

金融の歯止めが利かない国債市場の謎

中島 将隆

1 国債増発と長期金利の低下

国債の追加発行が続いている。八月の経済対策の財源として、四〇年物の国債が四〇〇億円、九月末に追加発行された。審議中の第二次補正予算では、二兆七五〇〇億円の国債追加発行が予定されている。四〇年債は九月二七日に入札されたが、応札額は二・七三倍で、「プラス圏の利回りを確保できるため生保などの需要がしつかり集まった」と伝えられている（日経新聞九月二八日）。第二次補正予算の国債追加発行も国債消化に問題はないだろう。他方、長期金利の動向をみると、日銀は九月二日の金融政策決定会合で「ゼロ％程度」に誘導することにしたが、その後じりじりとマイナス幅を拡大している。こうした推移をみると、長期金利の低下は日銀の金融政策が全てではないことを示している。

国債増発下で長期金利の低下が継続していること、この不思議な現象は今に始まったことではない。一九九八年から今日まで、継続一貫している不思議な現象である。一九九八年の国債発行額は当初予算の二倍となり国債依存度は四〇％を超えた。あの時から今日まで、国債増発と長期金利の低下が継続している。この数年、一般会計の国債依存度は四〇％を割ったが、代わって特別会計から財投債という名の国債が増発され、国債膨張の継続に変化はない。日本の歴史を振り返ると、国債依存度が四〇％を超えるのは明治の初めと第二次世界大戦中の二回だけ、しかも、短期間であった。平和な今日、長期に亘って四〇％を超えることは異常事態と言わねばなるま

い。

国債増発が継続すれば、やがて長期金利は上昇する、これが従来までの常識であった。国債増発が続けば財政インフレ、もしくはクラウディングアウトが発生する、これが通説であった。ところが、現実の展開をみると、国債は全額が市中消化され、更に、長期金利は一貫して低下を続けている。財政インフレやクラウディングアウトは発生していない。今日の国債市場の特徴は、これまでの常識や通説が全く通用しない市場となっている。まさに、日本国債市場の謎、である。

国債発行額の決定は財政政策の領域だが、国債消化は金融市場の制約に委ねられている。ところが、今日では、国債に対する金融市場の制約が機能せず、金融の歯止めが利かない。これは、何故であろうか。謎を解く手がかりは金融市場の変化である。では、一九九八年以降、国債を取り巻く金融市場にどのような変化があったのだろうか。

2 資金不足から資金余剰に変化した民間非金融法人部門

(1) 民間非金融法人部門の資金余剰

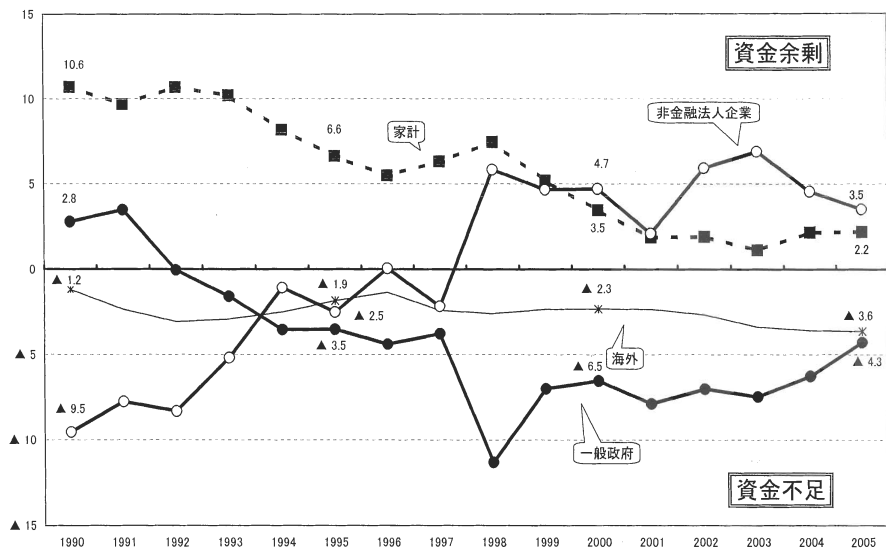
一九九八年以降にみる金融市場の変化は、まず、民間非金融法人部門が資金不足から資金余剰部門へ変化したことである。図表1でみるように、長らくの間、法人企業は最大の資金不足部門であった。一九九〇年代の中頃から一般政府の資金不足が法人企業を上回り、一九九八年から法人企業は資金余剰部門へ変化する。そして、二〇〇一年以降今日まで、法人企業の資金余剰は家計部門を上回るに至る。この間、家計部門の資金余剰が法人企業を僅かに上回る年度もあったが、二〇一五年度の法人企業の資金余剰は三七・一兆円となり、家計部門の〇・

