

# 日本の国債相場を支えているものは何か

中島 将隆

## 1 活況を呈する日本の国債相場

日本の国債相場は異常なほど活況を呈している。長期金利の指標である一〇年物国債の利回りは、七月二四日には〇・七二％と歴史的な低金利となった。五年物国債も〇・二％割れが続き、また、七月二八日には二〇年物の超長期国債は一・五七％、三〇年物は一・七七％となり、超長期国債はいずれも二％を大きく割り込み、国債の金利は歴史的な低金利の状態が続いている。

国債市場への市場参加者を見ると、国内銀行に加えて、最近では海外部門の国債投資が活発である。図表1をみると、リーマンショック後、国債は一〇〇兆円以上も増発されたが、増発された国債の行方を見ると、日本銀行を別にすれば、まず国内銀行、次いで海外部門であり、保険が三番手となっている。ギリシャ危機以降は、海外部門の国債投資が増加し、前年度比では二〇一〇年が三二・六％、二〇一一年で二三％と急増し、国債発行残高に占める海外部門の比率はついに九・七％、ほぼ一割となった。もつとも、海外部門の国債投資は短期国債の売買にウエイトが置かれている点に特徴がある。

日本の国債は、今日では、ドイツやアメリカの国債と並んで、世界でもつとも信用度の高い国債となっている。少なくとも、国債相場をみる限り、信用度はもつとも高い。

しかし、日本の財政をみると、OECD諸国の間で最悪の状態である。国債は国の借金である。借金で首が回

図表 1 国債保有者の内訳 (前年度比)

	年度末											2011年度末 残高 (兆円) (構成比 (%))
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
残高 (兆円)	596	656	738	765	775	803	797	831	877	919	919 (100.0)	
国債等計	14.9	10.1	12.6	3.6	1.3	3.6	▲ 0.8	4.3	5.5	4.9	612 (66.6)	
金融仲介機関*	19.0	12.9	11.2	2.9	4.4	5.7	3.4	9.6	3.4	5.6	612 (66.6)	
中小企業金融機関等**	35.8	15.9	24.3	15.1	9.7	7.1	▲ 2.2	3.2	▲ 3.1	0.2	179 (19.4)	
保険	19.0	4.0	15.4	4.8	7.2	4.6	6.9	7.5	5.4	7.6	174 (18.9)	
国内銀行	10.1	23.9	▲ 2.6	▲ 8.2	▲ 11.5	▲ 3.8	18.6	24.5	15.5	12.4	149 (16.2)	
年金基金	▲ 6.4	0.9	6.9	12.7	9.5	3.5	▲ 6.7	10.0	▲ 1.3	4.3	29 (3.1)	
一般政府、公的金融機関	11.9	4.2	17.1	5.0	▲ 9.8	▲ 5.9	▲ 15.8	▲ 14.0	8.4	▲ 13.4	86 (9.3)	
うち公的年金	34.8	29.2	23.0	6.7	11.0	14.4	2.6	▲ 5.2	▲ 4.8	▲ 3.3	70 (7.6)	
中央銀行	5.9	8.6	2.3	▲ 6.7	▲ 17.7	▲ 10.8	▲ 4.7	13.7	▲ 4.8	13.4	89 (9.7)	
海外	17.4	10.4	25.1	15.9	35.3	29.0	▲ 5.4	▲ 16.5	32.6	23.0	76 (8.3)	
家計	2.5	15.4	49.2	28.0	19.4	8.7	▲ 0.7	▲ 4.5	▲ 9.5	▲ 11.1	28 (3.0)	
その他	12.0	▲ 17.5	34.9	28.0	31.8	5.9	21.4	9.9	8.6	8.4	28 (3.1)	

(注) 1. 国債等は、「国庫短期証券」「国債・財債」の合計。  
 また、国債等は、一般政府 (中央政府) のほか、公的金融機関 (財政融資資金) の発行分を含む。  
 2. 金融仲介機関は、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関から構成されるが、\*ではその他金融仲介機関のうち公的金融機関を除いている。  
 3. 中小企業金融機関等は、2007年第四四半期以降、ゆうちょ銀行を含む。  
 \*\*では2007年第三四半期まで、「中小企業金融機関等」「郵便貯金」の合計。  
 4. その他は、「非金融法人企業」「対家計民間非営利団体」「非仲介型金融機関」の合計。  
 (出所) 日銀資金循環統計 2012年第一四半期

