

公的債務と金融システム

池 尾 和 人

関理事長 お待たせしました。ただいまから「資本市
場を考える会」を開催いたします。

本日は、御案内しましたように、慶応義塾大学の池
尾和人先生をお招きして、「公的債務と金融システム」
という題でお話を伺うことにしております。

先生の御略歴等はお配りしていますが、京都大学、
一橋大学で勉強をされた後、岡山大学、京都大学等で
教鞭をとられ、一九九四年に慶応義塾大学経済学部
に移りになられ、現在は、慶応義塾大学大学院経済学
研究科委員長に御就任されておられます。これまで長
い期間にわたって、金融・証券市場改革や構造改革問

題の推進のためにいろいろ御活躍されてきたことは、
皆様御存じのとおりでございます。

私も審議会等で御一緒させていただいた経験もあり
ますが、先生は政府の政策形成の場で御活躍をされる
とともに、大変立派な著書も数多くお書きになられ、
特に、金融産業の問題については非常に示唆に富む研
究も発表されておられます。現在は、日本郵政公社の
理事にも御就任になつておられます。

今日の主題である公的債務問題については、国債残
高の累増問題はよく議論されますが、そのほかにも、
広義の公的債務にはもっと多様なものがあり、今後そ

れをどうしていくのかというのが重要な課題であると同時に、私どもの証券市場あるいは金融システム全体に非常に関連が深い問題でございます。そういう意味で、この時期に先生からお話を伺うことは大変時宜を得たものだと思っております。

では、先生、どうぞよろしくお願い申し上げます。

一、はじめに

ただいま御紹介いただきました慶応義塾大学の池尾と申します。本日は、このような場でお話をさせていただく機会を与えていただきまして感謝しております。

早速ですが、話に入らせていただきたいと思います。まず、お手元に「公的債務と金融システム」というタイトルをつけたレジュメを配付してもらっていますので、それを御覧いただきながら、私の

話を聞いていただければと存じます。

日本経済の現状は、少なくとも循環的には明らかに回復の状態にあります。そして、単なる循環的回復を超えて、今度こそ日本経済が再生するのではないかという期待を多くの人たちが共有し始めているという意味では、希望の持てる局面にあると思います。

ただ、最近の日本経済に関する論調は、非常に振幅が大きくなっているところがあります。一年前には本当に悲観論のようなことがいわれていましたので、その反動で、少し楽観的になり過ぎているのではないかという懸念も正直いつてあります。したがって、苦しいときはもう少し楽観的に、調子のいいときはもう少し警戒的に、振幅をもっと少し小さくして、日本経済について長い目で考えていくことが必要ではないかと思っております。

図表1 「政府の政府による政府のための金融システム」

日本の金融システムの現状は、「政府の政府による政府のための金融システム」とも形容できる。このうち、①「政府の」という部分は、金融システムに対する信認がもつばら政府保証の提供によって維持されているという点を指している。②「政府による」という部分は、金融仲介における公的チャネル（公的年金を含む）の比重の高さという点を指している。そして、③「政府のための」という部分は、最大の資金調達者が政府それ自身にほかならないという点を指している。

そういう意味で、浮かれないで、客観的、冷静に日本の金融システムの現状を眺めてみますと、アメリカのリンカーン大統領の有名な言葉をもじって表現させていただくと、「政府の政府による政府のための金融システム」になっているといつても過言ではない状況に残念ながらあるのではないかと思っております。（図表1参照）

この「政府の政府による政府のための」という言葉の最初の「政府の」というところは、レジュームにも書かせていただきましたが、次のような主旨です。私などが改めていうまでもなく、金融システムにとって一番大切なものは信用、信認であります。そして、ひとところに比べますと、日本の金融システムは随分安定してきています。かつてのような不安定な状態からは脱して、安定を取り戻しつつあるということで信認も回復してきているといい得る面があるわけですが、その安定化な

り信認の回復が民間の金融セクター自身の努力で全て達成されたかということを考えますと、むしろそういう面よりも、政府による金融システムに対する実質的な関与が強まったことよって、安定が戻り、信認が担保されているという状況にあるのではないかと思うのです。

直接的には政府が、例えば、預金保険について、ペイオフ解禁の延期措置を講じているという話があります。預金保険の本則である「一預金者一銀行当たり一千万円（とその利子）」という限度を超えて全額保証するというような特例措置をとってきた。そういう特例措置自体は、さすがに段階的に止める方向になっており、既に、定期預金に関してはいわゆるペイオフ解禁は実施されています。来年は、ペイオフについて普通預金も含めた全面解禁が予定されています。そういう意味では、あからさまな政府保証による信認の担保と

いうことは少し背景に退きつつあります。

ただ、去年から既に定期性預金についてはペイオフ解禁が行われているといっても、それ以後に生じた銀行破綻のケースに関しては、全て実質的に預金を全額保護するような措置で処理が行われるという形になっています。「りそな銀行」及び「足利銀行」の両ケースをみても、ペイオフを解禁しているといいながら、実質的には預金の全額保護を実現するような処理しか行われてきていないわけです。

そのような措置を見て、投資家は安心していう、という議論がおおっぴらになされており、そういうことから判断しても、金融システムの信認が国家、日本政府のサポートによって専ら維持されているということが現実にあると思います。民間の金融セクターが民間の金融セクター自身の信用だけで安定を保っているわけではないという

意味で、最初の「政府の」というような形容ができるのではないかと考えています。

それから、②番目の「政府による」という部分は、要するに政府金融機関の存在いわゆる公的金融仲介の金融システム全体におけるプレゼンス、その割合が非常に高いということです。

後で申し上げるかと思いますが、狭い意味での財政投融资の規模は年々縮小されてきていますけれども、大きくみたとときの公的金融仲介、それには公的年金による部分も当然含んで考えるべきだと思えますが、そうしたものを含めて考えると、依然としてあるいはいや増して、公的金融仲介のウエートが非常に高いということが現実にありますので、それは「政府による金融システム」といつてさしつかえないのではないかと思います。

③番目の「政府のための金融システム」というのは、要するに、部門として見たときの最大の資

金調達者は政府それ自身にほかならないということが現実であります。部門として見たときにお金を外から借りているのは、政府部門と海外セクターだけです。日本の法人企業部門は、むしろ貯蓄超過です。この場合、貯蓄超過といっても、実態は借金を返しているという意味ですけれども、何れにしても貯蓄超過であります。また、家計も瞬間風速的には赤字になったことがありましたが、概ね均衡ないし若干の黒字です。

ただ、これも後で申し上げたいと思いますが、家計部門の貯蓄超過が非常に減ってきているという傾向がみられ、現在は非常に奇妙といえれば奇妙なのですが、法人企業部門が黒字を出して、それで財政赤字が賄われているという構造になっています。とにかく最大の資金調達者が政府それ自身にほかならないという意味で「政府のための金融システム」ということもできると思います。

以上申し上げましたようなことからすると、冷静に考えると、残念ながら日本の金融システムの現状は「政府の政府による政府のための金融システム」ではないか。これをやはり、そうではない、本来の姿に戻していくことを我々は考えていかなければならないと思います。

それで、本日は、③番目の「政府のための」を中心に、最初の①や②の話も若干触れながらお話をさせていただきたいという趣旨で、タイトルも「公的債務と金融システム」とさせていただきました。

