

国債問題を考える

小林和子

数字が一人歩きする例はいろいろなところにある。金融・証券の世界でその最たる例は「日本の個人金融資産一二〇〇兆円」であろうか。金融・証券ビッグバン宣言がなされた一九九六年当時は一二〇〇兆円であったこの数字は、一九九九年には一三〇〇兆円、二〇〇一年には一四〇〇兆円を超えた。現在ではその一四〇〇兆円が、あるときにはすべて株式市場に流れ込むかのように、またあるときには巨額の国債の持ち手になるかのように、いわば市場の救世主として捉えられている。しかし現実には、この一四〇〇兆円は日銀の資金

循環勘定資産残高表が示すように、郵便貯金や銀行定期預金、保険・年金資産の形をとっていて、大方は固定されている。大きな皮袋にでも入っていて、さかさまにすればすぐにも株式市場や国債市場に落っこちてくるというわけではない。それどころか郵便貯金、銀行・保険等の運用先を考えれば、その一部は不良債権化していよう。回収できない不良部分を切り捨てるか回復できるかは別として、金融市場の底辺には相当重たい滞留部分があり、中間部分には元本保全第一の超保守的な固定資金、上澄みの一部が流動的に市場型の金融

商品の間を動くというのがビッグバンの現実の姿ではないか。

一、国債格付けの低下

間接金融体制が強力で、担保付社債発行もその中に組み込まれ、発行会社が破綻したとき、あるいは破綻しそうなときには担保の受託会社である銀行が全額買取って一般保所有者には損害を与えなかつた日本では、債券の格付け制度は必要とされなかつた。市場制度としては無担保社債が発行されるようになり、銀行のあり方としてはメインバンクが企業救済機能を後退させ始めた一九八〇年代になって、ようやく債券格付けが、それも官製で導入された所以である。しかも、国内債券格付けは無条件にその国の国債を最上級とする。バブルに浮かれていようがまいが、大方の日本人の

頭では国債に格付けがあることさえ考えなかつたであらう。日本国債格付け引下げの衝撃は外からやってきた。

日本国債は、長年にわたり国際的な格付け機関から最高格付けを得ていた。トリプルA (AAA、Aaa) 格である。これが一九九八年以来、二〇〇〇年、二〇〇一年と引き下げられてきた。

MDY…ムーディーズ

S & P…スタンダード・アンド・プーアズ

九八・四・二 MDY、円建て国債の見直しを

安定的からネガティブへ変更

七・二三 MDY、外貨建て・円建てを引

き下げ方向で見直し

八・五 S & P、据え置き

九・二三 フィッチ、円建て据え置き、外

貨建て引き下げてAAA+

一〇 日本国債にリスクプレミアム発

生

- 〇一・一七 MDY、引き下げてAa1
- 〇〇・二・一七 MDY、円建ての引き下げ方向
検討
- 二・二二三 S & P、据え置き
- 六・二二七 フィッチ、外貨建て据え置き、
円建て引き下げてAA+
- 九・七 MDY、円建て引き下げてAa
- 二 〇一・二・二三 S & P、引き下げてAA+
- 三・二二 フィッチ、見通しを安定的から
ネガティブに変更
- 九・一一 S & P、見通しを安定的からネ
ガティブに変更
- 一一・二六 フィッチ、引き下げてAA、見
通しはネガティブ据え置き
- 一一・二八 S & P、引き下げてAA、見通
しはネガティブ据え置き
- 一二・四 MDY、円建て引き下げてAa

3

国際的な三格付け機関のうちムーディーズは最も早く格下げを表明し、遅れてフィッチが格下げ、これに対して数年間据え置きを続けたスタンダード・アンド・プアーズが二〇〇一年に入り急ピッチで引き下げたのが興味深い。結果として、日本国債の格付けは先進諸国の中では最下位となつてしまった。

債券格付けが問題とするのは発行体の元利支払い能力、すなわち信用力である。しかし債券の元利支払いは——返済能力があると認められれば——新たな債券の発行によることもできるし、借金によることもできる。国を債券発行体として捉えた場合、同じく信用力が問題になるが、民間企業とは異なる点がいくつかある。国の一般会計は収益事業を行っているわけではなく、信用力の基盤になる収入は歳入（大半は租税収入）である。歳入に見合った歳出を行っていればそもそも債券

