

国債発行政策に関する国際比較

須藤 時 仁

一 はじめに

国債の発行政策は二種類の政策に大別することができよう。一つは、どのような制度的枠組みで国債を発行するかという発行制度の整備である。もう一つは、調達必要額をどのような国債商品（割引債、固定利付債、物価連動債など）の組合せ、および年限構成で調達するかという狭義の発行政策である。

前号（第四五巻第七号）では、発行市場の枠組

みと商品性に分けて国債の発行制度を日本、アメリカ、イギリスの三カ国で比較した。その結果、二〇〇一年当時、日本は発行市場の枠組み、商品性いずれの面からもアメリカ、イギリスに劣っていたが、その後改革を積み重ね、今日では両国にほとんど遜色のない発行制度を備えていることが見出された。この枠組みを国債管理に活かすことができるか否かは狭義の発行政策にかかっているといえよう。本稿では、この論点について、より具体的には各国の発行構成ならびにそれと需要との関係について前号と同様に国際比較の観点から

考察する。

二、狭義の発行政策

狭義の発行政策（以下、混乱のない限り「発行政策」と記す）を国際比較するために次のような調整を施した。第一に、対象とする国債種類を市場性国債のみとするが、以下の理由からTB（短期国債）は除外した。日本ではTBは借換債として発行され、国庫の資金繰り債としては別途FB（政府短期証券）が発行されているが、これは国債と定義されていない。一方、イギリスとアメリカではTBが国庫の資金繰り債として発行されているため、概念を統一して国際比較するためには日本のFBを国債とみなして含めるか、または三カ国ともTBを除外して比較する必要がある。ここで前号および本稿の主題に立ち返ると、それは

国債管理政策の目的（リスクの抑制と長期的な視点からのコスト最小化）に照らして、発行政策全体を国際比較し考察することである。この観点から、短期的な資金繰り目的で発行されるTBまたはFBはここでの考察対象から除外した。したがって、以下で「発行政策」または「発行構成」という場合、TBを除いた国債に関するものとして定義する。

第二に、短期債、中期債、長期債の定義をイギリスのそれに合わせて発行から償還日までの期間が各々一七年、七—一五年、一五年超に統一した。ここで、前号で説明したイギリスのリオープンを活用した独特の発行方法を考慮して、「発行」には新規発行だけではなくリオープン発行も含める。ただし、国債の買い戻しに伴うリオープン発行、つまり買い戻した国債からリオープンした国債への実質的な銘柄転換による発行は含めない。

(1) イギリス

イギリスでは現在でも国債管理政策の目的に合致した発行政策を模索中であるが、債務管理庁(DMO)が過去の発行政策を分析したところ、次のような方針が採られてきたとしている。

① 伝統的ギルト債とそれ以外の市場性国債(TB、物価連動債)の負債(残高)構成がおよそ三対一の比率を維持するよう国債発行の構成を考える。

② 伝統的ギルト債の発行において短期債、中期債、長期債の発行構成比を均等とすることを基本とするが、各ゾーンの国債に対する需要の強弱も考慮する。

③ (中長期的に)イールド・カーブの形状の変化は予想できないため、発行時のイールド・カーブの形状は短・中・長期債の発行構成を決定する際に考慮しない。

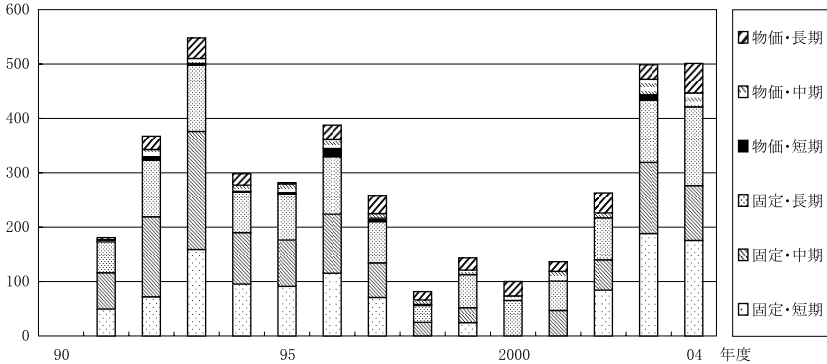
九〇年代以降の発行構成を見る限り、上記方針

の①と②は当てはまる(図表1)。しかし、仔細に見ると、国債発行額(前述の定義よりTBを除く、以下同)の多少によって発行構成に特徴が見出されるようである。そこで、国債発行額が二〇〇億ポンド未満、二〇〇億ポンド以上四〇〇億ポンド未満、四〇〇億ポンド以上の年度に分けて発行構成を分析したところ、発行額が少ないほど物価連動債の構成比ならびに長期債の発行構成比が上昇するという傾向が明らかとなった。短期および中期の物価連動債は九三年度以降発行されていないことを考えると、実質的には発行額が少ないほど長期債の発行構成比が上昇するということになる。つまり、イギリスにおける発行政策の特徴は、長期債の発行をベースとし、国債の発行額が増加すると短期債と中期債、特に短期債の発行を積み上げる方針を特徴としているといえる。

国債発行政策に関する国際比較

図表 1 年別発行構成 (イギリス)

(億ポンド)



- (注) 1. 短期：7年以下、中期：7年超15年以下、長期：15年超。収入金ベース。
 2. 財政年度は当年4月から翌年3月まで。
 3. 90年度は本文で定義した意味での発行はなかった。
 4. 91年度から97年度の内訳は推定。

