

国債管理政策と年金国債の導入について

須藤 時 仁

若林常務理事 大変お待たせしました。ただいまから、今月の「証券セミナー」を開催いたします。

本日は、御案内いたしましたように、「国債管理政策と年金国債の導入について」と題しまして、当研究所の須藤時仁主任研究員から発表させていただきますと思います。

イギリスでは年金国債の導入につきまして、昨年、さまざまな議論があったようにございます。そこでの議論の背景としては、公的債務をどのように管理していくかという、いわゆる国債管理政策の問題があったわけですが、そのイギリスでの議論を須藤研究員がフォローしてきました。そこで出てきましたさまざまな議論は、一方で証券市場にも大きく関係して

くるとともに、他方で国債の残高管理をどうやっていったらいいのかという問題意識がございます。それらを中心に、本日はお話しさせていただきますと思っております。

お手元に資料をお配りしております。レジュメを用意いたしました。が、皆様に御理解いただきやすいように、図表等も豊富に掲載しておりますので、これから須藤研究員の説明をお聞きいただき、その後、ぜひ多くの皆様方から御意見を頂戴して、意見交換をさせていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、須藤さん、よろしく願います。

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました日本証券経済研究所の須藤と申します。本日は、お忙しいところセミナーにお集まりいただきまして、本当にありがとうございます。

本日は、「国債管理政策と年金国債の導入について」というテーマでお話をさせていただくわけですが、我が国では、皆様方も御承知のように、九〇年代後半から始まりました大量の国債発行、そしてその結果としての多額の国債残高が積み上がっております。そうした状況に照らしまして、我が国では、これまでの財政再建に加えて、国債管理政策というものが強く意識されるようになりました。

ちょうど二〇〇〇年ごろからでしょうか、発行

年限の多様化、またはプライマリー・デファイラー制の導入など、さまざまな制度改革が行われております。しかしながら、そういった制度改革を見てまいりますと、国債の発行に関する改革が中心でありまして、残高の管理に関する政策は必ずしも十分なものではないといえるのではないかと思います。

したがって、このセミナーでは、残高管理のための一つの方策といたしまして、非市場性の年金国債といったものを、公的年金向け、または個人向けに導入することを考えてみたいと思います。

一、国債管理政策とは

年金国債につきまして具体的に御説明申し上げる前に、皆様方には周知のことかと存じます

が、国債管理政策の概念、また国債発行を取り巻く環境、そして国債残高の管理方法につきまして、簡単に整理しておきたいと存じます。

本日は、説明資料といたしまして、先ほども御紹介にありましたように、レジュメと資料の二種類を用意してございますが、まず資料の図表1の方をごらんいただきたいと思えます。

図表1には、国債管理政策の概念を整理しておきました。まず、財政政策と国債管理政策とはどういった関係があるのかということでございますが、広い意味で財政政策をとらえるならば、国債管理政策も財政政策に含まれるものと考えられます。

しかしながら、狭義の財政政策というものを政府の公共政策に基づきました歳入・歳出の決定と考えましたときに、そこで決まる国債の発行額を所与とした上で、国債の発行方法ですとか残高管

理の方法を決定する政策、それをこのセミナーでは国債管理政策と定義したいと思えます。

では、どのように定義されました国債管理政策の目的と適用範囲はどういうことかと申しますと、やはり図表に掲げてございますように、現在多くの国で共通する目的として、四つござい

ます。
一つ目が、政府の要資金調達額の充足。つまり、国債の借り換えを含めまして、発行する国債をいかに円滑に消化するのかが、大きな目的の一つになります。

二点目の目的といたしましては、これは当然のことでございますが、資金調達コストの最小化というものがあります。

三点目の目的としては、調達に伴う借り換えリスクですとか金利リスク、こういったリスクをいかに抑制するのかが、目的に

入ります。

最後に、当然、国債市場といえますのは重要な金融市場の一部であるわけですから、この国債市場の効率性をいかに促進するのということも目的の一つに入ります。

では、こういった目的を有する国債管理政策ですけれども、一方でその適用範囲はどうなっているのかと申しますと、大きく分けて、発行管理と残高管理に分けることができます。

まず、発行政策には、図表にも掲げてございますように、満期政策、発行制度の整備、商品性の拡充などが含まれますが、ここでいいます商品性の拡充というのは、物価連動債といった非常に新しい、普通国債とは違う新種の国債の導入ですとか、または普通国債におきましても、今までは一〇年債が中心に発行されていたものを、例えば二年債ですとか五年債のように、いわゆる発行年限

を多様化するといったことが含まれます。

一方、残高管理政策というのは余りなじみのない言葉かもしれませんが、ここでいう残高管理政策には、買い戻し制度ですとか借り換え制度の導入、さらには同じく商品性の拡充という政策が考えられます。この残高管理政策におきます商品性の拡充と申しますのは、これから私がお話させていただきます非市場性の国債の導入のことを指してございます。

二、国債（発行）を取り巻く環境

(1) 一九九〇年代～二〇〇〇年代前半までの環境
以上のように、国債管理政策の大枠を把握していただいたところで、次に国債発行を取り巻きます環境について御説明させていただきたいと思えます。

ここでは、九〇年代から二〇〇〇年代の前半までと、また今後とに分けて整理をいたしました。流れはレジュメに整理してございますが、図表を見ながら説明を聞いていただいた方がイメージがわきやすいかと存じますので、資料の方をごらんいただきながら説明をお聞きください。

まず、九〇年代から二〇〇〇年代前半までの環境でございますが、そもそも今日のいわゆる国債に関する問題を招きました出発点は、いうまでもなく長期不況と大規模経済対策にございます。これには二つの側面がございます。

まず、負の側面といたしましては、図表2にございますように、財政負担が増加した。つまりはプライマリー・バランスの悪化、そしてその結果としての国債の大量発行といった側面がございます。

一方、正の側面もございます。これは、図表3

に示してございますが、不況であったがゆえに民間の資金需要が減退し、それに伴って金融機関による国債消化余力が上昇した側面がございます。特に、民間の資金需要の減退は、日本銀行がついて、最近までとっておりました量的緩和政策と相俟って、持続的な低金利状態を創出してまいりました。

その結果といたしまして、図表4にございますように、国債の利払い負担は抑制された。これは正の側面に考えられると思います。なお、図表4には利払い費率といった指標がございますが、これは歳出総額に占めます利払い費の割合を示してございます。この利払い費率も、一貫して低下しております。

しかしながら、一方こうした国債の大量発行の結果、当然副作用が出てまいりました。それは、図表5及び6に示しましたように、九〇年代の後

半以降、国債残高が急速に増加したというところでございます。その結果として、債務残高の対GDP比率で見ますと、G7諸国の中で最高水準にまで上昇しております。

こうした国債残高が累増したことは一体何をもたらすかと申しますと、中長期的に残ります大きな問題といたしまして、借換債の発行という問題がございます。この借換債の発行見通しにつきましては、図表7にその推移を記してございます。

図表7をごらんいただきますと、今後一〇〇兆円前後に上ります高水準の借換債の発行が続くこととなります。これは、余りいわれてはいないかもしれませんが、私は非常に注目すべき重大な問題ではないかと考えております。つまり、借換債をどのように消化するかといったことももちろん大きな問題ですけれども、この借換債の発行をいかに抑制するかという意味におきまして、国債の

残高政策の重要性が、やはり今後高まってくるのではないかと私は考えております。

(2) 環境変化

以上、現状までを整理してまいりましたが、一方でここに至りまして、環境が変化していることも事実でございます。こちらの方は、レジュメに基づきまして御説明したいと思っておりますので、レジュメのページ目をごらんいただきたいと存じます。ちょうど下段にございます「環境変化」というところにまとめてございます。

まず、いうまでもなく、最も大きな環境の変化は、景気が回復してきたということでございます。この景気回復には、不良債権処理によります経済構造の正常化も伴っておりますため、たとえば今後景気が多少悪化するとしても、これまでのように景気悪化が長期化することはないかと私は考

えております。

こうした前提に立ちますときに、どういったことが考えられるのか。二つの側面が考えられるかと思えます。

まず、正の側面といたしましては、財政負担が減少し、結果として国債の新規発行圧力が減退することが挙げられます。

一方で、負の側面といたしましては、その下にありますように、民間の資金需要が回復し、それに伴って金融機関によります国債の消化余力が低下してくることが懸念材料として挙げられます。

特に、民間の資金需要が回復してくるということは、今後、多少国債の発行額が少なくなったとしても、金利の上昇に結びついてくるということが大きな懸念材料です。当然のことながら、利払い負担が増加することが懸念されてまいります。

さらに、中長期的に懸念されます問題といたし

まして、二点ほどございます。

まず第一点目は、家計貯蓄の低下という問題です。これは、資料の図表 8 に、家計貯蓄の対 GDP 比の推移を載せてございます。この図表 8 をご覧いただきますと、まず九〇年代の前半まで、家計貯蓄の対 GDP 比は一〇%前後で比較的安定した動きでした。ところが、九〇年代に入りまして、この GDP 比率は趨勢的に低下しております。直近では、何と二%前後にまで低下してきてしまっている。

これは、いうまでもなく人口の高齢化も影響しておりますが、今後もこういった人口の高齢化が進めば、家計貯蓄の GDP 比率は低水準が続くであります。そうしますと、政府の資金需要を支えられないのではないかという問題が、中長期的にあるかと思えます。

それから、もう一つ中長期的に懸念されます問

題といたしましては、やはり郵政民営化の問題です。これは、端的にいえば、国債の発行におきます公的消化の低下という懸念に結びついてくるわけです。

図表9をごらんいただきますと、国債発行計画におきます公的消化分の構成比をデータとして示してございます。

ここで、経過措置分と申しますのは、いわゆる財投改革に伴いまして、たしか二〇〇八年度まで、郵貯ですとか簡保といったところが、一時的に財投債を引き受けてほしいという措置になりますけれども、この経過措置分を含めれば、現在でも総発行額の二五%前後を公的な消化で賄っております。しかしながら、この経過措置分を除いて考えてみますと、一〇%前後にまで低下してしまいます。

確かに、郵政が完全に民営化したからといっ

て、国債に対する投資をやめるという懸念は低いかと思えます。しかしながら、安定消化という点から見れば、従来のような安定消化先になり得るのかという疑問が出てまいります。その意味におきまして郵政の完全な民営化、さらには政府系金融機関の民営化・統廃合と申しますのは、国債消化にとって中長期的な懸念材料と考えられるのではないかと私は考えております。

以上が、これまでの国債発行を取り巻く環境並びに今後考えられる環境変化でございます。

三、国債残高管理の方法

では、こうした環境下におきまして、残高管理をどのように行っていくべきなのか。その一つの解答として、私はこれから年金国債の導入を提案させていただくわけですが、その前に一般

的な方法を整理してみたいと思います。これが、レジュメの項目3「残高管理の方法」になります。

ここでは、残高管理の方法として、三つの方策を御説明いたします。一つは、国債残高の削減。二つ目が、金利の削減。そして三つ目が、償還年限の長期化でございます。

(1) 国債残高の削減

まず、国債残高の削減についてですが、これにはさらに二つの方法を考えることができます。

一つ目は、いうまでもなく増税または歳出削減によります財政の黒字化です。これによりまして、新規の発行を抑制する、または既発債を買い戻すといったことが考えられます。もちろん、これは私が提言するまでもなく残高削減の王道ではあるわけですが、例えば増税であれば政治

的な抵抗が考えられますし、また歳出削減であれば行政による抵抗が予想されます。したがって、現在、財政構造の改革が議論されておりますけれども、当面としては、新規発行の抑制で精一杯なのではないかと私は考えます。

