

国債市場の持続可能性

2012年2月

金融調査研究会

目次

1. わが国の財政の現況

- (1) わが国の財政収支の推移..... 1 頁
- (2) わが国の財政支出拡大の要因..... 3 頁

2. 国債市場の現況・予想される情勢変化

- (1) わが国の国債市場の現状について..... 6 頁
- (2) 今後の国債市場に想定される情勢変化とその影響について
..... 8 頁

3. 国債市場におけるこれまでの取組み

- (1) これまでの国債市場改革の背景..... 11 頁
- (2) わが国における国債管理政策..... 12 頁

4. 持続可能な国債市場の実現に向けて

- (1) 財政健全化の推進..... 15 頁
- (2) 国債の債務管理の多様化..... 17 頁
- (3) 日本国債のグローバル化..... 18 頁

1. わが国の財政の現況

(1) わが国の財政収支の推移

わが国では歳出が税収を上回る状況が長らく続いており、その差額は拡大を続け、歳出のおよそ半分を国債発行で賄っている状況にある（図表1参照）。こうした状況下、歳入の不足分を国債の発行等で賄ってきた結果、2011年9月末時点の財投債を合わせた普通国債残高は約770兆円となっている¹。こうした財政赤字および公債残高は、1990年以降急速に拡大したものである。

以下、これまでのわが国の財政収支の推移とともに、財政赤字および公債残高が拡大した経緯と財政再建に向けた動きについて概観する。

①財政赤字の拡大と財政再建に向けた取組み

財政赤字拡大の契機として、ニクソン・ショック（1971年）および第1次石油危機（1973年）の発生が挙げられる。これらを受けて実施された財政出動によって歳出額が増加する一方、景気後退により税収が減少し歳入不足に陥った。政府は、歳入の不足分を補うため、1970年代半ば以降、建設国債に加えて特例国債の発行を行うようになり、その発行額は年々拡大していった²。こうしたなか、財政再建に向けた動きとして、1979年に「新経済社会7ヵ年計画の基本構想」が閣議決定され、1980年代前半における重要目標に財政再建が掲げられた。また、同年12月に財政制度審議会が大蔵大臣に提出した「公債に関する諸問題及び歳出の節減合理化に関する報告」では、徹底した歳出削減・合理化や歳出規模の大幅な削減が必要との見解が示された。また、国会においても同年12月に「財政再建に関する決議」が採択され、財政再建を緊急の課題としたうえで、歳出、歳入にわたり幅広い観点から財政再建策の検討を進めるべきとの方向性が示された。

1980年代に入ると、財政再建を目指した取組みが進められ、概算要求における「ゼロ・シーリング」や「マイナス・シーリング」等の実施による歳出削減の取組みが行われた。一方、景気停滞による税収の伸び悩みや「一般消費税」の導入をはじめとする増税策が頓挫したことにより、歳入の不足分を補う国債発行額は1980年代半ばまで高い水準で推移することとなった。その後、1980年代後半に入ると、いわゆるバブル経済による景気回復を受けて税収が増加し、国債発行額および公債依存度も徐々に減少していった。その結果、1991年度は特例国債の発行が行われず、一時期は25%を超えていた公債依存度も1990年代初頭には一旦10%前後まで低下した。

¹ 財務省「債務管理レポート2011」。

² 1965年度の補正予算で1年限りの特例公債法が制定され、戦後初めて赤字国債が発行された。その後、10年間は特例国債が発行されなかったが、1975年以降、1989年まで特例国債の発行が続いた。

