

国債市場の現状と課題

村尾 信尚

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

きょうは、ご案内いたしましたように、日本証券経済研究所の講演会ですが、開催の趣旨を明確にするという意味で、今回から「資本市場を考える会」という名称にいたしました。

きょうは、そういう意味では第一回目になります。ご案内のとおり、財務省理財局国債課長の村尾さんをお願いをいたしまして、「国債市場の現状と課題」ということでお話をいただくことになっています。

国債問題が今非常に重要な政策課題になっており、証券界とも大変かかわりのある問題で、皆様も関心があります。早速お話を伺いたいと思います。

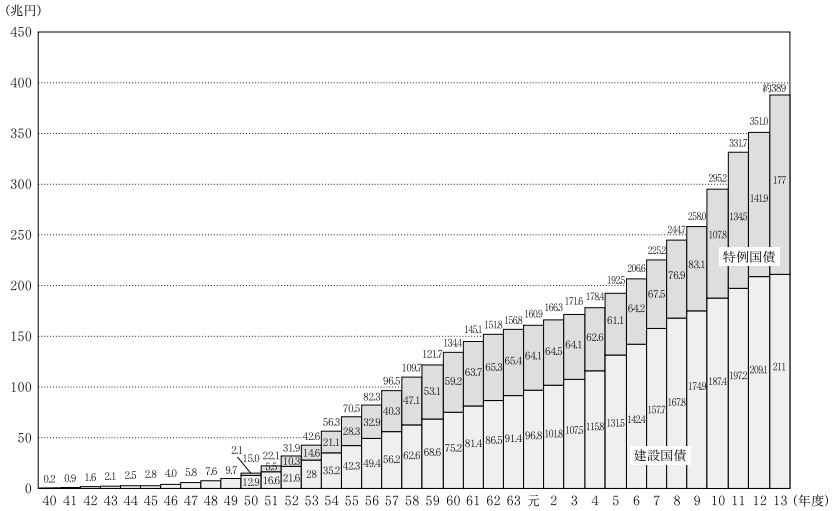
課長、きょうは大変ありがとうございました。どうぞよろしく願っています。

一、巨額にのぼる国債発行

財務省国債課長の村尾と申します。よろしくお願いたします。

皆様方は証券界のプロですので、私ごと新米の課長が国債や証券云々といっても、これはなか

図表 1 普通国債残高の推移



- (注) 1. 国債残高は各年度3月末現在。ただし、13年度は見込み。
 2. 特別国債残高は、国鉄長期債務、国有林野累積債務の一般会計承継による借換国債を含む。

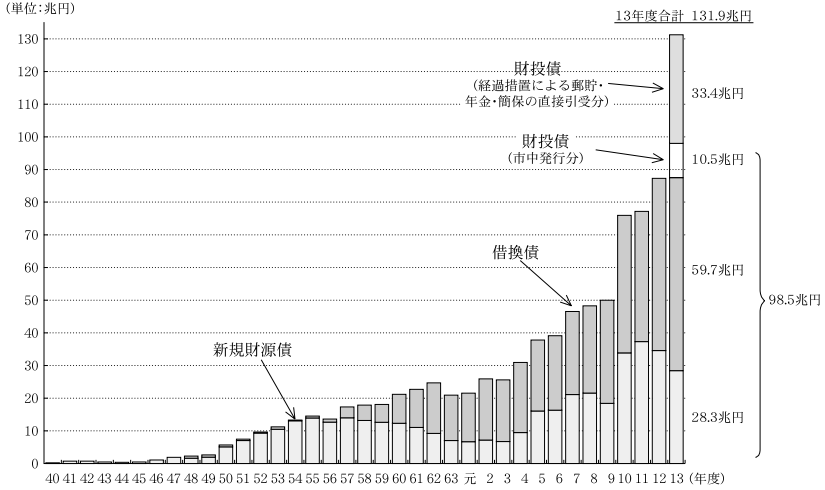
なか私の方が知識も負けてしまうところもありません。そういう意味では、もう少しマクロ的な財政の話も織りませながら、発行当局としての苦勞話といえますか、そういうのも含めてお話をさせていただきます。

最初に、図表1の「普通国債残高の推移」をこちらに頂きたいと思えます。皆さんご承知のとおり、我が国は巨額の国債の発行残高を抱えておりまして、今年度末で約三八九兆円ということになります。日本のGDPが大体五〇〇兆円ですから、その規模の大きさというのはわかんないと思います。

我が国の国債発行は、昭和四〇年度、もう少し具体的にいいますと、四一年の一月に開始されました。それから我が国の経済情勢等も反映しまして、昭和五〇年の一二月からは、それまでの建設公債に加えて、いよいよ赤字公債といわれる特別

国債市場の現状と課題

図表2 国債発行額の推移



公債の発行が開始されました。

この図表を見ていただきますと、例えば平成二年度のように一時期、特例公債依存体質からの脱却ということもございましたが、また七年度からは、経済対策等もあり、特例公債の発行が再開され、今や特例公債は残高ベースでいいますと一七七兆円になりまして、建設公債の二一一兆円と合わせますと、三八九兆円になるわけでありま

す。

図表2は「国債発行額の推移」です。図表1は残高の議論でありましたけれども、図表2は一年間に幾ら発行しているかという年々のフローのベースです。

一三年度をこらんいただきますと、建設公債と特例公債のいわゆる新規財源債が二八・三兆円、過去に発行した国債の借りがえのためにまた発行する借換債が約五九・七兆円で、合計で九〇兆円

弱ぐらいになります。そのほかに一三年度から新たに国債として発行されたものに財投債と呼ばれるものがあります。

財投改革がこの四月から行われることになりました。それまでは皆さんご存じかと思いますが、財政投融资の原資は、郵便貯金とか年金の資金が大蔵省の資金運用部に全額預託され、そこから例えば日本政策投資銀行とか道路公団といったところに流れていったわけでありませうけれども、この四月に郵便貯金を初めとして預託義務が廃止され、郵貯その他は自分のお金は金融市場で運用することになったものですから、財投機関に配る原資は、みずからマーケットで調達をして来ざるを得なくなりました。そういうことで、これも国債ですが、財投債を発行して、財投原資を調達することになったわけです。

この財投債と呼ばれるのは、平成一三年度につ

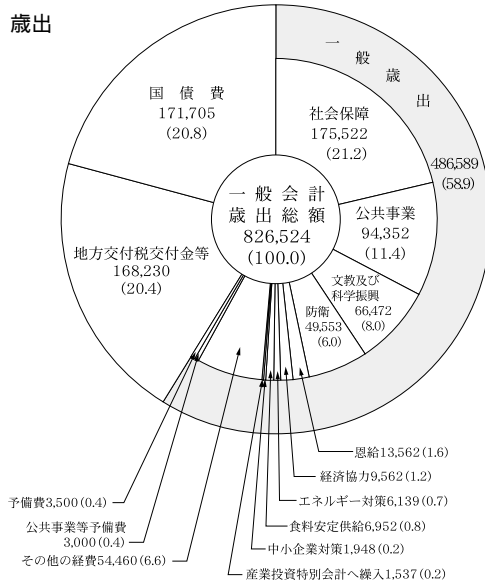
いては、市中発行分といわれる一〇・五兆円と、経過措置による郵貯・年金・簡保の直接引受け分三三・四兆円の合計約四四兆円余りが予定されています。四十兆円をすぐマーケットで調達するということになる。余りにもマーケットへのインパクトがあるものですから、郵貯・年金・簡保との話し合いによって、市中で消化する分が一〇・五兆円、残りは経過措置ということで、直接彼らが引き受けるという仕組みをとったわけでありませう。