さらに、我が国の場合にも買い戻し制度がございます。しかしながら、これは実質的には借り換え制度です。したがって、国債残高の削減という点から直接結びつく政策にはなっておりません。

国債残高を削減する二つ目の方法といたしまして、減債基金を活用するという考え方がございます。

この減債基金に關しましては、イギリスの事例が非常に参考になります。つまり、イギリスでは、一八世紀から二〇世紀の半ばにかけまして三つの減債基金をつくりましたが、いずれも失敗し

ております。なぜ失敗したのか。基本的な原因といたしましては、減債よりも戦争費用の調達が優先されてしまったということがあるわけですが、でも、個別基金にもおのおの問題がございました。

例えば、Wolpoleの減債基金の場合には、財政が逼迫したときに、基金の積立金が一般歳出に流用されてしまったという問題がありました。また、Edinの減債基金の場合には、こういった一般歳出への流用という問題はなかったわけですが、でも、逆に減債基金への資金の繰り入れを非常に厳格に行いましたために、繰り入れ維持のために逆に国債を発行しなければいけないという矛盾が生じてしまいました。

こういったイギリスにおきます三つの減債基金の失敗から得られた教訓としては、当たり前のことなんですけれども、真の減債財源は剰余金の範

囲に限られるべきである。つまり、減債基金の活用によります残高削減は、結局財政黒字の達成に帰着することになります。

日本にも減債制度はございます。これは、国債整理基金がその減債基金の役割を果たしております。しかしながら、日本の国債整理基金の場合には、毎年の償還に必要な資金を確保することに主眼が置かれておりますので、それ以上の減債、つまり実質的な意味での債務削減を行うためには、やはり制度的、剰余金の繰り入れですとか予算を繰り入れるしかないわけですが、結局はこれを行うためには財政黒字を達成しなければいけないということになってしまいます。

なお、現在、我が国におきまして、国有資産を売却することによって国債残高を圧縮する方法が検討されております。確かに、この方法で一時的に国債残高を削減することはできます。しかし、

基本的に財政の歳出・歳入構造、つまりフロー構造を改善しない限り、再び国債の残高はふえてしまう。つまり、国債発行額、フローそのものを削減しない限り、残高は一時的に減少しても、またフローの積み上げによってふえていつてしまう。こういった意味で、この国有資産の売却による国債残高の圧縮は、一時的な猶予策でしかないのではないかと私は考えております。

(2) 金利（利払い）削減

では次に、残高管理の二つ目の方法として、金利の削減を御説明いたします。これはどういうことかと申しますと、高クーポンで発行した国債を低クーポン債に借り換えることによりまして、利払いの観点から債務負担を軽減すること、これが金利の削減策になります。

これについての事例といたしましては、イギリ

スにございます。少し古いんですけども、一八世紀の半ばに三％コンソル及び利下げ三％債への債務の整理・統合が行われました。それ以前はいろいろな種類の国債が発行され、さらに金利も高い国債が発行されておりました。そこで、債務を一本化する、要するに国債市場の流動性を高めることも含めまして、高クーポン債から三％債への低利借り換えがイギリスでは行われました。

また、一八八八年から八九年にも同様な形で、有名な Goschen の低利借り換えも行われております。

逆に、アメリカでは、この低利借り換えというものは行われておりません。

この金利削減策は、日本に関して有効かと申しますと、実は問題点がございます。それは、資料の図表10をごらんいただければと思います。この図表10には、普通国債残高とそれについての利払

い費の推移を、二〇〇五年度までの実績、さらにはそれ以降の予測を載せてございます。

この実績の部分を見ていただきますと、基本的には国債残高が九〇年代の半ば以降に急増する一方で、金利負担は増加するどころかむしろ減少しております。これは、先ほど御説明しましたように、低金利状態がずっと続いておりましたので、現在残高として残っております国債は、既に低金利下で発行されている。逆にいいますと、低利借り換えによる債務負担軽減の余地が極めて小さい状態にございます。その意味におきまして、この金利削減策というものは、現在の日本では非常にとりにくい政策になっております。

(3) 償還年限の長期化

では、またレジュメにお戻りいただきまして、残高管理の三つ目の方法といたしまして、償還年

限の長期化について御説明いたします。

この償還年限の長期化と申しますのは、レジュメにもありますように、残高期間が短くなった国債を長期債に借り換えることによりまして、平均償還年限を長期化し、毎年度の償還負担を軽減する。いわゆる、每期毎期の財政負担を少しでも軽減するという考え方です。

これには一つ留意すべき点がございまして、まず借り換えるためにプレミアムを支払う場合がございまして、また長期債を発行する場合、必ずしも低クーポンで発行できるとは限らないことから、償還年限を長期化したからといって、総債務負担の軽減につながるかどうかは不確実であるということになります。

この償還年限の長期化に関しましては、イギリス及びアメリカで過去に事例がございます。

まず、イギリスでは、一八世紀の前半にイング

ランド銀行、東インド会社、そして南海会社という国策会社が保有します短期・有期債を永久債に借り換えたことがございます。

一方、アメリカの場合にはより実践的、つまり現在の日本にかなり近い形で長期借り換えが行われております。これは、一九六〇年代の前半に「満期前借換制度」というものが導入されました。これは、市場を介さずに借り換えを行い、償還年限を長期化することに特徴があるわけですから、結局何をを行ったかと申しますと、残存期間が短くなりました国債を、レジューメにございますように、新発の長期債または新発の中期債に借り換えました。

そして、借り換えた国債をツイスト・オペレーションという方式で連邦準備が買い入れるといったことを行い、長期金利の低下を維持していたということになります。つまり、中央銀行を国債管

理政策に取り込んだ非常に巧妙な借り換え政策を一九六〇年代の前半にアメリカは行っていたことになります。

この償還年限の長期化に関しましては、問題点というよりも、留意すべき点が二点ほどございます。

まず第一点目は、長期債の需要動向がどうかということです。つまり、長期債に借り換えたとしても、長期債の需要がなければ借り換えの応募がないわけですから、当然長期債の需要動向は重要になります。例えば、イギリスやフランスでは、長期債を志向する年金基金、保険会社によります長期国債の需要が大きかったことから、昨年から、何と五〇年債というものが発行されておりまして。

ちなみに、保険会社、年金基金によります市場性国債の保有割合を見えますと、イギリスでは

五五%前後もあります。また、フランスにおきましても、保険会社によります長期債全体の保有構成比は三〇%以上にも上っております。

では、我が国の場合はどうかと申しますと、年金基金、保険会社によります市場性国債の保有構成比、つまり保有割合は、昨年末時点で一二・四%と低水準にあります。したがって、ヨーロッパに比べますと長期債需要が大きいとは必ずしもいえません。しかし我が国でも今後、人口の高齢化が進んでいけば、長期債の需要が高まる可能性は出てくるのではないかと考えられます。

次に、留意点として考えるべき二点目は、インフレ対策です。これは、長期債は投資家にとってインフレリスクが大きな商品ですから、インフレ対策というものは当然何らかの形で講じる必要がある。このインフレ対策という意味におきましては、物価連動債を用いた長期借り換えが有効なの

ではないかと思っています。

四、年金国債

(1) 年金国債とは

以上、国債管理政策並びに残高管理政策につきまして総論的な説明をしてきたわけですが、これから本セミナーの主題の一つであります年金国債とその導入につきまして、御説明させていただきます。

まず、年金国債と申しますのは、皆様方はほとんど耳にされたことがない名前かと思えます。では、この年金国債というのはどういう国債なのかと申しますと、レジュメにもございますように、満期時に元本の一括償還はありません。そのかわり、利子とともに元本の一部も每期毎期償還され、満期までに債務元本が徐々に消滅していくと

いう性質を持つ国債が年金国債です。

したがいまして、先ほど御説明いたしました残高管理の方法のうち、国債残高の削減という意味では、減債効果があるうえ、さらに後で御説明しますように、年金国債は、その性質上、buy and hold型の商品でありますから、長期の年限で発行することにも適しております。したがって、既発の利付国債をこれに借り換えることによって、償還年限の長期化にもつながるというメリットがございます。

実際、イギリスでは、二〇〇四年二月に債務管理庁 (Debt Management Office DMO) が、先ほど申しました年限五〇年の普通国債とともに、同様の年限、形式を有します年金国債の導入を提言いたしました。ただ、結論を先に申し上げますと、この年金国債の導入は見送られました。イギリスでは、現在でも年金国債は導入されてい

ません。なぜ導入が見送られたのかということ、後で年金国債の問題点を御説明いたしますので、そのときに詳しくお話ししたいと思います。

一方で、なぜイギリスで年金国債の導入が提案されたかと申しますと、三つの背景がございます。

一つ目は、人口の高齢化といった人口学的要因。

二つ目が、確定給付スキームから確定拠出スキームへのシフト。この二つによりまして、将来的に、年金需要の増加が見込まれることがあります。

三つ目の要因といたしまして、年金ポートフォリオにおきます株式から債券へのシフトがございます。これは、年金ポートフォリオにおきます資産と負債のデュレーションをマッチングさせること、年金基金または保険会社の財務健全性の要請

から、株式から債券へのシフトが、たしか九〇年代の終わりがら一貫して続いています。

(2) 年金国債の特徴

このように定義される年金国債ですけれども、ではどういった特徴を持つ国債なのかということをや、一般的特徴、固定利付債と比較した場合の特徴、この二点から御説明させていただきたいと思っています。

まず、一般的特徴でございますが、資料の図表11をごらんいただければと思います。図表11は、イギリスが二〇〇四年に提案いたしました普通型五〇年物年金国債の毎期のキャッシュフローをあらわしたものです。ただ、イギリスが提案しましたのは半期ごとに支払いがなされるものですが、そうするとグラフが非常に煩雑になりますので、図には、五〇年、毎年のキャッシュフローという

形で示しております。

この図に示されますように、年金国債は、発行から償還までの全期間にわたりまして、名目ベースでのキャッシュフローが一定となるという特徴を有しております。さらに、この図でおわかりのように、元本の一部が毎期償還されていきますので、満期が近づくと従って、当然利払いの部分も減少していくということも大きな特徴です。

次に、図表12の方には、年金国債の毎期のキャッシュフローですとかマーケットでつく価格、デュレーションの計算方法をまとめておきました。ここで御説明すると非常に煩雑になってまいりますので、興味のある方は後で御参考にしていただければと存じます。

では、図表をもう一枚めくっていただきました、図表13。ここにはイギリスで提案されました年金国債の基本的な仕様をまとめてございます。

基本的には、通常の利付国債と同様の仕様となっております。ただし、年金型の特徴を持つことから、満期、年金支払いの頻度、額面価値にやや特徴があります。

まず、満期でございますが、イギリスで提案されたときには、四〇年から五〇年の超長期が想定されておりました。もちろん、超長期でなければいけないということではなく、いずれの年限でも年金国債を発行することはできますが、年金型の特徴を有します以上、長い年限で発行すべきかと考えます。

次に、年金支払いの頻度ですが、イギリスでの提案では年二回、つまり半年ごとに支払うことを想定しておりますが、年四回または毎月の支払いも可能です。実際にイギリスで年金国債を諮問したときの回答には、四半期または毎月で支払うべきではないかという意見も寄せられております。

また、額面価値は、基本的には発行日の元本残高が額面価値となるわけですが、先ほども御説明しましたように、年金国債の特性から、元本残高は年金支払日ごとに減少していくことになります。

以上が一般的な特徴でございますが、次に固定利付債と比較したときに、年金国債にはどういう特徴があるのかということを御説明したいと思えます。レジュメの方にお戻りいただければと思います。②の「固定利付債との比較」というところです。

