

## 日本の国債と地方債の累積と問題点

代田 純

### 一 はじめに

わが国の公債残高が国際的に見ても、極めて高い水準にあることは、しばしば指摘されている。

公債残高の増加は、債券市場の拡大につながり、一面では証券市場の発展ともなる。しかし他面では、政府債務の増加であるから、いずれは増税か、インフレによる実質償却か、もしくは歳出削減による返済を余儀なくされる。これらの選択肢のいずれもが、国民経済にとって痛みを伴うこと

は自明である。

本稿では、日本の公債残高が国際的に見て、突出していることを確認する。ついで日本の公債残高が国際的に突出した背景について検討する。国債については、日本銀行による量的緩和政策と買い切りオペ、そのもとにおける商業銀行による国債保有増加、さらには郵貯・簡保など公的金融による保有が大きな受け皿となった。他面では、外国人や個人による国債保有は、国際比較すると、著しく低い。

地方債については、一九九〇年代における内需

拡大策で、地方の単独公共事業が大幅に増加したことが、大きく影響している。その後、地方債残高増加により公債費負担が増加し、利払い負担が問題化した。地方債は、従来、郵貯や簡保といった政府系資金によって支えられてきたが、政府系資金のシェアは低下している。代わって市場公募や銀行など民間資金が増加している。

現在わが国では、プライマリー・バランスの黒字化といった議論がなされているが、海外の経験も視野に入れつつ、国債と地方債を合わせた公債残高の削減をはかることは不転の課題である。

## 二、突出する公債残高

日本の公債残高はすでに一九八〇年代の後半においても、国際的に見ると高い水準にあった。<sup>(1)</sup>

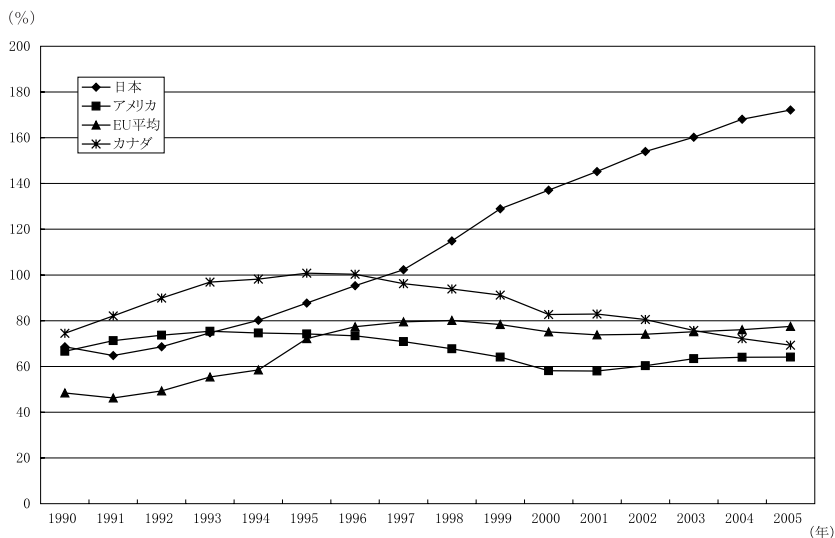
一九八八年時点でOECD加盟国の公債残高対GDP比率では、ベルギーが二五・四%、カナダが七〇・九%、デンマークが七一・六%、オランダが八四・四%、アメリカが六四・八%であった。

これに対し、日本は七四・一%であり、これらの諸国と同様に高い水準にあった。しかし、一九八八年の時点では、国際的に見ても突出しているとは言いがたかった。ベルギー、オランダといった「超大国」ならぬ公債「超高国」があったからである。もっとも、一九八八年時点での日本のデータには、旧国鉄などの「隠れ債務」は含まれておらず、これらが一九九〇年代後半以降に顕在化し、日本のデータに含まれることとなる。

しかし、その後、日本の公債残高は、いわば「独歩高」の様相を呈した。図表1が示すように、カナダの場合、公債残高の対GDP比率は一九九五～一九九六年の一〇〇%前後をピークとして漸

日本の国債と地方債の累積と問題点

図表 1 政府債務残高の対 GDP 比率



次低下を続けた。デンマークも一九九三年の九〇・四％をピークとして低下してきた。図表 1 には掲載されていないが、ギリシャは一九九五年以降データが算出されており、一九九五年に一一四％であり、二〇〇一年には一三二％まで上昇したが、二〇〇六年には一二三％まで低下した。また EU のなかで公債残高が高水準で、ユーロ導入にあたり問題視されてきたイタリアも、一九九五年には一二二％であり、一九九八年には一三二％まで上昇したものの、二〇〇六年には一二二％まで低下した。このように EU では公債残高の抑制に成功している国が多い。ただし、ドイツやフランスなど、EU の基軸国では逆に公債残高が増加している。