二、財政赤字の状況

まず、そのようなお話をさせていただく出発点として、財政赤字の状況について確認をしておきたいと思います。財政が健全かどうかを見る基本

的尺度としては、「プライマリー・バランス」（基礎的財政収支）と呼ばれる指標が一般的に使われています。「基礎的財政収支」とは、要するに、利払いの部分は棚上げにして考えた場合の財政収支のことです。歳出のうち、利払いは別に、その時点で使う支出だけを歳入から引いて、収支が黒になっているか赤になっているかを見たのが「プライマリー・バランス」です。「プライマリー・バランス」が黒字であったとしても、利払い費を含めた最終的な財政収支が赤字であれば、もちろん政府の債務は絶対額では増えていきます。しかし、経済の活動規模も一般的には拡大していきますから、経済の活動規模との比較において相対的に政府の債務が膨張するかどうかを考える際には、利払い費まで含めて考えた最終的な財政赤字の大きさよりは、いわゆる「プライマリー・バランス」すなわち利払い費を除いた財政

図表 2 プライマリー・バランスの見通し

	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度
A. 一般会計	▲19.6	▲19.0	▲20.5	▲20.2	▲22.4	—
B. 国	▲5.2%	▲50.0%	▲4.7%	▲4.1%	▲3.6%	▲3.2%
地方	▲0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
合計	▲5.4%	▲4.6%	▲4.1%	▲3.4%	▲2.9%	▲2.5%

A. は、財務省の推計（自然体のまま推移した場合）。単位は兆円。

B. は、「構造改革と経済財政の中期展望—2003 年度改訂」（財政収支改善努力を織り込み済み）。対 GDP 比。

収支を見ることに意味があるという話になりま
す。

その「プライマリー・バランス」の数字をみて
みますと、図表 2 にありますが、一一〇〇三年度
は、B の方ですが、国と地方を合わせて、対 GDP
P 比率で合計五・四％の赤字だったわけです。そ
れが本年度は四・六％に縮小すると見込まれてい
ますから、足元でみると少し改善しているとい
感じはあります。谷垣財務大臣はそのことを成果
として強調されるような発言をされたりしていま
すが、やはり財政赤字を考える際には、景気変動
的な要因の効果も考慮する必要がありますから、
そのような変動をならしてみた場合の「構造的
な」プライマリー・バランスの大きさを考えるこ
とが重要になってきます。

今日は、そのデータを用意してきませんでした
が、OECD のレポートなどの推計では、日本の

財政赤字は、構造的には全然改善していない、あるいは悪化しているのではないかとみられています。景気が回復すれば回復するという面ももちろん財政赤字にはありますが、それはたかだか一位の変化であつて、それを除けば、構造的な部分は大幅赤字の状態が今も続いているということになります。

公表されている将来見通しとしては、二つの見通しが利用可能であります。一つは、財務省が一般会計について推定したプライマリー・バランスの予想です。これは推計の前提として「自然体のまま」といいますか、現在の政策措置をそのまま続けたとしてどうなるかということを見ております。この場合には、少し凸凹はありますが、横ばい、ないしはやや赤字は拡大していくという推計になっていきます。

もう一つは、内閣府が公表しております「構造

改革と経済財政の中期展望」の計数があります。

この見通しですと、赤字幅は徐々に減つていき、最終的には二〇一三年位に黒字化するか均衡するという見込みになっていきます。この内閣府の推計には前提がいろいろあり、経済が順調に回復していくという見通しを立てているのに加えて、これまで実施してきた財政収支改善の努力を今後ともどんどん実行していくという意味での財政収支改善努力を織り込んで計算しています。

したがって、財政収支改善の努力を継続的に続けて、かつ経済が順調に回復したとすれば、ようやく二〇一三年頃にプライマリー・バランスがちょうど均衡するようになるというのが内閣府の推計ということになります。これに関しては、少し前提が甘過ぎるのではないかという話もあって、「大本営発表」とまでいうと少し気の毒過ぎると思いますが、やや希望的観測を含んだ推計に

なっているという面があると思います。

より重要なこととしては、「名目利子率と名目成長率の関係」という問題があります。名目利子率が名目成長率を上回らないのであれば、プライマリー・バランスが均衡すれば、絶対額で債務が増えるにせよ、経済活動規模との対比では、相対的には発散しないで済みますが、もし経済が拡張するテンポよりも名目利子率の方が高い場合には、プライマリー・バランスがゼロになったとしても、発散は止まらないという問題が出てきます。

名目利子率の方が名目成長率を二％程度上回るのが、むしろ経済としてはノーマルではないかというところで考えますと、（公的債務の対GDP比率が二倍くらいになると）プライマリー・バランスは四％位の黒字にならないと発散は止まらないこととなります。しかし、四％の黒字まで

もっていくとなると、足元からすると、「GDPの八〜九％」の財政収支の改善をする必要があるということになりますが、これは考えてみれば恐ろしく大きな数字です。

このように財政赤字が止まりそうな気配はないのですが、既に公的債務の残高は非常に膨大なものになっていきます。一般的に「国と地方を合わせて七〇〇兆円以上」という表現がされていますが、既にこのように膨大なものになっておりまして、今申し上げました内閣府や竹中平蔵大臣がいつているケースでも、黒字化までに一〇年近くかかるということを考えると、すなわちプライマリー・バランスの黒字化の目途がはっきりしているわけではないという現状においては、今後さらに赤字が膨大化していくことが考えられるわけであります。

このように既に膨大で、さらに膨大化していく

公的債務をどのようにうまく管理（マネージ）していくかということが大きな課題であります。その公的債務の適切なマネジメントに失敗すると、我が国の金融システム（金融システムだけで済むかどうかわかりませんが）に非常に大きな混乱を来たさざるを得ませんので、公的債務の管理にかかわる政策、「公的債務管理政策」に関して非常に関心が高まっているというのが現在の状況であると思っております。

ここで、強調しておきたいのは、公的債務管理政策は今の局面において重要性をさらに高めているわけですが、いくら立派な公的債務管理政策をやっても、それだけではだめである。財政規律がしっかりしているということが基本であって、財政規律が回復しない限り、そこに書きましたように、「公的債務管理政策は、財政規律の代わりに、はならない」ということは大前提です。財政規律

の回復は、それ自体として追求していくべき課題であるということですが、そのことを前提とした上で、公的債務管理政策が非常に重要であり、それを誤らないように推し進めていく必要性が高いというのが今の状況です。

三、統一公的債務管理の必要性

それでは、日本の公的債務管理政策の現状はどうなのだろうということになります。現状うまくやっているのであれば、それでいいのではないかとということになります。私がそういうことを採点する立場にはありませんけれども、感想としては、日本の公的債務管理政策は、それなりに努力して頑張ってやっているという状況にあると思えます。

ただ、頑張っているのですけれども、い

くつか大きな基本的な問題点を抱えているので、その点の克服は早急に追求しなければならない課題だと思っております。

それが、「統一的公的債務管理の必要性」という話であります。「統一的」という言葉については、私は二つの意味を込めて「統一的」と申し上げたいと思います。

一つ目の意味の「統一的」とは、冒頭で御紹介のときもおっしゃっていただきましたが、公的債務には国債以外に他にもいろいろあるわけですし、その全体を見てコントロールしないといけないという問題であります。狭い意味での国債、いわゆるJGB (Japanese Government Bond) だけが問題ではなくて、短期国債的なFinancial Bill、FBと呼ばれるものとか、それから借入金、政府保証債、政府保証借入金などがかなりあります。そういう全体を対象としてコントロール