まず、財政負担につきましては、年金国債の方が利付国債よりも利払い及び元本の支払いを合わせたトータルの財政負担が軽く、その程度は年限が長いほど大きくなるという特徴がございます。

この総財政負担の差と申しますのは、先ほども御説明しましたように、年金国債の場合には、毎

期、元本の一部が償還されるわけですから、期が進むに従って金利負担が小さくなるといったことから生じてまいります。したがって、もともとの金利負担、つまりクーポンレートが大きければ大きいほど、年金国債と利付国債の財政負担の差も大きくなるという特徴になります。

実際に、その下には、年限五〇年の利付国債と比べた場合の財政負担の軽減率を試算しておきました。例えば、クーポンレートが一％の場合には、利付国債に比べて年金国債の方がトータルとしての総財政負担は一五・三％軽減されます。また、クーポンレートが五％になりますと、年金国債の方が二一・四％も利付国債に比べて総負担が軽減されるという試算になります。

次に、パー・ボンドを想定した場合のデュレーションの差でございますが、一般的に年金国債の方が利付国債よりもデュレーションが短く、さら

に毎年のデュレーションの減少が大きいということが示されます。

レジュメには、年限五〇年、クーポンレート五％の場合の年金国債及び利付国債のデュレーションとその年間変化。毎年毎年どの程度デュレーションが変化するかということを試算してみました。すると、まずデュレーションですが、利付国債は大体三七・五年。一方、年金国債は三一・八年ということになります、先ほど申し上げましたように、利付国債の方がデュレーションが長くなるということになります。

一方、デュレーションは毎年どのように減少していくのかということになりますと、利付国債は毎年の変化が約〇・一八年。逆に、年金国債は〇・三二年減少してまいります。このように、デュレーションにも年金国債の方にメリットがあります。

(3) 年金国債のメリットと問題点

以上、御説明しましたような特徴を持つ年金国債ですが、ではその発行のメリットと問題点にはどういったことがあるのか、これをこれから御説明させていただきます。

まず発行体のメリットとして、元本の一部が強制的に償還されるわけですから、減債基金と同様の債務縮減効果があるということが第一点目として挙げられます。

次に、第二のメリットとして、先ほど御説明しましたように、年限ですとかクーポンレートなどにつきまして、同様の特性を有します利付国債に比べて総償還負担、つまりトータルの財政負担が軽いことが挙げられます。

そして、第三のメリットとしては、やはり同じ特性を有します利付国債に比べてデュレーションが短いため、金利リスクを抑えることができる

というメリットもございます。

一方、投資家側のメリットとしても、やはり三点ほどございます。

まず第一に、每期元本の一部が払い戻されるわけですから、信用リスクが每期削減されます。

第二に、満期に元本が一括償還されないかわりに、毎期の受取額が同じ特性を持つ利付国債に比べて大きくなるというメリットが挙げられます。

例えば、年限五〇年、クーポンレート五％の場合、満期日を除きます各期の名目受取額を比べたとき、年金国債は利付国債よりも大体一〇％程度高く支払われます。満期日に一括した大きな償還がないかわりに、毎期の支払いが大きくなるというメリットは、昨今の定期分配型投資信託への人気の高まりにも見られますように、いわゆる確定利付きを重視します投資家には非常に適した債券であるといえますし、また、もし今後長期的にイ

ンフレが持続する場合には、定期的に元本の一部が払い戻されるわけですから、インフレに対するヘッジという機能も併せ持つことになります。

そして、投資家にとっての第三のメリットとしては、同じ特性の利付国債に比べてデュレーションが短く、その減少速度も大きいわけですから、金利変動リスクが小さく、かつ投資回収期間も短いということが挙げられます。

このように、発行体並びに投資家にとってメリットがあるわけですが、さらに年金国債の導入にとってフォローとなります環境的要因として、二つほど挙げられます。

先ほどイギリスの導入提案のところでも申し上げましたが、まず人口高齢化に伴って年金型金融商品に対する需要が拡大していくだろうということです。

二点目に、年金スキームにおきます確定給付型

から確定拠出型へのシフト。こうした変化に対応できる特性を年金国債は持っていることになりました。

逆に、では年金国債を導入するときの問題点は何でしょうか。

まず、最大の問題点としては、低流動性の可能性です。つまり、流動性が得られないのであれば、発行した年金国債をベンチマーク債にすることはできませんので、発行しても金利に流動性プレミアムがつく可能性がある。したがって、むしろ発行コストの上昇につながるのではないかという懸念が出てまいります。

実を申しますと、この問題が非常に大きくて、イギリスでは年金国債の提案がなされたものの、導入には至りませんでした。

では、なぜ流動性が低いのかと申しますと、二点ほど要因が挙げられます。

一点目は、この年金国債、先ほど申し上げました特徴から、buy and hold型の商品であるということです。

二点目の要因といたしまして、ファンドマネージャーがベンチマークとします主要な債券インデックスに、当然ですけれども、この年金国債は採用されておりません。したがって、機関投資家がポートフォリオに組み込みにくい。イギリスでは、これらの要因から、たとえ発行したとしても流動性が高まらないのではないかという機関投資家からの意見がありまして、結果として年金国債の導入は見送られました。

こういった総体的問題として、低流動性ということがあるわけですが、さらに主体別に見てもデメリットがあります。

まず、発行体にとりましては、元本の一部も償還しなければいけませんから、毎期ベースで見た

ときには、支払い負担が増加します。

投資家にとつてのデメリットは、再投資リスクの増大です。つまり、毎期の受取額が多くなる分、利付国債の場合に比べまして再投資リスクが大きくなってしまふということです。ただし、この問題に関しましては、高齢者のように受取額を消費に使うということであれば、この再投資リスクの問題は生じてこないことになります。

以上、年金国債のメリットと問題点を整理してまいりましたが、まとめますと、年金国債は発行体にとりまして、利付国債を発行するよりも財政負担が軽い。さらに、減債効果がある。そしてまた、キャッシュフロー構造が高齢化社会に適しているというメリットがあります。こういった特徴から、現在の日本にはまさに適した国債であると私は考えております。

ただし、反面、その発行には過少流動性の可能

性という問題もあります。しかしながら、この問題を回避する方法として、年金国債を市場性の国債ではなく、非市場性の国債として発行するという方法が考えられます。

では、この非市場性の年金国債を発行することが可能なのかどうかということを、最後に考えてみたいと思います。

五、国債保有構造の日米英比較

資料の図表14から16に、日本、アメリカ、イギリスにおきます国債の保有構造をまとめておきました。しかしながら、一つ一つの表を説明しておきますと時間ばかりかかってしまいますので、その特徴をレジュメにまとめておきましたので、レジュメの方をごらんいただければと思います。

この日米英三カ国を比較したときの特徴とし

て、まずいえることは、市場性国債で比較した場合には、日本で公的部門の保有比率が極めて高いということです。昨年末時点で、市場性国債残高全体の約五七％を公的部門が保有しております。

なお、ここで公的部門と申し上げておりますのは、中央政府、地方政府、公的金融機関を含みます公的企業、社会保障基金、さらには中央銀行を合わせたものを公的部門と定義しています。

さらに第二の特徴として、非市場性の国債または債務を含めると、アメリカやイギリスでは公的部門及び個人部門の保有比率が上昇するという特徴がございます。

非市場性を含めた場合に、個人部門及び公的部門がどのように変化するかということは、図表14から16にも示していますが、むしろ図表17の方に、非市場性の国債につきまして整理しておきましたので、ごらんいただければと思います。

まず個人向けと政府部門向けに分けてこの図表17を見ていただきますと、日本では個人向け国債というものが非市場性の国債として発行されています。しかしながら、政府部門向けには非市場性の国債は発行されておりません。一方、アメリカやイギリスの場合には、個人向け及び政府部門向けとも非市場性の国債が発行されています。

そこで、まず個人向けについてですけれども、図表17の上から三段目をごらんください。非市場性の国債または債務を含めた場合と含めない場合とで、家計が総残高に占める保有比率がどのように変化するかということを整理しておきました。

まず、イギリスですが、非市場性を含めない場合、家計の保有比率は九・六%ですが、含めると二四・九%まで上昇します。なお、これは二〇〇〇年三月末の数値です。

一方、アメリカ。これは昨年末の数値ですが、非市場性国債を含めない場合、アメリカでは、個人の保有はほとんどありませんけれども、非市場性の国債、つまり合衆国貯蓄国債というものを含めた場合には、二・五%まで保有比率が上昇します。

また、日本の場合ですが、これは個人向け国債を含めない場合には、構成比は二・九%ですけれども、含めた場合には五・一%まで上昇いたします。

一方、公的部門の保有比率はどう変化するかといいますと、これは同じく図表17の下から二段目をごらんください。

まず、イギリスですが、これは九八年三月末の数値ですけれども、非市場性債務を含めない場合、構成比は四・六%ですが、非市場性を含めた場合には一三%まで上昇します。

さらに顕著なのがアメリカの場合です。非市場性の国債を含めない、つまり市場性国債だけで見ただけの場合には、公的部門の保有比率は二三・一％ですが、非市場性国債を含めた場合、その構成比は何と五七％にまで上昇します。つまり、国債全体という観点から見たときには、実はアメリカでも半分以上が政府部門、つまり公的部門が保有していることになります。

このように、アメリカやイギリスでは非市場性国債というものが積極的に活用されているわけですが、でも、では日本、アメリカ、イギリスで発行されている非市場性国債にはどういったものがあるのでしょうか。詳細は、同じ図表17に整理しておきましたが、ここでは時間の節約という意味もありまして、レジュメに沿って御説明したいと思います。

まず、非市場性国債または債務の発行対象です

が、日本におきましては、先ほども申し上げましたように、個人（家計）向けだけです。これは、いわゆる個人向け国債といわれるものが該当します。

一方、アメリカ及びイギリスの場合には、主として家計向け、政府部門向けがごさいます。実を申しますと、アメリカでは、ほかにも外国政府向けですとか地方公共団体向けに非市場性の国債が、少額ではありますが、発行されております。

また、直近の統計が出ておりませんので詳細は明らかではないんですけれども、イギリスでも、過去のイングランド銀行の統計によりますと、個人、政府部門向け以外にも、金融機関を含みます民間法人企業も、非市場性の債務を保有していたと推測されます。ただし、これも少額です。

したがって、非市場性国債といった場合、中心は個人向けまたは政府部門向けになるわけで

すが、この個人向け非市場性国債と申しますのは、イギリスにおきましてもアメリカにおきましても、日本で発行されている個人向け国債と同じような貯蓄性国債です。むしろ政府部門向けの国債、非市場性国債というのはどんなものなのかということがわかりにくいかと思しますので、これから御説明させていただきます。

まず、イギリスの場合ですが、これは非市場性の国債というよりも、政府向けの非市場性債務という名でくくられております。その構成といたしまして、レジューメにございますように、NIL0 Stock、一時貸付金、一時預け金、税預け金証書といったものがございます。

NIL0 Stock は後で詳しく御説明するとして、一時貸付金、一時預け金と申しますのは、いわゆる政府部門またはイングランド銀行から国家貸付基金、日本でいう従来の資金運用部のような、つ

まり財政投融资をつかさどるような政府機関なんです。そこへの短期の貸し付けとか一時的な資金の預けがあります。最後の税預け金証書。これは、簡単にいってしまえば、税金の前払いを記した証書です。

こうした非市場性債務のうち、非市場性国債に該当するものはNIL0 Stock ないしはNIL0 債です。これはどういふものかと申しますと、そもそもDMO（債務管理庁）の一部であります国家債務削減委員会というものが国民保険基金などの政府基金の投資を管理しております。現在、一一の基金が存在しているわけですが、そのうち大規模な基金としては、国民保険基金ですとか国民富くじ分配基金、裁判所基金、破産サビース、そして国民貯蓄銀行基金といったものがございます。