発行の必要がない。したがって債券を発行している以上は歳入規模およびGDPに比較して債券発行規模・発行残高・国債費が大きくなれば、国債管理政策の信頼性が問われる。また、一国の市場の中では国が最高の信用力を持つものであるため、他者による元利支払い保証すなわち信用力の補完はありえない。

国債格付けの骨組みは、こうした信用力の評価を、政治体制の安定と活力の有無、財政システムの安定性・将来性、経済の成長性といった大きな枠組みの中で総合的に捉えるように作られる。二〇〇〇年後半期にはまだ日本国債格付けを最上級に据え置いていたスタンダード・アンド・プーアズは、政府債務は拡大を続けており、経済改革の進展も遅々としているが、「依然として極めて強力な対外資産」および「極めて低水準にある公共部門の対外債務」を高く評価していた。しかし、

今後の格付けは「構造改革と規制緩和の進捗状況次第」だとしたので、二〇〇一年はかなり厳しい監視の目を光らせたであろう。二〇〇一年後半期の格付け引下げの理由は、当然のことにこれらが進捗していないこと、さらには中長期的な国債管理政策の不透明さに求められた。新規発行額三〇兆円の枠を厳守する小泉総理の姿勢は国際的な国債格付けに関してはほとんど評価されなかったといえる。

二〇〇一年一二月アルゼンチンが実質的なデフォルト状態に陥った。日本国債が数年内にデフォルトするかもしれないといった鋭角的な予測はもちろんない。しかし、格付けの低下が直ちに長期金利の上昇を招いたように、これ以上は下がりようのない超低金利の下では今後とも格付け低下を初めとする悪材料が既発行債券の価格暴落に結果することは大いに考えられる。この方

向で、超低金利の長期化で鈍磨した頭では着いていけないような事態の急展開を見通している論者も多い。

二、戦後改革期の国債処理

日本の国債史上最も大きな問題であったのは戦時中に累積した国債の戦後処理であろう。正確には、戦直後には非常に大きな問題として意識されたが、その後インフレーションの進展により債務額が相対的に圧縮されたため、いつのまにか政治・経済の表面から消えてしまった不可思議な問題でもあった。

赤字国債の発行が開始された昭和七年度の一般会計歳入は二〇億四五〇〇万円、公債・借入金額は六億六〇〇〇万円、戦争末期を含む昭和二〇年度にはそれぞれ二三四億八七〇〇万円、九〇億二

九〇〇万円である。さらに戦直後の巨額の出費が重なり、昭和二一年度には一一八億九九〇〇万円、四四五億円にもなった。累積した赤字国債の額は昭和一五年には二八六億円であったが、同二〇年には一三九億円、二二年には一七二億円にも及んだ。挙国一致体制の戦時中はどうにもできなかったものの、戦争終了となればこの巨額の国内債務の処理が直ちに大問題となった。以下、『昭和財政史』によりながら、国債処理方策の類型を見ておきたい。

①官業および国有財産払い下げによる元本の消却
この議論はかなり早く、終戦後二週間ぐらいから行われた。九月初めの戦後通貨対策委員会がこれを最も強く主張したが、大蔵省の事務方が現実化を検討していく過程で、どうも消極的にならざるを得なかったようである。すなわち、官業は

「民有国営論」が妥当である（これでは民の側が資金を出すまい）、国有財産の払い下げには諸事情が流動的な現状ではいろいろ困難が伴うのであって売り急ぐ必要はない、というわけである。因みに、官業で払い下げても良いとされたのは電話事業であった。この議論は、すでに国民の大部分が保有している国債の、元本消却のために再び国民に資金の提供を求める（対価として払い下げられる資産はあるが）ものであり、この時期資金を持っているものが誰かという点も気にされたようである。