他方、イギリスでは一九八八年に四二％であり、一九九七年には五三％まで上昇した。その後、二〇〇一年～二〇〇三年に四一％台へ低下し

たが、二〇〇六年には五〇％へ上昇した。またアメリカも同様な推移をたどり、一九八八年に六五％であったが、一九九三年には七五％まで上昇、二〇〇〇年～二〇〇一年には五八％まで低下したが、二〇〇六年には再び六四％へ上昇した。

したがってベルギー、デンマーク、フィンランド、オランダ、スペイン、スウェーデンなどEU加盟国で公債残高の削減に成功している。他方、独仏や英米など、G7を構成するような諸国では近年共通して公債残高の増加が読み取れる。しかしこうしたG7諸国の場合でも、五〇～七五％といった水準への上昇であり、日本の一七五％（二〇〇六年）への上昇は突出している。なぜ日本では、公債残高の対GDP比率が一七五％といった国際的に見て突出した水準まで累積したのであるか。これが以下での検討課題である。

### 三、九〇年代における歳出膨張

公債残高の国際比較からする突出をもたらした要因として、第一に、九〇年代において財政の歳出が膨張したことがある。財政赤字を削減し、公債残高を抑制する第一歩は歳出の削減であろう。

しかし日本では歳出削減という動きが作用しにくく、実態として財政が膨張しやすいと見られる。

図表2は一般政府支出（国と地方の合計）の対GDP比率を国際比較したものである。これによると、ユーロ圏では一九八八年に四七・七％と相対的に高水準であったが、一九九三年における五一・九％をピークとして低下し、二〇〇〇年には四六・三％まで低下した。したがってユーロ圏では一九八八年から二〇〇〇年までの期間において一ポイント程度低下したこととなる。ユーロ圏は

日本の国債と地方債の累積と問題点

図表 2 一般政府支出の対 GDP 比率



周知のように、マーストリヒト条約によって「収束」(コンバージェンス)条件を決めており、財政赤字の対GDP比率3%以下、政府債務残高の対GDP比率6%以下といった項目がある。加盟国は条約に規定される収束条件を遵守せざるをえない。もちろんドイツのように二〇〇二年から財政赤字の対GDP比が3%を超えて違反している事例はあるが、少なくともEU加盟国やユーロ参加国に財政赤字や政府債務の削減努力を強いるものとなる。

またアメリカでも一般政府支出の対GDP比率は一九八八年における三六・二%から、二〇〇〇年には三四・二%と低下傾向を示している。このためOECD平均の同比率も一九八八年の三九・六%から二〇〇〇年には三九・二%と同水準で推移、もしくは低下している。

他方、日本では一九八八年に一般政府支出の対

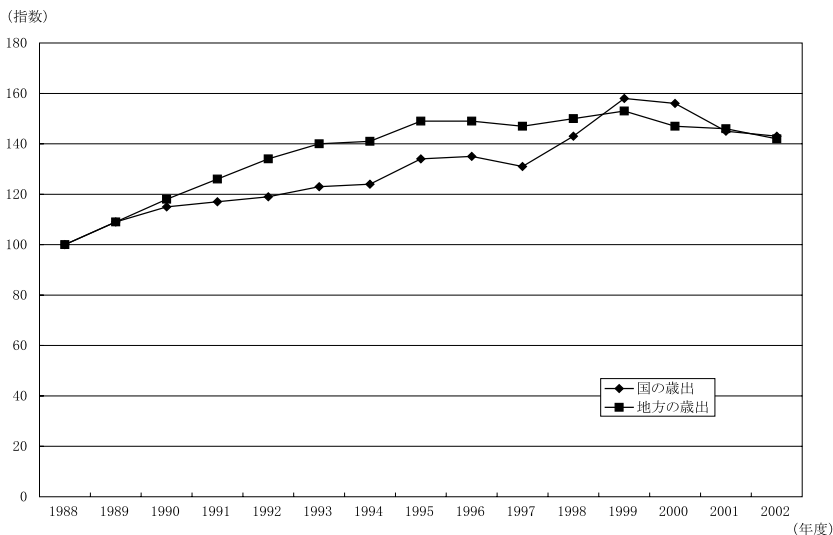
GDP比率は三一・九%とEU平均に比して低い水準にあった。しかし一九九二年の三三・六%から上昇が目立ち、二〇〇〇年には三九・二%まで上昇した。一九八八年から二〇〇〇年にかけての比較では、七ポイント以上の上昇になるが、OECD加盟国としては、他に例を見ない上昇である。韓国が日本に次ぐが、一九八八年から二〇〇〇年にかけて五ポイントの上昇であった。日本の一九九〇年代における一般政府支出の増加が、二〇〇〇年以降における公債残高の突出につながったことが読み取れる。

