

変貌する日本の国債保有構造

中 島 將 隆

要 旨

日本の国債保有構造の特徴として、従来、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、という理解である。量的金融緩和政策が解除されても日銀は国債買いオペを続けているから、そして、国債売りオペも行っていないから、日銀の保有国債が増加するのは当然ではないか、というものである。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、公的部門とは対照的に家計部門と海外部門の国債保有比率は、海外と比較しても著しく低い。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、2009年1月に公表された2008年第3四半期の資金循環統計をみると、常識とは異なり、日本の国債保有構造に大きな変化が生じている。

まず、日本銀行の保有する国債は2005年第4四半期の93.9兆円をピークにして、以後、保有額は減少を続け、2008年第3四半期には59.2兆円となっている。保有比率をみると、2002年第4四半期は15.7%に達していたが、以後、保有比率は減少を続け、2008年第3四半期には8.7%にまで減少している。この間、日銀の国債買いオペ額は2002年10月から月間1兆2000億円となり、以後、買いオペ額に変化はない。にもかかわらず、日銀保有国債は減額を続けているのである。

次に、公的部門についてみると、2007年第4四半期を境に大きな変化が生じている。2006年第4四半期の公的部門の国債保有額は294.4兆円であったが、2007年第4四半期には95.8兆円に激減し、国債保有比率も43.1%から14.1%にまで減少した。日本の国債保有構造に大変化が生じたことになる。

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。家計部門の国債保有額は2001年第4四半期には11.5兆円であったが、2007年第4四半期には35.9兆円となり、2008年もこの水準を維持している。海外部門も同様で、2001年第4四半期には21.6兆円であったが、

2007年第4四半期には47.9兆円となり、速報値の2008年第3四半期には53.7兆円に急増している。

以上に見てきたように、日本の国債保有構造は、今日、大きな変化を遂げつつあると言わねばならない。なぜ、こうした変化が生じているのか、資金循環統計の数字を追いながら、その理由を検討してみたい。

目 次

- I. 資金循環統計にみる国債保有構造の変化
- II. なぜ日銀保有国債は減少しているのだろうか
 - 1. 日銀の国債買いオペ額の増加と保有国債の減少
 - 2. 日銀保有国債の借換方式の変更
 - 3. 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
- III. 激減した公的部門の国債保有と問題点
 - 1. 資金循環統計上の公的部門
 - 2. 資金循環表にみる公的部門の激減
 - 3. なぜ公的部門が激減したか
 - 4. 公的部門保有の問題点
 - 5. 須藤氏の非市場性年金国債の提案
- IV. 個人の国債保有の増加
 - 1. 個人向け国債の発行
 - 2. 郵政民営化と国債個人保有
- V. 海外部門の国債保有の特徴
 - 1. 超低金利国債と国債格付けの引下げ
 - 2. 国債格付の引上げと債券税制改革と世界同時金融危機

I. 資金循環統計みる国債保有構造の変化

日本の国債保有構造の特徴として、従来、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、という理解である。量的金融緩和政策が解除されても日銀は国債買いオペを続けているから、そしてこの間、日銀は国債の売りオペを行っていないから、日銀の保有国債が増加するのは当然ではないか、というものである。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、海外と比較しても著しく低い。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2009年1月に公表された2008年第3四半期の資金循環統計をみると、常識とは異なり、日本の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カテゴリ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¹⁾。図表2は、図表1の比率である。図表1、図表2はいずれも、量的金融緩和政策が採用された時点から現時点まで、各年それぞれ第4四半期の保有額である。ただし、2008年については四半期毎の推移であり、第3四半期は速報値である。この表から次の諸点が明らかになる。

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2005年第4四半期の93.9兆円をピークにして、

図表1 国債保有構造の推移（金額）

単位：億円

国債保有主体	2001/4 Q	2002/4 Q	2003/4 Q	2004/4 Q	2005/4 Q	2006/4 Q	2007/4 Q	2008/1 Q	2008/2 Q	2008/3 Q
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	5,138,708	5,022,100	4,932,219
中央銀行	677,711	816,184	817,573	903,233	939,786	755,147	650,751	636,520	599,665	592,274
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	2,464,303	2,480,232	2,396,313
銀行等	795,802	922,601	1,053,809	1,087,065	1,140,191	1,105,149	2,400,070	2,463,952	2,480,168	2,396,247
国内銀行	465,656	576,303	593,400	630,605	631,591	597,287	450,944	466,057	495,710	478,136
中小企業金融機関等	115,327	139,615	179,280	183,614	220,277	205,577	1,705,292	1,738,227	1,725,945	1,675,880
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	1,557,426	1,552,293	1,568,377
保険	764,208	917,413	967,794	1,055,036	1,155,042	1,202,299	1,257,559	1,291,856	1,284,415	1,312,068
生命保険	614,067	745,839	781,746	852,350	946,860	993,521	1,049,315	1,083,501	1,075,141	1,102,499
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	466,050	373,660	357,927
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,492	89,883	71,036
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974	85,938	67,501
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,518	3,945	3,535
非仲介型金融機関	6,091	3,424	4,457	2,479	5,594	14,698	12,920	14,409	16,250	17,328
非金融法人企業	27,617	15,355	23,111	22,642	26,794	28,319	28,833	22,973	26,532	34,198
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	12,520	12,527	12,353
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	802,455	824,744	834,071
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	790,872	802,457	812,221
家計	114,796	126,146	134,381	201,068	268,840	323,468	359,568	362,843	352,682	357,932
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	128,242	132,714
海外	215,945	168,029	166,957	256,649	313,234	372,896	479,208	500,972	480,806	537,484
合計	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,823,624	6,952,898	6,835,106	6,828,618

