

日本国債の格付について

小 林 和 子

要 旨

民間社債の格付の歴史が約100年、分析の経験を蓄積して格付が活用されるようになって30～40年であるのに対して、国債の格付は1930年代から約70年、注目されるようになったのはようやく1980年代から90年代である。日本国債に関してはさらに遅れて、国内で関心と呼ぶに至ったのは1998年の急激な引下げ以後であろう。

国債格付の目的（不履行リスクの評価、カントリー・シーリングの設定）を肯定すれば、これを不要だとする論者はいないだろう。しかし、それ以外の点では現状の国債格付にはどうしても好意的な評価を与えることができない。国債格付の手法はまだ確立されているとはいえ、格付の性格も寡占的格付会社による非依頼格付で、一方の海外機関投資家の過剰な警戒心理を反映はするが、他方の発行主体である対象国の分析が十分であるとはいえない。このアンバランスは日本国債格付について端的に意見書と回答のやり取りの形で示された。本稿では日本国債論争をめぐる諸研究を踏まえて、国債格付の特殊性を明らかにし、近代日本の国債には形式的にはデフォルトの事例がないことをみる。

目 次

- | | |
|--------------------------|-----------------------|
| はじめに | 2. 格付会社の「意見」としての格付の意味 |
| I. 日本国債格付の推移 | 3. 国債のデフォルトとは |
| 1. 1998年～2004年の日本国債格付の推移 | III. 近代日本の国家債務処理 |
| 2. 日本国債格付に関する議論 | 1. 明治維新前の旧債務の処理 |
| 3. 国債格付の枠組み | 2. 太平洋戦争前・戦時債務の処理 |
| II. 国債格付の特殊性 | 結び——国債を活用しうる金融市場へ |
| 1. 国債発行主体の破綻の可能性 | |

はじめに

本源的証券である株式と債券の発行には、商法会社法及び証券取引法が法的な基礎を提供しており、これに従うことなくして証券の発行を行うことはできない。発行者にとって自己資本となる株式の場合にはこれから発行される証券、あるいはすでに発行された証券を含めて発行済み証券の、将来収益の見通しが投資家の投資判断要因になるが、これを目論見書その他の勧誘書類に確定的な表現で提示することはできない。法定の書類が示す諸種の情報から投資決定の判断をするのは投資家の自己責任である。これに対して発行者にとって借入金である債券の場合には、市場における発行に際して株式と同様の法的書類以外に、元利償還確保のための、何らかの拠り所が原則として必要とされる。代表的な国際金融市場では100年以上前から、担保主義あるいは格付方式で、これに対応してきた。新生明治の日本国が最初に国債を発行したロンドン金融市場は担保主義であり、第1次世界大戦後に発行したニューヨーク市場は格付方式を採った。外貨社債発行も同様である。日本国内では国債は無担保発行であった。国内社債も当初は無担保で、次いでロンドン市場における発行の影響を受けて担保制度が導入されて担保・無担保が併存した後、1933年には無担保社債の原則禁止が申し合わせられた。引き続き第二次世界大戦後の日本は有担主義を採る間接金融体制の強い影響下に、債券発行においても担保主義を続けた。無担保社債の発行が再開されたのは国際化の圧力の下でようやく1979年である。

担保主義のロンドン市場であっても、国債

(ソブリン) 発行には基本的に担保を要求しない。しかし、極東の一新興国に過ぎなかった日本の初期外国債は担保を要求された。その上に際立った高金利も要求されるなど、国としての面子は立たなかったといつてよい。初回発行時の過剰な警戒の目を通過して、国際金融市場に自由な出入りが可能になった後、日本国債には担保は要求されなくなった。金利による直接的評価か、あるいは格付思想を介在した金利による評価が市場から与えられたのである。戦前期の日本国債は関東大震災からの復興のために「国辱国債」といわれたほどの高金利をつけられた国債を1924年に発行した以後、海外における発行を行わなかった。巨額に上った戦時国債の発行消化には、当然ながら敵対する海外の投資家は参加しなかった。

Ⅲに後述するように戦前期海外債務の償還に目途がついた後、戦後初めて海外で発行されたのが1959年産業投資特別会計貸付金目的の米貨国債である。米国市場でB1 (S&P, 現在のBBBに該当)、BBB (フィッチ) の格付で¹⁾、発行条件は日本が予想した以上に悪く、応募者利回りは前年発行の豪州、ニュージーランドより高かった²⁾。同会計は1963年に第2回債を発行した。同年発行の英貨公債は第1回4分利付英貨公債の借換債である。続いて1964年・1968年に同じく産業投資スイス貨公債とドイツ貨公債が2回発行された。両市場では格付は求められないが、発行条件は徐々に日本に有利になり、1968年スイス債発行は最高条件になっている³⁾。その後は外貨準備の充実にともない海外発行はほとんど必要なく、1968年発行の公債が1983年に償還された後には外貨国債は存在していない⁴⁾。

他方で、日本政府は日本開発銀行(現・日本

政策投資銀行)や日本電電公社(現・NTT)などの政府系機関の外貨建て債券発行の際の保証人として政府保証社債の発行成功に関与しており、外貨建て政府保証債の格付は1970年代半ばまでBBB(S&P)が維持されてきた。これが最上級のAAAになったのは1975年2月(日本開発銀行債)である。またMDYは1981年1月、日本政府の格付をAaaとした⁵⁾。1980年代には日本国債(内国債)は国際的に見ても優良な投資物件となり、引受シ団に外国金融機関が入るようにもなった。日本国債の格付が市場に多少とも意識されるようになったのはこのあたりからである。とはいえ、日本国内において1980年代はようやく債券一般に格付意識が登場したばかりであり、他方で日本の経済国力に絶大なる自信を持っていた時期である。その自信に相応しい最上級の格付が付されていたのであれば、外国市場における日本国債格付を問題にする理由はない。格付が注目されるのはさらに10年後である。