②バブル経済崩壊後の財政赤字の急速な拡大

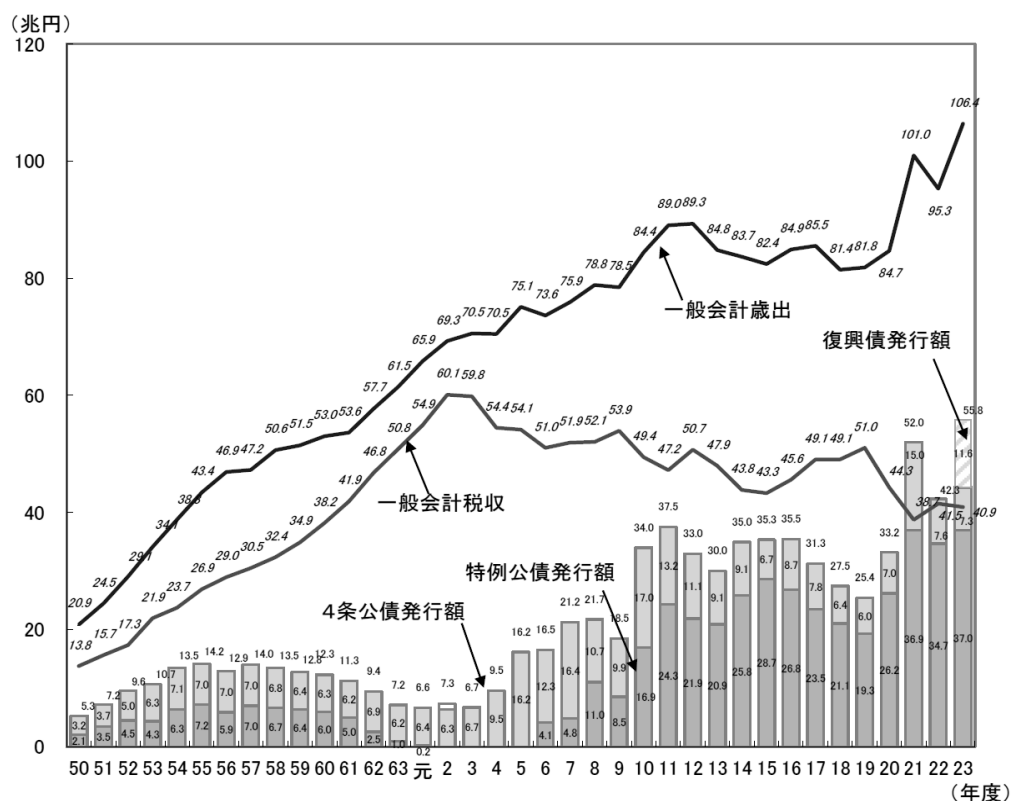
1990年代に入り、バブル経済が崩壊すると、わが国の財政は再び厳しい状況を迎えることとなった。景気低迷を受け、政府は大規模な財政出動を実施することとなり、1994年度から特例国債の発行が再開された。その後も公債依存度は増加を続け、阪神淡路大震災の影響を受けた1995年度補正後予算では公債発行額は20兆円を突破し、依存度は30%に近づいた。1997年には財政再建による大幅な歳出削減と消費税率の引上げが実施されたものの、その後の経済低迷等により、財政赤字は急速に拡大した。

2000年代に入ると、財政収支のバランスの改善を目的として、政府は「国と地方を合わせたプライマリー・バランス（基礎的財政収支）の黒字化」を目標に設定するとともに、歳出・歳入一体改革によって歳出の大きな割合を占めていた公共事業費をはじめとする歳出削減を行った。2000年代中盤には米国や新興国の好調な経済を背景とした輸出拡大を中心とする企業業績の回復により税収が増加したこともあり、国債発行額および依存度は減少した。

しかし、2008年にリーマン・ショックが発生すると、世界的な経済危機に対応するための数次に亘る経済対策の実施および景気悪化を受けた税収の伸び悩みにより、財政赤字は大きく拡大した。また、直近では、記録的な円高による円高対策の実施や2011年3月に発生した東日本大震災へ対応するための財政支出により、赤字額はますます拡大し、2011年度の歳出額約106兆円（第3次補正後）のうち、半分強に当たる約55兆円を国債発行で賄っている状況にある。

また、発行する国債の内訳についても注目する必要がある。1980年代までは、特例国債（いわゆる赤字国債）と4条国債（いわゆる建設国債）は、ほぼ等しい割合で発行されていた。しかし、2000年代に入ってから、急速に特例国債の発行割合が高まり約8割近くを占めるなど、経常的経費が国債発行により賄われる状況が長期化している。

【図表1】一般会計における歳出と歳入の推移（決算ベース（2011年度は3次補正後予算額））



(資料：財務省「日本の財政関係資料」(平成23年度3次補正後予算 補足資料))

(2) わが国の財政支出拡大の要因

① 社会保障関係費の増加

社会保障関係費は、現在、わが国の財政支出の中で最も大きな割合を占めている。わが国の社会保障制度は、戦後の経済成長を背景に制度整備と拡充が続けられ、全ての国民が医療保険および年金による保障を受けることができる「国民皆保険・皆年金」が1961年に実現した。その後も1970年代前半までに医療保険および年金の給付の改善が進められ、政府が「福祉元年」と位置づけた1973年には、老人医療費の無料化のほか医療保険における高額療養費制度や年金の物価スライド制等が導入された。これらの制度整備や給付拡大がなされた背景には、当時のわが国の生産年齢人口の割合が高かったこと、財政面でも高度経済成長により一定水準の税収の伸びを確保していたことがあった。

1980年代に財政再建に向けた取組みが進められると、社会保障関係費についても歳出削減が求められ、国民健康保険財政の負担軽減を目的とする老人保健制度の創設、被用者保険の本人1割負担や退職者医療制度の導入等が行われた。

1990年代に入ると、高齢者層の急速な拡大や生産年齢人口の減少に加えて、

少子化の問題が指摘されるようになり、本格的な少子・高齢社会への対応が求められ、高齢期の介護問題に対処する介護保険制度の創設や「エンゼルプラン（今後の子育て支援のための施策の基本的方向について）」にもとづく子育て支援が実施され、社会保障関係費はますます大きくなった。

