

拡大する日本国債市場の危機

中 島 将 隆

要 旨

日本の国債市場は、今日、一見すると極めて安定的である。金融機関の国債投資は拡大し、国債相場も堅調である。長期国債の応募者利回りは平成14年10月には1%を下回り、平成15年1月には連日、史上最低水準の記録を更新している。国債市場は未曾有の活況を呈しているのである。だが、この安定は外観だけのことである。日本の国債市場は、今日、重大な危機に直面し、この危機は深く潜在化していると思う。その理由は次の点にある。

まず、国債発行の立憲的制約が空文化し、財政規律が完全に消滅していることである。財政法第4条は国債発行を制限し、赤字国債の発行を禁止している。ところが現実には、赤字国債発行額は建設国債発行額を上回り、平成14年度の国債市中消化額は100兆円を超えるに至った。財政法第5条は国債の日銀引受発行を禁止している。この禁止規定を守るため、これまで日本銀行の国債買いオペ対象銘柄は発行後1年経過後の国債に限定されていた。この制約は、平成14年1月17日から撤廃された。そして、直近発行2銘柄を除く新発債が新たに買いオペ対象銘柄に追加された。新発債が買いオペ対象となったことにより、事実上、赤字国債の日銀引受発行が可能になったのである。また、国債発行を制限するため赤字国債と建設国債を区別し、国債償還についても厳密に区別していた。すなわち、赤字国債は現金償還、建設国債は60年償還というルールである。ところが、このルールは昭和59年12月に変更された。赤字国債の償還は現金償還でなく、建設国債と同じ60年償還ルールが適用されることになったのである。以後、今日まで赤字国債の償還のために赤字国債の借換発行が行われている。かくして、他国にその例をみない国債発行の立憲的制約は有名無実となり、財政規律は完全に消滅してしまった。

第二に、国債市場の活況は、日銀資金の供給と日銀の長期国債買いオペによって支えられている点である。日銀は超金融緩和政策を進めるため、平成13年3

月、超低金利政策から量的緩和政策に転換した。日銀当座預金残高目標を拡大して量的緩和政策を進めている。しかし、マネタリーベースを拡大しても銀行貸出は減少を続けているからマネーサプライは増加しない。金融機関の潤沢な資金は国債投資に向かうことになるが、国債相場が暴落すれば金融機関には巨額の評価損が発生する。そこで、国債相場を維持するために、日銀は長期国債の買いオペ額を拡大することにした。買いオペ額を拡大するため、平成14年1月17日から直近2銘柄を除く新発国債を買いオペ対象銘柄に追加した。そして、平成14年2月から当座預金残高目標を10兆～15兆円に引上げ、その上で国債買いオペ額を増額して従来の月額買いオペ額8,000億円から1兆円に上げたのである。日銀当座預金残高目標は平成14年10月31日には更に20兆円に引上げられ、同時に、国債買いオペ額も月額1兆2,000億円に拡大された。日銀の国債買いオペ額の増額が決定された平成14年10月31日以降、長期国債の応募者利回りは急速に低下し1%以下の水準で推移している。平成15年1月30日には、ついに、長期国債の応募者利回りは0.75%にまで低下した。金融機関の国債投資が拡大し国債市場が活況を呈しているのは、単に、投資先を持たない遊休資金が存在するからだけではない。日銀の量的緩和政策によって金融機関に国債消化資金が供給され、更に日銀の国債買いオペによって国債価格が維持されているからである。

第三に、国債満期構成の短期化が国債市場を不安定にしている点である。この数年間に国債の満期構成が急激に短期化した。長期債の10年債は減少し、2～5年の中期債が増加している。特に、借換債の満期構成はより短期化し、短期債の発行額が長期債を上回っている。教科書論的に考えると、国債費軽減のために金融緩和期には長期債を、金融逼迫期には短期債の発行が望ましい。だが、現実には逆転して超金融緩和期に国債の満期構成が急速に短期化しているのである。超金融緩和期における満期構成短期化のリスクは、金利上昇期に国債費が一挙に上昇することである。格付け会社のムーディーズは、国債のデフォルトを定義して、国債満期構造の変化もデフォルトの定義に含めている。この定義によると、日本の国債市場は、既にデフォルトが始まっている、ということになる。

第四に、低利国債の価格変動リスクについてである。確定利付で発行される国債は市場金利が上昇すると市場価格は下落する。しかし、市場価格の下落は低クーポン国債ほど下落幅が大きいという点である。同じ1%の金利上昇であっても、高クーポンの国債と低クーポンの国債とでは下落幅が全く異なる。今日、史上空前の低利率によって国債が増発されているが、この国債は僅かの市場利回り上昇によって国債相場が大暴落するのである。

小論では、以上の点を詳述したい。

目 次

I. 空文化した国債発行の立憲的制約と財政規律の喪失

1. 財政法第4条の制約と赤字国債の発行
2. 財政法第5条の制約と国債の日銀引受発行
3. 国債償還のルールと赤字国債の借換債発行
4. 財政規律の喪失と拡大する政府債務残高

II. 日銀の超金融緩和と政策と国債価格維持政策

1. なぜ、国債相場は堅調か
2. 超金融緩和と政策と国債消化資金の供給
3. 長期国債の買いオペと国債価格維持政策
4. 高橋財政と現局面の比較

III. 国債市場の不安定要因

——国債満期構成の短期化と低利国債の累増——

1. 急激な国債満期構成の短期化
2. 市場価格の変動と低金利国債のリスク
3. 国債評価損の仮定計算

IV. 国債格付けの政治経済学

1. 格付け会社による日本国債格付けの引下
2. 格付け引下げに対する財務省の反論
3. 公私混同した財務省の反論
4. 国債格付けの政治経済学

I. 空文化した国債発行の立憲的制約と財政規律の喪失

1. 財政法第4条の制約と赤字国債の発行

日本の財政法第4条は国債発行を厳しく制限禁止し、「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入をもって、その財源としなければならない」と定めて、非募債主義が原則となっている。次に、但し書きで「但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」として、国債を発行する場合は建設国債に限定すると定めている。そして、赤字国債については発行を厳しく禁止しているのである。

ところが、財政法第4条の国債発行制限禁止

規定は、現実には、完全に空文化されてしまった。まず、図表1によって国債発行額の推移をみると、平成14年度当初予算の国債発行額は新規債が30兆円、借換債が70兆円、財投債が34兆円、発行総額は実に134兆円に達している。過去10年間で、毎年の発行額は4倍以上に膨張した。そして、市中消化分だけでも、平成14年度には100兆円を超えるに至ったのである。国債発行額の推移をみると、特に平成10年度以降から急激な膨張を遂げている。平成14年度の新規債発行額は前年度の2倍となり、国債依存度は前年の23.5%から40.3%になった。後述するように、この年から格付け会社は日本国債の格付け引下げを開始した。平成13年度からは財投債が新たに発行され、国債発行額は一挙に100兆円を超えるのである。

赤字国債の発行については、どうだろうか。図表2をみると、バブルが崩壊した平成6年度から赤字国債の発行が再開された。平成6年度以

図表 1 国債発行額の推移 (新規, 借換別, 消化方式)

(単位 億円)

年度	国債発行額 (収入金ベース)	市中消化分計				資金運用部	日銀	金融自由化 対 策 資 金	郵便局販売	財政改革に伴う経 過措置分(郵貯等 による直接引受)	個人向け 国債
		シ団引受	公募入札	その他市 中消化分							
6	393,717 { 164,900 228,817 }	124,000 { 78,302 45,698 }	189,994 { 63,030 126,964 }	-	313,994 { 141,332 172,662 }	22,000 { 5,000 17,000 }	-	22,212 { 14,465 7,747 }	7,305 { 4,103 3,202 }		
7	466,238 { 212,470 253,767 }	132,000 { 85,100 46,900 }	230,699 { 76,784 153,915 }	-	362,699 { 161,884 200,815 }	53,507 { 33,507 20,000 }	-	21,917 { 13,100 8,817 }	7,506 { 3,980 3,526 }		
8	483,007 { 217,483 265,524 }	130,000 { 102,099 27,900 }	200,434 { 41,733 158,701 }	-	330,434 { 143,833 186,601 }	89,760 { 49,760 40,000 }	-	25,000 { 18,500 6,500 }	7,497 { 5,390 2,107 }		
9	498,900 { 184,580 314,320 }	134,310 { 86,840 47,470 }	213,326 { 33,200 180,026 }	-	347,536 { 120,040 227,496 }	970,052 { 48,000 49,052 }	-	27,500 { 11,800 15,700 }	6,496 { 4,740 1,756 }		
10	764,310 { 340,000 424,310 }	183,000 { 121,720 61,280 }	323,976 { 82,380 241,596 }	-	506,976 { 204,100 302,876 }	152,459 { 110,000 42,459 }	-	47,500 { 25,900 21,600 }	6,503 { 0 6,503 }		
11	775,979 { 375,136 400,844 }	153,130 { 139,580 13,550 }	515,698 { 204,434 311,265 }	-	668,828 { 344,014 324,815 }	28,000 { - 28,000 }	-	33,371 { 24,571 8,800 }	8,300 { 6,551 1,750 }		
12	862,737 { 330,040 532,697 }	164,200 { 108,300 55,900 }	636,346 { 213,040 423,306 }	-	800,546 { 321,340 479,206 }	- { - -	-	- { - -	24,998 { 8,700 16,298 }		
13 (補正後)	1,332,270 { 300,000 593,296 438,974 }	204,000 { 103,300 88,700 12,000 }	708,417 { 193,100 422,343 92,974 }	-	912,417 { 296,400 511,043 104,974 }	- { - -	-	- { - -	45,500 { 3,600 20,900 21,000 }	313,000 313,000	
14 (当初)	1,339,683 { 300,000 696,156 343,527 }	216,000 { 93,289 107,711 15,000 }	831,979 { 197,019 540,433 94,527 }	-	1,047,978 { 290,308 648,144 109,527 }	- { - -	-	- { - -	21,000 { 9,692 11,308 -	234,000 234,000	3,000

(注) 1) 発行額の内訳の上段が新規財源債、下段が借換債である。ただし、13年度、14年度は、上段：新規財源債、中段：借換債、下段：財投債である。
2) その他市中消化分は私募発行分である。
3) 平成12年度までは実績、13年度は補正後、14年度は当初予定である。
〔出所〕『財政データブック』(平成14年版)、265頁。

降の赤字国債発行額は急激な膨張を遂げている。赤字国債発行額と建設国債発行額を比較するために、新規国債発行額に占める赤字国債発行額を赤字国債比率と呼ぶことにしよう。この比率は平成6年度には25%であったが、平成8年度には50.8%となり、赤字国債の発行額が建設国債の発行額を上回るに至った。そして、平成14年度には赤字国債比率は、実に77.4%に達したのである。赤字国債は昭和50年代にも増発された。国債依存度も危機ラインと言われた30%を越えた年もあった。だが、昭和50年代においては赤字国債比率が50%を超えたのは、昭和55年度の1年だけであり、その比率は50.9%に過ぎなかった。平成14年度の赤字国債比率が77.4%に達したということは、いまや、日本の国債発行は赤字国債が圧倒的になったこと、財