I. 日本国債格付の推移

1. 1998～2004年の日本国債格付の推移

第2次世界大戦後の日本政府は外貨建て債務を多く持たなかった。政府保証外貨建て債務の格付は1975年に最上級となり、日本国債そのものは1981年に最上級となった。それ以後の格付の推移を確認しておく(図表1)。

MDYは2004年4月8日に日本政策投資銀行など外貨建て政府保証債格付けを1998年11月以来久しぶりに1段階引上げ、Aa1からAaaとした。1998年11月の引下げは自国通貨建て、外貨建てともに適用され、当時の大蔵省は早速に格下げの理由についてMDY社に質問状を提出した。1998年以前の外国格付会社による日本国債格付は全て最上級トリプルAであり、2000年以後の日本の格付会社による格付も同様である。しかし、1998年以後、外国格付会社による

図表1 格付会社による日本国債格付の推移

	MDY	S&P	FR	R&I	JCR
1981年	Aaa				
1993年	Aaa (5.3)				
1995年		AAA (3.17)	AAA (10.26)		
1998年	(見通し, ネガティブ, 4.2) Aa1 (11.17)		外貨建長期AA+(9.22)		
2000年	Aa2 (9.8)		円建AA+(6.29)	AAA (3.31)	
2001年	Aa3 (12.4)	AA+(2.22) AA (11.28)	AA (11.26)		AAA (10.31)
2002年	A2 (5.31) (見通し, 安定的)	AA-(4.15) (見通し, ネガティブ)	AA-(11.21) (見通し, ネガティブ)		
2004年		(3.24, 見通し, 安定的)			

(注) MDY:ムーディーズ, S&P:スタンダード・アンド・プアーズ, FR:フィッチ・レーティングス, R&I:格付投資情報センター, JCR:日本格付研究所

〔出所〕上野孝司『ブルームバーグ東京発 信用リスクを読む』日本評論社の掲載資料に、若干の情報を追加。

格付はダブルA、さらにはシングルAと下げられた。とりわけ2002年には外国3社が半年の間に相次いで日本国債を引下げ、先進国としては最低の「格」になってしまった。日本国債の格付問題が強く意識に上るのは、この格下げショックからである。

2. 日本国債格付に関する議論

債券格付そのものの歴史が浅く、格付「学」の歴史はなお浅い日本に於いても、国債格付の研究はさらに遅れている。それでもこの数年いくつかの論文が発表されているので、これらの先行研究の推移を見ておきたい。

2001年7月発行の富田俊基『日本国債の研究』では、まだ国債格付は章立てになっていない⁶⁾。まず問題にされているのは日本国債のリスクプレミアムである(第1章)。前掲表で見るように格付はそうたびたび変えられるものではなく、格付変更の一つの基盤となるのが流通市場におけるリスクプレミアムの変動とその方向性である。富田は、「国より信用力が低い銀行(相対的に高い預金金利を要求される)が信用力の高い国債(当時、また現在も短期は実質金利ゼロ、長期は価格下落リスク大)で資金を運用する構造は長期的に持続可能とは思えない」とし、この事実の評価がついに1998年8月にリスクプレミアムの発生として顕在化した、とする。前述のように1983年以後日本の外貨建て債務残高はないので、政府保証のドル建て政府機関債と同じ満期の米国国債とを比較すると、ロシア危機(民間対外債務の支払凍結など政府のデフォルト宣言)の発生した8月以後、日本債はより大きなプレミアムを求められるようになった。格付にこれが反映されるのは前掲表にみた同年11月である。この過程と、政府債

務の対GDP比が先進国中最高になったことによる2000年の再格下げの過程(第3章)は、同じく市場による評価であるリスクプレミアムと格付けの相互関係を良く示している。

2001年から2002年にかけて外国格付会社3社が相次いで日本国債の格付を引き下げたため、日本政府は2002年4月26日付で3社に対して異例の公開書簡による意見書を送付した。これに対して5月23日までに3社から回答があったが、不十分であったとして政府は再度3社に対して質問書を出した。政府としては意を尽くしたつもりであったようだが、なお5月31日MDY社による格下げがあった。この間の経緯は財務省河上洋右論文に詳しい⁷⁾。意見書の要旨は、以下の通りである。

1. 貴社の格付は「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すぎ、更なる格下げは根拠を欠く」、「定性的な説明が太宗である」「具体的・定量的」説明を求めらる。
 - (1) 先進国の自国通貨建て国債のデフォルトとしていかなる事態を想定しているのか。
 - (2) 財政状態だけでなく、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ところ、日本は「世界最大の貯蓄超過国、国債の国内・低金利・安定消化、世界最大の経常黒字国」であることをどう評価するのか。
 - (3) 各国間の整合性に疑問
2. 疑問は提示したが、改革については真剣に捉えている

このかみ合わないやりとりは、外国市場(外国投資家を背景とする外国格付会社)が日本市場(短期的には金融不安・不良債権処理問題、

中長期的には経済回復に対する不安・巨額の国債償還の可能性・年金運用の実質等)の将来性を過度に不安視したのに対して、日本政府は「貯蓄・低金利・経常黒字等」を過度に安定要因として、いわば広義の財政の一部として捉えたことの不整合に原因がある。市場(狭義、主として外国機関投資家)の、市場(広義、金融・財政・経済全般に及ぶ)に対する判断に、次元の異なる政府がかみついたのである。狭義の市場の判断には行き過ぎもあることを含めて、日本国債格付が受けた洗礼の水温は冷たく、従来問題視されなかった国債格付そのものを疑問視させる要素を含んだ。