を考えないといけないということです。

財政事情が苦しくなると、「直接支出」を「保証」に切り替えるというようなやり口がとられやすいという傾向が全世界的にあります。「直接支出」や「貸付」などの場合には、資金の手当てをすぐ行わなければなりませんけれども、「保証」であれば、まずはキャッシュが出ていきませんので、すぐに資金の手当てをしなくてもいいという理由から、財政事情が苦しくなると「支出」を「保証」に切り替えるというようなことがあつたりしますが、そういう一般の傾向だけではなくて、日本の現状を考えると、政府保証が非常に拡大しているという面があります。

しかし、「保証」の場合はずべてはキャッシュフローが出ていかないからといって、それは永久に出ていかないということではありません。保証している限りは何らかの負担を最終的にはしなけ

ればいけないのですから、当面、資金繰りをつけて「支出」を行った方が結局は安上がりであるというケースも随分あり得るわけです。保証の拡大はかなり問題が大きいと思います。政府保証の拡大には、冒頭に申し上げました、政府によって金融システムの信認がサポートされていることと結びついたような面もあって、それが一つの拡大の要因にもなっています。

昨年末の時点で、政府保証内国債の残高が三四兆円強ありますが、これらは国内で発行している部分という意味です。政策投資銀行や国際協力銀行は、政府保証の外債を若干発行していますから、政府保証債を厳密に考えれば、その外債の部分も含むわけですが、国内で発行している部分だけで三四兆円強であり、政府保証借入金が一四兆円ですので、両方合わせて五〇兆円ほどの額があるわけです。

その中で、預金保険機構の二〇兆円があり、これはかなりのシェアを占めています。預金保険機構がこれだけの額の資金調達（ファンディング）をしているということは、これまでの間の金融システム不安の克服のための政策として行ってきたことによるものですが、こういう形でやっているから安定が回復されたという意味で喜ばしい面もあるのですけれども、政府がまだ公的なサポートをしているから初めて信認が維持されているといえるわけです。

保証にするとすぐにはお金は出ていかないけれども、保証した限り最終的には負担しなければならぬということを申し上げましたが、預金保険機構の保証部分についてもその話はあるわけです。預金保険機構は、今のところ四兆円位の債務超過状態にあります。いろいろな資金援助等を行った結果、収入に比べて支出が多くて、累積で

四兆円程度の赤字を抱えています。ところが、現在、預金保険機構が抱えている四兆円の赤字は誰が最終的に負担するのかということが、実は曖昧なまま進んでいて、立場によって、「自分以外の誰かが負担するのだらう、負担するべきだ」というような感じになっています。

「当然、銀行が将来、預金保険料を払ってそれを穴埋めすべきだ」という考え方もあるわけですが、銀行サイドからすると、「それはとんでもない話」というか、「経営が拙くて潰れた銀行の後始末のために頑張って生き残った銀行がなぜそのようなものの負担をしななければいけないのだ」という反論があり、「システム危機に対する対応として実施した部分は、政府の政策としてやった部分なのだから、それは国民負担という形をとるのがむしろ当然ではないか」という議論もあって、誰が負担するかさえ曖昧なままに政府保証がなさ

れているという状況があります。

こういう状況は、やはりきちつとした公的債務管理が行われているとはいえないと思います。誰が負担するかわからないような借金をして、その借金の保証をしているような状態にありますから、JGBだけではなくて全体の公的債務を考えなければならぬということでもあります。

もう一つ、道路公団の民営化に関連する話に触れますと、道路公団は財投機関として、財政投融資の対象であって、財政投融資から資金を得ていたわけですが、民営化するために、財投が貸していた部分を政府保証債に置き替えるという措置が取られることになっています。これも何なのだという気がするのです。

後でもまた申し上げますが、郵政事業の民営化に関しては、「民営化する限りは郵貯・簡保の政府保証は外すべきだ、民営化するなら当然だ」と

いう議論があります。それはそれで正論だと思えます。

ところが、道路公団については、民営化するから財投借入れをやめて政府保証債にする、政府保証を付けるという話が行われているわけです。これは決して整合的（コンシステント）な話として改革が進んでいるわけではない。中途半端な改革をすると、かえってよくなるというような面は往々にしてあり得ると思うのですが、道路公団についてもいろいろ批判はされていますけれど、この財政投融资を政府保証債に置き替えるという一点についても、変な民営化だと思えます。

政府保証を拡大することは、すぐにキャッシュは出ていなくても、最終的には国民負担につながる偶発債務でありますので、いざ何かあったときには莫大な国民負担になるかもしれないということ、政府保証が付くことによって、資本市場

におけるリスクとリターンの間の価格形成が歪んで、資産選択も歪められているという問題があります。

銀行預金に実質的に政府保証が付いていて、ゼロ金利とはいえ、政府保証が付いていることによって、金融資産として考えると非常に有利なものになっているという現状が、資本市場の拡大にとって非常な阻害要因になっていることとはあると思います。金融システムの安定を維持することは当然必要なことであり、極めて危機的な状況においては、仕方がないかもしれませんが、やはり政府がサポートして、政府が丸抱えするような形で金融システムの安定を達成しているという現在の状態は、できるだけ早く脱することを目指していく必要があると思います。

FBも、大がかりな為替介入をしたことに伴って七〇兆円発行されていますが、本年度は一四〇

兆円まで発行枠があり、これではらみをきかすのだという話になっていますが、JGBにこれらの債務額を全て加えたものを公的債務として理解しなければいけないということです。それが一つの意味です。

もう一つの意味で「統一的な」管理が必要だと思えますのは、やはり日本の政府システムは「縦割り」、あるいは「多元的な」構造になっていて、これを青木昌彦教授は「官僚制多元主義」と表現されていますが、要するに縦割りなのです。その結果、どれだけ債務負担をするか、どれだけ借りるかという「意思決定」と、債務を返済する「最終的な責任」が乖離するような構造が日本政府の現状にはあります。債務負担の額を決める部局と最終的にその返済責任を持つ部局とが異なっているという状況があつて、要するに「権限と責任」が分離してしまつていくようなところがある

わけです。

これは債務負担の場合に限らず、企業経営でも何でも、与えられている権限と責任が乖離していると変なことになるといふのは絶対の原則であります。責任をとらなくてもいい人がいろんなことを決めれば無茶なことをしますし、権限もなく責任だけ求められたらそれは困るわけですから、権限と責任は見合っていないといけないわけです。債務負担額を決める権限があれば、それを返済することについても責任を最終的にとるといふ形になって「権限と責任」が対応していなければならぬのですが、縦割り構造の中でそのような対応が失われているという状況があります。

もう少しブロードな形で考えると、もう一回り広い意味での公的債務の中には、JGB、政府保証に加えて地方債、特殊法人の債務、公的年金、郵貯・簡保がその範囲に入ってきます。これらの

債務がなぜブロード（外延）かと申しますと、「権限と責任」の乖離があるからでありまして、決めている人と最後に責任をとっている人が違うという債務になっているわけです。

地方債についても、最近は格付をするというケースが増えていきます。しかし、地方の首長の中には、地方債を格付すること自体に対して異議を唱えられる方が珍しくないわけです。「地方債は、絶対に償還が最終的に保証されているのだから、『AA』とか『A』という格付をつけるのは本来的になじまない」というような意見を言われる方がいます。「しかし、そんなことをいっても、地方財政の逼迫度合いは自治体ごとに違うではないか。当然、財政事情が非常に苦しい自治体もあれば、比較的余裕があるものもあるというように、全般的に苦しい財政事情の中でもその度合いには違いがあるではないか。それを反映して地方債の