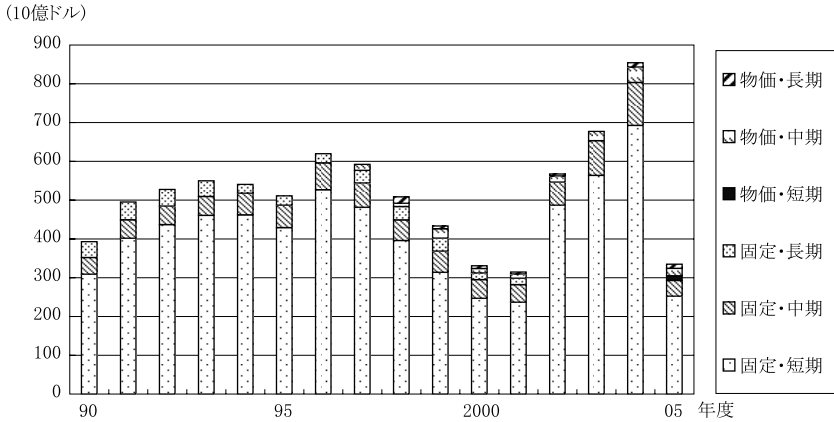
(出所) DMO資料、Office for National Statistics (ONS), *Financial Statistics* から作成。

(2) アメリカ

アメリカにおける発行構成は図表2のようになっている。これを見ると、いくつかの特徴が指摘できる。まず商品構成としては、物価連動債の導入が九七年一月とその歴史が短いためか、国債発行額に占める割合がイギリスに比べて低い。九七年度—〇五年度(二月まで)の平均で五・三%しかなく、最も高いときでも七・三%(九九年度)である。⁽¹⁾

第二の特徴は、固定利付債の中でも短期債の構成比が極めて高いことである。この傾向は国債発行額の多少に関わらないように見える。しかし、細かい変化はどうであろうか。そこで、発行額の多少と短・中・長期債の構成比(物価連動債を含む)の変化を分析してみた。アメリカの場合、イギリスと異なり発行額の変化が滑らかであるため、絶対額ではなく、緩やかな上昇期(九〇—九

図表2 年別発行構成（アメリカ）



- (注) 1. 短期：7年以下、中期：7年超15年以下、長期：15年超。額面ベース。
 2. 財政年度は前年10月から当年9月まで。
 3. 2005年度は2月まで。

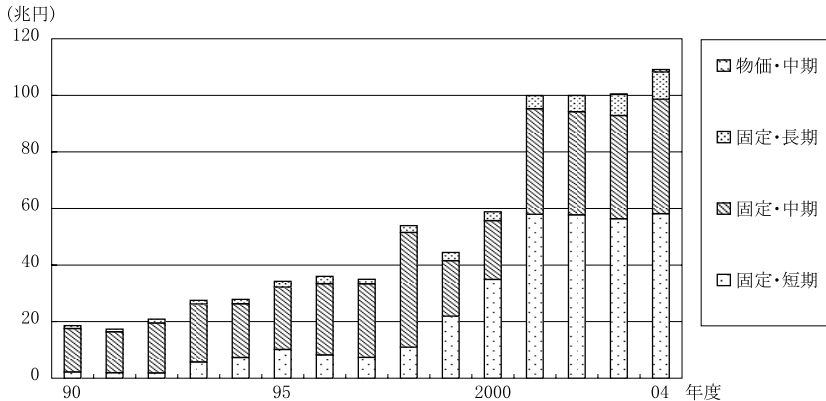
(出所) U.S. Treasury, *Treasury Bulletin* から作成。

七年度)、下降期(九八—〇一年度)、上昇期(〇二—〇四年度)に分けた。分析の結果、国債発行額の多少に関わらず短期債の発行構成比は八〇%前後と高いが、発行額が低下してくると長期債ならびに物価連動債の構成比が上昇する傾向が見られた。ただし、〇二—〇四年度の上昇期は固定利付債に関して年限が一五年超の長期債はまったく発行されていなく、長期債の発行は二〇年物価連動債のみである。〇一年に三〇年物国債の発行を停止したとき、政府は国債発行額が低下したためと説明しており、この説明自体が政府の発行政策における短期債志向を表わしているが、〇二年度以降発行額が急増しているにもかかわらず、三〇年債の発行停止を解除していないことから、長期債の構成比は今後発行額が低下しても高まらない可能性が高い²⁾。

以上の分析から、アメリカにおける発行政策は

国債発行政策に関する国際比較

図表3 年限別発行構成（日本）



- (注) 1. 短期：7年以下、中期：7年超15年以下、長期：15年超。額面ベース。
 2. 「固定」には変動利付債、3・5年割引債を含む。
 3. 財政年度は当年4月から翌年3月まで。
 4. 2004年度の数値は暦年。

(出所) 日本証券業協会『公社債便覧』、財務省資料から作成。

短期債をベースとしている点では変わらないものの、〇二年度を境に次のように変化したと推測される。つまり、〇一年度までは中期債と長期債に関して絶対的な発行額（市場流動性）を確保した上で、総発行額の増減を短期債の発行で調整していた。しかし、〇二年度以降は、総発行額に応じて短期債と中（長）期債の割合が四対一となるように発行している。

(3) 日本

日本における発行構成は図表3のようになっている。図表には物価連動債も含んでいるが、前述したように日本で物価連動債が導入されたのが〇四年三月であるため、以下では固定利付債、変動利付債、三・五年割引債合計の発行構成のみ考察する。⁽³⁾

図表3を見ると、九八年度までは中期債の発行

構成比が高かったが、九九年度から〇一年度にかけて短期債の構成比が急上昇した後、安定的に推移している。

発行政策が中期債偏向から短期債と中期債のバランス発行に変更された要因として国債発行額の増加が九八年度以降加速したこともあるが、主たる理由として次のようなことが考えられる。日本では戦後、長期信用銀行が長期産業資金を供給する役割を担い、その資金調達手段として利付金融債および割引金融債を発行していた。その中心年限は一年（割引金融債）と五年（利付金融債）である。六五年度に戦後はじめて国債が発行されるまで、この金融債が日本の債券市場の中心にあったことから、競合を避けるため国債は当初七年固定利付債、後に一〇年債を中心に発行し、短期のゾーンでは五年割引国債と四・六年固定利付債を少額発行するという政策を採っていた。しか