らなくなっている国の国債相場が世界で一番安定しているとは、何とも不思議である。

なぜ、日本の国債相場は安定しているのだろうか。相場の安定は夢幻なのだろうか。そうでなければ、何が日

本の国債相場を支えているのだろうか。

## 2 相場安定に関する様々の見解

国債相場の安定について、従来、様々の角度から分析されてきた。ここでは、国債相場の安定に関して如何なる見解があるかを整理し、見解の要点をみていく。

### (1) 家計部門の純金融資産説

まず、家計部門の純金融資産が国債発行残高を上回っていれば、国債市場は安全だという見解である。国債発行残高が家計部門の純金融資産の範囲内であれば、国債は貯蓄資金で消化されたことになる。貯蓄資金で国債が消化されれば、インフレの心配はなく、また、相場の不安定要因となる海外資金に依存する必要もない。日本の国債保有構造の特徴は、国内保有が圧倒的だが、これは国債発行残高が家計部門の純貯蓄の範囲内に留まっているからである。日銀の資金循環統計をみると、二〇一二年三月の速報によれば、家計部門の純資産は一一四五兆円、国債残高は九一九兆円（国債・財投債が七六〇兆円、短期国債が一五九兆円）となっている。国債残高が家計部門の純金融資産の範囲内にある限り、日本国債の相場は大丈夫だ、というものである。

### (2) 企業部門の資金余剰説

家計部門と並んで、今日では、企業部門（民間非金融法人企業）が資金余剰となり、バブル崩壊後の二〇〇九年以降、家計部門の資金余剰を上回っている。企業部門は資金不足から資金余剰となり、この余剰資金が銀行を経由して国債投資に向かっている。国債金利が歴史的な低金利水準となり、国債相場が安定しているのは、企業の資金需要が無いからである。国債が遊休資金で消化されている限り国債相場は安定し、海外資金に依存する必

要もない。デフレ脱却の道筋がみえてこない限り、歴史的な低金利水準は持続し、国債相場も維持されるという説である。

### (3) 経常収支の黒字説

今や通説ともなっているが、経常収支の黒が継続する限り国債相場は安定する、という見解である。この通説は、貿易収支が赤字に転換した二〇一一年末から一般に流布されるようになった。貿易赤字が定着すると、やがては経常収支も赤字になる。経常収支は貿易収支だけでなく、所得収支・サービス収支・経常移転収支の合計だが、肝心の所得収支はパフォーマンスが悪い。従って、経常収支の赤字転落もカウントダウンに入った。しかし、経常収支の黒が続く限り、国債相場は大丈夫だ、とする説である。経常収支の黒は一国全体でみれば貯蓄超過を意味し、国内貯蓄によって政府部門の資金不足を埋めるのであるから、国債消化のため海外資金に依存する必要はなく、国債相場は安定する。これが、この見解の要点である。

### (4) 日銀の低金利政策

日本銀行は量的緩和政策として、二〇〇二年一〇月以降、長期国債の買入れを開始し、二〇〇九年一月からは年間一六・八兆円、毎月一・四兆円程度の国債を買上げている。二〇一〇年一〇月には「資産買入等基金」を創設し、この基金によって国債を買い入れる、という包括的金融緩和政策を採用した。買入基金は当初三五兆円であったが、二〇一二年四月には七〇兆円にまで拡大された。日本銀行の非伝統的金融政策、包括的な金融緩和策によって低金利政策が維持され、こうした政策によって国債相場が維持されている、という説である。