政法第4条の国債発行制限禁止規定は完全に空文化したことを意味するものである。

2. 財政法第5条の制約と国債の日銀引受発行

財政法第5条は国債発行方式について厳格に定め、国債の日銀引受発行を禁止し、市中公募の原則を定めている。財政法第5条は次のように定めている。

「第5条 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。」

図表 2 国債発行額の推移（新規債）

（単位 億円，％）

年 度	国債発行額(A)	うち建設国債 発行額	うち赤字国債 発行額(B)	赤字国債 比率 B/A	国債依存度
昭和50(1975)	52,805	31,900	20,905	39.6	25.3
51(1976)	71,982	37,250	34,732	48.3	29.4
52(1977)	95,612	50,280	45,333	47.4	32.9
53(1978)	106,740	63,300	43,440	40.7	31.3
54(1979)	134,720	71,330	63,390	47.1	34.7
55(1980)	141,702	69,550	72,152	50.9	32.6
56(1981)	128,999	70,399	58,600	45.4	27.5
57(1982)	140,447	70,360	70,087	49.9	29.7
58(1983)	134,863	68,099	66,765	49.5	26.6
59(1984)	127,813	64,099	63,714	49.8	24.8
60(1985)	123,080	63,030	60,050	48.8	23.2
61(1986)	112,549	62,489	50,060	44.5	21.0
62(1987)	94,181	68,800	25,382	27.0	16.3
63(1988)	71,525	61,960	9,565	13.4	11.6
平成1(1989)	66,385	64,300	2,085	3.1	10.1
2(1990)	73,120	63,432	9,689	13.3	10.6
3(1991)	67,300	67,300	—	—	9.5
4(1992)	95,360	95,360	—	—	13.5
5(1993)	161,740	161,740	—	—	21.5
6(1994)	164,900	123,457	41,443	25.1	22.4
7(1995)	212,470	164,401	48,069	22.6	28.0
8(1996)	217,483	107,070	110,413	50.8	27.6
9(1997)	184,580	99,400	85,180	46.1	23.5
10(1998)	340,000	170,500	169,500	49.9	40.3
11(1999)	375,136	131,660	243,476	64.9	42.1
12(2000)	330,040	111,380	218,659	66.3	38.9
13(2001)	300,000	90,760	209,240	69.7	34.7
14(2002)	300,000	67,900	232,100	77.4	36.9

（注）1）国債発行額は実績。ただし、平成13年は補正後、平成14年は当初予算。

2）財政政策研究会編『財政データブック』等より作成。

財政法によって国債の日銀引受発行を禁止したのは、金融政策の独立性を守るためだけではない。日本は第二次世界大戦中、赤字国債の日銀引受発行によって戦費を調達した。そして、赤字国債の日銀引受発行がその後のインフレを潜在化していった。国債の日銀引受発行を禁止する財政法の規定は、この歴史の苦い教訓に基づくものである。

財政法第5条の規定を守るため、日本銀行はこれまで長期国債の買いオペ対象銘柄を発行後1年を経過した国債に限定していた。何故な

ら、たとえ国債が公募で発行されても、発行直後の国債を日銀が買いオペで吸収すれば、事実上の日銀引受発行と同じだからである。国債の日銀引受発行を回避するため、日銀は買いオペ対象銘柄を発行後1年を経過した国債に限定してきたのであった。

ところが、この制約条件は平成14年1月17日から撤廃された。そして、直近発行2銘柄を除く長期国債が買いオペの対象になったのである。日本銀行は1月16日の政策委員会・金融政策会合で、市場へ資金を潤沢に供給するため日

図表3 日銀のオペ対象資産・適格担保の拡充策

▽オペ対象資産・適格担保の拡大

I 資産担保コマーシャルペーパー (ABCP) をオペ対象資産・適格担保に加える

【適格基準】

- 裏付け資産に信用度があること
- ABCPの仕組みが適正であること
- 「a-1」格相当の格付けを取得していること

【市場規模】

2兆円 (このうち適格基準に見合うのは2,000億円程度)

【実施時期】

2月中をメド

II 住宅ローン債権、不動産を裏付けとする資産担保証券 (ABS) を適格担保に加える

【適格基準】

- 裏付け資産に信用度があること
- ABSの仕組みが適正であること
- 「AAA」格相当の格付けを取得していること

【市場規模】

5,200億円 (このうち適格基準に見合うのは3,000億-4,000億円)

【実施時期】

遅くとも3月半ばまで

III 住宅ローン債権を裏付けとするABSなどのうち、満期以前に元本の一部が分割償還される「パススルー債券」などについても適格担保に加える。ただし担保価額は残存元本の85%とする

▽国債買いオペの対象銘柄の選定ルールの見直し

I 買い入れ対象銘柄を従来の「利付国債のうち、発行後1年以内のものを除いた分」から「発行後1年以内のものうち、発行年限別の直近発行2銘柄を除いた分」に変更

【実施時期】

1月17日から

▽手形オペの対象金融機関の選定方式の見直し

I 手形買い (全店買い入れ) オペの対象先を選定する頻度を、従来の「年1回」から「随時」に変更

【実施時期】

2月初めから公募開始、3月中旬をメドにオペへの参加開始

II 手形買い (本店買い入れ) オペの対象先を選定する基準に「手形買い (全店買い入れ) オペの落札実績」を追加

【実施時期】

次回選定 (5月ごろ) から適用予定

〔出所〕『日経金融新聞』2002年1月17日

銀のオペ対象資産や適格担保を拡充した (図表3参照)。

日銀の国債買いオペ対象銘柄の変更は、財政法第5条の空洞化を意味する。従来であれば、買いオペ対象は発行後1年を経過した国債であったが、今回の改正によって、直近発行2銘柄の除く新発債が買いオペの対象に追加された。新発債が日銀の買いオペ対象となったということは、今回の改正によって事実上、国債の日銀引受発行が可能になったということである。しかも今日発行されている国債の圧倒的部分は赤字国債であるから、今回の改正で赤字国債の日銀引受発行が開始されたことになる。

事実上の赤字国債日銀引受発行が可能になった時点で、日銀の国債買いオペ額が拡大される。平成14年1月17日にオペ対象銘柄の制約が撤廃されると、翌月の2月28日には日銀の国債買い切りオペ額が月額8,000億円から1兆円に拡大された。買いオペ額は更に拡大されて10月31日には1兆円から1兆2,000億円となった。かくして、財政法第5条の国債日銀引受発行の禁止規定は、財政法第4条の赤字国債禁止規定と共に、完全に空文化されたのである。

3. 国債償還のルールと赤字国債の借換債発行

国債の償還については、明確なルールが定められていた。すなわち、建設国債は60年償還ルール、赤字国債は現金償還というルールである。60年償還ルールは、次のような考えに基づくものである。「国債の満期到来額のうち、どれだけを現金償還し、どれだけを借り換えるかについては、わが国においては、60年間で全体として現金償還し終えるという60年償還ルールの考え方が採られている。これは、戦後の公債政

策の導入に際して、建設公債の発行見合い資産の平均的な効用発揮年数を60年と見て、この期間内に現金償還し終えるという考え方で採用されたものである¹⁾。他方、赤字国債は経常支出に充当されるから、現金償還が原則であった。赤字国債は特例法によって発行される。その発行根拠法で赤字国債の借換を禁止していたのである。赤字国債が大量に発行される昭和50年代の特例公債法を見ると、赤字国債については「国債償還のための起債は行わないものとする」と借換禁止規定が定められている²⁾。

ところが、赤字国債の現金償還ルールは昭和59年に放棄された。そして、60年から建設国債と同一の償還ルールが適用されることになったのである。財政制度審議会は昭和59年12月に「国債の償還等に関する諸問題の中間報告」を発表し、その中で赤字国債の償還について次のように述べている。「特例公債の償還については、4条公債と同様のいわゆる60年償還ルールによることが現実的選択としてやむを得ないと考える³⁾」。この報告に基づいて、昭和59年度の特例公債法に定められていた借換禁止規定が削除された。以後、今日に至るまで、赤字国債発行の根拠法において借換禁止規定は存在しない。赤字国債は建設国債と同様、60年償還ルールが適用されているのである。

前述したように、今日の国債発行は赤字国債が圧倒的である。赤字国債償還のための赤字国債が発行されているのである。これは、実質的な財政破綻というべきであろう。

4. 財政規律の喪失と拡大する政府債務残高

国債発行の立憲的制約は、財政規律を守る砦であった。財政法第4条は国債発行を制限禁止

し、建設国債の原則と赤字国債の発行禁止を定めていた。財政法第5条では国債の日銀引受発行を禁止し、国債市中公募の原則を定めていた。国債償還については赤字国債と建設国債を区別し、赤字国債の償還は現金償還がルールとなっていた。更に、歳入債と融通債の区別、新規債と借換債の区別、減債基金制度等、国債の分類や償還と借換方式は国債発行を抑制する日本固有の立憲的制約であった。

しかしながら、前述したように、こうした厳しい立憲的制約は空文化されてしまった。そして、財政規律は完全に喪失され、政府債務は膨張を続けている。財務省の「わが国の財政事情について」（平成14年12月）によると、国及び地方の長期政府債務残高は705兆円、対GDP比は141.2%となっている。諸外国の政府債務残高と日本を比較すると、平成8年以降、諸外国は減少しているのに対して、日本だけが増加を続け政府債務残高の対GDPも未踏の高水準に達した。図表4は、長期政府債務高のうち普通国債だけをみたものである。発行残高は平成6年度には200兆円台となり、平成11年度には300兆円台、平成14年度には400兆円台となっている。平成15年度には500兆円台に入ることが予定されている。国債残高の増加と共に、対GDPも平成3年の36.2%が平成14年には83.4%になった。

政府債務の膨張は税収不足という循環的な要因だけでなく、構造的な財政赤字によるものである。図表5は財政赤字の要因を循環的要因と構造的要因に分解したものである。これを見ると、バブルの崩壊と共に財政赤字が拡大したこと、財政赤字の圧倒的部分が構造的な財政赤字だということがわかる。財政赤字の主たる原因は税収入の不足によるのではなく、財政規律を

図表 4 国債残高等の推移

(単位 億円, %)

年 度	国債残高	建設国債	赤字国債	国債残高の 対 GDP 比	国債費 (当初)	うち利払費 (当初)	一般会計に 占める国債 費の割合	一般会計に 占める利払 費の割合
昭和51(1976)	220,767	165,838	54,929	12.9	16,647	13,289	6.9	5.5
52(1977)	319,024	216,489	102,535	16.8	23,487	19,316	8.2	6.8
53(1978)	426,158	279,686	146,472	20.4	32,227	26,280	9.4	7.7
54(1979)	562,513	351,855	210,658	25.0	40,784	33,398	10.6	8.7
55(1980)	705,098	422,527	282,571	28.4	53,104	44,173	12.5	10.4
56(1981)	822,734	493,571	329,163	31.2	66,542	55,653	14.2	11.9
57(1982)	964,822	561,521	403,301	34.8	78,299	64,650	15.8	13.0
58(1983)	1,096,947	626,348	470,599	37.9	81,925	79,050	16.3	15.7
59(1984)	1,216,936	686,190	530,746	39.3	91,551	88,657	18.1	17.5
60(1985)	1,344,314	752,493	591,821	40.7	102,242	98,785	19.5	18.8
61(1986)	1,451,267	814,062	637,205	42.1	113,195	106,048	20.9	19.6
62(1987)	1,518,093	865,384	652,709	41.9	113,335	109,428	20.9	20.2
63(1988)	1,567,803	913,532	654,272	40.4	115,120	110,827	20.3	19.5
平成1(1989)	1,609,100	968,199	640,901	38.6	116,649	111,321	19.3	18.4
2(1990)	1,663,379	1,018,182	639,977	36.9	142,886	110,694	21.6	16.7
3(1991)	1,716,473	1,075,155	635,660	36.2	160,360	119,301	22.8	17.0
4(1992)	1,783,681	1,157,661	625,255	36.9	164,473	121,257	22.8	16.8
5(1993)	1,925,398	1,314,634	610,597	39.5	154,423	116,614	21.3	16.1
6(1994)	2,066,046	1,423,774	608,582	42.0	143,602	115,875	19.6	15.9
7(1995)	2,251,847	1,576,921	613,237	44.9	132,213	116,505	18.6	16.4
8(1996)	2,446,581	1,677,811	688,306	47.5	163,752	117,031	21.8	15.6
9(1997)	2,579,875	1,749,080	750,389	49.6	168,023	116,821	21.7	15.1
10(1998)	2,952,491	1,874,064	880,528	57.5	172,628	115,892	22.2	14.9
11(1999)	3,316,687	1,971,893	1,111,627	64.5	198,319	113,682	24.2	13.9
12(2000)	3,675,574	2,091,146	1,351,406	71.6	219,653	107,432	25.8	12.6
13(2001)	3,954,530	2,163,885	1,557,456	79.0	171,705	104,023	20.8	12.6
14(2002)	4,139,632	2,149,814	1,753,526	83.4	166,712	95,944	20.5	11.8

