

日本国債は大丈夫か

―財政健全化と国債管理政策の行方―

富田俊基

関理事長 お待たせいたしました。

本日の「資本市場を考える会」は、御案内しましたように、株式会社野村総合研究所研究理事の富田俊基様をお招きして、「日本国債は大丈夫か―財政健全化と国債管理政策の行方―」という題でお話をいただくことにしております。

富田様の御略歴はお配りしておりますし、大変著名な方でございますので、紹介は簡単にさせていただきます。昭和四十六年に野村総研に御入社になり、内外の経済調査のいろいろな部分を御担当になりまして、その間、ブルッキングス研究所等にも派遣されるという御経歴をしておられますが、一貫して研究のお仕事を続けてこられたわけでございます。

そういう研究所の活動と同時に、財政制度審議会、国債市場懇談会等の数多くの国債問題についての政府の検討の場等にも常に名を連ねておられます。そういう

意味で、現在の国債問題について大変精通した専門家であられます。

それからまた、皆様も御覧になった方がおありになると思いますが、時事通信等で海外の国債の歴史等についても大変詳細な研究結果を連載されています。私も時々感心して拝見させていただいており、このような分野にも大変御造詣が深いわけでございます。

最近、御承知のように、国債管理の問題が大変大きな関心のようになっております。いずれにいたしましても、証券市場としても、証券業務としても、今後国債の問題を常に頭に置いて動いていかなければならない時代になっています。このような時期に富田様のお話を伺うことは、大変有意義なことではないかと思っております。

では、富田様、どうぞよろしくお願いいたします。

御紹介をいただきました野村総合研究所の富田俊基と申します。今日は、「日本国債は大丈夫か」という題でお話しさせていただきます。

結論的に申し上げますと、「大丈夫かどうか」ということについては、私ども日本の民主主義国家の政治の中で決定されることになります。政治が決めるというところ、何かよそのことのように思いがちなのですけれども、私どもそれぞれが現実をいかに認識し、財政健全化を政治の中でいかに確実に実現していくかということが、これからますます問われるようになると思います。

一、国債についての四つの重要命題

まず、今日の私の話の重要な点を四つ申し上げます。図表1を御覧ください。「国債についての

四つの重要命題」を示しています。

①は、金利は何を意味しているのかということ。 「フィッシャー・ゴールデンルール」という堅苦しい名前がついていますが、例えば一〇年国債の金利の場合には、向こう一〇年間の我が国の実質経済成長率は平均的にどの程度だろうかという「期待成長率」と向こう一〇年間の「期待インフレ率」の合計が、一〇年国債の金利になるという考え方です。現時点では、一〇年国債の金利は一・四％程度です。また、去年から物価連動国債が発行されています。物価連動国債は償還年限が一〇年ですが、この物価連動国債の金利は、向こう一〇年間の経済成長率をマーケットはどのように見ているかを示しています。これが大体〇・七％程度です。

したがって、現在の国債市場の参加者、投資家は、日本の向こう一〇年間の名目成長率は一・四

図表 1

世界史の中でも稀に見る超低金利が続いているので、巨額の財政赤字を発生させつづけていても、まだまだ大丈夫だと思ひ込みがちである。財政がサステナブル（持続可能）でなくなり、政府が債務超過に陥るようなことは、この国から空気がなくなるのと同様に想像だにできないということなのであろう。

しかし、国債が低い金利で発行できているからといって、財政がサステナブルであるとは断定できない。二〇世紀末日本の銀行危機では、債務超過の銀行であっても、資金繰りがついている限りは健全に見えたが、極めて短期間で破綻に至ったことを想起するべきである。このため、たとえささいなマーケットの警告であっても、それに耳を傾けねばならない。

国債についての4つの重要命題

- ① 金利についてのフィッシャー・ゴールデンルール
- ② 国債金利はその国の過去と未来を凝縮している。
国債は国内では最も安全な資産だが、国際市場では信用力格差がつく。
- ③ 国債残高は将来のプライマリー黒字の割引現在価値以下か。
- ④ 財政再建は国民の政治的意志に関わっている。

%程度で、実質経済成長率が〇・七%程度だろうと見ていることになります。これが、マーケットが示す日本経済の中期的な姿であります。

もちろん、このマーケットの見通しは、事後的に間違ふことがあるかもしれませんが、しかし、過去に極めて大きく間違つたのは、今から一〇〇年近く前です。一九一四年に第一次世界大戦が勃発しますが、その直前に、イギリスの金利は上がったのですけれども、ドイツやフランスの金利はまだ低下していました。したがって、マーケットがいつも完全に予想できるわけではないのですけれども、金利というものは、一〇年債であれば向こう一〇年間の名目経済成長率をマーケットがどう予想しているかを示すものであるといえます。

②の命題は、「国債はその国の中では最も信用力のある金融資産である」ということです。我が国の中において一番金利が低いのも国債です。こ

のリスクフリーの国債金利をベースにして、他の金融資産の金利がリスクに応じて決まってくるという構造になっています。

このように国債は、その国の中では一番信用力が高いのですけれども、国際的に見ると、信用力に格差がついています。我が国の場合、九八年の半ばから日本国債の国際的な信用力が低下してきました。

③は、国債残高については、一七年度末の長期国債残高が五三八兆円になる見通しですが、将来のプライマリー黒字（国債の利払い費を除いたところの財政黒字）の無限の流列と比較して、どちらが大きいかがということが問われています。つまり、日本という国がこれから未来永劫続くとしたら、未来永劫のプライマリー黒字の現在価値と国債残高の大きさはいずれが大きいのかということなのです。これが、厳密に問われたときの「国債は大

丈夫か」という問いに答えねばならない答えです。

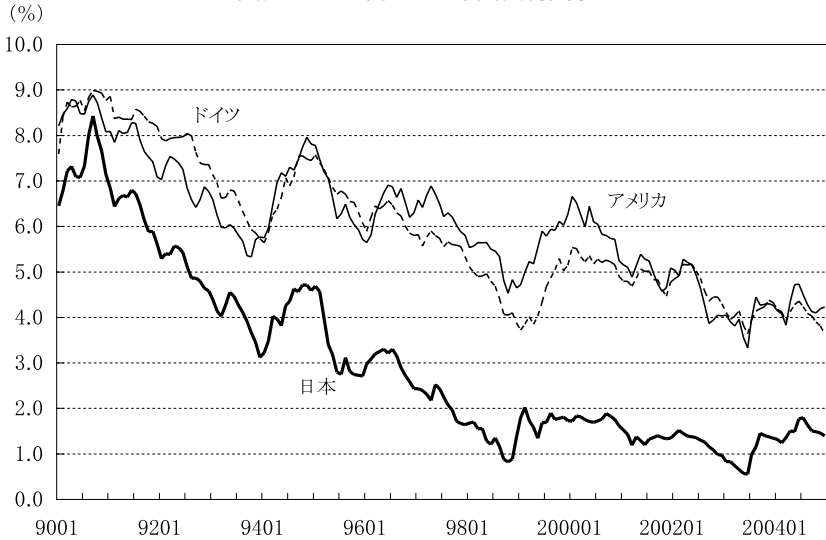
この点については、また後でお話したいと思いますが、③の命題はこういう意味であります。

④は、先ほど申しましたように、独裁者が決めるのではなく、民主主義のプロセスの中でどのように財政健全化を行っていくかということであります。

以上の四つの命題を国債に関する命題として示しています。

①の「フィッシャー・ゴールデンルール」について足元の金利状況を確認するため、図表2に九〇年代以降の日米独の一〇年国債の金利の推移をグラフで示しています。日本国債の金利は、九〇年九月二六日の八・二三五％がピークです。それ以降ずっと低下を続けており、二〇〇三年六月一

図表2 日米独の10年国債利回り



二日には〇・四四％にまで低下しました。この直前には、グリーンズパン米国連銀議長から、アメリカにおいてもデフレが懸念されるという発言があり、日本国債も大幅に金利を低下させました。

過去の低金利については、歴史上観測できた事例は余りありません。これまで一番低い金利といわれているのが、一六一〇年代のジェノバ共和国の金利ですが、それでも一・一二五％から二％の水準でした。したがって、それから見ても、現状は極めて低い金利になっているといえます。グラフに示されているように、日本国債の金利は、単に日本の要因だけで動いているのではなくて、アメリカの金利の影響を強く受けて推移してきたことが窺えるかと思えます。

こうした主要国の金利低下の背景については、今日は余り詳しくお話しませんが、冷戦が終焉して、世界レベルで大きな産業構造の変化が

起こったことが背景にあると私は理解しています。それはどういふことかといえ、極めて安価で豊富な労働力が市場経済に参入してきたことから、それらの安価な労働力の存在する国・地域に先進国の先端的な技術が移植され、極めて安価な製品が大量に生産されるようになったということです。その動きは、現在もまだ続いているように思います。

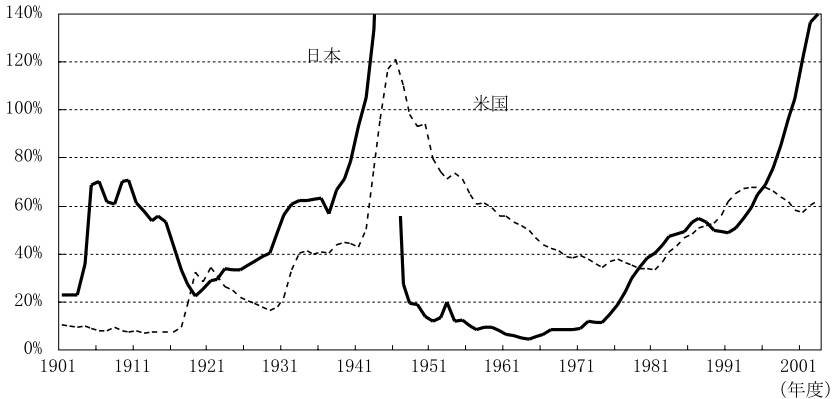
例えば、アメリカにおいて、大統領選挙中にケリー民主党大統領候補は賃金の引き上げを強く求めましたが、御案内のとおり選挙結果になりましたし、ヨーロッパにおいても、賃金を据え置いたままで労働時間を長期化する動きが強くなってきました。マクロ的にいえば、労働分配率がさらに低下を続ける。労働生産性が上昇し、労働分配率が低下する中で、製品価格がさらに低下傾向を強めているというのが現在の姿であります。そ

れをデフレと呼ぶ方もおられますが、むしろもっと大きな規模の、一世紀ぶり位に生じた構造変化であるといえます。もっといえば、第一次世界大戦から冷戦の終焉までの極めて規制が多い時代、国境の壁が高かった時代が大きく変わったというのが一九九〇年代以降の世界経済の動きです。金利についても、我が国は特に低いわけですから、他国においても同じように低下傾向を強めています、その背景を認識しておく必要があると思います。

このように、金利が極めて低いので、②の命題であります国際的な信用力格差は、目をこらしませんとなかなか観測することができません。しかしながら、日本国債にはリスクプレミアムが求められている状況になっていることを次に説明したいと思います。