### (5) インフラ整備による流動性の高い国債市場

リーマンショック時、日本の国債市場は大混乱を避けることができた。日本の国債市場は国債即時決済や日本国債清算機構、レポ市場の整備などインフラ整備が行われてきた。その結果、決済リスクを縮小することが可能となり、レポ市場の整備によって国債市場の流動性は向上している。リーマンショック時には、残された課題が明らかになったが、その後、国債清算機構への広範な参加、フェール慣行の整備、国債やレポ取引の決済期日の短縮など課題の解決に向けて努力が続けられている。流動性の高い国債市場の存在が相場安定の装置になっている。インフラ整備によって国債相場が安定しているとする説である。

### 3 通説の前提条件を吟味する

以上にみてきた通説について、改めて吟味してみたい。まず、家計部門純金融資産説だが、国債が貯蓄資金で消化されている限り安定だという議論は、その点に関する限り、説得的である。しかし、なぜ、貯蓄資金が国債投資に向かうのか、この点に関する説明にはならない。また、貯蓄超過だから海外資金に依存する必要がないとされるが、では、ドイツ国債の現状をどのように考えるか、が問題になる。ドイツは日本よりも家計部門の貯蓄率は高いが、ドイツ国債の約半分は海外資金で保有されている。ここでは、なぜ、資金が国債投資に向かうか、この点の説明が問題の核心である。

家計部門だけでなく、今日では、企業部門も資金余剰となり、この資金が銀行を經由して国債投資に向かっている。日本の国債は、家計部門と企業部門の資金余剰で消化されている。ここでの問題は、家計部門純金融資産説と同じく、なぜ資金が国債投資に向かうのか、この点の説明が欠落している。

經常収支黒字説についてはどうか。經常収支の黒は、マクロ的には資金余剰という意味である。余剰資金が国債投資に向かうという論点は、上述した点が説明されていないので、説得的ではない。加えて、そもそも、經常収支と国債投資とは、理論的に無関係な問題であろう。經常収支は、民間部門の貯蓄と投資の差に加えて財政収支、によって左右される。民間部門の資金不足が拡大すれば、また、財政赤字が拡大すれば、經常収支は赤になる。經常収支と国債相場とは理論の次元が異なる。

經濟發展段階説によると、發展途上国の貿易収支は黒、所得収支は赤で經常収支は赤、だが、經濟が成熟してくると貿易収支は赤となり、所得収支は黒となり經常収支は黒になる。こうした段階的發展と海外資金による国債投資とは無関係であろう。ドイツの貿易収支は大幅黒字だが、ドイツ国債の過半は海外資金で消化されているではないか。貿易収支の黒と海外資金による国債投資とは無関係である。

日銀の非伝統的金融政策についてはどうか。量的金融緩和策、包括的な金融緩和策によって長期国債だけでなく、中短期の国債相場も安定している。しかし、日銀の非伝統的金融政策によって金利が安定しているのは、まず、日銀の国債買入額が銀行券発行高の範囲内に限定されていること、国債買入に限度が画されているからだ。この限度が無くなると、国債に対する信認が失われ、デフレは脱却できないのに、国債金利だけが上昇するといふ最悪の事態に直面する。この点、「資産買入等基金」による国債買入については、日銀券ルールの適用を受けない点に格段の注意を払う必要がある。二〇一〇年一〇月に創設された資産買入基金による国債買入は、臨時の一次的措置とされているため、適用外となっている。現在のところ、資産買入基金による長期国債の買入れを含めても、銀行券ルールは守られているが、日銀は政府の圧力を受けながら、難しい舵取りを余儀なくされている。この銀行券ルールから目を離すわけにはいかない。

インフラ整備についてはどうか。インフラ整備は、国債投資に誘導するための条件整備である。流動性の高い国債市場であるから資金が国債投資に向かうが、ここでの問題は投資対象として資金が国債に向かう条件とは何か、である。インフラ整備は国債相場安定の必要十分条件ではない。

国債相場に関する通説は、なぜ資金が国債投資に向かうのか、この点が検討されていない。国債投資に向かう前提条件、この点に関する分析が欠落している。資金が国債投資に向かうのは、市場が国債を信認しているからである。市場の信認がある限り、国債相場は安定する。ギリシャ国債は、二〇一〇年四月二三日、突如として暴落した。イタリア国債は二〇一一年一月九日、スペイン国債は二〇一二年四月、突如として暴落し危機ラインを突破した。いずれも、国債が市場の信認を失ったからである。市場の信認、これが国債相場安定の前提条件である。通説では、この点に関する分析が欠落している。では、国債に対する市場の信認は何に基づくのか。