② 財産税等の特別課税による元本の消却

財産税構想そのものは戦時中からあったようだが、終戦時の津島寿一蔵相から一〇月に渋沢敬三蔵相に代わって、一週間ほどで急速に具体化した。当初の構想では国債償還が主たる目的であつ

たが、GHQとのやりとりや、急速に悪化したインフレーションの危険性が認識されて、戦時利得の徴収、浮動購買力の吸収等の課題が増えた。結局、一二月下旬には「財産税法案」「個人財産増加税法案」「法人戦時利得税法案」が臨時閣議で決定され、GHQに提出された。予想収入額は約一〇〇〇億円であり、昭和二〇年の要処理国債累積額約一四〇〇億円に対して約七割をカバーした。

③ 債務破棄構想

国債その他の国の債務を破棄してしまおうとする考えもあった。さすがにこれは大蔵省の内部にはなく、現実にとりあげられることもなかった。渋沢蔵相の就任後まもなく、一〇月一四日に、経済学者の大内兵衛・中山伊知郎両教授を官邸に招いて大臣と部局長が議論をする場が持たれた。大

内教授はこの席で、債務破棄を良しとするような言葉を述べた。さらに、一七日に大内教授はNHKのラジオで「渋沢蔵相に与ふ」を放送し、国債、補償債務（軍需会社・保険会社等に対する戦争損害の補償約束）、通貨債務（外地で直接間接に発行した紙幣・軍票等）等を対象として、「これらの支払いは国民の負担であり、日本は二度破産しても三度破産しても払いきれない、支払いのためにますますインフレーションが激しくなる。日本の財政を殺さないようにするにはこれ以上の借金は極力避ける。そのためには、戦争遂行のために行った約束を守る必要はない。一部の人の非難を恐れるな。大蔵大臣には蛮勇が必要である、鉄腕が必要である」と述べた。いわゆる「蛮勇を奮え」放送である。国債に限れば、これまでの国債保有者を犠牲にすることで、今後の国民の負担を増やさない、という提言である。国債が一

部の資産家層ないし戦争協力者層に保有されているような理解は現実的ではないが、財政学者としてありうべき一つの意見であった。渋沢蔵相は翌日の記者会見で「理論としては十分に賛成できるが、現実には慎重な検討が必要だ」と返した。大蔵省の公式見解としては一月一五日の「財政再建計画大綱」の説明で「当面の最喫緊時は経済秩序の破壊を防止し国民道義の回復を期するに在り」として、これを否定した。このプロセスは財産税課税構想の決定までと並行していた。

④ インフレーションによる債務破棄効果

デフレーションの下では債権の元本が保全されていけば実質的な購買力は増大する。現今、超低金利が継続しても預貯金が減少しない理由はここにあるともいえる。反対に、インフレーションの下では債務の元本が保全されていけば実質的な返

済価値は減少する。戦直後のインフレ爆発予想の中では、こう言う考えが出てきて当然である。しかし大蔵省が明確に、意図的に、債務破棄のためにインフレーション推進政策を採ったとはいえない。前述の「蛮勇を奮え」論は実質的にはインフレを活用して財政の債務負担を軽くするものであったろうが、大蔵省は採らなかつた。一〇月一五日付の一つの文書が「インフレーションにより実質的に金銭債務の負担を軽減することの——利益」に触れている程度で、政策として推進されはしなかつた。すでに昭和二〇年末には相当のインフレーション進展の結果、「国債の実質的負担が軽くなっている」という認識は明確にあり、その後は流れに任せたという感じがある。現実に、この後数年で平均して一〇〇倍の物価上昇となり、戦争末期に額面一〇〇〇円の国債の価値は数年後には実質一円程度になった。財政にとっては返

済がまったく負担にならず、反面で国債保有者にとっては「財産」「金融資産」と思っていたものがほとんどただの紙切れになったのである。

⑤ 国債利子の強制的引き下げ

元本の処理とは別に、当面の支払い利子の負担を軽減したいという考えも強かつた。昭和二一年度予算案の歳出一二八億円強のうち国債費が半ば以上であつてみれば、大蔵省としては切実なものがあつたろう。しかし低利借換えも無利子据え置きも採られることはなつた。理由は債務破棄を採らなかつたと同じものである。国の財政政策に対する国民の離反を恐れ、財産税構想に期待をかけ、暗黙のうちにインフレの債務軽減「効用」をも待たたいえるかもしれない。この後なお昭和二三年には軍事公債利払い停止問題が政治問題として浮上し、法案が作成審議されるに至つたが、

