

減債基金は機能しているのか？

須藤 時 仁

一、国債残高の現状

ただいま御紹介にあずかりました獨協大学の須藤と申します。本日は、お忙しい中、お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

本日は、「減債基金は機能しているのか？」というテーマでお話しをさせていただきます。

中央政府、地方政府、社会保障基金から成る一般政府ベースで見た場合、我が国の政府債務残高がGDPの約二・三倍に上っていることはよく知

られています。また、国の一般会計において、建設国債と特例公債を合わせた普通国債の残高はGDPの約一・六倍となっています。

普通国債の残高が、返済の原資となる一般会計の税収に対してどれぐらいあるか御存じでしょうか。資料の3ページの濃いグレーの折れ線グラフ（右目盛り）が示しているとおり、約一六倍の大きさになっています。この一六倍という数字は高いのでしょうか、それとも低いのでしょうか。この数字だけでは判断がつきづらいと思いますので、首都圏の建売住宅価格と家計の年収を比較し

てみました。それを示したのが薄いグレーの折れ

線グラフ（右目盛り）です。現状では六倍程度と

なっています。バブル経済の絶頂期にはこれが約

八・五倍でした。家計の年収を五〇〇万円としこ

れに現在の倍率をかけますと、首都圏の建売住宅

価格は三〇〇〇万円となります。バブルのピーク

時について同様の計算をしますと、五〇〇万円に

八・五をかけて四二五〇万円となりますので、今

の価格より一〇〇〇万円以上高かったことになり

ます。これは、あくまでも年収が五〇〇万円の家

計を考えて計算したものです。

国債の残高を住宅価格に例え、国の税収を家計

の収入に例えるとうなるでしょうか。先ほど普

通国債残高の税収比が一六倍になっていると申し

ました。年収五〇〇万円の家計に例えれば、住宅

価格は八〇〇〇万円となり、年収五〇〇万円の家

計が八〇〇〇万円の住宅を買うということになる

わけです。

二、減債基金の仕組み

（六〇年償還ルール）

年収五〇〇万円の家計が八〇〇〇万円の住宅を

買って、ローンを返済することができるとしよ

うか。個人は破産が許されますが、国家の場合

は、破産することは許されません。では、どのよ

うにしてこれだけの国債を返済していくのでしよ

うか。このような国家債務の返済システムとして

設けられているのが減債基金制度です。

減債基金制度が中央政府ベースで実際に機能し

ているのは、主要先進国の中では日本だけです。

まず、この制度の仕組みから説明したいと思いま

す。

資料の5ページにありますように、減債基金制

度では、建設国債、特例公債といった普通国債の償還資金を確保するために、一般会計から減債基金である国債整理基金特別会計に対して資金が繰り入れられます。繰入には、定率繰入、剰余金繰入、予算繰入などがあります。加えて、株式売却益や運用収入も国債整理基金特別会計の原資となつていきます。このように、一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れられる資金の種類は多々ありますが、この中で最も基本になるのが定率繰入です。

なぜ定率繰入が基本になるのかと申しますと、定率繰入が減債の基本ルールである六〇年償還ルールと密接に結びついているためです。六〇年償還ルールとは、いかなる年限の国債が発行されるようとも、現金償還と借換債の発行を組み合わせる六〇年で完全に償還するというルールです。六〇年での完全償還が基本になりますので、国債償

還費のうち実際に現金が必要になるのは、国債残高の六〇分の一、つまり一・六%です。

六〇年償還ルールをフォーマルに定義しますと、前年度期首の国債発行残高の六〇分の一、つまり一・六%相当額を毎年度一般会計から国債整理基金特別会計に繰り入れるというルールです。

この繰入に相当するお金が定率繰入ということになります。したがって、イメージとしては、住宅ローンを返済するために、毎年給料の一定割合が自動的に天引きされるというふうに考えていただければよいかと思います。

(定率繰入で生じる繰入不足)

六〇年償還ルールについて、資料の6ページでもう少し詳しく説明したいと思います。

まず、当初、一〇年債を額面で六〇〇発行したとお考えください。この六〇〇の一〇年国債を六

〇年にわたって償還していきまますので、当然、借換債を発行しなければなりません。ここで発行される借換債も全て一〇年債で発行されるとお考えください。

政府は、一〇年ごとに投資家に対して額面金額を支払わなければなりません。発行してから一〇年後に最初の償還期日が来ますので、投資家に対して六〇〇の額面金額を支払う必要があります。

そこで、投資家に支払う六〇〇の金額をどのようにファイナンスするかが問題になります。六〇年償還ルールを適用すれば、六〇年かけて最終的に六〇〇を返済するわけですから、一〇年後に必要なとなる現金は六〇〇の六〇分の一〇に当たる一〇〇となります。残りの五〇〇は、借換債を発行することによってファイナンスすることになります。

その借換債を一〇年債で発行した場合、さらに

一〇年後、今から考えれば二〇年後になるわけですが、借換債の投資家に対して五〇〇の額面金額を支払わなければなりません。しかし、六〇年償還ルールが適用されるため、投資家に返済する五〇〇のうち、実際に現金を用意するのは、最初に発行した六〇〇のうちの六〇分の一〇の一〇〇とということになります。残りの四〇〇はまた借換債を発行して調達することになります。

さらに、この借換債の四〇〇についても、一〇年ごとに同様の手続を繰り返していくこととなります。今から三〇年後には、現金一〇〇と借換債三〇〇によって投資家への支払い額四〇〇をファイナンスすることになりますし、四〇年後には、現金一〇〇を用意し、残りの二〇〇は借換債を発行することによって調達することになります。そうしますと、五〇年後に必要な資金は現金一〇〇と借換債一〇〇によって賄い、六〇年後に、最終

的に現金で一〇〇を償還することによって、当初発行した六〇〇の国債が全て償還されることになります。これが六〇年償還ルールの基本的な考え方です。

このように、一〇年ごとに必要な現金の額は一〇〇になります。先ほど述べましたとおり、六〇年償還ルールで基本になるのは定率繰入です。では、この定率繰入によって、必要な一〇〇の現金のうちどれだけの資金を調達できるのか、この点についてお話ししたいと思います。

定率繰入の定義は、国債残高の一・六%に相当する額を基金に積み上げ、償還原資とするものです。最初の一〇年間は、当初発行した六〇〇の国債残高があります。この六〇〇の一・六%、つまり六〇〇×一・六%が毎年の繰入額になります。それが一〇年間続くわけですから、最初の一〇年間に定率繰入で確保できる金額は、六〇〇×一・