こうしたいわゆる政府基金の投資対象は、各基

金を管理します関連法規定によってある程度異なるわけですが、基本的には中央政府または地方政府が発行する債券に限定されております。

こうした基金の資金運用のために、一九八一年から大蔵省は非市場性の国債でありますTMO債を発行しております。これは、基金の投資が市場性国債のマーケットを攪乱しないようにということが最も大きな目的です。

一方、アメリカの場合も同様です。つまり、社会保障信託基金など政府が管理します信託基金の余剰金は、原則として非市場性の国債で運用することになっております。この余剰金を運用するための国債が、Government Account Seriesという名前で発行されております。その残高の内訳を見てまいりますと、社会保障信託基金が大部分を保有しているということになりますが、実際どういった基金が具体的にどの程度保有しているかと

いうことは、図表17の最下段にその額とともに記載しておきましたので、これは後でござんただければと思います。

長々と保有構造、非市場性国債につきまして御説明してまいりましたが、こうした非市場性国債を含めました国債の保有構造を考えますと、次のように整理できるのではないかと思います。

まず、日本ではほとんど市場性国債しか発行されていません。かつ、その公的保有割合が高いという特徴があります。しかし、英米、特にアメリカでは、個人に加え、政府に属する基金の運用に非市場性国債が積極的に活用されているという実態があります。これは、個人、政府部門とも頻繁に売買を繰り返すというよりも、buy and hold型の投資主体でありますから、非市場性国債の発行対象として非常に適しているのではないかと思います。ということが理由かと思えます。

したがいまして、我が国において年金国債を非市場性国債として発行する場合、発行対象としてどこが適しているかと申しますと、やはり社会保険基金向け、特に公的年金向け及び個人向けが適当なのではないかと私は考えます。

特に、公的年金向けにつきまして発行することは、二〇〇三年一月に発表されました公的債務管理に関する研究会の報告書でも、公的年金の積立金につきまして、非市場性の国債による運用も視野に入れるべきなのではないかということが、実際に提言もされております。

六、わが国における年金国債導入のメリットと課題

最後になりますが、我が国で非市場性の年金国債を発行する場合、そのメリットまたは問題点と

して具体的にどういったものがあるのか、これを最後にお話したいと思います。レジュメの方には、公的年金向けに発行した場合について、メリットと問題点についてまとめてみました。

まずメリットですが、これは国債市場への中立性というメリットがあります。つまり、市場を介さないことで、巨額の公的年金積立金の運用が金融・証券市場、特に国債市場に大きな影響を及ぼさない。つまり、市場性国債のマーケットを攪乱しないというメリットがあります。

第二に、運用成果の不確実性の排除ですが、これは公的年金の名目の運用予定利回りに応じた年金国債を引き受けることで、運用成果の不確実性を排除することができるということです。さらに、インフレに対する不確実性は、物価連動型の年金国債を発行することによって回避することができます。

第三のメリットとしては、非市場性でありますために、入札など国債発行に係ります諸費用を削減することが出来ます。

第四のメリットとしては、年金国債の特性から、社会保障基金が現在保有している国債を利付国債で更新するよりも、財政負担の軽減を図ることが出来ることが挙げられます。

レジュメの方には、具体的に社会保障基金または公的年金資金が昨年末に保有します市場性国債をすべて年金国債に借り換えた場合、利付国債によって更新した場合と比較して、トータルの財政負担がどの程度軽減されるかということ、幾つかの年限TとクーポンレートYのケースで試算してみました。これはあくまでも特定のケースに関する試算ですが、八兆円から三〇兆円強程度、軽減されることになります。

次に、発行に關します問題点ですが、これも三

つあります。

一つは、市場を介さないで発行できますので、発行に關するモラルハザードが生じる可能性が出てくるのではないか。

二点目に、元本の一部も金利とともに償還しますので、満期を除きます各期の支払いが利付国債を発行するよりも増加し、各期ベースでの財政負担が重くなる可能性が出てくる。この支払いを賄うために、年金国債または市場性国債を増発する可能性が考えられます。

三つ目の問題点といたしましては、年金の運用ポートフォリオにおきます市場性証券と非市場性証券の混在です。これは、資料の図表18をごらんいただければと思うのですが、現実問題といたしまして、年金積立金管理運用独立行政法人は、国債以外にも国内外の市場性債券や株式で運用しております。したがって、非市場性の年金国債

を導入した場合には、この運用ポートフォリオに市場性と非市場性の証券が混在してしまうという問題が出てまいります。

では、こういった問題点についてはどのように解釈することができるのか。またレジュメの方に戻っていただきたいのですが、まず発行のモラルハザードにつきましては、年金国債の発行増加は利付国債以上に毎期の支払い負担の増加につながりますから、この特徴は、むしろモラルハザードの歯どめになるのではないかと私は思っております。

二点目の問題ですが、利付国債と比較しました年金国債のメリットは、利払い、元本を合わせましたトータルの財政負担が軽いことに加えて、何よりも減債効果が期待できることにあります。逆に申し上げれば、財政当局が年金国債を発行するということは、市場に対して財政再建の意思

表示をあらわすことにもなりますから、年金国債に係る支払い負担を賄うために年金国債または通常の国債を発行する、こういった問題が生じたときには、財政当局は完全に市場の信頼を失って、市場を通じた資金調達が逆に困難になってしまうことが考えられます。その意味で、年金国債の発行には、強い財政再建の意思が伴わなければならないといえるかと思えます。

最後に、年金運用におきます非市場性証券、市場性証券の混在の問題ですけれども、これは財政当局によります年金国債の中途換金または中途償還を認めた上で、公的年金が必要な分だけ非市場性の年金国債を発行すればいいのではないか。実際に、アメリカやイギリスでは、このような形で運用がなされております。

以上、結論といたしまして、こういった点に留意すれば、超長期の非市場性年金国債を導入する

ことは、前に御説明しましたメリットから、日本の財政再建及び償還負担の軽減に大きな効果をもたらすものと考えられます。

この報告の冒頭で申し上げましたように、今後、国債の発行と償還を取り巻きます環境が変化する可能性が高いと考えられますので、年金国債はこの環境変化にまさに適合した国債であり、その導入を早急かつ真剣に検討すべきであろうというのが、本セミナーにおきます私の結論でございます。

以上で、私の報告を終わりにさせていただきます。年金国債につきましての説明に至らない点が多々あったかと思いますが、この年金国債の導入につきまして、皆様方からの御意見を拝聴できればと思っております。

御清聴、どうもありがとうございました。

若林常務理事 須藤さん、どうもありがとうございました。

年金国債は市場にとっては新しい商品になりますし、発行者、投資家にとりましてもなじみのないものですが、今御説明がありましたように、イギリスで議論され、また日本にもそれが適用可能かどうか検討すべきだというのが須藤さんの御意見だったのではないかと思います。

皆様方から御意見、御質問等、お伺いしたいと思います。いかがでしょうか。

質問者 メリットとデメリットと両方勘案なさって、非常にわかりやすく御説明をいただいたと思います。

最後のところで、ちょっと私がわからなかったのは、年金国債、五〇年物で非市場性と考えた場合の金利はどういう感覚になるんでしょうか。

須藤さんはそれを早急に真剣に検討しなければ

ならないとおっしゃっていますけれども、現在、早急にといった場合は、ようやくゼロ金利政策が終わったばかりのところ、今後、長期金利は上がる傾向にあると思いますけれども、超低金利、ほぼゼロ金利だったところから上がっていくという見通しは、私自身にはよくわからないのですが、この五〇年で非市場性だと考えた場合に、投資家が個人の場合と社会保険資金なんかの場合、両方考えてくださってもよろしいと思うんですけれども、金利は、投資家の側からやっぱ何らかの要求できる金利というか要求される金利というのは、何かあるんじゃないでしょうか。単に財政再建に協力する協利金利、愛国金利みたいなものを考えていらっしゃいますか。

ちよつとそのあたりを、何かお考えがあればお聞かせいただきたいと思います。

須藤 報告の中では御説明いたしませんでした

が、例えばアメリカでは、大きく分けて二種類の非市場性国債がございます。

一つは、完全に市場と連動する非市場性の国債です。つまり、クーポンレートを決定する場合には、例えば三〇年物の非市場性国債を政府部門向けに発行する場合、クーポンレートその他の条件が、市場性国債と同じような形で決められます。

また、貯蓄性国債のクーポンも市場性国債の金利に連動します。

もう一つ決め方がございまして、それは運用する政府内部の基金と交渉する、ないしは法令または規則によりまして、金利の決め方を独自に決定するというやり方がございます。そうすると、極端な場合ですが、アメリカで発行されている非市場性国債の中には、実は金利は一切つけないというものもあります。

では、私が具体的にこの非市場性の年金国債を

発行することを考えた場合に、どういう形で発行すべきかと申しますと、当面は二種類の形で発行していくべきなのではなからうかと考えております。

一つは、財政負担を考えれば、特に公的年金向けに発行されます部分に関しては、ある程度金利を抑える形で発行していかざるを得ないのではないか。

一方、もし個人向けに発行するというのであれば、これはやはりマーケットに連動する形で金利を決めていかなければいけないのではないかと。

ただ、この場合、固定金利にするのか変動金利にするのか、そういった点ではもちろん御議論はあろうかと思いますが、やはりマーケットの需要、もっとはつきり申し上げれば、個人の需要動向を見た上で金利を決めていかざるを得ないのではないかと考えております。

ただ、公的年金の話に戻しますと、公的年金で金利をゼロ、そういった国債で運用することが、果たして将来の年金にどういう影響をもたらすのか。このトレード・オフに関しては何がしかの政策は必要かと思えます。

ただ、国債管理政策という観点からすれば、公的年金向けに発行する場合に、全額をマーケットでの状況に合わせてクーポンレートを決めるのではなく、部分的には独自の決め方、つまり法令によるなど何らかの形でクーポンレートを抑えるような非市場性の年金国債を発行することも重要なのではなからうかと私は考えております。

若林常務理事 よろしいでしょうか。ほかに、どなたかございませんか。

では、私から一つ質問させていただきたいと思えます。

前半の御議論と後半の御議論でちよつとニュア

ンスが違っているような印象を受けましたが、後半の議論では、須藤さんは非市場性ということを非常に強調されています。イギリスで提案された五〇年物の普通型の国債を出したときに、あわせて年金国債型のものを提案したということですが、この場合の年金国債については、もし市場で流動性がつくものであれば自然に任せて流動性がついたらいいではないかという意味では、必ずしも非市場性に限定した議論ではなかったのではないかと思います。

そうしますと、もう少し自然体、非市場性というものにこだわらずに、buy and holdで持ちたい方は持ってください、市場で売るときはそれだけのリスクがありますよ、そういう商品だということと商品設計をして、非市場性という特性をつけないで年金国債を設計するということは考えられないのでしょうか。その辺はいかがでしょうか。

須藤 確かに、イギリスで提案されましたときには、市場性の年金国債という形で提案されました。

そもそも、なぜ年金国債というものが提案されたかと申しますと、イギリスでは、先ほど背景として申し上げましたように、人口の高齢化ということで、超長期の国債に関する需要が年金基金及び保険会社から、九〇年代の後半から非常に強まってまいりました。それに対応することということで、まずは超長期の国債を発行しようということ、そして超長期の国債を発行しようということ、その超長期の五〇年債を發行するときに、普通国債だけではなくて、年金型の特性を持った国債を発行しようということに、次に議論が移ってまいりました。