結局は審議未了に終った。金融機関が巨額の国債を持つている以上、その利子引き下げあるいは利払い停止は即一般預金者の預金利子引き下げにつながると思われた。元本がインフレで極度に価値が下落していたとしてもなお、結果としてその利子は守られたのである。

さてこれら五つの初期の国債処理方で、ただ一つ意図して実行された財産税課税の収入は実際には一般財源に向けられて、国債償還には充当されなかった。別途、戦時補償請求権については戦時補償特別措置法で原則として課税により消滅させることとなった。結局、明確に意図したとはいえないインフレの「効用」にのみ頼ることになったのが、いかにも日本的といえはいえるなし崩し型の処理の現実であった。一言で言えば議論だけはあったが、政策はなかったのである。

他方、この時期の日本は国際的な債務を凍結し

ていた。国内債務は以上のようにインフレーションの急流に流されるままである。普通の国際関係の下であれば、すなわち国際的な市場経済の一員として評価されていたとすれば、この時期の日本はデフォルト状態であり、そのような格付けが下されていたであろう。しかし、幸か不幸か、

戦時下の債務凍結が戦後の被占領国状態に接続したため、いわば格付けの「番外」に置かれた。国際的債務の市場ルールに基づく返還は、被占領状態を脱して独立国家となった後ようやく交渉が始まり、一九五〇年代後半から、遅いものは一九八〇年代に入つて、すべてが終了した。戦時の外債償処理法から戦後の返還開始までを国際的デフォルト状態と考えると、足掛け一五年になる。この間の半分までがいわばアメリカ管理下、占領終了後も親米国として、やはりアメリカの庇護を支えとした、強力なパックス・アメリカーナ

の下でのデیفォールト状態であった。アメリカが元利払の保証をしたわけでは無論ないが、日本を西側諸国の従順な一員として再建させる保証をアメリカが与えたというのが国際市場の判断であつたらう。

三、国債市場懇談会の議論

再び現在に戻つて、二〇〇〇年九月より開催されている国債市場懇談会の議論を参考にしつつ、国債管理政策の問題点を確認したい。

国債管理政策は主要な手段がある種の緊密なトライアングルを形成する有機体といえるのではない。私見では、財政政策、金融政策、資本市場政策の三つが重なり合う部分を国債管理政策が有効に機能しうるところと考える。発行体にとつて国債管理政策とは財政政策の一部であり、健全な

財政運営を図る中で、発行額、国債費、償還予定の全体が短期・中期・長期それぞれに適切性を保ち、かつ全体として調和していることにある。

発行体に対置される国債保有者の相当部分は金融機関であり、発行時の引き受け販売機構も金融機関である。したがつて国債管理政策は金融政策の一部としても把握される。また、国債の発行は資本市場の重要かつ最大の部分を構成しており、国債の流通は現実に債券流通市場の大部分を占めるといつてよい。資本市場政策としても重視されねばならない。狭義の国債管理政策は永らく財政政策のうちに止まり、次いで金融機関政策を包含して拡大してきたが、現在では金融市場全体に対する政策と資本市場政策を併せて考慮しなくてはならないだろう。

保有者である金融機関の国債保有態度は大いに気になるところだが、金融機関の合併統合や時価

会計導入に伴い保有国債の年限は短期化しているようだ。国内市場は超低金利の継続で他に有利な投資物件がない中では国債は相対的に最良の投資対象でありつづけている。しかし国際市場では、なお投資家からみて日本市場にはいろいろ制約があり、その上に格付けの引き下げとなれば日本国債保有は回避されるだろう。同じ金融機関が、市場関係者としてはまず目先の問題を明確に処理したいし、しかしせっかく懇談会を継続して行っているのであれば中長期的な市場の改善も求めたい、そのジレンマが行間から伝わってくるような表現もある。市場の流動性構築、ベンチマークの育成等の議論に対しては、国債市場最大規模を記録した一九八七年当時に比すれば市場環境は改善している、制度的側面を順次解決していこう、という地についた意見があった。金融機関の対極に存在する個人に向けた国債商品の多様化は