その結果、平成一三年度の市中消化分といいますか、我々が市中で国債を消化してもらう分は全体で九八・五兆円になったわけでありませう。

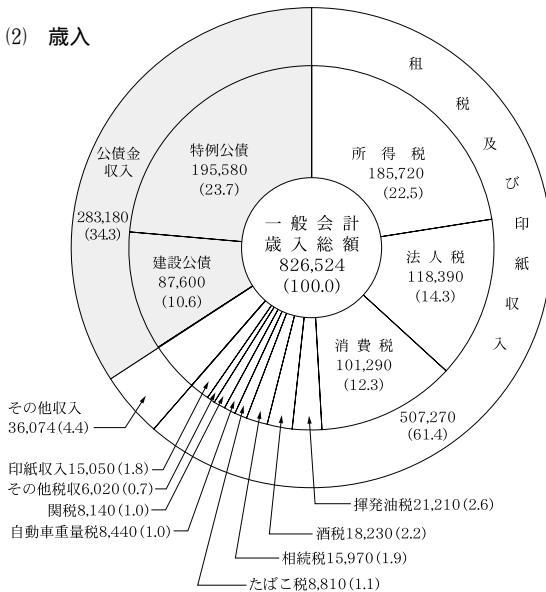
この年間一〇〇兆円になろうとする額をマーケットから調達するわけですから、ほとんど毎週FB、TBから始まって三〇年物まで、何がしかのタイプの国債の入札を行っている日々でありま

図表3 平成13年度一般会計予算

(1) 歳出



(2) 歳入



地方交付税交付金等は、いつてみれば、その年度々々の国の政策経費には充てられない経費ということでありますから、そういうものを使って例えばテロ対策を打つとか、狂牛病関係の対策を打つとかいうことはできないわけであつて、残りの財源、すなわち、一般歳出と呼ばれるところで各般の施策をやっているわけであります。

この一般歳出というのは、国が政策的に使えるお金で、歳出総額の六割弱の四兆八兆六五八九億円ということになります。一般歳出のうち一番大きな項目は社会保障で一兆七兆五五〇〇億円、次に公共事業の九兆四〇〇〇億円、それから文教及び科学振興の六兆六〇〇〇億円という順番に並んでいくわけであります。

これら一般会計の歳出総額の原資を調達するために、では、歳入の方でどのような財源調達をしているのかというのが、②の円グラフであります。

す。租税及び印紙収入が約五〇兆円で、したがいまして、八二兆云々という歳出がある一方で、入ってくる方は五〇兆円しかない。その差額が大体三〇兆円近辺で、これが小泉総理のいつている三〇兆円につながつてくるわけです。

この一般会計当初予算では、公債金収入が二八・三兆円ということで予算を組んだわけです。このうち、消費的経費に使われる特例公債が一九兆五〇〇〇億円、橋とかトンネル、そういう公共事業関係に使われる建設公債が八兆七〇〇〇億円ということになりました。

今衆議院の予算委員会で締め括り総括の質問が行われておりますけれども、まさに今回の補正予算案編成のときに、これだけ景気も悪いし、また税収もある程度落ち込むので、ここは何とか公債金収入をふやして、例えば雇用対策とか中小企業対策を打つべきだという意見と、いやいや、もう

これだけの国債を出しているのだから、ここは公約どおり三〇兆円ということで抑えようという意見がありました。三〇兆円ということになりますと、二八・三兆円との差額の一・七兆円しか国債の増発余地はなかったわけでありますが、今回国会に提出している補正予算案では、公債金収入は一兆六八〇〇億円ということで、合計三〇兆円ぴったりとなっているわけでございます。

この補正予算案が閣議を終えて公表されたとき、長期金利も一・三%前後のものが一・二八%まで下がりました。これは、やはりマーケットが好感したのだらうと私は思っております。ただ、もう、二次補正云々という話がささやかれ始めていますが、今回の補正では、とにかく三〇兆円を保った、それから現内閣では、もう二次補正は考えていない、こういうことで一三年度は行きたいということ、今、国会の審議にかけているとい

うことでございます。

次に、図表4をごらんいただきたいと思えます。「国及び地方の長期債務残高」という表が載っております。上の方に国の借金が一三年度末で五〇六兆円という数字があります。そしてこの内書きとして普通国債残高が、先ほど申し上げました三八九兆円となっております。そのほかに、特別会計に長期の借入金があつて、それらを含めると、国トータルとしては五〇六兆円になるということでもあります。

それに加えて、それぞれの地方公共団体が、地方債という形で借金をしております、これが一八八兆円になります。そして、国と地方の貸し借りをネットアウトした国・地方の合計が、皆さん方も新聞やテレビでよく聞かれると六六六兆円という数字になるわけであります。日本のGDPは約五〇〇兆円ぐらいでありますから、これをGD

国債市場の現状と課題

図表 4 国及び地方の長期債務残高

(単位：兆円)

	3年度末 (1991年度末) <実績>	8年度末 (1996年度末) <実績>	11年度末 (1999年度末) <実績>	12年度末 (2000年度末) <補正後>	13年度末 (2001年度末) <予算>
国	209程度	325程度	449程度	484程度	506程度
普通国債残高	172程度	245程度	332程度	365程度	389程度
地方	70程度	139程度	174程度	184程度	188程度
国と地方の重複分	▲1程度	▲14程度	▲22程度	▲26程度	▲28程度
国・地方合計	278程度	449程度	600程度	642程度	666程度
対GDP比	58.6%	87.2%	116.9%	125.0%	128.5%

- (注) 1. GDPは、12年度は実績見込み、13年度は政府見通し。
2. このほか13年度末の財政融資資金特別会計国債残高は44兆円程度。

Pで割った数字は、一二八・五%ということになるわけでありませう。

この一二八・五%という数字がどんなにミゼラブルなものか、図表5に、国及び地方の債務残高をそれぞれの国のGDPで割った「財政事情の国債比較」というのがあります。下に折れ線グラフがありますが、折れ線グラフが上へ行けば行くほどGDPに比しての借金残高が大きくなることになって、財政のパフォーマンスが悪いという指標になるわけでありませう。

