証券経済研究　第89号（2015.3）

超長期国債の借換発行増加と国債整理基金特別会計・日本銀行

代　田　　純

要　旨

国債発行のなかで，借換国債の発行が大きくなっている。また同時に，超長期国債の発行が増加している。長期かつ低金利という，国債管理政策における財政サイドのニーズが実現されている。借換国債は，一般会計ではなく，国債整理基金特別会計によって発行されている。国債整理基金特別会計をめぐる資金の流れは複雑であるが，同会計を含むと，国債費は92.6兆円という巨額に達している。

超長期国債の主要な投資家は生保である。生保の国債投資は責任準備金対応債券が中心で，長期保有が基本である。このため，最近の利回り低下から，生保も国債投資を抑制し，外債投資にシフトしている。結局，超長期国債を買い支えているのは，日本銀行である。日本銀行は保有国債を量的に増加させているだけではなく，発行年限の長期化で質的にも財政のニーズに対応している。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．国債発行の動向と超長期国債
Ⅲ．国債整理基金特別会計と借換国債
Ⅳ．生保による超長期国債投資
Ⅴ．日本銀行による超長期国債保有増加
Ⅵ．まとめに代えて

Ⅰ．はじめに

最近の国債発行総額において借換国債が大きなシェアを占めている。また借換国債を含め超長期国債の発行が増加している。こうした超長期国債を含み，借換国債は国債整理基金特別会計で発行されるが，本稿は一般会計での財政負担と国債整理基金特別会計の関係を明らかにする。国債整理基金特別会計は他の特別会計での国債，政府短期証券，借入金の元利償還も一元管理しており，資金の流れは極めて複雑化している。こうした国債整理基金特別会計をめぐる関係を踏まえ，超長期国債の投資について，主要な投資家であった生保が最近，保有を減少させていることを指摘する。最後に，日本銀行が量的に国債保有を増加させるのみならず，超長期国債の保有を増やしており，長期借換かつ低利という国債管理上の財政ニーズに最も応えていることを指摘する。

2014年度当初予算において，国債発行総額は181.5兆円であったが，うち借換国債は122兆円を占めた。新規財源債である建設国債・特例国債の発行額は41.3兆円であったから，借換国債の発行が主要部分である。借換国債は国債整理基金特別会計で発行されているが，一般には一般会計の公債費（利払い・償還費）だけが注目されるため，特別会計を含む財政実態は知られていない。建設・特例国債は60年償還ルールで償還されており，残高の60分の1（約1.66％）ずつ償還費が一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れられる。また超低金利もあり，利払い費は抑制されてきた。しかし国債整理基金特別会計は政府短期証券や特別会計での借入金等も返済するため，一般会計では22.4兆円（2014年度）である国債費は，国債整理基金特別会計を含むと92.6兆円に達する。

国債整理基金特別会計で発行される借換国債のなかで，超長期国債が増加している。超長期国債の主要投資家は生保会社であるが，生保の国債投資は長期投資（責任準備金対応債券等）が中心と考えられ，国債利回りの低下を背景に，国債投資を抑制している。

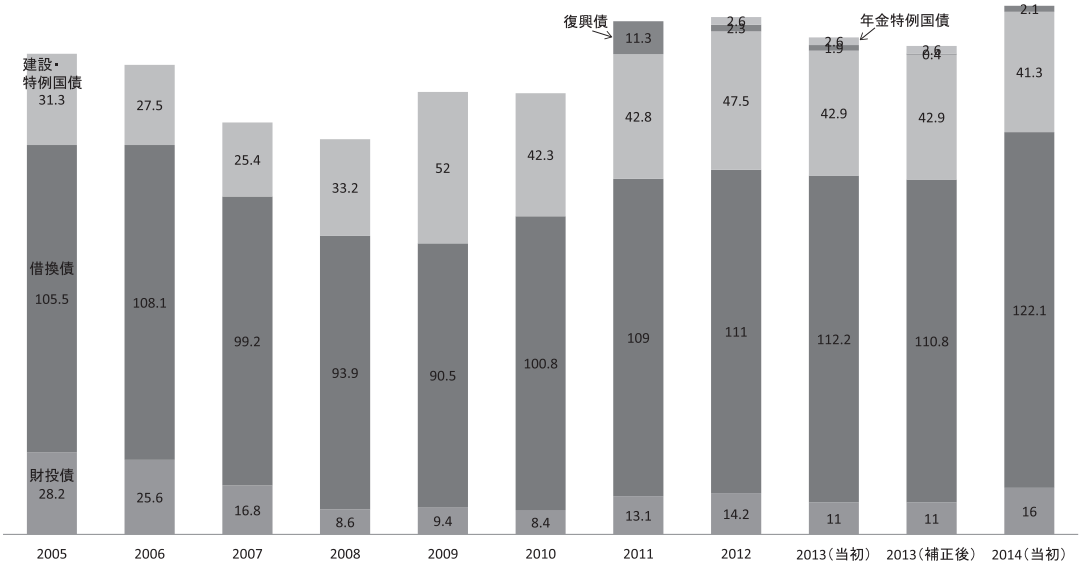
このため日本銀行が量的に国債保有を増加させているだけでなく，超長期国債の保有を増やし，質的にも財政負担軽減に寄与している。日本銀行は2004年度に保有国債の評価方法を低価法から償却原価法に変更しており，長期金利が上昇した場合，即座に損失が計上されるわけではない。しかしその場合，中央銀行，および円という通貨への信認が問われることとなろう。[1)]

Ⅱ．国債発行の動向と超長期国債

日本の国債発行総額は2011年度以降，高水準で推移している。2011年度には，176兆2,000億円であったが，2012年度にも177兆6,000億円と増加した。同期間は民主党政権であったが，2013年度以降，安倍自民党政権となってからも，2013年度当初予算で170兆6,000億円となった。さらに2014年度当初予算では，国債発行総額は181兆5,000億円と増加し，過去最高を更新した。

2014年度当初予算で，発行国債の内訳構成を図表１から見ると，借換国債が122兆1,000億円と圧倒的なシェアを占めている。新規財源債である，建設・特例国債は41兆3,000億円と2010～2013年度に比べ，減少すらしている。2014年度当初予算での国債発行増加は，借換国債の発