六%×一〇で九六となります。現金償還に必要な額は一〇〇ですから、一〇〇に対して四不足することになります。

では、次の一〇年間はどうか。一〇〇だけ現金償還しましたので、借換債の発行額は五〇〇です。つまり、一一年後から二〇年後までの間は、国債残高は五〇〇に減っていることとなります。毎年、国債残高五〇〇の一・六%が定率繰入として国債整理基金特別会計に繰り入れられます。それが一〇年間続くわけですから、五〇〇×一・六%×一〇で八〇が繰り入れられることとなります。二〇年後に現金で償還しなければいけない金額は一〇〇ですから、一〇〇に対して二〇不足することになります。

このように計算していきますと、さらに次の一〇年以降も、国債残高は、一〇年で六〇分の一〇ずつ、この例で申しますと一〇〇ずつ減っていく

わけですから、定率繰入として国債残高の一・六%ずつ繰り入れていったとしても、一〇〇に対する不足額は一〇年ごとに増加していくことになります。この結果、定率繰入で確保できないお金が最終的に幾らになるかを計算しますと、合計で二六四となります。当初発行した金額が六〇〇ですから、六〇〇に対して二六四、つまり四四%も資金が不足してしまうことになるわけです。

(六〇年償還に必要な繰入率)

今申し上げたことをもう少し整理してお話ししたいと思います。

資料の7ページのとおり、国債残高に対して一・六%ずつ定率繰入をしても、それによって確保できる資金は、六〇年償還に必要な資金の五・六%にしかありません。必要な資金の四四%は、定率繰入によって確保することができないという

ことです。この不足分の四四%は、剰余金繰入や予算繰入、株式売却益などで埋めることになりま

す。

剰余金繰入や予算繰入の詳しい定義は、資料の21―22ページの参考図表で整理しておりますが、簡単に説明しますと、剰余金繰入は、一般会計の決算で剰余金が発生したときに、その二分の一以上の額を国債整理基金特別会計に繰り入れるものです。予算繰入は、国債の償還に支障が生じないように一般会計から必要な資金を繰り入れるものです。また、株式売却益等のいわゆる運用収入には、皆さん方も御存じのように、例えばNTTやJTなどの政府保有株式の売却益、国債整理基金が保有している国債の金利収入、株式の配当金などが含まれています。つまり、六〇年償還ルールにおきましては、定率繰入でまず基本的な原資を確保し、不足する部分を、剰余金繰入、予算繰入

又は運用収入等で補填するという形になっていきます。

それでは、剰余金繰入や予算繰入などを含め、当初発行額の六〇〇を六〇年で償還するために、毎年、残高の何%を償還原資として積み立てなければならぬのでしょうか。六〇年間で最終的に一〇年債を償還するために必要な資金の額を計算しますと、国債残高の約二・八六%となります。六〇分の一をもとにした一・六%では足りないことは、先ほどの例でも十分示されました。毎年、国債残高の一・六%ずつ繰り入れていった場合、六〇年間で確保されるのは償還に必要な金額の五六%にとどまり、四四%が不足します。これに対し、毎年、国債残高の約二・八六%ずつ、厳密には二・八五七%ずつ繰り入れていきますと、六〇年間で六〇〇の資金を確保することができることとなります。

この二・八六%という数字は、一〇年債を六〇年間で完全償還するために必要な繰入率です。ところが、現在、国債は二年債から四〇年債まで幅広い年限のものが発行されていますので、当然、現金償還のサイクルは異なります。そのため、同じ六〇年で完済するとしても、それに必要な繰入率、つまり積立率は異なってくると考えられます。具体的に申しますと、年限が短いほど現金償還のサイクルが短いため、定率繰入のベースとなる残高が早く減少してしまいます。例えば、四〇年債ですと、最初に償還されるのは発行から四〇年後です。このため、四〇年間、当初の高い国債残高が続くこととなります。他方、例えば、五年債の場合は、五年ごとに償還が行われますので、六〇年償還ルールに従って借換債が発行されたとしても、五年ごとの残高はどんどん階段状に減っていくこととなります。したがって、六〇年

で完済するためには、年限が短い国債ほど、現金償還に必要な金額を確保するための繰入率を大きくしなければなりません。

では、具体的な繰入率はどれぐらいになるのでしょうか。資料の8ページをご覧ください。発行年限ごとに、六〇年で完済するために必要な繰入率を計算しました。先に申しましたように、一〇年債の場合は、厳密に考えれば国債残高の二・八五七％の繰入が必要になります。ところが、四〇年債の場合、高い残高が四〇年間続くわけですから、完済に必要な繰入率は約二・一四％で済むこととなります。他方、最も短い二年債の場合は、二年ごとに残高が減っていきますので、六〇年で完済するために必要な繰入率は高くなるらざるを得ません。実際に計算しますと、約三・二三％の繰入率が必要ということになります。この表からも、六〇年間で完済するために必要な繰入率は、

年限が短いほど大きくなることがおわかりいただけます。と思います。

(国債の平均発行年限)

この後、六〇年償還ルールに従って繰入が行われているのかシミュレーションしてみたいと思っておりますが、そのためには、発行されている国債の平均年限が何年になっているのかわかる必要があります。資料の9ページのグラフは、発行される国債の平均年限を五年ごとに見たものです。黒の折れ線(右目盛り)で示されているのが、発行される国債の平均年限です。わずかな変動はありますが、おおむね九年前後で安定的に推移していると言つてよいかと思えます。以前は七年債、一〇年債が中心でしたが、一九八〇年代の後半以降、短期の国債、超長期の国債が多く発行されるようになりました。二年債や五年債といっ

た短期の国債が多く発行される一方、二〇年から四〇年の超長期の国債も多く発行されるようになりましたので、これらが相殺されることにより平均的な国債の発行年限は九年前後であり変化していない状況です。したがって、平均的に見れば、一〇年債の発行が続いていると考えてもよいのではないかと思えます。このため、この後のシミュレーションは、六〇年償還ルールに従うためには、二・八六%の繰入率が必要になると考えて行っています。

三、運用の問題点——六〇年償還ルール

(シミュレーションの前提)

ここから、「減債基金は機能しているのか?」という問題意識に沿って、六〇年償還ルールに

従って、毎年二・八六%ずつの繰入が行われているのかを検証していきます。

まず、検証を行うに当たっての前提についてお話しします。

資料の23ページに掲げた式は、国債残高が年々どのように推移していくかを示したものです。この式のとおり、今年度の国債残高は、前年度の国債残高に今年度発行された国債の額を加え、そこから現金償還される分を差し引いたものです。

先ほど述べましたように、実際に現金償還される金額は国債残高の一定割合ですので、それを α で表しています。つまり、現金償還される金額は、法律に従って、二年前の国債残高に特定の繰入率(ここでは a で表しています。)をかけることによって計算されると考えています。

この a をどう設定すべきでしょうか。国債の発行年限は、平均が九年前後となっておりますの

で、約一〇年と考えてよいのではないかと思えます。この場合、国債残高の二・八六%の繰入が必要になりますので、一つのケースとして a が二・八六%の場合を考えています。もう一つのケースとして、 a が一・六%の場合を考えています。この場合は、定率繰入分しか現金償還されないことになります。