国際通貨研究所浅見唯洋論文はこの「論争」を通じて明らかにされつつある国債格付の問題点を以下のように見た⁸⁾。①ソブリン格付が市場へ与える影響は大きいので、社会の公器たる格付機関は判断の根拠を可能な限り公表し、一般に説明する責任がある、②一般的には外貨建て債務の方が自国通貨建て債務より厳しい基準で格付されるのに、MDYは日本に対してこれを逆にした。すなわち「デフォルトの際に日本政府は外貨建て債務を優先弁済する」と考えていることになるが、その根拠について十分な説明が与えられていない、③マクロ経済のファンダメンタルズの中で財政指標が重視されるのが通例なのに、租税負担率の低さが考慮されていない、④総合的なマクロ指標に基づく評価は十分でない、⑤MDYのカントリー・シーリング制の導入で、一般企業の格付は国債格付が引き下げられても必ずしも連動しないこととされたが、ソブリン格付と国内起債者との関係は納得できる内容ではない。国際的格付会社を代表する米国の格付会社3社(SECがNRSRO⁹⁾の資格を持つものを指定)は「事実上寡占状態」に

あり、その格付の客観性には問題が残る。結論として格付の市場化が訴えられている。

続く大濱裕(世界平和研究所主任研究員)論文(2002年9月)¹⁰⁾はこの当時急に沸き起こった議論の多くはソブリン格付の指標適格性に関する疑問から生じていると指摘し、明瞭性、可測性(計量可能性)、格付の精度、指標の安定性、基数性の5点から現状の格付は極めて不十分であるとする。そうであっても格付けの結果に良好な実績があれば相応の価値を認められるだろうが、現実にはほとんどデフォルトを予想し得なかった。そもそもソブリン債のデフォルト率を企業近似とすることに根拠がないのに、無理をしてソブリン格付をするのは「米国の経常赤字によって生まれる膨大なドル資金を支障なく誘導する必要性が生じ、——借り手を創造する必要性が高まったから」であり、不十分であっても機関投資家のためにソブリン格付を使用せざるを得なかったとする。

津田和夫論文¹¹⁾は2003年5月公刊であるが、元になった学会報告は2002年8月であり、前3論文と同時期に属する。津田はMDY社と日本政府とのやりとりには大きな意味を読み取らず、政府反論の裏づけとして「政府がコントロール可能な金融資産(安定投資家)」の存在を指摘した。内国債の国内安定消化は政府が直接コントロール可能な財政投融资(郵便貯金、簡易保険、公的年金など)、及び政府が(直接政策であるいは政策誘導で)強くコントロールできる金融資産(日銀保有、民間銀行保有、機関投資家保有、個人保有)の存在で当面安泰である。しかし今後の政策展開次第で、この構図は崩壊する可能性があるという問題点を指摘した。

2004年半ばに出されたJCRの江森剛文・内藤寿彦論文¹²⁾には、同年5月14日に発表された

JCRの日本国債格付見直しの論拠が示されている。見直した結果は同じで、自国通貨建て・外貨建て共にAAAに据置き、格付見直しも引き続きネガティブを維持した。国内格付会社として自国政府にはもともと最上級のトリプルAを付けていたのだから、景気回復の基調や不良債権処理問題の進展があっても格付をさらに引き上げることはできない。トリプルAの継続には大きな意味はないが、格付見直しのネガティブが引き続き維持されたことには微妙な解釈ができる。経済全体のファンダメンタルズ動向とは別に、財政赤字及び政府債務の改善にはマイナスの評価が与えられているからである。

日本大学の黒沢義孝論文(2004年10月)¹³⁾は日本国債の格付履歴をまとめた上で、MDY社の格付引下げ理由に焦点を当て、「国債のデフォルト」に関する同社の独自の定義を紹介している。最後に、国を格付する目的を、①国自体のデフォルトの可能性に関して投資家に対しリスク情報が必要であるため、②民間企業に対するカントリー・シーリング設定のための2点に集約し、ソブリン格付の必要性を強調した。

3. 国債格付の枠組み

これらの論文の共通項は、現時点での国債格付には重視すべき商品価値はなく、改善すべき諸点が数多くある、ということであろう。国債格付を「市場商品」として考えてみた場合、売り手(主として米国格付会社)と買い手(主として米国機関投資家)がありそれなりに市場が成立してはいるが、非依頼(勝手)格付であるため、「素材」とされた格付対象国と市場との関係が明確ではない。

これら6論文を通じて国債格付を論じる際の大きな枠組みを考えてみたい。

第一に、国債格付の歴史を確認することである。1930年代米国市場から発生したとすれば、歴史が浅いとはいえほぼ70年を経過し、さりながらこれを市場が活用するようになったのはまだ20年余と、極端な偏りがある。もっとも民間社債格付には100年の歴史があるとはいえ、活用されるようになったのはやはりここ30有余年であるとすれば、年月の長さが最大の差異にはならないといえる。

第二に、論者の関与するそれぞれの国の格付の歴史、日本であれば日本国債格付の歴史を、短いかもしれないが明確に押えておく必要がある。日本の場合には他の先進諸国と比較して何故このように「素材」国として大きな不満が出るような格付を付されたのか、何故自国通貨建て国債と政府保証外貨建て債との格付逆転が生じたのか、さらにソブリン・シーリングの例外などが特殊問題となるであろう。これらはあるいは格付の領域を越えて国際社会における日本国の微妙な位置付けに関することにもなる。