し、経済構造の変化（資本蓄積の増大）に伴い、都市銀行を中心に普通銀行が長期産業資金の供給を賄えるようになると、長期資金供給機関としての長期信用銀行の存在意義、つまり金融債の意義も薄れてきた。さらに、世界の先進国のほとんどは五年を国債のベンチマーク年限とし、さらにアメリカなどは二〜三年もベンチマーク年限に定めていることもあり、日本の財政当局はTB以外の割引国債および四・六年固定利付債を整理する一方、九九年度以降五年固定利付債の発行を開始し、さらに二年固定利付債の発行を増加することによって短期ゾーン（日本の定義では中期）でのベンチマーク債の確立を図ったのであろう。

以上、発行政策を国別に考察してきた。総じてみると、三カ国に共通していることは、理由は各国各様だが、国債発行額が増加すると短期債の発行比率が上昇するということである。筆者の分析

(須藤「二〇〇四」)では、国債発行額が増加している時期には、政府は借換リスク抑制などの観点から長期債の発行比率を上昇させることが合理的である一方、国債の投資家は信用リスクなどの観点から短期債に投資することが合理的であることが示されている。この分析に基づけば、三カ国の発行政策は需要要因に促されていることになる。しかしながら、短・中・長期債の発行構成比の水準は日本、アメリカとイギリスとは大きく異なっている。これは国債に対する中心的な投資家、別言すれば保有構造(需要構造)が各国で相違するためであろうか。次にこの保有構造について考察していこう。

三、保有構造

狭義の発行政策と保有構造との関係を考察する

ためには、投資家別の残存期間別保有状況、つまり期間選好を知る必要がある。残念ながら、日本とアメリカでは財務省も中央銀行もこのデータを公表していない。イギリスでも現在はこのデータが公表されていないが、二〇〇〇年三月末まではイングランド銀行(BOE)が毎年 *Quarterly Bulletin* に国債の投資家別・残存期間別保有状況を公表していた(ただし、政府保有も含めたデータは九九年三月末までで、二〇〇〇年三月末は市場保有分のみ)。そこで、まずこのBOEのデータに基づいて投資家別期間選好の特徴を見てみよう。なお、保有構造に関してはデータの制約からTBも含めて論じる。

図表4は九〇年代における投資家別の残存期間別保有状況を示したものである。これを見ると、時期によって変化しているものの、投資家ごとに残存期間の短期(五年以下)、中期(五超一五

図表4 イギリスの投資家別公的債務の保有構成比

(単位: %)

	90年3月末	95年3月末	99年3月末	90年3月末	95年3月末	99年3月末
	【銀行】			【住宅金融組合】		
TB	46.6	31.0	6.7	22.3	1.3	0.0
ギルト債(短期)	11.8	26.9	16.7	57.6	88.9	85.7
ギルト債(中期)	23.4	33.3	13.0	18.4	5.9	14.3
ギルト債(長期)	15.5	8.0	5.2	0.3	3.9	0.0
市場性債務計	97.3	99.2	41.3	98.6	100.0	100.0
非市場性債務	2.7	0.8	58.7	1.4	0.0	0.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	【保険会社】			【年金基金】		
TB	0.0	0.0	0.6	0.0	0.7	0.8
ギルト債(短期)	6.7	11.8	24.9	4.9	8.0	25.8
ギルト債(中期)	52.2	48.8	42.6	46.6	51.4	49.1
ギルト債(長期)	41.1	39.4	31.8	48.2	39.9	24.5
市場性債務計	100.0	100.0	100.0	99.7	100.0	100.0
非市場性債務	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	【投資信託】			【個人・信託】		
TB	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ギルト債(短期)	23.4	18.3	34.9	15.6	7.6	9.9
ギルト債(中期)	65.9	47.8	39.5	11.1	9.3	14.9
ギルト債(長期)	10.7	33.7	25.6	4.1	3.2	4.9
市場性債務計	100.0	99.8	100.0	30.7	20.0	29.8
非市場性債務	0.0	0.2	0.0	69.3	80.0	70.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	【その他居住者】			【非居住者】		
TB	6.6	0.0	2.9	12.3	1.1	2.3
ギルト債(短期)	54.8	53.5	61.0	28.6	50.9	39.9
ギルト債(中期)	10.5	20.7	20.0	37.0	29.1	30.5
ギルト債(長期)	5.1	6.9	13.3	4.6	5.3	18.3
市場性債務計	77.0	81.2	97.1	82.5	86.4	90.8
非市場性債務	23.0	18.8	2.9	17.5	13.6	9.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	【公的保有】					
TB	7.6	2.5	11.9			
ギルト債(短期)	16.3	6.3	10.0			
ギルト債(中期)	20.8	10.8	11.9			
ギルト債(長期)	14.4	2.6	3.2			
市場性債務計	59.1	22.2	36.9			
非市場性債務	40.9	77.8	63.1			
合計	100.0	100.0	100.0			

- (注) 1. 額面ベース。
 2. ギルト債の残存期間は、短期が5年以下、中期が5年超15年以下、長期が15年超である。
 3. 中央銀行は98年3月末まで公的部門に含まれていたが、99年3月末から銀行部門に変更された。
 したがって、99年3月末の銀行部門には中央銀行を含む。
 4. 年金基金には民間部門のほかに、地方公共団体およびその他の公的セクターが運営するものを含む。
 5. 投資信託はインベスメント・トラストとユニットトラストの合計である。
 6. その他居住者には公的トラスト・非法人団体、非金融事業法人を含む。
 7. 公的保有は中央政府、中央銀行(98年3月末まで)、地方公共団体、公的企業の合計である。