(シミュレーションの結果)

実際にシミュレーションを行った結果を示したのが資料の11ページのグラフです。一番左の棒グラフが実績です。その右の棒グラフが一・六%の定率繰入分しか現金償還されなかった場合の推移を表しています。他方、六〇年償還ルールに従って二・八六%ずつ繰入が行われ、それに応じて現金償還が行われた場合は、一番右側の棒グラフのようになります。

なお、このシミュレーションは一九八五年度を起点として行っています。なぜ一九八五年度を起点としたのかと申しますと、建設国債に関して、初めて発行されたときから六〇年償還ルールが適用されていました。他方、特例公債に関しては、例外的に発行される国債と位置づけられていたため、当初は六〇年償還ルールの適用がありませんでした。例外的に発行された国債ですから、六〇年といった特定の期間に限らずに、返せるときにすぐ返すという前提で発行されていたわけです。ところが、特例公債の発行が年々ふえていたため、償還額も年々ふえることになり、償還の負担が大きな問題になってきました。結果として、政府は、一九八五年度から特例国債に関しても六〇年償還ルールを適用することになりました。一九八五年度をベースとしてシミュレーションを行ったのは、一九八五年度から、建設国債だ

けでなく特例公債にも六〇年償還ルールが適用されるようになったことを踏まえたものです。

資料の11ページのグラフを見てどのような印象を持たれるでしょうか。一番左の棒グラフは実績です。その隣の棒グラフは、一・六%の定率繰入分しか現金償還しない場合です。驚くべきことに、一九九〇年代の後半から二〇一〇年度にかけて、実績の国債残高が、定率繰入分しか現金償還しない場合の国債残高を上回っています。このことは、二〇一〇年度まで考えたときに、政府は、定率繰入分すら現金償還していなかったことを示しています。二〇一二年度末になって、ようやく一・六%繰入を行う場合と実績の国債残高がほぼ同等になりました。

しかし、大事なものは六〇年償還ルールが守られていないということです。定率繰入分だけでは五・六%しか調達できません。四四%が不足しますの

で、その不足分を剰余金繰入や予算繰入で手当てしなければなりません。現金償還に必要な全てのお金を手当てするためには、国債残高の二・八六%の繰入が必要になります。したがって、左から三番目の棒グラフが、六〇年償還ルールをきちんと守ったときの国債残高であるということになります。六〇年償還ルールがきちんと守られた場合の国債残高は、二〇一二年度末の実績と比べ八六兆円ほど少ない水準にとどまります。

(二・八六%の繰入が行われなかった背景)

次に問題になるのは、なぜ六〇年償還ルールにのっとった二・八六%の繰入が行われてこなかったのかということです。二つのケースが考えられます。

一つは、現金償還に必要な全額を国債費として計上してきたというケースです。このケースで

減債基金は機能しているのか？

は、現金償還に必要な全額を国債費に計上しているわけですから、六〇年償還ルールは守られていたことになりました。ただし、この場合、必要な額を国債費に計上することにより、歳出が膨らんでしまいますので、その分だけ財政赤字がふえてしまいます。したがって、不足分は新規国債の発行で賄わざるを得ないため、結果として二・八六％の繰入が行われた場合より国債残高が大きくなってしまったことになりました。このケースにおいては、現金償還に必要な全額が国債費として計上されるわけですから、毎年計上される国債償還費は国債残高の二・九％前後になるはずですが、

もうひとつは、国債費として計上したのは定率繰入分だけで、現金償還に必要な全額を国債費として計上してこなかったというケースです。この場合、不足分は借換債を発行することによって賄うこととなります。このケースでは、定率繰入分

しか国債費に計上していないわけですから、国債償還費は国債残高の一・七％前後の数字が出てくるはずですが、

では、実績はどうだったのでしょうか。国債償還費の国債残高に対する比率を計算してみますと、一・七五％程度しかありませんでした。このことは、定率繰入分だけが国債費に計上され、不足分に関しては借換債の発行によって賄われていたことを示しています。したがって、六〇年償還ルールは守られていなかった、減債基金は機能していなかったということになります。

(減債基金が機能していないことが問題とならなかった理由)

もし六〇年償還ルールが守られておらず、減債基金制度が機能していなかったのであれば、なぜ今まで問題になってこなかったのでしょうか。二つ

の理由が考えられます。

先ほど資料の6ページで示しましたように、発行された六〇〇の一〇年債は、一〇年後に投資家に現金で返済されます。そのためのファイナンスの方法は、実際に政府が調達しなければいけない現金が一〇〇で、借換債の発行で調達する分が五〇〇ですが、いずれにせよ、投資家に対して六〇〇という現金はきちんと返済されています。投資家にとっては、投資した一〇年債の額面金額が一〇年後に戻ってくればそれでよいわけです。したがって、額面六〇〇の国債を償還するために、借換債が五〇〇発行されたのか、あるいは、実際には五五〇の借換債が発行されたのか、投資家からすれば何ら問題ではありません。これが一つ目の理由です。

二つ目の理由は、仮に現金償還に必要な金額を全て国債費として計上したら、国債費が増加する

わけですから、当然歳出規模が大きくなってしまいます。仮に不足する分を新規の国債の発行で賄うとしても、その分だけ新規国債の発行がふえてしまい、結果として、財政状態は悪くなってしまいます。これに伴って、格付機関などからネガティブな評価が与えられる事態を招くことにもなりかねません。このような状況に陥ることを避けるために、国債費として計上するのは定率繰入分にとどめ、不足分は借換債の発行を上乗せすることによってファイナンスしてきたと考えることもできます。

いずれの理由にせよ、これまで六〇年償還ルールに則った現金償還が行われてこなかった結果、現在の国債残高は八六兆円程度過大になってしまっています。しかし、これはもう過ぎてしまったことです。今さらとやかく言っても仕方がありません。大事なことは、これから先、この

ルールは守られる予定となっているのか、そして、守られた場合、国債の残高や国債費はどのように推移していくのか、これらについて考えることです。

(二・八六％繰入を行った場合の国債残高)

先ほどの国債残高の推移式を使ってシミュレーションしたのが、資料の12ページのグラフです。

シミュレーションの前提として、今後の新規国債発行額については政府見通しをそのまま使っています。毎年の政府見通しは、「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」に基づいています。期間は二〇一四年度から二〇二三年度までです。

シミュレーションでは、一・六％の定率繰入を行う場合、六〇年償還ルールの基本である二・八六％繰入を行う場合、日本の財政が危機的状况に

あることを踏まえて、二年債を六〇年で完済するために必要な三・五％繰入を行う場合について、二〇二三年度の国債残高がどうなるかを検証しました。合わせて、それぞれの場合に借換債の発行額がどうなるかについても検証しました。