ただ、当然五〇年の普通国債を発行するにしても年金国債を発行するにしても、実際にマーケットでどれだけ需要があるのか、受け入れられるの

かということを綿密に諮問した結果、普通国債の場合には受け入れられますが、年金国債の場合にはベンチマークに入っていないことから、機関投資家としてはポートフォリオに組み込みづらいという意見が出ました。

結果として、実際に年金国債を発行しても需要がないのではないか。逆にいいますと、年金基金と保険会社だけの需要になってしまうのではないかと。マーケットでの流動性が非常に薄くなるのではないかと。ということで、市場性の年金国債を発行することは見送られております。

ただし、イギリスでこの問題について二度と議論されないかと申しますと、将来的にはこの年金国債の導入を引き続き議論していくという含みは、諮問文書の中では残されております。

そういったイギリスでの状況を勘案しまして、私は市場性がないということであれば、非市場性

で出したらどうかということで、このたび御提案をさせていただいております。

若林常務理事　ありがとうございます。

ほかにございませんでしょうか。

質問者　須藤さん、年金国債といったときに、公的な年金というものにある商品を用意した場合に、私的な年金はたくさんあるわけです。年金を運用して、その運用がうまくかへたかということと競争している。そういうところに出す商品との比較というのは常に問題になると思うんです。つまり、公的年金だけに余り有利な商品をつくってしまえば、そういうことは認められないし、そのあたりはどういうふうに考えたらいいんでしょうか。

須藤　もちろん、公的年金、私的年金向けにどういった商品を発行していくかということは重要な問題かと思えます。私がここで年金国債の導入を提案したのは国債管理政策の観点からですから、

先ほど御説明しましたように、必ずしも公的年金にとつて有利な商品として発行されるとは限らないのではないかと考えております。

また、私的年金向けへの発行の可能性ですが、もちろん需要があれば、非市場性ということで行してもよいかと思えます。つまり、年金国債を発行する場合に、まずやはり市場性があるかどうかということが非常に大きな問題なわけです。もし市場で受け入れられないということであれば、非市場性で出さざるを得ない。ただ、非市場性で出す場合に考えられる対象としては公的年金向けですが、私的年金向けに出してはいけないということにはなりません。

先ほども申し上げましたように、アメリカですとかイギリスの場合には、民間向けにも一部そういった非市場性の国債は発行されております。その意味で、もし私的年金基金の方からどうしても

そのような国債が欲しいという要請がありましたら、それはその段階でまた検討すればよいと思いますし、そういった需要が強いということであれば、改めて市場性の年金国債といったものを考えていけばいいのではないかと私は考えております。

若林常務理事 よろしいでしょうか。ほかにございませんでしょうか。

質問者 今の議論にも少しあるんですが、公的年金が主流だと思うんですけども、個人投資家というのは、五〇年というタームであれば、購入はなかなか難しいのではないかと。とりわけ、流動性がないという形であれば。

公的年金を対象にするのであれば、先ほどもどなたかがおっしゃられましたけれども、運用競争があるわけですから、責任を持って本当にマーケットに忠実であって、現状で運用に値するレベ

ル、発行の水準だとか、このあたりも、条件というのは当然マーケットが決める。先ほどの御説明ですと発行者と購入者でダイレクトに決められるようなこともニュアンス的には少しございましたが、どうしてもマーケットが決めるような性格のものでないと、投資の責任がどの程度確保できるのかというところも問題が出てくるのではないかと思います。このあたりはいかがお考えでしょうか。

須藤 まず、非市場性の年金国債を個人向けに発行する場合ですが、これは、必ずしも四〇年、五〇年といった超長期で発行するのではなく、個人向けにどのような年限を設定すべきか、つまりその需要動向を十分調査する必要があると思います。

また、公的年金を対象に発行する場合ですが、非市場性であれば、これは市場がないわけですから、中途償還を認めて財政当局が額面で引き取ら

ざるを得ないと思います。したがって、非市場性の年金国債に限って申し上げれば、運用競争というものはないといえます。しかし、非市場性の年金国債が導入された後でも、公的年金の運用業者は市場性証券による運用を制限されるわけではないのですから、非市場性年金国債は完全な確定利回り商品、その他の市場性証券はリスク商品として区分した上でポートフォリオを考え、競争してゆけばよいと思います。

若林常務理事 よろしいでしょうか。それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終了させていただきますと思います。

須藤さん、どうもありがとうございました。

須藤 ありがとうございます。（拍手）

（すどう　ときひと・当研究所主任研究員）

（この講演は、平成一八年七月一四日に開催されました。）

国債管理政策と年金国債の導入について

(レジュメ)

国債管理政策と年金国債の導入について

1. 国債管理政策とは (図表 1)

- ・財政政策と国債管理政策
- ・国債管理政策の目的
- ・国債管理政策の適用範囲－発行管理、残高管理

2. 国債（発行）を取り巻く環境

(1) 1990 年代～2000 年代前半までの環境

- ・長期不況と大規模経済対策
 - (a)財政負担増→国債の発行増 (図表 2)
 - (b)民間の資金需要減退と金融機関による国債消化余力上昇 (図表 3)
 - ← 日銀の金融政策 (量的緩和)
- ・低金利持続→利払い負担の軽減 (図表 4)

↓

- ・公債残高の累増 (図表 5) → 債務残高の国際比較 (図表 6)

↓

- ・今後も続く借換債の高水準発行 (図表 7)

(2) 環境変化

- ・景気回復 (不良債権処理による経済構造の正常化)
 - (a)財政負担減→国債の新規発行圧力減退
 - (b)民間の資金需要回復と金融機関による国債消化余力低下

↓

- ・金利上昇→利払い負担の増加

< 中長期的懸念要素 >

- ・家計貯蓄 (対 GDP 比) の低下 (図表 8) → 資金需要を支えられない
- ・郵政民営化等→国債発行計画における公的消化の低下 (図表 9)

3. 残高管理の方法

(1) 国債残高の削減

① 増税・歳出削減による財政黒字化 ⇒ 新規発行抑制、既発債の買戻し

＜問題点＞増税→政治的抵抗

歳出削減→行政による抵抗

⇒現在は新規発行の抑制で精一杯

わが国の買戻し制度は実質的には借換え制度。

② 減債基金の活用

＜事例＞

イギリス（18世紀～20世紀半ば）の3つの基金の失敗

→ 基本的原因は減債より戦費調達優先

→ 個別基金の問題

Wolpole：財政逼迫時に基金の積立金が一般歳出に流用

Pitt：繰り入れ維持のため新たな国債発行という矛盾

→ イギリスの教訓：真の減債財源は剰余金の範囲に限られるべき

⇒財政黒字の達成に帰着

＜問題点＞

日本の減債制度：国債整理基金（1906年創設、67年に現行制度）

→ 毎年の償還に必要な資金を確保することに主眼

(2) 金利（利払い）削減

・高クーポンで発行した国債を低クーポン債に借り換える（低利借換え）ことによって、利払いの観点から債務負担を軽減すること

＜事例＞

① イギリス

- ・18世紀半ばの3%コンソルおよび利下げ3%債（当初3.5%）への債務整理・統合
- ・1888-89年のGoschenの低利借換え（5.91億ポンド）

② アメリカ

- ・低利借換えによるのではなく、1940年代の国債価格支持政策、60年代のツイスト・オペレーションに見られるように、政府と連邦準備がイールド・カーブの水準や形状を操作

国債管理政策と年金国債の導入について

<問題点>

わが国では既に低金利下で国債を発行しており、国債残高が急増した一方で金利負担は増加していない（図表 10）

→ 低利借換えによる債務負担軽減の余地が極めて小さい

(3) 償還年限の長期化

- ・ 残存期間が短くなった国債を長期債に借り換える（長期借換え）ことによって平均償還年限を長期化し、毎年度の償還負担を軽減する

<事例>

① イギリス

- ・ 18 世紀前半におけるイングランド銀行、東インド会社、南海会社が保有する短期・有期債から永久債への転換

② アメリカ

- ・ 1960 年代前半に導入された「満期前借換制度」⇒市場を介さず長期化
シニア満期前借換え（残存期間 5～12 年→満期 15～40 年の新発長期債）
ジュニア満期前借換え（同 1～5 年→満期 5～10 年の新発中期債）
→ 借り換えられた中長期債はツイスト・オペレーションで連邦準備が買い入れ

<留意点>

① 長期債の需要動向

- ・ 英仏では年金基金、保険会社による需要が大きい→50 年債の発行
- ・ わが国では、年金基金、保険会社による市場性国債の保有割合が 05 年末で 12.4%と低い、今後の人口高齢化の進展に伴い、長期債需要が高まる可能性

② インフレ対策

- ・ 物価連動債等による長期借換え

4. 年金国債

(1) 年金国債とは

- ・ 年金国債とは、満期時に元本の一括償還がない代わりに、利子と共に元本の一部も償還され、満期までに債務元本が徐々に消滅していく国債

- ・ 04 年 2 月にイギリスの債務管理庁（DMO）が年限 50 年の超長期国債（普通型、インデックス型）とともに同様の年限・形式を有する年金国債の導入を提案

↓

・導入提案の背景

- ① 人口学的要因（人口高齢化）
- ② 確定給付スキームから確定拠出スキームへのシフト
- ③ 年金ポートフォリオにおける株式から債券へのシフト

(2) 年金国債の特徴

① 一般的特徴

・DMO が提案した年金国債：

当該国債の発行から償還までの全期間に亘り、名目ベース（物価連動型の場合には実質ベース）においてすべてのキャッシュフローが一定となる（超長期）国債（図表 11、12）

・基本的仕様（図表 13）

② 固定利付債との比較

(i) 財政負担

(a) 年金国債の方が利付国債より財政負担が軽く、その程度は年限 T が長いほど大きくなる

(b) 利付国債と比べた年金国債の財政負担軽減率

年限 $T=50$ 、クーポン・レート $Y=0.01 \Rightarrow 15.3\%$ 軽減

年限 $T=50$ 、クーポン・レート $Y=0.05 \Rightarrow 21.4\%$ 軽減

(ii) デュレーション（パー・ボンドを想定）

(a) 一般的に、年金国債のほうが利付国債よりデュレーションが短く、毎年のデュレーションの減少は大きい

(b) 利付国債と比べた年金国債のデュレーションとその年間変化

年限 $T=50$ 、クーポン・レート $Y=0.05$ のとき

	デュレーション (D)	年間変化 (ΔD)
利付国債	37.53	0.176
年金国債	31.75	0.319

(3) 年金国債のメリットと問題点

① メリット

(a) 発行体

- (i) 元本の部分的強制償還による債務縮減効果
- (ii) 同様の特性を有する利付国債に比較して軽い総償還負担
- (iii) 同様の特性を有する利付国債に比較して小さい金利リスク

国債管理政策と年金国債の導入について

(b) 投資家

- (i) 信用リスクの軽減
- (ii) 受け取る資金フローの大きさ
- (iii) 小さな金利変動リスクと短い投資回収期間

(c) 環境的要因

- (i) 人口高齢化に伴う年金型金融商品に対する需要の拡大。
- (ii) 年金スキームにおける確定給付型から確定拠出型へのシフト。

② 問題点

・ 総体的問題＝低流動性の可能性

・ 低流動性の要因

(a) 年金国債は本質的に買い持ち (buy and hold) 型の商品である

(b) ファンド・マネージャーがベンチマークとする主要な債券 (国債) インデックス (FTSE インデックス、iBoxx インデックス、JP モルガンなどの投資銀行が提供している国際債券インデックスなど) に年金国債が採用されていないため、機関投資家がポートフォリオに組み込みにくい