第三に、国債格付の目的をできるだけ普遍的な文言で捉えておきたい。黒沢論文の言う投資家へのリスク情報提供の必要性及びカントリー・シーリング設定の必要性の2点は妥当である。しかし、市場という観点からすると、投資家が国内市場で充足する自国通貨建て国債の場合にはこれらの必要性はなくなる。その国の国民や居住者・納税者である投資家は自国政府と表裏一体の関係にあり、簡単には国を捨てることができない。自国政府に関するリスク情報はおそらくは市場商品にならないだろう。この場合には投資家が求める最大の価値は流動性であろうか。

第四に、民間企業債格付の経験値によるレーティングを国債格付にそのまま準用することの

是非について改めて論じる必要があるのではないか。国債格付の必要は認めるが、これを民間社債格付の格付体系とは別に形成することも考えられるのではないか。

これらを論じたうえでようやくデフォルトの具体的な形とその可能性という国債格付の内容の吟味に入っていけるのではないだろうか。

II. 国債格付の特殊性

1. 国債発行主体の破綻の可能性

民間企業社債に関する格付の歴史はすでに100年以上を閲するが、黒沢論文によればソブリン格付も1930年代には始まっている。しかし活発化したのは国際資本市場においてOECDメンバー国を中心とする起債が盛行し始めた1980年代後半からだといわれる¹⁴⁾。前述大濱論文の指摘はこれと一致する。とはいえ、政治・経済ともに安定した先進市場諸国のソブリン格付には大した苦労は要らない。最上級を付すだけである。90年代には国際的な債務の証券化で、新興市場国による最上級ではない起債が新たな格付取得を必要としたため、ソブリン格付は急速に実質化した。歴史は短くとも様々な試みがなされてきたが、2002年時点でなお「まだ手探りの状態にある¹⁵⁾」。前節で紹介した各論者が正面切ってソブリン格付を取り上げつつ実際には債券格付一般を、すなわち企業格付の評価と、格付会社批判に多くを割いた所以である。

ソブリン格付と民間債格付との差異は、格付評価対象としての国の性格と、民間企業のそれとの差異に帰着する。市場経済下の民間企業は設立・解散が自由であり、本支社の設置場所も

利益獲得の可能性次第で自由に決定できる。事業目的は千差万別であり、設立者が自由に決定できる。その決定に対する評価・判断は市場が行う。これに対して国は、革命、民族紛争、戦後処理その他の特別の事由で既存の国が分割される例以外には、「設立」は困難であり、同じく革命政府が継承する以外に「解散」も困難である。設立の場所などほとんど問題にすることもできない。第二次世界大戦後のイスラエル建国が国際政治のうえで今なお大きな禍根を残したことは、既存の国家があるところに新たな国家を設立することの困難を示しているであろう。また事業目的に対比すべき国の存立の基盤は全ての国に共通であり、その国土と国民生活を維持・守護し、対外的な安全を図ることである。

すなわち、近代国家にあって、国の破綻、解散の事例は、社会主義革命の成功以外には無く、その社会主義革命の成功事例は少なかった。そもそも母体となる国家の数が地球上に僅か数百しかない上に、新規参入・退出が数えるほどしかなければ、債券発行主体としての国の「破綻事例」を積み重ねる方法で格付の客観性を実証することはできない。民間企業に対する100年の格付経験は組織の性格が異なる国債格付には活かされるべくもないのである。

2. 格付け会社の「意見」としての格付の意味

債券に対する格付は格付け会社の一つの「意見」である¹⁶⁾、あるいは「意見」に過ぎないと、格付け会社自身は良く言う。「意見」である、あるいは「意見」でしかない、と明言することにはどのような意味があるのか。基本的な部分では格付は商法・証券取引法などの法定書

類ではないこと、すなわち何らかの法的基準を満たし、関係官庁の審査を経て承認されるような性格の書類ではないことを意味する。さらに、非依頼（勝手）格付はもちろんのこと、依頼格付で発行主体の了承を得て市場に公表された格付であっても対象発行主体の内部資料を十分に利用できたかどうかはわからず、結果としてデフォルト予測の能力において決して十分ではないという実態を意味する。

このように市場商品として必ずしも優良ではない情報商品がそれなりに買われる（市場が価値を認める）のは何故か。これには性格の異なる二つの側面があると思われる。一つには投資家の存在である。機関投資家や公的資金などには投資適格証券でないと投資することができない運用規制がかかっていることが多い。巨額の資金を受け入れて間接投資を担う運用のプロフェッショナルとしては当然のことである。彼らに対して何らかの基準で「投資適格性」を表示することが債券発行の大きな条件になる。今一つには依頼・非依頼を問わず民間格付会社による自由で真摯な意見の表明が複数あり、行き過ぎや誤りを含みつつ市場で競合することによって、相対的には的確な評価をもたらすであろうとする信頼感があるのではないか。もとより個々の格付会社には信頼性に関して自負があるろうが、格付の客観性に対する保証は特にあるとは思われない。

国債の場合は発行に際して格付を得る必要性がなく、市場（引受機構及び安定保有層）から暗黙のプレッシャーもない。しかし、非依頼格付で発行主体（すなわち対象国）の承認を得ないで市場に公表される、文字通り格付会社の一つの意見に過ぎない格付の対極には、国債投資家（非安定保有者）の巨大な存在感がある。す