いずれの場合も、棒グラフで示したとおり、二〇二三年度の国債残高はふえます(左目盛り)。

ここで注目していただきたいのは、政府見通しにおける普通国債残高は、一・六％の繰入、つまり、残高の一・六％分しか現金償還しないと仮定した場合のシミュレーション結果とほとんど変わらないということです。これは、政府が、将来の見通しとして一・六％の繰入しか考慮していないことを示しています。

先ほどお示しましたように、我が国で発行される国債の平均年限は九年前後です。この場合、六〇年償還ルールを守るためには、やはり二・八

六％の繰入が必要ということになります。実際に二・八六％の繰入を前提に計算しますと、二〇二三年度の国債残高は九三六兆円となります。政府の見通しが一〇一五兆円ですから、本来のルールどおりなら約七八兆円少ないはずで、さらに、日本の財政の危機的状況を踏まえ、もつと多目の三・五％繰入を行った場合には、二〇二三年度末の国債残高は八九三兆円となり、政府見通しより一二一兆円も少なくすることができます。

三・五％の繰入はやや極端かもしれませんが、先ほどから何度も述べていますように、二・八六％繰入が本来あるべき姿です。本来あるべき姿で計算すれば、国債残高は九三六兆円にとどまるはずで、

また、借換債の発行額の見通しは、資料12ページの折れ線で示しています（右目盛り）。一番上の線が政府見通し、二番目の線が一・六％繰入の

場合、三番目の線が二・八六％繰入の場合、そして四番目の線が三・五％繰入の場合を表しています。当然のことながら、繰入率を高くすることによって借換債の発行額を少なくすることができます。今のアベノミクスが成功して、我が国がデフレ経済から脱却することになれば、民間企業の資金需要がふえてくるはずで、そうなりますと、借換債の発行が少ないほうがクラウディングアウトは起きにくくなります。つまり、借換債の発行を少なくすることによって、金利上昇圧力が緩和されるというメリットが得られることとなります。

四、運用の問題点——国債費

（国債費のウェイト）

このように考えますと、六〇年償還ルールを守

ることによって、国債残高は減らせまずし、借換債の発行が減ることでも金利上昇圧力を抑えることもでき、よいことづくめのように思えます。しかし、本当によいことばかりでしょうか。もう一つ、皆さん方に考えていただきたい問題があります。それは国債費の負担の問題です。

六〇年償還ルールにのっとって繰入率を正常な率まで上昇させる、さらには、財政の危機的状況を踏まえて繰入率を高目に設定して国債残高を減らしていくことができれば、それはそれで非常に結構なことですが、借換債への依存を減らす必要が生じ、国債費の増加要因となることが避けられません。資料の14ページのとおり、二〇一四年度当初予算において、歳出総額に占める国債費の割合は二四％となっています。したがって、これ以上、国債費が上昇してしまいますと、ますます財政の硬直化が問題になってきます。

(利払費の増加)

ここで、国債費に関して政府はどういう見通しを持っているのかを見ていきたいと思います。

資料の15ページの棒グラフ(左目盛り)は、国債の利払費と償還費の推移を示したものです。真ん中の点線より左側が二〇一二年度までの実績で、右側は二〇二三年度までの政府見通しです。また、折れ線(右目盛り)は、国債費に占める利払費の割合を示しています。

二〇一二年度まで、国債費は一八兆円前後で安定的に推移していました。しかし、政府によりますと、二〇一三年度から国債費は増加基調になり、二〇二三年度には四三兆円程度まで増加することが見込まれています。これを利払費と償還費に分けて見てみますと、増加が見込まれているのは主として利払費です。国債費に占める利払費の割合は、二〇一三年度は四一％程度にとどまって

おりましたが、二〇二三年度には六〇％程度まで上昇する見通しになっています。ただし、これは政府見通しに基づくものであり、国債残高の一・六％しか繰入を行わないことを前提にして計算されたものであることに御留意ください。

(国債償還費増加の必要性)

資料の16ページのグラフは、政府見通しに基づいて一・六％の繰入を行う場合、六〇年償還ルールにのっとり二・八六％の繰入を行う場合、危機モードである三・五％の繰入を行う場合のそれぞれについて、国債費がどのように変化するかを表したものです。左側の三つのグラフが二〇一四年度、右側の三つのグラフが二〇二三年度の国債費を表しています。それぞれのグラフの下段が利払費、上段が国債償還費です。

当然のことですが、繰入率を高くするほど国債

費は増加していきます。二・八六％の繰入を行った場合、二〇二三年度の国債費は、政府見通しより約七兆円多くなります。危機モードである三・五％の繰入を行った場合は、約一兆円国債費が増加することになります。

しかしながら、注目していただきたいのは、繰入率を高くするほど国債残高が少なくなり、利払費が削減できるという点です。二〇二三年度のグラフの下段を見ていただきますと、二・八六％繰入を行った場合、三・五％繰入を行った場合のいずれも、政府見通しより利払費が少なくなっています。具体的に申しますと、利払費は、政府見通しと比べて、二・八六％繰入で約二兆円、三・五％繰入では三兆円も削減することができます。つまり、六〇年償還ルールを守るということは、住宅ローンの返済において、元金の返済を優先して金利負担を節約するという鉄則に従うことと同

様の意味を持っています。

五、国債費をどのようにして賄うか

(所得弾力性の高い税収構造への転換)

六〇年償還ルールに従って国債費が増加するとき、その国債費はどのようにして賄うべきなのでしょう。普通国債を償還する原資は税収が基本になるはず。ここでは、六〇年償還ルールを守るため、または危機モードに対応して繰入率を上げるときに、増加する国債費の負担をどのように賄うのかを問題にするわけですから、国民による税負担の増加は避けられません。

では、どのような形で税負担を行えばよいか。それを考えるために、税収の構造変化を振り返ってみたいと思います。

資料の18ページのグラフをご覧ください。個人所得税と法人税の税収は、九〇年度をピークに減少しています。その背景として、経済不振だけでなく、税率の引き下げや所得控除の新設、拡大といった制度要因が関わっています。一九九〇年度の税収を起点にして、その後の減収を景気要因と制度要因に分けてみますと、Aで示した景気要因よりも、Bで示した制度要因に基づく減収分のほうが大きいことがわかります。しかしながら、所得控除の新設や拡大は、最初から課税最低限以下の負担しかない低所得層にとっては、税負担上、何ら恩恵はありません。むしろ、高所得層の優遇措置となつて、所得格差を拡大させる一因になっているという指摘もあります。したがって、これまでのこうした減税措置をもとに戻すだけでも国債費の増加分を賄えるのではないかというのが私の意見です。

(小さな政府の大きな負債)

最後に、日本の財政状況がどれだけ厳しいのか、一般政府ベースですが、国際比較によって示したいと思います。資料の19ページをご覧ください。

租税収入の名目GDP比をOECD三四カ国について比較したのが棒グラフ(左目盛り)です。租税負担率が一番高いのは、デンマークやスウェーデンといった北欧諸国です。日本はOECD三四カ国中三三番目、下から二番目になります。