一九九〇年代における日本の一般政府支出の増加をもたらした要因は、地方政府主導型の公共事業が一因であろう。図表3は国と地方の歳出額を一九八八年度以降について指数化（一九八八年の歳出額を一〇〇とする）したものである。国と地方の歳出額には地方交付税交付金など重複分があ

る。しかし図3では、この重複部分を削除しないで、比較している。この比較によると、一九九〇年代を通じて地方財政による歳出増加が、国による歳出増加を上回っていたことがわかる。一九八八年度における歳出を国と地方についていずれも一〇〇とした場合、一九九五年度に国の歳出は三四となったが、地方の歳出は一四九にまで達している。地方の歳出は一九九七年度に一四七、一九九八年度に一五〇と高い水準で推移している。その後、二〇〇〇年度以降、三位一体改革のつながる動きが強まり、地方の歳出がやや抑制されることとなった。しかし一九九〇年代に、対米関係もあり内需拡大策がとられ、地方政府の歳出が膨張していったことが、この時期における一般政府支出の増加を規定していた。もっとも国の歳出が増加していないわけではない。国による歳出も増加したが、地方が一層顕著であった。

日本の国債と地方債の累積と問題点

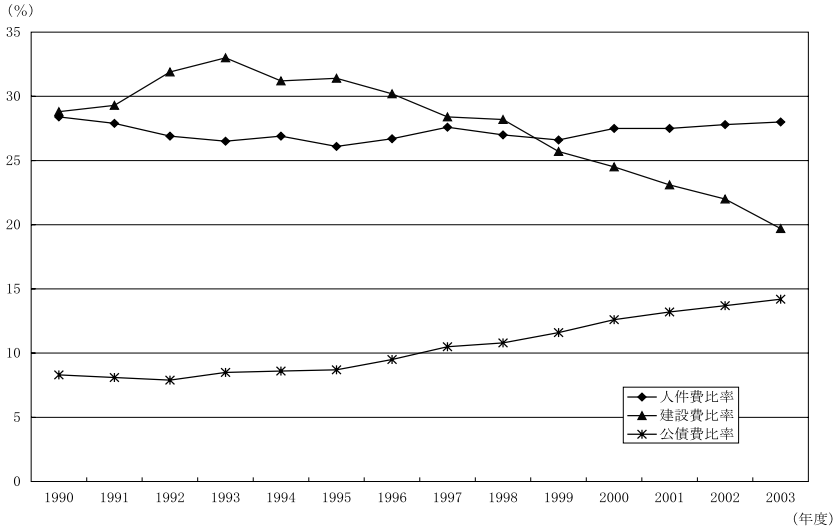
図表 3 国と地方の歳出動向



こうした関係は金額ベースで見ても、同じである。一九八八年度から一九九八年度まで、地方財政の歳出額は国の歳出額を上回っていた。差額がひろがった一九九五年度の場合、国の歳出額が八六・五兆円であったが、地方の歳出額は九八・九兆円であった。今日の三位一体改革でも指摘されているように、国と地方の財政関係は、業務量（歳出額）が六（地方）対四（国）であるのに、税収が四対六であることに問題がある。一九九〇年代から地方の歳出が国よりも膨張し、一般政府支出が増加してきた。

では一九九〇年代に地方政府中心に増加した歳出の内容は何か。図表 4 は地方（都道府県と市町村の合計）による歳出の主要経費について、一九九〇年代からの構成比率の推移を見たものである。これによると、一九九〇年代において最も構成比率が高かった経費は建設費であり、一九九二