なわち証券取引法による発行時開示が想定するような一般的・網羅的な市場ではなく、巨大な資金力を持ち、これを的確に運用する必要のある一部の大機関投資家こそがこの場合の市場なのである。巨大な機関投資家の内部には相当数の証券アナリストや、市場の動向に関して豊富な知識を持った運用担当者がいるであろうから、国債格付の内容について批判の目をもたないわけがないと思われる。格付の本来の目的である元利払い不履行の可能性の計量化、履行能力の判定は、ソブリン格付では困難であり、結局現実には「格付は記号化は行っているが——序数的な——おおよその位置関係——以上の機能はなく、もっとも根源的な機能であるはずのリスクプレミアムの算定にはほとんど無力で気休め程度の役割しか果たしていない¹⁷⁾」。格付の専門家ではない筆者はこれを否定する何の根拠も持たない。国債格付の実態がそうであるならば、不十分な国債格付に対する批判を超えてなおこれを支持するのは、不履行可能性に対する市場（保有者側、主として米国機関投資家）の素朴な、しかし根源的な不安の表明だということになる。記号と数字、さらに今後の見通しまで、あまりに細かい格付を付すことは、その根源的な不安を明示しないための過剰包装ともいべきものではないか。

3. 国債のデフォルトとは

国債に対する格付の第一の目的は民間企業社債に対するそれと同様に、発行債券のデフォルトの可能性を的確に評価し、市場に公表することにある。しかし、発行主体である国が政治・経済的要因で破綻することはほとんどない。歴史的には社会主義革命が成功し、革命政権が旧国家の債務を継承しなかった例があるが、極め

て僅かであり、今後生じる可能性は極めて薄い。民間会社の破綻・解散に対応する事態が発生する可能性は極めて少ないが、部分的な支払い不能宣言の可能性はありうる。しかし、これまた密接な関係を持つ他国、旧宗主国、その他が何らかの代理支払いをする可能性もあり¹⁸⁾、ソブリン債の明確なデフォルトはやはり数多くはない。本来、国際的に平和が保たれ、一国の政治経済が安定していれば、租税徴求権を持ち、かつ通貨発行権を持つ国（中央政府）には最上級の格付が付けられて当然でもある。第二次世界大戦後の数十年間は国のレベルの発行主体にデフォルトはないというのが常識となってきた。

これが覆されるようになったのは20世紀の最後の10～15年であろう。巨額の累積債務を持ち、その返済方法に悩む諸国が増え、債務のデフォルト回避のために債権者諸国が検討を重ねる過程で、国の対外債務のデフォルト可能性が急速に認識を深めた。これらの累積債務諸国の中には相当なインフレーションにより国内通貨価値を低めながら国内債務のデフォルトを回避してきた例も見られる。また明確に国際社会に向かってデフォルト宣言をした1998年ロシア、2001年アルゼンチンの例は記憶に新しいところであろう。近年のこうした事例の積重ねにより、現在では「国といえども信用リスク問題から逃れることはできない」というのが共通認識となっている。上野孝司『信用リスクを読む』では一つの章を「国家、公共セクターなどの信用リスク」に割き、国際的には最高度の国際政治・経済・金融の分析を組み込む必要を、国内的には国のレベル以下の発行主体に対する国の明示的・暗示的な保証の評価を、明らかにしている¹⁹⁾。

2002年4月当時のMDY社に対する日本政府の質問状の中心は端的に言えば「この日本の何がデフォルトにつながるのか数字ではっきりと理解させてくれ」ということである。MDY社の回答は日本政府を納得させるものではなかった。とはいえ、同社には同社なりの「国のデフォルト」の概念はあるようだ。国による明確な対外的デフォルト宣言以外に、強制的な債券交換、国債を対象とした税及び資本課税など当初の契約が変更される場合もデフォルトの定義に含め、日本については具体的に「公的債務の増大に歯止めをかける政府の意思と能力が十分でないため、将来、日本国債にかかわる急進的な方法をとること」をリスクとしてみている²⁰⁾。「意思と能力」の計量化は求めても困難であろう。この判断の背景に、後述の戦後インフレーション「活用」の歴史に関する意識がないとは決していえないであろう。

一般論としては、国が自国通貨建て債務の元利払いを不履行にする可能性は極めて低い。これを不履行にした上で強制的徴税権を保つことは不可能であり、国家は政治的にも経済的にも破綻するであろうからである。しかし外貨建て債務に関してはどんな国にも不履行可能性はありうる。外貨準備に不足を来たすことは短期的には常にあり、これを埋めるべき国際市場からの借入れが困難となれば、対外的支払いは困難を来たす。国際的格付会社の国債格付が外貨建て債務に重点をおき、通例、自国通貨建てよりも低く付ける。

本来、国債格付の中心になるべき外貨建て国債の残高をこの20年余り日本は保有していない。したがって国際的格付会社の日本国債格付は、現実には外貨建て政府保証債務及び自国通貨建て債務が対象とされている。日本の場合、

図表2 国債の所有者別内訳 (比率)

(単位 %))

	1999. 3	2000. 3	2001. 3	2002. 3	2003. 3	2003. 12
政府等	41. 1	40. 0	35. 3	40. 9	41. 8	42. 5
財政融資資金	24. 4	21. 8	18. 9	15. 1	12. 2	10. 0
郵便貯金	8. 0	7. 8	6. 4	11. 5	14. 1	15. 5
簡易生命保険	5. 4	7. 2	7. 2	8. 5	9. 4	9. 6
日本銀行	11. 4	11. 9	11. 6	14. 9	15. 0	15. 0
市中金融機関	34. 2	36. 1	38. 7	32. 8	32. 1	33. 0
国内銀行	11. 7	13. 7	15. 6	11. 6	11. 5	11. 5
民間生命保険会社	5. 4	5. 6	5. 3	5. 1	5. 1	5. 0
民間損害保険会社	0. 3	0. 3	0. 3	0. 4	0. 5	0. 5
証券投資信託	1. 2	2. 6	2. 9	1. 8	1. 7	1. 4
海外	8. 1	5. 1	6. 0	3. 6	3. 6	3. 0
証券会社	0. 1	0. 4	1. 7	1. 8	2. 2	1. 2
家計	2. 1	1. 8	2. 5	2. 6	2. 4	2. 4
対家計民間非営利団体	1. 7	2. 0	0. 9	1. 2	1. 0	1. 1
非金融法人企業	0. 1	0. 1	0. 3	0. 3	0. 3	0. 1
合 計	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0	100. 0