・ 主体別要因

(a) 発行体：毎期の支払負担の増大

(b) 投資家：再投資リスクの増大

5. 保有構造と年金国債の具体的導入一結びにかえて

(1) 国債保有構造の日米英比較 (図表 14、15、16)

<特徴>

- ・ 市場性国債で比較すると、日本では公的部門の保有比率が極めて高く、その残高の約 57% を占めている
- ・ しかし、非市場性国債 (債務) を含めると英米では公的部門および個人部門の保有比率が上昇する。

<非市場性国債> (図表 17)

・ 非市場性国債 (債務) の発行対象

日本：家計 (個人) のみ

アメリカ、イギリス：主として家計 (個人)、政府部門 (公的機関) 向けがある。

- ・ 政府部門向け非市場性国債

① イギリス

- ・ 政府（公的機関）向け非市場性債務（自国通貨建て）の構成

(a) NILO Stock：、国家債務削減委員（会）（Commissioners for the Reduction of the National Debt: CRND）に対して直接発行される非市場性証券

(b) 一時貸付金（Ways and Means advance）：政府部門または BOE から国家貸付資金（National Loan Fund：NLF）への短期（オーバーナイト）貸付

(c) 一時預金（Temporary Deposit Facility）：中央政府および公的企業による NLF への一時的預け金

(d) 税預け金証書（Certificates of Tax Deposit）など

- ・ NILO 債

DMO の一部である国家債務削減委員（会）（Commissioners for the Reduction of the National Debt: CRND）が国民保険基金投資勘定などの政府基金の投資を管理。現在、大規模な基金は国民保険基金投資勘定、国民富くじ分配基金投資勘定、裁判所基金投資勘定、破産サービス投資勘定、国民貯蓄銀行基金投資勘定である。

基金の投資対象は各基金を司る関連法規定によってある程度異なるが、基本的には中央政府および地方政府が発行する債券に制限されている。これら基金の資金運用のために、81 年から大蔵省は非市場性国債である「NILO（National Investment and Loans Office）」債を発行している。

② アメリカ

アメリカの場合は、社会保障信託基金など政府が管理する信託基金の余裕金は原則として非市場性国債（証券）で運用することになっており、Government Account Series の名で非市場性国債が発行されている。その残高の内訳を見ると、大部分を社会保障信託基金が保有している。

↓

- ・ わが国において年金国債を非市場性国債として発行する場合の発行対象

⇒ 社会保障基金向け（特に公的年金向け）および個人

(2) 非市場性の年金国債を発行した場合のメリットと問題点—公的年金向けを中心に

① メリット

(i) 国債市場への中立性

(ii) 運用成果の不確実性の排除

(iii) 国債発行に係る諸費用の削減

国債管理政策と年金国債の導入について

(iv) 財政負担の軽減

05 年末に社会保障基金が保有する市場性国債残高約 59 兆円（内、公的年金資金による保有分は約 58 兆円）をすべて年金国債に借り換えた場合、利付国債によって更新した場合と比較してどの程度財政負担が軽減されるかをいくつかの（年限 T 、クーポン Y ）のケースで試算（単位は兆円、カッコ内は公的年金分）。

($T=30, Y=0.01$) : 8.3 (8.1) 、 ($T=30, Y=0.03$) : 22.2 (21.8)

($T=50, Y=0.01$) : 13.4 (13.2) 、 ($T=50, Y=0.03$) : 33.2 (32.7)

② 問題点

(i) 発行のモラルハザード

(ii) 各年の財政負担の増加

(iii) 年金の運用ポートフォリオにおける市場性証券と非市場性証券の混在（図表 18）

③ 問題点についての解釈と結論

(i) ⇒ 年金国債の発行増加は利付国債以上に毎期の支払負担増加につながるため、モラルハザードに歯止めを掛けることができる。

(ii) ⇒ 利付国債と比較した年金国債のメリットは財政負担が軽いことに加え、何より減債効果が期待されることにある。逆に言えば、財政当局が年金国債を発行するという事は、いわば市場に対して財政再建の意思を示すことにもなり、財政負担増加を賄うための国債発行が生じたときには財政当局は市場の信任を失い、市場を通じた資金調達（市場性国債の発行）に支障をきたすようになるであろう（例えば、借換不能・資金調達未達、プレミアム付加による金利の大幅な上昇など）。その意味で、年金国債の発行には強固な財政再建の意志が伴わなければならない。

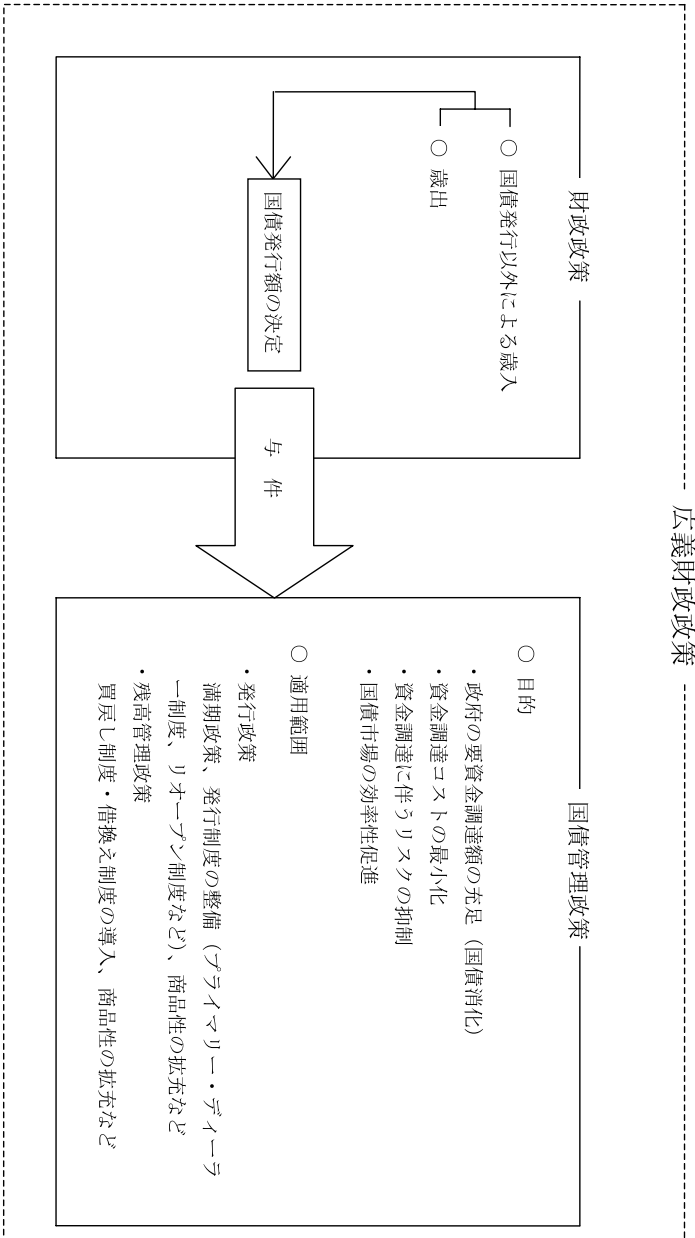
(iii) ⇒ 財政当局による年金国債の途中換金を認めたうえで、公的年金が必要な分だけ（従来日本国債で運用していた分だけ）非市場性の年金国債を発行すればよい。

↓

以上の点に留意すれば、超長期の非市場性年金国債の導入は前述したメリットから日本の財政再建および償還（債務）負担の軽減に大きな効果をもたらすと考えられる。本報告の冒頭で述べたように、今後、国債の発行と消化を取り巻く環境が変化する可能性が高い。年金国債はこの環境変化に正に適合した国債であり、その導入を早急かつ真剣に検討すべきであろう。