(注) 1) 国債残高については、12年度までは実績、13年度は補正、14年度は当初見込み額。

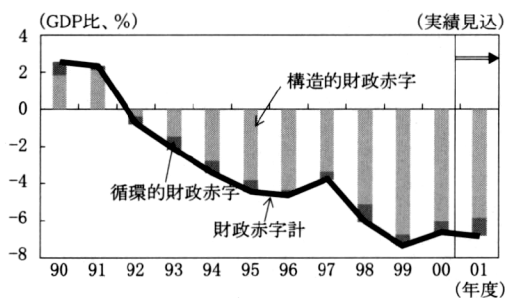
2) 『平成14年度版財政データブック』より作成。

喪失した歳出構造にあることを示している。従って、例え景気が回復しても財政規律を回復しない限り、政府債務は膨張を続けることになる。

では、膨張した政府債務を維持していくことが可能だろうか。平成13年版の『経済財政白書』(内閣府編)は、この点について次のように解説している。「今後の財政赤字の維持可能性を測る一つの目安として、公債残高の名目 GDP 比が将来において増加を続け、発散してしまうような財政運営を行っていないか、とい

う基準が考えられる。債務残高が GDP で発散しないようにするためには、新たな借金の伸び率を当該年度の名目 GDP のより低く抑える必要がある。これは、名目利率と名目 GDP 成長率が等しいという前提が成り立てば、プライマリー・バランスをゼロ(均衡)ないし黒字とすることによって達成できる」。そして、プライマリー・バランスの均衡の意味について解説した上で、次のように結論している⁴⁾。「国民経済計算ベースでみた国と地方の合計のプライマリー・バランスは、92年度以降赤字となって

図表5 一般政府の循環的・構造的財政収支



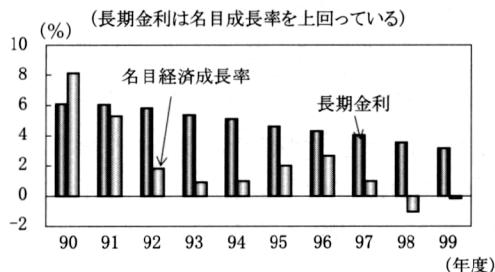
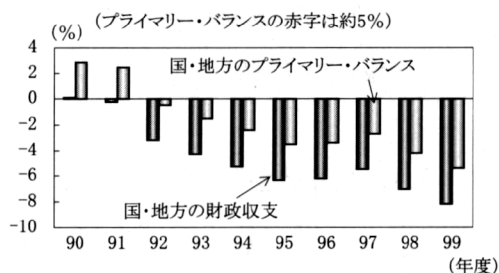
〔出所〕内閣府編『経済財政白書』（平成14年版）

おり、かつその赤字は拡大傾向にあり、99年度でGDP比約5%の赤字となっている（図表6参照）。なお、前述したように国と地方の財政赤字（GDP比）は、99年度で8.2%であった。90年代を通じてネットの利払費GDP比約2～3%で安定的に推移していたが、税収の落ち込みと歳出の拡大で、プライマリー・バランスの赤字は拡大してきた。なお、90年代に利払費が安定しているのは、債務残高は増加しているが、この間、名目金利が低下したためである。さらには、98年度以降長期金利の水準が低位（1～2%程度）で安定する一方、名目GDP成長率がマイナスになっており、長期金利が成長率を上回っているため、現状では、仮にプライマリー・バランスが均衡しても、債務残高のGDP比が増加する状況にある。以上のように、我が国の財政は、プライマリー・バランスで大幅な赤字となっているうえ、現状では名目金利が名目成長率を上回っており、現在の状態が続けば、債務残高は発散・拡大を続け、将来的には我が国財政は破綻する⁵⁾。

以上にみてきたように、平成13年版の経済財政白書は、現在の状況が続けば必ず日本の財政は破綻する、と鋭く警告しているのである。

空文化した国債発行の立憲的制約と政府債務残高の累増によって、日本の国債はリスクゼロ

図表6 国・地方のプライマリー・バランス



〔出所〕『経済財政白書』平成13年版

ではなくなった。アメリカの格付け会社ムーディーズは、平成14年5月31日、日本の国債の格付けをAa3からA2に2段階引き下げた。同時に、ムーディーズは日本の国債についてスペシャル・コメントを公表した。スペシャル・コメントでは「日本の公的債務がどの程度になれば危機ないしデフォルトが起こると考えているのか」という問に対して、次のように答えている。「日本は国際的に見ても非常に高い水準の国内債務を維持していくことができるものとムーディーズはみているものの、どの国でも、債務が維持不可能な水準というものがある。ただし、その水準は予測が難しい。日本の債務は間もなく過去に経験しなかった水準となり、未踏の領域に入る。どの水準になれば危機が発生し、どのような影響が生じるかを予測することは不可能である。明らかなのは、公的債務が増えるに従って、危機が発生するリスクが高まるということである。公的債務動向に転換の兆しがみられなければ、そのようなリスクが高まっていることを格付けに反映させる」⁶⁾。

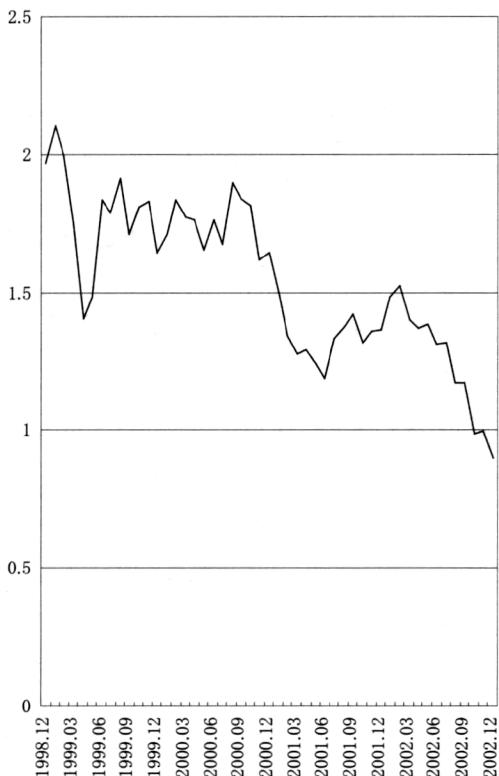
Ⅱ. 日銀の超金融緩和政策と 国債価格維持政策

1. なぜ、国債相場は堅調か

格付け会社が日本国債の格付けの引下げを開始したのは平成10年（1998）からである。ムーディーズは平成10年4月3日、日本国債の格付けを「安定的」からネガティブに変更し、7月23日は引下げ方向で見直すと発表し、平成10年11月17日になってAaaからAa1に引き下げた。ムーディーズが格付けの引下げを開始した平成10年は、前掲図表2で見たように、国債の大増発が始まる年である。国債発行額は前年の18兆円から34兆円に倍増し、国債依存度は23.5%から40.3%に跳ね上がった。後述するように、この時点からムーディーズだけでなくスタンダード&プアやフィッチ等の格付け会社も同様に格付け引下げを開始する。そして、平成14年5月31日、ムーディーズは日本国債の格付けを一挙にAa3からA2と2段階引き下げた。この引下によって日本の国債格付けはイタリアよりも3段階低くなり、日本が経済援助を行っている国と同じ水準、或いは、それ以下の水準になったのである。

国債の格付けが大幅に引き下げられると、本来ならば、国債相場は下落し、国債の利回りは上昇するはずのものである。ところが、格付けの引下にもかかわらず、国債相場には全く影響がなかった。相場に悪影響を与えなかったばかりか、逆に、国債相場はその後、一段と活況を呈していく。国債売買高は増加し、売買回転率は高まり、金融機関を中心とする活発な国債売買が続いている。図表7は、この間の10年物国

図表7 長期国債(10年物)新発債利回りの推移(%)



債応募者利回りの推移を見たものである。この図によって、まず、国債の格付け引下げは国債相場に全く影響を与えていないことがわかる。平成10年（1999年）11月以降、長期国債の利回りはほぼ一貫して低下を続けている。次に、一貫して低下を続けているとはいえず、平成14年（2002年）の低下は特に顕著である。平成14年2月の長期国債利回りは1.525%であったが、9月には1.175%になり、10月には0.985%に低下した。以後、一貫して低下を続け11月0.985%、12月0.9%、平成15年1月30日の長期国債市場利回りは0.75%にまで低下した。これまでの最低水準は平成10年（1998年）10月の0.775%であったが、これは瞬間風速であった。今回の水準はこれを下回り、かつ、継続的に低下を続けている点に特徴がある。長期国債金利はこ

の1年間で1.525%から0.75%へと、金利水準は実に5割も下がったのである。

では、なぜ、格付けの引下にも係らず国債相場の活況が続いているのだろうか。なぜ、国債の利回りは上昇することなく、逆に、低下しているのだろうか。また、平成14年以後、とりわけ平成14年10月以降の異常とも云える国債利回りの低下は、何故、生じたのであろうか。

その理由は、まず、デフレであり投資先を持たない遊休資金の存在である。この数年、銀行貸出は対前年比マイナスが続いている。銀行貸出は対前年度比マイナスであるにもかかわらず、銀行預金は増加を続けている。投資対象を持たない資金が国債市場に向うのは当然であろう。国債の格付けが引き下げられたとはいえ、巨額の資金を運用する市場は国債以外に無い。株式市場は低迷し、資産市場では資産デフレとなっているからである。資金が国債市場へ流入すれば、国債利回りは下落する。図表7でみたように、格付け引下げ後も国債流通利回りが低下を続けるのは、デフレと遊休資金の存在である。

とはいえ、平成14年の国債流通利回り、特に10月以降の利回り低下は、デフレと遊休資金の存在からだけでは説明できない。僅か1年間で利回り水準が5割も低下し、かつ、史上空前の低利回りが継続しているのである。なぜ、異常とも云える利回り低下が続いているのだろうか。銀行の資産に対する経費率は約1%と言われている⁷⁾。従って、利回りが1%以下となれば、利回り採算だけでは国債保有のインセティブは無いはずである。にもかかわらず、国債市場が活況を呈している理由はどこにあるのだろうか。

遊休資金の存在とデフレが国債市場の活況を支えていることには間違いない。しかしなが

ら、日本銀行の超金融緩和政策によって国債消化資金が供給されていること、日本銀行の長期国債買入によって国債相場が支えられていること、この点に格段の注意を払う必要がある。日本銀行は、平成11年2月、ゼロ金利政策を導入し、平成13年3月には量的緩和政策に転換し超金融緩和政策を続けている。そして、量的緩和政策によって銀行に国債消化資金を供給している。更に、長期国債の買いオペ額を増額し、買いオペ額を増額するために従来の買いオペ対象銘柄の制約を撤廃した。平成14年1月17日、日本銀行は直近2銘柄を除く新発債をオペ対象に加えたのである。そして、同年10月31日、長期国債の買いオペ額を月額1兆2,000億円に拡大した。長期国債の利回りはこの決定と同時に1%の水準を下回り始める。日銀が長期国債の買いオペ額を増額すれば国債相場に影響を与える。金融機関は買いオペによって国債相場が上昇すると予想し、キャピタルゲインを追及するために国債投資を活発に行うようになる。金融機関は利回り採算ではなくキャピタルゲインを追求する国債の回転売買、超短期の売買を行うから、例えば国債の利回りが銀行資産の経費率を下回っても国債投資を積極的に行う。長期国債の買いオペ増額は、日本銀行による国債価格維持政策となっているのである。以下では、日本銀行と国債市場の危険な関係、大きな危機を内包する日本銀行の政策について検討していきたい。