日本は太い実線で書いてありますように、他の先進国をはるかに上回っており、しかも、私どもが危険だと思っているのは、その傾きが右肩上がりです。例えイタリアなどは、昔は財政赤字で苦しんでいるということでありましたが、彼らも、要するに数字としては高いのですけれども、この線の向きは

図表5 財政事情の国際比較（国及び地方の債務残高）
 （SNA ベース、OECD/ エコノミック・アウトルック2001年6月）

(GDP 比、%)

(暦年)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
日本	63.5	69.0	73.9	80.4	86.5	92.0	103.0	115.3	122.9	130.5
米国	74.1	75.8	75.0	74.5	73.9	71.4	68.3	65.2	58.8	55.0
英国	49.4	58.4	56.1	61.1	60.6	60.9	62.0	57.0	54.4	52.6
ドイツ	41.8	47.4	47.9	57.1	60.3	61.7	63.0	60.6	59.7	58.0
フランス	44.7	51.6	55.3	59.3	62.3	64.7	65.1	64.8	64.4	64.1
イタリア	116.1	117.9	124.0	123.1	121.8	119.6	117.2	115.7	110.8	107.3
カナダ	110.3	116.9	117.5	120.6	120.9	117.4	116.2	111.6	104.9	99.8

※日本政府推計による国及び地方の債務残高の対 GDP 比（年度、SNA ベース）は、2000年度末 135.3程度（補正後）、2001年度末140.8程度



低下傾向にあるわけです。ところが、ひとり日本だけ上昇基調にあるということで、これを我々は非常に心配しているわけであります。

参考までに、フランス、ドイツ、イギリスなどが大体六〇%内外で収めんじていっていますけれども、これは皆さんもご存じのように、EUは、ユーロに参加する条件として、イタリアなどは少し特別扱いでしたが、基本的には国及び地方の債務残高のGDP比を六〇%に抑えよう、財政のパフォーマンスの悪い国はお荷物になるので、こういう国は除外するというをやったわけです。そういうこともあって、六割近辺のところにおさまってきつつあるのですが、そういうことからいえば、例えばもし日本がヨーロッパの近辺に位置していたら、今の日本の財政のパフォーマンスでは仲間に入れてもらえないということになるわけです。

二、国際比較からみた国民負担率

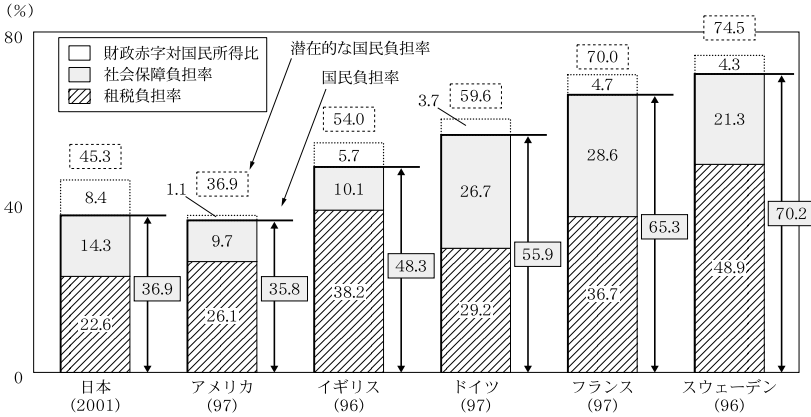
このように、諸外国に比べても、日本の財政のパフォーマンスは非常に悪いのですが、ここでこういう財政赤字の問題を少し考えてみたいと思います。

図表6に「国民負担率の国際比較」があります。それぞれの国で、社会保険料とか租税で幾ら公的な負担をしているかという棒グラフであります。これを見ると、日本は、租税負担率が二二・六%、社会保障負担率が一四・三%、合計で三六・九%になっております。要するに、一〇〇万円所得があつたら、三六・九万円の公的な負担をしているということですよ。

アメリカはさすがに三五・八%と低いのですが、イギリス、ドイツ、フランスでは、それぞれ

図表6 国民負担率の国際比較

[国民負担率=租税負担率+社会保障負担率] [潜在的な国民負担率=国民負担率+財政赤字対国民所得比]



- (注) 1. 日本は年度ベース見込み。諸外国は暦年ベース実績。
 2. 財政赤字の対国民所得比は、日本、アメリカ及びスウェーデンについては一般政府から社会保障基金を除いたベース、その他の国は一般政府ベースである。

四〇%台から六五%になりますし、スウェーデンに至っては七〇%ということになっております。ですから、これだけの財政赤字を抱えているときに、財政赤字を減らすには、回答は二つしかありません。歳出を減らすか、歳入をふやすかしかありませんが、歳入を見ますと、諸外国に比べて日本では税金が高いと皆さんよくいわれるのですが、実はこういう数字だということがあります。一方で、出る方をちよつと考えてみますと、例えば、急速な高齢化の進展ということがあります。日本は現在、主要先進国の中でも六五歳以上の高齢化率は高くなっておりましてけれども、これが二〇二五年に至ると、さらに上昇する。これは何を意味するかというと、先ほども申し上げましたように、ただでさえ、今財政の中で大きな比重を占めている社会保障関係費が、今後もどんどんふえていくことを意味するわけであります。

国債市場の現状と課題

図表7 我が国の政府支出

		対国内総生産比 (%)											75年からの 変化	
		政府最終 消費支出	うち 人件費	一般政府 総固定 資本形成	社会保障 移転	うち 医療等	うち 年金 給	うち 失業 付等	その他					合計 (一般政府 総支出)
									うち 利払費	うち土 地購入 (純)	うち 補助金			
日 本	1975	10.0	8.4	5.3	7.8	3.2	4.4	3.6	1.2	0.7	1.4	26.7	10.7	
	1998	10.2	7.6	6.0	14.7	4.9	9.7	6.4	3.8	1.0	0.7	37.4		
米 国	1975	18.6	—	2.1	11.1	—	—	1.3	2.4	0.1	0.3	33.1	0.0	
	1997	15.2	—	1.9	12.6	—	—	3.4	4.2	0.0	0.4	33.1		
英 国	1975	22.0	—	4.7	9.9	—	—	8.6	3.9	—	3.5	45.3	▲1.2	
	1994	21.6	—	1.8	15.4	—	—	5.3	3.3	0.0	1.1	44.1		
ド イ ツ	1975	20.5	11.4	3.6	17.6	—	—	6.6	1.3	0.2	2.0	48.3	▲0.5	
	1997	19.4	—	2.0	18.4	—	—	8.1	3.7	▲0.1	1.8	47.8		
フ ラ ンス	1975	16.6	—	3.7	17.4	—	—	5.7	1.2	0.2	1.9	43.4	8.7	
	1997	19.3	—	2.8	23.5	—	—	6.4	3.8	0.1	2.1	52.1		
ス ウ ェー デ ン	1975	23.8	16.4	4.3	14.2	—	—	5.5	2.2	0.0	3.1	47.8	15.8	
	1996	26.2	—	2.8	22.5	—	—	12.0	7.2	▲0.7	4.7	63.6		