一方、債務残高が租税収入の何倍あるのかを比較したのが折れ線グラフ(右目盛り)で、日本は約一三倍です。アメリカですらせいぜい五倍程度しかありません。一三倍もある日本は、国際的に突出しています。まさに今の日本は、大きな負債を抱えた小さな政府といった状態にあります。こ

ういう状態はもうやめにすべきだと思います。皆さんの中の誰か一人がこの大きな負債の犠牲になるわけではありません。国民みんなで負担を分かち合うことによって六〇年償還ルールをきちんと守り、結果として、国債残高の増加を少しでも抑制する、これこそ、今真剣に考えるべきことなのではないでしょうか。これが、今日、私が皆さん方にお伝えしたかったメッセージです。

御清聴、ありがとうございます。(拍手)

大前常務理事 どうもありがとうございます。

我が国の減債基金制度の問題点、望ましい制度改革等につきまして、わかりやすく、熱の込もった御説明をいただきました。

それでは、若干時間を残していただきましたので、御質問等があればお受けしたいと思います。

質問者A お話、ありがとうございます。

細かいことで二つ質問させていただきたいのですが、まず、今回いろいろ行われた試算のベースに財投債は含まれているのでしょうか。国債費の計数は国の一般会計から取られているようですが、財投債の償還資金は特別会計から繰り入れられているのではないかと思います。それを含めても、繰入額と償還額のずれが大きいと言えるのでしょうか。

もう一点、ちょっと不勉強なのですが、六〇年償還ルールが守られていないとすると、国債整理基金に対してどの程度の自由度が与えられているものなのでしょうか。あるいは、自由度が与えられていないのに守られていないのでしょうか。

須藤 まず、財投債に関してですが、財投債の償還資金は、財政投融资特別会計から繰り入れられますので、今日の説明には一切財投債を含めておりません。基本的には、全て普通国債ベースで話

をさせていただいております。

質問者A では、国債残高の数字には、財投債は含まれていないと考えてよろしいのですね。

須藤 そのとおりです。補足して申しますと、国債整理基金特別会計の仮定計算の数字には復興債の残高も含まれておりません。

二点目として、六〇年償還ルールにおける国債整理基金特別会計の自由度に関する御質問がありました。特別会計の運営に携わったことがありませんので、あくまでも私の考え方として申し上げます。先ほど、六〇年償還ルールを守った場合、国債費が増加し、その分だけ財政が悪化したように見えてしまう、だから守られなかったのではないかと推測を述べました。これは、財務省が何か細工をしているというわけではありません。国債費を増額するにはどうしても増税が避けられません。しかしながら、経済の状況が悪い中で、

それができなかったのではないでしょう。結果として、本来のルールより借換債を多く出すことによって、国民経済に配慮したのではないかと私は解釈しております。

質問者B 六〇分の一を厳密に計算しますと、一・六六六六……ということになります。また、予算繰入の金額は、その時点の国債残高に一・六％をかけて計算することとされています。もし、当初発行残高の一・七％相当分を繰り入れることにしておけば、こういう問題は起きなかったのではないのでしょうか。六〇〇兆円の一・七％の繰入を続けることにすれば、累計で四四％不足するようなことは生じなかったように思いますが、なぜそのようにしなかったのでしょうか。

二点目として、所得弾力性の高い税収構造のところで、制度要因に基づく減収分に関して、所得控除の拡大や新設によってメリットを受けたのは

高所得層であるとおっしゃいました。しかし、基礎控除の拡大ということであれば、低所得者に対しても、ある程度ベネフィットが及ぶような形で制度改革が行われたことになるのではないのでしょうか。制度改革によって必ずしも高所得者だけが潤ったことにはならないのではないかと思います。

須藤 一点目については、一・七％の率を当初の発行額に対して掛け続けていけば不足額は一切生じないことになります。ただ、なぜ一・七％ではなく一・六％に切り下げたのかについては私にはわかりません。一つ考えられることとして、昭和四〇年度から国債が発行されていますが、当初はこれほどの規模で発行を続けるつもりはなかったのではないかとということがあります。率を高くしますとそれだけ財政負担が大きくなってしまいますので、そのような影響を避けようとしたのでは

ないでしょうか。これはあくまでも私の推測です。

また、もう一つ付け加えさせていただければ、確かにご指摘のように、発行残高ではなく、当初の発行額に一・六%ないし一・七%の率をかけた額を定率繰入とするように定めていけば、不足額はほとんど生じません。しかし、そのように定めると、定率繰入額の計算が煩雑になると考えたのではないのでしょうか。

二点目の基礎控除の件ですが、基礎控除等の所得控除を全て積み上げることによって課税最低限の所得が計算されます。その意味では、基礎控除は、高所得層のみならず、低所得層にも恩恵が与えられます。先ほど私が述べた制度的要因というのは、例えば扶養控除や配偶者控除などが新設または拡大されていったことを指しています。つまり、課税最低限の所得者に対して恩恵をもたらさ

ないような所得控除は廃止してもよいのではないかといいことを言いたかったわけです。

税率を上げるとなると、国民の反発は非常に強いと思いますが、控除を縮小することに関しては相対的に拒否反応が小さいのではないかと思います。しかも、控除を全部なくすべきであると言っているわけではなく、あくまでも六〇年償還ルールを守ることによってふえる国債費負担分ぐらいは、控除を減らすことによって増税になってもいたし方ないということを申し上げたわけです。
大前常務理事 時間が若干過ぎてしまいました
が、これをもちまして、本日の「証券セミナー」はお開きとさせていただきます。

改めまして、須藤先生、どうもありがとうございます。
（拍手）

（すどう ときひと 獨協大学経済学部教授
当研究所客員研究員）

(この講演は、平成二六年一月二〇日に開催されました。)

減債基金は機能しているのか？

須藤時仁氏

略歴

- 1986年 慶応義塾大学経済学部卒業
1998年 英 Warwick 大学経済学研究科修士課程修了 (MSc.Economics)
2005年 横浜国立大学より博士 (学術) を取得
- 1997年 (財) 日本証券経済研究所研究員
2000年 同研究所主任研究員
2012年 獨協大学経済学部教授 (現在に至る)

主著

- 『イギリス国債市場と国債管理』(2003年、日本経済評論社)
『国債管理政策の新展開 - 日米英の制度比較 -』(2007年、日本経済評論社)
『国債累積時代の金融政策』(共著) (2009年、日本経済評論社)