格付に差があったとしても、それは当たり前ではないか」という反論に対しては、「いや、いくら地方自治体が苦しくても、最後は国が面倒を見る仕組みになっているから大丈夫なのだ」というような話になるわけです。旧自治省である総務省では、地方債は最終的に国が責任を持つことになっているから大丈夫ですという説明の仕方になっています。ところが、財務省はそういう説明の仕方は絶対しないわけですし、地方債の最終的な負担の責任は国にあるのか地方にあるのが実はグレーゾーンになってしまっていますが、そのような体制はやはりまずいのではないのでしょうかという話であります。

それから、財投機関債を発行することになりました。財投改革が行われ、各財投機関がおのの債券を発行することによって、市場の評価を仰ぐのだというような話があったわけです。私はその

発想には当初から少し異論を申し上げていたのですけれども、財投機関債が発行されるようになってからの経験を見ても、おかしな話になっていません。市場は実際に評価はするのです。財投機関債の全部が一律の値付けにはなっていないくて評価はされているわけです。しかし、マーケットが評価するのは、償還可能性であつて、個々の財投機関が実施している政策に意味があるかないかを評価して、国民に役立つことをやっているから「A A A」に格付けするということではない。市場は、財投機関債の償還可能性を判断しているだけなのです。

特殊法人の場合の償還可能性は何かというと、政府との結びつきが強くなります。要するに、政府が最後まで面倒見そうな特殊法人は格付が高くなり、もしかすると政府が途中で見放して民营化されてしまいかねない特殊法人は格付が少し下

がるというような形で、市場は評価しているのですが、それは政府との結びつきの強さ、俗にいう「暗黙の政府保証」が強力が弱いかを評価しているわけです。個々の財投機関に債券を発行させたからといって、実施している政策の是非が市場によつて判断されるということはあり得ないし、実際にもないわけです。

このように単に政府との結びつきを評価しているだけであつて、結果的に各財投機関が、いつてみれば勝手に発行できるといつか、各所轄の官庁の意思決定で債務負担行為ができてしまうような状況になっているのです。最終責任はやはり国にあるというように市場も思っているわけですから、「債務負担の権限と返済の最終責任」、「権限と責任」の分離が一層進んだという悪い副作用を生んだだけではないかという面があります。したがって、中途半端な改革をすると、かえってまず

くなることの一例ではないかと私は思っています。公的年金、郵貯・簡保については、次のところでお話をしたいと思います。これらをきちんと権限と責任が一致するような形で管理をしなければいけないという意味で「統一的管理」という言葉を使っています。

このように、全ての債務を統合的に管理しなければならぬという意味と、その上で、債務負担に関する権限と責任が一致するような形で管理しなければならぬという二重の意味で、「統一の公的債務管理」の体制を確立することが必要であり、それはまだ十分にはできていないのが日本の現状ではないかと思っています。

四、国債の保有構造をめぐって

このように公的債務は広くみなければいけない

のですが、次に、国債を中心に、国債の保有構造を巡る問題についてお話をしたいと思います。

日本の国債の保有構造に関しましては、一般に公的部門による保有が非常に多い。民間部門が持っている部分というのもほとんどが金融機関の保有であって、個人は国債をほとんど保有していない。外国人による保有も少ないというのが日本の国債保有構造の特徴、あるいは一般には歪みとして指摘されることが多いわけです。

しかしながら、もう少し立ち入って見てみますと、少し話が違つ面があるのではないかとこのことを申し上げたいのです。まず、アメリカなどと比較すると日本は公的部門による保有が多いということになるのですが、アメリカの統計は、普通の場合、マーケットで売買できる「市場性国債」の保有者別の統計が出てることが多くて、いわゆるマーケットで途中売却することができない

「非市場性国債」については保有者構成の中に含まれていないケースが多いのです。

その「非市場性国債」の額が微々たるものであれば別に問題ないのですけれども、実は「市場性国債」三に対して二程度の「非市場性国債」の比率があるわけです。したがって、本当の保有構造を考える際には、当然「非市場性国債」の部分も含めて考える必要があります。「非市場性国債」の分を含めてアメリカの国債の保有構造を考えるのと公的部門による保有がかなり多くなります。中央銀行は市場性国債しか持っていないから、相対的に中央銀行の保有比率は下がって、やはり日本の方が中央銀行による国債の保有の割合が多くなる。絶対額では当然多いですけども、割合も多いということになります。

こうした観点から考えると、公共部門による保有が多いということの本当の問題点は、日本の場

合は、公的年金が市場性の国債を持っていることにあります。さらに公的年金が市場性国債どころか自主運用として国債以外の運用対象についても潜在あるいは現実に保有できるような形になっているというところが問題です。アメリカの公共部門で公的年金に当たるような勘定は、全て「非市場性国債」を持つているわけです。それが普通の姿だと私は思います。

先ほど申し上げた日本の政府が縦割りでも元的になっていることの象徴だと思つのですが、要するに厚生労働省が単独で資金運用をする、政府の国債を売ったり買ったりするというのは日本では当然のことのように思われていますが、改めて考えると、日本政府というのは一体何なのだ、日本政府は統一体として本当に存在しているのかという話になるわけです。財投改革の過程で公的年金の自主運用が認められたわけですが、あれが制度

改革だったのか、いい方向の改革であったのかどうかというのは非常に疑問だと思います。

もちろん、その前に、そもそも公的年金が積立金を持つ必要があるのかという問題があります。事実上の賦課方式に移行しているわけですから、

一、三カ月程度の運転資金的な積立金はもちろん必要ですが、一六〇兆円もの積立金を公的年金が本当に持たなければいけないのか、それを独自に運用しなければいけないのかというのは非常に問題です。今日は問題ではないかという指摘だけにとどめますが、そういう話だと思います。

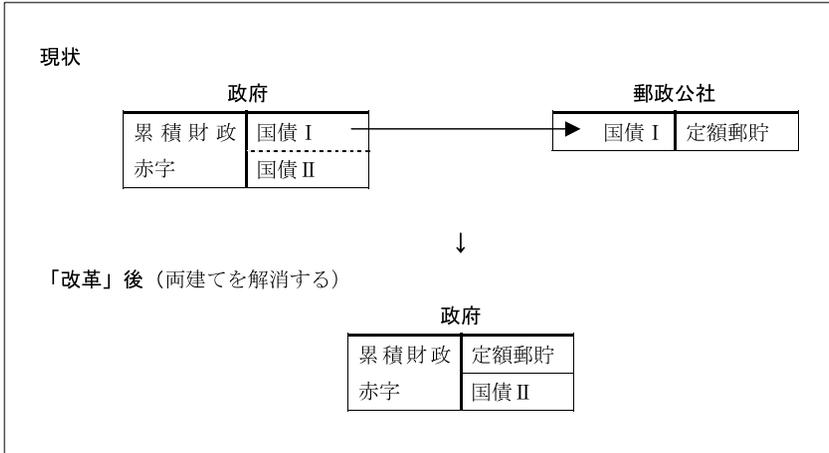
もう一つの国債の保有構造の歪みないし特徴として、民間部門では金融機関保有が中心であって個人保有は少ないということが指摘されていますが、個人保有が少ないと私は全然思っておりません。要するに定額郵便貯金をどう理解するかということにかかっているわけです。定額郵便貯金は

名前どおり貯金であって、銀行預金類似のものであると考えれば、間接的に国債を持っているのですけれども、私は機能的に考えれば、定額郵便貯金は個人向け国債以外の何物でもないと理解すべきだと思っています。

したがって、郵便貯金を国債とみなすことにすれば、決して国債について個人保有比率が低いという話にはならない。むしろ、国民個人による国債保有は非常に普及しているという言い方すらできる状況だと思います。