こうした状況を踏まえ、2000年代に入ってから、少子高齢化と経済の低成長等を背景とする変化に対応するため、社会保障制度改革が行われた。これにより、制度および財政の持続可能性を確保し、給付と負担の均衡および世代間の公平性を確保するという基本的な視点にもとづき、年金・介護保険・医療などの各制度の見直しが実施された。また、経済財政諮問会議において「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」を取りまとめ、国と地方の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）を2011年度には黒字化することを目標に掲げ、社会保障給付の段階的な削減などによる歳出改革を行い、対応できない部分を歳入改革で対応するという方針を打ち出した。しかし、少子高齢化の一層の進行や医療・介護サービスの不足等、社会保障制度の様々な問題が表面化したことから、2008年の社会保障国民会議における最終報告や翌年の政権交代後における社会保障制度の見直し等により、社会保障制度の機能強化と財源の確保を両立させる改革に方向性を移している。なお、最近では、2010年に政府・与党社会保障改革検討本部が設置されたほか、2011年に「社会保障・税一体改革成案」を取りまとめ、社会保障と税の一体改革の具体的方向を提示したうえで、その後の具体化を進めることとした。

以上のように、現在、社会保障制度の改革に向けた議論が進められているものの、少子高齢化の進行により、今後も社会保障給付費は増加を続け、社会保険の国庫負担を含む社会保障関係費は毎年約1.3兆円のスピードで増加するとも言われており、財政への影響がますます大きなものとなることが懸念される。

②高水準の公共事業費

(1)で触れたように、1990年代にわが国の財政収支のバランスが大きく崩れ、財政赤字が急速に拡大した。その要因の1つとして、バブル経済崩壊後の数次に亘る経済対策としての公共投資の実施が挙げられる。内需拡大を目的とした公共工事等による経済対策として、ニクソン・ショック後の円高不況対策や総合経済対策等が実施されたが、バブル経済崩壊後の1992年から1999年末にかけて行われた経済対策は補正予算を伴う大規模なものであった³。特に地方自治体の公共事業に関する支出が国を大きく上回っており、地方自治体主導の公共投資が経済

³ 補正予算を伴う経済対策は1999年末までに12回実施された。このうち10兆円を超える事業規模の対策は8回。最も規模が大きかったのは「緊急経済対策」（1998年11月）の17兆円超（恒久的減税を含めると20兆円を超える）。

対策の軸に据えられたが、地方自治体の公共事業は国から補助金等を受けて行う「補助事業」とともに、国の補助なしで行う「単独事業」が税収の不足分を地方債の起債で賄いながらも実施されていた。この地方債の償還については、地方交付税を受けられる措置がとられていたことから、地方自治体の財政悪化が国の財政負担の増大に繋がった。

こうした状況を受けて、2000年代に入ってから、国庫補助負担金、地方交付税および税源の移譲を含む税源配分の見直しを行う「三位一体の改革」が進められ、地方交付税額の大幅な削減や国から地方への税源委譲等が行われた。改革の結果、国における公共事業予算額は、ここ10年間は減少傾向にあるものの、わが国の公共事業費の対GDP比率はOECD加盟の主要国の中では比較的高い水準を維持しており、財政に与える影響は依然として大きなものとなっている。

③近年の歳出拡大

2000年代に入り、政府の財政運営方針にもとづく歳出削減が行われ、2000年度に89.3兆円であった歳出総額が2006年度には81.4兆円になった。しかし、2008年9月に経済危機が発生すると、同年中に2度の補正予算を伴う経済対策が実施され、さらに翌2009年にも14兆円を超える規模の補正予算が編成されるなど、大規模な財政出動が行われ、2008年度の歳出総額は前年度比約3兆円増の84.7兆円、2009年度は101.0兆円に達した。緊急的な経済対策として拡大した歳出規模は、翌2010年度も95.3兆円と高い水準で推移した。また、歳出が拡大する一方で、景気の後退で税収が大きく落ち込んだことから、縮小傾向にあった歳出と税収の格差が再び急拡大し、2009年度には建設国債と特例国債の発行額が一般会計税収を初めて上回ることとなった。

さらに、2011年3月に発生した東日本大震災を受け、2011年度に震災対応に係る復旧・復興に対する約15兆円の歳出を3度の補正予算で実施しており、補正後予算額は106.4兆円に達している。ただし、復旧・復興の財源については、復興財源確保法が成立しており、一定期間の所得税の定率増税等により賄われることとなっている。

以上のように、近年においては、経済対策の実施等に係る財政出動が大規模に行われており、歳出は再び拡大している。今後、社会保障費等の自然増のみならず、復旧・復興事業に係る事業費等の負担も想定されることから、高い水準の歳出額がしばらく続くことが見込まれる。