図表１　国債発行総額の推移　（兆円）



〔出所〕　財務省ホームページ

行が，2011～2013年度に比し，10兆円程度増加したためである。

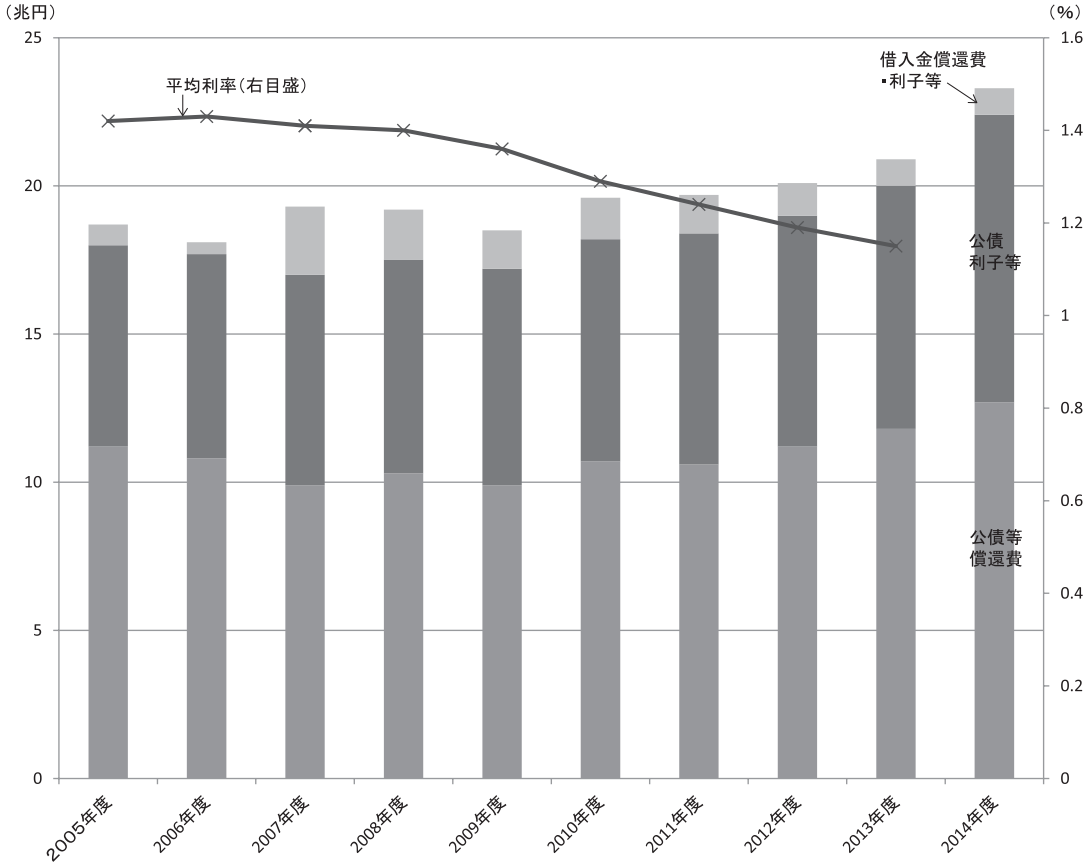
2014年度の借換国債発行が増加した要因は，2009年度に建設・特例国債が52兆円と，2008年度に比べ20兆円近く増加したためである。リーマンショックに対応する経済対策が発動され，財源として５年債を中心とする国債が新規発行され，この５年債が2014年度に満期を迎えた。しかし，満期を迎えた５年債（2009年度発行）を現金償還することはなく，借換国債が発行された。以下で繰り返し指摘するが，60年償還ルールのもとで，発行された新規国債は，60年かけて漸次的に現金償還され，多くは借換えされている。

国債の60年償還ルールとは，建設・特例国債については，全体として60年で償還するというルールである。60年という期間は，建設国債の見合資産の平均的な効用発揮期間が概ね60年であることに起因する[2)]。このルールでは，60年後の全額償還に向けて，5年や10年の満期ごとに，一部のみを現金償還し，多くは借換えされることになる。このルールは当初，建設国債にのみ適用されて，特例（赤字）国債は借換えが認められていなかった。しかし，1985年度の償還分以降，特例国債についても，拡大解釈され，今日に至っている。

また60年償還ルールのもとでは，現金償還は毎年60分の１となるため，一般会計では国債残高の60分の１（1.6％分）が定率繰入として，減債基金である国債整理基金特別会計に繰り入れられている。さらに，この定率繰入も建設・特例国債に限定されており，財投債，政府短期証券，借入金等は対象外となっている。国債発行に伴う償還は，かなり緩和されたものとなっている。

償還が60年償還ルールで緩和されていることに加え，国債発行の利率が歴史的低水準となっていることが，発行を容易にしている。図表２

図表２　一般会計国債費の推移



〔出所〕 財務省，『債務管理レポート2014』から作成。

は，一般会計国債費の内訳と構成を示している。公債等償還費は，上記で述べた国債整理基金特別会計への繰入であるが，2010～2013年度に10～11兆円であったが，2014年度にはやや増加し，12.7兆円となった。また公債利子等については，2005～2006年度には６兆円台，2007～2012年度には７兆円台であったが，2014年度には9.7兆円へ増加した。公債利子費が増加した要因は，国債残高が増加したことであろう。現在，国債残高の平均利率（表面利率の加重平均，財務省計算）は2005年度の1.4％台から，2013年度には1.15％まで低下しており，金利面では財政負担は大幅に軽減されている。

長期金利が１％台まで低下してきた背景としては，経済成長率と物価上昇率がいずれも低いことに加え，家計部門や法人部門の資金余剰が継続してきたことが背景にある。現在，我が国の資金循環構造では，家計部門と法人部門の資金余剰が大きく，政府部門が大幅な資金不足となっている。このため家計や法人の余剰資金が銀行預金に流入し，銀行が貸出難から国債保有を積み上げてきた[3)]。ただ最近，この構造に変化が見られる。高齢化等により，家計部門の貯蓄率が低下していること，家計部門の資金余剰が縮小していること，等々である。したがって，今後，長期金利の動向は，法人の設備投資

動向と資金余剰が鍵を握ると考えられる。こうした構造的な問題に加え，日銀による長期国債買い切りオペの増加が，長期金利低下に影響していることは言うまでもない。

長期金利の低下が，財政の利払い負担を抑制し，60年償還ルールが元本償還をわずかな範囲に限定してきた。日本の国債残高は1,000兆円を超し，一般政府の純金融債務残高の対 GDP 比率が142％（2014年，OECD 統計）に達し，イタリア（118％）やギリシャ（127％）よりも深刻である。しかし日本では財政は危機に至っていない。その重要な背景に，金利水準が極めて低いこと，ならびに60年償還ルールにより元本償還が少ないこと，これらのため一般会計における国債費比率が低いことがあろう。しかし，図表２でも一般会計国債費は2010年度以降，じりじりと増加しており，金利が反転すれば，急増するリスクを内包している。

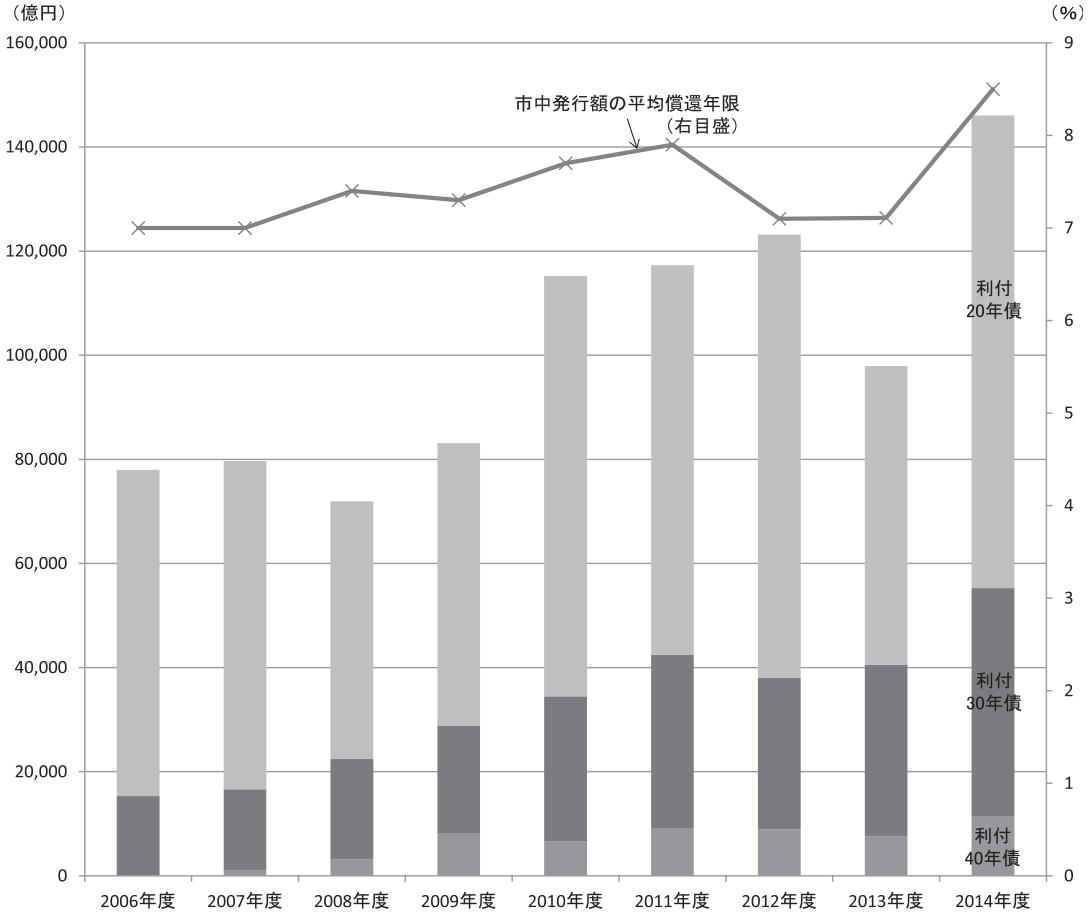
財政の利払い費負担が増加することは，所得の再分配に関わる問題である。財政学における伝統的議論であるが，財政の利払い費は国債保有者に支払われ，一方利払い費増加により増税されるため，租税負担が増加する[4)]。この場合，租税負担の帰着により，所得の再分配が発生する。現在の日本で，国債保有者は民間銀行や日本銀行が中心であり，銀行が国債から金利収入を受け取っている。納税者から銀行への所得再分配の可能性が否定できない。