日本国債は大丈夫か

図表3 日米の国債残高対 GDP 比



(注) 短期債務・借入金を含む

(出所) 『本邦主要経済統計』(日本銀行統計局)、『日銀経済統計年報』(日本銀行調査統計局)、『国債統計年報』(大蔵省)。

GDP は、<http://w3.access.gpo.gov/usbudget/fy2003/hist.html>。ただし、1939年まではアメリカ歴史統計(年次)による。

二、マーケットがみる財政危機の現状

図表3のグラフは、国債残高の経済規模に対する比率を示したものです。グラフを御覧いただくとお分かりのように、二〇〇三年度末(二〇〇四年三月)では、もう既に経済規模に対して一・四倍にまで上昇しています。過去を振り返りますと、この水準のレベルとしては、一九四二年の一〇五%、一九四三年の一三三%を上回っており、四四年の二〇四%にだんだん近くなっているのが現実の姿です。四三年というのはどういう年だったかといえば、ガダルカナルから撤退を迫られた年です。もう敗戦の色濃い時期と同時水準に現在はいきているということです。しかも、グラフにありますように、経済規模に対する国債残高の比率

図表4 ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ取引

Concentration of quotes on sovereign CDSs										
Name	Number of quotes					Percentage	Average rating ¹			
	2000	2001	2002	2003	Total		2000	2001	2002	2003
Brazil	1,080	1,352	1,293	868	4,593	12.2	B+	B+	B	B
Mexico	748	1,010	1,644	933	4,335	11.5	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Japan	418	1,062	628	205	2,313	6.1	AA+	AA-	A+	A+
Philippines	821	740	436	209	2,206	5.9	BB+	BB+	BB+	BB
South Africa	94	518	717	683	2,012	5.3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Colombia	93	345	801	556	1,795	4.8	BB	BB	BB	BB
China	743	672	140	62	1,617	4.3	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Korea	533	636	138	287	1,594	4.2	BBB	BBB	A-	A-
Poland	329	388	406	420	1,543	4.1	BBB+	BBB+	A-	A-
Venezuela	155	521	497	319	1,492	4.0	B	B+	B	B
Turkey	146	471	475	380	1,472	3.9	B+	B	B-	B-
Malaysia	302	685	256	85	1,328	3.5	BBB	BBB	BBB+	BBB+
Argentina	851	461	0	6	1,318	3.5	B+	-	-	-
Thailand	494	562	121	37	1,214	3.2	BB-	BBB-	BBB-	BBB-
Russia	16	395	365	377	1,153	3.1	B-	B-	BB	BB
Other countries	1,310	1,717	2,207	2,417	7,651	20.3	-	-	-	-
All emerging markets	7,523	10,283	9,218	7,053	34,077	90.5	-	-	-	-
Total	8,133	11,535	10,124	7,844	37,636	100.0	-	-	-	-

¹ End-year average of Moody's and Standard & Poor's ratings from CreditTrade transactions. Table 2

(出所) Packer, Frank and Chamaree Suthiphongchai, "Sovereign Credit Default Swaps," BIS Quarterly Review, Dec. 2003.

は、九〇年代に戦時中と同じ位の急角度で上昇してきたことがわかります。

このような状況で欧米の格付会社は日本国債の格下げを行い、ボツワナ以下に格付けしたわけです。それが正しいかどうかという事の当否は別に、マーケットは格下げされた状態を織り込んで動いてきました。

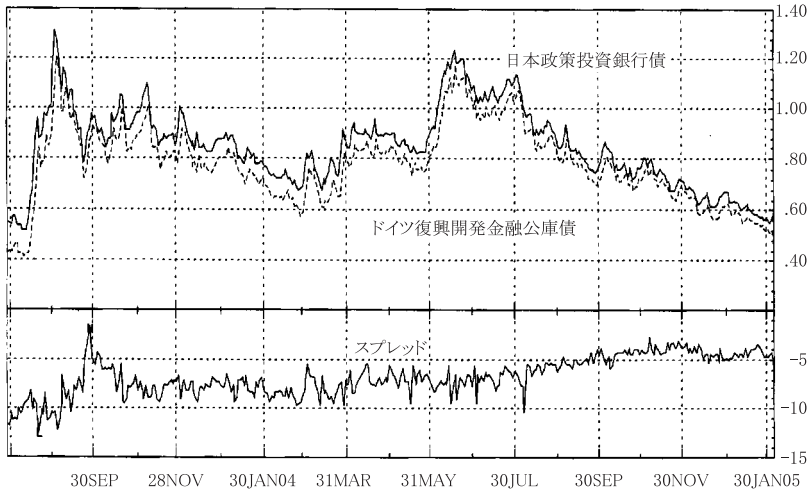
図表4の表は、「ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ」を示していますが、少しややこしい指標ですけれども、要は、その国の信用力がさらに低下するかどうかについて、マーケットでは、人々がさらに低下しそうだと思う、あるいは上昇しそうだった場合に取引量が増えます。この指数を御覧いただきますと、ブラジル、メキシコ、日本、フィリピン、南アフリカという順番になっています。これは、その国の国債の金利が格付やあるいは投資家が考えているところの

デフォルト確率に適合したものの、両者の不一致を調整しようということで取引が行われていますが、その取引量を示したものであります。我が国は、二〇〇〇年から二〇〇三年の平均で見て上位三位に入っています。より詳しく御覧いただきますと、とりわけ二〇〇一年の取引量が多くなっています。そのときにはメキシコを抜いて、ブラジルに次いで第二位でありました。なぜ取引量が多かったかと申しますと、二〇〇一年の暮れには、日本国債の格下げがさらに行われるだろうという観測が非常に多くなっており、その当時日本国債に求められた上乗せ金利では不十分だという投資家が非常に多くなった。それで、デフォルトのリスクの部分だけ売っておこうという人が非常に増えたということです。ではその後どうなったかといえますと、二〇〇二年、二〇〇三年の取引量は減りました。しかし、減ったということは、日本

国債の信用力が高まったということではないのです。もう日本国債のリスクプレミアムに見合うだけの上乗せ金利がきちんと乗っていますよということがマーケットで表明されたにすぎません。ということとは、現在のボツワナ以下の格付がこれ以上低下することもないだろうし、逆に格付けが上がることもないだろうとマーケットは見ているということになります。そのようにマーケットは非常にシビアに見ています。

では、それが具体的にどうあらわれているかということですが、図表5を御覧ください。これは、日本とドイツの円建ての政府保証債の金利を比べたものです。どちらも円建てです。そして、どちらも政府保証債です。満期もほとんど同じです。日本国政府の保証する円建債の金利は、ドイツ政府が保証する金利よりも高いのです。わずか五ペーシスポイント、〇・〇五%ですが、分母も

図表5 日本政策投資銀行とドイツ復興開発金融公庫（円建て）



(注) 日本政策投資銀行債はクーポン1.75%、償還2010年6月、ドイツ復興開発金融公庫債はクーポン1.75%、償還2010年3月。

(出所) Bloomberg

○・七％程度という非常に低い中で○・〇五％上乗せ金利が求められているのです。グラフの上の線が、政策投資銀行が発行した日本国政府の政府保証債です。これは政策投資銀行でなくても道路公団でも同じことになります。日本政府の政府保証がついている債券の金利はこのような状態です。そして、下の線がドイツの復興金融公庫（KfW）です。KfWが発行した円建ての政府保証債の金利です。その金利差がスプレッドとして示されており、非常に目を凝らさないと分からないほど小さいのですが、低い金利に対して比較的大きなリスクプレミアムがもう既に付けられていると認識せざるを得ません。私は、これまで円建てのイタリア国債と同じ満期の日本国債、あるいは円建てのスペイン国債と同じ満期の日本国債の金利を比べて、日本国債の金利の方が高いということを検証してきましたが、もうイタリアやス

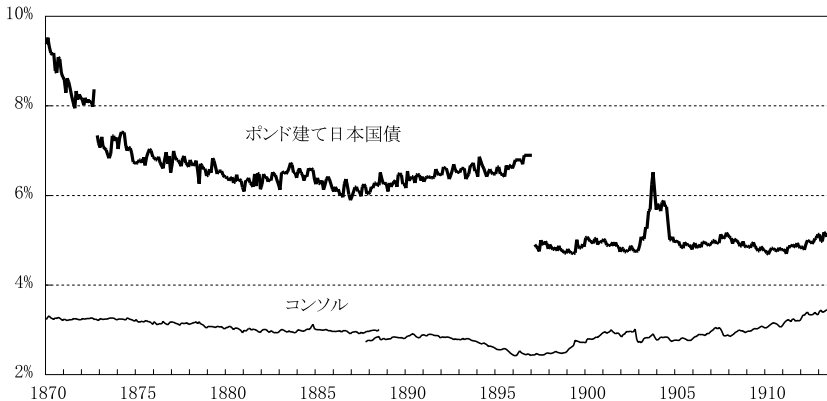
ペインの円建国債は、繰上償還がなされて、現在では、日本国債と比較するものがなくなってしまうので、このグラフで御紹介したような政府保証債での比較しかできない状態になっています。しかし、明らかに上乗せ金利が求められていること、それが先ほどのソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ取引のところで御紹介したように、マーケットとしては非常に取引量が練れている中でこうした上乗せ金利が求められているという事実を我々はまず認識しておく必要があるということです。

三、明治期の国債の海外市場における評価

実は、これとまったく同じことが明治初年の日本にも起こっていたということを次に申し上げた

と思います。その当時は、金利も非常に高かったので、非常に明確なリスクプレミアムがついていました。したがって、現在の日本の状態がより分かりやすい形になっているということで御紹介したいと思います。図表6のグラフを御覧ください。明治三年にロンドンにおいて最初の日本国債が発行されました。そのときの表面利率は九%でした。その日本国債のマーケットにおける流通利回りの推移が一番左側の上から徐々に八%に低下しているグラフとして描かれています。その次に、明治六年（一八七三年）に七%利付国債を発行しました。その金利がグラフの中ほどにポンド建て日本国債として描かれています。その後、一八九七年に、日本は金本位制に移行します。それで国際的な信用が高まって、五%利付国債をロンドンで売却することができました。しかし、当時のロンドン、つまりイギリスの金利は、このグラ

図表6 ポンド建て日本国債とコンソル金利



(注1) 金利はロンドン・タイムズ紙に掲載された各月末の国債価格でクーポンレートを除した値。

(注2) 1870年6月から73年2月までは1870年発行の償還期間13年の9%国債、1873年4月から97年6月までは1873年発行の7%国債。97年8月以降は、1897年6月にロンドン市場に売却された償還期間53年の5%国債の金利。

(出所) ポンド建て日本国債の金利はヘブライ大学の Yishay Yafeh 教授より提供を受けた。

フの一番下にずっと這うように動いていますけれども、大体三%台で推移していました。つまり、日本の一番最初の国債（明治三年の国債）は、イギリスのコンソル国債に対して非常に大きなリスクプレミアムが求められたということになります。この年のイギリス国債の金利は、ここにありますがように、一八七〇年は大体三・二から三・四パーセント程度で推移していたので、それと日本国債の流通利回り九%との間のスプレッドは極めて大きかったといえます。しかも、日本は、この国債の担保に、日本のすべての海外からの輸入品に対する関税を担保に入れました。日本の二番目の外債は、お米を担保に出したのですけれども、それでも表面利率は七%でした。しかし、金本位制度になって、五%利付国債は無担保で売却することができたのです。そのような推移になっていますが、申し上げたい点は、イギリス国債との金