(出所) Bank of England (BOE), *Quarterly Bulletin* から作成。

年以下)、長期(一五年期)で選好があることが見て取れる。

民間金融機関は、銀行、住宅金融組合と機関投資家(保険会社、年金基金、投資信託)とで明確に期間選好が分かれている。前者は短期志向であり、後者(特に保険会社と年金基金)は中長期志向である。これは、銀行の負債の中心が預金という短期性負債であるため資産運用も短期を志向するのに対して、保険会社や年金基金の主たる負債は長期性負債であることから資産運用スタンスも長期的にならざるを得ないためであらう。

一方、個人・信託、その他居住者(非金融事業法人等)、非居住者および公的保有は短中期志向である。これらの主体は概して市場性国債への投資額が少ない(個人・信託、公的保有では非市場性債務の保有が多い)といった理由に加え、個人

の場合には長期性負債が少なく、公的保有は資産運用を目的としていないといったことが理由と考えられる。また、非居住者の場合は金利変動リスクに加え、為替変動リスクも負つたため短中期を選好するのであろう。

上述した各投資家の期間選好の特徴は九〇年代のイギリスにおけるものであり、アメリカや日本の投資家にも完全に当てはまるとはいえない。しかし、銀行や保険会社、年金基金の負債構成および業務特性はイギリスと日米とで大きく異なるとは考えられないこと、また通貨の異なる非居住者による投資には基本的に為替リスクが伴うことなどから、米国債や日本国債に対する各投資家の期間選好が英国債に対するそれとまったく異なることはないであらう。そこで、以下ではこのイギリスの投資家の期間選好を参考にしつつ、他の資料で補足しながら三カ国の保有構造

図表5 市場性国債の保有構造（イギリス）

（単位：億ポンド、％）

保有者	90年3月末		95年3月末		99年3月末		04年12月末	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
銀行	81	5.9	223	9.2	111	3.7	121	3.0
住宅金融組合	48	3.5	53	2.2	7	0.2	11	0.3
機関投資家	579	42.4	1,328	55.0	1,831	60.8	2,660	65.8
保険会社	349	25.6	827	34.3	1,027	34.1	1,290	31.9
年金基金	224	16.4	467	19.3	760	25.2	904	22.3
投資信託	5	0.4	33	1.4	43	1.4	467	11.5
個人・信託	117	8.6	107	4.4	253	8.4	327	8.1
非金融事業法人	17	1.2	20	0.8	9	0.3	—	—
その他居住者	146	10.7	228	9.5	93	3.1	3	0.1
公的保有	200	14.6	101	4.2	140	4.7	175	4.3
中央政府・中央銀行	196	14.3	92	3.8	109	3.6	144	3.6
地方公共団体	2	0.1	1	0.1	2	0.1	3	0.1
公的企業	3	0.2	7	0.3	30	1.0	28	0.7
非居住者	179	13.1	355	14.7	565	18.8	747	18.5
国際機関	8	0.6	10	0.4	4	0.1	—	—
中央銀行	81	5.9	130	5.4	163	5.4	—	—
その他非居住者	90	6.6	214	8.9	398	13.2	—	—
合計	1,366	100.0	2,415	100.0	3,010	100.0	4,044	100.0

- （注） 1. 99年3月末までは額面ベース、04年12月末は時価ベース。
 2. 市場性国債のみの保有構成。
 3. 中央銀行は98年3月末まで公的部門に含まれていたが、99年3月末から銀行部門に変更された。したがって、99年3月末および04年末の銀行部門には中央銀行を含む。
 4. 04年12月末の数値はDMO、ONSの資料からの推計値。投資信託の分類にはインベストメント・トラストおよびユニット・トラスト以外にノンバンク、証券ディーラーなどのその他金融機関を含み、非金融事業法人とその他非居住者（合計）の分類には金融機関を含まない。

（出所） BOE, *Quarterly Bulletin*, DMO, *Quarterly Review*, ONS, *Financial Statistics* から作成。

を分析している。

(1) イギリス

図表5は九〇年代から〇四年末までの市場性国債の保有構造を示している。まず大きな特徴として機関投資家、特に保険会社と年金基金の保有比率が圧倒的に大きく、九〇年代後半以降両者を合わせて五〇％以上を占めている。前述したように、イギリスの機関投資家の期間選好は中長期が中心である。

一方、短期選好の強い銀行、住宅金融組合の保有比率は低下傾向にあり、非居住者の比率も九〇年代後半に上昇したものの〇四年末で二〇％に満たない。なお、地方公共団体と公的企業を含めた公的保有の比率が後述するアメリカや日本と逆に九〇年代

国債発行政策に関する国際比較

図表 6 市場性国債の保有構造 (アメリカ) (単位: 10億ドル、%)

保有者	90年9月末		95年9月末		2000年9月末		04年9月末	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
預金機関	214.8	10.2	330.8	10.1	220.5	7.3	152.0	4.0
機関投資家	556.9	26.4	805.0	24.5	608.4	20.0	590.7	15.4
保険会社	136.4	6.5	245.2	7.5	113.7	3.7	145.7	3.8
年金基金	272.9	12.9	348.2	10.6	287.3	9.5	188.1	4.9
(民間)	126.5	6.0	136.9	4.2	102.6	3.4	32.2	0.8
(地方公共団体)	146.4	6.9	211.3	6.4	184.7	6.1	155.9	4.1
投資信託	147.6	7.0	211.6	6.4	207.4	6.8	256.9	6.7
その他	421.4	19.9	806.7	24.6	530.0	17.4	314.3	8.2
公的保有	492.0	23.3	559.7	17.1	646.8	21.3	928.9	24.2
中央銀行・政府	246.0	11.6	368.7	11.2	502.7	16.5	696.4	18.1
地方公共団体	246.1	11.6	190.9	5.8	144.1	4.7	232.5	6.1
非居住者	427.8	20.2	779.5	23.8	1,032.5	34.0	1,856.0	48.3
合計	2,112.8	100.0	3,281.6	100.0	3,038.2	100.0	3,842.0	100.0