日本の財政では，借換国債は一般会計ではなく，国債整理基金特別会計で発行される。このため，一般会計だけでは，財政の実態は見えてこない。一般会計での国債利払い費や償還費についても，一般会計で直接支払われるわけではなく，一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れられ，国債整理基金特別会計で支払われる。他の特別会計（地方交付税特別会計，外国為替資金特別会計等）で発行される国債，借入金も同じく，元利払いは国債整理基金特別会計に一元化されている。このため，国債発行の中心となった借換国債の分析には，国債整理基金特別会計の分析が不可欠となる。

とりわけ現在の借換国債増加のなかで，超長期国債による借換発行の増加が注目される。国債管理政策とは，財政サイドからする長期かつ低利での資金調達と，金融サイドからするインフレ管理との対立と協調と理解されてきた[5)]。ところが現状では日欧を中心に，デフレ管理が前面にでているため，金融政策に物価抑制の必要は乏しく，財政当局のニーズが受け入れられやすくなっている。日本でも，超低金利を追い風として，超長期国債による借換発行が増加している。これは伝統的な国債管理政策からすれば，財政サイドの全面勝利とでも呼ぶべき事態である。

図表３は借換国債における超長期国債発行額を示している。すでに図表１で示されたが，借換国債の総額は，2009年度における90.5兆円から，2014年度当初には122.1兆円まで増加している。このなかで，超長期国債発行額（借換国債分のみ）は2009年度の8.3兆円から，2014年度には14.6兆円まで増加している。この他，新規財源債等の借換国債以外で，超長期国債発行額は9.6兆円あり，合計すると2014年度には超長期国債発行額は24兆円であった。さらに2015年度予算においても，国債発行総額は170兆円台に抑制されるものの，超長期国債発行額は合計で26兆円に増額される見込みである。このため超長期国債発行が国債発行額において占めるシェアは約15％と過去最高となる見込みである。年金，生保などがより高い利回りを好んで

図表３　借換国債における超長期国債発行



〔出所〕　参議院予算委員会，『財政関係資料集』等から作成。

需要がある，と言われる[6]。超長期国債発行の増加に伴い，市中発行される国債の平均償還年限は，図表３が示すように，2006年度には７年であったが，2014年度には8.5年まで長期化しており，長期かつ低利という財政当局のニーズに沿った国債発行となっている。

超長期国債の発行条件は財政にとって，極めて良好な水準となっている。2013年度において，40年物の超長期国債は約1.8兆円発行された。この場合，多くの発行（入札）において，利率（クーポン）は1.9～2.2%とされていたが，入札により発行価格は，額面100に対し110～118となったケースが多い。したがって，利率が2.2%であっても，利回りでは1.6%程度となった[7]。現在，流動性供給入札（流動性が不足する銘柄について，流動性を補完するため，追加発行する入札）が実施されているが，この流動性供給入札で利回りが低いケースが目立っている。40年におよぶ超長期国債を，利回り1.6%程度で発行できることは，財政にとり極めて有利なことは自明である。

超長期国債を含み，国債発行は現在，入札によって発行される。2013年度において40年超長期国債の落札実績を業態別に見ると，証券会社

が１兆5,758億円で，シェア98.6％と圧倒的である。内訳では国内証券が40.4％，外国証券が53.5％となっており，外国証券の積極性が目立つ。他方，銀行は220億円で1.4％，保険は０であり，発行市場での超長期国債取得はゼロに等しい。保険会社は20年国債についても1,610億円でシェア1.2％，30年国債についても1,189億円で1.9％に過ぎず，発行市場での取得はわずかである[8)]。

こうした事態から，２つの傾向が読み取れる。第一に，外国証券等は入札で大量に超長期国債を落札するものの，自己勘定で保有するのではなく，保険などの投資家や日銀の買いオペなどに売却し，短期のキャピタル・ゲインを得ている可能性である。この場合，日銀による超長期国債の買い切りオペの実施タイミング，および買い切りする価格（利回り）が注目される。第二に，超長期国債の中心的な投資家と言われる保険は，入札での落札はわずかであり，発行市場での取得はゼロに近い。このため，保険は流通市場での取得が中心と推定される。これらの問題は後に戻ることとする[9)]。

Ⅲ．国債整理基金特別会計と借換国債

超長期国債を含む，借換国債の発行は国債整理基金特別会計によっている。この国債整理基金特別会計は，資金の流れが複雑であるが，特別会計のなかでも規模が大きい。日本の財政の重要な特質は，特別会計の規模が極めて大きいことである。一般会計の規模は約100億円であるが，特別会計との粗合計額は507兆円となる。ここから重複分を差し引いても，純合計額は237兆円（2014年度）となる。特別会計だけで，137兆円程度の規模があり，一般会計よりも大きい[10)]。しかも特別会計は，一般会計や財政投融資と異なり，国会で審議される必要もないため，一般に実像は見えにくい。

こうした特別会計や財政投融資など，一般会計以外の財政規模が巨大であることは，海外では例を見ない。例えばイギリスの場合，財政は，経常勘定である統合基金（Consolidated Fund）と資本勘定である国家貸付基金（National Loan Fund）から成る。統合基金は経常勘定であり，社会保障などの経常費が支出される。この経常勘定は現在，歳入・歳出規模で約6,000億ポンドの規模である。この経常勘定での赤字は，資本勘定である国家貸付基金に移され，国家貸付基金で国債が発行される。また利払いもこの国家貸付基金でなされる。さらに国家貸付基金は，貸付を公共事業，債務管理，為替平衡勘定等に対し行っている。いわば，国家貸付基金は国債整理基金特別会計と財政投融資の機能を併せ持った存在とも言える。しかしその歳出規模は300億ポンド前後である。イギリスの場合，国家貸付基金は経常勘定の５％程度の歳出規模である[11)]。他方，日本の特別会計（その一部は財政投融資）は巨大である。

この特別会計は1990年には38会計あったが，2006年には31会計，さらに2011年には17会計まで減少してきた。しかし2012年度には東日本大震災復興特別会計が新設され，18となっている。こうした特別会計の問題は，資金の流れが複雑化し，財政実態が見えにくくなることであろう。

特別会計のなかで，歳入・歳出規模で見た場合，最大の特別会計が国債整理基金特別会計である。図表４は国債整理基金特別会計の歳入・歳出における主要項目である。まずその規模で