日本証券経済研究所「証券セミナー」

減債基金は機能しているのか？

2014年11月10日

獨協大学

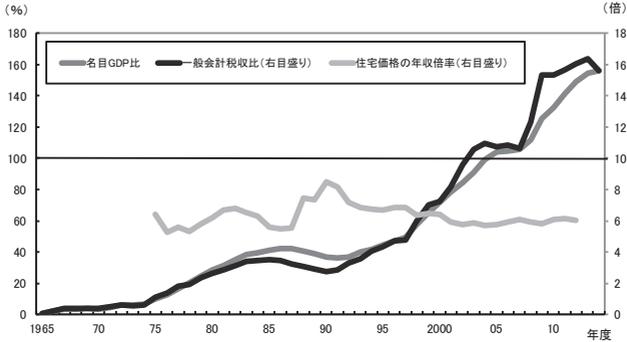
須藤時仁

I 国債残高の現状

減債基金は機能しているのか？

普通国債残高は一般会計税収の16倍

普通国債残高のGDP比と一般会計税収比の推移



注：1. 国債残高と一般会計税収の2012年度までは決算、13年度は補正後、14年度当初予算。
2. 2014年度の名目GDPは政府見通し。
3. 住宅価格の年増倍率は、首都圏(東京・神奈川・千葉・埼玉・茨城南部)の建売住宅に対するもので暦年ベース。
出所：財務省、内閣府、国土交通省のホームページに掲載の統計より作成。

3



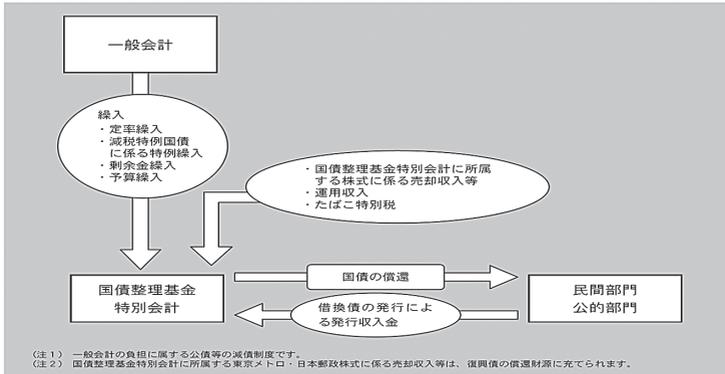
ウィリアム・ピット (William Pitt)

Ⅱ 減債基金の仕組み

4

国債償還の基本は60年償還ルール

減債基金の仕組み



(注1) 一般会計の負担に属する公債等の減債制度です。
 (注2) 国債整理基金特別会計に所属する東京メトロ・日本郵政株式に係る売却収入等は、償還債の償還財源に充てられます。

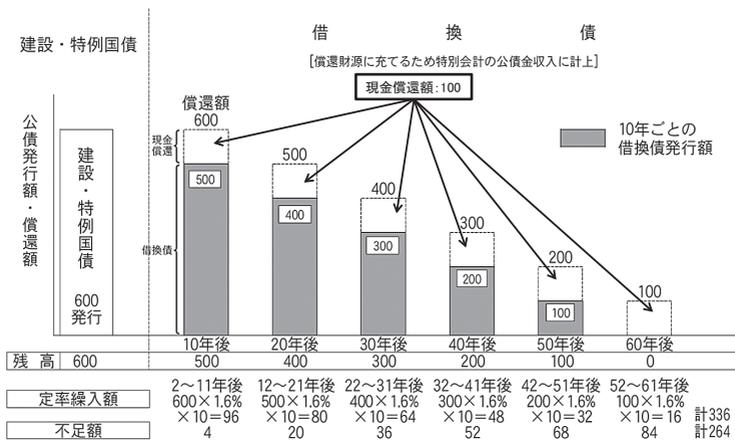
一般会計からの定率繰入：減債制度の基本ルール(60年償還ルール)

前年度期首の国債発行残高の1/60(=1.6%)相当額を毎年度一般会計から国債整理基金特別会計に繰入れ

5

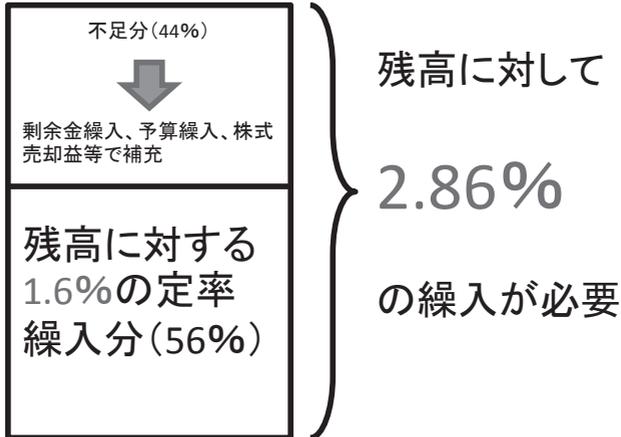
定率繰入だけでは44%も不足(10年債の場合)

60年償還ルールのイメージ(10年債を600発行した場合)



6

10年債を60年で償還するためには・・・



7

短期債ほど高い繰入率が必要

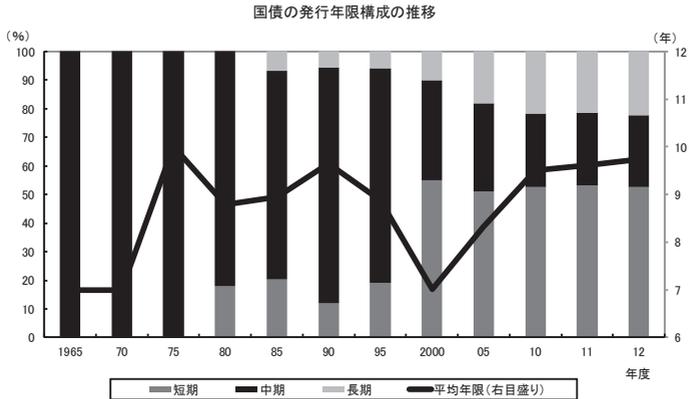
国債の発行年限別にみた60年償還ルール

国債 年限	法定繰入率(A) (分数表示)	不足額 (不足率、%)	完済に必要な繰入率(B) (分数表示)	差(B-A)
40年	1.6% (1/60)	152 (25.3)	2.143% (3/140)	0.543%
30年		168 (28.0)	2.222% (1/45)	0.622%
20年		216 (36.0)	2.500% (1/40)	0.900%
15年		240 (40.0)	2.667% (2/75)	1.067%
10年		264 (44.0)	2.857% (1/35)	1.257%
5年		288 (48.0)	3.077% (2/65)	1.477%
2年		302.4 (50.4)	3.226% (1/31)	1.626%

- 注：1. 40年債以外は当初の発行年限と同一年限の借換債を発行、40年債の借り換えには20年債を発行すると仮定した。
2. 不足額とは、当初に国債を600発行し、法定の60年償還ルール(1.6%繰入)に従って現金償還額を積み立てた場合の不足額。不足率とは、当初発行額600に対する不足額の割合。