2. 国債市場の現況・予想される情勢変化

欧州では、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政状態が悪化し、自力での財政再建が難しくなったとして EU および IMF からの支援を受けている。これらの国では国債（10年物国債）利回りが7%⁴を超えた後も利回り上昇に歯止めがかからず、その後、EU および IMF による支援が明らかにされたことから、「利回り7%」が自力で金融市場から調達を続けることのできる目安と見る市場参加者が多い。さらに、ユーロ圏第3位の経済規模を持つイタリアも国債（10年物国債）の利回りが一時的に7%を上回る水準になり（2012年1月現在）、同国の動向が注視されているところである。

わが国では、1990年代以降、財政赤字の問題が深刻化し、国と地方の合算の公的債務残高が問題視されるようになった。現在、わが国の公的債務残高は国際的に見ても極めて高い水準にあり、IMF 等から財政再建の必要性について再三の指摘を受けているところである。しかし、上記の国々とは異なり、国債の利回りは1%と低水準で安定している。こうした状況を踏まえて、わが国の国債市場の現況と今後予想される情勢変化について考察する。

(1) わが国の国債市場の現状について

① 増加する国債発行額と国債残高

国債発行額は、1990年から2010年までの20年間で6倍以上に増加している。1990年代初頭は、赤字国債の発行を行わずに借換債と建設国債の発行のみを行っていたことから、発行額は30兆円を下回る規模で推移していた。しかし、景気の停滞に伴う歳出拡大と税収の減少を受けて赤字国債の発行額が増大し、2000年代に入ると借換債の発行額も増大した。2011年度の発行総額（3次補正後）は約181兆円で、うち新規発行額は約56兆円⁵でその大半が赤字国債となっている。

こうした発行額の増加に伴い、国債残高も累積しており、2011年9月現在で普通国債と財投債を合わせると約770兆円となっている。このため2011年度の公的債務残高の対GDP比は211.7%の高水準となっており、先進国中、最も高い水準である⁶。

⁴ 以下、利回りは名目利回り。

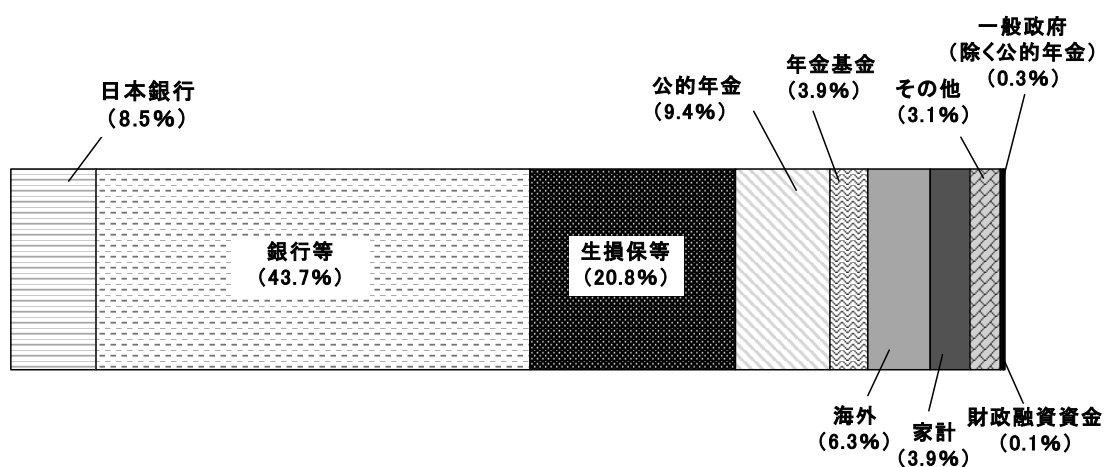
⁵ このうち11.6兆円は復興債。

⁶ 数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。出典はOECD “Economic Outlook 90”。

②大半を占める国内保有者

わが国の国債保有者の内訳を見ると、国内の保有者が全体の約 95%を占めていることがわかる（図表 2 参照）。この割合は諸外国の構成とは大きく異なっており、米国をはじめ、英国、フランスならびにドイツといった国々では、3割以上を国外の投資家が保有している。わが国特有の保有構造の背景には、わが国が多額の個人金融資産を抱えており、これら金融資産が銀行等の間接金融を通じて、国債に投資されていることがある。

【図表 2】 わが国の国債の所有者別内訳（2011 年 9 月末）



（資料：日本銀行「資金循環統計」（2011 年 7～9 月期速報）から作成）

③低水準で安定する国債利回り

債務残高の増加は、一般的に国債のリスクを増大させ、利回りの上昇要因となりうるが、わが国の国債利回りは 1990 年代末から低水準で安定している。これは、景気刺激のための日銀の低金利政策が長期に亘り継続していること、また家計部門の資産や企業の内部留保等を背景とする国内金融機関による国内保有割合が高いことによるところが大きいと言われている。