図表4 地方歳出の構成比



年度から一九九六年度までの五年にわたり三〇～三五％といった高い比率を占めている。建設費とは普通建設事業費であり、補助事業と単独事業、そして国直轄事業から構成されている。補助事業とは国から補助金がついて実施する建設事業であり、単独事業とは地方公共団体が単独で実施する建設事業である。しかし地方による単独事業にあたっては、多くの場合に地方債の起債が「許可」されて、地方債によって単独事業は資金調達されていた。この単独事業が一九九〇年代の地方公共団体による建設費のなかで、過半を占めていた。一九九五年度的場合、建設費約三二兆円のうち、単独事業は一七兆円を占めていた。この単独事業は地方債によってファイナンスされるが、単独事業の多くが基準財政需要に算入されるため、地方債の多くが地方交付税交付金によって元利償還が「政府保証」されてきた。



一九九〇年代には、貿易黒字の拡大等によって、アメリカから内需拡大策が要求されていた。しかしすでに国の財政は赤字が大きかったため、主として地方公共団体によって公共事業の増額が担われた。地方は財源に乏しかったため、地方債の起債が認められ、その地方債の元利償還は地方交付税交付金によって支えられてきた。したがって、最終的には国の財政負担も増加し、国債の増発圧力も強まることとなった。その後、地方公共団体には地方債の増発によって、年々公債費負担が重くのしかかってきた。この結果、地方公共団体の財政破綻が注目されることとなった。

日本の一般政府による公共投資の高さは国際的に見て突出してきた。OECDによる公共投資の対GDP比率を国際比較した資料がある。<sup>2)</sup> 縦軸が一九九八年～二〇〇四年の対GDP比率平均であり、横軸が一九九〇年～一九九七年の同比率平均

である。これによると、日本の場合、一九九〇～一九九七年の平均が七・六一％であり、一九九八～二〇〇四年の平均が六・三八％となっている。OECD加盟国で日本は突出している。日本に次ぐ国はトルコであるが、同じく六・一九％と五・二四％である。また韓国も五・〇七％と五・六三％である。トルコはOECD加盟国中、1人あたり純国民所得が最低であり六三三三米ドル、韓国は下位から六位であり一六、六六九米ドルである。日本もOECD平均をやや下回る水準であり、二二、六一七米ドル（いずれも二〇〇三年現在）となっている。こうしてみると、公共投資の規模が大きい国は、成熟した経済構造の国ではなく、OECD加盟国とはいえ開発段階から抜け出した国といった見方も可能であろう。

以上のような、一九九〇年代における地方財政主導での歳出膨張が、一九九〇年代での一般政府

支出増加をもたらし、ひいては公債残高の突出を誘発した大きな要因ではあるまいか。ただし地方政府の公共事業による財政赤字は地方債によってファイナンスされるが、最終的には地方政府の赤字となるものではない。すでに指摘したように、地方交付税交付金によって地方債が元利償還を保証される限り、国の歳出によって支えられてきたためである。

プライマリー・バランス (PB) とは、「財政赤字—利払い費」であるが、二〇〇三年度の場合同、国と地方を合計したPBは二七・四兆円であるが、うち国のPBは二八・六兆円となっている。地方政府は利払い費を除くと黒字であった。またIS (貯蓄・投資) バランスで見ても、同じ国と地方の合計で三八・七兆円赤字であったが、国が三五・五兆円を占めていた。しかし、こうした国の財政赤字の一因は、地方による公共事

業と地方債、そして地方交付税交付金の三点セットであった。<sup>(3)</sup>

#### 四、日本銀行による買い切りオペ

以上のような財政の歳出面での動向が、公債の供給面での要因であったとすれば、需要面では以下に見るような金融市場の事情が大きく影響している。

日本銀行がゼロ金利政策から量的緩和政策と、超金融緩和政策をとり続けてきたことが、公債残高の国際的突出をもたらした要因として大きい。超金融緩和の政策手段として、国債の買い切りオペがフルに活用されてきたからである。もともと日本銀行としては、流動性の供給のために国債買いオペを実施しているのであり、国債市場の安定化やその消化といった側面は否定してきた。しか

し、結果として、日本銀行による買い切りオペが国債市況の下支えをし、またその消化に寄与してきたことは否定できないところであろう。

日米欧の中央銀行のなかで、買い切りオペ自体は特殊日本の政策手段ではない。アメリカの連邦準備も長期的な国債を含み、買い切りオペを実施している。他方、欧州の中央銀行は概して買い切りオペには慎重であり、イングランド銀行の場合、買い切りオペは大蔵省証券(TB)などで残存期間が短いものに限定してきた<sup>(4)</sup>。これは短期金利の調節が中央銀行の金融政策の役割であり、長期金利に関与することは中央銀行にとって本来の責務からの逸脱と考えられてきたためと推定される。