(出典) 日本：国民経済計算年報（平成12年版、1990年基準）、諸外国：OECD/National Accounts 1999

- (注)
1. 日本は年度、諸外国は暦年ベース。
 2. 一般政府とは、国・地方及び社会保障基金といった政府あるいは政府の代行的性格の強いものの総体（独立の運営主体となっている公的企業を除く）。
 3. 一般政府総支出は、経常支出と純資本支出の合計である。
 4. 中央政府、地方政府、社会保障基金それぞれの総支出は、他の一般政府部門への移転を控除している。
 5. 日本の98年度の国鉄長期債務及び国有林野累積債務の一般会計承継に係る分を含めた一般政府総支出の対GDP比は42.7%となる。

では、そういう中で、我が国の政府の規模がどうなっているかというと、図表7のように、一九九八年の一般政府総支出がGDPに占める比率は、三七・四%であります。これに対してアメリカは、一九九七年の数字ですが、三三・一%となつています。さすがにやはりアメリカは小さな政府ということになるわけですが、イギリス、ドイツ、フランスを見ますと、それぞれ四四・一%とか、四七・八%、五二・一%で、スウェーデンに至っては六三・六%になっており、日本は、GDP比では、そんなに大きな政府にはなっていない。アメリカに次いで小さな規模だということでありますから、その確認はしていただきたいと思えます。

財政の話の最後に、各国の人口一〇〇〇人当たりの公務員数を見ても、日本は、防衛を除く行政職員だけで見ても、三六人です。これには

国家公務員も地方公務員も含まれております。他方、アメリカは六七人、イギリスは七六人、フランスは八七人、ドイツは五九人ということで、日本は役人天国だという話もありますけれども、数だけで見れば、役人の数が非常に少ない国だということがいえるかと思えます。

このお話をすると、いや、それは例の特殊法人とか、いろいろなところに沢山いるのではないかという話になるのですが、実はこれは特殊法人の職員も含んだ数字であります。したがって、財政赤字、ひいては国債の発行残高をこれからどうするかということを考えるときには、やはり我が国の歳出・歳入両面にわたって考えなくては行かない。今私が申し上げたのは、たまたまほんの一握りのデータでありますけれども、歳出についてのデータ、歳入についてのデータを見ながら、今後私も一人一人が、これをどうやっていくの

かということを真剣に考えていかなくてはいけない時期なのかなという気がしております。

三、国債発行の考え方

財政の話ということでちょっと横道にそれますが、平成一三年度の国債の発行予定額は、もし補正予算が成立しますと、新規財源債は、図表のとおり、補正で目いっぱい、三〇兆円ぎりぎりまで積み増したものですから、一兆六八二〇億円増えて三〇兆円ということになります。

借換債は、実は当初予算よりも少し減りました、具体的には三五八七億減って五九兆三〇〇〇億円になっております。これはたまたま一三年度に発行したTB、これは一年以内に満期が来る国債であります、その発行額が四〇〇〇億弱円ぐらい減り、その結果一三年度に満期の来るものが

国債市場の現状と課題

図表 8 平成13年度国債発行予定額（当初及び補正後）

<発行根拠法別発行額> (収入金ベース、単位：億円)

区 分	13年度当初 (a)	13年度補正後 (b)	(b)－(a)
新規財源債	283,180	300,000	16,820
建設国債	87,600	90,760	3,160
特例国債	195,580	209,240	13,660
借換債	596,883	593,296	▲3,587
財政融資特会債	104,974	104,974	－
合 計	985,037	998,270	13,233

<消化方式別内訳> (収入金ベース、単位：億円)

区 分	13年度当初 (a)	13年度補正後 (b)	(b)－(a)
シ 団 引 受	204,000	204,000	－
10年債	204,000	204,000	－
公 募 入 札	695,184	708,417	13,233
30年債	6,000	6,000	－
20年債	30,000	32,000	2,000
15年変動利付債	32,000	36,000	4,000
5年債	189,000	197,000	8,000
3年割引債	6,000	6,000	－
2年債	168,000	168,000	－
短期国債	264,184	263,417	▲767
民間消化分計	899,184	912,417	13,233
郵貯窓販	24,500	24,500	－
日銀乗換	61,353	61,353	－
公的部門計	85,853	85,853	－
合 計	985,037	998,270	13,233

減って、その関係で借換債が減ったという
ものです。

また、財政融資特会債、これは先ほどい
いました財投原資となる公債であります
が、これが約一〇兆五〇〇〇億円というこ
とで、一三年度補正後は合計で九九兆八二
七〇億円、一〇〇兆円弱の国債が発行され
ることになります。

それをどういふふうにしてマーケットに
引き受けてもらうか、あるいは消化しても
らうかということです。まず、シ団引受で
すが、シ団引受けは、今や一〇年債でしか
やっていません。昔はほぼ全額シンジケー
ト団を組んで、そこで引受けをしていたわ
けですが、今や年限債としては一〇年債の
みということで、これが当初予算として二
〇兆四〇〇〇億円あります。一〇〇兆円に

もなろうとしている中の二〇兆円ですから、約五分の一ということで、シ団の比重というのは、中長期的に、相対的に低下しているということがいえるかと思えます。

残りの殆どは公募入札です。価格あるいはイールドタッチというような方式で入札をしておりまして、これが七〇兆八〇〇〇億円になります。私ども、今回の補正予算で、増発分が一兆六八二〇億円、借替債の減額分が三五八七億円、差引一兆三三三三億円を発行するに当たって、どの年限にいくら配分するのかということで、市場関係者の方等といろいろな情報・意見交換をさせていただいて、二〇年債を二〇〇〇億円、一五年の変動利付債を四〇〇〇億円、五年債を八〇〇〇億円、そして短期国債は若干端数調整ですが、七六七億円減額するという形でやるということになりました。したがって、補正予算が成立した暁に

は、この増加分を、来年の三月までに、また時間をかけて消化していくことになるわけでありま

す。国債発行計画を考えるときの基本的な考え方を申し上げますと、一つは、確実かつ円滑な消化であり、いま一つは、長期的な調達コストの抑制であります。これは基本的には一四年度も踏襲していこうと思いますが、やはりこれだけ巨額の国債発行が続いておりますので、まず第一に、確実かつ円滑にマーケットでどう消化していくかということを考えなくてはいけない。そのためには、マーケットとの対話、あるいは私どもからの積極的な情報公開、そういうことも必要だと思っております。こういう考え方から、後からご説明いたしますけれども、昨年九月からは、国債市場懇談会という場を設けまして、マーケットの参加者と私どもが対話をしている、意見交換をしてい