#### 4 国債に対する市場の信認は何に基づくか

国債は政府の借金であり、政府債務は租税によって担保されている。従って、国債は租税収入の先取りである。

国債に対する市場の信認は、政府債務が約束通りキチンと償還されるか否か、この点に関する市場の信認に依存している。償還の確実性に対する信頼こそが、市場が国債を信認する基本条件である。償還の確実性に対する信認が失われた時、国債の市場価格は下落する。ギリシャ国債、イタリア国債が突如として暴落したのは、償還期日が迫っているにもかかわらず、償還資金の調達が不可能になったからであった。欧州債務危機の推移をみる時、国債に対する市場の信認こそが相場安定の前提条件となることが明確である。

では、償還の確実性に対する市場の信認は、何に基づくのだろうか。財政赤字の対GDP比、政府債務残高の対GDP比、この数字の各国比較をしても、説得力はない。格付け会社の格付けについても同様である。日本やアメリカの国債は格付けが引下げられたにもかかわらず、国債相場に影響はなく、市場は格付の変更を無視している。要するに、信認の定量的な指標は存在しないのである。

国債に対する市場の信認、これは国によって異なると思う。アメリカの国債相場は、財政赤字が拡大し、経常収支の赤が継続し、国債の格付けが引下げられても相場は安定している。ドルが基軸通貨である限り、国債相場は安定する。

日本の場合、国債に対する市場の信認は「担税力」にある。日本の政府債務が如何に巨額であっても、債務を償還する余力があると市場が判断すれば、国債相場は安定する。増税の余地があり、受益に対する支払能力があると市場が判断すれば、すなわち、国民の負担能力があると判断すれば、国債に対する不安は生じない。

では、日本には、本当に、十分な担税力があるのだろうか。そもそも、担税力とは測定可能なものだろうか。

## 5 担税力の推定

担税力を厳密に測定することは困難である。価値判断や思想も加わってくるから、担税力を数値化する等は不可能である。しかし、今日の財政危機の現状分析や過去の歴史の検討、また、国民負担率の国際比較によって、担税力を推定することは可能である。