(注) 1. 額面ベース。

2. 市場性国債の保有のみをデータから推計。

3. その他には個人、公的企業、ブローカー・ディーラー、事業会社(法人格の有無を問わない)などを含む。

(出所) U. S. Department of Treasury, *Treasury Bulletin*, Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts* のデータから推計。

後半から低下し、かつその水準も両国に比べてきわめて低いことは特徴的である。

前項において、イギリスの狭義の発行政策の特徴として、長期債をベースにしていることを指摘したが、これは正に国債投資の中心がほぼ一貫して保険会社、年金基金といった中長期の期間選択を持つ投資家であることと整合している。つまり、イギリスの発行政策を決める主因は需要構造にあるといえる。

(2) アメリカ

図表6は九〇年代から〇四年度末までの市場性国債の保有構造の推移を示したものである。イギリスおよび後述する日本の保有構造に比べ、アメリカは投資家の保有比率が大きく変化していることに特徴がある。変化が最も顕著な投資家は非居住者であり、九〇年度末の二〇・三%から〇四年

度末には四八・三%まで拡大した。また、政府・中央銀行の保有比率も二〇〇〇年代に入って上昇しているが、地方公共団体を含めた公的保有で見ると大きな変化はない。⁴⁾

一方、民間金融機関の保有比率は低下している。預金機関（銀行等）は九〇年代半ばまで一〇%超の保有比率であったが、その後低下に転じ〇四年度末には四・〇%まで下落した。また、年金基金（地方公共団体が運営するものを含む）、保険会社、投資信託を合わせた機関投資家の保有比率も同様の傾向を辿っており、九〇年代前半には二五%前後を維持していたが、〇四年度末には一五・四%となった。

以上の分析に基づくと、アメリカにおける狭義の発行政策のポイントとなる投資家は非居住者である。しかしながら、非居住者による米国債の残存期間別保有残高のデータは公表されていない。

そこで補助的なデータからそれを推測してみよう。

最も参考になる補助データは図表4に示した英国債に対する非居住者の期間選好であり、前述したように非居住者は短中期を選好することが示されている。

第二の補助データとして、米国債の最大の保有国の一つである本邦金融機関の外国債券（証券）に関する運用を調べてみた。郵便貯金・簡易保険、銀行（長期信用銀行、都市銀行、信託銀行）および保険会社（生命保険、損害保険）の外国債券（損保は外国証券）の残存期間別保有比率を一〇年以下と一〇年超に分けると次のようになる（単位は%、「」内の数値は当該保有比率の年度を表わす）。なお、外国債券（または証券）には米国債以外の債券（損保の場合は株式）も含むが、米国債が中心であろう。

	10年以下	10年超
郵貯・簡保	七〇・六〔九五〕～七六・二〔〇三〕	三九・九〔九四〕
銀行	五七・七〔九五〕～七六・八〔〇三〕	二二・三〔〇三〕
保険会社	八五・七〔二〇〇〕～九〇・九〔九五〕	九二・一〔四三〕

この分析結果より、日本の金融機関による外国債券（証券）の運用は、少なくとも九〇年代後半以降で見る限り短期、中期が中心である。

以上、二つの補助データから、米国債の主要な投資家となっていた非居住者の投資スタンスは短中期が中心と推測され、このことはアメリカの発行政策が短中期債、特に短期債の発行に重点を置いているということと矛盾しない。では、アメリカの発行政策はイギリスと同様に需要要因から形成されたのであろうか。

イギリスの場合、その保有構造は安定しているのに対して、アメリカのそれはかなり変動してい

る。非居住者の保有比率は九〇年代前半には二〇％強で安定していたが、九〇年代後半から急上昇した。一方、機関投資家の保有比率は九〇年代前半の二五％前後から、九〇年代後半以降低下しているが、生命保険会社の期間選好は図表7に示すように決して短期ではなく、イギリスの場合と同様に中長期である。こうした保有構造の変化に対して、アメリカの発行政策は九〇年代から二〇〇〇年代を通じてほぼ一貫して短期債が中心である。このことは、非居住者による米国債の投資が活発化したから短期債中心の発行政策を採ったというより、財政当局の発行政策が短期志向であったために機関投資家を中心に期間選好のミスマッチが生じる一方で、短中期を愛好する非居住者の需要を促したことを示していよう。実際、図表7で生命保険会社の残存期間二〇年超の保有比率を公共債と民間債で比べると、公共債は九三年末が

図表7 米国生命保険会社の保有債券の残存期間別構成比 (単位：%)

年 末	1年以下	1－5年	5－10年	10－20年	20年超
【公共債】					
1993	5.5	19.6	21.4	21.5	32.0
1995	5.9	23.9	27.8	21.4	21.0
2000	8.8	23.6	22.6	23.0	22.0
2003	11.1	26.1	20.8	24.6	17.4
【民間債】					
1993	8.6	24.6	32.4	17.2	17.2
1995	9.0	28.1	34.0	15.4	13.5
2000	10.2	29.2	30.5	13.3	16.8
2003	7.9	29.0	34.7	12.2	16.2
【合 計】					
1993	7.6	23.0	28.7	18.6	22.1
1995	8.1	26.8	32.0	17.3	15.8
2000	9.9	27.9	28.9	15.4	17.9
2003	8.6	28.3	31.5	15.1	16.5