るといふこともやらせてもらっております。

それから、やはり納税者のことも考えて、長期的な調達コストをどのようにして抑制していくかといふことも考えなくてはいけないと思います。

そういう目標のもとに、まず、各年限についてバランスの取れた発行額を設定していきたいと考えております。私どもは余りにも過度に短期化して借換えリスクがふえてしまうのも恐れていますし、またある年限だとマーケットのニーズも非常に高いといふので、そればかりに合わせて、特定の年限に偏った発行をすると、またその年限だけ金利の上昇も招くことになりかねませんから、その辺はマーケットのニーズを見ながら、あるいは私ども長期的なコストのことも考えて、発行当局として、ぎりぎりどこまでやれるかといふことを常に考えているわけです。そういう意味では、一・二年度に比べて、平均償還年限は徐々に長期化

しております。TBから三〇年物の国債の加重平均ですが、一・二年度は四年一・一カ月であったものが一三年度には五年四カ月まで長期化しているといふことであります。

そしてもう一つ、流動性の高いベンチマーク（指標となる年限債）の育成にも配慮してゆきたいと考えております。実は一・二年度には、四年債とか六年債といった年限の国債も出していたのですが、一三年度については、四年債と六年債を廃止しまして、五年債に一本化したといふことでございます。

この結果、一三年度の当初ベースでは、五年債は一八兆九〇〇億円であったものが、今回補正で上積みしましたので、一九兆七〇〇億円といふことになるわけですが、例えば二〇年債、一〇年債、五年債というように、それぞれの年限で大きな太い柱をつくって、そこで市場の厚みを増し

て流動性を高めていく、そういうことについても今後とも配慮していきたいと考えているところでございます。

最近の長期金利、株価の推移を見えますと、これはもう皆さんの方が詳しいと思いますけれども、ことしの七月過ぎあたりから、株価は下がっていくのに、長期金利がなかなか下がらないということがありました。これまで、よくいわれておりましたのは、株価が下がると、株を売って、債券、国債を買うので、国債の値段は上がって、結果、金利は下がる、したがって、株価の動きと長期金利の動きというのは大体パラレルに動くのではないかとということでした。しかし、夏場に、株価は下がっていくのに、金利は下がらないということがあって、これは私も、やはり需給になかなか重いものがあるのかなというふうに感じていたわけにあります。

そういう中で、例えば九月六日にムーディーズが、日本国債の格付を引下げの方向で見直しをするという発表があったり、あるいは九月一日、これはテロの日でしたけれども、スタンダード・アンド・プアーズが、日本の国債をネガティブ・アウトルックに変更するというようなこともあって、マーケットは少しブレました。

ただ、やはり一・三％レベルで動いているというのは、基本的には、これだけ経済が低迷しておりますから、資金の行き先が国債以外にないというようなこともあるのでしょう。だから、今のところはそれなりの水準で消化されておりますけれども、本当にこれがどこまで続くのか、私も非常に不安ですし、景気が回復してくれば、もちろん景気回復に越したことはないのですが、そのときに企業の資金需要なども出てくれば、金利が上がっていく。これがクラウディングアウトとい

うような状態にならないように、そこは国債の発行額そのものについても、いろいろこれから考えていかなくはないといけないというふうに考えているところでございます。

四、国債保有の多様化

先ほど、発行の局面で、例えば年限構成のあり方とかバランスのとり方を申し上げましたけれども、私も流通市場とか保有市場でどうということになっているのかということにも非常に関心を持っております。図表9に「国債の所有者別内訳」というものがございます。これは日本銀行の統計であります。

それによりますと、国債の発行総額のうち、ここの三月末で、政府等が、資金運用部（これはまだ存在しております）の一八・六％とか、郵

図表9 国債の所有者別内訳

（平成13年3月末）

（単位：億円、％）

所有者	所有額	
		割合
政府等	1,456,263	35.0%
うち資金運用部	772,659	18.6%
郵便貯金	275,328	6.6%
簡易生命保険	295,847	7.1%
日本銀行	487,760	11.7%
市中金融機関	1,607,146	38.6%
証券投資信託	119,960	2.9%
海外	240,843	5.8%
証券会社	46,845	1.1%
家計	105,916	2.5%
対家計民間非営利団体	84,632	2.0%
非金融法人企業	11,309	0.3%
合計	4,160,674	100.0%

（出所）：資金循環統計（日本銀行）

貯、簡保分を含めて、三五%を保有しているということであります。それから日銀が一・七%と、約一割ぐらゐの国債を持っている。そして、三八・六%と四割弱を市中金融機関が持っている。

市中金融機関については、九月の時価会計の導入によつて多額の評価損が出るのではないかということ、長期国債を中心に売られたりして、国債マーケットが非常に不安定な時期もありました。私も、やはり一つのビヘービアといひますか、一つの行動パターンをとるところが、相当程度の割合で国債を保有しているということは、国債市場全体から見ると、決していいことではないと思つております。いろいろな保有動機を持ついろいろな保有者層が、幅広く多様化されていて、初めて国債マーケットも安定するでしょう。そういうことを考えると、この数字を見て思つ

のは、やはり家計です。個人は、全体の二・五%しか直接国債を持っていない。個人のお金というのは、例えば郵便貯金とか、銀行預金という形で、また彼らがそれで国債を保有しているのですけれども、直接個人が国債を保有している割合は二・五%しかない。さらに、海外（非居住者）も五・八%しか持っていない。こういうことを考えると、外人が国債を持つのは云々などという方も中にはおられますけれども、やはり諸外国を見ると、一割とか二割を外人が持っているわけでありまして、我が国も個人保有、あるいは外人保有を、これから積極的にふやしていく必要があるのではないかと考えているわけがあります。

参考までに、個人金融資産に占める国債の割合をみると、個人の金融資産が一四〇〇兆円あるとよくいいますが、その中で国債として持っているのは約一〇兆、〇・八%しかないということであ

ります。私どもが努力すれば、ここは相当な規模まで国債を持つていただけるのかなという気がいたします。

また、各国別に国債の保有者の割合がどうなつておるのかを見ますと、日本は先ほど申し上げたように、個人が二・五％、海外が五・八％ということですが、例えばアメリカでは、個人が五・三％、海外が二一・六％、イギリスでは個人が九・四％、海外が一九・八％、ということになっておりまして、そういう国と比べても、我々としても何らかの方策をもう少し考えていかななくてはいけないのかなという気がしております。

アメリカなどを見ますと、ご存じのようにセービングス・ボンドと呼ばれる貯蓄国債がありまして、またアメリカの財務省はインターネットを通じて個人販売をしている。トレジャー・ダイヤレクトということ、個人に積極的に国債を販売し

ているわけであります。そのようなアメリカの事例なども、今後いろいろ参考にしていきたいというふうに考えております。

また、先ほども少し申し上げましたが、都市銀行がいかくに国債を持っているかということがあります。平成七年から八年にかけては一〇兆円弱でありました。そのころ貸出残高は大体二二五兆円近辺を推移していたわけですが、平成一一年度、一二年度と、この貸出残高はずっと減少し、今や二〇〇兆強というところまで落ち込んでいます。ところが、国債の保有残高はそれとは逆に上昇していて、ことしの四月末では四八兆円になり、八月末には大分減つて三四・四兆円ということになっておりますが、依然として都市銀行の国債保有残高は大きいということです。