(1) 国際比較すると日本の国民負担率は低い

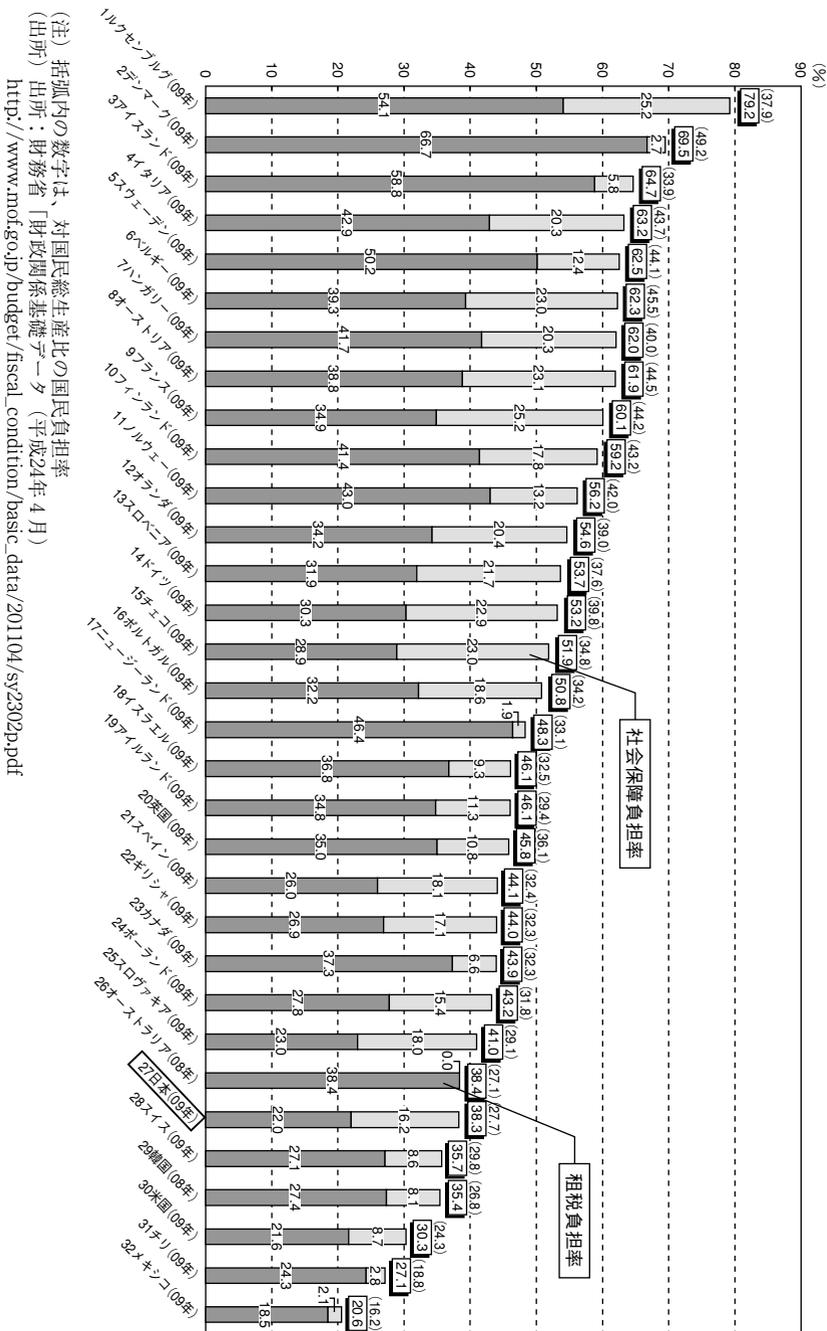
図表2は、OECD加盟国の国民負担率の国際比較である。国民負担率とは租税負担率と社会保障負担率の合計で、日本の場合、国際比較で見ると国民負担率は極めて低い。OECD三三ヶ国中、日本は下位から六番目、租税負担率・社会保障負担率・負担率の対GDP比、対GNP比、いずれの指標をみても、日本の負担率は低い。国際比較で見ると、日本の場合、社会保障負担率と租税負担率を引上げる余地があることを示唆している。そこで、次に、社会保障給付費と社会保障関係費、租税負担率の歴史、国債増発の要因をみていく。

(2) 社会保障費引上げの余地

図表3は、社会保障給付費と保険料収入、税負担の関係をみたものである。少子高齢化の進展とともに年金・医療・介護など社会保障給付費は急増し、社会保障給付費の対GDP比は平成二年の一〇・五%から二一年には二一・一%と倍増し、金額でも四七・二兆円から九九・九兆円と倍増している。他方、保険料収入は、この間、三九・五兆円から五五・四兆円しか増加していない。特に、この一〇年余の保険料収入は横ばいとなっている。これは、保険料を負担する若年人口の減少と制度に対する不信から保険料納付率が低下しているからである。社会保障給付費の増大と保険料収入の減少を埋めるため、財政資金が充当される(図表の↓部分)。税負担は、平成二四年度の予算では、地方税負担が一〇・九兆円、国税負担が二九・四兆円、社会保障関係費は二六・四兆円となっている。国が負担する社会保障関係費は毎年、実に一兆円の規模で増加を続けているのである。