2. 超金融緩和政策と国債消化資金の供給

日本銀行はデフレ対策のため超金融緩和政策を進めている。まず、消費者物価の対前年比がマイナスとなりデフレ局面に入った平成11年2

図表8 ゼロ金利政策から量的緩和政策への転換

年 月 日		政 策 の 内 容	理 由 (日銀の発表文より抜粋)
超低金利政策	1998年 9月9日	無担保コール翌日物金利の誘導目標を「公定歩合(年0.5%)をやや下回る水準」から年0.25%に引き下げ	経済がデフレスパイラルに陥ることを未然に防止し、景気悪化に歯止めをかけることをより確実にする
	1999年 2月12日	無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%から0.15%に引き下げ(ゼロ金利政策導入)	先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にする
	2000年 8月11日	無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.15%から0.25%に引き上げ(ゼロ金利政策解除)	かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払しょくが展望できるような情勢」に至った
	2001年 2月9日	公定歩合を0.5%から0.35%に引き下げ	金融面から景気回復を支援する力を強化する
	2001年 2月28日	無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%から0.15%に引き下げ、公定歩合を0.35%から0.25%に引き下げ	海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている
量的緩和政策	2001年 3月19日	日銀当座預金残高の目標を5兆円とする量的緩和策開始	通常では行われないような、思いきった金融緩和に踏み切ることが必要と判断
	2001年 8月14日	日銀当座預金残高の目標を5兆円から6兆円に引き上げ、長期国債の買い入れを月4,000億円から月6,000億円に増額	輸出と生産の大幅な減少を主因に、景気調整が一段と深まっている
	2001年 9月18日	日銀当座預金残高の目標を6兆円から「6兆円を上回る」に引き上げ、公定歩合を0.25%から0.10%に引き下げ	同時多発テロ事件が内外の金融資本市場や实体经济活動にどのような影響を与えていくのか、引き続き細心の注意をもって見守っていく必要がある
	2001年 12月19日	日銀当座預金残高の目標を「6兆円を上回る」から「10-15兆円」に引き上げ、長期国債の買い入れを月6,000億円から月8,000億円に増額	金融市場では株価やCP、社債の発行金利について信用度の違いを反映した格差が広がるなど、金融機関や投資家の姿勢が慎重化している
	2002年 2月28日	年度末に向けて当座預金残高目標(10-15兆円)にかかわらず、流動性需要の増大に応じ、一層潤沢な資金供給を行う。長期国債の買い入れを月8,000億円から月1兆円に増額	年度末を控え、流動性需要がさらに高まる可能性がある。金融市場の安定確保に万全を期すことは、デフレスパイラルに陥ることを未然に防ぎ、景気の持続的回復を目指すうえで、極めて重要

〔出所〕『日経金融新聞』2002年3月1日

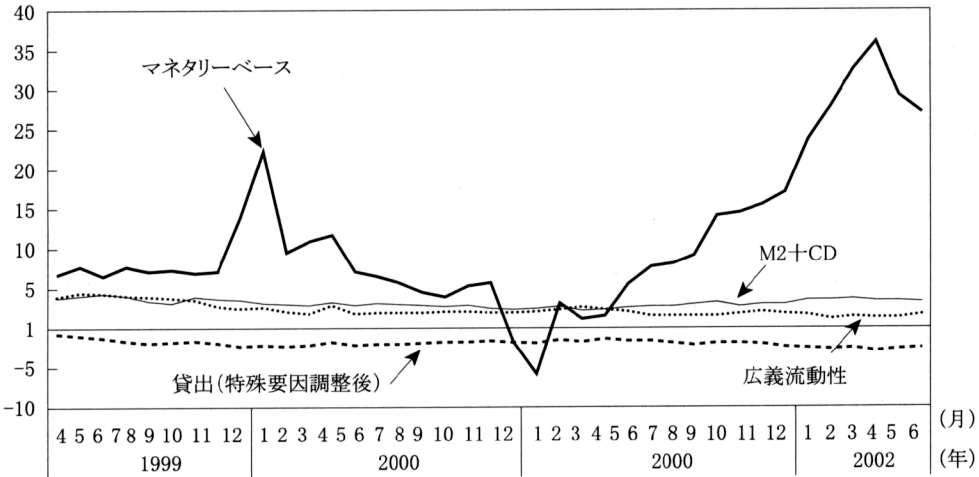
月、日本銀行はデフレ対策のためゼロ金利政策を導入した。ゼロ金利政策とは、日本銀行の説明によると「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート・オーバーナイト物をできるだけ低めに推移する(=取引手数料を除くベースでゼロ%近傍で推移する)ように促す」というものである。ゼロ金利政策導入後、図表8でみるように、公定歩合も0.5%から0.35%に、さらに0.25%にまで引き下げられ

た。

平成13年3月19日、日本銀行は金融緩和を更に進めるため超低金利政策から量的緩和政策へ転換した(図表8参照)。日本銀行は、「通常では行われないような思いきった金融緩和が必要」と宣言し、日銀当座預金残高の目標を引上げることによって金融緩和を一段と促進するというものである。この量的緩和政策を維持する期間は「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継

図表9 高い伸び率を示したマネタリーベースと低い伸び率にとどまったマネーサプライ

(前年比、%)



〔出所〕内閣府編『経済財政白書』平成14年版、72頁

続する」とし、単にコールレート・オーバーナイト物の金利のみならず、より長めの金利も低下誘導することを目標としている。消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続けると宣言したので、これは金融緩和の時間軸効果と言われている。

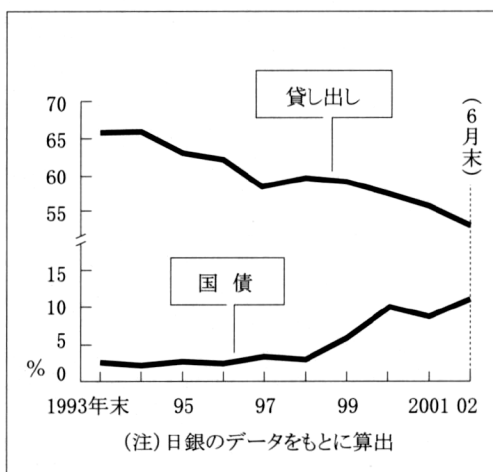
日銀当座預金残高目標の引上げによって金融緩和が実現するプロセスは、いささか複雑である。このプロセスを見てみよう。日銀当座預金とは、金融機関が日本銀行に保有している当座預金（出し入れが自由な無利子の預金）のことである。日本銀行当座預金は、主として(1)金融機関が他の金融機関や日本銀行、あるいは国と取引を行う場合の決済手段、(2)金融機関が個人や企業に支払う現金通貨の支払準備、(3)準備預金制度の対象となっている金融機関の準備預金、という3つの役割を果たしている⁸⁾。日本銀行が金融機関に資金を供給する場合、この当座預金を介して行われるが、金融機関は法定準備以上の準備預金を保有しようとはしない。法定準備を上回る準備預金については圧縮しようとする。

何故なら、当座預金は無利子の預金であり収益を産まないからである。法定準備預金はほぼ4兆円であるから、これを上回る額については、有利運用の圧力が金融機関に働く。有利運用の圧力が働けば、金融機関はこの資金を民間貸出に向けるであろうからマネーサプライの増加が期待される。量的金融緩和政策は、この効果を期待して導入されたのである。

日銀当座預金残高目標は、平成13年3月に4兆円から5兆円に引上げられた。その後、8月には6兆円に、12月には10兆～15兆円に、そして、平成14年10月31日には20兆円にまで残高目標は引上げられた。

日銀当座預金や日銀券、流通貨幣はベース・マネーである。マネタリーベースが増加すると、通常であれば、マネーサプライが増加するはずである。銀行貸出等を通じて、企業などの非金融部門へ資金が流れていくはずのものである。ところが、企業の資金需要が生まれなから、ベースマネーが増加してもマネーサプライは増加しない。図表9は、ここ数年間のマネタ

図表10 都銀の資産に占める貸し出しと国債の比率



〔出所〕『日本経済新聞』2002年8月21日

リベースーとマネーサプライの関係をみたものである。量的緩和政策に転換した平成13年3月以降、マネタリベースーは急増している。マネタリベースーの伸び率は平成13年3月の前年比1.2%増から、平成14年6月には対前年比27.6%増にまで上昇した。ところが、マネーサプライはこの間、2.5%から3.4%の上昇にとどまっている。『経済財政白書』では、この点を次のように説明している。「ペイオフ解禁や経営統合等への対応もあったが、加えて、量的緩和政策によって供給されたマネタリベースーが、信用創造プロセスに十分に回っていないことが影響していると考えられる。その背景には、(1)企業部門が過剰債務の解消の一環として、銀行から借入れを返済していることや、(2)銀行部門がリスク許容力の低下のために、リスクの高い企業への貸出を削減していることが考えられる。このように、マネーサプライが低い伸び率にとどまった背景には、資産構成において現金が選好されたり、銀行貸出が減少したこと等によって信用創造機能が十分に働かなかったことが考えられる」⁹⁾。

では、金融機関は資金を何処で運用しているのだろうか。国債投資である。図表10は、都銀の資産に占める貸出と国債の比率をみたものである。貸出の比率は一貫して減少しているが、ゼロ金利政策が採用された平成11年(1999年)以降、都銀の資産に占める国債の比率は上昇していることがわかる。

国債市場が活況を呈し、金融機関が積極的に国債投資に向っているのは、単に遊休資金が存在するからだけではない。日銀の超金融緩和政策によって、国債消化資金が金融機関に供給されているからである。日銀の量的緩和政策は、さらに、国債相場の変動という不安から金融機関を解放し、安心して国債投資に向うことの出来る条件を整えた。すなわち、量的金融緩和と一体化した日銀の長期国債買いオペ増額である。以下で見ていこう。

3. 長期国債の買いオペと国債価格維持政策

日銀の量的緩和政策は長期国債の買いオペ増額と密接に関連している。量的金融緩和は当座預金残高目標の引上げることであったが、当座預金残高は日銀の買いオペ額を増額すれば目標額を上げることができる。日本銀行が金融機関から長期国債を買い増せば、その資金は日銀当座預金に振り込まれ、当座預金残高が増えていくのである。量的金融緩和政策に移行した平成13年3月以降、図表11でみるように、当座預金残高目標は次々の引上げられていく。同時に、日銀の長期国債買いオペ額も拡大されていった。

しかし、日銀が買いオペで吸収する国債には限度がある。というのは、財政法第5条を守るために、日銀買いオペ対象銘柄の国債は発行後

図表11 日銀当座預金残高と長期国債買いオペ額の拡大

	金融政策誘導 目標	無担保コール 翌日物(%)	当座預金残高 目標(兆円)	国債買い入れ 月額(兆円)
2001年 2月	無担保コール 翌日物金利	0,25 → 0,15	4兆 誘導目標を変更	4,000億
3月	当座預金残高	0,15 → 実質ゼロ	4兆 → 5兆	4,000億
8月		実質ゼロ	5兆 → 6兆	4,000億 → 6,000億
9月		実質ゼロ	6兆 → 6兆以上	6,000億
12月		実質ゼロ	6兆以上 → 10~15兆	6,000億 → 8,000億
2002年 2月		実質ゼロ	10~15兆	6,000億 → 1兆

〔出所〕『日経金融新聞』2002年3月1日

1年を経過した国債に限定されていたからである。当座預金残高目標を更に引上げるには、買いオペ対象銘柄の制限が障害になった。そこで、平成14年1月17日、買いオペ対象銘柄の制限が撤廃され、直近発行2銘柄を除く新規債が新たに買いオペ対象銘柄に追加されたのである。追加対象となる長期国債の市場残高は47兆円に達する¹⁰⁾。図表12でみるように、オペ対象の拡充策として資産担保コマーシャルペーパーABCPや不動産を裏づけとするABS等も拡充されたが、その額は僅かで国債が圧倒的である。日銀は長期国債の買いオペ額を拡大するためオペ対象銘柄の制約条件を撤廃したのである。