また、近年の発行額の増大にもかかわらず、国債に対する需要不足が発生していない背景には、リーマン・ショック後にリスク許容度が低下した投資家が安全資産とされる国債へ資金を逃避させていることや、バーゼル規制のルールにより、金融機関が安全資産である国債の保有に向かう仕組みになっていること等も要因として考えられる。

このため、東日本大震災の発生も、国債保有者の売却行動に現時点では繋がっていない。

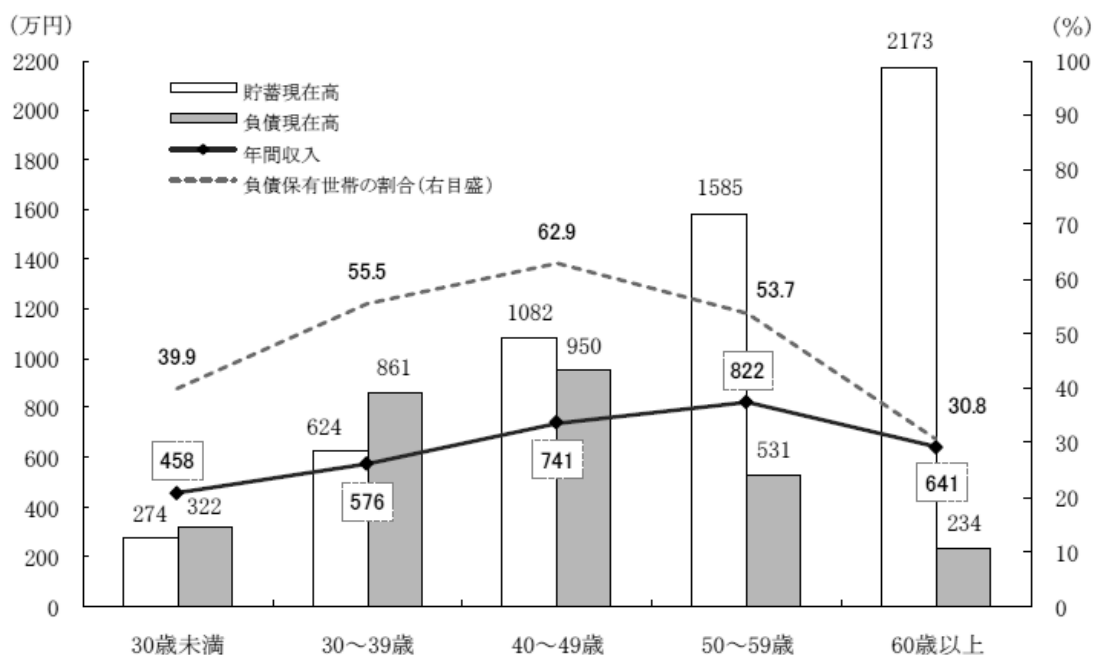
(2) 今後の国債市場に想定される情勢変化とその影響について

①国内の国債吸収余力の低下

現在、わが国の国債は、その発行額および発行残高の大きさにも関わらず、国内保有割合の高さと金融機関を經由して消化に利用される個人金融資産の規模を背景として、安定かつ低利で消化されている。

しかし、今後、少子高齢化の進行に伴い、個人金融資産が減少し、国債市場の持続可能性に影響を与えることが想定される。

【図表3】世帯主の年齢階級別1世帯当たりの貯蓄・負債、年間収入



(資料：総務省「家計調査報告(貯蓄・負債編)ー平成22年平均結果速報ー(二人以上の世帯)」)

総務省⁷によれば、二人以上の世帯のうち、高齢者世帯(世帯主が60歳以上の世帯)の割合は45.2%であるが、これらの世帯の貯蓄額は全体の62.4%を占めており、高齢者世帯に貯蓄が偏っていることがわかる。世帯主の年齢階級の1世帯当たり貯蓄現在高(二人以上の世帯のうち勤労者世帯)は、世帯主の年齢階級が高くなるに従って高くなっており、60歳以上の世帯は2,173万円となっている(図表3参照)。また、純貯蓄額についても、60歳以上の世帯が最も多く1,939万円となっている。