九兆円を大きく上回ることになった（日銀の資金循環統計速報二〇一六年第二四半期）。

企業法人部門が資金余剰に変化した理由は二つ考えられる。一つは、日本経済が高度経済成長から低成長へ移行し、潜在成長率が低下したからである。図表2は潜在成長率の推移をみたものである。この図をみると、一九九〇年以降、各種の推計をみても潜在成長率は低下を続け、一九九八年から潜在成長率はほぼ1%と横ばいになっている。潜在成長率が低下したのは、高度経済成長期のような力強いリーディング産業が欠落してしまったからである。

もう一つの理由は、長引くデフレによって投資不足になったからである。図表3は非金融法人企業の設備投資の推移をみたものである。この図によると、一九九八年までの設備投資は減価償却費やキャッシュフローを遥かに上回っていた。ところが、一九九八年以降、設備投資は減価償却費の範囲内にとどまり、キャッシュフロー以下である。ここでのキャッシュフローとは減価償却費、そ

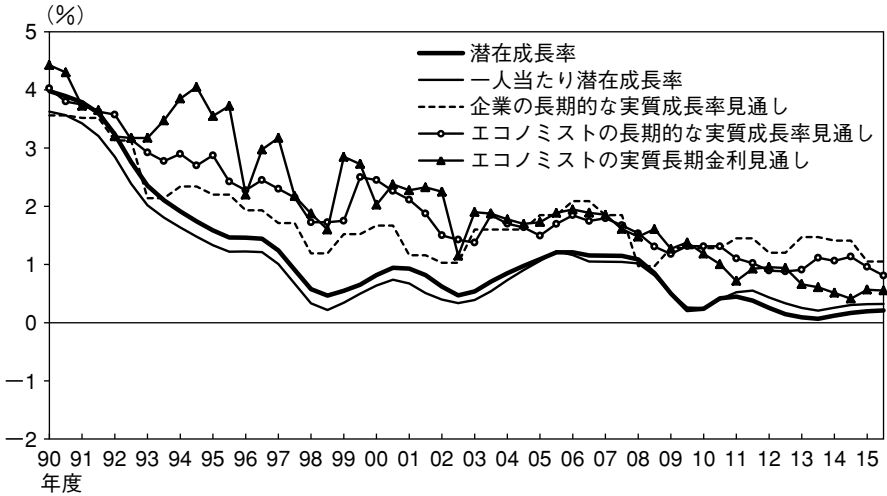
図表1 部門別資金過不足（1998年～2012年）



(出所) 内閣府

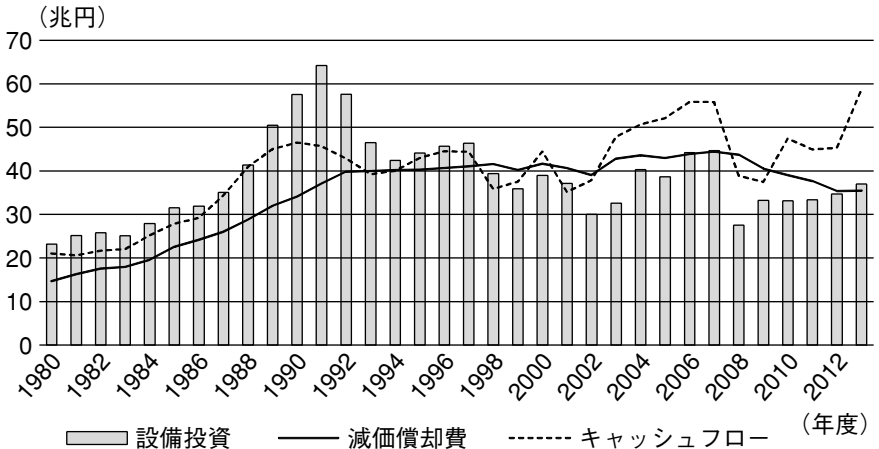
http://www.cao.go.jp/zeicho/siryou/pdf/kikaku4kai4-3_14.pdf