しかしアメリカの場合、ニューヨーク連銀がオペを担当し、SOMA (System Open Market Account) という勘定で、オペの買取国債を保

有している。SOMAによる国債保有額の合計は七、六〇九億米ドル(二〇〇六年八月九日現在)

であるが、これはレポオペによる一時的保有額も含んでいる。七、六〇九億米ドルのうち、三〇五億米ドル(二〇〇五年年末現在)がレポオペによる一時的保有額である<sup>(5)</sup>。差し引き約七、三〇〇億米ドルが買い切り(アウトライト)オペによる保有額となる。SOMA勘定のうちNY連銀の本体勘定には二、九七五億米ドルが計上されている(アウトライト分)<sup>(6)</sup>。半分以上がTノートとTボンドである。このほか、TBを二七七〇億ドルほど保有している。アメリカの場合も、一〇年債で残存期間が九年を超える新発債に近いものも保有(買い切り)されている。しかし相対的には残存期間は平準化されている。ニューヨーク連銀がホームページ上に公表している保有国債の満期構成を見ると、残存満期が五年を超える国債は五三

○億ドル程度であり、一八％程度である。またS O M A 勘定で七六〇九億ドルの保有額であるが、ニューヨーク連銀で二、九七五億ドルが保有されており、同連銀の総資産三、六一〇億ドルの八二・四％にあたる。確かに連銀の場合も、買い切りオペによつて総資産の八〇％以上が国債となっているが、総資産の規模自体が日銀に比較して小さい。

日本銀行は二〇〇五年二月末現在の総資産残高が一五五兆六、〇七一億円となっているが、これはドル換算すると一兆四一四六億ドル（一ドル＝一一〇円）である。中央銀行の資産規模自体が日本の場合、非常の大きい。そして一五五兆円の総資産について、うち九九兆円が国債（F B を含む）となっている。こうした日銀の資産規模の肥大化は、国債買い切りオペが頻繁に実施されたことに起因しているよう。

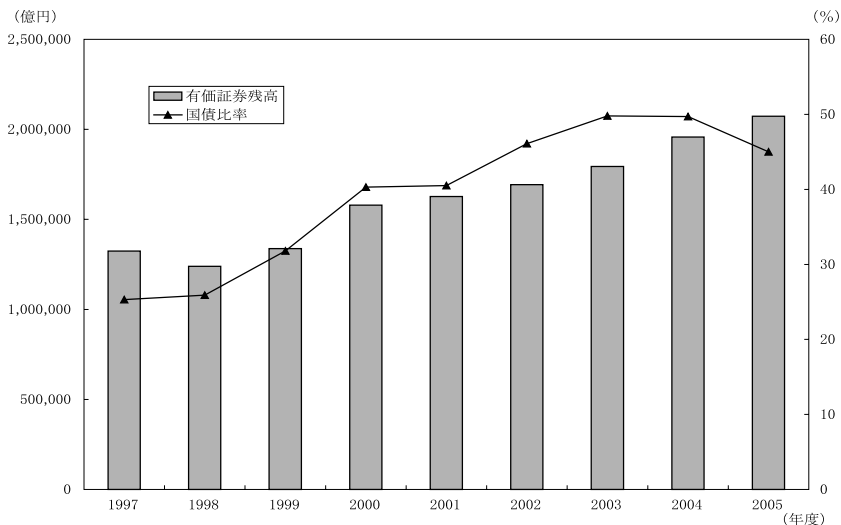
## 五、銀行による国債保有の増加

日銀信用が国債を軸として拡張するに伴い、民間銀行による国債保有も増加した。図表5が示すように、全国銀行による有価証券保有額は一九九七年度には一三二兆円であったが、二〇〇三年度には一七九兆円まで増加し、有価証券に占める国債の比率は同じく二五・三％から四九・八％まで上昇した。金額にして五六兆円程度、銀行が国債を買い増したことになる。

銀行が国債を買い増した要因としては、以下の諸点が指摘できる。第一に、銀行は一九九〇年代以降、構造的に貸出難に直面していることである。そもそも一九八〇年代以降、設備投資の減速傾向のなかで、企業の資金需要は後退してきたが、八〇年代後半のバブルで一時的に貸出は回復

日本の国債と地方債の累積と問題点

図表5 銀行による国債保有



した。しかし一九九〇年代以降、再び貸出は伸び悩み、他方で預金はそこそこ増加する傾向が続いた（預金の貸出超過傾向）。銀行は運用先に苦慮しており、国債は格好の運用対象となった。

