い、これが通説であった。通説の問題点は、市場性国債だけを取り上げ非市場性国債の保有構造を問題にしないことである。米国の国債発行の内訳をみると、非市場性国債の発行額は市場性国債の発行額に匹敵している。ところが、公表される保有者分類は市場性国債だけであり、非市場性国債の保有については断片的な情報しかない。断片的な情報をつなぎ合わせると、非市場性国債の大部分は公的部門の保有となっている。従って、日本だけが突出して公的部門の保有比率が高かったわけではないのである。

また、中央銀行を公的部門として扱う論者もいる。中央銀行は政府の銀行という側面をもつから、公的部門とされる。この議論の念頭には、日本銀行が戦時国債を引受けた歴史を思い浮かべているのだろうか。だが、本来、中央銀行と政府の国債保有の目的は全く異なる。中央銀行は銀行の銀行であり、金融政策の担い手である。中央銀行は公的部門でもなければ民間部門でもない、独立した部門と考えるべきであろう。

公的部門による国債保有の問題点は、日本の場合、社会保障基金（公的年金）の国債保有が激増している点にあると思う。そして、公的年金が市場性国債で運用されている点にある。諸外国における公的年金の運用をみると、圧倒的部分が金利変動リスクを避けるため非市場性国債で運用されている。こうした現状に対して、「公的年金資金は非市場性国債や物価連動国債で運用すべき」という提案がなされている。⁽⁷⁾ 傾聴すべき提案だと思う。

4 家計部門と海外部門の国債保有の増加

家計部門も海外部門も、前掲図表1でみたように、国債保有が増加している。この両部門については前回レポートに加筆修正する所は少ないが、次の点を付け加えておきたい。

家計部門については、個人向け国債が家計部門の保有増大の大きな要因であるが、昨年一〇月からスタートした国債新型窓販の増加が個人消化の拡大に寄与している点である。図表7は個人向け国債と新型窓口販売方式の国債を比較したものである。新型窓販は、機関投資家が取引する債券市場で流通する国債を、個人投資家の募集に応じて発行する制度で、三年債、五年債、一〇年債があり、毎月発行される。中途換金の場合、個人向け国債と異なり元本保証されない。その代わり、利率が高く満期まで保有すれば銀行定期預金より遥かに有利である。そのため、六月債の発行総額は前月より五三%増加している。⁽⁸⁾個人向け国債については、悪評だった中途換金調整額を本年四月一五日以降、二割に減額したのも、個人保有拡大をもたらししていると思われる。

海外部門については、この三月時点で国債保有額は五〇兆円を超え前年比で二〇%の増加となった。⁽⁹⁾前掲図表2でみたように、保有比率は二〇〇六年第4四半期が五・五%、二〇〇七年第4四半期七%、二〇〇八年第1四半期が七・二%と増加を続けている。増加の背景にはサブプライム問題による投資の質の変化によるところが大きいと考えられる。

謝辞…本稿の図表3・4の作成に際しては、日本銀行企画局の藤田研二氏からご教示を得た。記してお礼を申し上げます。

図表7 新型窓口販売方式の国債と個人向け国債の比較

		国債 JAPANESE GOVERNMENT BONDS			個人向け国債 JAPANESE GOVERNMENT BONDS	
		2年固定 ②	5年固定 ⑤	10年固定 ⑩	10年変動 変動⑩	5年固定 固定⑤
購入対象者		制限無し（法人やマンションの管理組合などでも購入できる）			個人に限定	
満期		2年	5年	10年	10年	5年
発行頻度		毎月（年12回）			年4回	
購入単位		最低5万円から5万円単位			最低1万円から1万円単位	
購入限度額		1申込みあたり1億円			上限なし	
利払い		半年毎に年2回				
金利タイプ		固定金利			変動金利*1	固定金利
販売価格		発行毎に財務省で決定			額面金額100円につき100円	
安全性		発行元が日本国政府であり、元本や利子の支払いは日本国政府が責任を持って行います。また、ペーパーレスであるため、偽造・紛失の恐れがなく、元本や利子の受け取りを忘れてしまうことはありませんので非常に安全性が高い金融商品です。				
収益性	購入後市場の金利が上昇していくと…	元本	時価が目減りするので、償還期限前に売却する場合には、売却損が出ることもあります。		変わりません*2	
	購入後市場の金利が下降していくと…	元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		増額します	変わりません
流動性 (中途換金)		元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		変わりません*2	
		元本	時価が増えるので、償還期限前に売却する場合には、売却益が出ることもあります。		減りませんが0.05%は保証	変わりません
流動性 (中途換金)		市場でいつでも売却が可能 (売却益/損が発生) 国の買い取りによる中途換金制度はありません			発行後1年経過すれば、いつでも中途換金可能 直前2回分の各利子 (税引前)相当額×0.8が差し引かれます	発行後2年経過すれば、いつでも中途換金可能 4回分の各利子 (税引前)相当額×0.8が差し引かれます

(出所) 財務省ホームページ

注

- (1) 前号一六四七号の証研レポート掲載の図表1は、二〇〇七年第4四半期の公的部門の数字と扱いに誤りがある。誤りを指摘していただいた熱心な読者に厚くお礼を申し上げます。
- (2) 図表1の国債保有主体は、日銀『資金循環統計の解説』（二〇〇五年二月）二九頁掲載の「表1部門の一覧」に基づく。
- (3) 「対政府取引に関する基本要領」一九九九年三月二十六日決定
- (4) 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」二〇〇四年六月二十八日 一一頁
- (5) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』二〇〇五年 一六頁
- (6) 同右、三七頁、四七頁、五二頁参照
- (7) 須藤時仁『国債管理政策の新展開』第六章、第七章参考 日本経済評論社 二〇〇七年
- (8) 日本経済新聞 二〇〇八年七月七日
- (9) 日本経済新聞 二〇〇八年七月一八日

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)