出所：日銀「資金循環統計」（四半期計数 ストック）

図表2 国債保有構造の推移（比率）

単位：%

国債保有主体	2001/4 Q	2002/4 Q	2003/4 Q	2004/4 Q	2005/4 Q	2006/4 Q	2007/4 Q	2008/1 Q	2008/2 Q	2008/3 Q
金融機関	85.3	86.1	85.1	82.0	80.3	77.4	74.2	73.9	73.5	72.2
中央銀行	15.0	15.7	14.7	14.6	14.0	11.2	9.5	9.2	8.8	8.7
預金取扱機関	27.7	30.8	34.9	33.9	35.5	36.6	35.2	35.4	36.3	35.1
銀行等	17.6	17.7	19.0	17.6	17.0	16.4	35.2	35.4	36.3	35.1
国内銀行	10.3	11.1	10.7	10.2	9.4	8.9	6.6	6.7	7.3	7.0
中小企業金融機関等	2.6	2.7	3.2	3.0	3.3	3.0	25.0	25.0	25.3	24.5
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	22.4	22.7	23.0
保険	16.9	17.6	17.4	17.0	17.2	17.8	18.4	18.6	18.8	19.2
生命保険	13.6	14.3	14.1	13.8	14.1	14.7	15.4	15.6	15.7	16.1
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	5.5	5.2
公的金融機関	16.2	13.0	10.3	8.3	6.5	4.1	2.5	1.7	1.3	1.0
財政融資資金	16.1	12.7	10.0	8.1	6.4	4.0	2.4	1.6	1.3	1.0
政府系金融機関	0.1	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
非仲介型金融機関	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
非金融法人企業	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
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	0.2	0.2
一般政府	5.7	6.8	8.0	9.0	9.5	10.3	11.4	11.5	12.1	12.2
社会保障基金	5.7	6.7	7.9	9.0	9.4	9.9	11.2	11.4	11.7	11.9
家計	2.5	2.4	2.4	3.2	4.0	4.8	5.3	5.2	5.2	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	1.9	1.9
海外	4.8	3.2	3.0	4.1	4.7	5.5	7.0	7.2	7.0	7.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：同上

以後、保有額は減少を続け、2008年第3四半期には59.2兆円となっている。保有比率をみると、2002年第4四半期は15.7%に達していたが、以後、保有比率は減少を続け、2008年第3四半期には8.7%にまで減少している。この間、日銀の国債買いオペ額は2002年10月から月間1兆2000億円となり、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。更に、2009年1月から買いオペ額は増額され、月間1兆4000億円が予定されている。にもかかわらず、日銀保有国債は減額を続けているのである。

次に、公的部門についてはどうか。図表1は日銀が資金循環統計を公表する際の分類によるもので、この表でみる公的部門とは、郵便貯金・公的金融機関・公的非金融法人企業・一般政府である。公的部門として分類する場合には簡易保険等を追加せねばならないが、この点については、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、2007年第4四半期を境に、大きな変化をとげている。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。家計部門の国債保有額は2001年第4四半期には11.5兆円であったが、2004年第4四半期には20.1兆円、2007年第4四半期には35.9兆円となり、2008年もこの水準を維持している。保有比率もこの間、2.5%から、3.2%、5.3%となっている。保有比率は低いけれど、傾向的に増加している点を見落とすわけにはいかない。海外部門も同様で、2001年第4四半期には21.6兆円であったが、2007年第4四

半期には47.9兆円となり、速報値の2008年第3四半期には53.7兆円に急増している。保有比率は2001年第4四半期の4.8%から7.9%になり、保有額・保有比率とも過去最大になったのである。

以上に見てきたように、日本の国債保有構造は、今日、大きな変化を遂げつつあると言わねばならない。なぜ、こうした変化が生じているのか、資金循環統計の数字を追いながら、その理由を検討してみたい。

II. なぜ日銀保有国債は減少しているのだろうか

1. 日銀の国債買いオペ額の増加と保有国債の減少

最初に、もう一度、図表3で日銀の国債買いオペ額が増加していった推移を確認してみよう。2001年から2002年にかけて、日銀の国債買いオペ額は急増している。月額4000億円から2002年10月には1兆2000億円になった。

日銀の国債買いオペ額の増加によって、日銀保有の国債も急増している。前掲図表1でみたように、2001年第4四半期には67.7兆円であったが、2005年第4四半期になると93.9兆円、僅か4年間で26兆円も激増したのである。

ところが、2005年第4四半期をピークにして、保有額は減少を続けている。2008年第3四半期には59.2兆円となり、この保有額は2001年第4四半期の額よりも少ない。この間、日銀は月間1兆2000億円の国債を買い続けているにもかかわらず、保有額は減少を続けているのである。