第二に、一九九〇年代は銀行にとって不良債権問題がのしかかった時期であり、不良債権の抑制のため、中小企業向け貸出などが削減された。第一点とも関連しつつ、こうした貸出抑制の反面で、銀行にとって国債は「不良債権化」するリスクがない運用対象となった。銀行にとって中小企業等に貸し出した場合、金融庁の指導もあり担保価値が下落すると、貸出先に担保の積み増しを要求するか、貸出を回収する必要がある。いずれも対応できない場合には、不良債権として区分することとなる。地価の下落が続いた時期には、貸出担保の価値低下は不可避であったから、こうした流れは必然であった。他方、日銀が買い切りオペ

で「買取」を保証し、価格上昇している国債にはこうしたリスクはなかった。

第三に、日銀が買い切りオペで買い取る場合、市場実勢に比べ、高めで買い取るため、銀行にとって国債は利益が保証されていた。日銀が国債オペを市場にオフアールした場合、市場から応札があるのは、市場にとって収益につながるからである。

第四に、BIS規制によって貸出はリスクに算入されるが、国債はリスクフリーに区分されており、BIS規制の関連からも国債は有利な運用対象であった。リスク資産としての貸出は、総資産に算入され、自己資本比率を低める要因となる。しかし国債の場合には、リスクフリーであり、総資産に算入する必要はない。こうしたBIS規制の関連からも、銀行は貸出を抑制し、国債を保有することとなった。

以上のように、銀行が国債保有額を増加させた要因として、構造的な貸出難、不良債権問題、日銀オペ、BIS規制といった諸点を指摘できる。

## 六、財政投融资改革と郵貯・簡保

財政投融资改革の理念は、マネーを「官から民間へ」であった。改革の理念からすれば、郵貯など公的金融機関経由で広義の政府部門へ資金が流入することを抑止することになる。改革後の動向を見ると、一面では郵貯等の残高は減少しており、資金調達面では一定成功しつつある。しかし他面では郵貯等の運用において国債は改革後急増しており、改革前よりも資金は政府部門へ流れているとも言える。

郵貯の主力貯金は定額貯金である。定額貯金は特殊な金融商品で、預け入れから半年経過すれば

出し入れ自由という「流動性」と、預け入れ時の金利が最長一〇年継続するという「高利回り」が同時に備わっていた。一九九〇年代前半に金利が上昇した時点では、郵貯の定額貯金には巨額の資金流入が発生した。一〇年間にわたる高利回りを求める資金が流入したためである。

しかし巨額の資金流入が、郵貯の収益に必ずしもプラスとはならなかった。かつて郵貯は財投に全額預託義務があり、運用利回りは財投の預託・貸出金利であつたためである。したがって郵貯の利鞘＝財投の預託・貸出金利－郵貯金利となり、郵貯金利に対応して財投の預託・貸出金利が上昇しなければ、郵貯の利鞘は悪化を余儀なくされる。財投の預託・貸出金利は旧大蔵省によって実質決定されていた。

こうした事情から郵貯は自主運用を要求し、利鞘の改善を指向してきた。この延長線上で、財政

投融资改革によって郵貯は全額自主運用が可能となった。とはいえ、経過措置として国債の購入と保有が決められている。また郵貯にせよ、簡保にせよ、株式の直接的な保有は従来不可能であった。企業の国有化を意味するからである。株式保有は信託勘定を通じた一部に限定されてきた。また直接的な貸出も不可能であつた。こうした条件と制約のなかで、郵貯と簡保の資産において国債が急増することになった。

簡易保険の主力保険は養老保険であつた。簡易保険は養老保険を含めて、保険金額の上限額を一〇〇〇万円としてきた。ただ養老保険の特質は、満期を迎えた時点での満期保険金も一〇〇〇万円であり、これに加えて、さらに運用成果が上乗せされた。したがって養老保険は保険であるが、貯蓄性を兼ね備えていた。他方、民間生命保険では支払った保険料が全額払い戻されることは通常あ

りえない。民間保険では、保険料から経費を差し引き、その残額が満期（もしくは解約）保険金となるからである。運用によって、ある程度補うことは可能であるが、職員経費などの部分を近年の低金利環境で完全に補完することはありえない。したがって民間保険では、支払った保険料を満期保険金が下回る。

また民間保険では保険金額が高いものの、保険料も高い。他方、簡易保険では保険金額が低いものの、保険料も安い。このため加入者は手軽に加入が可能であった。さらに加入時に民間保険では健康診断が義務化されているが、簡易保険では免除されてきた。こうした事情から簡易保険へ加入者は増加してきた。