図表3の「現状」というところを見ていただきたいのです。政府がこれまでの財政赤字の累積した額に見合うだけ債務を発行しています。ここでは簡単に「国債」と書きましたが、広い意味での国債で、政府に対する預託金なども国債に含めて考えると、政府が累積財政赤字の部分に相当する額の国債を発行しているのですが、その国債のう

図表 3 定期郵貯と国債の関係



ち「国債 I」と書いた部分は、現状ですと郵政公社が引き受けて、それを資産変換して個人向けの定額郵便貯金という形で提供しているという構造になるわけです。

間接保有だから個人の直接保有は少ないということもできますが、公社化されましたけれど、国営の組織であり、つい一年前までは国の機関そのものだったわけです。国の機関そのものが発行している負債が国債でなくて何なのかと考える方が、むしろ自然だと思います。そう考えますと個人保有は決して少ないともいえないと思うのです。

今見ていただいている「現状」の構造に関連して、郵政改革が課題になっていますが、御紹介のときにもありましたように私は郵政公社の社外理事のような仕事をしており、生田総裁が「まな板のコイの立場なのだから、まな板のコイがあまり

どう料理してくれというものではない」とおっしゃっているので、私もあまりしゃしゃり出ていおうとは思わないのですが、個人的意見として少しだけ申し上げます。

郵貯が大き過ぎるから減らそう、縮減しようというのはいいのです。しかし、現状の構造は先ほど指摘したような構造ですから、例えば定額郵便貯金を半分にするということは、「国債Ⅰ」を半分にする必要があるので、そうすると、「国債Ⅰ」を半分にするためには、その分累積財政赤字を減らすか、「国債Ⅱ」の部分を増やす以外に方法はないわけです。

郵貯で集まったお金というのはどこかにキャッシュの形で貯めてあるのではなくて政府の財政赤字を埋めるために使われているのですから、その部分を戻ってきて残高を減らそうと思ったら、財政赤字そのものを減らすか、別の形で借り替える

しかないわけです。したがって、財政黒字化の目途もたっていない現状では、定額郵便貯金を減らして個人向け国債を買ってもらおうといった方法しかないのです。定額郵便貯金の分を減らして、その分を全部貯蓄国債に置き替えれば、定額郵便貯金は確かに減るのですけれども、これはマクロ的に見て本当に何か意味のあることなのか少し考え直してもらった必要があります。

商品性を検討してもらえば分かりますが、個人向けの貯蓄国債と定額郵便貯金はほとんど同じ商品です。名目的な発行主体が違っただけのことであって、本当の意味で減らそうと思えば、累積財政赤字を減らさない限りだめなわけです。累積財政赤字を減らすということは財政黒字を出さなければならぬ。要するに、郵貯というのは国の借金なのだから、国の借金を減らしたいのであれば、借金を返すための財政黒字を出す以外にない

わけです。

「郵政改革の趣旨は財政正常化」だということだが、例えば日経新聞の社説に書いてあったのですけれども、それはその通りだと思います。郵政改革をきっかけに財政の正常化を果たすべきだと思うのですけれども、増税も歳出削減もしないで財政が正常化すると思うのは合理的ではありません。郵便貯金さえなくせば、増税も歳出削減もしなくて財政が正常化するというようなことはあり得ないことです。

郵貯を減らせば政府は借りにくくなります。これまででは郵貯という便利な自前の資金調達機関があったから野放図に財政赤字が拡大していたのだという主張がありますが、確かにそういう面は否定し切れないと思います。したがって、郵貯という政府自前の資金調達機関を廃止するなり規模を縮小すれば、政府は従来より資金が借りにくくな

ります。しかし、「借りにくくなる」ことと「借りる必要がなくなる」ことは全然別の次元の話ですから、本来の意味で問題を改善するためには、借りる必要をなくさねばなりません。

財政赤字がなくなつて、政府が資金調達する必要がなくなつたら、郵便貯金はすぐに行き詰まります。「犬のしっぽと本体」とよくいいますけれども、どちらが「しっぽ」で、どちらが「本体」かを見誤つてはいけないと思うのです。財政赤字を出し続けているというのが「本体」であつて、「しっぽ」を振り回して「本体」を是正しようとするのは、基本的には筋が違つています。戦略上いろいろ判断はあり得ると思いますが、少なくとも「増税も歳出削減もなくて財政が正常化するわけがない」ということだけは当然確認しておく必要があると思います。

このように考えると、これは全くの私の個人的

意見ですが、郵政事業改革をする際には、当然国債管理体制の見直しも同時にやる必要があるということだと思います。国債管理をどうするかということと独立に郵政事業の改革だけができるかのように思うのは問題を小さくとらえ過ぎていると思います。

す。郵政事業は本当に巨大化してしまっていて、日本の社会経済の中に非常に大きく組み込まれているので、郵政事業体の改革だけを単独で孤立的にできると思うのは絶対に間違っていると思います。郵政事業体の改革をするためには、少なくとも国債管理体制の改革をセットでやる必要があります。

私は、郵便貯金は国債なのだから、国債として政府が引き取ればいいと思っています。発行元は政府に引き取ってもらって、取扱いは郵便局の窓口で今までどおりやればいいのです。アカウントは政府が引き取るのが筋だと思っています。郵便

貯金のバランスシートを抱えさせたまま郵政公社を民営化して、普通の銀行や保険会社のようなものにするというのは、私にとっては悪夢に近い話です。

やはりバランスシートをオフバランス化して、郵便局のネットワークだけを民営化する。バランスシートは政府が引き取って、それをどう縮小していくかというのはまさに財政再建と国債管理の問題になるわけです。それは政府の責任でバランスシートを縮減していくということであり、定額貯金と見合いの資産を政府が引き取って、それと財務省の理財局の機能を合わせて「負債管理庁」を作る位の覚悟がないと、郵政事業改革なんかできない。資本市場に変な影響を与えない形でやり切ろうと思ったら、同時に負債管理庁を作り、定額郵便貯金の発行元は負債管理庁になるといづくらの体制にしないと改革はできない。そういう

ことまでやらないで少しいじるといのは、中途半端な、むしろよくない副作用を生みやすい改革になりかねないと思っています。

負債管理庁を作つて、そこに定額郵便貯金を引き取つてしまふことにより、名実ともに郵便貯金は個人国債になるわけです。これまでフィスカルイリユージョン（財政的錯覚）があつて、一般の国民も国債と思つていないから郵便貯金をしていたのですが、このようになって国債だという事実が気がつくと思はなくなるかもしれないですけども、そういう方向が一つ考えられるのではないか。

私個人としては、本当に民営化するのであれば、郵便貯金をオフバランス化してネットワークだけを民営化するのがいいのではないかと思つてゐるといふことです。

もう一つの保有構造の問題として、外国人保有

が少ないという話がありますが、それに関しては、先月為替介入を批判したといわれている有名な Greenspan 議長の話があります。その講演の中で、要するに日本の国債なんかを買う人が日本人以外にいるわけではないかということ述べているわけです。年率九%で債務残高が増えていつてゐる状況の中で、クーポンレートが1%かそれ以下位の10年物国債を買う人が世界のほかにどうしているのだというような趣旨です。それはそうだという感じもするのですけれども、Greenspan 議長の講演では、日本人はホームカレンシー・バイアスとでもいふべき自国通貨に対する非常に偏つた好みを持っているので、こういうことになっているのだけれども、もっと外貨建ての資産を日本人も持てばいいのではないかという趣旨の発言もしています。