(注) 残存期間で X-Y 年は、「X 年超 Y 年以下」を表す。

(出所) 倉脇 [2005] の表 3 (83頁)、ACLI, *Fact Book* より作成。

ら〇三年末にかけて三一・〇%から一七・四%へと約半減しているのに対して、民間債は同期間に一七・二%から一六・二%と大きく変化していない。これは生保の期間選好が変化したのではなく、長期国債の供給が少ないため、長期民間債等で補っていることを示している。⁵⁾

アメリカの財政当局がこのような短期債に偏った発行政策を採っている理由として、順イールド・カーブの下では短期債を発行する方が長期債を発行するより金利（利払い）コストが削減できることがある。さらに、特に財政が悪化している時期には長期債の発行を抑えることによって長期金利の上昇を抑制する意図もあったと推測される。⁶⁾

(3) 日本

図表8は九〇年代以降の日本における国債の保有構造を示したものである。〇五年三月末のデー

国債発行政策に関する国際比較

図表 8 市場性国債の保有構造（日本）

（単位：億円、％）

保有者	90年3月末		95年3月末		2000年3月末		05年3月末(速報)	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
公的保有	688,816	42.2	922,747	44.1	1,906,786	51.3	3,575,867	56.5
中央政府等	80,847	5.0	176,185	8.4	529,090	14.2	1,477,683	23.4
中央政府	13,120	0.8	9,800	0.5	3,514	0.1	5,996	0.1
社会保障基金	—	—	—	—	104,758	2.8	547,268	8.7
中央銀行	67,727	4.2	166,385	7.9	420,818	11.3	924,419	14.6
地方公共団体・公的非金融法人	1,028	0.1	571	0.0	2,175	0.1	7,674	0.1
公的金融機関	606,941	37.2	745,991	35.6	1,375,521	37.0	2,090,510	33.1
郵便貯金	45,720	2.8	174,798	8.3	281,095	7.6	1,050,044	16.6
簡易保険	—	—	—	—	261,374	7.0	543,649	8.6
財政融資資金(旧資金運用部)	555,961	34.1	566,077	27.0	798,979	21.5	487,909	7.7
政府系金融機関	5,260	0.3	5,116	0.2	34,073	0.9	8,908	0.1
銀行等	504,356	30.9	456,226	21.8	680,985	18.3	1,270,831	20.1
機関投資家	205,420	12.6	445,846	21.3	587,273	15.8	828,760	13.1
保険会社	58,935	3.6	225,152	10.8	347,488	9.4	555,509	8.8
年金基金	—	—	—	—	144,866	3.9	199,236	3.2
投資信託以外の信託	101,975	6.3	181,070	8.6	—	—	—	—
投資信託	44,510	2.7	39,624	1.9	94,919	2.6	74,015	1.2
その他民間金融機関	11,803	0.7	71,545	3.4	132,656	3.6	179,868	2.8
個人・対家計民間非営利団体	122,888	7.5	42,330	2.0	188,432	5.1	188,041	3.0
民間非金融法人	97,697	6.0	154,949	7.4	2,347	0.1	5,954	0.1
非居住者	—	—	—	—	216,872	5.8	274,093	4.3
合計	1,630,980	100.0	2,093,643	100.0	3,715,351	100.0	6,323,414	100.0

- (注) 1. 時価ベース。
 2. 04年12月末の数値は財投債を含むが、個人向け国債は含まない。
 3. その他民間金融機関の内訳は、合同運用信託、ノンバンク、ディーラー・ブローカー、単独運用信託、非仲介型金融機関である。

(出所) 日本銀行、『経済統計月報』（資金循環表）から作成。

タには財投債を含んでいるが、非市場性の個人向け国債は除いている。

日本の特徴は次のように整理することができる。まず、イギリスおよびアメリカに比べて顕著な特徴は公的部門の保有比率が極めて高いことであり、二〇〇〇年代には五〇％以上を占めている。⁽⁷⁾中でも、郵便貯金、簡易保険、財政融資資金（旧資金運用部）などの公的金融機関は三五％前後を占め、最大の国債保有者である。また、中央政府、中央銀行などの部門も二〇〇〇年代に入って保有比率を急速に高めている。ここで、最大の保有機関は中央銀行（日本銀行）であり、同部門の六〇〜九〇％を占めているが、二〇〇〇年代に入ってから社会保障基金による保有の増加ペースが著しい。

こうした公的部門の趨勢とは逆に、民間金融部門の保有比率は伸び悩んでいる。保険会社、年金

基金、（投資）信託を合わせた機関投資家の保有比率は一五％前後で変動しているものの、民間で最大の国債投資家である銀行等の保有比率は一般のイメージとは逆に九〇年代半ば以降二〇％前後で安定的に推移している。この結果、銀行等と機関投資家を合わせた保有比率の推移は四三・五％（九〇・三末）↓四三・一％（九五・三末）↓三四・一％（二〇〇〇・三末）↓三三・二（〇五・三末）となり、公的部門のそれが四二・三％↓四四・〇％↓五一・三％↓五六・五％と推移していることから、二〇〇〇年代に入ってから前者の保有比率低下を後者がカバーしている格好である。

ここで補足データとして公的金融機関（郵貯、簡保、財融資金）、銀行（長期信用銀行、都市銀行、信託銀行）、保険会社の残存期間別保有構造を調べてみると、公的金融機関と民間金融機関と