8

短期債の発行増えるも平均年限は9年前後



9



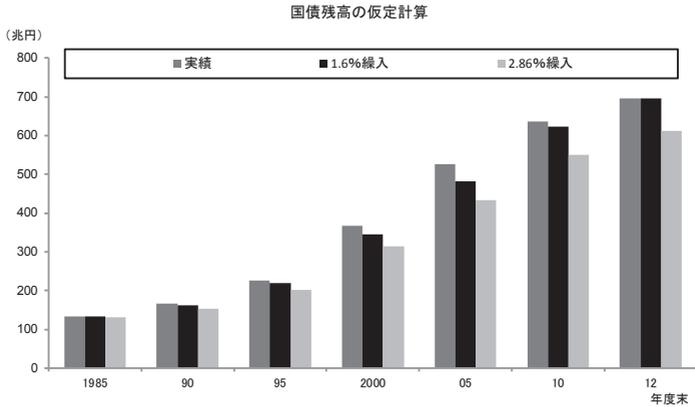
松方正義

Ⅲ 運用の問題点：60年償還ルール

10

減債基金は機能しているのか？

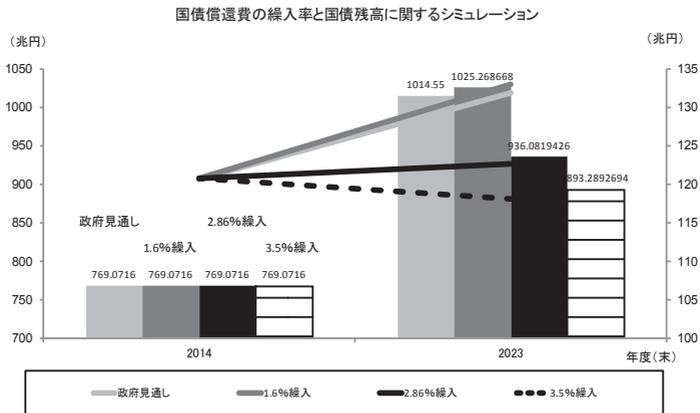
60年償還ルールは機能していなかった？



注：「X%償還」とは、定率繰入をX%に維持したと仮定して機械的に計算したときの普通国債残高。
出所：実績は財務省ホームページの統計。

11

2.86%繰入で23年度末に残高は80兆円近く減少



注：棒グラフは復興債を除く普通国債残高。折れ線グラフは国債借換額で右目盛り。
出所：政府見通しは「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」による。

12

IV運用の問題点：国債費

13

歳出の1/4を占める国債費

(単位：10億円、%)

年度	1980	1990	2000	2010	2014
社会保障関係費	8,170 (18.8)	11,481 (16.6)	17,636 (19.7)	28,249 (29.6)	30,518 (31.8)
国債費	5,492 (12.7)	14,314 (20.7)	21,446 (24.0)	19,544 (20.5)	23,270 (24.3)
公共事業関係費	6,896 (15.9)	6,956 (10.0)	11,910 (13.3)	5,803 (6.1)	5,968 (6.2)
その他	22,848 (52.6)	36,519 (52.7)	38,330 (42.9)	41,717 (43.8)	36,126 (37.7)
歳出総額	43,405	69,269	89,321	95,312	95,882

注：1. ()内は歳出総額に対する構成比。

2. 2014年度は当初予算ベース。

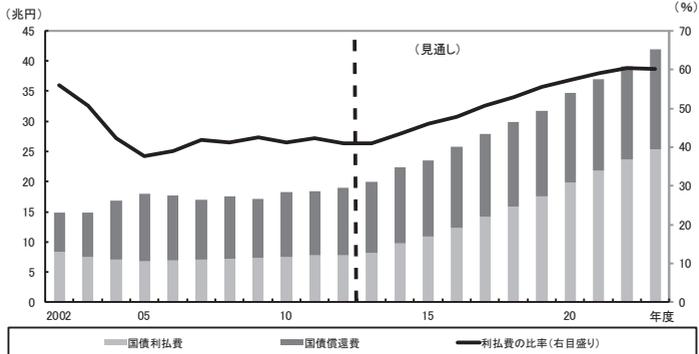
出所：財務省ホームページに掲載の統計より作成。

14

減債基金は機能しているのか？

利払費の上昇により国債費が押し上げ

国債償還費と利払費の推移

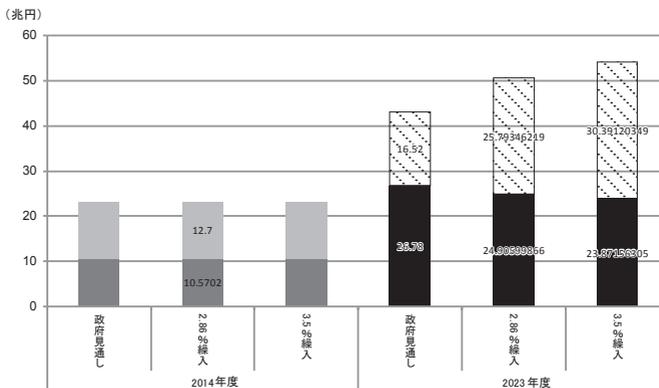


注: 1. 2012年度までは決算ベース、13年度以降は予算および「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」に基づく。
 2. 「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」の利払費には国債事務取扱費等を含むため、14年度当初予算に基づき国債利払費を推計した。
 出所: 財務省「債務管理レポート(各年版)」と「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」(2014年1月)より作成。

15

国債償還費の負担を増やすべき

国債償還費の繰入率と国債費に関するシミュレーション



注: 棒グラフの下段は利払費、上段は国債の償還費を表す。
 出所: 政府見通しは「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」による。

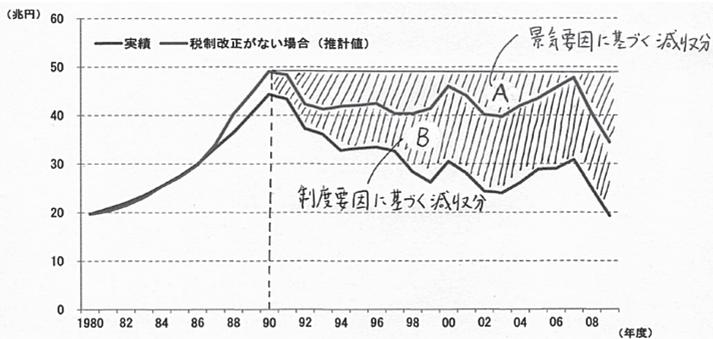
16

V 国債費をどのようにして賄うか

17

所得弾力性の高い税収構造へ

所得課税（所得税・法人税）収入と景気変動・税制改正の影響



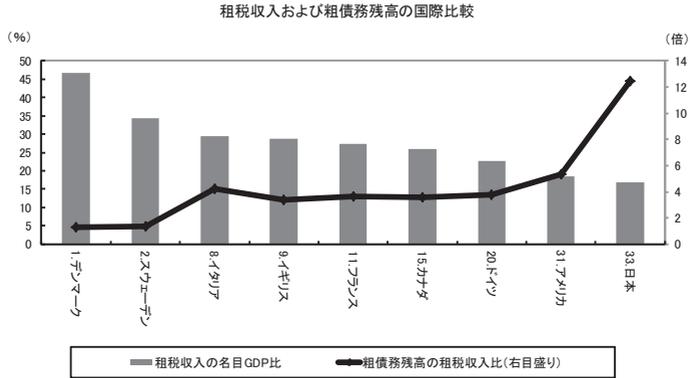
- (備考) 1. 毎年度の税制改正の増減収額を戻すこと等により税制改正前の税収を推計。
2. ただし、これは税収増の経済への影響を考慮していない。