日銀が国債買いオペと同時に売りオペを行っ

図表3 日本銀行の国債買いオペ額の推移（月額）

国債買いオペ額の増額	国債買いオペ額の増額（月額）
2001年2月→2001年7月	4000億円
2001年8月→2001年11月	4000億円→6000億円
2001年12月→2002年1月	6000億円→8000億円
2002年2月→2002年9月	6000億円→1兆円
2002年10月→2008年12月	1兆円→1兆2000億円
2009年1月→現在	1兆2000億円→1兆4000億円

注：2009年からの国債買入対象銘柄に30年債や変動利付国債、物価連動国債を追加

ているのであれば、保有額の減少も納得できる。しかし、国債の無条件売りオペは全く、行っていない。

では、なぜ、このような変化が生じているのだろうか。以下では、この点を検討していきたい。

2. 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、1999年度までは保有者乗換え方式で、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、1999年3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²⁾」としたのである。この決定により、日銀保有国債の借換方式は従来の保有者乗換え方式が変更され、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。この変更は、従来の借換方式の大転換である。

図表4は、日本銀行が保有する満期の到来した国債について、具体的にどのような借り換えられたか、2000年度以降の借換方式の推移を一覧

したものである。これをみると、借換の対象となる満期到来の利付国債は全て短期国債で借り換えられていることが分かる。

利付国債は割引短期国債で借り換えられるが、その割引短期国債の扱いについては、例えば2008年度については、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4でみるように、毎年、これとほぼ同じ方式によって借り換えられているのである。

割引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、1998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、1999年度以降はこれに代えて1年物TBを引き受けてい

図表4 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21(2009)	7兆7060億円	<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20年度中に借換引受を行った割引短期国債については、①額面総額3兆円については、割引短期国債をもって借換引受けること、②①以外の割引短期国債については、本行資産状況等に照らし支障がないと認める場合には、割引短期国債をもって、借換引受けを行い得るものとする ・②に基づく借換引受の可否については、総裁が決定すること
20(2008)	1兆9600億円	<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 ・当初計画では短期国債による借換引受は9兆6223億円が予定されていたが、平成20年11月4日、1兆9600億円に減額された。
	9兆6559億円	<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(2006)	16兆5573億円	<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(2005)	15兆6339億円	<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、借換引受を行う事 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(2004)	12兆8192億円	<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(2003)	6兆4418億円	<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(2002)	3兆3704億円	<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(2001)	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(2000)	2兆3589億円	<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。平成20年度の借換額の減額については、日銀「平成20年度における国債買入消却に応じて行う国債売却の減額について」(平成20年11月4日)による。

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、2002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、1999年度の買入開始以来、現金償還を受けている、と記されている³⁾。

こうした記述を見る限り、満期到来の割引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4の満期到来国債の合計は80兆4786億円となるから、約80兆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、ということができる。

3. 国債整理基金等が行な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消却である。この買入消却に対して、日銀はこれに応じ、保有国債を借換引受ではなく、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2008年問題に対処するためであった。2008年に10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

図表5 国債整理基金等が行う国債買入消却に対する日銀保有国債の売却

年度	普通国債売却上限	財投債売却上限	備考
平成20年 (2008)	1000億円		<ul style="list-style-type: none"> 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 当初計画では普通国債の売却上限は3兆4000億円、財投債売却上限は1000億円であったが、平成20年11月4日、普通国債・財投債の区別をなくし、財務省から要請のあった銘柄とし、売却金額は1000億円を上限とする、と減額された。
19年(2007)	0	0	政府からの要請無し
18年(2006)	5兆5000億円	0	<ul style="list-style-type: none"> 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(2005)	1兆4000億円	0	<ul style="list-style-type: none"> 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(2004)	4000億円	0	<ul style="list-style-type: none"> 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 買入消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。平成20年度の減額については、日本銀行「平成20年度における国債買入消却に応じて行う国債売却の減額について」（2008年11月4日）より。

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事にした。

図表5は、国債整理基金などが行う国債買入売却に対する日銀保有国債の売却額の推移である。2004年から2008年までの間、普通国債と財投債の合計7兆4000億円を上限として買入売却に応じている(2008年度については、当初、財投債1000億円の売却が予定されていたが、2008年11月4日、財投債と普通国債の区別をなくし、売却金額の上限を1000億円とした)。国債整理基金などの買入売却に応じた額だけ、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80兆円、買入売却に応じた国債が7.4兆円、合計すると約87.4兆円に達する。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売却が行われれば、日銀保有国債は来年度には累計で約87.4兆円減額されることになる。

以上にみてきたように、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、長期国債が短期国債で借り換えられ、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売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。

Ⅲ. 激減した公的部門の国債保有と問題点

1. 資金循環統計上の公的部門

前掲図表1から、公的部門の国債保有が激減していることは、容易に推定することができる

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事から、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(90%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」⁴⁾。

日銀は公的部門について必ずしも確立した社会通念はないとしながらも、公的機関に関する分類基準を定めていた。日銀の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⁵⁾。