現在の日本の財政の状況、すなわちプライマ

リー・バランスの黒字化の目途も立たない状況で、外国人に日本国債を持つてくれといつてもなかなか持つ人は出てこない。少なくとも長期保有してくれる人が出てこないのは、Greenspan議長の話通りではないかと思えます。

五、公的債務管理と金融政策

これまで縷々申し上げてきましたように、ストックのレベルでみると、本当に公的債務は巨額化していて大変だという感じになります。ところが、世の中にはそんなに大変だという危機感にはさほどないわけです。一般にそのような危機感がありません。

その理由は簡単なことです。私が改めて申し上げるまでもなく、要するに低金利状況のもとで、ストックとして見た債務の残高は極めて巨額であ

るけれども、その債務を維持していくための負担、*debt service* をしていくための負担が実に軽いものに済んでいるという状況があるからです。八〇年代に比べて現在の方が債務残高は数倍に膨張しているのですが、今申し上げている債務維持負担 (*debt service burden*) の大きさは、対GDP比で見ると今の方が低くなっているわけです。八〇年代の方がまだ少し負担が重かったという状況ではありますが、それは金利水準が全然違うからです。

したがって、簡単にいうとゼロ金利だからみんな巨額債務の存在についてさほどの危機感を抱かなくても暮らしている、世の中回っているというこのことなのです。逆にいうと、財政安定化の条件が、日銀がゼロ金利政策のバージョン2である量的緩和政策を続けているということになっている。その状況がある限り財政は安定して

いるというか、回っていつているから、心配しなくてもいいという状況にあるわけです。

これが、「デフレ脱却」ということになって、金利の正常化、いきなり高金利になるという意味ではなくて、短期金利もゼロでなくプラスの値をとるという意味の金利の正常化ということになると、とにかくストックが大きいですから、それに掛ける利率が少しでも増えると、債務維持負担額が一挙に増えるわけです。そうすると、金利の上昇といえば上昇なのですけれども、金利が正常化する過程で債務負担の重さというものが現実化していくということが考えられます。そこがジレンマになっていると思います。財政の安定を図る、すなわち財政破綻を避ける、財政危機の顕在化を避けるためには量的緩和政策の継続が事実上不可欠な条件のような状況になっていて、それをやめれば財政危機になるということです。

私は、これはこれまで危機なのだから何でもありだといってやってきたマクロ政策のツケだと思っています。非常にそういうジレンマな状況にあって、当面、国債価格支持政策としての量的緩和に簡単な出口があるとは思えないのです。だから、これは本当に地道にやっていくしかない。もっといい解決案があればいいのですけれども、冒頭で申し上げましたように、プライマリー・バランスの黒字化の目途すら実質的にはついていないわけですから、その中でゼロ金利政策、量的緩和をやるめることが本当にできるのか。しかし、経済状況は改善してきて、デフレが終われば金利はプラスになるのが自然ではないかということでもありませんので、そういうジレンマをどう抜けていけるのかという難しい課題がある。

日本経済について、今の景気回復にはダウンサイドリスクがあるという方と、より強気で、今度

こそ本物で回復するという方と両方おられますが、私はいずれにせよ、今後日本経済がバブル崩壊後三度目のチャンスを生かして本格的に回復していくとしても、絶対越さなければならぬハードルが一つあることは事実であって、そのハードルを越せるか越せないかにかかっている。そのハードルというのが、まさに金利正常化を行えるかどうかということだと思っています。

金利が正常化した場合に、隠れている不良債権の岩盤みたいなものが露呈してきます。つまり、今はゼロ金利だからキャッシュフローを生む能力が少なくとも維持できている企業はまだ残っているわけです。そういうキャッシュフローを生む能力が非常に乏しいのに存続している企業が金利正常化に本当に耐えられるのかという問題があります。そこで不良債権の再度の発生という事態が見込まれるわけですので、それを克服し

得るかどうか。それと、今申し上げている金利の正常化に伴って公的債務維持負担が非常に大きくなるという困難を乗り越えていけるかどうか。

この金融、財政両面で、金利正常化に伴って乗り越えなければいけないハードルがあるわけで、このハードルを乗り越えられれば本格的回復に行けるだろうし、一回だけのチャレンジでは乗り越えられないかもしれない。一回チャレンジしてハードルにはね返されて、またゼロ金利、量的緩和に戻って、次の二度目、三度目のチャレンジの機会を待たなければいけないかもしれないということです。

私が軽々しく予想はできませんので分かりませんが、とにかく金利正常化というハードルがもう一つまだあるということを我々は意識しておかなければならないと思います。

六、おわりに

——財政破綻はどのような形態をとるか

「おわりに——財政破綻はどのような形態をとるか」と書きましたが、財政破綻するか否かという問題設定は定義の問題もありますが、私はするだろつということです。

財政破綻をする、あるいは財政危機が来るという警告をいろんな方が何度もされてきたわけですが、でも実際危機は起こらなかったし破綻しなかったではないかということから、「オオカミ少年」になっています。このため多くの人が財政破綻の危機の警告には耳を貸さないような状況になっているのですが、イソップ童話のオオカミ少年の話、「羊飼いとオオカミ」は、オオカミが来なかったという話ではなくて、あれはオオカミが

来るのです。子供向けとはいえないような残酷な話になりますが、「羊飼いとオオカミ」では、最後はオオカミが来て少年は食われてしまつし、村人も全員食われてしまつのです。童話ですから、それからどうという教訓を引き出すかというのはそれぞれあるかと思えます。これまでの過去のヒストリカルレコードからすれば、財政破綻を警告するのはオオカミ少年といわれても仕方がないとは思いますが、だからといって、オオカミが来ないと想定していいということには全くならないということとは理解していただきたいと思えます。

行き詰まつた場合に、結局何が必要になるかという、国債を持っている人と税金を払わなければいけない納税義務者の間で債権債務関係の再構築、すなわちリスケジュール（リスケ）をするという話になるわけです。外国人はほとんど持っていませんから、実は国債保有者と納税義務

者は同じ日本国民であり、かなりの部分は重複しているのです。しかし、完全に重複しているわけではありませんので、やはり債権者と債務者の立場に別れていて、その間でリスクをする必要があります。

政治的な意思決定によって、理性的な形でリスクができれば、それが一番いいと思います。それは何らかの増税措置をとるか資産保有税を導入するとかの形で実質的にリスクを実行するということです。しかし、資本移動がこれだけ自由化している経済において、資産保有税といった途端にキャピタルフライトが生じるおそれがあるという話になりますので、なかなか理性的な形で国債保有者と納税義務者の間のリスクを行うのは難しい。

そうすると、インフレという形でなし崩し的にリスクをするのがいいのではないか、それしかな

いのではないかという議論がありますが、私はハイパーインフレーションで債務が帳消しになるというストーリーは少し何かアナクロニズムのような感じがしています。もう少し別の形で、とにかく何らかの形でリスクが必要になることはもう疑えないと思いますので、それができるだけ理性的で経済に混乱を招かないような形で行われることを期待したいと思っています。

あまり明確な見通しがあるわけではないお話で申しわけないと思うのですが、一応、以上で私の話は終わらせていただきます。なお、何か御質問があれば、残った時間でお答えしたいと思います。

御清聴有難うございました。(拍手)