では顕著な相違が見られる。まず公的金融機関は、九七年度末から〇三年度末にかけて、残存期間が五年超のゾーンの保有比率が急速に低下（四八・一％↓二六・九％）した反面、一―五年のゾーンが急上昇（二六・七％↓四九・九％）している。特に一〇年超のゾーンは元々保有比率が低かったが、さらに低下して〇三年度末には二％を下回った。

一方、同期間に銀行は五年以下のゾーンで保有比率が上昇（四六・〇％↓七四・九％）しているが、一〇年超のゾーンも上昇（〇・一％↓五・五％）している。また、保険会社においては五年以下のゾーンは保有比率がほとんど変わらない（二七・〇％↓三九・八％）反面、一〇年超のゾーンでの上昇（一一・三％↓二四・三％）が顕著である。⁸⁾つまり、公的金融機関は九〇年代後半から期間選好を一方向的に短期化しているが、民間金融機

関は長期債への選好も強めているのである。

これまでの説明から、日本における保有構造は次のようにまとめることができる。第一に、元来公的部門の保有比率は高かったが二〇〇〇年代に入り一段と高まり、反面、銀行等を中心に民間金融機関のそれは低下した。第二に、九〇年代後半以降、公的金融機関の期間選好は一方向的に短期化しているが、民間金融機関は長期債への選好も強めている。

こうした保有構造の変化は狭義の発行政策とどのように関係しているのだろうか。発行政策は九九年度以降急速に短期化の傾向を強めた。この背景には、前述したように短期ゾーンでのベンチマーク債（二年、五年）の確立を意図したこともあろうが、他にも国債発行が急増したために民間部門で消化しきれず、発行の平均年限を短期化することによって公的金融機関に消化させ満期まで

の保有を促す目的や、アメリカと同様に長期債の発行を抑制して長期金利の上昇を抑える目的もあつたと推測される⁹⁾。

以上、国債の保有構造を国別に考察してきたが、最後に保有構造と狭義の発行政策との関連を整理しておこう。まず、イギリスでは機関投資家、特に保険会社、年金基金といった長期運用を志向する投資家の保有比率が高い。また、アメリカと日本では各々非居住者、公的金融機関（および銀行等）といった、運用スタンスが短中期の投資家の保有比率が高い。一方、各国の発行政策は、イギリスが短・中・長期債のバランス発行を基本としながらも長期債の発行に重点を置いているのに対し、アメリカと日本では短期債の発行に重点が置かれているまたは重点が移されてきている。したがって、各国の発行政策は概して保有構造と整合的である。

しかしながら、保有構造と発行政策との因果関係は必ずしも三力国で同じではない。イギリスでは保有構造が九〇年代以降で見える限り安定的であり、したがって発行政策は需要に主導されていると推測される。一方、アメリカと日本の場合、保有構造は九〇年代後半からまたは二〇〇〇年代に入って変化してきている。これは、前述したように、アメリカでは利払いコスト抑制と長期金利の上昇抑制、日本では大量発行された国債の消化と長期金利の上昇抑制というように目的は異なるものの、各国の目的に応じた発行政策に促されて保有構造が変化したものと推測される。アメリカと日本の発行政策が短期債に傾いた結果、両国とも民間金融機関の保有比率が低下したが、アメリカではMBSや社債といった民間債等が長期国債の代替資産として機能している一方、日本にはまだそのような市場が育っていない。このような点も

含めて、日本の発行政策の問題点は次節で整理する。

四、おわりに

本稿では、国債の発行政策を国際比較の観点から考察してきた。分析の結果、次のような特徴が見出された。

- ① 発行政策は、イギリスが短・中・長期債のバランス発行を基本としながらも長期債の発行に重点を置いているのに対して、アメリカと日本では短期債の発行に重点が置かれている。または重点が移されてきている。ただし、三カ国とも国債発行額の増加時期には短期債の発行比率が上昇するという特徴が見られる。
- ② 国債の主要な投資家は、イギリス—機関投資家（特に保険会社と年金基金）、アメリカ—

非居住者、日本—公的金融機関（および銀行等）となっており、各国ともその保有構造は発行政策と整合している。しかし、両者の因果関係は必ずしも同じではなく、イギリスの発行政策は需要に主導されているのに対して、日米では発行政策に促されて保有構造が変化したものと推測される。

上記の特徴②から派生する重要な問題は、イギリス型の需要主導による発行政策と、日米型の供給主導による発行政策のいずれが望ましいのかということである。もちろん、国や時代によって国債の発行環境が異なるため、一方的に優劣をつけることはできない。その発行政策が流通市場をかく乱しなければ、望ましい政策となろう。各国におけるこの論点の検証は別稿に譲るとして、以下では需要主導と供給主導の発行政策を採る背景について考察してみよう。

Dr. Goudswaard は、先行研究に基づき、国債管理政策の目的を金利（利払い）コストの低減、経済の安定化、中立性（国債発行が金融市場に与える影響の最小化）の三つに分類し、各目的に応じた望ましい発行政策を整理している。

これらの国債管理政策の目的はいずれも実際の政策運営において配慮されているものであるが、どの目的を優先するかは各国の経済・財政事情や政策目標に応じて異なつてこよう。そこで、各々の目的とそれに対応する発行政策を各国の発行政策と対比させると、アメリカは「経済の安定化」目的、イギリスは「中立性」目的を重視した発行政策を採っていると推測される。日本の場合、前述したように、国債の消化促進と長期金利の上昇抑制から短期債の発行比率を上昇させていると推測され、この点から判断すると「経済の安定化」目的を重視した発行政策を

採っていることになる。しかし、今後国債の大量発行が長期化する可能性のある日本では、金利コストの低減を国債管理政策の最優先目的とすべきであり、そのためには以下に説明する理由から、「中立性」を目的とした発行政策に転換して長期債発行の比率を現在より上昇させるべきである。