利差です。なお、補足的に申し上げますと、グラフの一番右に出ております五%利付国債は、一八九七年にロンドンで売却されたのですけれども、その後、一九〇四年に金利が急に跳ね上がっています。これは日露開戦直前のときです。一九〇五年五月に日本海海戦で日本はロシアに勝つのですけれども、そのときに金利がまた急に下がっています。このように日本国債の償還確実性を投資家はどう見るかによって、金利が変動するということです。昔は投資技術も発達していなかったのです、いいかげんな相場だったのではないかと思いますが、そうではなくて、むしろその国のカントリーリスクを厳密に見ていたということが分かります。それと同時に、各国において規制がなく、資本移動が自由であったことから、投資家の投資判断力が一層問われるということにもなっていたと思われるま

す。

図表7には、明治三年（一八七〇年）に日本の最初の国債が発行された年に、ロンドンで発行された外債の金利を示しています。日本国債は表面金利九%、発行価格九八円で発行したのですが、他の国は、ホンジュラス以外は日本よりもクーポンが低かったのです。極めて乱暴に申し上げますと、現在日本国債はボツワナ以下の格付になっていると申し上げましたが、当時も日本はホンジュラスより信用力が高かっただけという状態だったのです。確かに日本国内で経済活動を行う企業や家計は非常に立派になりましたけれども、日本の税の負担率は先進国の中で飛び抜けて低く、その一方で、急速な高齢化が進展する今日の日本と、当時の明治政府のガバナンスの強さとの対比において、どれだけの差があるかということには誰にも分からないことですが、少なくとも

図表7 1870年ロンドンでの外国債の発行状況

(単位: %, 100万ポンド)

	クーポン	発行価格	発行金利	発行額
アルゼンチン	6	88	6.8	1
チリ	5	83	6.0	1
エジプト	7	78.5	8.9	7
フランス	6	85	7.1	10
ホンジュラス	10	80	12.5	2.5
日本	9	98	9.2	1
ペルー	6	81.25	7.4	11.9
ルーマニア	7	86	8.1	0.4
ロシア	5	80	6.3	12
スペイン	5	80	6.3	2.3
トルコ	6	60.5	9.9	22

(注) 償還条件が不詳のため、発行金利は永久債として計算(クーポン÷発行価格)している。
1870年のイギリス3%コンソルの金利は、3.19%から3.40%で推移していた。

(出所) Suzuki, Toshio, "Japanese Government Loan Issues on the London capital Market 1870-1913." Athlone Press, 1994.

もマーケットはこのように見ていたということを御紹介したかったわけであります。

ところで、明治三年にはこれほど海外で信用力が低かったのですけれども、明治政府は非常に頑張りました。図表8の表は、明治初年度の財政収支を示したものです。明治政府ができたとき、第一期(慶応三年から明治元年の一二月まで)においては、国債依存度は八六%と非常に高かった。第一期から第四期までの平均では、六〇%程度の国債依存度だったのです。しかし、第五期になると三五%になり、最近の二一世紀の日本よりも国債依存度が低い状態になっていたのです。現在の国債依存率は、四割を超えています。その後、第七期、第八期には財政は黒字化しています。それも、国内において歳出が増えるにもかかわらず、それ以上に税収を確保する道をどんどん整えていったということです。歳出については、

日本国債は大丈夫か

図表 8 明治前期の財政収支

(単位: 100万円)

	通常歳出	例外歳出	税収	紙幣発行	公債 借入金	紙幣発行+借入金 歳入合計
第1期	6	25	3	24	5	86.7%
第2期	9	11	4	24	1	72.6%
第3期	10	10	9	5	5	47.7%
第4期	12	7	13	2	—	9.7%
第1～4期合計	37	54	29	55	11	59.6%
第5期	42	15	22	18	—	35.3%
第6期	51	12	65	—	11	13.1%
第7期	60	22	65	—	—	—
第8期	53	13	77	—	—	—
第5～8期合計	206	63	229	18	11	9.7%
第1～8期合計	243	117	258	73	22	23.3%

(注) 第1期: 慶應3年12月～明治元年12月、第2期: 明治2年1月～9月、第3期: 明治2年10月～3年9月、第4期: 明治3年10月～4年9月、第5期: 明治4年10月～5年12月、第6期: 明治6年1月～12月、第7期: 明治7年1月～12月、第8期: 明治8年1月～6月。

(出所) 『明治前期財政経済史料集成』第4巻(改造社、1932年)。

明治初年度から明治一〇年までの間に、江戸時代の武士層への秩禄を何と六割も削減しました。それにはさすがに旧武士達も抵抗したのでしょうか。それが明治一〇年の西南戦役になって、大量の戦費が必要になり、インフレになりました。しかし、その後、先ほど申し上げましたように、一八九七年には金本位制を導入していますが、それまでの間、ずっと緊縮政策を続けていったのです。

ところで、この講演会場(東京証券会館)の近くですけれども、蛸殻町というところに明治初年から東京株式取引所がありました。そこでは国債の取引を行っていたのです。政府は、石高のかわりに、国債を秩禄公債として旧武士に交付していました。その国債が取引されたところです。当時取引されたのは七%金禄公債が中心でしたが、一八八〇年(明治一三年)一二月、この七%国債の価格は額面の六〇・七%まで下落しました。これ

は西南戦争の影響です。しかし、その後、財政が黒字化し、金本位制に移行するために金融も引き締める中で、国債価格はどんどん上昇し、額面を取り戻すことになりました。

昔の話だからいいかげんだろうと思われる方もいらつしやるかもしれませんが、実は、調べてみればみるほど当時のマーケットは極めて合理的です。銀行に国債の売却制限のあった、昭和四〇年代あるいは五〇年代初頭までの日本の国債市場よりも、ずっと合理的だったのではないかと私は見えております。

四、国際資本移動の推移

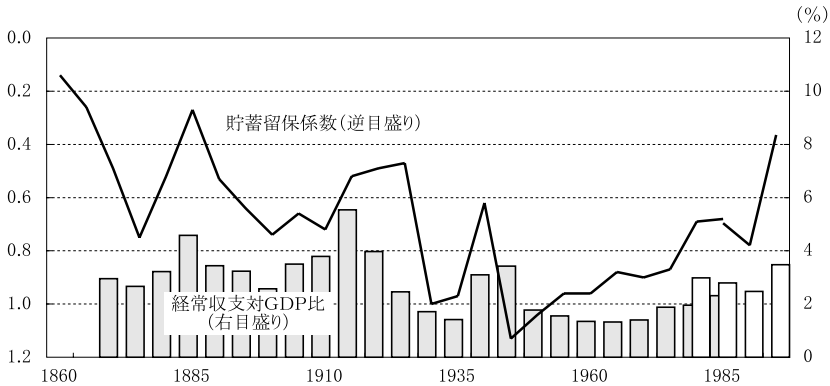
(明治期から最近まで)

なぜそうかという、図表9を御覧いただきますとお分かりになりますが、それは国際資本移動

が極めて活発だったからです。図表9のグラフについては、棒グラフは経常収支の絶対額のGDP比を主要国について平均したものです。アメリカが巨額の経常赤字であり、日本が巨額の経常黒字であつて、非常に不均衡が大きいうことが、とりわけ八〇年代以降に盛んに議論されました。

実は、歴史的に見れば、もつと大きな不均衡が続いていた。不均衡があつても、資本移動が自由であれば、より大きな投資リターンをもたらすところに貯蓄が自由に流れていきます。国境を越えて貯蓄が自由に流れる。それを見たのが棒グラフの方です。第一次世界大戦までの時代は、資本移動が非常に自由で活発でした。それが、第一次世界大戦から冷戦の終焉までの間においては、各国とも、少なくとも一九七〇年代の初めまでは、貿易も規制していました。我が国でも、資本移動が自由になったのは八〇年代になってからです。す

図表 9 国際資本移動（貯蓄留保係数と経常収支対 GDP 比）



(注1) 貯蓄留保係数はグロスの投資率をグロス国内貯蓄率と経常収支対 GDP 比の差額として計測。経常収支対 GDP 比は、その絶対値について各国の5ヶ年平均を示す。

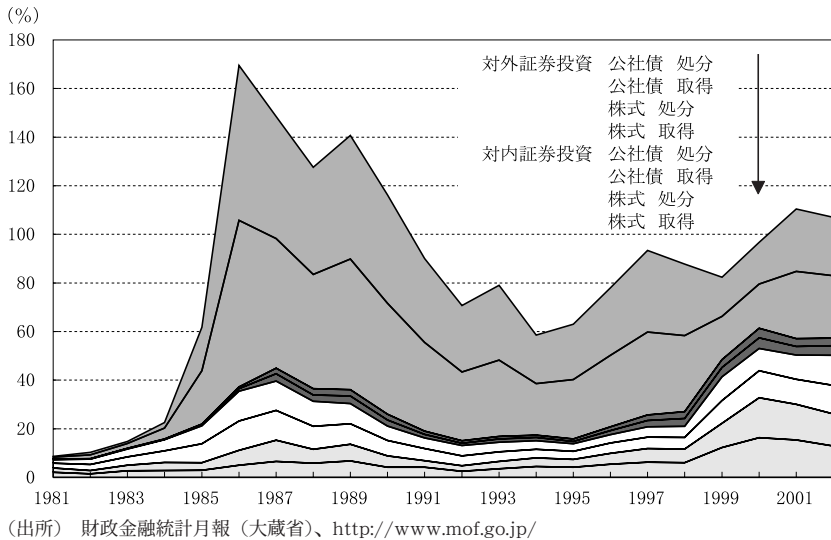
(注2) イギリス、フランス、ドイツ、イタリア、アメリカ、カナダ、日本、アルゼンチン、オーストラリア、デンマーク、ノルウェー、スウェーデンの12カ国。
1985年以降は OECD “Economic Outlook” (Dec.2003) より25～26カ国を対象に計測。

(出所) Taylor, Alan M. “International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship” NBER WP5743(1997)。

なわち、戦時体制の下で、お金が自由に流れない中で、非常にいびつな相場形成がなされ、それが戦後もずっと色濃く統制的な要素として残っていた。そして、冷戦の終焉により、それがようやく、かつてのお金も物も人も自由に動けるビクトリア王朝期のような時代に戻りつつあるのが現代であると見ていいかと思います。

図表10は、我が国の対内対外証券投資の経済規模に対する比率を見たものです。資本移動が自由化されるまでの八〇年代まではほとんどゼロでした。八〇年代末以降になって、ようやく大きな取引がなされるようになりました。しかしながら、依然として、現在でも、経済規模に対する比率は一倍にとどまっています。GDP五〇〇兆円に対して五〇〇兆円の資本移動しかありません。他の国について見ますと、アメリカは経済規模の二倍、ドイツは二・五倍であり、非常に大きな量の