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＝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6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、2007年第4四半期までは、40%以上の高い比率であった。ところが、2007年第4四半期には14.1%となり、2008年第3四半期には13.4%に激減している。公的部門の国債保有比率は、今日、驚くばかりに激減しているのである。

この間の経緯をたどると、図表6でみるように、2007年第4四半期までについては公的部門の保有比率は40%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せているのである。この変化は、まず、財投改革によって2001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の引受分を代位しているのである。では、2007年以後、何故、公的部門の保有が激減するのだろうか。いままじし、詳しく検討していく。

図表6 公的部門の国債保有

単位：億円、%

公的部門	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/4Q	2008/1Q	2008/2Q	2008/3Q
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	115,492	89,883	71,036
公的金融機関	732,190	677,092	573,500	514,997	436,199	277,010	171,969	115,492	89,883	71,036
財政融資資金	726,628	660,626	553,188	499,589	431,123	270,063	165,286	108,974	85,938	67,501
政府系金融機関	5,562	16,466	20,312	15,408	5,076	6,947	6,683	6,518	3,945	3,535
郵便貯金	455,122	678,197	882,112	1,013,176	1,243,668	1,365,705	0	0	0	0
簡易保険	371,834	478,466	506,399	517,677	573,190	597,478	0	0	0	0
公的非金融法人企業	3,092	3,336	4,287	4,084	6,555	8,188	11,182	12,520	12,527	12,353
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	775,602	802,455	824,744	834,071
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	765,399	790,872	802,457	812,221
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	930,467	927,154	917,460
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	6,952,898	6,835,106	6,828,618
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	13.4	13.6	13.4

出所：前掲図表1，2より

3. なぜ公的部門が激減したか

財政融資資金による国債保有が減少していても、郵便貯金・簡易保険・社会保障基金によって、この部分を補填してきた。ところが、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については、2007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ったのである。

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。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。2008年3月14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。

「2007年10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（2008年3月21日公表分から予定）。

——2007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、2007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（2007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）。

3月14日に引き続き、3月21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

図表7 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/公的非金融法人企業 日本郵政公社郵便業務	非金融法人企業/公的非金融法人企業 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いおよび資金循環統計の適及改定について」2008年3月21日 日本銀行調査統計局

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7のように改定することになった。郵便貯金は預金取扱機関には変わらないが、「銀行等のうち中小企業金融機関等」へ分類変更された。簡易保険は生命保険と民間生命保険の差額から算出したが、簡易保険が民営化されたので、民間生命保険の計数はなくなった。

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、2006年第4四半期の中小金融機関等の国債保有額は20.5兆円であったが、2007年第4四半期に170兆円に激増している。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。2001年第4四半期には72.6兆円に達していたが、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、2008年第3四半期には6.7兆円にまで縮小する。この縮小分は、従来、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。社会保障基金の国債保有額の推移をみると、2001年第4四半期には25.7兆円であったが、2008年第3四半期には81.2兆円に達した。公的部門で増加しているのは社会保障基金のみで、公的非金融法人企業は増えていると言っても僅少である。かくして、公的部門の国債保有は、激減することになったのである。

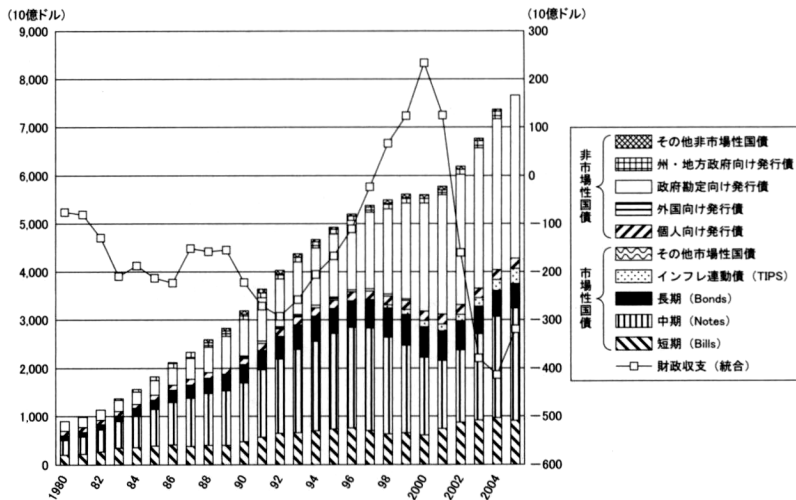
4. 公的部門保有の問題点

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2007年10月にスタートしたものの、完全民営化は2017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7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7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郵貯銀行の国債保有が急増するとは考えられない。郵政民営化によって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点は、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、これが一般的な理解であった。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を看過している点にある。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。

この点を分析した興味深い研究論文がある。図表8は市場性国債と非市場性国債を合計して、市場性国債と非市場性国債の種類と発行対象を分類した図表である。この図表をみると、

図表8 財政収支と種類別国債発行残高(年度末)



注：財政収支は右目盛り，国債発行残高は左目盛り。

出所：Monthly statement of public debt, Summary table 1. (国債発行残高)

Office of Management and Budget, *Budget of the United States Government, FT 2007*, Historical tables, Table 1. 1. (財政収支)