このように相当ぶれるわけですから、発行当局の私どもといたしましては、国債の円滑な消化と

いうことを考えれば、先ほど申し上げたように保有者層を多様化していく、そのための手法を考えているところでありまして、皆さん方からも意見やコメントがあれば、ぜひ発行当局としても聞かせていただきたいと思っております。

五、日本国債の格付

格付の話に触れますと、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ(S & P)といったアメリカの格付会社のほか、フィッチというイギリスの格付会社も、昔は日本はすべてトリプルAであったわけですが、ムーディーズは昨年九月にAa2、S & Pはことしの二月にAAプラス、フィッチも昨年の六月にAAプラスに下げています。それがことしの九月に、ムーディーズ、S & Pともさらに引き下げの方向で見直すと

いうことをいつているわけでありまして、数ヶ月内には結論が出るかと思いますが、そうなること、Aa3とかAAということになりかねないということでもあります。

これが国際的にみてどの位に位置するのを見ただのが図表10です。ムーディーズでもS & Pでもフィッチでも今日本はスペインと同じところにいるわけですが、これが一つ下がるとイタリヤ並みかということになると落ちていくわけですし、それよりさらに下がると「ん？」と思うようなところと同じになってしまうので、ここは何とんでも財政の規律といえますか、そういうことも含めて考えていかなければならないと思っております。

財政の話から始まって、いかに我々が大量に国債発行をしているか、また、国債の保有者が特定のところ偏在しているため、それをいかに是正

国債市場の現状と課題

図表10 主要格付会社による国債格付の国際比較

Moody'S		S&P		Fitch	
Aaa	アメリカ イギリス ドイツ フランス	AAA	アメリカ イギリス ドイツ フランス カナダ	AAA	アメリカ イギリス ドイツ フランス カナダ
Aa 1	カナダ	AA+	日本 スペイン	AA+	日本 スペイン
Aa 2	日本 スペイン ポルトガル	AA	イタリア ポルトガル チリ	AA	ポルトガル
Aa 3	イタリア	AA-	チェコ	AA-	イタリア チリ
A 1	ボツワナ チェコ チリ	A+	ボツワナ ポーランド	A+	ポーランド
A 2	ギリシャ ポーランド	A	ギリシャ マレーシア	A	チェコ ギリシャ
A 3	マレーシア	A-		A-	マレーシア

(自国通貨建長期債務 13.10.24現在)

していくのかというのが、当面私の頭の中にある懸案事項でありまして、そのほか、マーケットを無視して私どもも国債の発行はできませんので、マーケットと頻繁に情報交換しながら発行年限でありますとか発行の量を考えていきたいと思っております。

六、国債市場懇談会

昨年九月からは国債市場懇談会を設けておりますが、市場参加者や学者・研究者に参加して頂いて、特定のテーマについて、あるいはフリーディスカッションをしたりしながら、国債市場について意見交換をしております。

市場参加者の基準としては、シ団の引受け行というポストで二つの都銀を選んでおりますし、証券会社につきましては、国債発行の応札額という

図表11 流通市場における流動性向上のための提言

A.	・発行年限構成の工夫
	・保有形態の簡素化 保有形態（本券・登録・振込）の振込一本化（＝完全ペーパーレス化の実現）
	・ストリップス債導入に向けた法整備
	・入札結果発表時間の繰り上げ
	・入札日から発行日までの期間短縮
	・非居住者・外国法人の範囲の明確化と非課税申請方法の簡略化
	・源泉徴収制度の見直し 国内事業法人が受け取る公社債利子の源泉徴収免除 非居住者のレボ取引に係る源泉徴収制度見直し
B.	・入札方式の統一化の検討
	・リオープン方式（即時銘柄統合）の拡充等の検討
	・入札日前取引（WI取引）の検討
	・シ団制度のあり方の検討
C.	・清算機関の創設
	・フェイル・ルールを整備
	・RTGSの完全化

か引受額のトップテンという客観的な指標を用いて、半年間メンバーになつていただいで、いろいろな意見をお聞きしているということでございます。

そういう懇談会の中からいろいろな意見が出ておりまして、図表11のように「流通市場における流動性向上のための提言」ということで、いくつかの提言がなされております。例えば、発行年限構成をもう少し工夫してほしい、あるいは保有形態については現在、登録制度、振込制度、現物の三つのタイプがあるわけですが、これを完全ペーパーレス化を目指して、振込一本化をしてほしいという要請があります。

振込一本化につきましては、私も法務省や金融庁と鋭意協議しております、完全ペーパーレス化を目指して、法案を今考えておるところでございます。CPについては一部その制度はでき

たのですが、それを拡大して国債を含む公社債等のペーパーレス化の実現を目指して、関係省庁と協議をしているということで、遅くとも次期通常国会までには提出したいと考えております。

今小泉内閣で精力的に進められております改革先行プログラムの中でも、ペーパーレス化の実現を初めとする証券決済システム改革に係る法案を、遅くとも次期通常国会へ提出するというところまで明記して、それを目指して今制度を整えようとしているということです。

また、ストリップス債の導入に向けた法整備につきましても、これもこの法案の中でそういう整備ができるかどうかも含めて、今検討中であります。

入札結果の発表時間の繰り上げにつきましても、マーケットでもっとトレーディングができるように、日々の入札の結果を早く繰り上げ発表し

てほしい、あるいは入札日から発行日までの期間を短縮してほしいという要望がありますし、税制関係では、非居住者・外国法人の範囲の明確化と非課税申請方法の簡略化ということで、要するに、外人がもう少し容易に国債を購入できるように税制の見直しをしてほしい、あるいはさらに源泉徴収制度の見直しなども検討してほしいというような要望もあります。

これらは、比較的我々発行当局の話でもあり、またなるべく早くやってほしいというような措置で、大体Aに分類されているところであります。Bはもう少し中長期的な観点から考えていったらどうかというもので、例えば入札方式の統一化の検討というのは、今国債については、価格で入札する、あるいはイールドダッチのような方式で入札することもあります、その辺の統一化を図ったらどうかということです。リオープン

(即時銘柄統合) については、この方式を拡充してほしいということですし、あるいは入札日の前にあたかもその証券があるかのごとく取引を行うWI取引の検討をしてほしいというような要望もありません。さらに、一〇年債のところでも申し上げましたが、シ団制度のあり方を見直したらどうかというのは、国際的に見てシ団制度という形をとっておりますのは我が国だけですし、一〇〇兆円規模の国債発行額の中でシ団を通す一〇年債は五分の一の二〇兆円ということですから、シ団の意義をどう考えるのかということをごさいます。

Cはどちらかというところ、当局の話というよりも、皆さん方も含め、マーケット参加者の話になると思いますが、清算機関の創設、フェイル・ルールの整備、RTGSの完全化ということがいわれております。