図表2 潜在成長率の推移



(出所) 日銀「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016年9月21日
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf

図表3 設備投資の推移（金融保険業を除く）



(出所) 鈴木綾子「企業の内部留保をめぐる議論」『国立国会図書館 調査と情報』836号 2014年11月 8頁

れと当期純利益から配当を減じた額を足したものである。一九九八年以降の設備投資は外部資金によることなく、当期の利益さえも設備投資に向かつていない。

設備投資が伸びない理由は、長引くデフレが根本理由である。日本経済は長らくの間、緩慢だがしつこいデフレに悩まされてきた。一九九八年度から二〇一三年度までの物価下落は累計で四%、年率にして僅か〇・三%である。僅かであってもデフレが継続しているから、デフレマインドがすっかり定着してしまった。二〇一三年度から消費者物価の上昇は始まり、今日ではデフレとは言えなくなった。しかし、物価上昇の足取りは重く、デフレ脱却とまでは言えない。デフレマインドが続く限り、設備投資は停滞し、ケインズの言う「アニマルスピリット」は湧いてこない。企業は空前の利益を計上しても、その利益は企業内部に蓄積されてしまう。かくて法人企業は資金不足から資金余剰部門へ変化したと思われる。

(2) 法人企業の内部留保の拡大と資金調達の変化

金融市場の第二の変化は、法人企業の内部留保が増大して資金調達方式が変化したこと、この変化によって銀行行動が変化したことである。

図表4をみると、一九九八年以降、法人企業の内部留保が拡大を続けていることがわかる。

バブル崩壊後、法人企業は「債務・設備・雇用の三つの過剰」を解消することが経営の最優先課題になった。銀行借入を減らし留保利益を増やして財務の健全性を高めるようになり、内部留保が拡大していったのである。

内部留保は年を追って増加しているが、財務省「法人企業統計」によると二〇一四年度の内部留保は過去最高になった。内部留保とは、毎年の留保利益が積み重なった貸借対照表の「利益剰余金」をさす。留保利益とは企

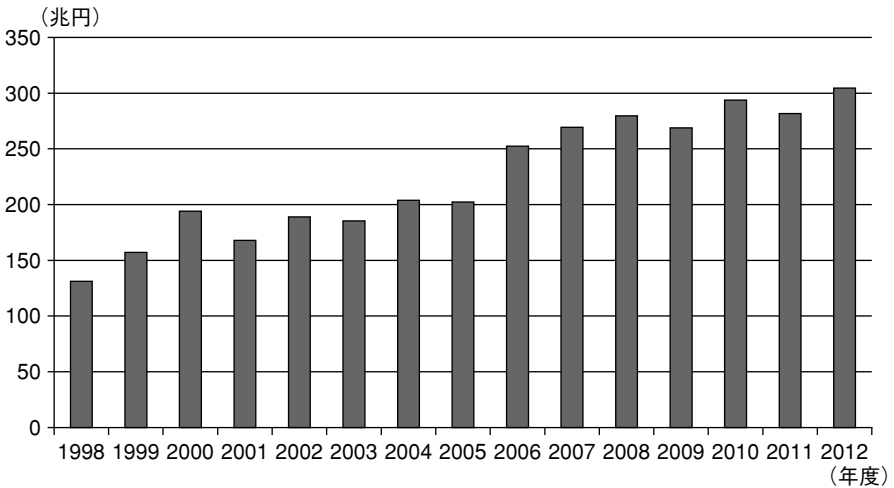
業利益から株主に配当などを支払い最後に残った事業年度毎に発生するフローの概念であり、留保利益は翌期の貸借対照表の利益剰余金に計上される。内部留保とは利益剰余金を指し、留保利益を積み上げたストックの概念である（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月一八日）。二〇一四年度の留保利益は二四兆円、利益剰余金は三五兆円、いずれも過去最高であった。