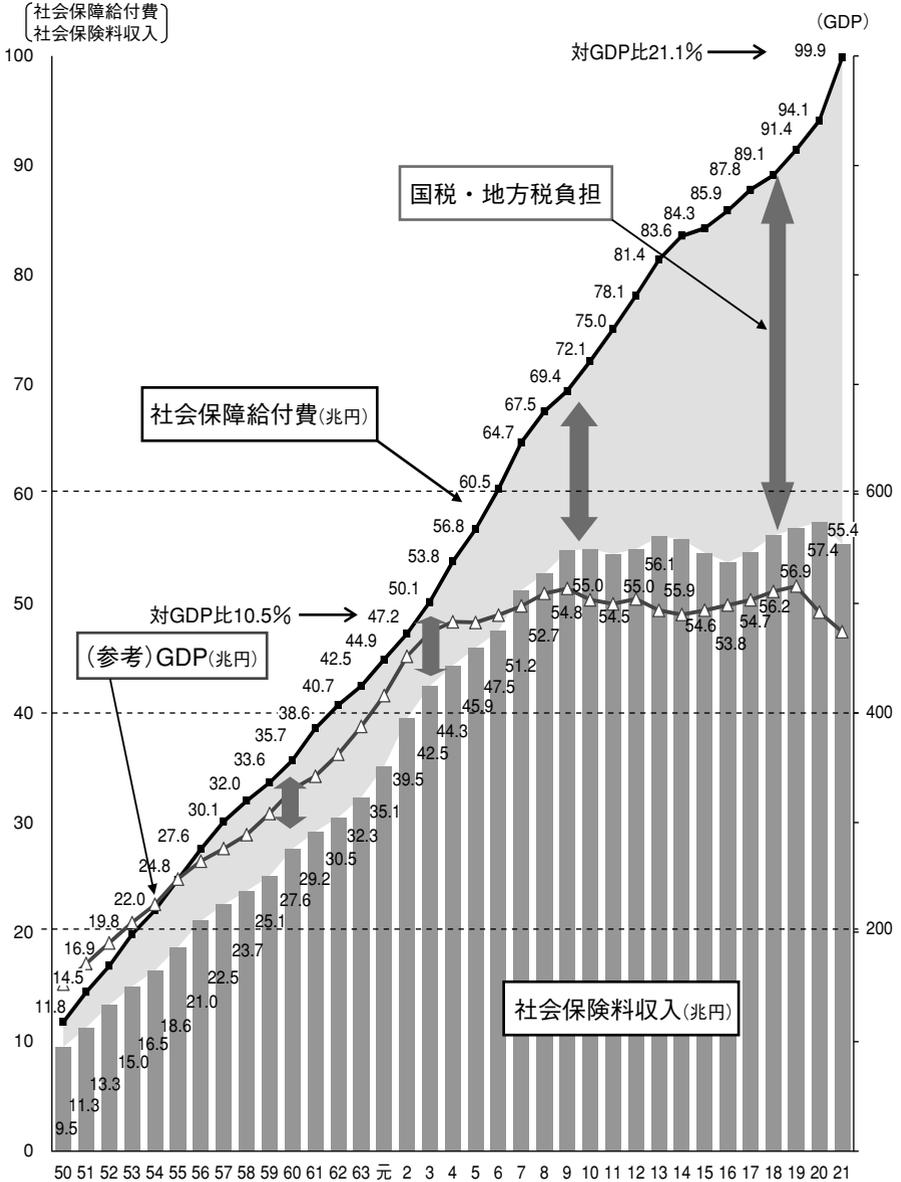
社会保障制度は多くの問題を抱えている。年金制度にみる世代間の不公平、年金一元化の問題、老人医療制度の問題など、多くの問題が先送りされてきた。先送りされてきた問題を解決した上で、社会保障費の引上げは避

図表 2 国民負担率（対国民所得比）の国際比較（OECD加盟国）



(注) 括弧内の数字は、対国民総生産比の国民負担率  
 (出所) 出所：財務省「財政関係基礎データ（平成24年4月）  
[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/basic\\_data/201104/sy2302dp.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201104/sy2302dp.pdf)

図表3 社会保障給付費と保険料収入・税負担



出所：財務省「日本の財政関係資料（平成24年6月）」

[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/sy014\\_24\\_06.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_24_06.pdf)

けられない。

問題は、その財源である。ここでの結論を先取りすれば、消費税の引上げによる財源確保である。野田政権による消費税引上げが可能になったのは、社会保障制度に関する国民の認識が深まったからであり、担税力があることを具体的に示すものであった。