図表４　国債整理基金特別会計の歳入・歳出主要項目　（億円）

歳入		2013年度当初	2014年度当初	歳出		2013年度当初	2014年度当初
他会計から受入		828,750	912,534	国債整理支出			
一般会計		222,415	232,693	公債等償還		1,360,232	1,564,270
特別会計		606,335	67,984,134		一般会計負担	1,201,901	1,331,308
	交付税及び譲与税配付金	335,919	334,902		特別会計負担	158,331	232,962
	外国為替資金	12,302	12,624	借入金償還		391,304	400,283
	財政投融資	173,244	207,430		一般会計負担	7,002	6,815
	エネルギー対策	63,670	103,811		特別会計負担	384,302	393,469
	年金	14,912	14,911	公債利子等		112,327	113,982
公債金		1,201,806	941,495		一般会計負担	97,692	99,749
前年度剰余金受入		120,000	280,000		特別会計負担	14,635	14,233
歳入合計		2,164,413	2,140,861	歳出合計		1,964,413	2,140,861

〔出所〕　財務省，『債務管理レポート2014』から作成。

あるが，2014年度当初でも214兆円に達している。内訳を見ると，他会計からの繰入総額は91兆円であり，極めて大きな金額が会計間で動いている。まず一般会計からの繰入が約23兆円であり，図表２で見たような償還・利払い費が繰り入れられている。次いで特別会計間での繰入が68兆円あり，最大のものは交付税および譲与税配付金特別会計で33.5兆円が繰り入れられている。

交付税および譲与税配付金特別会計は，一般会計からの地方交付税交付金や地方への譲与税などを中心に，地方への資金を管理している。2013年度当初予算で歳入は約54兆円であるが，他会計からの繰入が17兆円あり，うち一般会計からが16.4兆円となっている。問題は借入金であり，2013年度には33兆円に達している。もともと2006年度末まで，交付税および譲与税配付金特別会計の借入金は52.3兆円あったが，うち18.7兆円について国の一般会計が承継し，国債費として償還することとなった。この措置により交付税および譲与税配付金特別会計の借入金は33.6兆円に減少したが，以降償還は進まず今日に至っている[12)]。借入先の内訳として，23兆円が民間金融機関であり，10兆円が財政融資資金からの借入である。交付税および譲与税配付金特別会計の借入金は６か月の短期借入金であり，2013年度の場合，年間40回を超える入札（民間金融機関対象）が実施され，短期のつなぎ金融によって債務が繰り延べられている。入札で借入金の利率は0.1％程度に抑制されているため，事態の深刻化は辛うじて免れている[13)]。

交付税および譲与税配付金特別会計はこうした事情で，毎年，国債整理基金特別会計に33兆円程度を繰り入れ，短期借入金を国債整理基金特別会計経由で償還している。国債整理基金特別会計の歳出面で借入金償還が38兆円となっているが，その多くは交付税および譲与税配付金特別会計による借入金である。利払いも国債整理基金特別会計経由であるが，利率が0.1％程度であり，わずかな金額にとどまっている。

交付税および譲与税配付金特別会計に次いで，国債整理基金特別会計に繰入が大きい特別会計は，財政投融資特別会計である。財政投融資特別会計は財政融資資金（旧資金運用部資金）の運用等のための特別会計である。2008年

度に名称が財政融資資金特別会計から財政投融資特別会計となった。

財政投融資特別会計は，財政融資資金勘定と投資勘定からなる。財政融資資金勘定は財政融資資金の運用の経理を行っているが，歳入規模は30兆円（2013年度当初）を超えている。投資勘定は，前身が産業投資特別会計の産業投資勘定であるが，歳入・歳出は2,640億円（2013年度当初）とわずかである。財政融資資金勘定の歳入30兆円のうち，公債金（財投債発行）が11兆円，財政融資資金から繰入が16兆円となっている。また運用収入も2.5兆円ある。他方，歳出では財政融資資金への繰入が11.6兆円，国債整理基金特別会計へ繰入が17.3兆円である。

すなわち財政投融資特別会計が財投債を発行するが，その資金は財政融資資金に繰入られ，財政投融資で運用（貸付等）される。償還財源等は財政融資資金から財政投融資特別会計に繰り入れられ，財政投融資特別会計から国債整理基金特別会計に繰り入れられている。極めて複雑でわかりにくい資金の流れとなっている。

財政投融資特別会計では2012年度で9,526億円の剰余金が発生している。これは貸付金利が比較的高いものの，調達金利（財投債）が極めて低いことに起因している。この剰余金は積立金（金利変動準備金）に繰り入れられるが，積立金残高は2013年３月には8,155億円であったが，2014年３月には１億円まで減少する見込みである（会計検査院の監査が終わるまで決算は確定しない。2015年２月現在）。財政投融資特別会計の積立金から一般会計への繰り入れが2008年度以降，４～７兆円規模で実施されてきたためである[14)]。一般会計の財源不足補完が優先され，財政投融資特別会計での金利変動リスク管理が軽視されており，問題である。

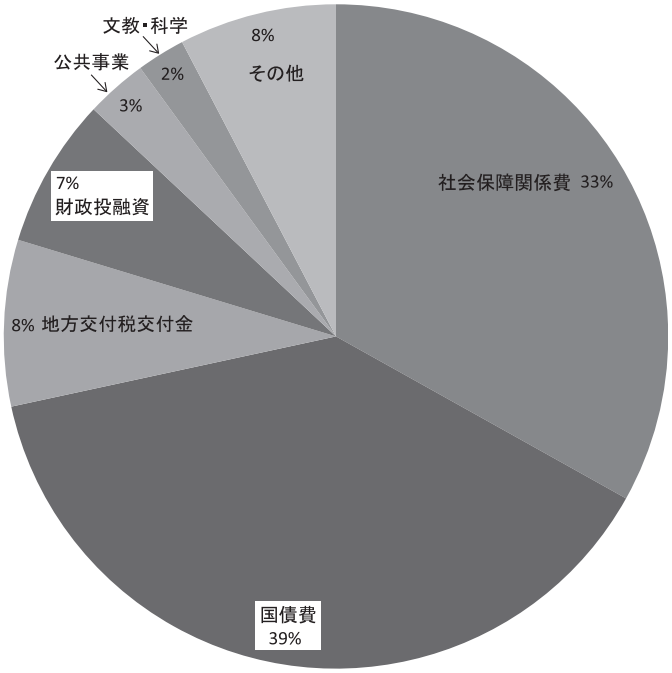
エネルギー対策特別会計はエネルギー需給勘定，電源開発促進勘定，原子力損害賠償支援勘定（2011年度設置）から成るが，借入金があり，ならびに政府短期証券が発行されている。エネルギー対策特別会計の歳入は，2013年度当初で7.5兆円であるが，うち1.5兆円が石油証券と借入金，また５兆円近くが原子力損害賠償支援証券と借入金となっている。石油証券の残高は約1.4兆円（2014年度末見込み）あり，またエネルギー対策特別会計の借入金（多くは満期１年）が約4.5兆円あり，うち4.2兆円は民間からの借入金である。交付税および譲与税配付金特別会計と同様に，民間に対し入札が実施され，借り入れられている。やはり金利は0.1％程度で極めて低い。

エネルギー対策特別会計の歳出では，原子力損害賠償支援勘定から国債整理基金特別会計への繰入が約５兆円，エネルギー需給勘定から国債整理基金特別会計への繰入がやはり約1.4兆円となっている。借入金が短期であるため，借入金残高と国債整理基金特別会計への繰入額がほぼ等しい。

この他，外国為替資金特別会計から国債整理基金特別会計へ1.2～1.3兆円，年金特別会計から国債整理基金特別会計へ約1.5兆円が繰り入れられている。外国為替資金特別会計は外国為替資金証券，年金特別会計は年金特例国債を発行しており，元利償還は国債整理基金特別会計経由だからである。図表４では国債整理基金特別会計へ１兆円以上の繰入がある特別会計のみ記載したが，食料安定供給，国有林野事業債務管理，貿易再保険，自動車安全の各特別会計からも繰り入れられている。