関理事長 先生、どうもありがとうございました。

少し時間を余していただいております、大変刺激的なお話もあったように思います。皆様方から御質問、御意見等があると思いますが、いかがでしょうか。

質問者 今日は大変興味深いお話を聴かせていただき、どうもありがとうございます。

二点ほど質問させていただきたいと思います。今の池尾先生のお話を伺っていますと、基本的に財政の正常化を図るには増税ないしは歳出削減しか方策はないということですが、これは、ある意味では財政政策の問題になってくるかと思えます。また、公的債務管理と金融政策のところでお話しになりましたように、今後のコスト負担に関しましては、いわゆる金融政策においてゼロ金利政策をとることが必要条件になってくるかと思うのです。そうしますと、結局、財政にある程度正常化させるには財政政策、いわゆる固有の意味

での財政政策並びに金融政策が不可欠であるという事になってくるかと思えます。

いわゆる公的管理政策の議論を考える場合、こうした状況の下で公的管理政策は何を目的として、またその目的を達するためにどのような手段と申しましょうか、というプロセスを経ていくべきなのでしょうか、ということが第一の質問です。

もう一つの質問は、少し細かい質問で申しわけないのですが、郵政公社の定額郵貯の部分を国に統合するというお話ですが、定額郵貯で集められたお金は全てが国債の購入に充てられているわけではないと思うのです。いわゆる財投機関への融資という部分も入っていると思いますけれども、そこに関しても政府に統合するということになるのでしょうか。

この二点についてお話を伺いできればと思い

ます。

池尾 一点目の公的債務管理政策固有の目的ということについては、これは教科書的なお答えになりますけれども、先ほど申し上げた債務維持コストを中長期的にみて最小化ということが直接の公的債務管理政策の目的です。ここでの中長期的という意味は、目先だけ考えて、とにかく利払い費を減らすというのではなくて、もう少し長い目で見て、一〇年単位ぐらいでみたときに、債務負担コストがトータルで一番小さくなるような形を目指すということです。

そのための手段というのは、債務の発行総額は固有の財政政策の結果として決まっているわけですから、公的債務管理政策が使えるのは満期構造を入れかえるということだけです。

これは、財政赤字の結果、一〇兆円のファイナンスをしなければならぬというときに、その一

〇兆円を例えば全て一〇年物国債で賄うのか、半分は一〇年物だけでもあとは五年物を出すかという調整を行うことによって、国債のマチュリティー・ストラクチャー（満期構造）を変更することを意味します。また、場合によっては償還前に市場から買い上げて、別の長さの国債に入れ替えるという操作も含みます。

実際、二〇〇八年問題ということがいわれていきます。二〇〇八年に国債の大量償還が集中するからです。一九九八年に小淵内閣の時代に、それこそ何でもありの財政刺激策をとった結果として大量の国債が出されて、それが二〇〇八年に一斉に満期を迎えることになるが、それでは困るから、早目に市場から買い上げて（買い上げるといつてもお金はありませんので別の国債を出すということとですけれども）それで満期構造をならすとか、そういうことを実際にやっています。満期構成を

いじることによって、中長期的に見た debt service burden を小さくするというのが目的です。

それに関連する副次的な目的は、できるだけ効率的な国債市場、資本市場を育成するための制度整備等を行ったり、国債のベンチマークとしての価格形成の信頼性を高めるような努力をするというのが国債管理政策だと思います。

逆にいうと、国債管理政策というのはその程度の話であって、国債管理政策、公的債務管理政策に過度に期待をするのは間違っている。お話しした中でも申し上げましたけれども、国債管理政策で財政規律の代わりをさせることは絶対にできないわけであって、固有の財政政策は財政政策でしっかりしてもらわなければならないし、固有の金融政策は金融政策でしっかりしてもらわなければならない。国債管理政策は、たかが国債管理政策、されど国債管理政策ぐらいのものだと思って

おいていただいた方がいいということでありませう。

二番目の質問についてですが、図では「国債」と書いてしまいましたが、広い意味の公的債務を指しております。国債という形で郵政公社が持っている部分も、それだけでも巨額ですが、今はまだ財投改革の途上ですから、昔の資金運用部、現在の財政融資資金特別会計に対する預託金の部分が多いわけです。しかし、これも機能的には国債であって、国の一つの特別会計の負債を購入しているわけですから、現実的には財投改革の経過措置が進んでいけば、それは全部「財投国債」に置きかわっていきます。

そういう意味で、預託金の部分も含めて国債だと認識すると、ほとんど国債になります。若干の株式を保有するほか、地方に対して貸し付けていますが、それも地方政府の債務を買っているわけ

ですから、公的債務です。公的債務以外の部分と
いうのはほとんどない。全体の比率からいうとこ
く僅かだと思っただいていい。

定額貯金は国に移しますが、通常貯金は決済機
能を有しており、物流機能と非常にシナジー効果
が高くなっていますので、通常預金は残すとい
うのが私のアイデアです。通常預金に対応する部分
は残しますが、その運用については最終的にはナ
ローバンクとして国債しか持たないようにした方
がいいと思います。定額預金見合いの部分は、全
部実質的な意味での国債、公的債務であり、きち
んと見合つと考えていただいて間違いないと思
います。

関理事長 他にいらつしやいますか。……では私
の方から質問させていただきます。最後のオオカ
ミの例ですけれども、オオカミは必ず来るとすれ
ば、オオカミが来たときのインパクトをできるだ

け軽くしておくことについてどういうことが考え
られるでしょうか。

池尾 そこはなかなか答えがなくて、最後のとこ
ろは短くしか書いていないのですが、その問題を
本当に考える必要があり、我々は構想力を持たな
ければいけないと思っております。

経済政策のあり方を巡ってこれまでもいろいろ
議論がされており、今後も議論していかなければ
ならないのですが、今後の経済政策のあり方を考え
る際のかなり大きな課題は、先ほども申し上げた
国債保有者と納税者の間の債権債務関係をどう組
みかえるか、できるだけ経済にショックを与えな
い形でどうすれば組みかえを進めていくことがで
きるかということであり、これが経済政策の主要
論点として議論されていく必要があるのではない
かと思えます。

いいお答えがあればいいのですけれども、まだ

私もそういう段階です。そこが本当の議論すべきポイントではないかと思うようになったところだと思います。

関理事長 どもありがとうございます。

それでは、今日の会はこれで終わらせていただきます。

(いけお かずひと・慶應義塾大学教授)

(本稿は、平成一六年四月九日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

池 尾 和 人 氏

略 歴

現職 慶應義塾大学経済学部教授

1975年 京都大学経済学部卒業

1980年 一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了
岡山大学助教授、京都大学助教授を経て

1994年 慶應義塾大学経済学部助教授

1995年

慶應義塾大学経済学部教授

2003年

大学院経済学研究科委員長

審議会委員等

金融審議会委員、日本郵政公社理事（非常勤）などを兼務

主 著 書

「金融産業への警告」（東洋経済新報社、1995年）

「現代の金融入門」（ちくま新書、1996年）

「銀行はなぜ変わらないのか」（中央公論新社、2003年）他

(レジュメ)

公的債務と金融システム

池尾 和人 (慶應義塾大学経済学部)

1. はじめに

日本の金融システムの現状は、「政府の政府による政府のための金融システム」とも形容できる。このうち、①「政府の」という部分は、金融システムに対する信認がもたら政府保証の提供によって維持されているという点を指している。②「政府による」という部分は、金融仲介における公的チャンネル（公的年金を含む）の比重の高さという点を指している。そして、③「政府のための」という部分は、最大の資金調達者が政府それ自身にほかならないという点を指している。