### (3) 租税負担率引上げの余地

国際比較でみる日本の租税負担率は極めて低かった。租税負担率が低いのは、平成以降の減税政策に起因する。

まず、所得税や相続税、贈与税の累進税率がフラット化された。所得税の税率の推移をみると、昭和六二年には住民税と合わせた最高税率は七八%であったが、平成元年には六五%、平成一一年には五〇%に引下げられている。税率の刻み数も一二、五、四と少なくなっている。刻み数が少ないことは高額所得者には有利であり、所得税率の改正は高所得者ほど有利な税率構造となっている。相続税は昭和六三年の改正で課税割合は七・九%から六・八%となり、平成四年度の改正、六年度の改正、一五年度の改正によって、六%から四・五%へ、更に四・二%に軽減された。贈与税についても同じで、昭和六三年には一一・六%であったが、平成五年には九・一%、一四年には五・五%になった。累進税率のフラット化による減税政策である。

次に、相次ぐ特別減税と恒久的減税である。特別減税は平成六年、七年、一〇年に実施された。平成一一年には恒久的減税が実施された。特別減税はその年度限りだが、恒久的減税は長期にわたる減税である。なお、特別減税と恒久的減税は課税所得とは無関係に一律に減税されるもので、所得税や富裕税の課税方式とは異なる。

しかし、何といっても大きな問題は消費税であろう。消費税は平成元年に導入され、九年には消費税率が引上げられ、三%から五%になった。周知のように、日本の消費税率は世界で一番低い。EU諸国では、一九九二年のEC指令により消費税率は一五%以上とすることが決められている。だが、日本では長らくの間、消費税率の引上げはタブー視されてきた。

消費税率が世界最低であること、様々の減税政策がとられてきたこと、この事實は、消費税の引上げ余地があること、行き過ぎた減税政策を以前の水準に戻す余地があること、こうした担税力があることを意味している。

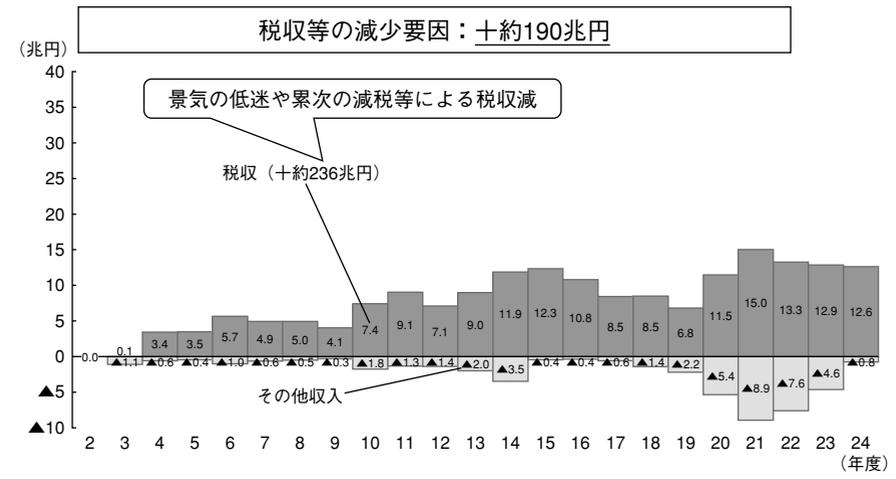
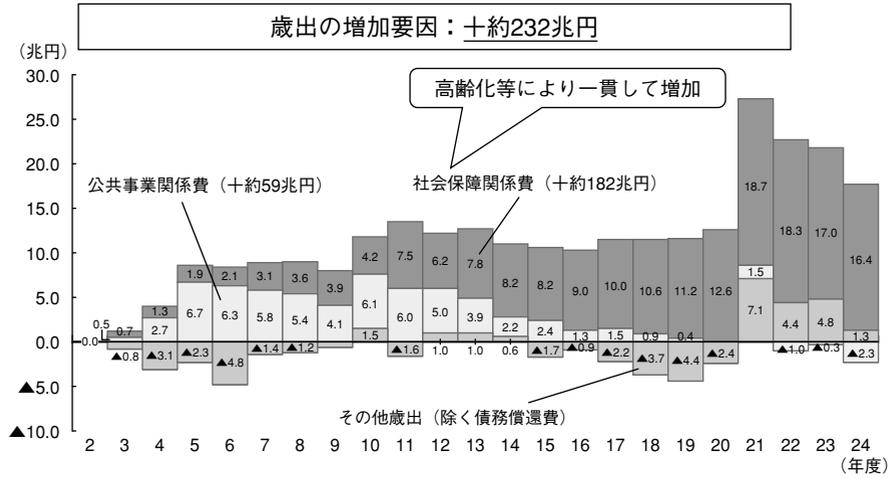
平成二四年度の予算補足資料においても財務省は興味深い資料を作成している。図表4は、如何なる要因で国債残高が急増したか、を分析したものである。過去二〇年余の間に国債残高は五〇〇兆円増えたが、そのうち、社会保障関係費など歳出増加にともなう財源として国債が二三兆円増発され、減税による補填財源として一九兆円が増発されたとしている。この図のインプレーションは、相次ぐ減税政策がとられなければ、そして、消費税率の引上げで社会保障関係費に充当すれば、国債を増発する必要が無く、健全財政の道を歩むことができた、ということであろう。