以上で，特別会計から国債整理基金特別会計への繰入について見てきたが，図表４で国債整

図表５　一般会計・特別会計の主要経費別純計（237.4兆円）



（注）　国債整理基金特別会計における借換償還額122.1兆円は控除されている。
〔出所〕　財務省，『日本の財政関係資料』から作成。

理基金特別会計の歳入で最大項目は，やはり公債金である。借換国債が国債整理基金特別会計で発行され，歳入として約120兆円（2013年度当初）計上されている。また前年度に剰余金が発生した場合，翌年度の歳入に計上されている。

以上の歳入により，国債整理基金特別会計の歳出は公債等の償還に136兆円（2013年度当初），借入金の償還に39兆円，公債利子等に11兆円が主要項目となっている。公債等償還のうち，一般会計負担が120兆円，特別会計が15.8兆円（いずれも2013年度当初）ある。問題は，一般会計負担で公債償還費が120兆円あるにもかかわらず，一般会計に反映されず，図表２のように10兆円程度だけが計上されていることである。公債償還費120兆円は，国債整理基金特別会計による借換国債発行とセットで処理されている。60年償還ルールがこれを可能にしている。

図表５は一般会計と特別会計の純計（重複分を控除後）における主要経費構成を示している。まず合計額は237.4兆円である。一般会計が約100兆円であるから，137兆円が特別会計で支出されているが，表面には出てこない。むしろ一般会計よりも特別会計が大きいのである。そしてこの図表５でも，国債費が39％と最大項目である。しかもこの国債費には，国債整理基金特別会計の借換償還額122兆円は控除されている。日本の財政で，国債費は極めて大きくなっている[15)]。

こうした財政運営を可能にしている二大要因が，60年償還ルールと超低金利である。国債の

図表６　金利変化と利払いへの影響試算

（兆円）

金利変化幅	2015年度	2016年度	2017年度
プラス２％	2	5	8.1
	26.8	32	37.5
プラス１％	1	2.5	4.1
	25.9	29.5	33.6
マイナス１％	▲1	▲2.5	▲4
	23.9	24.5	25.4

〔出所〕　財務省，『債務管理レポート2014』から作成。

平均利率が１％に近づいてきたため，1,000兆円の債務残高でも10兆円程で済むのである。金利が反転した場合，財政に深刻な影響が予想される。図表６は財務省試算による金利変化の利払い費への影響である。この試算の前提は，財務省のホームページに詳細が掲載されている[16)]。まず名目経済成長率は３％とされ，税収は2014年度の50兆円から2016年度には60.4兆円に増加するとされている。経済成長率と税収予想がまずかなり楽観的なシナリオとなっている。他方で，地方交付税交付金は2014年度の16兆円から2016年度には15兆円に減額されることとなっている。このため基礎的財政収支は2014年度の18兆円から2016年度に11.1兆円まで縮小が見込まれている。さらに金利については，2014年度が予算積算金利である1.8%，2015年度が２％，2016年度が2.2%，2017年度が2.4%（いずれも財務省は将来予想を加味した金利と説明）である。この前提から，金利が２％上昇した場合，2016年度には５兆円増加し32兆円に，2017年度には8.1兆円増加し37.5兆円に達すると予想されている。

アベノミクスは消費者物価上昇率２％を目標としている。仮に消費者物価上昇率２％が達成されるなら，いずれは長期金利の上昇が発生する。本来，インフレは債務者利得を発生させる。インフレにより債務者負担は償却されるからである。しかし２％前後のインフレ率であれば，債務者負担の軽減効果よりも，長期金利上昇による利払い負担増加が上回るであろう。上記の楽観的な前提でも，金利が上昇した場合，日本の財政は財政危機に瀕する可能性が高い。

Ⅳ．生保による超長期国債投資

以上で明らかにしたように，現在，日本の国債発行は約180兆円に達しているが，うち約120兆円が借換国債となっている。この借換国債は国債整理基金特別会計によって発行されているが，同特別会計は政府債務の元利償還を一元管理することもあり，他の特別会計から巨額の資金が繰り入れられている。借換国債のなかでも，超長期国債の発行が増加し，長期かつ低利の国債借換という財政当局のニーズに沿った国債管理政策が展開されている。以下では，こうした超長期国債がいかなる投資家によって保有されているのか，検討したい。

まず超長期国債の残高であるが，利付国庫債

券（40年）が８兆4,934億円（2013年度末，以下同じ），同（30年）が56兆7,917億円，同（20年）が164兆9,876億円，同（変動・15年）が32兆3,169億円，合計262兆5,896億円である[17]。内国債合計が853兆7,636億円であり，30.7％に匹敵する。利付国庫債券（10年）の残高が299兆円であるから，超長期国債の市場規模はかなり拡大している。

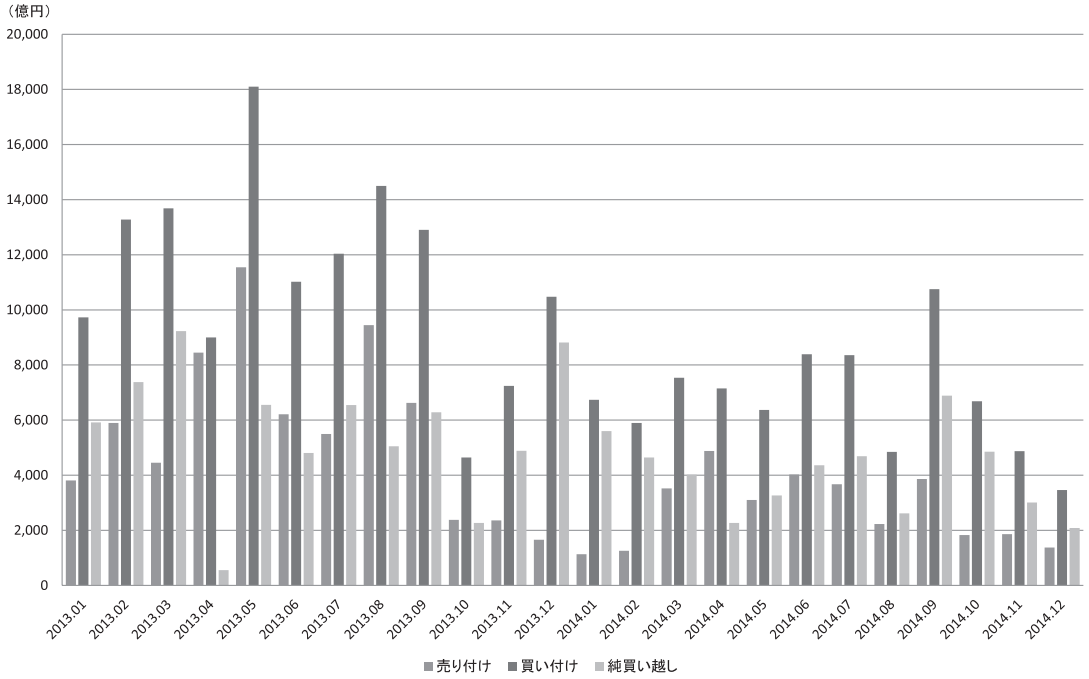
超長期国債だけを対象とした国債保有のデータは存在しない。しかし，日本証券業協会の国債投資家別売買動向が手掛かりとなる[18]。このデータから2014年（暦年）の超長期国債の売買を投資家別に見ると，都銀が1,104億円の売り越し，地銀が2,414億円の買い越し，信託が8,377億円の売り越し，農林系金融が２兆8,509億円の買い越し，第二地銀が1,601億円の売り越し，その他が2,134億円の買い越し，生損保が４兆8,301億円の買い越し，投信が2,862億円の買い越し，外国人が３兆1,490億円の買い越しである。したがって，やはり超長期国債を最も流通市場で買い越している投資家は生損保である。ただし注目される動向は，外国人による超長期国債の買い越しが３兆円を超え，生損保に次いでいることである。外国人はもともと国庫短期証券中心の売買であり，その傾向は2014年でも変化していない。しかし超長期国債の取得も増加している。とはいえ，外国人の超長期国債取得が長期保有とは言い難い。外国人による超長期国債の買い付けは16兆1,683億円，売り付けは13兆193億円であり，売り付け額も大きい。生損保は売り付けが３兆2,750億円，買い付けが８兆1,051億円と，相対的に売り付け額が小さい。他方，外国人は売り付け額が13兆円を超えており，短期売買が中心と見られる。超長期国債は年限が長く，しかも現在，利率（クーポン）が低いため，価格変動が大きく，キャピタルゲインが得やすいと見られる。また外国人が超長期国債を流通市場で取得し，短期間で日銀の買いオペで売却している可能性もある。