オペ対象を拡大することによって、当座預金残高目標を更に引上げることが可能になった。この制限撤廃がいかに重大な意味を持つか、こ

図表12 日銀オペの拡充策

	オペ拡充の内容	追加対象となる 資産の市場残高	実施日
長期国債	買い入れオペの 対象銘柄拡大	47兆円	1月17日
ABCP	CPオペの対象 や手形オペの担 保に加える	2,000億円程度	2月中めど
不動産を裏 付けとする ABSなど	手形オペの担保 に加える	3,000億 →4,000億円	遅くとも3 月半ばまで

〔注〕長期国債の買い入れは、月間8,000億円ずつ実施する
ルールを別途定めている

〔出所〕『日本経済新聞』2002年1月17日

の点については前述した。オペ対象銘柄制限の撤廃と共に、長期国債買入額は更に増額されていく。平成14年2月には日銀の長期国債買入は月額8,000億円から1兆円に拡大され、更に、10月31日には国債買入額は1兆2,000億円に拡大され、当座預金残高目標も20兆円に引上げられた。

日銀の国債買いオペ額の増加によって、日銀の国債保有額は激増していく。図表13は、量的緩和政策が始まった平成13年の第1四半期から14年の第3四半期までの間、国債保有構造を機関別にみたものである。この間、国債残高は約100兆円増加した。この増加分の引受先が日本銀行、郵便貯金、一般政府であり、それぞれの機関がおよそ三分の一ずつ保有額を増加させている。増加分は全て、民間部門ではなく、日本銀行と公的資金によって保有されている点に注目すべきである。民間金融機関の保有額は全く変動していない。金融機関の国債投資は活発であるが、金融機関は購入した国債を長期保有することなく、日銀に売却しているから保有額が変動しない。家計部門は僅かに増加しているが、海外は逆に減少している。保有割合をみると、日本銀行は11.6%から15.5%へ、郵便貯金は6.4%から12.4%へ、一般政府は3.4%から

図表13 機関別国債保有構造：四半期ベース

(単位：億円)

	01/1Q	01/2Q	01/3Q	01/4Q	02/1Q	02/2Q	02/3Q
金融機関	3,556,200	3,651,576	3,751,785	3,859,710	4,035,966	4,175,891	4,306,854
中央銀行	473,900	591,537	648,498	669,833	700,916	730,202	782,307
公的部門	1,362,285	1,371,600	1,411,217	1,540,267	1,655,603	1,689,290	1,736,037
郵便貯金	260,861	300,415	338,543	446,241	541,538	581,494	624,416
簡易保険	293,987	299,416	323,617	361,901	397,789	403,801	427,045
財政融資資金	772,659	766,489	740,118	726,628	709,136	698,033	675,564
政府系金融機関	34,778	5,280	8,939	5,497	7,140	5,962	9,012
民間部門	1,720,015	1,688,439	1,692,070	1,649,610	1,679,447	1,756,399	1,788,510
銀行等	945,557	808,149	815,550	816,883	867,325	908,781	949,569
国内銀行	622,300	516,289	505,367	489,711	518,579	595,990	624,151
合同信託運用	672	515	1,989	1,361	84	317	18
生・損保・共済	342,419	359,845	373,126	392,861	390,439	415,150	422,406
民間生命保険	215,737	224,570	236,170	245,514	240,721	259,443	259,620
民間損害保険	12,605	15,173	15,862	17,920	17,056	18,365	21,591
共済保険	114,077	120,102	121,094	129,427	132,662	137,342	141,195
年金基金	177,313	185,342	186,953	187,937	200,033	197,934	198,146
その他金融仲介機関	249,872	328,941	309,833	244,548	215,897	230,918	215,125
非仲介型金融機関	4,182	5,647	4,619	6,020	5,669	3,299	3,246
非金融法人企業	12,183	11,992	11,896	18,093	13,232	11,309	12,926
一般政府	138,147	202,136	229,114	264,626	293,651	323,604	349,052
社会保障基金	134,967	199,409	226,731	262,415	291,852	320,057	346,331
家計	101,398	107,139	108,577	114,796	123,808	129,668	130,845
対家計民間非営利団体	36,555	41,995	44,043	44,856	55,994	60,821	60,705
海外	242,951	236,107	224,776	216,125	167,147	175,437	184,875
計	4,087,434	4,250,945	4,370,191	4,518,206	4,689,798	4,876,730	5,045,257

(単位：%)

金融機関	87.0	85.9	85.8	85.4	86.1	85.6	85.4
中央銀行	11.6	13.9	14.8	14.8	14.9	15.0	15.5
公的部門	33.3	32.3	32.3	34.1	35.3	34.6	34.4
郵便貯金	6.4	7.1	7.7	9.9	11.5	11.9	12.4
簡易保険	7.2	7.0	7.4	8.0	8.5	8.3	8.5
財政融資資金	18.9	18.0	16.9	16.1	15.1	14.3	13.4
政府系金融機関	0.9	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
民間部門	42.1	39.7	38.7	36.5	35.8	36.0	35.4
銀行等	23.1	19.0	18.7	18.1	18.5	18.6	18.8
国内銀行	15.2	12.1	11.6	10.8	11.1	12.2	12.4
合同信託運用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
生・損保・共済	8.4	8.5	8.5	8.7	8.3	8.5	8.4
民間生命保険	5.3	5.3	5.4	5.4	5.1	5.3	5.1
民間損害保険	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
共済保険	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8
年金基金	4.3	4.4	4.3	4.2	4.3	4.1	3.9
その他金融仲介機関	6.1	7.7	7.1	5.4	4.6	4.7	4.3
非仲介型金融機関	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
非金融法人企業	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
一般政府	3.4	4.8	5.2	5.9	6.3	6.6	6.9
社会保障基金	3.3	4.7	5.2	5.8	6.2	6.6	6.9
家計	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6
対家計民間非営利団体	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
海外	5.9	5.6	5.1	4.8	3.6	3.6	3.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

〔出所〕日銀資金循環統計より作成

6.9%へ、それぞれ保有割合が激増している。郵便貯金や一般政府が限度一杯まで国債を購入した後、日本銀行は金融機関から長期国債を買いオペによって吸収しているのである。

国債増発部分が公的資金によって吸収され、更にその上で日本銀行が民間金融機関から国債を買い取ることになれば、国債相場は安定していく。長期国債の買いオペ額の増額が決定された平成14年10月31日、長期国債の利回りは1%割れの0.985%まで低下した¹¹⁾。そして、前掲図表7でみたように、新発10年物国債の利回りは1%以下の水準で安定的に推移することになったのである。

以上の分析から、長期国債買いオペ額の増額は国債相場に決定的な影響を与えていることがわかる。今日の国債相場は日銀によって支えられ、国債買いオペは長期国債の価格維持政策となっているのである。

4. 高橋財政と現局面の比較

今日の日銀のデフレ対策と昭和初期の高橋財政のデフレ対策は多くの点で共通している。先ず、高橋財政からみていこう。国債の日銀引受発行を創意工夫したのは高橋蔵相である。昭和6年末に大蔵大臣となった高橋是清は金解禁後のデフレ対策に取り組み、国債発行によって有効需要を創出し、物価下落に歯止めをかけ、金融緩和をすすめるようとした。しかし、「財界萎靡」、「金融窮屈」のため、市中公募で国債を発行することができなかった。そこで、昭和7年11月、国債の日銀引受発行という世界に例を見ない「新規軸」を工夫したのである。日銀が国債を引き受け、政府資金が市中に散布された頃を見計らって日銀が保有国債を市中で売却する、この方式であれば市中公募と同じである。

市中公募であれば、まず、市中から資金を吸収することになり金融が逼迫するが、この方式であれば金融逼迫は生じない。従って、この方式は「新規軸」と評価されたのである。そして、この方式は「通貨補充」に役立ち、「国債発行を容易」にし、「金利水準を低下」する「一石三鳥の妙手」とされたのである¹²⁾。高橋政策はリフレ政策と言われ、金解禁の井上デフレ政策によって急落した物価水準を以前の状態に戻すものであった。

留意すべき点は、高橋蔵相は国債の日銀引受発行を臨時的措置であり、あくまで「一時の便法」としていた点である。深井英五は『回顧七十年』で次のように述懐している。

「日本銀行国債引受発行の方法は著しき効果を挙げたが、高橋氏は当初より之を一時の便法と称して居た。即ち之を財政の常道とするのではなく、金融梗塞の結果国債公募の困難なる際に財政上の必要を充たすと同時に、日本銀行資金の注入により購買力を増加し、萎靡せる産業に刺激を与ふる為の臨時措置に過ぎないと云う意味である。随して産業の振興に伴う政府収入の増加と財政の調整とにより、漸次に歳入の欠陥を減少し、日本銀行の引受による国債の発行を解消せんことを期した。……昭和9年及び10年度の予算編成にそれが実現した」¹³⁾。

この間の主要経済指標を見ると、昭和9年から10年にかけて鉱工業生産指数は90.6から100へ、卸売物価指数は97から99.4へ、実質国民総支出は昭和6年の139から10年には166へ上昇している。また、銀行貸出金対前年比は9年までマイナスが続いていたが、10年にはプラスに転じている¹⁴⁾。デフレギャップが解消した時点で、高橋蔵相は国債発行予定額を減額し、海軍の軍事費を削減したのである。高橋蔵相が2・

26事件の悲劇の犠牲となった根本理由はこの点にある。高橋蔵相は昭和財政を守る最後の守護神といえる。

平成13年3月19日、日銀の超金融緩和政策は低金利政策から量的緩和政策に転換した。デフレ対策のため、短期金利だけでなく長期金利の引き下げも視野に入れた金融緩和政策である。この転換は「通常では行われないような思いきった金融緩和」政策であった。平成14年1月17日には、日銀の国債買いオペ対象銘柄の制約が撤廃され、事実上の国債日銀引受発行が可能になった。日銀当座預金残高目標が次々と引上げられ、同時に、日銀の長期国債買いオペ額も引上げられている。銀行貸出の対前年比はマイナスとなっている今日、ベースマネーの供給を拡大してもマネーサプライが増加するはずが無い。それでも、数パーセントとはいえマネーサプライの増加が名目成長率を上回っているのは、財政資金が市中に散布されているからであり、量的緩和政策が一応の効果を発揮しているからだと思われる。

この量的緩和政策には「時間軸効果」、「コミットメント効果」という歯止めがある。量的緩和政策は無限に続けるのではなく、消費者物価指数が安定するまでの間、「消費者物価指数の前年比上場率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」という約束がなされている。従って、日本銀行は量的緩和政策を「窮余の一策」、「一時の便方」として扱っているのであろう。

しかし、ここで問題となるのはインフレターゲット論である。デフレ対策としてのリフレ対策であれば、中央銀行の独立性は維持されよう。だが、現在取り上げられているインフレターゲット論は誤解があり、様々の難問があり、更には金融政策が財政政策の侍女となる危

険がある。まず、諸外国で採用されたインフレターゲットはデフレ対策ではない。インフレターゲットはデフレ対策ではなくインフレ対策であり、高進するインフレを抑えてインフレ率を低率に誘導する政策である。日本での議論はデフレ対策としてインフレターゲットが持ち出され諸外国の経験が引き合いに出されているが、これは大きな誤解と言わねばならない。次に、インフレ率の操作可能性である。議論されているインフレターゲットの意味は必ずしも明確ではないが、ある一定水準まで物価上昇を誘導する、ある水準を超えれば物価上昇を停止する、このように理解してみよう。この操作が果たして現実に可能か、という問題である。この操作誘導過程は理論的に不明確である。さらに、インフレターゲット論の名目で日銀資金による歯止め無き国債増発の危機を内包している。今日の国債市場の活況、国債相場は日銀資金によって維持されている。前述したように、日銀の国債買いオペによって国債価格が維持されているのである。こうした状況の下でインフレターゲット論を採用すれば、国債無制限発行に道を開き、国債暴落の危機を潜在化させていくことになるだろう。