内部留保の拡大と共に企業の資金調達方式も変化していく。従来は金融機関からの借入が中心であったが、内部留保の拡大とともに金融機関からの借入は減少し、自己資本比率は上昇していく。二〇〇五年の自己資本比率は三〇%超であったが、二〇一四年度は三九%になった。

二〇一四年度の法人企業統計から非金融法人企業の資金調達をみると、金融機関からの借入が三三一兆円、社債発行五兆円、株式発行による資本金および資本剰余金が二四兆円、内部留保が三五兆円となっている（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月一九日）。

デフレによって法人企業の設備投資が低迷し、加えて企業

図表 4 拡大する内部留保



(出所) 岩瀬・佐藤「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」（シリーズ 日本経済を考える）『ファイナンス』2014. 7 87頁

の内部留保が高まると、金融機関の従来の投資行動を変更せざるを得ない。この変更によって国債投資資金が形成されることになる。

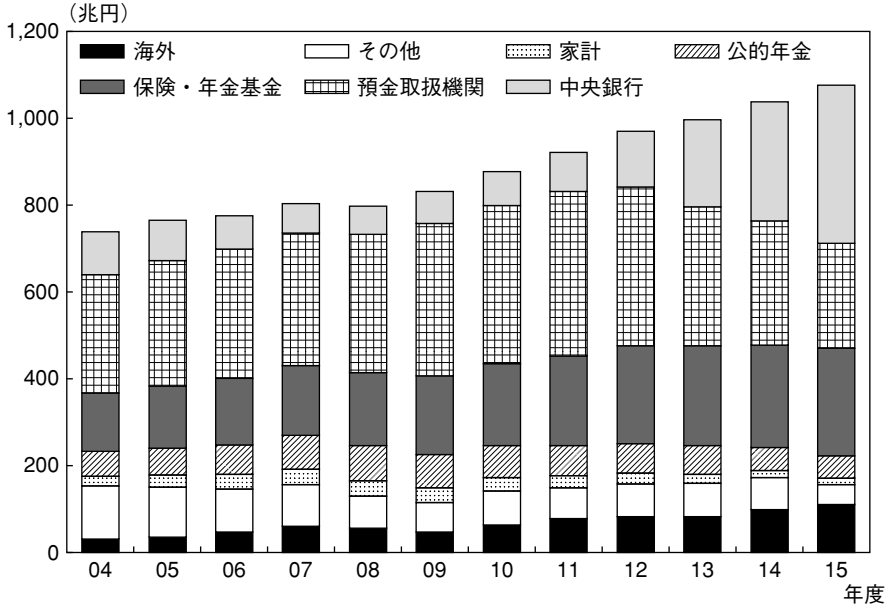
3 国債投資資金の形成構造

(1) 間接金融優位の金融構造と国債消化構造の特徴

日本の金融構造は銀行を中心とする間接金融優位の構造である。従って、国債消化の特徴は金融機関中心の消化構造となる。間接金融構造優位の下では、国債市中消化余力は金融機関の資金力に依存している。

図表5で国債消化構造の特徴を検討してみよう。国債の圧倒的部分は金融機関によって消化されている。海外部門は増加したとはいえ一〇%に満たない。家計部門や公的年金の保有は減少を続けている。国債は預金取扱機関と保険・年金基金によって消化されていると言っても過言ではな

図表5 国債保有構造の特徴



(出所) 日銀資金循環統計 2016年第2四半期(速報)
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>

い。二〇一三年以降、日銀の国債保有は急増しているが、これは異次元金融緩和政策によって年間八〇兆円増となるように市中から国債を購入しているからである。日銀は金融機関から国債を購入しているのだから、国債は金融機関によって引受消化されていることには変わらない。

国債投資資金は如何にして形成されたか、この問題はつまるところ、銀行や生保等の国債投資に向かう資金はどのように形成されたか、という問題と同じである。

(2) 国債投資資金形成の第一段階

国債は主として銀行と保険会社等の金融機関によって消化されていた。まず、これら金融機関の投資資金がどのように形成されているか、図表6によってみていくことにする。

二〇〇〇年から二〇一五年までの間、国内銀行の実質預金の増加額は一九七兆円、生命保険会社の運用資産増加額は一八六兆円、合計三八三兆円に達する。預金の源泉は家計の金融資産であり、加えて法人企業の遊休資金である。また、生命保険会社の運用資産の源泉は家計の金融資産と考えていいだろう。