図表10 日本のグロス対内対外証券投資対 GDP 比



取引がなされています。現在、我が国の株式市場においては売買高の五割位を非居住者が占めていますけれども、国債についてはそれほどではありません。他の主要国では、非居住者が日本よりもはるかに大きな比重で国債を取引しています。その点を踏まえた上で、明治初期も含めて資本移動が自由であった時代には、日本国債のリスクプレミアムが国内市場での国債金利にも反映されていたという事実の重みを認識する必要があるかと思えます。

五、国債の保有構造

このように現在の日本では国債に関する資本移動はあまり活発ではありませんが、その結果、国債の保有構造がどうなっているかを示したものが、図表11です。どこの国でも国債の保有構造に

図表11

◎ 国債の保有構造

1. 民間銀行と公的部門に集中
2. 非居住者による国債保有が少ない

国債保有状況

- 我が国の国債の保有は、米国との対比で見ても、民間銀行と公的部門に大きく偏っている一方、非居住者と家計による保有が少ないことに特徴がある。
- 民間銀行が信用リスクフリーの国債を大量に保有するという構造はサステイナブルだろうか(銀行資産に占める国債の比率は2004年3月末において米国の商業銀行1.8%に対し、日本の国内銀行は13.4%)。
- 今後とも国債の確実かつ円滑な消化を図るため、個人向け国債の多様化など個人による国債の保有促進策を積極的に検討すべきである。

日米の国債保有構造

	日本 2004.3	アメリカ 2004.3
中央銀行	15.0%	16.3%
民間金融機関	38.5%	22.8%
民間銀行	24.7%	3.5%
生損保・年金	10.0%	11.3%
その他金融機関	3.7%	8.1%
非金融法人企業	0.2%	0.7%
家計	2.2%	10.8%
民間非営利団体	1.0%	1.2%
海外	3.8%	39.9%
一般政府	7.4%	8.2%
その他公的部門	32.0%	0.2%
国債発行残高	560.3 兆円	37212 億ドル

(注) アメリカは政府所有の非市場性国債を除く。
(出所)『金融経済統計月報』(日本銀行)。
"Flow of Funds Accounts of the
United States" (FRB)。

(注1) 日本は国債(財投債を含む)と政府短期証券(FBを含む)の合計。アメリカは連邦政府保有の非市場性国債を除いた残高。

(注2) アメリカの家計には貯蓄国債の保有分(1848億ドル)を含んでいる。

(注3) アメリカの生損保・年金には、個人年金ファンドと州・地方退職金基金を含む。

(注4) その他公的部門；日本は郵貯、簡保、資金運用部及び公的非金融法人企業。アメリカは、政府後援企業。

(注5) 社会保障基金について、日本は一般政府に含む。国債保有額は2004年3月末41兆7408億円。このほかに旧運用部への預託金125兆3742億円がある。アメリカは非市場性国債を保有しているの、本表から除外。なお、2004年3月末の非市場性国債の残高は3兆4098億ドル。

(出所)『金融経済統計月報』(日本銀行)。
"Flow of Funds Accounts of the
United States" (FRB)。

は大きな特徴がありますけれども、我が国においては、第一に、民間銀行と公的部門に保有が集中しているという特徴があります。第二に、非居住者による国債保有が少ないことです。図表11は、アメリカと対比したものですけれども、まずこの表で御注意いただきたい点は、アメリカの公的年金は、すべて非市場性国債で保有しているということです。図表11の(注5)にありますように、アメリカの市場性国債の

合計が三・七兆ドルであるのに対して、アメリカの公的年金はこれに匹敵するぐらいの額（三・四兆ドル）の非市場性国債、つまりマーケットでは売買しえない国債を保有しています。つまり、公的年金が国債を保有していてもマーケットに脅威とならない形で保有されているのであります。この表はマーケットに影響を与えるものだけで比較していますが、日本では「その他の公的部門」が非常に大きくなっています。この「その他の公的部門」とは、郵貯と年金です。郵貯は、郵政公社になって、これから民営化されるということですが、これも、郵貯と年金は、これまで政府の中にありながら「自主運用」と称して、あたかも政府の外にあるように資産を運用してきました。単に日本の市場性国債を保有するだけではなく、外国株や外国債券、日本株も保有していたわけですから、非常に巨額の国債や株式を持っていること自体が

マーケットに大きな攪乱的影響をもたらすわけです。幾ら慎重な運用を行うといってもそういうことになりかねない。だから、アメリカにいては、公的年金はすべて非市場性国債で運用されているのです。日本国債の保有構造の特徴のひとつは、郵貯と年金という「その他の公的部門」の保有額が大きいという点です。

さらに、図表11の表の上から三行目ですが、いわゆる「民間銀行」、預金を集めている銀行の保有額が大きいということです。アメリカではわずか三・五%ですけれども、日本では二四・七%も保有しています。ここで、冒頭に申し上げた点を考えて出していたきたいのですが、国債はその国の中で一番信用力がある。銀行の預金よりも国債の方が信用力があります。したがって、極めて大胆な言い方をしますと、国債よりも信用力の低い銀行が集めた預金を大量の国債に運用して利益を

出し続けることができるのかどうかという問題が問われることになると思います。短期の金利が低く、長期の金利が高い、つまり、イールドカーブが右上がりになっている状態を利用して長短スプレッドをとることによって、銀行の信用力が国債よりも低いことによる逆ザヤをカバーする、そういう運用方針でこれまでやってきたのだと思います。しかし、それをずっと永遠に続けることが可能かどうかについては、疑問が残ります。アメリカの商業銀行では、資産に対して一・八%しか国債を持っていません。これに対して、我が国では民間銀行は資産の一三・四%を国債で運用しているのです。私は、これでもってすぐに危険だとかいうことをいつているわけではありません。金融の基本的な原則に照らして非常にいびつな運用を行っていることに、我々はほとんど気がつかずにいるのではないかということを警告の意味で申し

上げているのです。

このような点から考えて、今後とも個人向けの国債が非常に重要になってきます。個人向け国債は、現在の一〇年国債の金利から理論計算され、乗りかえが自由な（自由といっても、直前とか二回前までの利子を受け取らないというペナルティーはつきます）商品になっています。このように非常に合理的に計算されてつくられた商品ですので、私はこれから個人向け国債が非常に増えていくだろうと思います。個人向け国債に期待される役割は、これまで郵貯が果たしていたのですけれども、郵貯は、いかにせん経費率が非常に高いのです。今までは郵貯は経費率が低いといわれていましたが、国民からのファイナンスの手段としての国債を考えた場合、郵貯の経費率は残高に対して〇・五%にもなります。これに対して、個人向け国債の経費率はその一〇分の一ほどです。

したがって、当然のことながら、より効率的な貯蓄手段あるいは国債のファイナンス手段である個人向け国債が国民負担の面からも有利である。と同時に、個人のポートフォリオから見ても、個人向け国債が極めて安全な資産として注目を集めていくものと思われます。そういう意味で、我が国も、アメリカのように市場性国債の約一割を個人が保有しているという姿にだんだん移っていくのだと思います。

非居住者による保有については、アメリカの四割に対して、日本は三・八％であり、非常に低くなっています。アメリカの四割のうち、日本あるいは中国が保有する部分は非常に大きいものと思われる。我が国の場合は、国内で政府短期証券を発行して、その代り金でドル債を保有しているという構造になっています。なぜそういう構造になっているかといえ、日本からお金が出ていか

ないことに問題があるといえます。すなわち、日本の国内の貯蓄が非常に動きにくい構造になっていることに原因があるということです。外にお金が出て行きにくい構造になっている。現在、企業に巨額の貯蓄超過が発生していますが、それにもかかわらず、海外にお金が出ていかない。家計も、一五〇〇兆円もの個人金融資産があるのに海外に出ていかない。それはなぜかということの理由については、後ほどその理由の一端を、国債管理政策全体を見直すという観点の中で説明させていただきます。と思います。

以上、日本の国債の保有構造の特徴を申し上げました。

六、国債管理政策について

日本国債が本当に大丈夫になるためには何が必

図表12

◎ 国債は北極星

国債とは納税者である我々が我々自身から借金する手段であり、同時にその所有者から見ると利子を生む金融資産である。将来の税収を担保とする負債であるので、利払いと償還が確実な信用リスクフリーの金融資産である（アメリカ財務省キッズ用ページ参照）。さらに、国債は個々の企業等が発行する社債などに比べ、発行規模がはるかに大きく、売買い易いという特性を持っている。このため、他のすべての金融資産の金利は本来、国債と各々の信用リスクおよび流動性の違いを反映して決まる。

金融資産の金利＝国債金利＋信用リスク・プレミアム＋（非）流動性プレミアム

（参考）

Why should I buy a Treasury security?

Treasury securities are a safe and secure investment option because the full faith and credit of the United States government guarantees that interest and principal payments will be paid on time. Also, most Treasury securities are liquid, which means they can easily be sold for cash.

<http://www.publicdebt.treas.gov/of/ofbasics.htm>

<http://www.ustreas.gov/kids/>

要なのかということについて、「国債管理政策」と「財政健全化」という二つの面からお話し申し上げます。

(1) 国債は北極星

まず、国債管理政策ですが、図表12を御覧ください。国債はその国の中で最も信用力のある金融資産です。国債が暴落する、あるいは国債の金利が上がるということは、すべての金融資産の値段が下がることを意味しています。金融資産の価格は、国債の金利にそれぞれの金融資産の信用リスクプレミアムを乗せたものに、その金融資産の売買の難易度を加味したものになります。つまり、国債は一番売買がしやすい、つまり流動性が一番高い。それに対して、他の金融資産は、国債よりは売買がしにくい。信用リスクプレミアム以外に、そういう売買の難易度に係るプレミアムが

乗っているわけです。

我々は余りこうした認識なしに、国債管理政策という、年限をどうするかというような議論に終始してきました。もちろんそれも大事ですが、それ以上に、国債がその国の中で唯一の信用リスクフリーの金融資産であるという認識の下に国債管理政策を考えていく必要があります。

(2) 米国の国債管理政策の三つの目標と五つの原則

アメリカの国債管理政策は、「三つの目標と五つの原則」が掲げられ、これに基づいて行われています。三つの目標というのは、①は「健全な国庫の資金繰り」です。つまり財政赤字のときにでもきちんとお金を用立てることができるということです。②は「最も低い国民負担で実現すること」です。③は「効率的な資本市場の育成」で

す。この「効率的な資本市場の育成」とはどういうことかと申しますと、五つの原則ともかわりませんが、市場において流動性を確保することを意味します。別の表現をしますと、他の金融資産の金利は国債をベースに決められますので、イールドカーブ全域にわたって資金調達を行うことによって、国債の各年限における金利をマーケットに知らしめ、その客観性を確保することが大きな国債管理政策の目標になっているのです。

アメリカですが、図表13の下の方が最近のアメリカにおける国債管理政策を示したものです。なぜ最近かと申しますと、九八年に一旦黒字化して、その後、また赤字が拡大しているからです。その中でどのような国債管理政策が行われてきたかといいますと、黒字化すれば当然国債発行額は減ります。国債発行額が減るということは、言い方を変えますと、償還額の方が多くなって、国債