Ⅲ. 国債市場の不安定要因

——国債満期構成の短期化と

低利国債の累増——

1. 急激な国債満期構成の短期化

日本の国債市場に潜在化する危機は、国債発行の立憲的制約の空文化や日本銀行と国債市場の危険な関係にとどまらない。国債の満期構成が急激に短期化していること、更に、低利国債

図表14 国債発行額（市中消化分）の年限別推移（実績ベース）

（収入金ベース，単位：億円，％）

平成	長期債		中期債		短期債		合 計		平均年限
	10年以上	割合	2～6年	割合	1年以上	割合		割合	
6年度	136,553	43.5	67,837	21.6	109,604	34.9	313,994	100.0	5年10カ月
7年度	145,083	40.0	96,978	26.7	120,638	33.3	362,699	100.0	5年9カ月
8年度	148,000	44.8	57,433	17.4	125,001	37.8	330,434	100.0	6年0カ月
9年度	149,210	42.9	70,300	20.2	128,026	36.8	347,536	100.0	5年10カ月
10年度	205,000	40.4	131,900	26.0	170,076	33.5	506,976	100.0	5年10カ月
11年度	180,061	26.9	218,974	32.7	269,794	40.3	668,828	100.0	4年9カ月
12年度	221,883	27.7	283,003	35.4	295,660	36.9	800,546	100.0	5年0カ月
13年度 (当初)	272,000	30.2	363,000	40.4	264,184	29.4	899,184	100.0	5年4カ月
13年度 (補正後)	278,000	30.5	371,000	40.7	263,417	28.9	912,417	100.0	5年5カ月
14年度 (当初案)	318,000	30.3	423,527	40.4	306,451	29.2	1,047,978	100.0	5年6カ月

〔出所〕財務省ホームページ。

の累増は金利上昇時に巨額の評価損を発生させるといふこと、この二つの要因が更なる国債市場の不安定要因となっている。まず、満期構成の短期化について検討する。

図表14は、国債の満期構成を年限別に分類し、その変化の推移をみたものである。バブル崩壊後の平成6年度から赤字国債の発行が再開された。その時から今日までの間、市中消化の国債満期構成に大きな変化が観察される。まず、長期国債の割合は表でみるように当初の43.5%から30%にまで激減していることである。長期債は10年債、15年変動利付債、20年債、30年債があるが、長期債の中心は10年債である。ここでは煩雑になるため個々の長期国債の満期構成を示していないが、10年債については、平成6年度から14年度までの間、38.9%から20.6%にまで半減している。1年以下の短期債も34.9%から29.2%に減少しているが発行額

は11年度以降ほぼ一定して、ここでの変化はそれほど大きなものではない。問題は2年債と5年債を中心とする中期債の激増である。その比率は21.6%から40.4%と倍増している点である。平成6年度以降、国債の満期構成が急激に短期化しているのである。

では、なぜ、満期構成が短期化したのだろうか。教科書的に考えると、金融緩和期には長期債を発行し、金融逼迫期には短期債を発行すれば、財政負担を軽減することができる。ところが、現実には逆の選択がなされている。これは、何故であろうか。金融機関が10年債の消化を忌避するようになったからである。10年債はシ団引受によって発行されが、今日のシ団引受発行は嘗ての強制割当発行とは異なり限りなく公募発行に近い。シ団の中心である金融機関は、国債暴落のリスクを回避するため10年債を忌避するのである。ディリバティブが発達して

いる今日、信じられないことであるが、金融機関は保有国債のヘッジ手段がない。国債発行額があまりに巨額で、ヘッジを受ける市場が存在しないからである。国債の市場価格は残存期間が長いほど、価格変動幅が大きくなる。このため、金融機関は長期国債ではなく中期債を選好するようになったのである。満期構成は新規債よりも借換債がより短期化している。こうした変化の意味することは、今日では10年債の発行が困難となったということ、そして、価格変動のより少ない中期債を発行せざるを得なくなったということである。

急激な満期構成の短期化は様々のリスクを伴う。まず、借換債の円滑な発行が困難になる。国債償還は60年ルールに基づいているから、満期構成が短期化すると借換債の発行が集中して円滑な借換が困難になる。とはいえ、最大の問題は財政負担が増大するリスクである。超金融緩和政策によって短期金利はほぼゼロになった。中期債の中核である2年債の利回りは0.1%、5年債の利回りは0.3%に過ぎない。ゼロ金利の状態が継続するのであれば問題は無かろう。しかし、現在の状態が永遠に継続することはない。その場合、国債の利回りが上昇すれば、直ちに財政負担増となって跳ね返ってくるのである。

ムーディーズは、平成14年5月12日、前述したように日本国債の格付けを一挙に2段階引き下げた。同時に、日本国債に関するスペシャルレポートを発表し、国債満期構成の短期化もデフォルトである、と次のように述べている。「格付け会社のデフォルトの定義は、一般的定義よりずっと広い。ムーディーズが定義するデフォルトは様々な形態をとりうる。当初の契約への変更、証券の満期構造の変化、銀行システ

ム内にとどまらない強制的な債券交換、財務省証券のみを対象とした税の導入、財務省証券に対する資本課税などである」¹⁵⁾。平成14年11月21日には、フィッチ・レーティングスも日本国債の格付けをAAからAA マイナスに引き下げた。引下げ理由を説明したりレポートの中で、満期構成の短期についても次のように伝えている。「信用力の急速な悪化を招く要因としては、債務残存期間の漸進的な短縮や金融仲介システムに対する懸念の高まり、そしてデフレの大幅な進行等が挙げられる。現在のところ、貯蓄プールから政府への資金の流入を食い止め、公的債務のファイナンスの危機を招くような預金や資本の逃避リスクは小さいものの、政府が大手銀行の破綻に対して時宜に即した適切な対処を怠った場合、国債の信用力は阻害されることになるだろう。こうしたリスクは今後数年のうちに顕在化しないものと思われるが、現在の景気低迷や財政問題への対策が実施されなければ、2005年以降にかかるリスクが増大することも考えられる」¹⁶⁾。

ムーディーズやフィッチ・レーティングは、いずれも国債満期構成の短期化をデフォルトに含めている。こうした定義からするなら、日本の国債はデフォルトが始まろうとしている、ということになるのだろう。

2. 市場価格の変動と低金利国債のリスク

日本の国債は、今日、史上空前の低利率で発行されている。平成15年1月21日の長期国債10年物は0.805%にまで低下した¹⁷⁾。1月30日の国債利回りは0.75%を記録し、連続して史上空前の低金利水準を更新している¹⁸⁾。新規発行の長期国債が1%以下の水準で発行されるように

図表15 国債利率の相違による市場価格変動の相違

国債市場 利回りの 上昇率	利率6.1%国債の価格変動（残存期間10年・額面100円）			利率1%国債の価格変動（残存期間10年・額面100円）		
	市場利回り	市場価格	下落額	市場利回り	市場価格	下落額
0%	6.1%	100円00銭	0円0銭	1%	100円00銭	0円0銭
1%	7.1%	94円15銭	5円85銭	2%	91円65銭	8円35銭
2%	8.1%	88円95銭	11円05銭	3%	84円62銭	15円38銭
3%	9.1%	84円29銭	15円71銭	4%	78円57銭	21円43銭
4%	10.1%	80円09銭	19円91銭	5%	73円33銭	26円67銭
5%	11.1%	76円30銭	25円30銭	6%	68円75銭	31円25銭

なったのである。市中消化額が100兆円を超える巨額の国債が、かかる低金利水準で発行されたことは、日本の歴史でも世界の歴史でも、その例を他に見ることができない。

国債は確定利付の債券である。確定利付であるから、市場金利が変動すると、国債の市場価格が変動する。市場金利が上昇すれば、国債の市場価格は下落する。ここでの問題は単に国債価格の下落の問題だけでなく、史上空前の低利国債の価格下落がどのような影響を与えるか、という点である。何故なら、国債利率の相違によって、国債価格の下落幅が全く異なるからである。

利付国債の市場価格は、次の式によって求められる。

$$\begin{aligned} \text{利付債の市場価格} &= \frac{\text{額面} + \text{クーポン}(\%) \times \text{残存期間}(\text{年})}{1 + \frac{\text{流通利回り}(\%) \times \text{残存期間}(\text{年})}{100}} \\ &= \frac{\text{償還金} + \text{年間利息} \times \text{残存期間}(\text{年})}{1 + \text{年間収益率} \times \text{残存期間}(\text{年})} \end{aligned}$$

この算式から解かることは、流通利回りの変動によって市場価格が変動する場合、市場価格の変動幅は、クーポン・レート（利率）と残存期間の二つによって大きく異なる、ということである。

具体例をあげて、この点を確認してみよう。

図表15は、クーポンレートの相違によって市場価格の変動が異なることを例示したものである。ここでは、残存期間はいずれも10年と仮定し、クーポン・レート6.1%国債と1%国債を比較している。表をみると、クーポン・レートが6.1%の国債は市場利回りが1%上昇して7.1%になると、市場価格は94円15銭となり、評価損は5円85銭となる。一方、クーポン・レートが1%の国債は市場利回りが1%上昇すると、市場価格は91円65銭となり、評価損は8円35銭となる。このように、市場利回りが1%上昇しても、クーポン・レートの違いによって市場価格の変動は異なり、低クーポンの国債ほど、国債相場下落幅が大きいことがわかる。ここでは、残存期間を10年と仮定したが、残存期間が短期間となれば、価格変動幅小さくなることは算式によって明らかである。（注記：利付債の市場価格変動の計算式や図表15の作成については、佐藤昇『債券投資とリスク』（証券経済学会第57回全国大会報告）から、ご教示をえた）。

3. 国債評価損の仮定計算

国債市場を不安定にしている要因は、史上空前の低利国債の発行が続き、かつ、低利国債発行残高が累増していることである。図表15で検討したように、低利国債の市場金利が上昇する

と、国債相場は急落して巨額の国債評価損が発生する。仮に現在、市場金利が上昇に転じて国債利回りが上昇した場合、国債評価損は具体的にどれほど発生するだろうか。評価損を正確に算出することは困難である。発行されている国債銘柄は多数にのぼり、各種銘柄の残存期間や発行利率はそれぞれ異なり、発行残高も異なるからである。また、国債相場の変動が経済主体に与える影響についても、多様な国債の保有構造が明らかでないと、計算することができない。しかし、多くの制約はあっても、荒っぽい推定計算は可能である。国債発行残高を一種類の国債と仮定し、平均残存期間と利率加重平均を求めて、国債相場の変動による評価損を推計する方法である。この方式による推計も発行残高や平均残存期間、利率加重平均は同一時点の数値が必要である。だが、同一時点の統計資料はない。そこで、可能な限り現時点に近い係数を渉猟して推計を試みることにする。

①発行残高：財務省のホームページでは平成14年度末の国債発行残高を499兆円としている（見込み）。内訳は普通国債414兆円、財投債76兆円である。この数字が現時点では最も新しいと思われるので発行残高を499兆円とする。

②平均残存期間：普通国債残高の残存期間別内訳については、財務省のホームページで平成13年3月末時点の内訳が公表されている。平成13年3月末の平均残存期間は5年2ヶ月である。しかし財務省「日本国債ニュースレター」平成14年10月号では、平成14年6月現在の平均残存期間は4年11ヶ月となっている。そこで、国債

残高の平均残存期間を4年11ヶ月とした。なお、毎年の国債市中消化分については、平成元年以降、年限別推移と平均年限が財務省のホームページに掲載されている。これによると、平成14年度については5年6ヶ月となっている（前掲図表14）。しかし、この平均年限は新規債の平均年限であって残高の平均年限ではない。