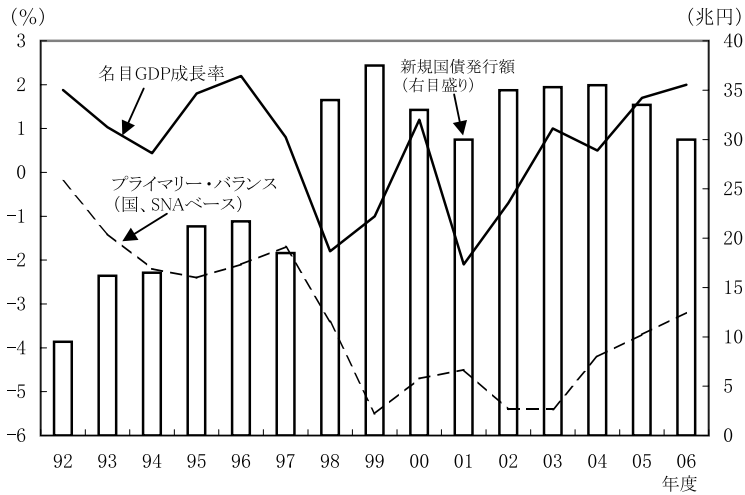
資料

図表 1 国債管理政策の概念



国債管理政策と年金国債の導入について

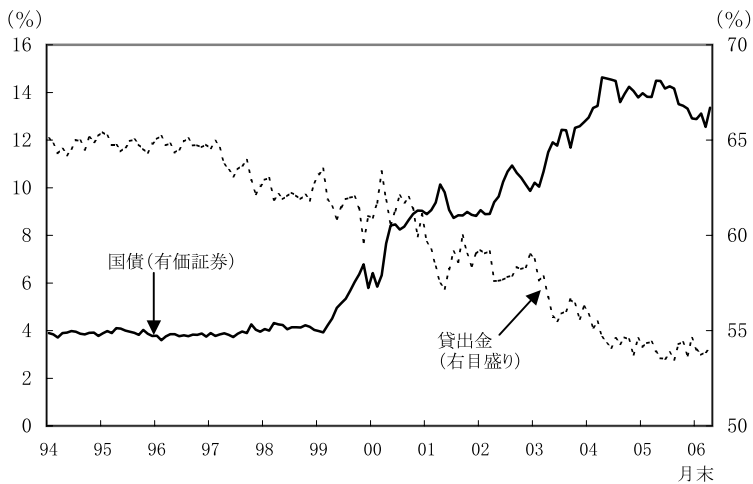
図表 2 経済成長率と財政指標



(注) 06年度の数値は政府見通し

(出所) 財務省、内閣府資料から作成

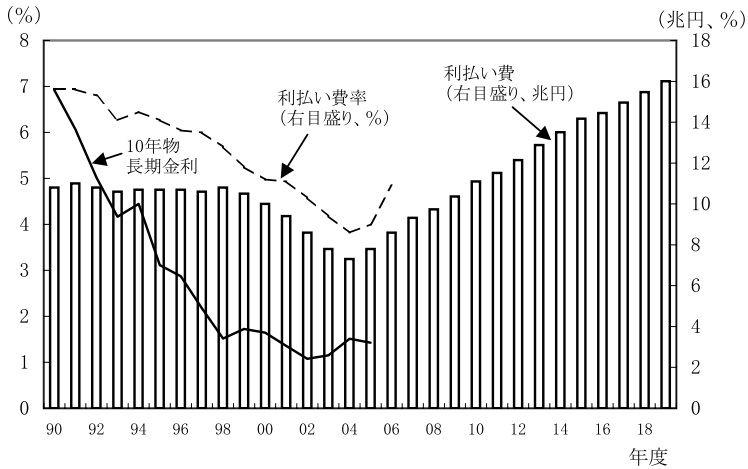
図表 3 国内銀行の総資産に占める国債（有価証券）と貸出金の比率



(注) 銀行勘定ベース

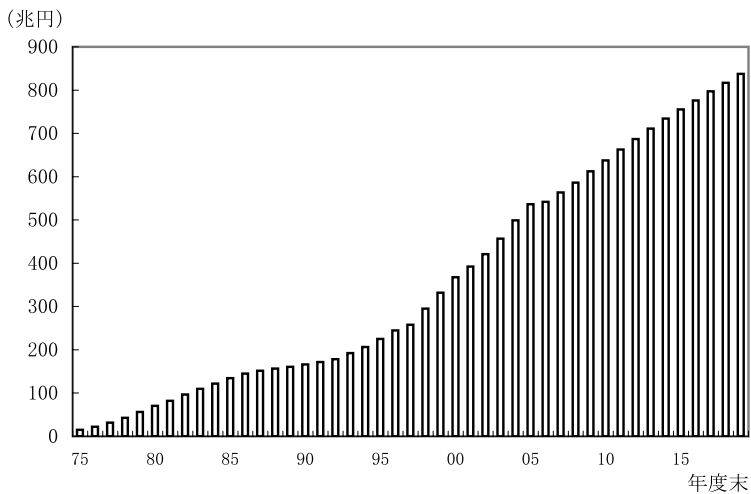
(出所) 日本銀行 HP の統計から作成

図表4 長期金利と利払い費



- (注) 1. 長期金利は年度平均
2. 06年度以降は政府見通し
(出所) 日本銀行 HP 掲載の統計、財務省資料から作成

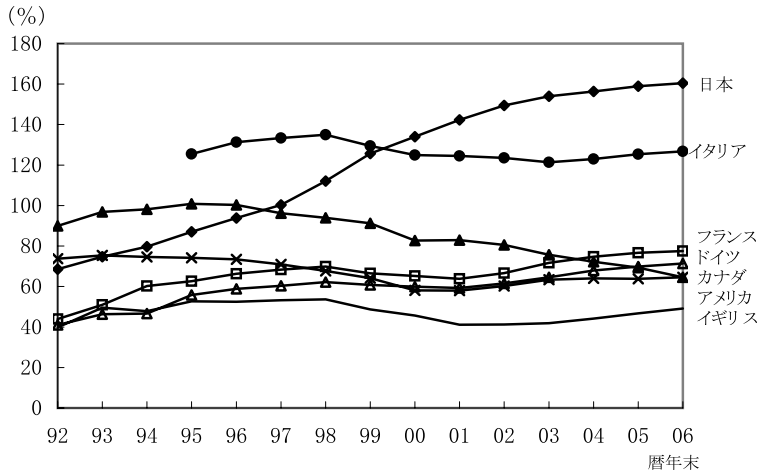
図表5 普通国債残高の推移



- (注) 06年度末以降は政府見通し
(出所) 財務省資料から作成

国債管理政策と年金国債の導入について

図表 6 債務残高の国際比較（対 GDP 比）

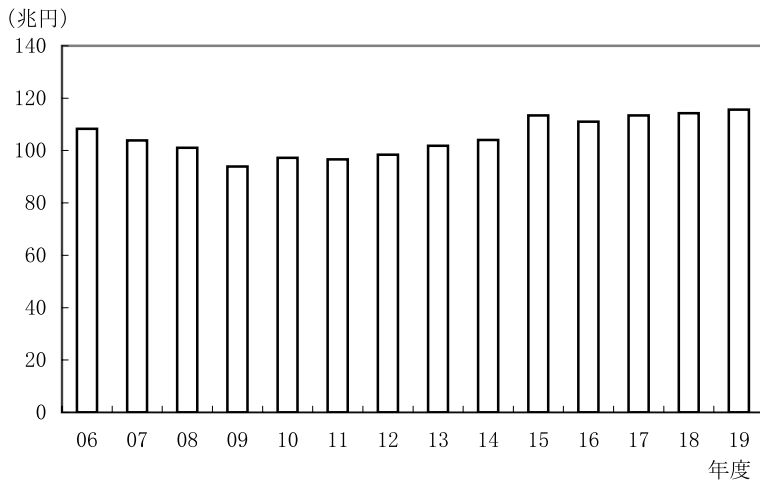


(注) 1. SNA ベース、一般政府

2. 06年末は見通し

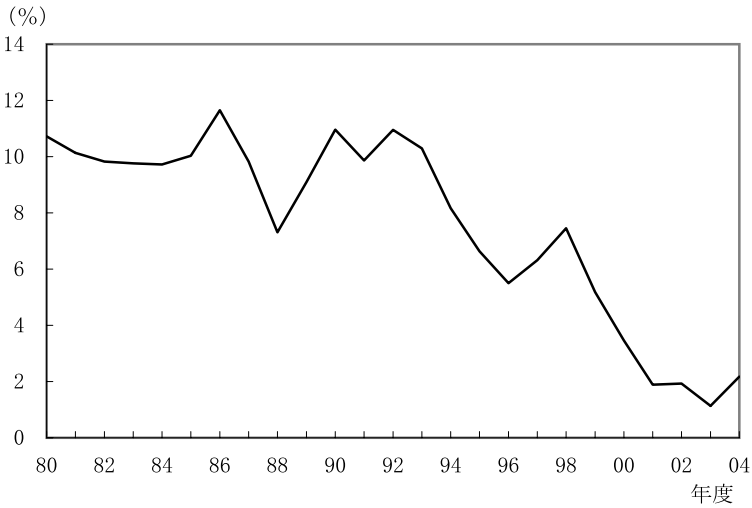
(出所) OECD, *Economic Outlook*, 78, 2005.12

図表 7 借換債の発行見込み額



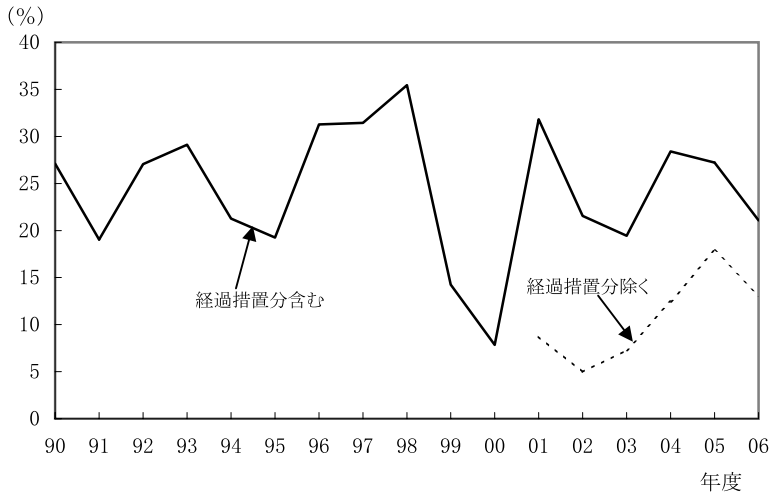
(出所) 財務省、「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（平成18年1月）から作成

図表8 家計貯蓄の対GDP比



(出所) 日本銀行、資金循環表、内閣府、国民経済計算から作成

図表9 国債発行計画における公的消化分の構成比

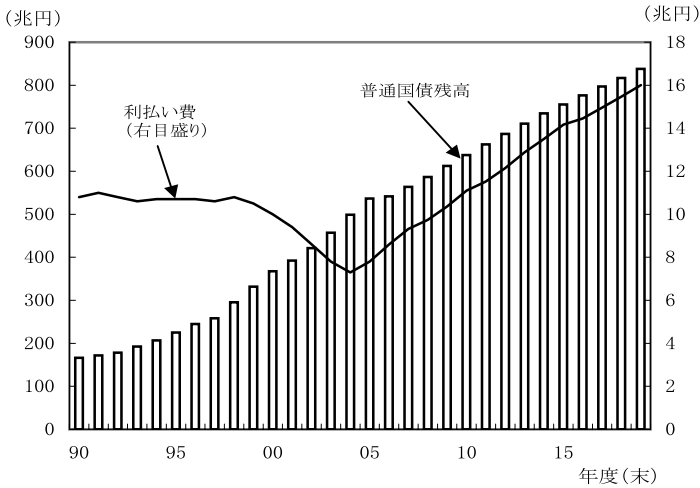


(注) 当初予算ベース

(出所) 財務省資料から作成

国債管理政策と年金国債の導入について

図表10 普通国債残高と利払い費

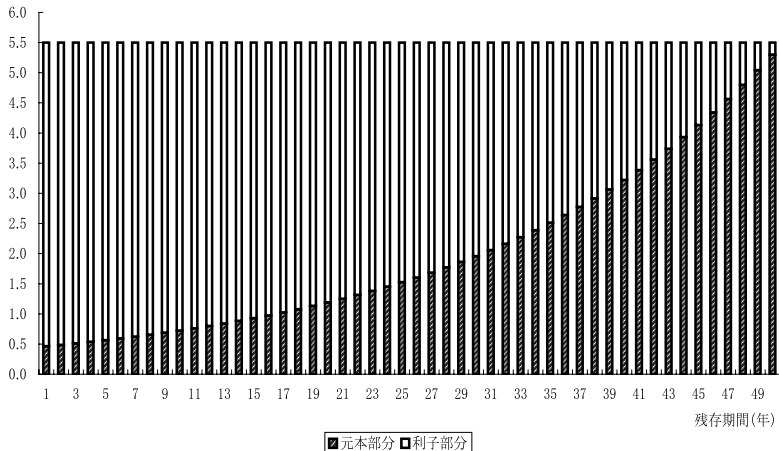


(注) 06年度(末)以降は政府見通し

(出所) 財務省資料から作成

図表11 年金国債(50年債、普通型)のキャッシュフロー

(額面100当たり)



(注) キャッシュフローは半年ベースで計算されているが、図が煩雑になるため、年ベースに集計した

(出所) DMO の資料から作成

図表12 普通型年金国債の特性

・発行から満期までの期間が T 期（年度ベース）、年 2 回（毎半年）に元本の一部と利子を合わせた年金額が支払われる普通型年金国債を想定

- (1) 每期（半年）の元本支払い部分（額面 100 当たり）： P_t

$$P_t = 100 \left\{ \frac{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^t - \left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{t-1}}{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{2T} - 1} \right\} \quad t=1, 2, \dots, 2T$$

- (2) 每期（半年）の利子支払い部分（額面 100 当たり）： C_t

$$C_t = 100 \left(\frac{Y}{2} \right) \left\{ \frac{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{2T} - \left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{t-1}}{\left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{2T} - 1} \right\} \quad t=1, 2, \dots, 2T$$

- (3) 年間支払額（額面 100 に対する比率を年間年金率という）

$$2(P_t + C_t) = \frac{100Y}{1 - \left(1 + \frac{Y}{2}\right)^{-2T}}$$

- (4) 額面 100 当たりの価格： p

$$p = \frac{Av^{\frac{r}{s}}}{2} \left\{ k + \frac{2(1-v^n)}{y} \right\} \quad k = \begin{cases} 1: \text{決済日が権利落ち期間外にあるとき} \\ 0: \text{決済日が権利落ち期間内にあるとき} \end{cases}$$

- (5) デュレーション： D

$$D = \frac{1}{1-v} - \frac{2Tv^{2T}}{1-v^{2T}}$$

上式で Y はクーポン・レート（年率、小数点表示）を表わす。このクーポン・レートは年金国債の発行時に決定、固定され、 $t-1$ 期末の元本残高に対して適用される。