私も、国債課長にはこの七月に就任しましたが、後からもう少しお話ししますが、発行当局としてそれなりの努力はして、できるだけ情報公開とか発行当局の意思、意図を説明しようと思ってやっております。その中で、やはり最終的に日本の国債市場、金融市場の効率化をしていくのは、まさにそのマーケットに参加されている皆さん方、証券会社でありますとか投資家です。その方々がいつまでもお上頼りといいますが、まずは財務省あるいは金融庁がということではなくて、例えば清算機関の創設一つをとってみても、これはもう皆さん方の取引の便とかそういう話になるわけでありまして、グローバル化という話の中で、フェイル・ルールの整備についてもうそうであります。自主的にそういう機運が盛り上がって、このように指摘された事項がどんどん進展していく、事実、徐々にではありますけれども

ども進展しておりますが、そういうものも強く望みたいと思っております。

ここで、国債市場懇談会での意見なども踏まえながら、国債市場の整備ということで我々が実際に取り組んできたことについて申し上げてみたいと思います。

例えば、昨年四月には、入札結果の発表時刻が従来二時半であったのを二時に三〇分繰り上げ、さらにことしの五月からは一時半まで繰り上げました。また、この三月にはリオープン（即時銘柄統合）方式の導入を図ったり、さらに応募価格の単位をもっと小刻みにすることなども実施しました。

またさらに、マーケットの皆さんに、先々の予測も立てやすいように、入札日程の公表方式を変更し、常時三カ月分を公表することとしました。

実は今までは、四半期に一回三カ月ごとの入札

日を発表してしました。例えば三月に発表するとき、四月の何日には一〇年債、五月の何日には一五年変動利付というように四、五、六と三カ月先まで発表していた。ところが、時がたつて五月時点になると六月分までしかわからない。そのため、常時、いつでも三カ月先の入札日がわかるように、例えば一一月でしたら一二月、一月、二月分を発表するというふうに三カ月先まで常時わかるようにする。いつでも三カ月先の我々の発行予定日が皆さん方にわかるように、そういう工夫をしたわけでございます。

なお、税制につきましては、一四年度の税制改正要望ということで何点が主税局の方に要望しているところですよ。

その一つは、法人格のない海外機関投資家の非課税適格範囲の拡充ということです。現在は国債の利子にかかる非居住者等非課税措置について

は、ある特定の要件を満たし我が国の税法上法人とみなすことができるものであることが必要ですが、外国のいろいろな形態を見ると、どうも我が国の税法上法人とみなされないようなものもある、しかしそういうところも我が国の国債の利子の非課税措置も受けられるようにその対象範囲を拡大したらいいのではないか。あるいは、非居住者等がグローバル・カストディアン等を通じて保有するものについて、現在利付債が非課税になっているのですが、TBとかFBの償還差益についても非課税措置を適用してほしい、さらに国債を用いたレボ取引について、非居住者等が受け取る貸付金の利子に対する源泉徴収を免除してほしいというような点につきまして、何点か主税局と議論しているところでございます。

七、おわりに

最後に、平成一四年度の国債発行額について申し上げますと、一応今公式の資料として私どもが出しておりますのは、ことしの二月に出しました財政の中期展望であります。

この中期展望を見ますと、公債金収入は、一二年度は三二・六兆円、一三年度は二八・三兆円となっています。一三年度の二八・三兆円というのは、先ほど私が説明した数字ですが、一四年度、一五年度、一六年度というように、今の国の施策を変えないでこのまま自然体で機械的に伸ばすと、どれぐらいの公債発行額が必要なのかということが書いてあるわけですが、これでいきますとそれぞれ三三・三兆円、三五・四兆円、三八・三兆円となっております。

先ほどいたしましたように、国債の発行額には、新規財源債だけではなく、過去に発行した国債の借換債もあるわけですし、「財政の中期展望」のこの数字を参考にして、借換債はどれくらい見込むのかといいますと、一三年度は五九兆六九〇〇億円、一四年度は七〇兆二一〇〇億円。一五年度が七六兆七四〇〇億円。一六年度が八三兆一四〇〇億円ということで、大変な額で借換債もふえていくことになるわけです。

これは国会などにも提出している資料の数字であります。さらにこれに加わって財投債のいわゆる経過措置分といわれる以外の市中消化分がどれくらいになるのか。これはまさに一四年度の財投融資の規模あるいは財投債の引受額を幾らにするかという郵便貯金とか年金、簡保とのいろいろな交渉事になるわけですが、いずれにしろ、この数字を見ると、大変な額の国債を今後とも

発行していくことになるわけでありませう。

ただ、これは先ほども申し上げましたように、小泉内閣が成立する以前の機械計算の数字として、最新のところで、例えばことしの夏の概算要求で、来年度の予算をどう見積もるのかという観点からの数字では、新規財源債は三〇兆円でありませう。

従いまして一四年度は、財政の中期展望の三三・三兆円を何とか三〇兆円に抑えるべく頑張るといふことです。借換債の数字が概算要求のベースでいくと、六八・八兆円ですから、新規財源債と借換債の数字を加えれば、九八・八兆円という数字になるわけで、これにあと財投債の数字がどう乗っかってくるかということになるわけでありませう。

さらに、もう少しこの点についていえば、先ほど一三年度の補正後の国債発行額は、合計九九兆

八二七〇億円と申し上げましたが、これが即ストリートに民間に出ていくかということ、郵便貯金の窓販の部分と日銀が持っている国債の乗換分がありますので、それを差つ引くと、民間の消化分は合計で九一兆二四一七億円になるわけでありませぬ。

先ほど、一四年度の発行額の話をしましたけれども、これに財投債がどう乗るか、また郵便貯金の窓販であるとか日銀の乗換分がどれくらいになるのかということによって、来年度のマーケットへの供給分がどれくらいになるかということになるわけであります。

いずれにしても、一四年度、一五年度という一年、二年のところでは、国債発行額が一兆、二兆あるいは数兆の単位でぶれるにせよ、基本的なトレンドは、我が国では今のような財政構造がある限りにおいては、非常なペースで国債の発行を余儀

なくされるので、特に発行当局としては、小泉総理ではありませんけれども、日本の財政をどうしていくのかということを実剣に考えないと、先ほどもご説明しましたように、諸外国の中で雪だるま式に借金が膨らんでいるのは日本だけで、あとはイタリアでもどこでも、とにかく財政のパフォーマンスをよくしようとしているわけでありませぬ。

経済政策論として、今のこういうデフレの状況で財政政策のあり方はどうかという議論はありますが、国債市場をウォッチしておる担当者の私からすれば、やはり国債の発行額が今後どうなるのか、それはできるだけ抑制ぎみに抑えていくことが基本になるのではないかという思いがしております。