③利率加重平均：平成13年3月末時点の「国債の利率別現在額と残高合計に占める割合、及び利率加重平均」は財務省のホームページで公表されている。それによると、利率加重平均は2.68%となっている。ここでは、この数字を採用した。なお、利率加重平均の各年ごとの推移も、昭和50年度から平成13年3月末時点まで、一覧するデーターが財務省のホームページで公表されている。

試算の前提条件については、可能な限り公表された最新のデーターを渉猟してみた。以下では、市場価格100円、残存期間4年11ヶ月、利率加重平均2.68%、発行残高499兆円、この国債は市場利回りの上昇によって市場価格はどの程度下落するか、また、評価損はどの程度か、さらに、銀行や機関投資家など、国債保有の経済主体に生じる評価損はどの程度か、仮定計算を試みる。

図表16は、上記の前提で市場価格の変動と評価損を推定したものである。国債の市場利回りが1%上昇して3.68%になると、市場価格は95円84銭となり4円16銭の価格下落になる。国債相場の下落によって時価総額は499兆円から478

図表16 国債市場価格の変動と評価損（仮定計算その1）

国債市場利回りの上昇率	利率加重平均2.68%国債の価格変動 (残存期間4年11ヶ月・額面100円)			国債残高499兆円の評価損	
	市場利回り	市場価格	下落額	時価総額	評価損
0%	2.68	100円00銭	0円0銭	499兆円	0兆円
1%	3.68	95円84銭	4円16銭	478兆円	21兆円
2%	4.68	92円01銭	7円99銭	459兆円	40兆円
3%	5.68	88円42銭	11円58銭	441兆円	58兆円
4%	6.68	85円09銭	14円91銭	425兆円	74兆円
5%	7.68	82円01銭	17円99銭	409兆円	90兆円

図表17 経済主体別に見る国債評価損の推定（仮定計算その2）

	保有比率(%)	経済主体別評価損(兆円)				
経済主体別\合計	100.0	21.0	40.0	58.0	74.0	90.0
金融機関	85.4	17.9	34.2	49.5	63.2	76.9
中央銀行	15.5	3.3	6.2	9.0	11.5	14.0
公的部門	34.4	7.2	13.8	20.0	25.5	31.0
郵便貯金	12.4	2.6	5.0	7.2	9.2	11.2
簡易保険	8.5	1.8	3.4	4.9	6.3	7.7
財政融資資金	13.4	2.8	5.4	7.8	9.9	12.1
民間部門	35.4	7.4	14.2	20.5	26.2	31.9
銀行等	18.8	3.9	7.5	10.9	13.9	16.9
生・損保・共済	8.4	1.8	3.4	4.9	6.2	7.6
年金基金	3.9	0.8	1.6	2.3	2.9	3.5
その他金融仲介機関	4.3	0.9	1.7	2.5	3.2	3.9
非金融法人企業	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
一般政府	6.9	1.4	2.8	4.0	5.1	6.2
家計	2.6	0.5	1.0	1.5	1.9	2.3
対家計民間非営利団体	1.2	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1
海外	3.7	0.8	1.5	2.1	2.7	3.3

（注）保有比率は平成14年第3四半期 日銀資金循環時計より作成。前掲表7を参照
評価損は前掲表10より

兆円に減少し、評価損は21兆円に達する。以下、国債の市場利回りが2%上昇すると評価損は40兆円、3%では58兆円、4%では74兆円、5%では90兆円となる。平成14年度の国債費（当初予算）は16.7兆円であった。また、一般会計規模は81.2兆円であった。この数字と国債評価損を比較すると、国債の市場利回りが1%

上昇しただけで今年度の国債費を上回り、評価損は一般会計の26%に相当する。

図表17は、国債の相場が下がると、銀行等の各経済主体にどの程度の評価損が発生するかを仮定計算したものである。各経済主体の国債保有比率は、日銀の資金循環統計に基づいている。ただし、資金循環統計の国債は内国債以外

の国債も含まれている。例えば平成14年第3四半期の国債残高は504兆円で、ここで採用している内国債499兆円の数値と一致しない。しかし、これは無視可能な数値である。図表17からわかるように、市場利回りが1%上昇して21兆円の国債評価損が発生すれば、中央銀行は3.3兆円、郵便貯金は2.6兆円、民間金融機関は7.4兆円の評価損が発生する。国債の市場利回りが上昇を続け、例えば5%上昇すれば、民間金融機関には32兆円の評価損が発生することになる。

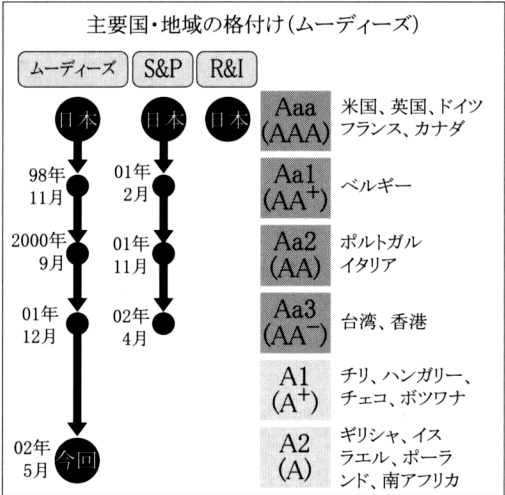
以上の計算は、様々の仮定を前提にした大まかな計算である。とはいえ、この仮定計算で重要な点は、利率加重平均である。長期国債の利回りは日銀の量的緩和以降、傾向的に低下を続け、昨年秋から1%を下回っている。5年物国債は0.3%、2年物国債は0.1%である。先の仮定計算では利率加重平均を2.68%としたが、現実には更に低くなっているはずである。従って、市場利回りの上昇による国債評価損は、利率加重平均が低下した分だけ増額し、図表16、17よりも更に巨額の評価損が発生することになる。

IV. 国債格付けの政治経済学

1. 格付け会社による日本国債格付けの引下

格付け会社が日本国債の格付けの引下げを開始したのは平成10年からである。前述したように、ムーディーズは平成10年4月3日、日本国債の格付けを「安定的」からネガティブに変更し、7月23日は引下げ方向で見直すと発表し、格付けをAaaからAa1に引き下げたのは11月

図表18 日本国債の格付引下げと経済力



各国の「経済力」の比較

	政府債務の GDP 比 (%, 2002年 の予測値)	一人当たり GDP (ドル)	外貨準備高 (億ドル)
米 国	58.0	35,619	691
英 国	50.9	23,887	401
ド イ ツ	62.5	22,704	856
フ ラ ンス	65.4	21,361	653
カ ナ ダ	95.1	22,768	349
イ タ リ ア	105.2	18,604	485
韓 国	16.5	8,658	1,050
チ ェ コ	数値なし	4,942	160
ボ ツ ワ ナ	数値なし	1,883	56
イスラエル	数値なし	16,807	233
ギ リ シ ャ	97.6	11,372	131
日 本	141.5	37,546	4,067

〔出所〕『日本経済新聞』2002年6月1日

17日のことである。ムーディーズが格付けの引下げを開始した平成10年は、前掲図表2で見たように、国債発行額は前年の18兆円から34兆円に倍増し、国債依存度は23.5%から40.3%に跳ね上がった年である。国債大增発は平成10年から始まるが、格付け会社の日本国債の格付け引下げも同じく平成10年から始まる。ムーディーズだけでなく、スタンダード&プアやフィッチ等の格付け会社も格付け引き下げを開始したのである。

平成14年5月31日、ムーディーズは日本国債の格付けを一挙にAa3からA2と2段階引き下げた。図表18で見ると、この水準は先進国中で最低であり、また、日本が経済援助をしている諸国よりも低い水準である。ムーディーズはプレスリリースで引下げ理由を次のように理由を説明している。今回の引下げは「日本政府の現在および今後予想される経済政策では、国内債務状況の持続的悪化に対して十分に歯止めをかけることができないとのムーディーズの結論に基づくものである。日本の一般政府債務は、どの指標でみても戦後の先進諸国に例を見ない水準に近づく予想されるため、『未踏の領域』に入りつつある」¹⁹⁾。プレスリリースに加えて、「日本の金融政策のジレンマと財政苦境」(2002年3月)、「日本の外貨建ておよび自国建て債務のソブリンリスク」(2002年5月)、「日本：格付け会社の見方・2002年」(2002年5月)等のスペシャルレポートで引下げ理由を説明している。

ムーディーズと相前後して、スタンダード&プアは平成14年4月15日、日本国債をAA-からAAマイナスへ引き下げた。5月7日には日本国債に関するフル・レポートを発表し、「スタンダード&プアは、日本の一般政府赤字が今後数年間は国内総生産(GDP)比8%台で推移するとみている。成長見通しは引き続き弱含みであるため、現在の財政スタンスの持続は不可能であろう。調整が遅れば、インフレによって財政債務を一部実質負担軽減(マネタイゼーション)しない限り、一般政府債務をGDP比で200%以下に抑えるのは難しい状況にある」²⁰⁾とコメントしている。9月20日には格付けは据え置いたものの、アウトルックは引き続きネガティブにした。フィッチも6月25日、

日本国債に関するスペシャル・レポート「日本のソブリン格付け—基本的理解の手引き」を発表した。その中で次のように述べている。「日本はOECD諸国の中で最大の公的債務を抱えており、債務残高は今後近い将来にわたり増加を続けると思われることから、もはやAAA格付け国とはいえない。政府であっても予算制約を免れることはできず、現在の公的債務の水準は維持不可能なものである」、「日本の信用力は、容赦なく増大を続ける公的債務残高、デフレおよび非常に脆弱な国内経済を背景に、徐々に悪化している。フィッチでは現在の動向を踏まえ、公的債務残高の対GDP比率が2001年末時点の147%に対し、2008年までに同200%に上昇するものと予想している²¹⁾」。そして、11月21日、フィッチは国債格付けをAAからAAマイナスに引き下げた。格付け会社はいずれも、国債残高の激増と財政規律の喪失が国債格付け引下げの最大の理由であると指摘しているのである。

2. 格付け引下げに対する財務省の反論

財務省は国債の格付け引下げは不当であるとして格付け会社に反論を行った。財務省の反論は平成14年4月、5月、7月と引き続き行われた²²⁾。特に7月のムーディーズに対する反論では、ムーディーズの格付け引下げは「損害賠償の対象」にもなるとしている。格付け会社は民間の会社であり、ひとつの観点にすぎない。にもかかわらず、民間会社にこうした反論を行うのも異例のことであろう。反論の概要は財務省のホームページに公開されているが、繰り返行われた反論は、以下で見る「外国格付け会社宛意見要旨」(平成14年4月30日)で要点が示されている。

外国格付け会社宛意見要旨

(平成14年 4月30日 財務省)

1. 貴社による日本国債の格付けについては、当方としては日本経済の強固なファンダメンタルズを考えると既に低過ぎ、更なる格下げは根拠を欠くと考えている。貴社の格付け判定は、従来より定性的な説明が大宗である一方、客観的な基準を欠き、これは、格付けの信頼性にも関わる大きな問題と考えている。

従って、以下の諸点に関し、貴社の考え方を具体的・定量的に明らかにされたい。

- (1) 日・米など先進国の自国通貨建て国債のデフォルトは考えられない。デフォルトとして如何なる事態を想定しているのか

- (2) 格付けは財政状態のみならず、広い経済全体の文脈、特に経済のファンダメンタルズを考慮し、総合的に判断されるべきである。例えば、以下の要素をどのように評価しているのか

- ・マクロ的に見れば、日本は世界最大の貯蓄超過国
- ・その結果、国債はほとんど国内で極めて低金利で安定的に消化されている
- ・日本は世界最大の経常黒字国、債権国であり、外貨準備も世界最高

- (3) 各国間の格付けの整合性に疑問。次のような例はどのように説明されるのか。

- ・一人当たりのGDPが日本の1/3でかつ大きな経常赤字国でも、日本よ

り格付けが高い国がある

- ・1976年のボンド危機とIMF借入れの僅か2年後(1978年)に発行された英国の外債や双子の赤字の持続性が疑問視された1980年代半ばの米国債はAAA格を維持した。
- ・日本国債がシングルAに格下げされれば、日本より経済のファンダメンタルズではるかに格差のある新興市場国と同格付けとなる。