簡易保険は財政投融资に「協力」という形での資金運用預託であった。財投改革前まで、財政投融资に簡保から年間六兆円程度が預託されていた。

た。改革後、簡保から財政融資資金への預託は一兆〜一兆六〇〇億円程度に縮小した。

しかし、郵貯にせよ、簡保にせよ、財政投融资への新規預託は大幅に減少したものの、かつての預託金が返済されてくる。財政投融资の改革前に、郵貯や簡保から預託された資金が、預託期間終了後に返済されてきた。この資金額は莫大であり、ストックベースでは簡保で約一六兆円、郵貯で約一三〇兆円であった。郵貯の場合、預託金が巨額であり、一挙に全額が返済されたわけではない。しかし郵貯の場合でも、二〇〇二年度から二〇〇四年度にかけて約五〇兆円返済された。この巨額の資金は、経過措置という事情もあり、実質的に国債保有の受け皿となった。

以上で見えてきたように、日本の公債残高が国際的の突出する水準まで高まったことは、財政の歳出が削減しにくかったこと（地方政府の公共事業



と地方債、地方交付税交付金の関係が大きい)、金融市場において日銀の買い切りオペが買い支えたこと、この下で民間銀行が国債を積極的に保有したこと、郵貯や簡保といった公的金融がまた国債保有を積み増したこと等々が主要な要因である。

## 七、外国人と個人による国債保有

以上のように、日本では日銀や民間銀行、公的金融による国債保有比率がかなり高い反面、外国人や個人による保有は従来低調であった。最後に、この問題について触れておきたい。また、日銀の量的緩和やゼロ金利の終焉のなかで、外国人や個人の動向が国債市場において鍵となるであろう。

まず外国人投資家であるが、日本の国債におけ

る保有シェアは四・三% (二〇〇四年二月現在、日銀発表、速報ベース) と言われている。これはアメリカやイギリスに比較しても、非常に低いシェアである。アメリカ国債は日本や中国などのアジアマネーや、中東のオイルマネーがかなり保有しており、外国人の比率は四九% (市場性国債) となっている。他方、イギリスの場合にも、ポンドがユーロ未参加ということで、ポンド建てのイギリス国債がリスク分散の観点から好まれることもある。このため、イギリス国債の約一八% (二〇〇四年現在) が海外投資家 (外国人) によって保有されている。しかるに、日本国債における外国人の保有シェアは四%台である。

また日本の株式保有構造において、外国人の保有シェアは二六・七% (二〇〇五年株式保有調査) となり、過去最高を更新し続けている。株式の場合、外国人はドルベースでみた時価ポート

フォリオを基本として、組み入れ比率を検討している。近年では、日本企業の企業業績回復を背景にして、日本株が買われている。これは国債の場合と、大きなコントラストを成している。

外国人が日本の国債を購入しない要因としては、以下の諸点が指摘できる。第一に、日本国債の利率（クーポン）や利回りが著しく低いことであり、この点が最も影響しているようだ。二〇〇〇年以降、ユーロ圏の平均長期金利（OECD）は五・四％（二〇〇〇年）から三・四％（二〇〇五年）へ低下してきた。同じくアメリカの長期金利も、六％から四・三％へ低下してきた。他方、日本の長期金利は一・七％から一・四％へ低下してきた。大枠として、ほぼ日本とアメリカの長期金利には三〜四％の金利格差が存在してきた。こうした国際的に低いレート（長期金利）では、為替面から若干のプラスがあるにせよ、外国人投資

家は日本国債に食指を動かさそうとはしない。第二に、外国人投資家については、利子源泉課税が非課税となっているが、その非課税措置を受けるためには、本人確認が必要であり、その事務手続きが煩雑と指摘されている。この点は財務省も意識しているようで、改善されつつある。したがって主因はクーポンや利回りが低いことにあるようだ。外国人による日本国債投資を促進するためには、金利動向が鍵となるであろう。

ついで個人による国債保有であるが、最近個人向け国債によって、個人による国債保有が増加していることは事実である。個人向け国債は二〇〇三年に導入された変動金利型（一〇年債）と、二〇〇六年から開始された固定金利型（五年債）の二タイプがある。個人からすれば、第一に金利が銀行預金に比較して高いことが魅力であろう。個人向け国債の金利は、変動型（一〇年債）で利率