非常にいろいろなお話をさせていただいて、とりとめもなかったかもしれませんが、基本的な国

債に関する数字と、最近の国債課長として脳裏をよぎる心配事とか課題を率直に述べさせていただきました。

「ご清聴どうもありがとうございました。(拍手)」

関理事長 それでは、時間を少し残していただいていますので、ご質問、ご意見等ありましたら、ちよつと合図をしていただけませんかでしょうか。

質問 いろいろご丁寧な説明ありがとうございました。格付のことですが、初め、引き下げの話が出てきたときには、当時の大蔵大臣等先頭に格下げの動きはおかしいという論駁され、新聞等でも見ましたが、このころ発行量が随分分えて、そういう意欲を失ってしまったのかどうか知りませんが、格付の問題というのは大変大きな問題でございます。

やはり当時いわれていた個人金融資産のポ

リウムとか外資の比重の大幅低いこと、我が国独特の消化の特色等々で随分訴える点はあるのではないかと思うのですが、そういう努力は財務省としてもこれからなさっていかれるのですか。格付の問題についてのそういう基本的なスタンスを教えてください。

答 今我々は、格付機関に対する評価ということについて政府がとやく公式にコメントする立場にないということをしているわけです。確かに一時期いろいろ閣僚の方が「いや、そんなことはないんだ。日本は外人が持っている比率も極端に少ないし、日本人が日本人に借金しているだけだし、全然大したことないじゃないか」とか、今おっしゃったような指摘も踏まえて、いろいろなことがありました。

私は個人的には、マーケットの判断というものを、「いや、こつという理屈でだめだ」というのが

いいのか、それとも、そういう判断は謙虚に受けとめつつも、スタンダード・アンド・プアーズの方かムーディーズの方が霞ヶ関に来て、日本の財政の現状はどうなんだと聞いてきたときには、先ほどおっしゃったようないろいろな日本の特殊事情があるということについては、精力的に説明しております。ヒアリングと称して我々課長や補佐クラスが彼らと一日ずっとミーティングしながら、そういう事情を説明はしています。

公の場で、「いや、あんな格付機関のいうことは云々」というより、そこはもう少しスマートにかつ謙虚に受けとめるとか、これは全く個人的な見解ですけれども、「だからこそ、やはり構造改革をやつて、格付機関にもそんなことを言われないうようにしなければいけません」というようないぶりをした方がいいのではないかなという気がします。

いずれにしましても、基本的には、格付機関のなざることに對して政府がコメントする、それに一々反論するなり反駁するということは差し控えたいというスタンスが実情でございます。

ただ、ご懸念されるように、彼らに對して説明をしつかりしていくという努力は、我々非常に大切だと思つておりまして、そこは精力的にやつております。

質問 財政の中期展望で、公債金が一三年度二八兆三〇〇億円、一四年度三三兆三〇〇億円という数字になっておりますが、昨今の事情を考えますと前提条件が大幅に変わっていると思われるのです。そこで一年ごとに試算をし直すということとは検討されていませんかでしょうか。

答 これは毎年更新しています。政府の予算案は、例えば一四年度ですと、大体去年並みのペースでいけば、年内に編成して、予算書をつくり、

来年の一月には国会に提出します。そして、二月あたりには改めてその時々を経済情勢にのっとって中期展望を作ることになります。そのときに、小泉総理がいつている三〇兆円という数字がどうなるかと、そういうのも含めて改定されることになると思います。

質問 国債の所有者別の内訳で、海外の比率が、諸外国では一〇%〜二〇%あるのに、日本では五・八%と低いというお話ですが、財務省として、例えば海外の投資家が日本国債を買いやすくするような努力は何かやっているのでしょうか。

例えば、さっきのお話ですと、TBとかFBは非課税にするとか、税制の方でもいろいろ検討している。あと、インフラの整備だというお話ですけども、それ以外に海外の投資家が日本国債を買いやすく魅力のあるものにするためにPRするとか何か考えはあるのでしょうか。

答 実は、現物を持ってくればよかったのですが、「日本国債ニュースレター」の英語版をつくっていきまして、幅広く外人投資家の方に、日本の国債の現状を知ってもらうとか、先ほどのような国債市場懇談会の議事録は、今ホームページに日本語でやっていたものを全部、初回から英語に直しまして、英語の議事録をつくっています。

ですから、外人投資家が、日本の国債市場懇談会での議論の内容をすべて英語で読めるということ、先ほどもいきましたような非課税措置とか実質的なこともさることながら、やはりPRというのは非常に重要だと思っております、とにかくいろいろなもの英語に直して、それを海外にPRしていきたいという努力は今しているところです。

関理事長 それでは、私からも一つだけご質問させていたいただきたいのですが、きょうはいろいろ国債消化の量的なお話が随分あったと思うのです

が、最近行政のいろいろな政策についても評価をするということになってきていると思つたのです。国債を発行するお立場からしますと、いかに安く発行するかという観点があると思つたのです。

一方、ここにきょうの説明がありましたように、国債管理政策というのでしようか、そういう面でいろんな行政措置がとられているのですが、そういう措置がとられたことによつて、要するに国債市場の機能といえますか、比較的円滑に安く発行できる、そういうことが格段に進んできた、こつこつに評価をされるでしょうか。あるいは、こつこつたところに問題が残っているのではないかとあたりはいかがでございますでしょうか。

答 確かに我々、そういう数量的な評価、分析はしっかりしているかという点、なかなかそこまではいっておりませんが、最近よく議論され

るのは、先ほどもちよつといたしましたシ団制度というのは、国債の発行市場と流通市場のリンケージがどういう形になっているのか、確実な消化という意味では、これは国債市場懇談会でも議論があつたのですが、ある程度の意義は認めるものの、例えば意に反して引受けで回つてきたため、それをすぐ売つてしまつてしまうようなことで、流通市場においてなかなか円滑な価格形成ができないとか、手数料の問題、一〇年債は六三銭の手数料がありますが、それでマーケットが分断されて非効率だという議論がされていて、今のお話にちゃんと答えているかどうかわかりませんが、シ団制度とかそういう発行制度によつて効率性が阻害されているのではないかと議論がされていまして、まさにそういうこともあつてシ団制度の見直しなども今議論しているところでございます。

国債市場の現状と課題

関理事長 あと一問くらい……どうぞ。

質問 質問というよりも提案ですけれども、今三〇年債というのはコストが非常に高くて、一回あたりの発行が三〇〇〇億円ぐらいなんです、できればこれをもっとふやしていただきたい。発行をふやすことによつて流通が高まりますので、スプレッドが狭くなり買いやすくなると思います。

答 参考にさせていただきます。

関理事長 それでは、そろそろ時間になりました。きょうは課長、大変良い資料も用意していただきまして、また興味深いお話をしていただきましてありがとうございます。

それでは、これで終わります。

(むらお のぶたか・財務省理財局国債課長)

(本稿は、平成十三年十一月十三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

村 尾 信 尚 氏

略 歴

1978年	一橋大学経済学部卒業、大蔵省入省
1982年	ニューヨーク総領事館副領事
1993年	大臣官房企画官(理財局)
1995年	三重県総務部長
1998年	大蔵省主計局主計官
2000年	理財局資金第2課長
2001年	財務省理財局計画官
2001年7月～	財務省理財局国債課長