2. 以上の疑問の提示は、日本政府が改革について真剣ではないということでは全くない。政府は実際、財政構造改革をはじめとする各般の構造改革を真摯に遂行している。同時に、格付けについて、市場はより客観性・透明性の高い方法論や基準を必要としている。

意見要旨に見るように、財務省の反論の要点は日本経済のファンダメンタルズにある。ファンダメンタルズからみれば、日本国債の格付けはトリプルA、というものである。日本の外貨建て債務のシーリングについては、平成14年5月のムーディーズの格付けではダブルAに据え置かれたが、同年10月、ダブルAからトリプルAに引き上げられた。財務省の反論が有効だったのだろうか。問題は国内債の格付けである。財務省はトリプルAと主張し、格付け会社はトリプルAではない、と主張する。格付け会社の主張と財務省の反論はどのように理解すべきなのか。

3. 公私混同した財務省の反論

格付けを巡る論争を検討するには、まず、国債の二つの側面を明確に区別することが必要で

あろう。国債は政府債務と金融資産という二つの側面を持っている。国債は財政資金を調達するために発行される。従って、まず、国債は政府債務である。ここで重要な問題は、国債は政府の借金であって国民の借金ではない、ということである。政府の借金と国民の借金とは別個のものであり、懐勘定は同じでない。日本の場合、国債の元利償還は国債整理基金特別会計を通じて行われる。元利償還のため一般会計から予算繰り入れが行われ、政府所有の NTT 株などの売却資金も組み入れられる。日本経済のファンダメンタルズが如何なるものであれ、また、貯蓄大国であれ、政府の借金は政府の収入の中から政府が返済せねばならない。ファンダメンタルズや国民貯蓄は政府の所有物ではないのである。

国債のもう一つの側面は、金融資産としての国債である。国債は市場流動性が高い金融資産である。しかし、国民に国債購入の義務はない。以前には、政府は国債を強制的に発行することができた。第二次世界大戦中、日本では国債の強制割当発行が行われた。戦後においても、昭和50年代の中頃まではシ団引受発行による国債強制割当発行が行われた。だが、今日では国債強制割当発行は不可能になった。国債市場の自由化が進み、国債は主として公募方式で発行される。シ団引受発行方式についても、国債市場の自由化進展と共に、限りなく公募発行方式に近づいてきた。シ団発行方式の性質が変化したのである。国債を購入する国民にあっては、国債を買う自由と買わない自由がある。国債の購入は国債の信用度と市場流動性に依存している。従って、如何に日本経済のファンダメンタルが良くても、また、如何に日本が貯蓄大国であっても、その資金が国債投資に向うとい

う保障は無い。国債に対する信用が失われると、国債が購入されるはずがない。財務省の反論は公私混同の議論であり、国債強制割当発行が可能であった過去の議論である。

では、国債の格付けにとって何が決定的に重要な点なのだろうか。国債は政府の債務であった。格付けとは元利償還に対する信頼度を示すものだから、この場合、国債の格付けにとって最重要点は、国債の元利償還に対する信頼度である。ムーディーズの日本国債格付け責任者であるトム・バーン氏は、この点に関し「ムーディーズが格付けで最も重視するのは、政府債務の対国内総生産（GDP）比と対歳入比の二つだ」²³⁾と述べている。

デフォルトの定義については、冒頭で紹介したように、格付け会社の定義は一般的定義よりも遥かに広い。ムーディーズは「当初の契約への変更、証券の満期構造の変化、銀行システム内にとどまらない強制的な債券交換、財務省証券のみを対象とした税の導入、財務省証券に対する資本課税」をあげている²⁴⁾。また、スペシャル・コメントでも「ムーディーズでは債券のデフォルトを、利払・元本返済の懈怠もしくは遅延、と定義している」²⁵⁾と述べている。一般に格付け会社のデフォルトの定義は、債務不履行という限定された法的意味ではなく、さらに広範な意味で使用されている。

財務省の反論と格付け会社の主張は、かみ合った論争になっていない。格付け会社は政府債務としての国債を問題として、その債務が約束どおり支払われるか、滞りなく約束が果たされるかを問題にしている。財務省の反論は、この点に関する反論となっていない。反論は国債の二つの側面を区別せず、政府の借金を国民の借金とすり替えて反論しているのである。財務

省の反論は、公私混同の議論であろう。

4. 国債格付けの政治経済学

日本の国債市場は、今日、重大な危機に直面している。前述してきたように、まず、国債発行段階についてみると、国債発行の立憲的制約は空文化し、その結果、財政規律が完全に喪失された。事実上、赤字国債の日銀引受発行が可能になったのである。国債流通段階では、日銀の量的緩和政策によって国債消化資金が市場に潤沢に供給され、日銀の長期国債買いオペ額の拡大によって国債相場は維持されている。日銀の長期国債買いオペ額が増額されると同時に、長期国債の応募者利回りは急激に低下し史上空前の低利水準になった。日銀当座預金残高目標を引上げてベースマネーを供給しても、民間部門で資金需要が生まれないからマネーサプライは増加しない。金融機関は日銀によって供給される資金を国債に投資しているからである。今日の国債市場の活況は、日銀によって支えられていると言っても過言ではない。

国債の満期構造をみると、この数年間に急速に短期化している。金融機関は国債投資に向っているが、保有する国債をヘッジする市場がない。そこで、金融機関は国債のリスクを最小限にするため長期国債でなく中期国債投資に向う。このため、長期国債の増発が困難となり、その結果、国債の満期構成が急速に短期化しているのである。満期構成の短期化は発行額が巨額であるから円滑な国債借換を困難にする。更に重要な点は金利上昇時に国債費を急増させることになる。超金融緩和政策によって中短期債は限りなくゼロ金利に近い水準で発行されているが、金利が上昇すると借換国債の金利も上昇して、金利上昇分が直ちに財政負担増となる。

国債満期構成の急速な短期化は国債市場の不安定要因である。

国債市場の不安定要因は、さらに、低利国債の市場価格変動である。確定利付の国債は市場利回りが上昇すると国債相場は下落するが、低率国債ほど国債価格の下落幅が大きい。超金融緩和政策によって長期国債は史上空前の低利水準で発行されているが、この状態は永遠に続くものではない。市場金利が上昇すると国債相場は大幅に下落して、巨額の評価損を発生させる。試算してみると、国債の市場利回りが1%上昇しただけで平成14年度の国債費を遥かに上回る評価損が発生するのである。

このようにみえてくると、日本の国債市場は大きな危機に直面し、その危機は深く静かに潜在化している、と言う事ができよう。国債暴落の危機については、これを否定することはできない。日本経済の潜在成長力や政治の安定による徴税権の確保、貨幣発行大権を考えると、国債の元利償還が不可能になる事態は想定しにくい。とはいえ、問題は如何なる元利償還なのか、とうことであろう。戦時中に発行された戦時国債は、西ドイツでは無償切捨てとなり償還されなかったが、日本では全額が有償償還された。ただし、激しい戦後インフレによって実質的には償還切捨てであった。

日本の国債市場がこのような危機に直面している時、そして、日本国債の信用度が問われている時、財務省の国債格付けを巡る論争はどのような意味を持っているのか。格付け会社は日本国債の信用度、元利償還の確実性を問題にした。財務省の反論は政府の借金を国民の借金に置き換え、元利償還の確実性をファンダメンタルズの問題に置きかえてしまった。皮肉なことに、財務省の同じホームページで国債の宣伝

が行われ、国民的アイドルによって「国債って、いいかも」「貯蓄の先を、見つめていきます。」というキャッチコピーが紹介されている。更に今日、財務省は再びインフレターゲット論を持ち出し、デフレ対策のため日銀国債買いオペの増額要求を持ち出した。国債格付けを巡る論争は政治経済学の問題となっている。こうした危機意識の欠如が国債市場の最大の危機だと言わねばなるまい。

注

- 1) 松川隆志編『国債』大蔵財務協会、平成2年、282頁。
- 2) 館龍一郎監修、財政政策研究会編『これからの財政と国債発行』大蔵財務協会、昭和60年、38頁。
- 3) 館龍一郎監修、財政政策研究会編『これからの財政と国債発行』大蔵財務協会、昭和60年、243頁。
- 4) プライマリー・バランスについては、次のように説明されている。「プライマリー・バランス（プライマリー財政収支）とは、「借入を除く税収入等の歳入」から、「過去の借金に対する元利支払いを除いた歳出」を差し引いた財政収支のことである。プライマリー・バランスが均衡している場合は、過去の借金の元利支払い以外の出費は、税収等で賄い新たな借金に頼らないということの意味する。つまり、ある年の新たな借金は、過去の借金の元利支払いのためだけに使われる。もし名目経済成長率と名目利子率が等しい状況が続けば、プライマリー・バランスの均衡を維持することによって、債務残高とGDPの比が現状水準に保たれ、政府債務が無限に発散してしまうことは避けられる」『経済財政白書』平成13年版、144頁。
- 5) 『経済財政白書』平成13年版、144頁。
- 6) ムーディーズ・ジャパン「日本の外貨建ておよび自国通貨建て債務のソブリンリスク」2002年5月。
- 7) 『日本経済新聞』、2003年1月22日。
- 8) 日本銀行ホームページ、用語解説参照。
- 9) 内閣府編『財政経済白書』平成14年版、73頁。
- 10) 『日本経済新聞』、2002年1月17日。
- 11) 『日本経済新聞』、2002年11月1日。
- 12) 深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』昭和13年、

『日本金融史資料』昭和編第20巻所収644-645頁、667-668頁参照。

- 13) 深井英五『回顧七十年』昭和16年、『日本金融史資料』昭和編第20巻所収、668頁。
- 14) 詳しくは拙著『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、昭和52年、76-90頁を参照されたい。
- 15) ムーディーズ・ジャパン「日本の外貨建ておよび自国通貨建て債務のソブリンリスク」2002年5月、2頁。
- 16) フィッチ・レーティングス、2002年11月21日、原文『FITCH DOWNGRADES JAPANESE GOVERNMENT BONDS』。
- 17) 『日本経済新聞』2003年1月22日。
- 18) 『日本経済新聞』2003年1月31日。
- 19) ニュース「ムーディーズ、日本政府の円建て債務格付けをA2に引下げ、外貨建て債務の格付けAa1は変更なし」ムーディーズ・ジャパン ホームページより。
- 20) 「ソブリン格付け：日本（フル・レポート）」（2002年5月7日）スタンダード&プアのホームページより。
- 21) フィッチ・レーティング「特別レポート：日本のソブリン格付け—基本理解への手引き」（2002年6月25日）、フィッチ・レーティングのホームページより。
- 22) 財務省の格付け会社に対する反論は、次の4回行われた。
 - ・2000年4月30日（Moody's・Fitch・S&P宛）。
 - 「外国格付け会社宛意見書（4月26日）要旨について」
 - ・2002年5月23日（Moody's・Fitch宛）。
 - 「外国格付け会社宛意見書への回答に対する5月22日付再質問書（大要）について」
 - ・2002年5月31日（S&P宛）。
 - 「外国格付け会社宛意見書への回答に対する5月30日付再質問書（大要）について」
 - ・2002年7月25日（Moody's宛）。
 - 「外国格付け会社宛意見書への回答に対する7月23日付再質問書（大要）について」
- 23) 『日本経済新聞』2002年6月1日。
- 24) ムーディーズ・ジャパン「日本の外貨建ておよび自国通貨建て債務のソブリンリスク」2002年5月。
- 25) ムーディーズ・ジャパン（スペシャルコメント）「ムーディーズのソブリン格付け—レーティング・ガイド」1999年5月、2頁。

（甲南大学経済学部教授・当研究所客員研究員）