引用：代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』税務経理協会(2007) 169頁

非市場性国債は市場性国債のほぼ半分に達していること、近年では非市場性国債の発行残高が市場性国債より大であることが読み取れる⁶⁾。

図表8の筆者は、アメリカの国債の保有構造を分析し、「連邦政府が保有する国債は国債市場全体の43%に上るが、この内訳を見ると99%は政府勘定向け発行債となっている⁷⁾と述べている。対米比較で、日本の公的部門の保有比率が特に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持つから、公的部門として分類するというものである。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、中央銀行の使命は金融政策の担い手であり、中央銀行の国債保有は金融政策の手段としてである。中央銀行は金融政策の担い手であるからこそ独立性が問題とされるのであ

る。中央銀行と公的部門の国債保有動機は全く異なるから、中央銀行を公的部門として分類するのは適切ではない。

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。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。更に今日では、株式で運用することも検討されている。他方、諸外国における公的年金の運用をみると、リスクを回避するため圧倒的部分が非市場性国債で運用されている。

こうした現状に対して、日本証券経済研究所の須藤時仁氏は、「公的年金資金は非市場性国債で運用すべきである」と提言している。公的年金資金を非市場性の年金国債で運用すれば、リスクを回避できるだけでなく、政府債務を軽減する役割も果たす、という主張である。この提言は傾聴すべき内容を含んでいるので、次

に、須藤氏の提案を紹介したい。

5. 須藤氏の非市場性年金国債の提案

年金国債とは、満期時に元本の一括償還がない代わりに利子と共に元本の一部も每期償還され、満期までに債務元本が徐々に消滅していく国債である。キャッシュフローは一定だが元本が消滅する点に特徴がある。

年金国債のメリットは、まず、発行者にとっては元本の一部が強制的に償還されるため減債基金と同様の債務削減効果がある。投資家にとっては、毎半期に元本の一部が払い戻されるため信用リスクが軽減され、確定利付を重視する投資家にとっては好適であり、他の商品と比較して金利変動リスクも少ない。

しかしながら、年金国債は buy and hold 型の商品であるから、流動性に最大の難点があり、このため機関投資家は年金国債をポートフォリオに組み込む事が困難である。要約すると、年金国債には減債効果があるため発行体にとっては債務負担が利付国債を行より軽い、キャッシュフロー構造が高齢化社会に適合している等のメリットがあり、現在の日本に正に適した国債といえる。反面、その発行には過小流動性といった問題もある。この問題を回避する方法として、年金国債を非市場性国債として発行することが考えられる⁸⁾。

年金国債を非市場性国債として発行することが望ましい理由として、次の点を挙げる事ができる。まず、発行残高に占める非市場性国債の割合は、英国では23.1%、アメリカでは49.4%に達する。ところが日本の場合、非市場性の国債は驚くほど僅かで、3.1%に過ぎない⁹⁾。次に、国債の保有構造を考えた場合、日本で非市場性国債の発行を拡大することが望ましい。公

的部門の国債保有、わけでも公的年金基金の国債保有が激増しているが、公的年金基金は市場性国債で運用されている。日本の非市場性国債は個人部門向けに限定されているのである。他方、英国では公的部門の保有する国債の73.7%が非市場性国債である。米国の場合、社会保障信託基金など政府が管理する信託基金の余裕金は原則として非市場性国債で運用する事になっている。残高の内訳を見ると、保有残高の大きい基金は連邦老齢・遺族保険信託基金、連邦職員退職基金、連邦入院保険信託基金、連邦障害者保険信託基金であり、総残高の半分以上を社会保障信託基金が保有しているのである¹⁰⁾。

須藤氏は以上の分析から、日本では公的部門による国債保有が高いこと、英米では公的基金の運用が非市場性国債によって運用されていることを考えると、日本において年金国債を非市場性国債として発行することが望ましく、発行対象として公的年金および家計が適当であると提言している¹¹⁾。そして、非市場性年金国債の導入は、日本の財政再建及び債務負担の軽減に大きな効果をもたらすから、その導入を早急かつ真剣に検討すべきである、と結論づけている。