懇談会でも早くから議論されていたが、回を追うに従って積極的になっていった。この部分では具体的な成果が出てきそうである。

発行者と市場関係者からなる懇談会の性格から、全体として、国内の発行・流通市場改善策が中心であり、国際的格付けの向上につながるような議論は少ないと感じられた。これは結局、国債管理政策の背景にある大きなトライアングルの一角である財政政策、国債発行者としてではなく、国をどう舵取りするのかという政策にこそ、国際的な評価が向けられていることを、再確認させると思われる。

四、市場の重層化を

排他的・閉鎖的な日本金融村時代は終わったはずだ。国際的な格付けの低下を受け入れて、日本の

国債市場を見直していかなければならないだろう。国内市場における国債のリスクフリー資産としてのメリットは、金融機関や事業法人にとつてだけでなく、個人にとつても重要である。国債市場懇談会の議論では二〇〇一年五月の段階から個人金融資産「一四〇〇兆円」の取り込みが強く意識され始めた。その前月から金融機関が国債保有を抑制し始めたこととぴたり符合している。日本には郵便貯金という最強の大衆貯蓄商品があるため、貯蓄国債の導入が容易とは言いがたいが、変動金利型やインフレ連動型にはそれなりの魅力があると考えられた。

国債市場の流動性確保と個人保有の拡大とは別の問題になる。個人は大部分が満期保有を希望し、一部がほぼ額面での換金を希望すると思われる。市場の一部がその需要に応えられれば良いのではないか。本来の市場の流動性とはプロフェツ

シヨナルの世界の話であろう。ディスクロージャーについても同じように、プロの世界と個人の世界とは異なつてよいと思われる。国債の信用リスクはフリーだ、ノーリスクだといのであれば、それを信頼して購入する個人に対しては基本的なディスクロージャーですむはずである。ある種の市場の重層化を考えるべきであろう。

一九九八年以来、日本の財政担当者は国際的格付けを鼻であしらつてきたが、もはやそれではないことを二〇〇一年再度の引き下げは教えた。フィッチ、S & Pに続いてM D Yが日本国債格付けを引き下げた二二月四日、平成一四年度予算基本方針が閣議決定された。日本の財政事情は「主要先進国中最悪の危機的な状況」であり、「経済社会の構造を抜本的に改革し、我が国の持つ潜在力を発揮できる新しい仕組みを作り上げることが必要である」と述べられているが、この言葉で

国債問題を考える

格付けが引き上げられるとは思えない。実態がどう変化するのが監視されているのだ。

アメリカの国債管理政策「三つの目標・五つの原則」には国際的格付けに対する直接的配慮はないが、三つの目標自体が達成されていれば高格付けに直結する。国内政策の成功ないしその見通しこそが国際的な評価につながるのである。

(備考)

三つの目標

- 一、国庫の健全な資金繰りのために、常に国庫が十分なキャッシュ・バランスを確保すること
 - 二、納税者のために最も低コストで資金を調達すること
 - 三、効率的な資本市場の促進
- ### 五つの原則

- 一、節度ある財政運営を通じて国債が信用リスクフリーの地位を確保し続けること
- 二、政府の資金調達計画に一貫性があり予想可能なこと
- 三、財務省が市場の流動性を高めることに責任をもつこと
- 四、広い範囲の投資家のニーズに応えるために、財務省は

国債発行年限を多様化すること

五、国家債務の統合管理

(参考文献)

- 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、二〇〇一年。
大蔵省昭和財政史編纂室『昭和財政史』(終戦から講和までII
政府債務)東洋経済新報社、一九八三年。
国債市場懇談会HP資料(第一回～第一四回)。

(こばやし かずこ・当研究所理事・主任研究員)