日本国債は大丈夫か

図表13

- 米国の国債管理政策の3つの目標、これらを実現する上での5つの原則
Gensler財務次官補の下院歳入委員会での証言(1998.6.24),
(<http://www.treas.gov/press/releases/pr2555.htm>)

3つの目標

- ①健全な国庫の資金繰り
- ②最も低コストの資金調達
- ③効率的な資本市場の促進

5つの原則

- ①米国債の「リスク・フリー」の地位の維持
- ②一貫性と予測可能性の維持
- ③市場の流動性の確保
- ④イールドカーブ全体にわたる資金調達
- ⑤中央集権的な資金調達の採用

- 資金調達コスト最小化と市場流動性

Fisher (2002年3月14日)、先物産業連合会での講演

[年表] 米国における近年の国債管理政策の変遷 (97年以降)

	商品性	買入消却	その他
97年	2月 10年物価連動国債の発行開始 7月 5年物価連動国債の発行——銘柄限りで発行停止		
98年	4月 30年物価連動国債の発行開始 5月 3年債の発行停止 7月 5年債の発行頻度削減(毎月→年4回) 9月 物価連動型貯蓄国債の発行開始		11月 全ての銘柄の入札方式を単一価格入札方式(いわゆるダッチ方式)へ統一
99年	8月 30年債の発行頻度削減(年3回→2回)		
00年	2月 30年物価連動国債の発行頻度削減(年2回→1回) 1年物 T-Bill の発行頻度削減(毎月→年4回)	3月 買入開始 5月 定例化	2月 リオープン の定例化——5年、10年、30年債が対象
01年	2月 1年物 T-Bill の発行停止 8月 1ヶ月物 T-Bill の発行開始 10月 30年債・30年物価連動国債の発行停止		10月 9/11の同時多発テロ後の市場流動性低下を受け、10年債の緊急追加発行を実施
02年	1月 10年物価連動国債の発行継続を表明 5月 10年物価連動国債の発行頻度増加(年2回→3回)	1月 非定例化	5月 5年債のリオープン停止 7月 10年債のリオープン停止
03年	5月 3年債の発行再開 8月 10年物価連動国債を年4回に		5月 5年債のリオープン再開 8月 10年債のリオープン再開 入札結果発表を応札締め切り後2分以内へ

(出所)「米国の国債管理政策～国債管理の手法と運用～」日本銀行マーケット・レビュー、2003年1月。2003年は追加。

発行残高が減ります。そこで、アメリカでは、二年、五年、一〇年の国債を発行しながら、他の年限の国債を償還するという方法を取りました。それによって、マーケットに、二年、五年、一〇年の金利を絶えず客観性のあるものにした、つまり厚みのある市場でもって金利を決めるということを行うようにしました。例えば〇一年一〇月は、九・一一のテロの影響を受けて、マーケットでの債券の売買が非常に困難になりました。そのときにアメリカ政府は一〇年国債を緊急発行しました。あらゆる金利のベンチマークとしての役割を果たすために、わざわざ一〇年国債を緊急発行して、他の社債等の金利の値づけのベースにしようとしたということです。したがって、申し上げた点は、国債が減少する中においても、二年、五年、一〇年というベンチマークをきっちり守ったということです。その後、イラク戦争と減税に

よって国債発行は増えましたが、その場合にも、二年、五年、一〇年国債を中心に発行してきたということです。

実は、我が国もこれとまったく同じといっているところをやっており、ベンチマーク化が非常に進んでいます。国債は、一年物TBと二年、五年、一〇年国債が一番大量に発行されています。過去にあった三年、四年、六年国債はなくなりました。長期ものでは、二〇年国債がこれからのベンチマークになるのか三〇年国債になるのかはまだ決まっていませんけれども、今のところは二〇年国債が多く発行されています。しかも、一回出した国債に追加発行して、同じクーポンで同じ満期のものに銘柄統合を行い、ロットをより大きくしています。ロットを大きくすることによって流動性を高めるようにしてきました。そういう意味において、日本の国債市場は流動性を向上さ

せる点においては非常に進んできています。

(3) 信用リスクへの介入が資産選択に歪みをもたらす

しかし、国債が唯一信用リスクフリーであるという意味での国債管理政策が、これからきちんと機能するかどうか今後の大きな課題になってきます。

図表14を御覧ください。日本では、預貯金が選ばれ、個人金融資産に占める預貯金が非常に多くなっている理由として、「日本人は安全志向だから」ということで説明されることが多かったように思います。しかし、よく考えれば、このような資産選択は、一番危険なことをやってきたといえるのではないのでしょうか。

「安全」といっても、八〇年代までは、いわゆる護送船団行政により銀行は全部守られてきまし

た。九〇年代は、銀行は潰れても税金を投入して預金を全部守るということをやってきました。何か、預金というとすぐ安全だという神話がまだ続いているようであります。しかしながら、決してそうではないのです。預金が安全なのは、これはペイオフが始まれば当然なのですけれども、「二〇〇〇万円まで」です。だけれども、預金が安全だという神話は、依然として生きております。郵便貯金もそうです。

例えば、中小企業に対しては、特別信用保証ということで保証してきました。中小企業向け貸出しと国債は全く同じステータスを得ているというのが日本の特徴です。もちろん、その制度は縮小され、廃止されました。さらに、政府保証債は当然ですが、明示的に政府保証がついているので、国債と同じだということになります。ただ、国債に比べて流動性が低い分だけ国債よりは少し金利

図表14

◎ 限定されるべき信用リスクへの介入 (拙著『経済政策の課題』, 2004, 第10章参照)

1. なぜ預貯金が選好されるのか
2. 限定されるべき信用リスクへの介入

信用リスクフリーおよび高い流動性という国債が本来持つ特性から、国債管理政策を再定義すべきである。それには、「国債の消化を一層確実かつ円滑なものとする」という視点や、発行年限と借換リスクのトレードオフ関係に着目した最適満期構成の在り方という狭義の国債管理政策の一層の充実に加えて、国債を軸とした我が国金融資本市場の整備推進という観点が極めて重要である。

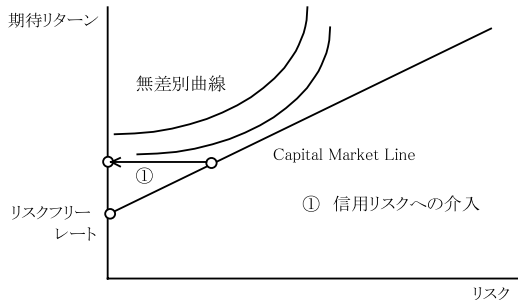
1) 流動性の観点から:

市場性国債の残高が減少している米国では、発行銘柄のベンチマーク化を進めてきた。自国通貨を放棄しユーロに加盟した欧州各国では、自国の資本市場の効率化(例えば、社債発行コスト削減)を促進するために、自国の国債市場の流動性向上に向けて国の威信をかけた競争を繰り広げている。我が国においても、市場流動性を高めるためにベンチマーク化、リオープン方式導入など発行面での改革が進んだが、保有者による源泉税の取扱いの違い、保管決済および決済方式によって国債市場が分断されていることが、市場参加者の多様性を減じ流動性向上を阻害している。

- ① 非居住者源徴不適用制度における本人確認制度の改善
 - ② 事業法人に対する源泉徴収税免除
 - ③ 国債のペーパーレス化(本券と登録の廃止による振替一本化)
- が当面の課題である。

2) 信用リスクの観点から:

- 個人の資産選択において日本人は安全志向と言われるが、それは我が国の歴史文化に根ざした現象と言うよりも、戦後の護送船団行政下での銀行不倒神話と90年代銀行破綻後に一時異例に採用された包括的セーフティネットの中での合理的行動であると見ることができる(図参照)。
- 債券投資家、債券発行体の行動も、政府(政治)による信用リスクへの介入によって形成された金融構造の中での「限定された」合理的な行動とならざるを得ない。このことが、先に述べた我が国の国債保有構造や、10年国債のシ団引受が残存している原因と考えられる。
- これまで我が国では、債務者の信用リスクについての認識が低かった分、信用リスクフリーであるという国債の本質についての認識が曇っていた。近時の銀行破綻や、最近の特殊法人改革、および間近に迫ったペイオフ凍結解除などによって、信用リスクへの関心、すなわち国債の本質についての認識が深まることになる。
- 国債を頂点としてすべての種類の負債(金融資産)の金利に信用リスクが反映されるよう、明示的あるいは暗黙の政府保証などの信用リスクへの介入を厳しく制限し、わが国の金融資本市場において市場メカニズムが作動する範囲を拡大してゆく必要がある。



(注) 安全資産が存在するとき、危険資産の最適組み合わせは投資家の効用関数とは独立に資本市場線上で決定される(分離定理:Tobin(1958)、RES)。

が高い。地方債については、保証されているとして大量に売買され、「ミニ公募債」と称して多くの個人が買っています。本来、国債だけがその国の中で信用リスクフリーであり、金融資本市場における「北極星」なのです。金利の位置を示すとき、必ずみんな国債を見るはずです。しかし、日本ではその周りに暗黒星雲みたいに郵貯やら地方債やら、あるいは銀行預金があつて、なかなか北極星が一つでなくて見えにくい構造になっています。

それを示したのが、図表14の下の図です。これは、横軸にリスクをとって、縦軸にリターンをとったものです。通常は右肩上がりの直線で示される上で、各個人あるいは投資家が資産選択を行います。この直線が資本市場線 (Capital Market Line) と呼ばれるものです。この線の上で、それぞれの好みに応じて、より高いリターンをと

りたい人はリスクを覚悟の上で選択するというのがこの線です。ところが、日本では、①にありますように、Capital Market Line に対してずっと介入が行われてきた。本来、リスクフリーレートというのは、繰り返し申しているように国債なのですけれども、それが①のようにリスクのあるものに対して介入を行つて、Y軸(縦軸)との交点(接点)が上に上がっているのです。そうすると、Capital Market Line は上に上がったY軸の接点から右肩上がりに引かれた線になり、どうしても国債が選ばれないことになります。だから、「マル優」などのような変な議論をしないと国債は売れなかったのです。しかし、そうではないのです。国債だけが信用リスクフリーです。それが、金融危機に直面すると税金ですべての預金を守ってしまうものだから、国債の信用力まで落ちてしまうことになり、それだけではなく、国債の

本質まで見失われてしまうことになったのです。

したがって、国債が選ばれない理由もここにあります。先ほど、日本のお金が海外に出ていかないうことについてお話しましたが、その理由は、Capital Market Line が曲がっているため、国内にお金を置いていた方が有利であるという資産選択が家計、企業で行われているからなのです。だから、暗黙にさまざまなものを税金で守ってきた結果、日本の資産選択が大きくゆがんでしまっているというのが申し上げたい点です。

そうするとどういうことが起こっているかといえますと、結局は、家計も企業も銀行預金は安全だろうという神話が依然として生きていることから、銀行に預金することを選択するようになります。銀行は、徐々に程度は弱まってきているものの、現在の状況においては、なおリスク許容力が非常に弱いので、その結果、お金が海外に出ている