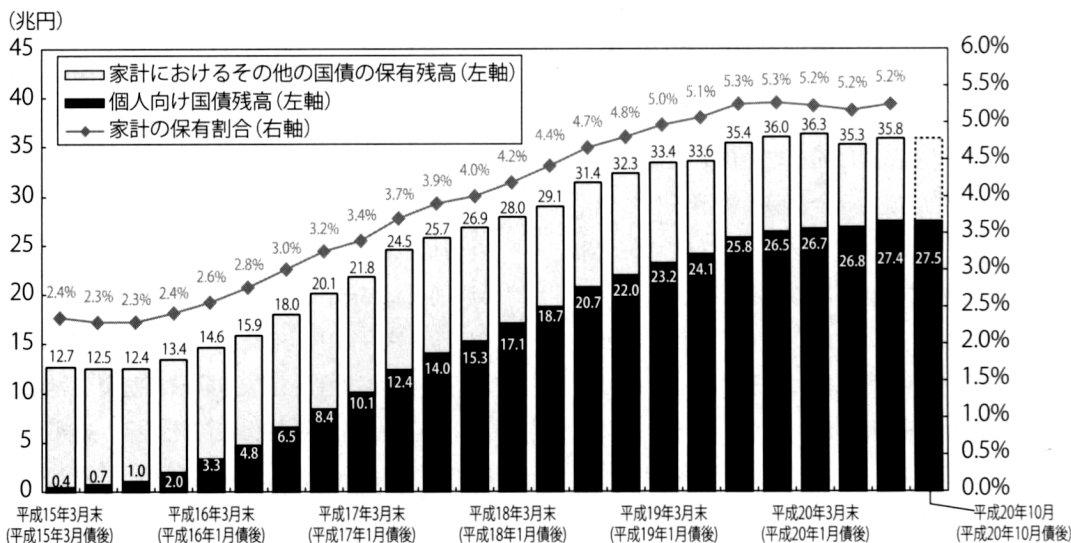
IV. 個人の国債保有の増加

1. 個人向け国債の発行

国債の個人保有は、前掲図表1、2でみたように増加している。2001年第4四半期と

2008年第三四半期を比較すると、保有額では11.4兆円から35.8兆円となり、発行残高に占める比率は2.5%から5.2%になった。保有額では約3倍、保有比率では2.5倍に増えているので

図表9 個人の国債保有額の推移



注：H20.10現在の個人向け国債の残高は、これまでの発行累計額約31.0兆円から、中途換金により国が買い取った個人向け国債を消却した金額約3.5兆円を差し引いた金額。

出所：財務省、日本銀行

引用：「日本国債ニュースレター」2009年1月号

ある。

図表9は、2003年3月から現在まで、個人の国債保有額の推移をみたものである。この図表をみると、個人が保有する国債は個人向け国債が圧倒的で、個人向け国債の保有増大によって、国債の個人保有が増加していることがわかる。個人向け国債とは、購入者を個人に限定した国債である。

個人国債は2003年3月から導入された。この時には10年国債に限定され、投資単位は1万円から可能で、中途換金も1年を経過すれば可能であった。金利水準は基準金利から0.8%差し引いたもので、変動金利であった。変動金利とはいえ0.05%の金利が保証されていた。2006年1月からは個人向けの5年国債が固定金利で発行されるようになった。投資単位は10年物個人向け国債と同じであったが、金利水準は新発5

年債を基準に設定された。このため、中途換金は発行から2年経過する必要があった。

個人国債の商品構成は他の金融商品と比較すると、家計部門に相応しい特徴を備えていたので、個人保有が増加していったのである。

しかし、個人国債の中途換金は10年国債の場合、1年以内に解約すれば最大直近2回分の利子相当額が買取額から差し引かれ、5年債の場合には2年以内に解約すると、最大2年分の利子相当額が差し引かれる。超低金利が継続しているので、この期間内に換金すると、額面以下でしか買い取ってもらえない。これでは、個人消化の拡大に障害があるとして、2008年4月から中途換金調整額を2割減額して、中途換金の如何にかかわらず元本割れしないようにしたのである。

また、個人向け国債以外の国債についても、

個人消化を拡大する対策が考えられている。2007年10月から、新型国債窓口販売方式が開始された。これまでの国債窓口販売方式には民間金融機関の窓口販売方式と郵便局の窓口販売方式の二つがあった。民間金融機関の販売方式は、各金融機関が入札や市場で調達した国債に独自の価格を設定して販売する方式である。郵便局の方式は財務省が指定する価格によって募集を行い、募集残額が出た場合は、日本郵政公社が引受ける一種の委託販売方式であった。2007年10月から導入された新型国債窓口販売方式は、この郵便局で行われてきた募集取扱方式から募集残額を引受ける義務をなくした上で、郵便局以外の民間金融機関にも拡大したものである。この新型窓口販売方式で販売された国債を新窓販国債と呼んでいるが、新しい国債が発行されたわけではない。郵政公社のみで行っていた募集取扱方式では募集期間が短期であったが、新型窓口販売では募集期間が長期となり、個人部門を国債投資に誘導することが容易になったのである¹²⁾。

2. 郵政民営化と国債個人保有

個人の国債保有については、公的部門の国債保有と同様、様々の論点がある。個人の国債保有は、資金循環統計の上では、諸外国と比べて著しく低い水準であった。近年になって個人保有が増加しているが、なお、低い水準にある。ところが、統計上は低くても、実際には個人の国債保有は諸外国の並みの高い水準であった、という見方である。

財投改革以前は、郵便貯金は資金運用部に全額預託され、資金運用部はこの資金で国債を引受けていたのである。資金運用部による国債引き受けは、形を変えた個人資金による国債消化

である。郵便貯金も国債も共に政府の金融債務であり、相違点は証券形式か貸付形式かの違いだけである。更に言えば、定額貯金の商品構成は10年国債と事実上、同じものと見ることができる。定額貯金は一定期間が経過すれば中途解約が可能であり、金利上昇局面では預け変えが可能であった。個人国債の10年国債については金利変動と連動している。つまり、10年定額貯金は10年国債と同一の商品構成とみることができる。財投改革以前は、また、郵政民営化以前においては、郵便貯金は個人の国債保有と同じであり、個人の国債保有は極めて高い水準にあった、と考えることもできるのである。