図表７は，証券業協会の国債投資家別売買額のデータで，生損保による超長期国債の売り付け，買い付け，純買い越しを見たものである。買い付け額が最大となった月は2013年５月の１兆8,098億円であり，アベノミクスが開始され，黒田総裁による量的・質的金融緩和が実施された時期である。しかし，2013年５月には，生損保による売り付けも１兆1,545億円と大きく，純買い越し額は6,553億円と大きくはない。純買い越し額で見ると，2013年３月に9,231億円となった後，同年12月に8,816億円となった。

しかし問題は生損保による純買い越し額が逓減していることである。2014年12月には純買い越し額が2,085億円まで減少し，図表７でも買い付け額，純買い越し額ともに減少していることがわかる。生保の国債保有残高が17年ぶりに減少する，とも報道されている[19]。生命保険協会によると，2014年11月末現在，生保による国債保有残高は148兆9,609億円で，2013年３月における148兆7,692億円から減少している。対照的に，生保による外国証券は急増しており，2013年３月の55兆9,865億円から，2014年11月には64兆6,226億円に達した[20]。

もともとアベノミクスによる量的・質的金融緩和の効果は，①長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけ，②リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランスの効果，③市場・経済主体の期待の抜本的転換，とされた[21]。ここで注目されることは，為替レートには触れられていないことである。しかし，アベ

図表７　生損保の超長期国債売買動向



〔出所〕 日本証券業協会

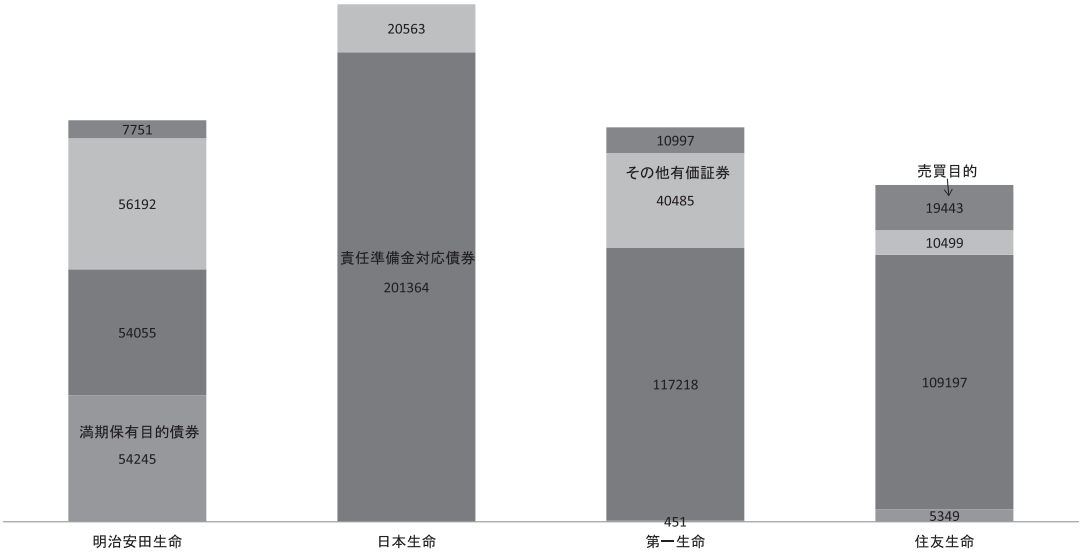
ノミクスの効果として円安は大きく，生保に対しても，外国証券投資の増加となって影響し，長めの金利への効果よりも大きかったと見られる。

生保が超長期国債など国債保有を減少させている最大要因は，国債利回りの低下であろう。2015年１月下旬には，30年国債で1.3%，40年国債で1.4%程度まで利回りは低下しており，保険契約での利回りと逆ザヤとなる可能性がある。生保の国内債券保有は長期保有が基本であり，短期売買でキャピタルゲインをあげていく手法ではない。長期保有が基本の場合，国債利回りの低下は運用利回りの低下となりやすい。

図表８は大手生保の国内債券保有区分別の債券保有額である[22)]。最大手の日本生命の場合，責任準備金対応債券が20兆1,364億円（簿価ベース，以下同じ），その他有価証券が２兆563億円と責任準備金対応債券がほとんどである。同社の場合，売買目的は計上されていない。なお，同社では，保有国債（一般勘定）17兆2,444億円のうち，残存期間別構成で10年超が13兆806億円であり，保有国債のうち超長期国債が中心と見られる。

第一生命では，責任準備金対応債券が11兆7,218億円，その他有価証券が４兆485億円，売買目的が１兆997億円となっている。第一生命の場合も，やはり責任準備金対応債券が中心である。同社では責任準備金対応債券の簿価11兆7,218億円に対し，時価では12兆7,945億円と，１兆728億円の評価益が発生している。同社では国内債券の時価運用利回りが2012年に7.27%となっているが，超長期国債の利回りは1.5%前後しかない。時価運用利回りが７%台となる要因は，この評価益に起因していると推定され

図表８　大手生保の国内債券保有区分（2014年３月）　（億円）



〔出所〕　各社決算資料から作成。

る[23]。同社の保有国債（一般勘定）13兆9,243億円のうち，残存期間別構成で10年超が12兆3,936億円であり，やはり超長期国債が中心である。

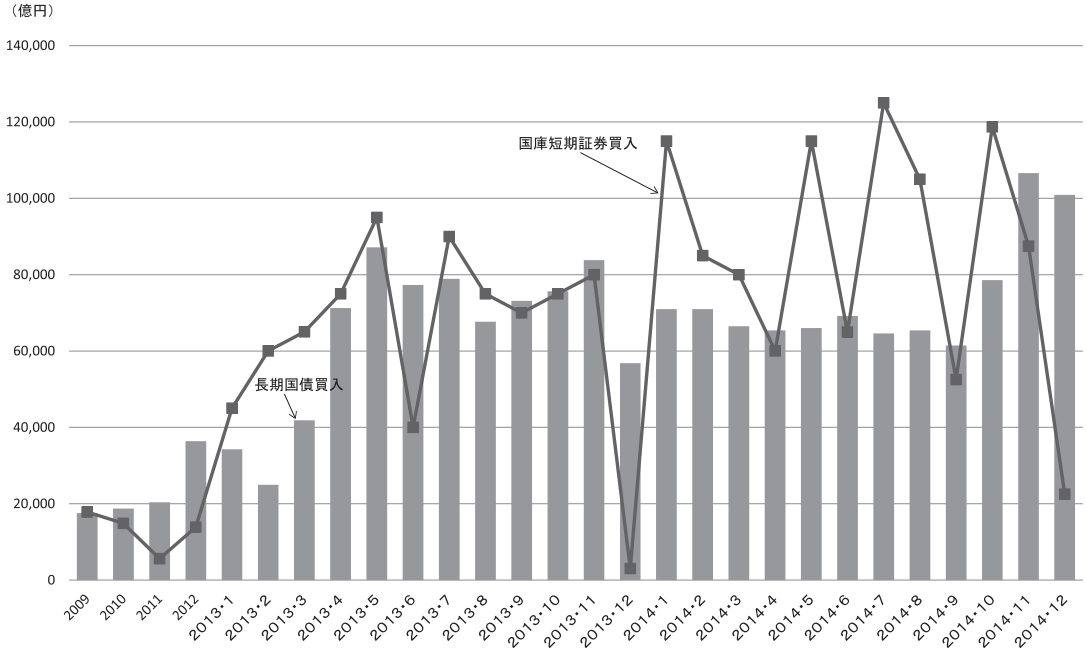
明治安田生命では，満期保有目的債券が５兆4,245億円，責任準備金対応債券が５兆4,055億円，その他有価証券が５兆6,192億円とほぼ３分の１ずつになっている。同社の保有国債（一般勘定）は13兆8,860億円であるが，残存期間別構成で10年超は10兆2,080億円であり，超長期国債が中心である。