かずに、銀行が国債を大量に持つことになる。お金が海外に出ていかないうから円が安くなる。だから非居住者も日本の国債を買わないのです。

私は、すべてこれが原因であるとは申しませんが、我々が基本的なことを考える上で大事な軸がずれてしまっているというのが、日本の金融資本市場における非常に大きな悩みであると思います。だから、我々が絶えず問わねばならないのは、例えば「銀行預金と国債のどちらの方が信用リスクが低いか」ということです。もちろん、金利リスクでいえば、長い国債には金利リスクがあります。しかし、個人向け国債については金利リスクは非常に小さいです。もっといえば、銀行は、長い資金を集めようとして、社債を出せば、国債よりも高い金利が必要なのです。それも皆さん分かっておられるし、現実起こっていることです。

一番基本的なところが歪んでいると、幾ら国債管理政策をきちんとやっても、また海外にＩＲに行っただとしても、非居住者がアメリカやヨーロッパ並みに日本の国債をなかなか買ってくれないし、国内の個人も国債を持つとうとしないのです。

もう少し言葉をかえますと、最初の問いかけが、「なぜ日本では預貯金が選好されるか」ということでした。それは、文化的な理由でも何でもないのです。Capital Market Line に対して介入してきた結果、個々人は合理的な選択として、国債よりも銀行預金を選んでいただけなのです。日本で預貯金が選好されるのは、そういう理由に基づくものではないかということです。

したがって、これから先、国債管理政策として大事なことは、国債が唯一信用リスクフリーであるという認識に立った形で金融資本市場の改革を行うことだと思います。それは何を意味するかと

申しますと、例えば中小企業特別信用保証のような制度は廃止し、保証するとしても一〇〇％保証ではなく部分保証にしていく。それによって、モラルハザードを抑制し、結果として財政支出の負担も減らすことができます。

あるいは、地方に対しては、現在地方交付税で地方の歳出を全部保証している。つまり、地方債を出しても借金の規律が働かないのが現在の地方債です。地方債の元利償還金は地方自治体がそれぞれの税収で賄うことになれば、借金の規律が働くようになります。そうすれば歳出削減圧力が働いて、財政の規律も働き、国債発行額の抑制にもつながります。

決して針小棒大に申し上げているのではなく、この信用リスクへの介入が様々なものを歪めているということを申し上げたいのです。それは、人々の活力を歪めているかもしれない。中小企業

信用保証が行われ、銀行預金が全部保証されているとすれば、国民は、面倒くさいから銀行預金しておけばいいやと思うかもしれない。そこには、人々の投資の創意工夫というものが生まれてこない。

あるいは地方にとつては、借金をしても規律が働かないのですから、余り借金の意味がありません。全部国が面倒を見てくれる。それは、財政支出を増やすと同時に、個々の経済主体の活力を歪める。それらが資本市場における歪みと表裏一体の現象としてあるのではないかということです。

今後の国債管理政策については、私は、国債発行方法や「市場との対話」はアメリカ並みに進んできていると思います。残る課題は、国債だけが信用リスクフリーであるような仕組みをどのようにして実現するかということです。それは、他の金融手段に対する介入、信用リスクへの介入をど

のように解除していくかという問題であります。国債プロパーの問題ではありませんが、それが国債管理政策の大事な問題だということが第一です。

七、財政健全化について

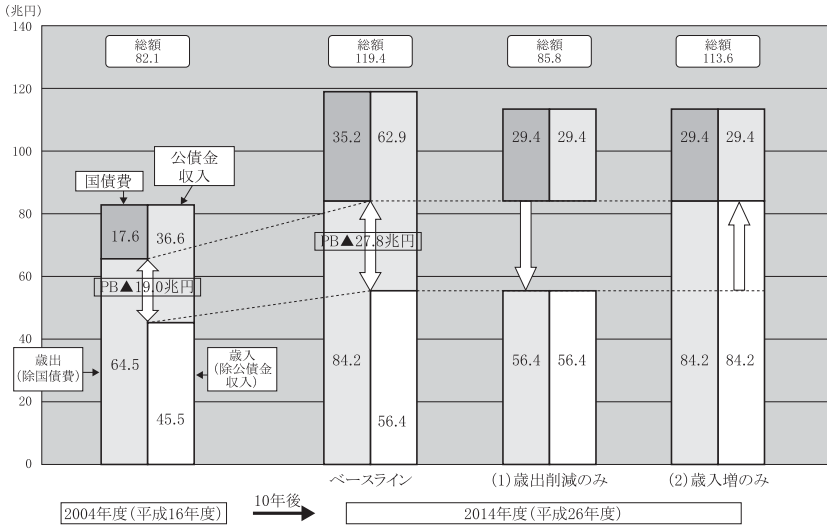
現在国債流通市場はかなり整備されていますが、大きな課題として残っているのは、国債発行が引き続き増発されている状況の下では、信用リスクはなかなか改善されませんので、そういう意味において、財政健全化をどのように実現していくかということが第二の問題です。

(1) 基礎的財政収支（PB）の均衡化

図表15を御覧ください。棒グラフが四つ並んでいます。これは、一番左側が一六年度（本年度）

日本国債は大丈夫か

図表15 基礎的財政収支（PB）の均衡化
 —(1)歳出削減のみ (2)歳入増のみ—



の一般会計の歳出と歳入です。総額八二兆一〇〇億円で、国債費一七兆六〇〇億円で、国債費以外の歳入は六四兆五〇〇億円で、歳入は、公債金収入が三六兆六〇〇億円で、あるのに対して、公債金以外の収入が四五兆五〇〇億円で、「プライマリー赤字」と書いてありますのが、「国債費以外の歳入」(六四兆五〇〇億円)と「公債金収入を除いた歳入」(四五兆五〇〇億円)との差額であり、一九兆円になります。これが現在の財政の姿です。右の三つは、将来を展望するに際して、現在の財政構造が続いた場合にどうなるかを試算したものです。恣意性を排除するために前提を機械的に置いています。公共事業等は横ばいです。税収についても、税制は一定に置いています。社会保障関係費は高齢化とともに増加しますが、これについては、昨年、厚生労働省が二〇二五年までの推計を出し

た計数を基礎にして、向こう一〇年間の毎年の数字を計上ものです。

このような前提の下に、現在の歳出入構造が向こう一〇年間継続すると、「ベースライン」と書いた左から二番目の姿になります。歳出総額は一九兆四〇〇億円で、国債費は三五兆二〇〇億円、「国債費以外の歳出」は八四兆二〇〇億円で、歳入は五六兆四〇〇億円になります。これは、毎年の経済成長を二％と見込んでいますが、この二％の一・一倍、つまり二・二％の税収が増えるという前提の数字になっています。

この場合、歳出削減も増税も行わないとすれば、一〇年後の国債発行額は六二兆九〇〇億円になります。どんどん増えるということです。この場合の国債残高は、一六年度末が四八三兆円であるのに対して八九六兆円になります。これは、一般会計の国債だけです。こういう状態になるま

で、きつとどこかの時点で、マーケットから逆襲を受けて、金利は大きく上昇し、利払い費、国債費は三五兆二〇〇億円でとは思えません。そうすると、さらに国債発行額が増えて、金利が上がるという悪循環になっているのではないかと思います。

したがって、当然それまでの間に歳出削減、増税によって財政を健全化しなければならないことになります。では、どの程度歳出削減をしたらいいか。あるいは、歳出削減せずに増税だけであれば、どれ位の規模になるのかということを試算したのが右側の二つです。

歳出削減の場合には、左から二つ目の歳出、「国債費を除く歳出」が八四・二兆円から、五六・四兆円に圧縮される。つまり、歳出を三分の一削減することです。そうすると、プライマリー赤字は解消されます。均衡して、「公債金収

入」は「国債費」と等しくなります。「公債金収入」が「国債費」と等しくなることの意味は次のとおりです。

国債費は、これまでに発行した国債の元利金償還にかかわる部分です。それと同じだけの国債を発行するということは、例えば平成二六年度（一〇年後）において、新たに将来世代に負担を追加しないことを意味しています。過去の責任をそのまま未来に引き継ぐというのがプライマリーバランスの意味です。これが、プライマリー収支をゼロにするということの意味です。平成十六年度は、過去の借金をそのまま将来につけ回すだけではなく、今年度、新たに一九兆円のツケを将来につけ回しているのです。そんなことをいつまでも続けることはできませんので、一〇年後にはそうしないようにするために、プライマリー収支を均衡させる必要がありますが、これを、ここ

にありますように、歳出削減だけで実現しようとする歳出を三三％削減しなければならない。他方、増税だけでプライマリー収支を均衡させるには、歳入を五六・四兆円から八四・二兆円に増やす必要があります。すなわち、約五割程度増税が必要ならなりません。この場合、歳入の五六・四兆円という規模は、増税は含まず自然に現在の税制の下で増える税金だけを意味しています。したがって、五割増税が必要だということになります。

試算ですけれども、一〇年後の消費税率一％で三兆一〇〇億円の税収になるものと思われるます。そうすると、プライマリー赤字の二七・八兆円分をすべて消費税で賄うとしますと、九％消費税を引き上げる必要があります。現在五％ですので、九％引き上げると一四％になります。ところが、実は消費税は、現在でも五％のうち一％は地方消

費税、残る四％のうちの三割位が地方交付税として地方に自動的に交付する仕組みになっています。もしこのような地方交付税制度がそのまま続く場合には、九％の上乗せでは済まず、一六％上乗せしなければなりません。そうすると、まだ超高齢化社会の入りの口である二〇一四年において二一％もの消費税率になってしまうのです。

「歳出削減のみ」と「歳入増のみ」というのはいずれも極端なケースです。高齢化が進んで、毎年一兆円も医療費、年金の支払いが増える中で、三三％も歳出を削減することは難しいでしょうし、消費税率が二一％とはとんでもない。地方分権の時代ですから地方は地方でそれぞれ対応するとしても、国だけで一六％というのが高い。したがって、答えるは、民主主義の中で、政治の場で選択する必要があるということになります。すなわち、「歳出削減」と「増税」の無数の組み合わせ

があり得ますが、その中から我々が選んでいくというのがこれからの時代であるということです。

(2) 予算プロセスの改革（事前統制から事後評価へという運動の功罪）

最近、「予算改革」といって、予算の事後チェックを厳しくしようという動きがあります。もちろん、事後チェックは厳しければ厳しいほどいいのですけれども、事後チェックを厳しくするかわりに事前統制を緩くするという考えは、非常に危険です。現在独立行政法人化が進んでいますけれども、これは、事後評価を厳しくすることによって無駄な事業がなくなるだろうという発想に基づいています。そのようなことも、やはり事前統制が厳しくて初めてうまく機能するものであると思います。とりわけ、事後評価といっても、無駄遣いしたものについては、済んでしまったこ

とを咎めても、我々の将来の増税が減るわけではないのです。したがって、事前統制を厳しくすることが非常に重要であると思います。

八、地方財政の問題点

最近、地方分権ということで地方に税源移譲すれば歳出の効率化が進むという暗黙の前提があるようですけれども、果たしてそうかというところ私は全く疑問に思っています。図表16には地方財政の歳出入が示されています。歳出の不足するものはすべて地方交付税で賄うことになっており、一六年度で一六兆八八〇〇億円、一七年度も一六兆八九〇〇億円になります。地方交付税の問題は、歳出の中で「投資単独」という項目があります。これは、地方が行う公共事業であり、一六年度は一三兆四〇〇〇億円、一七年度は一二兆三七