しかし、高齢者世帯は社会保障給付等の収入とともに、現役時代に蓄積したこ

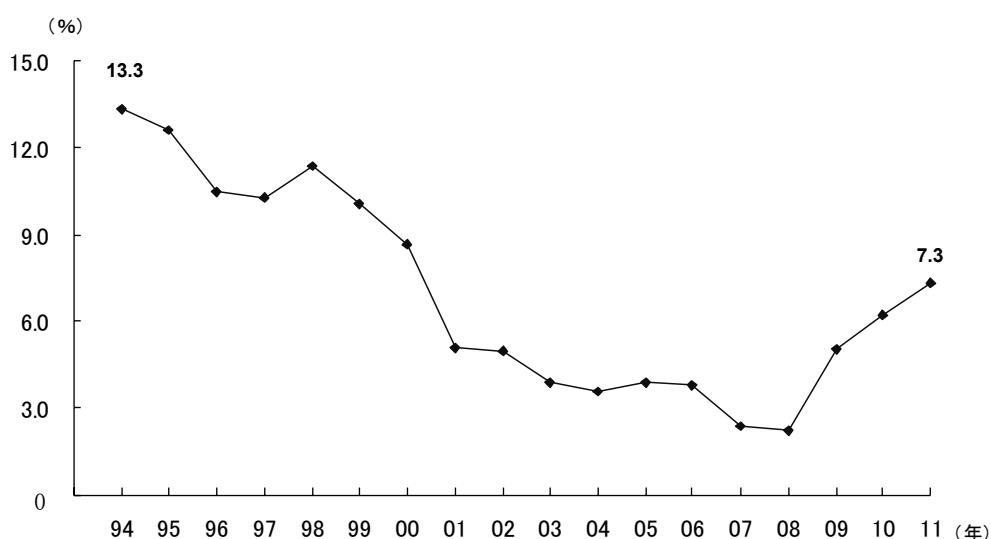
⁷ 総務省「家計調査報告(貯蓄・負債編)ー平成22年平均結果速報ー」。

れら貯蓄の取崩しにより生計を維持することになる。高齢世帯の家計収支⁸を見ると、高齢者世帯のうち約7割を占める無職世帯では、1か月平均の消費支出が約21万円であるのに対し、可処分所得は約16万円となっており、毎月の収支不足分は金融資産の取崩し等により賄われている。

家計貯蓄率（図表4参照）は、雇用や所得に対する不透明感が景気後退により強まったこと等を背景に2009年度以降、上昇傾向に転じているが、上記の世代構成の変化を踏まえると、中期的には家計貯蓄率に掛かる低下圧力は強まる方向にある。わが国の国債保有者のうち、銀行や保険会社等の金融機関が大きな割合を占めているが、その背景には各機関で預けられている多くの家計資産が国債の購入に充てられていることがあげられる。そのため、今後、家計貯蓄率が再び低下傾向に転じ、水準を切り下げていった場合には、徐々に金融機関が現在の保有割合を維持することが難しくなっていくリスクがある。

さらに、東日本大震災や急速に進む円高による国内生産拠点の海外移転が勢いを増すなか、2011年の貿易収支は31年ぶりに赤字（貿易統計（通関ベース））となり、今後もこの傾向が続く場合には、長期にわたる経常収支の黒字構造についても磐石なものではなくなっていく可能性がある。こうした構造的な変化が現実のものとなれば、超低金利の国債による国内での調達という仕組みが崩れ、資金不足分を海外から調達することが必要となることが考えられ、現在の国債をめぐる環境が大きく変化する可能性がある。

【図表4】 わが国の家計貯蓄率の推移



（資料：OECD Economic Outlook 90 database から作成）

⁸ 総務省「家計調査報告（家計収支編）—平成22年平均速報結果の概況—」。

②海外投資家を意識した情報発信等の必要性

現時点での海外投資家の保有割合は低い水準にとどまっているが、国内における国債吸収余力の将来的な低下を考慮すると、安定的に国債を保有する傾向が強い海外の年金基金、生命保険、中央銀行等を中心に、海外投資家の保有を進めることが重要になってくる。このため、政府も、国債の保有者層の多様化を進める観点から、海外 IR を実施する等、海外投資家を意識した情報発信を行い、海外での国債消化を進めているところである。

海外投資家は、国債の保有割合は低いものの、先物取引を含む流通市場では相応の規模の取引を行うなど、国債の価格形成に一定の影響を持っている。また、国債等への投資判断にあたっては、投資対象国の国債発行残高、財政状態および成長率等を総合的に勘案し、これに見合った利回り水準を求めることになる。したがって、わが国の国債保有構造の多様化のなかで、海外投資家の国債保有割合が上昇する場合には、国債発行計画の策定や国債管理政策に係る情報発信を機動的に実施する等、海外投資家を意識した対応の重要性が従来以上に高まることになると考えられる。

3. 国債市場におけるこれまでの取組み

(1) これまでの国債市場改革の背景

わが国は、毎年多額の国債を発行しており、国債に係るリスクの発生は、金融・経済へ大きな影響を与えることとなる。そのため、国債市場における円滑な発行・流通を促進するための施策（以下「国債市場改革」という。）がこれまでに講じられてきた。

1990年代に国債が大量に発行される一方、わが国の国債市場は英米の先進的な国債市場と比較し、制度、商品、市場参加者の厚みにおいて未発達であった。

大量の国債を毎年円滑に消化するためには、国債の流動性を高めることが重要となる。これに対応するため、2000年代に入り、国債の確実かつ円滑な発行および中長期的な調達コストの抑制という基本目標の下、国債管理政策が急速に整備され、取引手法の拡大や市場インフラ整備が進んだ（近年の国債に関する施策は図表5参照）。