住友生命では責任準備金対応債券が10兆9,197億円，売買目的が１兆9,443億円，その他有価証券が１兆499億円，満期保有目的が5,349億円である。保有国債（一般勘定）は10兆101億円であるが，残存期間別構成で10年超は８兆4,942億円であり，やはり超長期国債が中心である。

生命保険会社の有価証券は，その保有目的により決算時の処理が異なる。生命保険会社ではその保有目的に応じて５つに区分（①売買目的有価証券，②満期保有目的の債券，③責任準備金対応債券，④子会社・関連会社株式，⑤その他有価証券）し評価する。

責任準備金対応債券とは，「金利変動に対する債券と責任準備金の時価変動を概ね一致させることにより，責任準備金の金利変動リスクを回避することを目的として保有する債券」と定義されている[24]。生命保険会社は，契約者に対し責任準備金を負債としている。このため，資産サイドが時価評価されると，負債と資産でギャップが発生する。そこで責任準備金対応債券では償却原価法が認められている。「償却原価とは，償還金額より安く（高く）取得した場合に，その差額を利益（損失）として償還時に一度に計上せず，保有期間に応じて毎期利息として計上し，当期に配分すべき金額を帳簿価額に加算（減算）した価額のことです。この場合の利益は利息及び配当金等収入に計上され，損失は利息及び配当金等収入にマイナスで計上さ

図表９　日銀買いオペ実施額



（注）　2009～2012年は月間に換算
〔出所〕　日本銀行，『金融経済統計月報』等から作成。

れます。」[25]責任準備金対応債券では，満期保有目的に近いものとなる。

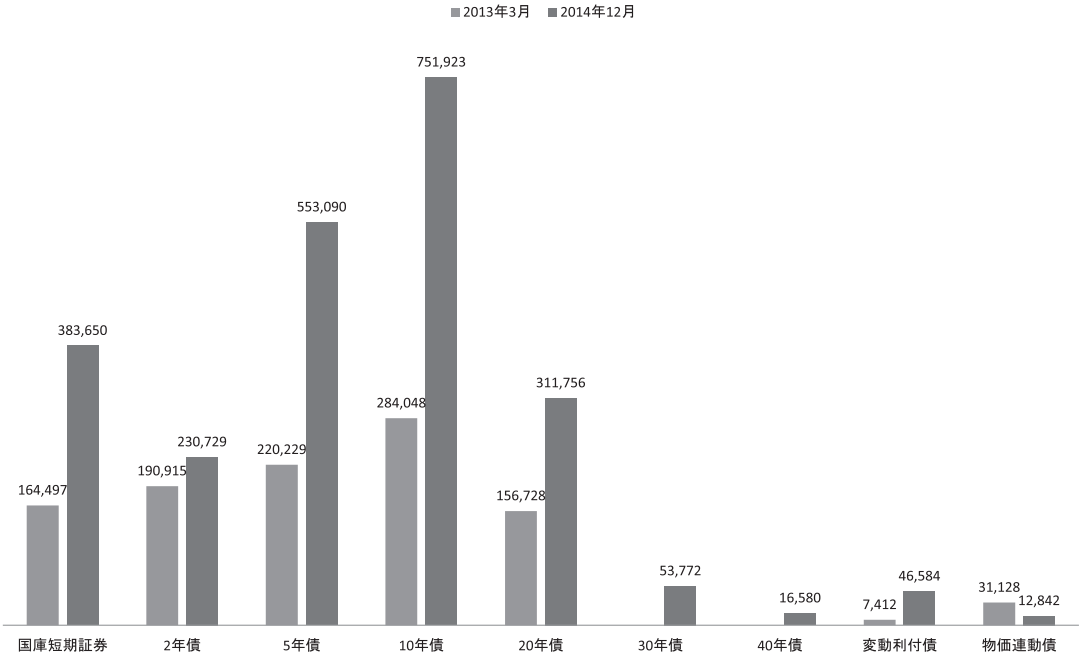
満期保有目的の債券は，満期まで保有するもので，やはり償却原価法で処理される。売買目的有価証券は，短期売買で利益を得るための債券で，通常生保会社では特別勘定（変額保険等）に計上されている。

以上から明らかとなったように，生保会社では責任準備金対応債券と満期保有目的債券が中心であり，残存期間別構成では10年超の超長期国債が中心である。したがって超長期国債の利回り低下は，運用利回りの低下につながりやすいと見られる。このため，生保会社は運用利回りの上昇を求めて，外国証券の保有を増やしている。

Ⅴ．日本銀行による超長期国債保有増加

生保が国債保有に消極的となるなか，超長期国債を中心として，国債保有を増加させているのは，日本銀行である。図表９が示すように，日本銀行の買い切りオペ実施額は，2009～2011年には月間換算で長期国債（超長期国債を含む）は２兆円前後であった。また2012年には月間４兆円に近付いたものの，日銀券ルールもあり，歯止めがかかっていた。しかしアベノミクスの開始，量的・質的金融緩和の登場により，買いオペ実施額は2013年以降，大幅に増加し，2013年５月には長期国債が８兆7,172億円，国庫短期証券が９兆5,005億円となった。また同年11月にも長期国債が８兆3,825億円，国庫短

図表10　日銀が保有する国債の年限構成　（億円）



〔出所〕　日本銀行ホームページから作成。

期証券が８兆４億円となった。

日本銀行は物価上昇率を２％とするために，量的・質的金融緩和を実施し，国債買い切りオペを拡大させている。買い切りオペの結果，当座預金残高が2012年末の47.2兆円から2014年11月には170.3兆円にすでに膨張していることには，黒田総裁はあまり言及していない。民間銀行は貸出を増加させるよりも，当座預金を積み上げており，実体経済に資金が回っているとは言いがたい。補完当座預金制度により，超過準備に付利（0.1％）されており，無担保翌日物コールレート（2015年２月９日，0.08％）を超過し，民間銀行は実質ノーリスクで日銀当座預金において運用可能になっている。

日本銀行は2014年10月31日に追加緩和に踏み切った。その内容は，①資金供給量を年60～70兆円から80兆円に増加，②長期国債購入を年50兆円から80兆円に増加，③（購入する）国債の残存期間を７年程度から，７～10年程度に拡大，等といったものである[26)]。これにより，図表９が示すように，2014年11月の長期国債の買入れ額は10兆6,596億円，同12月には10兆918億円に急増した。長期国債の影に隠れているが，国庫短期証券の買入れ額も10月には11兆8,729億円，11月にも８兆7,510億円に達している。

このため日本銀行による国債保有額は急増しており，2013年３月（量的・質的金融緩和開始前）には国庫短期証券16.4兆円と合計で105.5兆円であったが，2014年12月には国庫短期証券38.4兆円と合計で236兆円まで急増した。さらに保有国債を発行年限別に見ると，図表10が示すように，５年債と10年債で急増しているが，超長期国債も増加している[27)]。