## 6 税と社会保障の一体改革

野田内閣の下で「税と社会保障の一体改革」法案が、去る六月二二日、衆議院を通過した。この法案が成立すれば消費税率は二〇一四年四月から八%となり、二〇一五年一〇月から一〇%に引上げられる。また、所得税などの税率引上げは本年一二月から具体的な検討が始まる予定で、社会保障制度の見直しについても、同時並行して行われることになった。

消費税率の引上げは、長らくの間、タブー視されてきた。小泉政権でも消費税率の引上げは封印され、民主党政権のマニフェストでも引上げはしないと明記していた。消費税率の引上げは、一九九七年四月以来、実に一七年ぶりである。歴代内閣が避けて通ってきた消費税率の引上げが可能になったのは何故だろうか。一つには、「消費

図表 4 国債残高の増加要因（平成2年度～24年度末）



出所：財務省「日本の財政関係資料（平成24年6月）」  
[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/sy014\\_24\\_06.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_24_06.pdf)

命をかける」と宣言した野田首相の決意によるだろう。更に重要なもう一つの理由は、与論の支持である。増税に対し与論の賛成は異例のことである。これまで消費税の引上げを訴えた内閣は選挙で必ず敗北してきた。選挙では減税を訴えても増税は注意深く避けてきた。にもかかわらず、消費税の引上げに世論が支持するのは、社会保障制度と財源問題に強い危機感が共有されているからである。野田政権は消費税の引上げを社会保障制度の財源に充当するとして、消費税を明確に目的税とした。この点が与論の支持を得たのである。

では、なぜ消費税の引上げなのか。まず、消費税は社会保障の財源に相応しい性質の税という点にある。社会保障給付費は景気変動の如何にかかわらず一貫して増加する。消費税は景気変動に左右されない財源だから、社会保障の財源に相応しい。次に、この財源は負担の公平性が確保される。社会保険料は現役世代の負担だが、消費税であれば現役世代だけでなく全ての世代が負担する。更に重要な点は、これまで強調してきた点だが、日本の消費税は世界最低の水準であり、国民負担率の引上げには消費税の引上げが適切だということである。税負担率の引上げは、所得税や富裕税など他の税目がある。しかし、税収入の大きさをみれば、税率引上げによる消費税収入は所得税収入を大幅に上回る。消費税は最大の税収入項目となる。

三党合意によって消費税の引上げが実現可能となった時点で、また、法案が衆議院を通過した時点で、日本の国債相場は上昇した。市場は、日本国債に対する信頼を確認したのである。消費税を一〇%に引上げても、内閣府の試算にみるように、財政赤字は解消しない。しかし、「税と社会保障の一体改革」法案によって、ひとまず、財政再建の道筋がつけられた。財政再建の明確な青写真を作成すること、これが日本の国債に対する信頼を更に強固にする処方箋である。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)