〔出所〕日本銀行、財務省 HP「日本国債ガイドブック」。

外貨建て債務の元利払いの履行は十分な外貨準備と政府の支援約束によって保証されていると判断されており、自国通貨建て債務より上級の格付が付けられている。この変則性を国際市場投資家の一般的な過剰反応として説明しきれのだろうか。日本の自国通貨建て債務の保有者は圧倒的に内国居住者であり、国際投資家は少ない。

日本国債格付が大きく問題にされた1998年当時、海外の保有は6.1% (98年3月末)であり、翌99年の8.1%を最高に、以後保有比率は減り、2002年以後は絶対額でも減ってきている。2003年の3%の数字では決して大保有者とはいえない。しかし、政府保有及び日本銀行保有の合計(57.5%)を除いた市場保有(42.5%)に対しては7.1%に当たる。同様にして1999年の数字は17.1%に当たる。海外保有層は市場保有の中で唯一の非安定的保有層であり、的確な格付を求め、その格付次第で売買を実行

する層である。実際に売りを実行したか、新規発行に応募しなかった結果がこの保有分布の数字になって現れていると思われる。国内の安定投資家は政策協調行為として、あるいは他に選択できる投資対象が少なかった結果として、極めて低位の国債金利を意に介さず受け入れてきたが、他の相対的に高位の金利を入手しうる市場に自由に参入できる国際投資家にとって、低金利で低格付(先進国としては最低)となった日本国債をポートフォリオに長く温存する理由はないであろう。国際市場の過剰反応は前述の17.1%がその背景にあり、この比率が徐々に下がるにつれて市場は冷静になっていったともいえる。しかしなお現在でも格付対象の日本国としては納得のいかない低格付が継続していることは、市場が何らかの意外の事態を予想し、その不信感を払拭できないということではないか。極端な言葉で言うならば、国家の最大の危機、日本経済は破綻しないが既存政党内閣が否

定され、租税徴求の実行が叶わなくなるような事態に対する不安感であろうか。それとも、政府が先手を打ち、先に想定したような拡大デフォルトの定義に当たるような政策が強行されることに対する不安感であろうか。

Ⅲ. 近代日本の国家債務処理

近代日本にとって最大の国家的危機は明治維新と太平洋戦争の敗北である。いずれの場合も国家は多少とも形を変えたが存続し、旧国家債務は新体制によって継承され、全額償還された。何をいまさら、という感じではあるが、日本には国家債務の未償還という歴史は無かったことを確認しておきたい。

1. 明治維新前の旧債務の処理

明治維新では幕藩体制から明治新政府に体制が変わったが、1871（明治4）年7月14日廃藩置県の令で新政府は旧諸藩の債務を処分する責務を背負った。制度改革により政治的主体は変わったが、幕藩体制の経済基盤と新政府の経済基盤は当面大きくは変わらなかった。旧政府に対する貸し手と新政府に対する近い将来の貸し手もあまり変わらなかったとすれば、旧債務を無視することはできなかったであろう。明治維新以前の幕藩体制は基本的に鎖国体制であるから、この旧債務の貸し手は原則として国内の資産家層・債権者であり、対外債務ではない（一部に外国人を含んだ²¹⁾）。

新政府は旧諸藩の負債を調査して、1873（明治6）年3月3日「旧藩負債償還処分方」（布告第83号）で一般的規定を公布した。すなわち、借債の年度により旧藩債を古（1843・天保14年以前）、旧（1844・弘化元年～1867・慶応

3年）、新（1868・明治元年以降）の3種類にわけ、古債は「悉皆棄捐」、すなわち廃棄した。新・旧債については同年3月15日「新旧公債証書発行条例」（布告第155号）で交付公債の発行を定めた²²⁾。

旧債：無利子・50箇年賦償還、旧公債証書交付（1872～1883）

新債：4分利付き・3箇年据置・22箇年限り償還、新公債証書交付（1872～1891）

新旧債務は債権者の申告制を取ったため、申請にほとんど際限が無く、ついに1875年で申請受付を打ち切った。新公債は予定通り1896年、たまたま同年発布された国債証券買入消却法で買入消却を行い、償還を完了した。旧公債は当初予定の1922年より少し遅れて1927（昭和元）年に償還を完了した。

明治初年から大正、昭和にかけては、50～60年間に4～5倍の物価上昇が見られる。この間には数年のデフレーション（1880年代前半）及びインフレーション（第一次大戦後好況期）の期間が含まれる²³⁾。とはいえ、そもその債務の元利額が債権者の申告によるものであり、不正確であったとすれば、償還の過程で貨幣価値変動の影響がどの程度あったかを見極めることは難しい。

なお、「新・旧公債」は「秩禄公債」とともに日本最初の証券取引所である1878年設立東京株式取引所の、最初の上場銘柄となった。続いて上場された「金禄公債」も含めてこれらの「制度改革」公債は初期取引所取引の一つの大きな対象となった。