2013年３月に，日本銀行による20年債保有額

は15兆6,728億円であったが，2014年12月には31兆1,756億円に約倍増となった。また30年債と40年債については，2013年３月には保有ゼロであったが，2014年12月には同順で５兆3,772億円，１兆6,580億円となった。こうした結果として，日本銀行による超長期国債保有額は約38兆円に達している。すでに述べたように，民間最大手の超長期国債投資家と見られる日本生命ですら，10年超の国債保有額は13兆円程度であったから，日本銀行は最大の超長期国債買い手となっている。現在，国債の長期かつ低利の借換えという財政サイドのニーズに沿った国債管理政策が展開されているが，その長期借換えを支えているのは，他ならぬ日本銀行であると言える。

236兆円にも達した日本銀行の国債保有は，長期金利が上昇した場合，大きな損失を発生させる可能性がある。単純に考えても，10％の時価値下がりでも23.6兆円の損失である。日本銀行の自己資本（引当金勘定３兆8,483億円＋準備金２兆8,862億円）は６兆円強であり，自己資本を大幅に超過する[28)]。しかし，日本銀行は2004年度に保有国債の評価方法を低価法から償却原価法に変更している。低価法では，時価と簿価の差額が評価損として計上されるが，償却原価法では時価は反映されない。このため，日本銀行がすぐに債務超過等の事態になることは想定しにくい。とはいえ，日本銀行の当期剰余金は国の一般会計に納付されており，納付がなくなることで，間接的に財政負担となる可能性は考えられる。補完当座預金の金利を引上げた場合、日本銀行の利払い額が増加し，損失となる可能性もある。また国債の時価評価で日本銀行が債務超過であることが周知となれば，通貨に対する信認問題となろう。国債という公信用は，通貨という国家信用と密接に結びついていることは従来からも指摘されている[29)]。

Ⅵ．まとめに代えて

財務省は2015年２月10日，2014年末時点で国債と借入金残高の合計が1,029兆9,205億円であると発表した。内国債として，普通国債768兆円の他，財投債が96.8兆円ある。借入金が地方交付税特別会計等を中心として55.3兆円あり，さらに外国為替資金証券を中心に政府短期証券が100兆円ある。2013年度の国内総生産が483兆円であるから，国債と借入金残高は213％となる[30)]。日本の国債残高が巨額となった背景について，筆者は以前にまとめたことがある[31)]。そこでは国債の供給サイドの問題として，公共事業を軸として歳出が膨張したこと，需要サイドの問題として金融市場，特に日銀の買いオペ，民間銀行や郵貯・簡保など受け皿の存在を指摘した。これらの要因に加えて，60年償還ルールによって，償還必要額が最小化されていたことがあろう。また金利が低下し，国債発行コストが０～１％水準ということで，コストを意識せずに発行できたこともある。

60年償還ルールと低金利によって，国債発行に歯止めがかからなくなっており，さらに国債整理基金特別会計という仕組みによって，日本の財政実態は見えにくくなっている。しかし，本稿で指摘したように，一般会計と特別会計合計で見ると，国債費は92.6兆円に達している。これは社会保障関係費の78.3兆円を上回り，日本財政の最大の問題点となっている。

こうした財政状況のなかで，国債の長期借換が進み，超長期国債が増加している。超長期国債の投資家として，生保が中心であるが，生保

は国債利回り低下によって国債保有を抑制している。超長期国債を買い支えている主体は，日本銀行となりつつある。将来的に長期金利が上昇した場合，中央銀行と通貨への信認問題となる可能性は否定できない。

注

1） 国債と国債整理基金特別会計について，従来，ほとんど学術的な研究はないと考えられる。しかし，須藤時仁，「減債基金は機能しているか？」，『証券レビュー』，第54巻第12号，2014年12月は数少ないアプローチである。また日本銀行と財政政策（国債）の関係については，翁邦雄，『日本銀行』，ちくま新書，2013年７月，223～242ページ，および同氏による，証券経済学会2014年秋季大会（和歌山大学）での共通論題報告「アベノミクスと金融市場・実体経済」が参考になる。アベノミクスで物価上昇率が２％となった場合，長期金利も上昇するので，国債の財政負担が深刻化すると指摘した。この他，加藤出，『日銀，「出口」なし！異次元緩和の次に来る危機』，朝日新書，2014年。

2） 財務省，『債務管理レポート2014』，65ページ参照。

3） 拙著，「財政赤字のファイナンスと経常収支」，中央大学『経済学論纂』，2015年３月を参照されたい。

4） 1920年代のイギリスでは，国債保有者がレントナー（かの J.M. ケインズが金利生活者の利子安楽死として攻撃した）と呼ばれた個人富裕層であり，他方で増税が間接税であったため，社会的対立が生まれた。拙著，『現代イギリス財政論』，勁草書房，1999年，56ページ。

5） 中島将隆，『日本の国債管理政策』，東洋経済新報社，1977年，10ページ。

6） 日本経済新聞，2014年12月18日付

7） 『国債統計年報』平成25年度版参照。

8） 財務省，『債務管理レポート2014』，107ページ参照。

9） 後述のように，生保は超長期国債の最大の投資家である。したがって，流通市場での動向が生保の国債投資を規定している。

10） 財務省，『特別会計ガイドブック』，平成25年度，および参議院予算委員会調査室，『財政関係資料集』，平成26年度，９ページ参照。

11） Office for National Statistics. *Public Sector Finance,* 2014 December および *National Loans Fund Account 2011-12* 参照。

12） 交付税および譲与税配付金特別会計の新規借入が2007年度以降停止されたが，地方財政の財源不足は深刻化し，地方債増加への圧力となった。特に実質的な赤字地方債である臨時財政対策債が毎年６～８兆円発行されている。

13） 財務省，『債務管理レポート2014』，142～143ページ，および財務省，『特別会計ガイドブック』，平成25年度，36ページ参照。

14） 財務省，『特別会計ガイドブック』，平成25年度，81ページ。外国為替資金特別会計も一般会計繰入を増やしている。

15） 国債整理基金特別会計で借換国債が発行されており，借換国債は国債整理基金特別会計の貸借対照表で負債に計上されるべきである。しかし，国債整理基金特別会計の総資産・総負債は約30兆円でしかない。この30兆円は一般会計から繰り入れられた財源残高である。財務省は，特別会計では特別の会計処理ができる，としている。財務省，『特別会計ガイドブック』，平成25年度，６ページ。

16） http://www.mof.go.jp/budget/topics/outlook/sy2601a.htm

17） 『国債統計年報』平成25年度版参照

18） http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/toushika/tkbk/index.html

19） 日本経済新聞，2015年１月28日付

20） http://www.seiho.or.jp/data/statistics/summary/

21） 拙著，『ユーロ不安とアベノミクスの限界』，税務経理協会，2014年，126ページ。

22） 各生命保険会社の決算資料参照。

23） 佐藤元彦（明治安田生命），「生命保険会社における内外債券運用の考え方と実際」，公社債市場研究会，2013年６月を参考とした。

24） http://www.seiho.or.jp/data/publication/tora/pdf/tora_4.pdf

25） 注24に同じ。

26）日本経済新聞，2014年11月１日付

27） http://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mei/mei.htm/

28）日本銀行，『金融経済統計月報』，2015年１月号参照。

29）岩波一寛，「公信用論」，『現代財政学体系Ⅰ』，有斐閣，1970年，145～147ページ参照。

30）http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/h25/h25_kaku_top.html

31）拙編著，『日本の国債・地方債と公的金融』，税務経理協会，2007年。

（駒澤大学経済学部教授・
当研究所客員研究員）