一・一三%（二〇〇六年八月現在）となっているが、基準金利（一〇年長期国債入札利回り）から〇・八%差し引いて決定されている。二〇〇六年八月時点で、銀行定期預金金利は一〇年据え置きでも〇・七五%であり、やはり個人向け国債の金利は相対的に高い。変動型の場合、インフレに応じて、金利が変動するわけで、個人の国債保有者からすれば、リスクが極めて小さいことになる。また売却して換金する場合にも、金利が二回分差し引かれるが、売却損が発生することはない。これは通常の国債であれば、流通市場で売却されるため、損失が発生するリスクがあるものの、個人向け国債は実質的に国が買い取るためである。このように、個人向け国債は個人投資家になりに有利に設計されている。<sup>7)</sup>したがって個人が日本国債の保有シェアを高める可能性はあるとみられる。

## 八、まとめに代えて

本稿では、日本の公債（国債と地方債）残高の対GDP比率が、国際比較した場合、突出して高いことが問題とされた。国債の発行が規定される、財政サイドの問題（いわば供給サイドの要因）としては、一九九〇年代に地方財政を中心に、特に公共事業など建設費が増加し、それが地方債の発行と地方交付税交付金の増加をもたらした関連が指摘された。その影響から公債費負担が地方財政に影を落とし、最近では生活保護など扶助費も増加している。

発行された国債が消化される、金融市場の問題（いわば需要サイドの要因）としては、日銀による買い切りオペなど超金融緩和政策、その下での市中（民間）銀行による国債保有増加、郵貯・簡

保など公的金融による国債保有増加等々が指摘された。他方で、外国人投資家や個人投資家による国債保有は、従来限定されたものであった。

冒頭でも指摘したように、過度の国債発行は、いずれ増税、インフレなどをもたらす可能性がある。そこで早期に歳出削減をはかり、国債発行を抑制する必要がある。その場合、「三位一体」改革でも大きな問題となっているように、地方交付税交付金のあり方が避けて通れない課題となる。本稿でも指摘したように、公債残高の増加は一九九〇年代の地方中心の公共事業が大きく影響しているからである。

金融市場の問題としては、日銀による国債買い切りオペは当面、大きく減額されない見込みであるが、民間銀行と公的金融のポートフォリオにおいて国債のウエートが高まっている。国債の売却損や評価損を拡大させないで、軟着陸させるべ

く、財政金融政策の課題は大きい。そして、個人や外国人による国債保有を促進し、国債保有主体の多様化をはかることが求められよう。

(注)

(1) 特に断らない限り、「公債残高」はOECDのエコノミック・アウトLOOKによる一般政府ベースのデータをさす。したがって、中央政府、地方政府、社会保障基金の統合勘定となる。社会保障基金は年金が大きな位置を占めている。海外諸国では多くの場合、年金は賦課方式であるが、日本の場合、「修正積立方式」である。こつした年金制度の差異も一因となって、日本では社会保障基金は黒字傾向にある。したがって日本の場合、一般政府ベースでの赤字は、中央政府と地方政府、特に中央政府が中心である。

(2) OECD, *Economic Outlook*, No.78

(3) *IS* (貯蓄・投資) バランスで財政赤字を見ることは、国際的にはかなり認知されている。日本でいえば、一般会計が経常収支であるが、まずこの経常収支尻が基本になる。経常収支尻で黒字であれば、貯蓄が形成されており、貯蓄で投資がまかなえているか、が問われる。投資は資本収支(日本では財政投融资が該当)における支出であるが、経常

## 日本の国債と地方債の累積と問題点

- 収支の黒字で資本収支の投資がまかなえれば、ISバランスでも黒字となる。しかし経常収支の黒字で資本収支の投資がまかなえないと、公債発行（ISバランスでの赤字）となる。イギリスの財政制度はISバランスに基づき、経常収支と資本収支に区分されてきた。
- (4) 詳細は、代田・勝田、「国債才べに関する日本とイギリスの比較」、『証券経済研究』第五〇号、二〇〇五年六月。
- (5) <http://www.ny.frb.org/markets/soma>
- (6) 勝田佳裕、「日本銀行の国債オペレーションによるイールドカーブへの影響」、駒澤大学『経済学論集』、第三七巻一・二号合併号、二〇〇六年、および内田浩行、「米国における財政収支・連邦債務構造の動向」、日本銀行ワーキング・ペーパー、〇〇―J―五を参照。
- (7) 『日本経済新聞』、二〇〇六年八月二七日付。むしろ個人向け国債は発行体である国にとってコスト高という指摘がある。

(しろた じゅん・駒沢大学経済学部教授  
当研究所客員研究員)