今日は、とくに最後の③の点を中心に述べたい。

2. 財政赤字の状況

プライマリー・バランス（基礎的財政収支）の黒字化の目途は、全く立っていない。足下のプライマリー・バランスの数値は、▲5.4%から▲4.6%（国・地方<SNA ベース>の対GDP比）に改善している。しかし、これは循環的な回復によるものであり、構造的なプライマリー・バランスは、むしろ悪化しているとみられる。

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
A. 一般会計	▲19.6	▲19.0	▲20.5	▲20.2	▲22.4	—
B. 国	▲5.2%	▲5.0%	▲4.7%	▲4.1%	▲3.6%	▲3.2%
地方	▲0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
合計	▲5.4%	▲4.6%	▲4.1%	▲3.4%	▲2.9%	▲2.5%

- A. は、財務省の推計（自然体のまま推移した場合）。単位は兆円。
 B. は、「構造改革と経済財政の中期展望－2003年度改訂」（財政収支改善努力を織り込み済み）。対GDP比。

なお、名目利率が名目成長率を上回るという可能性を考慮すると、プライマリー・バランスがゼロになっただけでは、対GDP比債務残高の発散は止まらない。止めるためには、

公的債務と金融システム

対 GDP 比 4%程度の黒字化が必要である。

こうした財政状況から、既に膨大で、さらに膨大化していく公的債務の管理が重要な課題とならざるを得なくなっている。この管理に失敗すると、金融システムに甚大な混乱を来すことになる（ただし、**公的債務管理政策は財政規律の代替物にはなり得ず、財政規律の回復こそが優先課題であるという原則は忘れられてはならない。**）。

3. 統一的公的債務管理の必要性

狭義の国債（JGB）+ FB、借入金、政府保証債、政府保証借入金 を合わせて対象とすべき。とくに、政府保証の拡大は問題が大きい（①とも関連）。

昨年末時点で、政府保証内国債の残高は 346,780 億、政府保証借入金の残高は 147,405 億円。その内訳には、預金保険機構の約 20 兆円をはじめとして、公営企業金融公庫、日本道路公団、石油公団、民間都市開発推進機構、銀行等保有株式取得機構などが並んでいる。因みに、道路公団については、「民営化」の準備として**財投融资を政府保証債に置換する措置**がとられている。

政府保証の拡大は、国民負担につながる偶発債務の増大につながるということとどまらず、金融資本市場におけるリスクとリターンとの間の価格形成と資産選択を歪めるものとなる。

FB については、外国為替資金証券を大宗として昨年末で約 70 兆円が発行されており、平成 16 年度の外国為替資金証券の発行限度額は 140 兆円まで拡大されている。

また、わが国は、官僚制多元主義国家（青木昌彦）という性格があり、債務負担の決定（**権限**）とその返済に対する最終**責任**の乖離が拡大している（後者の責任は、国<一般会計>にある）。権限と責任の分離は、「歪み」を生じさせる基本原因となる。

地方債 ← 国が最後は面倒をみるから、地方自治体はデフォルトしない!?

特殊法人等の債務：財投機関債 ← 「暗黙の政府保証」の問題

公的年金

郵貯・簡保

4. 国債の保有構造をめぐって

日本の国債保有構造は、公共部門による保有が多く、民間部門については金融機関によるものが多く、個人による保有が少ないといわれる。また、外国人による保有も少ない。ただし、非市場性国債による分を含めて考えると、米国と公共部門による保有比率は大差

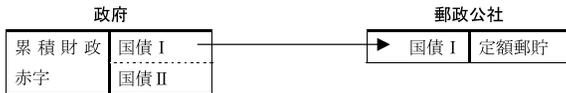
ない（そして、中央銀行による保有は日本の方が多くなる）。したがって、真の問題は、公的年金の自主運用という制度にあるとみるべきであろう。

また、定額郵便貯金が実質的に個人向け国債であるとみなせば、個人による保有比率も決して低くはない。定額郵便貯金は機能的には個人向け国債（貯蓄国債）の一種にほかならないという事実を直視しなければならない。換言すると、その残高を減らすことは、財政黒字を出すか、別の形で借り換えするかによってのみ可能である。郵貯を減らせば、リスクマネーとして回せる金が出てくるなどということは直ちにはあり得ない。

「郵政改革の趣旨は財政正常化」（日経新聞の社説 04/03/24）であるというは正しいが、増税も歳出削減もしなくて財政正常化が可能であると考えたとすれば全く間違いである。借りにくくなるというのと、借りるの必要がなくなるというは、別の話である。

郵政事業改革に際して国債管理体制の見直しも合わせて必要で、一案としては、定額貯金とそれの見合い資産部分を政府が引き取り、それと財務省理財局の機能を統合し、一括して国債管理を行う公的債務管理庁（public debt management office）を設立することが考えられる。この時点で、定額郵便貯金は貯蓄国債となる（以下の図を参照）。その残高をどう（削減）するかは、財政再建と国債管理政策の問題として別途検討されるべき。

現状



↓

「改革」後（両建てを解消する）



海外部門による保有に関しては、先月 2 日の講演における Greespan 連邦準備制度理事会議長のコメント（Nowhere else in the world will investors voluntarily purchase ten-year government obligations at an interest rate of 1 percent or less, especially given a rate of increase in the outstanding supply of government debt that has generally been running at 9 percent over the past year.）が示唆的である。

公的債務と金融システム

5. 公的債務管理と金融政策

巨額の公的債務残高の存在にもかかわらず、世間的に危機感がさほどいだかれていないのは、低金利状況の下で、債務維持負担 (debt service burden) が非常に軽いもので済んでいるからである。言うまでもなく、日本銀行のゼロ金利政策とそれに続く量的緩和政策が、こうした債務維持負担が軽い状況を作り出している。逆にいうと、日銀が量的緩和をやめれば、金利上昇が起こって、たちまち財政は危機的状況に陥りかねない。

したがって、日銀が量的緩和を続けざるを得ない経済情勢が続くことが、財政の安定が維持できる条件になってしまっているともいえる。そうした経済情勢とは、デフレの持続にほかならない。要するに、デフレからの脱却が財政危機の顕在化につながりかねないという皮肉な状況に、われわれは置かれている。これまでの後先を考えない「何でもあり」のマクロ経済政策のつけが回ってきた結果であると言うしかない。→ 「財務省幹部はつぶやく。『デフレが続いてくれないと持たないんだ。』」（『朝日新聞』04/02/26 朝刊 11 面）

国債価格支持政策としての量的緩和に、当面、出口戦略は見出しがたい。

非伝統的な金融政策というときの「非伝統的」とは、通常は、短期国債以外の対象（例えば、実物資産や外貨建て資産など）を売買操作の対象とすることをいう。しかし、それはいささか表層的な定義であり、より本質的には、政府支出や減税を貨幣発行益で賄う（実体的な裏付けのない購買力を供給する）というのが、非伝統的な金融政策であるといえる。これに対して、伝統的な意味での金融政策とは、政府負債の構成を変更することを通じる流動性管理である。

基礎的財政収支の黒字化と伝統的金融政策への回帰に向けて地道に努力していくしかない。

6. おわりに―財政破綻はどのような形態をとるか

財政破綻の警告者は、これまであたかも狼少年のようであった。ただし、イソップ童話「羊飼いと狼」では、最後に狼がやって来たことを忘れてはならない。

いずれにせよ必要なのは、国債保有者と納税義務者の間での債権債務関係の再構築であり、インフレも、債務者利得の発生を通じて債権債務関係の再構築につながるという意味では、一つの可能性であることは確かである。しかし、ハイパーインフレという形の債権債務関係の再構築のみが唯一の可能性であるというのは、アナクロニズムではないか。

以上。