家計金融資産の増加額は、この間、一三九兆円から一七〇兆円に増加し、増加額は三二二兆円である。問題は家計金融資産の行方である。二〇一六年六月末でみる家計金融資産の行方をみると、現預金が五二・七%、保険が二〇・八%、合計で七三・五%に達する（日銀資金循環統計二〇一六年第2四半期速報値）。従って、現預金と保険が家計の金融資産の圧倒的比重を占めていることが分かる。大雑把な推計となるが、この間、預金と保険に向かった個人金融資産は家計金融資産増加額三二二兆円と七三・五%の積、およそ二三〇兆円と推計できる。

実質預金増加の源泉は家計部門に加えて、もう一つ、法人企業の遊休資金であり、内部留保の現金である。二〇一四年度の法人企業の内部留保は先にみた通り三五四兆円だが、現預金の保有額は一八六兆円だ。内部留保は一〇年前と比べて一五〇兆円増加したが、現預金の増加額は四九兆円となる（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月二二日）。この増加分が実質預金の増加に反映していると考えられる。

国債投資資金は個人金融資産の増加、加えて内部留保の現預金の増加によって形成されることになる。だが、金融機関の資金形成は国債投資資金形成の必要条件ではあっても十分条件ではない。ここでは、金融機関の資金の行方、貸出について検討せねばならない。

(3) 国債投資資金形成の第二段階

国内銀行や生命保険の貸出金の推移をみると、図

図表6 金融機関の資金形成と国債投資の推移

(単位：兆円)

	国内銀行主要勘定			生命保険会社資産運用			(参考)
	実質預金	貸出金	国債	運用資産計	貸付金	国債	家計部門金融資産残高
2000	482	463	68	175	49	27	1,394
2001	486	448	66	178	47	31	1,418
2002	501	431	72	174	45	32	1,409
2003	511	413	93	173	43	33	1,452
2004	518	404	102	177	38	39	1,501
2005	526	408	96	186	37	43	1,580
2006	528	415	88	196	35	46	1,600
2007	545	417	80	204	34	48	1,508
2008	557	436	93	199	33	51	1,461
2009	569	428	120	308	48	125	1,500
2010	578	420	146	310	44	131	1,512
2011	598	425	163	311	42	139	1,532
2012	613	433	161	328	40	146	1,597
2013	640	449	137	345	38	149	1,638
2014	660	461	126	359	37	149	1,716
2015	679	475	100	361	35	147	1,706

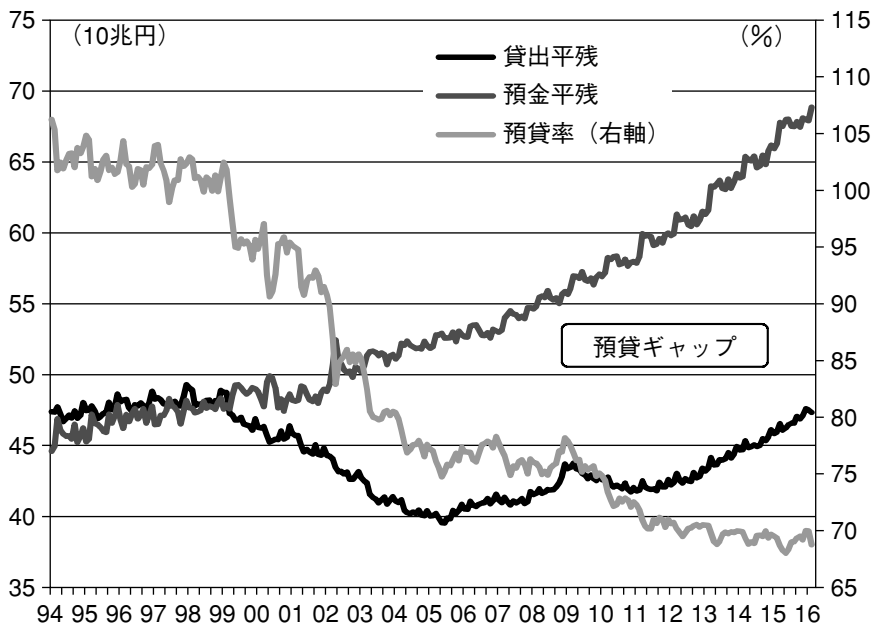
- (注) 1. 日銀「金融経済統計月報」2016年8月号より作成
 2. 家計部門金融資産は年度、他は年末
 3. 単位以下、切捨て