【図表5】国債管理に関する主な施策

2005年度
<ul style="list-style-type: none"> ・第I非価格競争入札開始 ・シ団の競争入札比率の引上げ(85%から90%に、2005年4月債から実施) ・物価連動国債に係る譲渡制限の緩和(外国法人等を譲渡対象に追加) ・金利スワップ取引実施基本要領の公表 ・入札に関するルール等の見直し (国債およびFBの競争入札における応札制限の導入、2年債・TB・FBの応募価格の単位の変更、15年変動利付債の入札方式の変更(利回りダッチ方式→価格コンベンショナル方式)) ・新型個人向け国債(固定利付型)の導入 ・買入消却の対象の拡大(対象銘柄を全銘柄に拡大) ・シ団の廃止
2006年度
<ul style="list-style-type: none"> ・流動性供給入札の導入 ・物価連動国債および30年債の原則リオープン化を公表 ・FB6か月物導入(TB6か月物からの振り替え)
2007年度
<ul style="list-style-type: none"> ・特別会計に関する法律施行(スワップ取引等規定の整備) ・30年債の入札方式の変更(利回りダッチ方式→価格コンベンショナル方式) ・トップリテラー会議の開催開始 ・新型窓口販売方式の導入 ・40年債の公募入札開始
2008年度
<ul style="list-style-type: none"> ・特別流動性供給入札制度の導入 ・固定利付国債の発行日を、原則T(入札日)+3日に設定 ・流動性供給入札制度の対象の拡大(対象銘柄を6～29年の利付債に拡大) ・ストリップス債の買入消却の開始 ・第II非価格競争入札につき、落札額の10%の限度額を15%に引上げ
2009年度
<ul style="list-style-type: none"> ・市中からの買入消却の総額を3兆円から4兆円に拡大 ・流動性供給入札制度の対象の拡大(対象銘柄を5～29年の利付債に拡大) ・物価連動債と変動利付債の買入消却について、2010年1月から減額を開始
2010年度
<ul style="list-style-type: none"> ・個人向け国債3年債を発行開始(2010年7月より) ・国債整理基金の取崩しを財源とした買入消却を実施

(資料：財務省ウェブサイトから作成)

(2) わが国における国債管理政策

わが国の国債管理政策は「市場との対話」「国債の商品性・保有者層の多様化」「国債市場の流動性の向上」「債務管理の高度化」を基本的な考え方としている。以下、これらの考え方にもとづく取組みを紹介する。

①市場との対話

財務省は国債市場の動向やニーズを的確に把握するため「市場との対話」を進めている。2002年には、国債の投資家と直接かつ継続的に意見交換を行う場として、「国債投資家懇談会」を設置し、銀行や保険会社等の主要な機関投資家を中心に国債発行計画や国債市場の状況等に関する意見交換が行われている。

2004年には、「国債管理政策の新たな展開」の中で、欧米諸国で実施されている「プライマリー・ディーラー制度⁹」と同様の機能を果たす「国債市場特別参加者会合」が設置された。同会合参加者は、一定の落札シェアを有する銀行や証券会社であり、買入消却入札や流動性供給入札への参加等の資格ならびに発行市場における応札責任および落札責任等を負うことになっている。

また、2007年には、個人による国債保有を促進する観点から、個人向け国債の募集取扱を積極的に行っている金融機関の実績や取組を評価するとともに、個人に対する国債販売の更なる推進を目的として「国債トップリテラー会議」が設置され、幅広い業態の参加者と当局との間で意見交換が行われている。

②国債の商品性・保有者層の多様化

国債の安定消化のためには、その商品性の設定について、市場の動向やニーズが的確に反映される必要がある。こうしたニーズを踏まえ、長期安定的な投資を基本とする生命保険会社や、金融機関とは投資行動が異なる個人投資家向けの商品の拡充が進められてきた。商品拡充の一例としては、2003年の個人向け国債の発行開始、ストリップス債の導入、2007年の40年利付債の導入等が挙げられる。