財投改革によって郵便貯金と国債の連動は切断された。そして、郵政民営化が進む過程で郵便貯金資金による国債引受の協力消化も解消されていった。今日では、郵便貯金と個人の国債保有とは同じ性質のもの、とする議論の余地はなくなった。

資金循環統計にみる個人の国債保有の増加は、その背景に財投改革や郵貯民営化があり、その上で、個人国債の発行と商品構成の改善、新型国債窓口販売によって、個人の国債保有が増加していると推測できる。

個人の国債保有が増加を続けていたが、2009年1月9日の日経新聞は今年度の個人向け国債の販売実績について、次のように報じている。「2008年度の個人向け国債の販売額が2兆2929億円となり、03年度に本格的な発行を始めて以降の最低額となったことが、8日分かった。年度当初の販売計画で見込んでいた6兆2000億円を約3兆9000億円下回る水準。金利低下で投資家にとって魅力が薄れたのが主因だ¹³⁾」。個人向け国債を中途換金の場合のペナルティは2008年4月の改革によって以前より軽減された。し

かし、個人向け10年国債の金利水準は基準金利から0.8%低いところで決定される。基準金利が1.2~1.5%の水準で推移している昨今、この0.8%は過大と言うべきだろう。個人向け国債の商品構成を再検討する必要があるのではなからうか。

V. 海外部門の国債保有の特徴

1. 超低金利国債と国債格付けの引下げ

海外部門の国債保有額は、2001年第4四半期の21.6兆円から2008年第3四半期には53.5兆円と増加し、発行残高に占める比率も4.8%から7.9%と増加している。しかし、増加しているとはいえ、海外部門は他の部門とは異なる特徴を示している。

まず、2001年第4四半期から2003年第4四半期間までの間、海外部門の国債保有は減少を続け、保有額は21.6兆円から16.6兆円、保有比率も4.8%から3%にまで減少している。次に、2004年第4四半期から増加に転じ、2008年第3四半期には25.6兆円から53.7兆円に、保有比率では4.1%から7.9%に増加した（前掲図表1，2参照）。特に、最近の増加は著しく、2006年第4四半期の保有額は37.2兆円であったが、2007年第4四半期には47.8兆円、2008年第1四半期には50兆円と急増を続けている（前掲図表1,2参照）。簡単に言ってしまうと、一度は急減し、その後に急増しているのである。それも、最近では急激に増加しているのである。

なぜ、こうした特徴が生まれてくるのだろうか。2003年第4四半期間での間、急減したのは、まず、長期国債金利が史上空前の低金利となったからである。日銀は金融緩和をより強力

に進めるため2001年3月から量的緩和政策に転換した。長期国債の買いオペ額を増額することによって金融緩和をすすめることにしたが、日銀の国債買いオペ額の増額は国債価格に影響する。買いオペ対象の国債を、従来の発行後1年経過した国債から、発行直近2銘柄を除く国債に拡大したから、国債買いオペは新発国債の金利に大きな影響を与えることになった。国債買いオペ額の拡大により長期国債の利回りは低下し、海外部門にとって日本国債は魅力ある投資対象ではなくなった。急減したもう一つの理由は、日本国債に対する不信である。2002年5月31日、ムーディーズは日本国債の格付けを引き下げ、従来のAa3からA2に一気に2段階引き下げた。引き下げ理由は、小渕内閣以降の国債増発と残高の急膨張である。A2の格付けといえ、日本が経済援助を行っている国が発行する国債格付けと同じ水準である。かくして、日本国債の信用リスクが問題とされ、超低金利の国債利回りと相まって、海外部門の国債保有は一挙に減少したと思われる。

2. 国債格付けの引上げと債券税制改革と世界同時金融危機

ところが、海外部門の国債保有は2004年第4四半期から増加に転じる。増加に転じたのは、まず、日本国債に対する信用の回復である。海外の格付け会社は、相次いで、日本国債の対する格付けを引上げた。この間の推移を辿ってみると、2004年3月24日、S&Pは日本国債を「ネガティブ」から「安定的」に引き上げ、2005年5月9日にはフィッチも「弱ふくみ」から「安定的」に引上げた。そして、ムーディも2007年10月11日にはA2からA1へ、更に、2008年6月30日にはA1からAa3へ引上げ