2. 太平洋戦争前・戦時債務の処理

太平洋戦争前の国家債務で問題になるのは対外債務である。戦前期の外貨債発行は満州事変

勃発直前の1931年までであるが、期間がかなり長期にわたるものが多かった。国連調査団の報告書と満州撤兵勧告案可決を受けて日本が国連を脱退したのが1933年、中国大陸に戦火を拡大し、真珠湾攻撃で米国に対して正式に宣戦布告したのが1941年12月、国際金融市場との危ういつながりはこれを持って切れた。国内市場は統制を強化し、11ヶ所の証券取引所も1943年3月11日公布の日本証券取引所法により同年6月末、新設の日本証券取引所に統合された。この法律と同時期に議論され、3月15日に公布施行された外貨債処理法が、国債も民間債務も含めて対外債務の凍結処理の方針を定めた²⁴⁾。

1932年資本逃避防止法以来為替管理は強化されたが、外貨債証券の元利払送金は常に優先的に為替の割当が認められた。1941年7月、米英が日本資産凍結令を発動した際には、在内地利については日本国内で円貨で支払うこととし、外国人所有分の外国所在証券の利払分は当該地域に送金した。これらは暫定措置であり、日本政府は「実質的に元利払債務の不履行にはならない」との見解のもとに、「自主的に」実行したのである。しかし、太平洋戦争勃発により、対英米為替が建たないため、契約上の支払いは不可能になった。元金償還（買入消却もしくは抽選償還）は停止され、利子支払い（利払い基金の送金）も不可能となった。政府はとりあえず暫定の換算率で内地利払いを継続し、その他は一応「敵国人」所有と推定して横浜正金銀行の特殊財産管理勘定に振り込ませた。しかし、減債基金による償還ができないまま利払いを継続させることは発行者に酷であること、敵性通貨の換算率で所有者と発行者の利害関心が相反すること、敵国人所有のものは政府において集中処理をすべきであろうことから²⁵⁾、法的処置

がとられたのである。

外貨債処理法の骨子は以下の3点である。

1. 所有者（日本人、友好国人）の承諾を得て、邦貨債に借換発行する
 2. 地方債又は社債の借換えられなかった部分を政府が承継する
 3. 借換えにより地方債・社債の発行者が損失を被ったときには政府がこれを補償する
- これにより、外貨国債は、米貨債は未償還額の85.8%が、英貨債は同33.1%が邦貨債に借換えられた（3.5%利付き、期限18ヵ年、交付価格98円）。地方債（4.2%、15年以内、パー）・社債（4.2%、12年以内、99円20銭）も同様に借換えられた。借換えも消却もされなかった分は政府が元利払義務を継承したが、物上担保その他の原契約の効力は消滅し、その後の利払い（前掲勘定への払込）も停止され、以後は政府が責任を取ることとなった。これらの点について発行地の市場にあるいは所有者に何らかの形で通告がなされたのかどうかはわからない²⁶⁾。現実には相当額が日本人ないし友好国人の所有に帰していたため、借換えられて内国債化した部分が大きかった。1945年度末において外貨債未償還額は英・米・仏貨債36口、邦貨換算額にして約8億8,700万円であり、全内国債残高1,408億円に比較してみれば僅か0.6%である。

1945年8月以前に償還満期を迎えたものは本来の外貨国債にはなく、承継部分で旧電力債に3件あった。外貨債はもともと短くて25年、30年、長ければ50年、60年という契約が多かったのである。1952年、講和条約が発効した後、これらの凍結債務の「解凍」処理が開始された。同年9月の日本外債処理会議で日英及び日米外債処理協定が調印され、戦前債の全額返還が規定された。別途仏貨債については1956年12

図表3 戦直後の外貨債残高一覧 (1946年12月末)

本来の外貨国債	8件 (1899～1930年発行)
1933年承継 (南満州鉄道英貨社債)	1件 (1923年発行)
外貨債処理法による承継外貨債	
地方債	7件 (1898～1927年発行)
社債	12件 (1924～1931年発行)
他に東京都の電気事業貸貨公債	2件

〔出所〕日本興業銀行『第50回全国公債社債明細表』。

月29日公布「在外外貨公債の処理に関する法律」(57年2月28日施行)が定められた。前述のように、この後ようやく日本は国際金融市場に復帰したのである。

政府が継承した地方債・民間社債を含めて戦前発行外貨国債の償還は早いものでは一部の英貨債のように1951年から始まり、最終的な償還は1985年にまで及んだ。最古の債務であった第1回4分利付英貨公債(1899年発行)の場合、1963年に借換えられ1988年に最終償還となった²⁷⁾。

これに対して、対内債務は巨額に上ったが、戦後インフレーションにより「目減り」し、あっさりと「自然処理」のベルトコンベアに乗った。完全な償還済までには数十年を要したが²⁸⁾、インフレーションの急進展により債務の実質的負担は1946～1949年の間に著しく減少した。買上償還(1951年まで)、繰上償還(1953年まで)も多用されたが、その後は毎年少しずつ継続された満期償還は財政にはほとんど負担にならなかった。満期償還は1974年に終了し、かたわら継続された借換分の償還も1984年に終了した。対内債務は国内保有者の、とりわけインフレによる顕著な収入・所得上昇の恩恵を受けなかった一般国民・勤労所得層の金融資産価値を「蒸発」させる形で処理された。15年戦争とその敗北を黙って受け入れた国民にとっ

て、「たかが国債」の価値など問題ではなかったであろうか。

これを一口に言えば日本の国債は平時にデフォルトしたことはない。太平洋戦争下の外貨債処理法による凍結処理が国際的にデフォルトと見なされたかどうかはわからない。交戦中の相手方からすれば完全な非常事態で、平時に考えるデフォルトの概念からは外れていたと思われる。もっともデフォルトと見なそうが見なすまいが、戦時下には、さらに被占領国時代には、日本は国際金融市場から締め出されており、実質的な処罰を受けていたともいえる。