出所：内閣府「財政・社会保障の持続可能性に関する『経済分析ワーキング・グループ』中間報告参考資料」を加筆修正。

18

減債基金は機能しているのか？

小さな政府の大きな負債



注：1. 一般政府ベースの2011年の数値。
 2. 国名の前の番号は、OECD34カ国中における租税収入(対名目GDP比)の順位。
 出所：OECD "Revenue Statistics", "Economic Outlook"より作成。

参考図表

参考図表 国債の償還財源

国債の償還財源(現金償還分)		主な対象国債
一般会計負担分		
定率繰入	1966年度以降の国債発行の基本方針とされた特別会計に関する法律第42条第2項(旧国債整理基金特別会計法第2条)に基づき減債制度の基本ルール(60年償還ルール)、前年度期首の国債発行残高の1/60相当額(1.6%)を毎年度一般会計から国債整理基金特別会計(以下、基金特会)に繰り入れるもの。ただし、繰入の算定基準となる国債残高に復興債、財投債、政府短期証券、一時借入金、交付国債、出資・拠出国債は含まれない。	建設国債、特例国債、減税特例国債(2016年度までに償還)、年金特例国債(2033年度までに償還)
発行差減額繰入	割引国債の発行価格と額面との発行差減額(いわゆる償還差益相当分)を償還年限で除した金額を一般会計から基金特会に繰り入れるもの。	国庫短期証券(割引短期国債)
剰余金繰入(財政法6条)	財政法第6条の規定に基づき減債制度であり、一般会計で決算上の剰余金が発生した場合に、その1/2以上の金額を基金特会に繰り入れるもの。この繰入は剰余金が発生した年度の翌々年度までに行う。2011～15年度までは復興債の償還財源に優先して充当。	建設国債、特例国債、復興債(2037年度までに償還)
産業投資特別会計受入金	産業投資特別会計社会資本整備助成が行った無利子貸付けの償還金等について一般会計を経由して繰り戻されたNIT株式会社売払収入。	建設国債、特例国債
減税特例国債に係る特例繰入	1994～96年度にかけて発行された減税特例国債の償還財源として特例法により繰り入れているもの。1998～2017年度にかけて、同国債の発行総額から自動車消費税と法人特別税の廃止に伴う発行額を控除した額の1/30に相当する額を(通常の定率繰り入れに加えて)一般会計から基金特会に繰り入れるもの(20年償還ルールの適用)。	減税特例国債
道路整備に係る公債償還分の繰入	一般会計の負担に属する道路の整備の財源のために発行された公債の償還財源として一般会計から基金特会に繰り入れるもの。	日本高速道路保有・償還返済機構債券等承継国債
臨時特別公債に係る繰入	1990年度に発行された臨時特別公債(両岸特例国債)の償還資金(91～94年度で償還)。	両岸特例国債(償還済み)
予算繰入	国債償還に支障のないよう、必要に応じて予算で定める金額を基金特会に繰り入れるもの。	復興債(復興特別所得税、年金特例国債(2014年度以降の消費増税分))

21

参考図表 国債の償還財源(続き)

国債の償還財源(現金償還分)		主な対象国債
その他		
たばこ特別税	国鉄清算事業団の長期債務および国有林野事業の累積債務の償還財源。	日本国有鉄道清算事業団承継債務借換国債、国有林野事業承継債務借換国債
特別会計負担分	特別会計に関する法律(各特別会計の旧法)に基づき、基金特会に繰り入れるもの。	財投債、復興債(財政融資特会の剰余金<2012～15年度>)、交付税及び繰上税配分金承継債務借換国債、原子力損害賠償支援機構債
臨時特別税	91～92年度に課された法人臨時特別税、石油臨時特別税から繰り入れるもの。90年度に発行された臨時特別公債(両岸特例国債)の償還資金。	両岸特例国債
株式売払収入	国債整理基金に帰属する株式の売却収入。1997～2002年度は預金保険機構国債、2012～22年度は復興債の償還財源に優先的に充当。	建設国債、特例国債、復興債
配当金収入	国債整理基金に帰属する株式の配当収入。復興債の償還財源。	建設国債、特例国債、復興債
運用収入	国債整理基金が国債の保有または財政融資資金への預託を通じて得た利子収入、償還収入など。復興債の償還財源。	建設国債、特例国債、復興債
前年度剰余金	国債整理基金の前年度からの繰り越し分(株式売払収入を含む)。	

出所：財務省ホームページ、「債務管理レポート2014」などから作成。

22

国債残高と国債費のシミュレーション

<基本式>

① 普通国債の残高： $D_t = D_{t-1} + N_t - C_t$

D_t : t期末の普通国債残高、 N_t : t期の国債発行額(新発債)、
 C_t : t期の現金償還額

② 国債費： $P_t = I_t + C_t$

P_t : t期の国債費、 I_t : t期の利払費

③ 現金償還額： $C_t = \alpha D_{t-2}$

D_{t-2} : t-2期末の普通国債残高(= t-1期首の普通国債残高)、
 α : 定率の繰入率

23

国債残高と国債費のシミュレーション(続き)

④ 利払費： $I_t = r_{t-1} D_{t-1}$

r_{t-1} : t-1期の平均金利(残高ベース)

⑤ 借換債発行額： $RP_t = R_t - C_t$

RP_t : t期の借換債発行額、 R_t : t期の国債償還額

<シミュレーション式:シミュレーションする変数>

⑥ 普通国債の残高： $D_t = D_{t-1} + N_t - C_t$

⑦ 国債費： $P_t = r_{t-1} D_{t-1} + \alpha D_{t-2}$

⑧ 借換債発行額： $RP_t = R_t - \alpha D_{t-2}$

24

国債残高と国債費のシミュレーション(続き)

<シミュレーションの前提>

- N_t 、 r_{t-1} 、 R_t :「国債整理基金の資金繰り状況等
についての仮定計算」(14年1月)から計算さ
れる政府見通しを使用
- α (繰入率)
 - 1.6%(法定繰入率)
 - 2.86%(10年債の60年償還ルール)
 - 3.5%(2年債の60年償還ルール)