図表10 非居住者に対する国債税制の改革

実施年月日	改正内容
1999年4月1日	<ul style="list-style-type: none"> ・短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）に対する所得税の源泉徴収を免除 ・外国法人が支払いを受けた短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）の償還差益には法人税を課さない
1999年9月1日	非居住者、外国法人の受け取る一括登録国債に利子に対する源泉徴収の免除（所得税を非課税とする）
2001年1月1日	指定金融機関等の源泉徴収免除制度及び公共法人等の利子非課税制度について、対象となる国債利子の範囲から個別登録国債の利子を除外する（一括登録国債のみが源徴免除となる）
2002年4月1日	外国金融機関等による債券現先取引に係る利子非課税（非居住者の受け取るレボ収益は非課税扱いとする。2年間の租税特別措置）
2002年4月1日	外国投資信託の受託者である非居住者が、外国投資信託の信託財産につき支払いを受ける一括登録国債の利子を非課税の対象とする
2003年1月1日	非居住者が保有する振替国債の利子を非課税とする（社債などの振替に関する法律に基づく新たな振替決済制度のもとで取り扱われる振替国債の利子は一括登録国債と同じ扱いとし非課税とする）
2003年1月1日	海外投資家の保有する分離元本振替国債・分離利息振替国債から生じた所得を非課税とする（ストリップ国債の償還差益・売買差益を非課税とする）
2004年4月1日	<ul style="list-style-type: none"> ・外国法人が保有する割引短期国債・政府短期証券の償還差益に係る源泉徴収の免除について、適格外国仲介者を通じて保有する場合にも拡充 ・国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子についての非課税措置の適用期限を2年延長（2006年3月31日まで）
2005年4月1日	<ul style="list-style-type: none"> ・物価連動国債について、譲渡対象者に、国債の利子につき所得税が課されない外国法人等を追加 ・非居住者等の国債保有に係る税制優遇措置について、非居住者等が適格外国仲介者から振替記載等を受ける場合における適格外国仲介者から国内の国債振替決済制度参加者への通知手続の簡素化や、割引短期国債・政府短期証券に係る特例の適用を受けている者が利付国債の利子に係る特例を受ける場合の適用手続について、一定の要件の下で不要とする等、その適用にあたって必要となる諸手続を簡素化
2006年4月1日	国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子についての非課税措置の適用期限を2年延長（2008年3月31日まで）
2008年4月1日	国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子についての非課税措置の適用期限を撤廃（措法67の16⑤）

た。日本国債の残高は増加を続けているが、日本経済はバブルの崩壊から立ち直りつつあること、財政再建に対する信任が回復してきたからである。

増加に転じたもう一つの理由は、非居住者が

保有する国債利子に係わる税制度が変更されたからである。長らくの間、非居住者の受け取る利付国債の利子は源泉徴収されていた。巨額の債券売買を繰り返す機関投資家にとって国債利子の源泉徴収は、極めて不都合な税制度であ

る。国債利子が年度末に他の所得と合算して課税されるのではなく、源泉徴収されると年度末までの孫利子まで負担することになり、機関投資家による国債投資の大きな障害となる。このため、日本の機関投資家に対しては、政府が認可した金融機関に限り租税特別措置法第8条によって、源泉徴収が免除されていたのである。ところが、非居住者に対しては、利付国債の利子に対して源泉徴収されてきた。日本の金融機関には源泉徴収をしないのに、外国の金融機関に対しては源泉徴収を行ってきたのである。この差別的な扱いは、円の国際化を阻止するための税制であった、と思われる。巨額の外貨準備を持つ日本には、海外からの資本流入は不必要であり、円の国際化は不必要と考えていたと思われる。

ところが、バブル崩壊から脱出の過程で徐々に、円の国際化が必要である、と方向転換が行われるようになってきた。同時に、図表10でみるように、非居住者に対する債券税制度が変更されはじめた。1999年4月には非居住者の受け取る国債利子は、原則、非課税扱いとなった。しかし、この時点では、非居住者の本人確認に複雑な手続きが必要で、日本国債に対する投資誘因とはならなかった。非課税手続きの簡素化は2005年4月に行われた。非課税手続きの簡素化によって、非居住者は日本の金融機関と同様、非課税法人となり、海外部門の国債投資を阻止していた税制上の障害が除去されたのである。そして、非居住者の受け取るレポ収益の非

課税措置についても、2008年4月には、ついに臨時措置ではなく非課税となったのである。

日本国債の格付けが引上げられ、非居住者に対する差別的な債券税制制度は変更された。しかし、日本国債の金利水準は低く、膨大な政府債務残高も解消されていない。にもかかわらず、このところ、日本国債の海外部門による国債保有は激増し、保有比率も2006年第4四半期の5.5%から2008年第3四半期には7.9%になった。これは、2007年夏に顕在化したサブプライムローン危機、更に続く世界的な金融危機によって、海外部門の投資の質に変化が生じたことの反映であろう。そうであれば、海外部門の国債保有は今後も増大していくことが予想される。

注

- 1) 図表1の国債保有主体は、日銀『資金循環統計の解説』(2005年12月)29頁掲載の「表1部門の一覧」に基づく。
- 2) 「対政府取引に関する基本要領」1999年3月26日決定
- 3) 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」2004年6月28日 21頁
- 4) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』2005年16頁
- 5) 同上、37頁、47頁、52頁参照
- 6) 小西宏美「アメリカ国債と外国人投資家」代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』税務経理協会 所収165頁参照
- 7) 同上 182頁
- 8) 須藤時仁『国債管理政策の新展開』日本経済評論社 2007年 235~244頁
- 9) 同上 248頁
- 10) 同上 249~250頁
- 11) 同上 250頁
- 12) 財務省「債務管理レポート」2007年版、2008年版参照
- 13) 日本経済新聞 2009年1月9日

(当研究所特別嘱託研究員)