〇〇億円です。これまでもそうであったのですけれども、この「投資単独」は、一年間に五兆から六兆円も計画額よりも実行額が少ないのです。ということは、この「投資単独」を過大に計上すれば、よりたくさんの方交付税がもらえます。事後チェックがどうなっているか全然わからないのですが、次の図表17を御覧ください。これは、調べてみればみるほどおかしなことにいろいろお金が使われていることを示しています。このごろよく新聞に出ておりますけれども、例えば模範となる住民に海外旅行や温泉旅行の補助金を出すと、男女交流会実施費用の助成とか、あるいは一〇〇歳になったら一〇〇万円のお祝い金を出すとかというような事例があります。しかし、そんなお金をもらって一〇〇歳で何に使われるのかよくわかりません。そういう種類の無駄な歳出がいっぱいあるのです。もちろん、地方公務員の給与に

図表16 平成17年度地方財政の概要

1. 地方収支見通しの概要

単位：億円、%

	16年度地方財計画		17年度地方財政収支見通し (見込み)	
	金額	伸率	金額	伸率
歳入歳出規模	846,669	(▲ 1.8)	837,700程度	(▲ 1.1程度)
【主要歳入項目】				
地方税	323,231	(0.5)	333,189	(3.1)
地方譲与税	11,452	(65.0)	18,419	(60.8)
地方特例交付金	11,048	(9.8)	15,180	(37.4)
地方交付税	168,861	(▲ 6.5)	168,979	(0.1)
地方債	141,448	(▲ 6.2)	122,619	(▲ 13.3)
うち臨時財政対策債	41,905	(▲ 28.6)	32,231	(▲ 23.1)
【主要歳出項目】				
給与関係経費	229,990	(▲ 1.9)	227,200程度	(▲ 1.2程度)
一般行政経費（単独）	116,650	(5.2)	119,700程度	(2.6程度)
公債費	136,779	(▲ 0.6)	133,800程度	(▲ 2.2程度)
投資単独	134,700	(▲ 9.5)	123,700程度	(▲ 8.2程度)
公営企業繰出金	30,797	(▲ 3.9)	28,700程度	(▲ 6.9程度)
地方一般歳出	681,049	(▲ 2.3)	673,200程度	(▲ 1.2程度)

(注1) 17年度の計数は、精査の結果異動を生じる。

(注2) 国庫補助負担金の見直しに伴う増分を除く。

2. 地方交付税交付金

○一般会計ベース 14兆5,709億円(▲5.3%) ○特会出口(地財計画)ベース 16兆8,979億円(+0.1%)

3. 地方特例交付金

1兆5,180億円 (+37.4%)

(注) 地方交付税交付金と地方特例交付金を合わせた地方財政に係る一般会計の歳入は、17年度 16兆889億円(▲2.5%) (16' 16兆4,935億円)

4. 地方財政対策の概要

- (1) 通常収支の財源不足(7兆5,100億円程度 = 16' 10兆1,723億円)については、国と地方の責任を明確化し、地方歳出の効率化を図る観点から、国負担分については一般会計からの繰入れにより、地方負担分については特例地方債(「臨時財政対策債」)により補てんする。

地方債の増発	4兆9,831億円	地方交付税の増額措置	2兆5,298億円
うち財源対策費	1兆7,600億円	うち一般会計加算(法定加算)	3,657億円
臨時財政対策債	3兆2,231億円	(特例加算)	2兆1,641億円

- (2) 恒久的な減税の影響額(3兆4,720億円)については、次の措置により対応。

① 地方税の減税の影響	1兆9,198億円	② 国税の減税の交付税への影響	1兆5,522億円
・国と地方のたばこ税率変更による	1,135億円	・交付税特会借入金等(国)	7,749億円
地方たばこ税の増収措置		・交付税特会借入金(地方)	7,774億円
・法人税の交付税率引上げ(3.8%)	4,375億円		
・地方特例交付金	8,888億円		
・減税補てん債	4,800億円		

- (3) 15年度税制改正による影響額のうち、地方税の減収の影響(783億円)については、減税補てん債(後年度の地方税増収で償還)により、国税の減収に伴う地方交付税の減収(989億円)については交付税特会借入金(地方負担、後年度の交付税の法定率分の増収で償還)により対応。

- (4) 地方特例交付金については、補助金改革において暫定措置とされる義務教育費国庫負担金の減額に対応して、税源移譲予定特例交付金を4,250億円増額する。

・税源移譲予定特例交付金 6,292億円(16' 2,309億円)

図表17 国（交付税）による財源保障が疑問と思われる事業例
～地方単独の経常的経費に関する実態調査の結果より～
（回答自治体数／調査件数 都道府県12／47 市町村101／108）

○個人資産等に対する助成（国の歳出では個人資産への助成は認められない）

- －生ごみ処理機購入費用、生垣設置費用、通学用ヘルメット購入費用、チャイルドシート購入費用等
- －住宅の建築・購入（100万円）
- －ケーブルテレビ新規加入料（15,000円）
- －人間ドック受診費用、各種健康診断受診料
- －中心街への無料ハイヤーの運行、バス乗車券の購入代金、通勤費用
- －ペットの不妊・去勢手術

○レクリエーション関係

- －海外旅行
 - ・地元に住居し他の模範と認められる者に対し、海外旅行費用上限50万円を補助
 - ・海外姉妹都市交流のための旅費・滞在費の公費負担
- －国内旅行の宿泊代（2,500円／人）、航空運賃（片道2,000円）の補助
- －温泉入浴（入浴料、温泉宿泊代の補助）
- －プール入場料の補助

○結婚仲介関係

- －男女交流会の実施経費の助成
- －結婚を仲介した場合の仲介人に対する報奨金（1組5万円）

○各種給付金

- －出産、入学、卒業、就職、結婚、敬老の祝い金
- －子育て支援手当（第一子月額3,000円）
- －町県民税を納期前に納めた者に対する報奨金

○国・県からの補助の上乗せ

- －生活保護世帯への慰問金（夏・冬支給）
- －乳幼児、重度障害者等を対象とした医療費助成
- －私立学校に対する経常費の上乗せ助成
- －被留置者給食経費の上乗せ助成

○その他

- －企業に対する補助（ISO認証取得・更新経費、ホームページ作成経費）
- －農産物生産施設・資材等の補助、転作奨励金
- －職員互助会への補助、職員OB会への補助

事業を実施する場合には、交付税に頼るのではなく、課税自主権の発揮や（財源保障のない）地方債の発行により、自らの負担と責任によって実施すべきもの。

このような事業については、行政（首長）が住民と向き合って、「行政サービスの水準」と「税負担の水準」を議論して、事業実施の是非を決めていくべきもの。

についても、非常に高額であるということは定説になっています。我々住民の立場からは、行政との接点は地方公務員を通じてです。しかし、地方での実態がそういうことになっているとすれば、さつき申し上げましたように財政健全化のために歳出をどんどん削ったとしても、増税は必ず必要になってくるのですが、地方財政、地方交付税の問題は、果たしてそれがうまく実現できるかどうか非常に難しいという問題にもかかわってきます。

さらに、なかなか難しいというか、どう考えたらいいのか分からないのが図表18です。これは、都道府県ごとに一人当たりの地方税と地方交付税を比べたものです。これまで、自治省の資料などをいろいろ見ていますと、単純に、次のようなグラフが描いてあります。すなわち、そのグラフは、都道府県の地方税収入と交付税の合計に占め

るそれぞれの比率を百分比で示して、地方税収入の比率の一番大きい東京都から順番に県名が並んでいるグラフです。このグラフで見ると、一人当たり所得が少なそうな県に、より多くの交付税が配られているように見えるのですが、これについては、私も一〇年ぐらい前までは錯覚していました。ところが、図表18を御覧いただきますと、千葉県、埼玉県の一人当たり地方税は八万円前後なのです。千葉県の一人当たり地方税は八万八〇六円であり、埼玉県は七万八〇〇〇円となっています。すぐ横に一人当たりの交付税が示してありますが、四万四〇〇〇円です。これらを合わせて、一人当たり一二万五〇〇〇円前後になります。これに対して一人当たり地方税が同じ位の島根県や鳥取県は、いずれも七万七〇〇〇円、約八万円です。で、一人当たり地方税は千葉県、埼玉県とほとんど同じです。ところが、これらの県の一人当

日本国債は大丈夫か

図表18 一般財源の人口1人当たり額の状況（14年度）

（単位：円）

財政力指数	都道府県別	一般財源				
			地方税	地方交付税	地方特例交付金	地方譲与税
1.0以上の団体	東京都	271,749 (189,767)	258,955 (176,972)	-	12,540	254
0.7～1.0の団体	愛知県	145,671	125,475	18,862	632	701
	神奈川県	122,033	103,477	17,307	944	304
	大阪府	141,505	101,142	39,227	566	570
0.5～0.7の団体	静岡県	159,204	102,957	54,367	884	995
	岡崎県	126,858	80,806	44,479	952	620
	埼玉県	124,310	78,021	44,512	1,041	736
	福岡県	147,415	79,424	66,512	730	750
	茨城県	166,680	90,007	74,740	745	1,186
0.4～0.5の団体	京都府	163,876	83,152	79,355	716	653
	兵庫県	158,363	78,922	77,798	878	766
	群馬県	182,829	91,946	88,823	771	1,289
	栃木県	189,591	95,084	92,385	719	1,402
	栃木県	178,958	88,321	89,040	684	913
	三重県	200,059	96,017	101,881	691	1,471
	広島県	173,303	81,952	89,377	927	1,047
	滋賀県	192,159	89,423	100,876	516	1,344
	岐阜県	191,128	86,460	102,226	873	1,570
	長野県	209,056	88,090	118,456	830	1,680
0.3～0.4の団体	岡山県	196,149	80,626	113,113	831	1,578
	福岡県	214,560	87,371	124,886	412	1,891
	石川県	235,018	93,804	138,816	854	1,544
	新潟県	225,291	87,042	135,673	659	1,916
	香川県	229,753	86,856	140,607	876	1,415
	山口県	228,177	83,433	142,203	771	1,769
	北海道	227,422	83,965	140,564	711	2,182
	富山県	247,443	89,022	155,530	1,057	1,833
	山梨県	296,404	108,737	185,075	589	2,002
	奈良県	189,755	64,499	123,216	972	1,068
	山梨県	269,355	89,509	177,654	688	1,504
	愛媛県	217,504	73,787	141,313	631	1,773
0.3未満の団体	熊本県	212,024	69,613	140,247	607	1,557
	山形県	255,907	74,309	178,584	764	2,251
	佐賀県	267,131	80,643	184,548	447	1,493
	大分県	251,952	71,970	177,342	654	1,986
	鹿児島県	243,972	67,564	173,999	576	1,833
	徳島県	291,885	87,105	202,248	481	2,051
	石川県	272,798	74,760	194,923	747	2,367
	青森県	253,823	74,739	176,721	633	1,730
	宮崎県	254,932	67,548	184,745	617	2,022
	歌山県	257,748	69,696	185,701	679	1,673
	沖縄県	216,444	60,157	155,362	425	500
	秋田県	279,654	70,802	206,036	597	2,218
	長崎県	240,570	61,985	176,649	709	1,228
	鳥取県	328,995	77,157	248,423	817	2,599
	島根県	354,738	77,325	273,738	691	2,983
	高知県	319,487	68,222	247,817	772	2,675
全国平均		191,345 (183,582)	102,987 (95,224)	85,389	1,876	1,093