表6でみるように、両者ともに貸出金は横ばい、若しくは減少している。国内銀行をみると二〇〇〇年の四六三兆円、二〇一五年は四七五兆円と横ばいで、その間、二〇〇四年には四〇六兆円と減少している。生命保険会社は二〇〇〇年の四九兆円から二〇一五年には三五兆円に減少し、この間、ほぼ一貫して減少している。実質預金や運用資産は増加しているにもかかわらず、貸出金は減少しているのである。図表7で預金残高と預貸率の推移をみると、一九九八年を起点にして預貸ギャップが拡大している。

金融機関の貸出金が減少したのは、先に検討した通り、潜在成長率の低下に加えて、デフレの継続による設備投資の鈍化と内部留保の拡大に起因していた。

では、金融機関の資金は何れに向かったのか。国債投資である。図表6をもう一度みると、銀行の国債投資は二〇〇〇年の六八兆円から二〇

図表7 預金貸出残高と預貸率の推移



(出所) 「国の債務管理の在り方に関する懇談会 (第41回)」報告資料1 2016年4月26日
http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d20160426-1.pdf

一二年には一六一兆円にまで拡大した。二〇一三年から減少するのは、この時点から異次元金融緩和政策によって銀行から国債を吸収するようになったからである。生命保険会社の国債投資は二〇〇〇年の二七兆円から二〇一五年には一四七兆円となり、この間、ほぼ一貫して増加が続いている。

以上にみてきたように、銀行預金や生保の運用資産の増加と対照的に貸出金が減少し、金融機関には投資待機資金、遊休資金が形成されていった。貸出金の減少は国債投資資金形成の第二段階といえる。では、なぜ、金融機関の資金が他ならぬ国債投資に向かうことになったのか。

4 なぜ銀行資金は国債投資に向うか―国債投資資金形成の第三段階―

(1) 国債の市場流動性は高い

金融機関の遊休資金が国債投資に向かったのは、流動性の高い国債市場が形成されているからである。実際、巨額の資金を運用する市場は国債市場以外に存在しない。

流動性の高い国債市場は、インフラ整備の産物である。まず、これまで流動化を阻止してきた国債発行方式や税制度など国債流動化を阻止していた制度的枠組みが撤廃された。次に、国債の転々売買を容易にするため、債券ディーラーが国債決済に必要な資金と債券を調達する市場、すなわち、レポ市場が整備された。国債増発と同時に現先市場が整備され、国債のカラ売りと同時に債券貸借市場が創設され、リレーリング決済方式の導入と同時に日本版レポ市場が創設された。更に、決済リスク削減によって国債の市場流動性を向上させる工夫が凝らされた。決済リスクは決済期間と決済金額の積だから、まず、決済リスクを軽減するため決済期間が短縮された。国債決済方式は五・一〇日決済からローリング決済方式へ、国債のアウトライト取引はT+7からT+3へ、T+

3からT+2へ、そして二〇一八年からT+1への移行が予定されている。次いで決済金額を圧縮するため国債清算機関が創設された。国債清算機関は発展解消して日本クリアリング機構となり、クリアリング機構は国債決済の最重要な要となっている。国債の受渡は日銀ネットを通じて行われる。日銀ネットの受渡リスクを軽減するため資金系と国債系のドッキング、即時決済、即時決済を容易にするフェイエル慣行と日中当座貸越などの整備が行われた。

金融機関の遊休資金が国債市場へ向かうのは、まず、市場流動性の高い国債市場が形成されているからだ。そして、こうした市場はレポ市場の整備や決済リスク削減の工夫によって実現したものである。

(2) 持続的な長期金利の低下

金融機関の遊休資金が国債投資へ向かう第二の理由は、国債の無制限発行が始まる一九九八年以降、長期金利が一貫して低下しているからである。長期金利が低下を続けると国債価格は上昇し、保有国債には含み益が発生する。国債投資は単に国債利子だけでなく、国債値上がり益の獲得という誘因が加わる。