また、 A ：年間年金率、 y ：最終利回り（年率、小数点表示）、 r ：決済日から次の擬似支払日（以下、支払日）までの日数、 s ：支払日から次の支払日までの間（支払期間）の日数、 n ：決済日から 2 回目の支払日から満期までに残っている支払日の数であり、 v は y を用いて以下のように定義される。

$$v \equiv \left(1 + \frac{y}{2}\right)^{-1}$$

国債管理政策と年金国債の導入について

図表13 年金国債の基本的仕様（普通型と物価連動型に共通）

項 目	特 性
満 期（年 限）	40～50 年の超長期を想定しているが、いずれの年限でも発行可能。 →このような超長期債として発行しなければならない制約はないが、年金型の特性を有する以上、長い年限（10～15 年以上）で発行すべき。
年金支払いの頻度	年 2 回（毎半年）を想定しているが、年 4 回（四半期）または毎月も可能（諮問での回答には四半期、毎月の意見もあった）。 →国債である以上、他の国債に合わせて年 2 回がよいのではないか。発行頻度を年 6 回とすれば、投資家は毎月年金を受取ることも可能になる。
額面価値（元本）	発行日の元本残高が額面価値となる。年金国債の特性（定義）から、元本残高は年金支払日ごとに減少する。
複 利(Compounding convention)	複利は擬似支払日（quasi-payment dates）に生じる。擬似支払日とは、当該日にキャッシュフローが生じるか否かに関わらず（権利落ち期間内に決済した場合には、決済直後の擬似支払日にキャッシュフローは生じない）、満期日に応じて決められた定期的な支払日を言う。（擬似）支払期間とは、ある擬似支払日から次の擬似支払日までの期間と定義する。なお、非営業日に生じるはずのキャッシュフローおよび擬似支払日は調整しない（つまりそれらは“繰上げ”されない）。
日数計算（Daycount convention）	割引（つまり価格／利回り計算）および経過利子の計算に対して、actual／actual が用いられる。
権利落ち期間	他の国債に合わせて 7 営業日を想定。

（注） 1. 「→」は報告者のコメントを表わす

2. キャッシュフローを構成する元本部分と利子部分に対する課税方法は決まっていなかった

（出所） DMO 資料から作成

図表14 日本における国債保有構造（05年12月末）

（単位：億円、％）

保有者	市場性のみ		国債全体		政府証券(参考)	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
公的保有	3,756,678	57.2	3,756,678	55.9	4,252,873	55.8
中央政府等	1,537,349	23.4	1,537,349	22.9	1,781,656	23.4
中央政府	3,478	0.1	3,478	0.1	196,478	2.6
社会保障 基金	594,085	9.0	594,085	8.8	594,085	7.8
中央銀行	939,786	14.3	939,786	14.0	991,093	13.0
地方公共団体 ・公的非金融 法人	9,605	0.1	9,605	0.1	9,605	0.1
公的金融機関	2,209,724	33.6	2,209,724	32.9	2,461,612	32.3
郵便貯金	1,207,178	18.4	1,207,178	18.0	1,253,159	16.4
簡易保険	566,287	8.6	566,287	8.4	593,996	7.8
財政融資資 金(旧資金運 用部)	431,123	6.6	431,123	6.4	608,123	8.0
政府系金融 機関	5,136	0.1	5,136	0.1	6,334	0.1
銀行等	1,299,808	19.8	1,299,808	19.3	1,608,411	21.1
機関投資家	891,442	13.6	891,442	13.3	891,941	11.7
保険会社	587,202	8.9	587,202	8.7	587,694	7.7
年金基金	227,681	3.5	227,681	3.4	227,688	3.0
投資信託	76,559	1.2	76,559	1.1	76,559	1.0
その他民間金融機 関	108,335	1.6	108,335	1.6	177,120	2.3
個人・対家計民間 非営利団体	189,505	2.9	342,383	5.1	342,383	4.5
民間非金融法人	7,760	0.1	7,760	0.1	7,760	0.1
非居住者	316,070	4.8	316,070	4.7	342,581	4.5
合　　計	6,569,598	100.0	6,722,476	100.0	7,623,069	100.0

（注）1. 自国通貨建て、時価ベース

2. 国債には財投債を含み、政府証券は国債全体と政府短期証券の合計である

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）日本銀行ホームページ掲載の資金循環表から作成

国債管理政策と年金国債の導入について

図表15 アメリカにおける国債保有構造（05年12月末）

（単位：10億ドル、％）

保 有 者	市場性のみ		国債全体	
	保有額	構成比	保有額	構成比
預金機関	117.2	2.8	117.2	1.4
機関投資家	627.4	15.1	696.5	8.5
保険会社	160.6	3.9	160.6	2.0
年金基金	212.7	5.1	281.8	3.4
(民間)	162.0	3.9	162.0	2.0
(地方公共団体)	50.7	1.2	119.8	1.5
投資信託	254.1	6.1	254.1	3.1
個人(貯蓄証券)	0.0	0.0	205.1	2.5
その他	420.4	10.1	455.8	5.6
公的保有	963.4	23.1	4,654.8	57.0
中央銀行・政府	744.0	17.9	4,199.8	51.4
地方公共団体	219.4	5.3	455.0	5.6
非居住者	2,037.3	48.9	2,041.1	25.0
合 計	4,165.8	100.0	8,170.4	100.0

- (注) 1. 自国通貨建て、額面ベース
 2. 市場性国債の保有は推計値
 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

図表16 イギリスにおける国債（政府債務）の保有構造

（単位：億ポンド、％）

保 有 者	05年12月末		98年3月末(参考)			
	市場性のみ		市場性のみ		政府債務全体	
	保有額	構成比	保有額	構成比	保有額	構成比
銀 行	95	2.0	138	4.6	139	3.4
住宅金融組合	14	0.3	10	0.3	10	0.2
機関投資家	2,559	54.2	1,924	63.5	1,924	47.3
保険会社	1,512	32.0	1,142	37.7	1,142	28.1
年金基金	897	19.0	739	24.4	739	18.2
投資信託	151	3.2	43	1.4	43	1.1
個人・信託	315	6.7	152	5.0	744	18.3
非金融事業法人	—	—	8	0.3	12	0.3
その他居住者	195	4.1	138	4.6	138	3.4
公的保有	385	8.2	139	4.6	528	13.0
中央政府	359	7.6	115	3.8	456	11.2
地方公共団体	3	0.1	2	0.1	2	0.0
公的企業	23	0.5	22	0.7	70	1.7
非居住者	1,158	24.5	521	17.2	572	14.1
国際機関	—	—	1	0.0	52	1.3
中央銀行	—	—	126	4.2	126	3.1
その他非居住者	—	—	394	13.0	394	9.7
合 計	4,721	100.0	3,031	100.0	4,068	100.0

- (注) 1. 自国通貨建て、98年3月末は額面ベース、05年3月末は時価ベース
 2. 中央銀行は、05年3月末は銀行部門に含まれるが、98年3月末は公的部門の中央政府に含まれる
 3. 05年3月末の数値はDMO、ONSの資料からの推計値であり、ノンバンク、証券ディーラーなどのその他金融機関は非金融事業法人とその他居住者（合計）の分類に含まれる

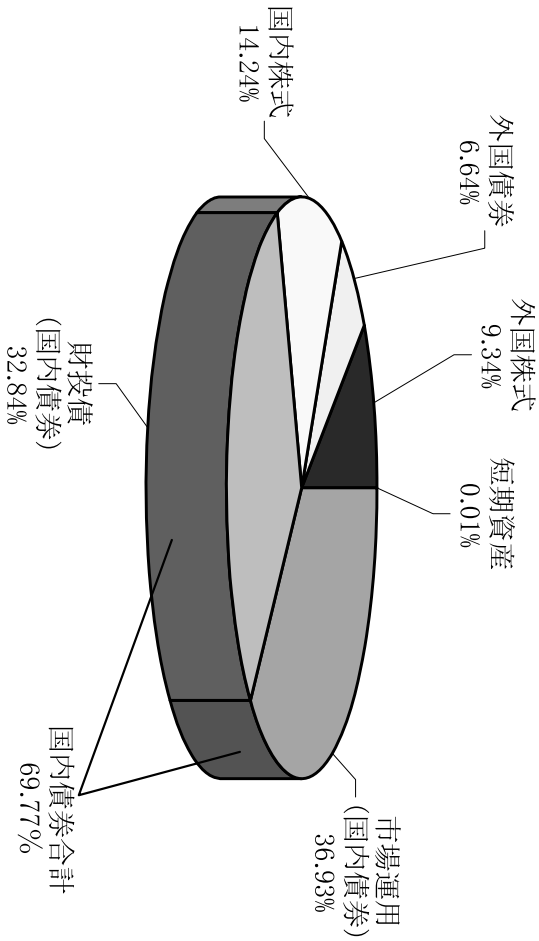
(出所) イングランド銀行 (BOE), *Quarterly Bulletin*, DMO, *Quarterly Review*, イギリス統計局 (ONS), *Financial Statistics* から作成

図表17 非市場性国債（債務）に関する3カ国比較

	イギリス	アメリカ	日本
非市場性国債の残高 (2005年12月末)	865億ポンド(額面ペー ス) 公的債務全体に占める割合 : 23.1% 注) 1. 2000年3月末。 2. 非市場性債務の残高。これには非市場性国債のみならず、政府部門に対する買付なども含む。	4兆460億ドル(額面ペー ス) 市場性国債を合わせた総国債残高に占め 割合 : 46.0%	15兆2,878億円(時価ペー ス) 市場性国債を合わせた総国債残高に占める 割合 : 2.3%
<個人向け(貯蓄性国債)> 家計等が保有する 国債総額に占める 比率 (2005年12月末)	70.2% (信託を含む) 注) 2000年3月末。	ほぼ100% (個人のみ)	44.7% (対家計民間非営利団体を含む)
非市場性国債(債務) を含めない場合と含め た場合との総残高に 占める家計等の保有比 率の変化 (2005年12月末)	9.6% → 24.9% 注) 1. 2000年3月末。 2. 中央政府保有分を除く残高ペー ス	N.A. → 2.5%	2.9% → 5.1%
<政府部門向け> 政府が保有する国債 総額に占める比率	73.7% 注) 1. 98年3月末。欄外の注を参照。 2. 中央・地方政府に公的企業を加えた公的保有分 に占める比率。	99.9%以上 注) 1. 2005年12月末。 2. 政府保有分に占める比率。	
非市場性国債(債務)を 含めない場合と含めた 場合との総残高に占 める公的部門の保有比 率の変化	4.6% → 13.0% 注) 98年3月末。欄外の注を参照。	23.1% → 57.0% 注) 1. 2005年12月末。 2. 地方公共団体が運営する年金基金を公的保有に含めた場合、公的保有の構成比は2006年12月末で 24.3% → 58.4%となる。	
保有額が多い基金	国民保険基金(301.1億ポンド) 裁判所基金(50.46億ポンド) 国家宝くじ分配基金(21.71億ポンド) 破産サービズ(11.60億ポンド) 国民貯蓄銀行基金(9.45億ポンド) 注) 1. 投資勘定。 2. カッコ内は2005年12月末の基金残高。	運邦老齢・遺族保障信託基金(約1,66兆ドル、47.4%) 運邦職員退職基金(約0.67兆ドル、19.1%) 運邦病院保険信託基金(約0.29兆ドル、8.2%) 運邦障害者保障信託基金(約0.20兆ドル、5.6%) 注) カッコ内は2005年12月末の非市場性国債(政府勘定ペー ス)の保有残高および同ペー スの総残高に 占める割合。	

(注) イギリスにおいて、非市場性債務の統計は2000年3月末まで公表されている。しかし、2000年3月末には中央政府保有(official holdings)の統計が非公表となり、また、99年3月末以降は中央銀行保有分が公的保有から銀行部門に移行されたため、公的保有の統計について98年3月末の計数を採った(出所) 各国資料から作成

図表18 年金積立金管理運用独立行政法人による運用資産の構成状況
(05年3月末)



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人、『平成16年度資金運用業務概況書』から作成