（注） 1 （1）地方税の額は、東京都以外の団体については利子割交付金、地方消費税交付金、ゴルフ場利用税交付金、特別地方消費税交付金、自動車取得税交付金、軽油取引税交付金（以下「6交付金」という。）として市町村に交付する額を除いたものである。

（2）東京都の地方税については、上記6交付税のほかに特別区財政調整交付金を除き、特別区財政調整納付金を加えたものである。なお、（ ）内の数値は、東京都の地方税に都が徴収した市町村税相当額が含まれていることを考慮し、上記6交付金のほかに当該市町村税相当額を除いたものを計上している。

2 人口1人当たり額は、平成15年3月31日現在住民基本台帳登録人口で除して得た額である。

たり交付税は二五万円前後もあるのです。

したがって、地方税と交付税を合計して一〇〇として、その内訳を一〇〇分比でグラフ化したものを見れば、何となく地方税の不足を交付税で補って各県が均等化しているようなイメージを与えますが、これを図表18のように絶対額で示した場合には、千葉県や埼玉県と同じ位の一人当たり地方税がある島根県や鳥取県では、一人当たり交付税がこんなに多く、一人当たりの地方税と交付税の合計は、千葉県や埼玉県に比べて非常に大きくなります。これはどうやって説明するのかということになります。

毎年の地方交付税の決まり方は、まず年末に交付税の総額が決まります。それが、翌年の夏に各都道府県の配分が決まるのですけれども、過不足なく決まるのです。通常の場合であれば、積み上げで決まったものがマクロの数字になります。マ

クロで決めたものを過不足なく配るということは、毎年毎年違うルールで配らないと一致しないはずですよ。だから、地方交付税では算数という「過剰決定」が行われていることになります。過剰決定ということは、そこにはいろんな恣意性が入っていることを類推せざるを得ません。このところ、地方分権のいろんな議論があつて、お金を地方に回せばいいではないかといわれるのですけれども、地方交付税の議論、改革問題をきちんと検討しないままに、地方に税源を移譲しても、本来の地方分権にはつながらず全然財政の健全化にもつながらないということがあります。

現在の状態は、日本の財政は健全化するであろうという前提で日本国内の投資家は考えて行動しているように思いますが、海外では必ずしもそうではないだろうと思われれます。もちろん、財政健全化の成否は我々が決めることです。日本人が決

めることなのですけれども、我々が決める際に、さまざまなバイアスのかかったことがまかり通っている時代なので、我々は、とりわけ証券界にかかわります皆様方におかれては、マーケットが発する些細なシグナルに十分御留意されながら業務を進めていただくことを切に望む次第でございます。

以上で私からの話を終わらせていただきます。
(拍手)

関理事長 富田様、どうもありがとうございます。
た。

先生から少しお時間をいただいておりますけれども、国債管理というジャンルを超えて、財政の問題や地方交付税の問題、公的セーフティーネットのあり方などのお話もあって、いろいろな意味で市場機能の歪みをもたらしているという

御説明だったと思います。

どなたか御質問、御意見等、ございませんでしょうか。

質問者 非常に興味深いお話をありがとうございます。
ました。

質問ですけれども、低い金利の中でも日本のリスクプレミアムが存在しているというお話をいただきまして、ドイツの復興金融公庫と日本政策投資銀行、ともにソブリン債の比較があり、直近のところでは日本が五ベース位リスクプレミアムを乗せているというお話をいただきました。

ちょっと細かいお話で恐縮ですけれども、この五ベースなり一〇ベースの部分で、これでクレジット上の信用力の上乗せといえるのかどうかという部分が、私にとってはそれほど確かではないように思われます。その点について詳しく御説明いただけたらと思います。

私の疑問といいますのは、例えば流動性が違えばプレミアムが乗るのではないかというように、私はK f Wと日本政策投資銀行の発行額などはよくわからないのですけれども、信用力以外のほかの要因があるのではないかと思います。

もう一つは、通貨の問題が気になっております。円建ての同額の債務だった場合も、返済能力というものを考えた場合には、日本にとっての円とドイツにとっての円はやはり違うのではないかと。例えば、為替が動くことによって債務の返済可能額が変動する可能性もあるのではないかと思っております。

そういった問題は些細な影響しかないのであろうかということが質問でございます。

富田 ありがとうございます。

まず、ロットについて申し上げれば、つまり流動性でいえば、K f Wの方が大きいのです。一〇

〇〇億円で出しています。だから、流動性の面でK f W債の方が金利が低いということはあろうかと思えます。しかしながら、この政策投資銀行債に限らず、これは若干満期が違うのですから、も、ほかにも、例えば公営企業金融公庫のように、同じような満期で出している政府保証債について見ても、同じことがいえます。

私はこれだけを見ていっているのであります。私がこういう事実が一番最初に気がついたのは、九八年八月に円建て世銀債と同じ満期の日本国債の金利を見ていたら、日本国債の方が金利が高くなってしまったのです。それまでは、我が国政府が出資しています世銀債の方が金利が高かったのです。もちろん、向こうの方が流動性が低いからということもあったのですが、私は、流動性が低いことから、当然向こうの方が金利が高いだろうと思っていたら、九八年八月末から日本国債

の金利がそれよりも高くなってしまった。それから、先ほども例でありましたけれども、イタリア国債と日本国債、スペイン国債と日本国債、いずれも同じようなことが起こっている。現在は、そういうプレミアムを明示的に、もちろんマーケットではデフォルトリスクについての売買は当然成り立っているので、こういう明示的な事例として示しました。

御指摘のような点を考慮しても、私は極めて金利水準が低い中で大きなプレミアムを求められていると見ております。

質問者　ありがとうございます。

関理事長　それでは、もうお一人、どなたかいらっしゃいませんか。

質問者　今の日本の国債の場合、日本の国債についてはほとんど日本人が保有している。要するに、アメリカ債は、これを見たら四〇％程度海外

保有。そういう面で、日本の国債は日本人が支払っている。それで、利息を日本人が受け取っているから、そんなに心配しなくてもいいという経済学者がいます。心配する必要はないと。要するに、日本内で回っているから。そういう学説は根本的に間違っているのでしょうか。

富田　間違っています。

まず、閉鎖経済ならばそうなのです。しかしながら、資本が自由に移動するという前提で考えれば、これは非居住者が持つていようといまいと、やはり財政が健全化されないに伴うリスクを我々日本人が負っているということです。

具体例で申しますと、第二次世界大戦中、我が国はずっと三・五％利付国債を発行していました。日銀引き受けを行かない、物すごく安定的に消化できました。非居住者は、当然誰も買っていません。しかし、当時ロンドンにおいてポンド建

ての日本国債が売買されていきました。それは、もう既に三一年九月の満州事変のときから一〇%を超えているのです。とりわけ、その後日銀引き受けが始まると、もっと金利が上がりました。だから、海外のマーケットではきちんと日本の敗戦を早くから見えていたのだと思うのです。ところが、日本国内ではずっと三・五%で、これは日本人が出してみんな日本人が買うのだからだれも損をしないといって、戦争を進めて行ったのです。しかし、それは決してそういうことではないのです。

また、逆に、外人の保有比率が非常に低いので、外人が売らないから大丈夫だという考え方も間違っています。現在では、幾らでも空売りできるわけです。非居住者の保有比率がゼロであつても売れる時代ですから。それも、安心というわけではないのです。

やはり大事なことは、ここに書かせていただき

ましたけれども、三つ目の命題です。結局、今の国債残高は本当に返せるのですかということに尽きるのです。それはもう、一〇〇〇年後、二〇〇〇年後でもいいですよ、返せるというめどがあるのかどうか。依然として、現在は国債残高をどんどん積み上げているわけです。およそ平和な時代には見たことのないほどのGDP比になっています。

ただ私は、今日申した中で、そういう状態なのに問題が顕在化していないのは、第一は、我々日本人がまだ財政が健全化するだろうという期待を持っている。また、健全化しようと思つたらできるのだという意思を持っていることが要因になっています。

それから、お金が海外に流れにくい構造になっている。それはさっきの御指摘の点と関係するのですけれども、流れにくい構造であるがゆえに金

利が上がらずに済んでいる。もちろん、環境的にも冷戦が終わって物価が上がりにくい構造がビルトインされてきたという、いろんな要素に基づいて現在の状況になっているのだと思います。

だからと言って、現状が持続可能であるはずはなく、金利が上がるまでに財政を健全化する強い政治的な意思を我々国民が持っているかどうかが問われているのです。

関理事長 それでは、今日の「資本市場を考える会」をこれで終わらせていただきます。

富田先生、どうもありがとうございました。

（とみた としき・野村総合研究所研究理事）

（本稿は、平成一七年二月一四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

富田俊基氏

略 歴

昭和45年 3月 関西学院大学経済学部卒業
46年 6月 株式会社野村総合研究所入社
58年 5月 財政金融調査室長
59年 4月 内国経済調査室長
62年10月 The Brookings Institution 客員研究員として派遣
63年11月 経済調査部次長
平成 2年 6月 政策研究部長
5年 6月 政策研究センター長（～9年3月）
8年 6月 研究理事（現在に至る）
学位 平成 2年 3月 経済学博士（京都大学）

政府委員

大蔵省財政金融研究所特別研究官（昭和60年7月～平成10年3月、非常勤）
経済審議会臨時委員（平成2年10月～3年12月）
金融制度調査会 預金を考える懇談会委員（平成6年12月～7年5月）
財政制度審議会特別委員（平成7年10月～平成13年1月）
資金運用審議会専門委員（平成9年2月～平成13年1月）
国債市場懇談会委員（平成12年9月～16年9月）、国債投資家懇談会委員（平成14年4月～）
財政制度等審議会財政制度分科会、財政投融资分科会臨時委員（平成13年1月～）
政策評価・独立行政法人評価委員会委員（平成13年1月～）
特殊法人等改革推進本部参与（平成14年7月～）
公的債務管理政策に関する研究会委員（平成15年3月～11月）
国の債務管理政策の在り方に関する懇談会委員（平成16年10月～）

民間委員

(株)経済同友会経済政策委員会経済構造調整部会、経済改革部会
ワーキンググループ主査（平成5年5月～6年12月）
(株)日本経済団体連合会財政制度委員会企画部会委員（平成14年11月～15年4月）

著 書

『国際国家の政治経済学』（東洋経済新報社、平成元年12月）
『冷戦後の世界経済システム』（東洋経済新報社、平成8年5月）
『財投解体論批判』（東洋経済新報社、平成9年11月）
『国債累増のつけを誰が払うのか』（東洋経済新報社、平成11年3月）
『日本国債の研究』（東洋経済新報社、平成13年7月）
『経済政策の課題』（野村総合研究所、平成16年9月）