長期金利の低下は、まず、日銀の非伝統的金融政策に起因する。デフレ対策のため、非伝統的金融緩和政策が次々と登場してくる。一九九九年のゼロ金利政策、二〇〇一年から量的金融緩和政策、二〇一〇年からの包括的金融緩和政策、次々と登場してくる非伝統的金融緩和政策によって長期金利は低下を続けていった。金利低下の大きさを測定することは困難だが、量的金融緩和が解除された二〇〇六年には長期金利は上昇している。このことから、量的金融緩和政策は長期金利の引下に有効だったことがわかる。二〇一三年四月以降、日銀は異次元金融緩和政策によって大量の国債を市中から買い取ることになる。毎年の国債発行額に相当する国債買入によっ

て、国債市場価格は上昇して長期金利は急速に低下を続けている。量的・質的金融緩和政策の導入、その後の補強策、続いてマイナス金利付き量的・質的金融政策、九月二一日に決定された長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策によって長期金利は下げ続けることになった。特に長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策では「オバーシュミット型コミットメント」によって金融緩和が長期に亘って継続するものと約束された。

長期金利の低下は全てが非伝統的金融政策によるものではない。自然利子率（中立金利）は、長期的には潜在成長率によって決定されるが、潜在成長率は、前掲図表2でみたように、一九九〇年以降、低下を続けていた。従って、伝統的金融政策であれ非伝統的金融政策であれ、長期金利は低下するはずである。長期金利の低下は全てが日銀に金融緩和政策の帰結ではない点に留意すべきである。

とはいえ、デフレ対策として登場してくる非伝統的金融緩和政策によって長期金利の低下が誘導され、金融機関の遊休資金は国債投資に向かうことになった。

（3）償還可能性に対する市場の信頼

国債の市場流動性が高くても、また、国債が収益を生む投資対象であっても、国債に対する市場の信頼が無ければ金融機関の資金が国債投資に向かうことはない。では、国債に対する市場の信頼とは何か。国債とは政府の借金であり、満期日には政府によって償還される債務証券である。国債に対する市場の信頼とは、この償還可能性に対する信頼に他ならない。

では、国債の償還可能性は何によって担保されているか。国債は租税によって担保されている。従って、国債の償還可能性は担保力に依存している。担保力とは租税負担能力であり、租税を徴収する能力である。今日の財

政状況をみると、償還の可能性を疑うほどに政府債務残高が膨張している。だが、いよいよとなれば消費税を引上げる余地があり、また、財政危機の原因となっている社会保障の国民負担率を再検討する余地が残されている。財政危機下にあっても租税負担能力が残され、また、政治が安定しているから租税徴収能力も安定している。こうした担税力に対する市場の信頼があるからこそ、金融機関は資金を国債投資に充当している。金融機関の国債投資は、国債に対する信頼が前提条件となっているのであった。

今日の金融市場は国債市場に警告を発することができない。潤沢な国債投資資金の形成によって、国債膨張の金融的歯止めが利かなくなつたからである。金融の歯止めが機能しなくなつただけではない。赤字国債の六〇年償還ルールによって国債膨張を抑制する最後の立憲的制約も無効になつてきている。今日では国債膨張を抑制する立憲的制約もなければ、国債増発をチェックする金融市場の制約も無効となつてきている。財政規律こそが最後の砦となつてゐる。国債に対する市場の信頼を維持するには、最後の砦を死守する以外に残された道はないのだ。

参考文献

- ・高田創『国債暴落』中央公論新社 二〇一三年九月
- ・鈴木綾子「企業の内部留保をめぐる議論」国立国会図書館『調査と情報』八三六号 二〇一四年一月
- ・岩瀬忠篤・佐藤真樹「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」『ファイナンス』二〇一四・七
- ・中島将隆「日本の国債相場を支えているものは何か」『証研レポート』一六七三号 二〇一二年八月
- ・大和総研「内部留保の解剖①～⑩」『日経新聞』二〇一六年二月一日～三月二日
- ・米沢潤一『日本財政を斬る』蒼天社出版 二〇一六年七月

・日本銀行「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」二〇一六年九月二二日

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)