機関投資家の代表として保険会社の残存期間別国債運用を三カ国で比較すると、日本の保険会社はアメリカ、イギリスのそれに比べて残存期間一〇年超のゾーンにおける保有比率がかなり低い（郵貯に比べて長期志向のはずの簡保の運用も長期の比率が低い）。これは、日本の発行政策が従来一〇年固定利付債に偏っていたため、長期債の運用比率を上げたくともできなかったものと推測される。しかし、前述したように、発行政策が短期化する一方で、日本の民間金融

機関による長期債への選好は決して弱まっては
いない。

このことは、アメリカのように長民間債等の
市場が確立されていない日本において、長期国債
の供給が過少であることを示している。さらに今
後の人口高齢化の進展を考えると、生命保険や年
金基金が長期債への選好を強めることも予想され
る。⁽¹⁾ こうした要因を考慮すると、日本も需要主導
型の発行政策に転換して長期国債の発行比率を引
き上げることによって、国債流通市場の効率性を
向上させることができよう。

また、イールド・カーブの形状からも同様の発
行政策が示唆される。日本の金利は九九年以来歴
史的な低水準で推移しており、イールド・カーブ
全体の水準は低い。したがって、長期債の発行比
率を引き上げることによって長期的な観点から金
利コストの低減が図れるであろう。⁽²⁾

(参考文献)

- 倉脇剛「二〇〇五」「一九九〇年代以降の米国生保一般勘定資
産運用動向」『生命保険経営』第七三巻第一号、生命保険経
営学会 七八—九八頁。
須藤時仁「二〇〇四」最適満期構成の理論的考察—新発国債
の需要と供給—、『証券経済研究』第四七号、日本証券経
済研究所、一—二九頁。

武田洋子「二〇〇三」近年の米国財政収支の変化が米国債市
場に与えた影響』『International Department Working Pa-
per Series, 03-J-3』日本銀行国際局。

Goudswaard, K. P. [1990] "Determinants of Public Debt
Maturities," *De Economist*, Vol.138: 111—146。

(注)

- (1) 〇五年度は二月までの統計であるが、一一・五%を占め
ている。
(2) 米財務省は〇六年二月から三〇年固定利付債の発行を再
開することを決定した。発行は年一回である。(〇五年八月
三日付 *Quarterly Refunding Policy Statement*)。
(3) 変動利付債、三・五年割引債の構成比は、九〇—〇四年
度(〇四年は暦年)の平均で各々三・一%、〇・六%であ
る。

- (4) 公的企業はその他に含まれるため、公的保有の範囲はイギリス、日本と異なる。しかし、アメリカの公的企業の保有比率は大きくないと推測される。
- (5) 日本銀行の武田氏はアメリカの国債市場と民間債市場との関係について次のように分析している。九〇年代後半の国債発行減少は国債市場の流動性を低下させるとともに、特に九〇年代末から二〇〇〇年代初めにかけては、国債市場の縮小（ないしは消滅）観測が強まる中で、米国債の代替資産としてモーゲージ担保証券（MBS）や社債等への投資シフト、さらにはそれによる各市場の拡大をもたらした。また、武田氏は〇一年度以降、国債発行が増加したにもかかわらずBid-Askスプレッドでみた国債（特に利付国債）市場の流動性は一段と低下した可能性を指摘しているが、これは発行された国債の多くが非居住者によって保有（需要）されたことも一因となつていよう。なお、MBSには政府支援機関（GSE）が発行・保証するものの比重が大きいため、本稿では「民間債等」と表記する。
- (6) 武田氏は、市場による財政収支の悪化予想が長期金利を有意に上昇させることをアメリカのデータで示した。
- (7) 厳密には、市場性国債の保有構造から見た場合に、日本の公的保有比率はアメリカ、イギリスのそれに対して極めて高い、ということになる。アメリカやイギリスでは、社会保障基金などの政府部門向けに非市場性国債を発行する
- など、政府債務に占める非市場性国債のウエイトは日本より高い。非市場性国債も含めた自国通貨建て国債の保有比率で見ると、アメリカの公的部門は〇四年九月末で五六・四％に上る。また、イギリスに関しては、近年非市場性国債を含めた保有構造の統計は公表されていないが、九九年三月末の統計で見ると、公的部門の保有比率は一八・二％となる。
- (8) 保険会社の九七年度の数値は生命保険のみである。
- (9) 日本銀行による保有額の増加は財政当局の意図ではなく、金融政策の遂行に伴うものである。したがって、発行年限の短期化と日本銀行の保有額増加との因果関係は明確ではない。しかしながら、一般論として、中央銀行による金融政策は、国債流通市場を変化させることを通じて財政当局の発行政策を含む国債管理政策に影響を与えようと考えられる。この金融政策と国債管理政策との関係は今後の重要な研究課題である。
- (10) 実際、イギリスでは人口高齢化に伴って生命保険、年金基金による長期債への需要が高まったことから、五〇年固定利付国債が〇五年三月に発行されている。また、同様の理由からフランスでも〇五年二月に五〇年利付国債が発行されており、ドイツの財政当局も五〇年国債の発行を検討している。
- (11) アメリカのイールド・カープも同じ状況だが、アメリカ

国債発行政策に関する国際比較

では長期民間債等の市場が確立し拡大していることから、必ずしも長期物債券の供給が不足しているとはいえない。その場合、長期国債の発行増加が長期物債券全体の供給超過、つまり長期金利の上昇につながる可能性もあり、また、現実にアメリカの財政当局もこれを懸念して長期国債の発行を抑制しているのである。なお、イールド・カーブの形状と国債管理政策との関係についてはさらなる分析が必要であり、別稿にて論じたい。

(すゞじ) ときひと・当研究所主任研究員)