結び——国債を活用しうる金融市場へ

2004年10月1日、日本市場に於いても国債市場特別参加者制度が開始された。数年に亘り国債市場懇談会を継続し、市場との意思疎通を図ってきた発行主体側の努力の、一つの結果でもある。また、2004年末に至って、財務省は2004年度の補正予算で2003年度に生じた剰余金のうち半額(約5,000億円)を国債償還に当てることとした。歴史的には1975年が戦後第1回目の国債大量発行時代への転換点であったが、バブル経済を越えて第2回目の大量発行時代に入ったのが1998年である。98年度には10年利付国債の発行高は前年度比約4割増しの18兆円、市中消化分全体の発行額が30兆円台から50兆円台に跳ね上がった。その償還を迎え、残高も激増するのが2008年となる。そこまでの中間点を越えた2004年中に、大量発行の安定消化のための方策が、引受の専門家制度の確立と償還財源の確保として打ち出されたのである。

国債の大量発行に当たっては常に市場消化と流通市場の整備が問題になる。1970年代～80年

代に比して1990年代末から現在にかけての時期は、市場がかなり変わってきた。基本的な金融自由化の進展と経済の成熟化により、多様な経路から生まれる遊休資金が潤沢に存在し、金利は歴史的な超低金利、行政による規制は可能な限り減少し、対外的資金流入は自由になった。公平で簡易な税制の実現についてはまだまだ改善の余地が大きいと思われる。

Iに見た日本国債格付の推移に戻れば、国内市場での絶対評価（自国政府に対する一応の信頼に基づく最上級格付の不変）と国際市場での相対評価（過剰な警戒心理に基づく）は今後市場において意見交換を始めねばならないと思われる。国内投資家にはアプローチしやすい国内市場が、海外投資家には日本国債の母国市場が国際金融市場となることが望まれる。この二つの市場が重なって活用されるときに初めて、日本国債格付に関する市場の意見交換が可能になるのではないのか。

償還財源の明確化とともに償還方法の多様化も検討されているであろうが、その一つとして一部国債の永久国債化を考えてみることはどうだろうか。ロンドン金融市場には数百年に亘りイギリス国債の永久債が活用されている。償還を回避するためというのではなく、市場の中核となるべき、信頼の表象となるべき国債商品を創出するためである。金利は長期市場金利連動型で、元本は償還されず、流通市場には工夫を凝らし流動性を確保する。言うは易く行うは難し、と一蹴されるかもしれないが、国債に関して「一億総思考停止」という状態を止めるきっかけにはなると考える。

注

- 1) 黒沢義孝「日本国債の格付け」『経済集志』第74巻第3号, 73頁, 2004年10月。
- 2) 発行までの書類や新聞記事には格付が明示されてい

ない。「中共に近く戦争危険が多い地理的条件、(欧州・ポンド地域など) 連携する資金網を持たない、第1回の発行である——などから本来の経済力よりもディスカウントされてもやむを得ない」『日本経済新聞』1959年1月31日付と評価された。発行直前には「昨年発行されたAクラスの諸国よりも低い」1959年2月18日付との記事がある。

- 3) 吉本宏編『図説日本の公共債』1976年, 152-154頁, 『日本経済新聞』1968年9月10日付, 参照。
- 4) 「明治3年以降の外貨債発行要項」『国債統計年報』平成14年版による。
- 5) 前掲, 黒沢, 73頁。
- 6) 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社, 2001年7月。
- 7) 河上洋右「日本国債の格付に関する外国格付け会社に対する意見書の送付について」『ファイナンス』2002年6月号。
- 8) 浅見唯洋「格付けシステムの問題点は何か——日本国債の格付け論争を考える」『国際金融』第1090号, 2002年8月1日号。
- 9) nationally recognized statistical rating organization.
- 10) 大濱裕「ソブリン格付けの指標適格性について」『国際金融』第1091号, 2002年9月1日号。
- 11) 津田和夫「日本国債の格付けを考える」『証券経済学会年報』第38号, 2003年5月。
- 12) 江森剛文・内藤寿彦「日本国債の格付け見直しについて」『JCR 格付け』第160号, 2004年6月。
- 13) 黒沢義孝「日本国債の格付け」『経済集志』第74巻第3号, 2004年10月。
- 14) 前掲浅見論文。
- 15) 前掲大濱論文。
- 16) 岡東務『日本の債券格付』税務経理協会, 2004年4月, 57頁。
- 17) 前掲大濱論文。
- 18) 富田俊基「戦乱下の国債」(4)ーロシア国債『金融財政』2004年12月27日号では帝政ロシア国債のフランス政府による一部利払支援と日本政府による発行代わり金預金の(ロシア政府に対する軍需品代金)支払い流用などに触れている。
- 19) 上野孝司『ブルームバーグ東京発ー信用リスクを読む』日本評論社, 2004年4月, 118-169頁。
- 20) 前掲, 黒沢論文, 75頁。
- 21) 『明治大正財政史』第11巻, 571頁。
- 22) 同書, 565-577頁。
- 23) 朝日新聞社「卸売物価指数総平均指数」日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』所載。
- 24) 『昭和財政史』第6巻, 484-502頁。
- 25) 『横浜正金銀行全史』第5巻(上), 383-384頁。
- 26) 小林和子「戦前発行国債の処理と公社債市場」『証券研究』Vol. 85, 190-192頁。
- 27) 『昭和財政史 終戦から講和まで』第11巻。
- 28) 前掲, 小林和子論文, 184-187頁。
- 29) 『日本経済新聞』2004年12月12日付。

(当研究所理事・主任研究員)