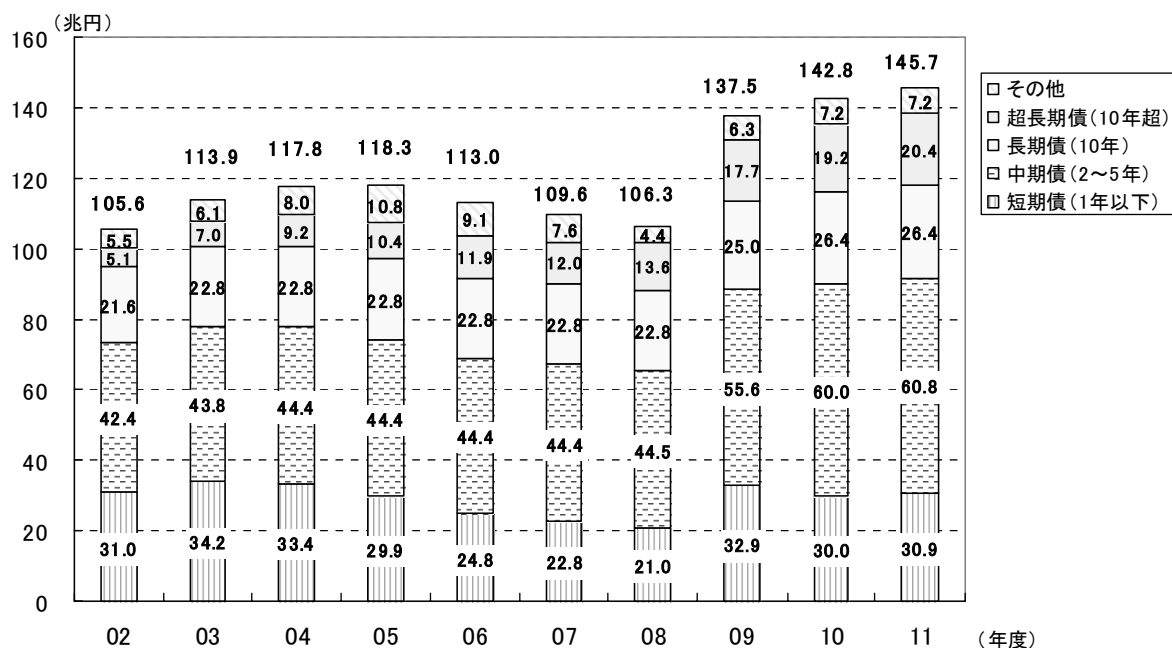
債券の種類については、現在、償還期間1年以下の短期国債から40年の超長期国債まで、様々な種類の国債が発行されている。しかし、これら種類別の発行額を比較すると、2011年度（3次補正予算後）では6割強を5年債までの短・中期の国債が占めているのが実状である（図表6参照）。

これら商品性の多様化により、保有者層の多様化に向けた取組みがなされているが、2010年末時点でのわが国国債の45%は銀行等が保有している。保有者層の偏りは市場の状況が変化した場合に取引が一方向に流れるリスクを内在しているため、投資行動が異なる投資家が幅広く保有することを促進することが重要とされている¹⁰。こうしたなか、保険会社等の長期安定的な投資家の保有割合を高めるべく、超長期債市場の育成が図られている。また、個人投資家の保有促進策として、個人向け国債の商品性の改善が行われている。

⁹ 政府公認の証券ディーラーが公開市場操作の受け手となって、直接債券の売買を行うもの。

¹⁰ 国の債務管理の在り方に関する懇談会「国債管理政策の現状と課題」。

【図表6】カレンダーベース市中発行額の種類別内訳の推移



(資料：財務省ウェブサイトから作成。2009年までは実績ベース。2010年度は補正後見直し、2011年度は3次補正後の発行額を記載)

③国債市場の流動性の向上

流動性の高い国債市場の存在は、国内外の多様な投資家による国債保有を誘引する要素となり、国債の確実かつ円滑な発行および中長期的な資金調達コストの抑制に資するものである。

財務省は、国債の流動性の維持・向上のため、市場参加者間の取引の活発化を通じた市場の自律的機能によることを基本とし、発行段階での工夫による後押しや国債管理政策の基本目標の達成に必要な範囲での補完的な手段の活用に取り組んでいる。具体的には、a.国債の発行に際して、既発債と同一の元利払日および表面利率を設定して、発行時からその国債を当該既発債と同一銘柄として取り扱う「リオープン制度」の導入(2002年)、b.償還期限到来前に債券を市中から買い入れて消却を行う「買入消却」の導入(2003年)、c.構造的に流動性が不足している銘柄や需要の高まり等により一時的に流動性が不足している銘柄の追加発行を行う「流動性供給入札」の開始(2006年)、d.国債市場特別参加者制度の段階的導入、等の措置が実施されている。

④債務管理の高度化

わが国の国債残高が膨大な額となっていることから、流動性の維持・向上とともに、将来の金利変動リスクを中長期的に把握し適切に管理することが、将来の資金調達コストを抑制するためにも重要となる。このため財務省は、既発国債から発生する将来の利払費に今後の国債発行計画シナリオや金利シミュレーションを加え、将来のコストとリスクを定量的に把握する「コスト・アット・リスク分析」を実施している。また、2006年からは、固定金利と変動金利といった異

なる種類の金利の支払を一定期間に亘って交換する金利スワップ取引を開始している¹¹。

また、国債管理体制の強化のため、近年には「国の債務管理の在り方に関する懇談会」の開催、債務管理レポートの発行等の国債管理体制の強化等の取組みを行っている。

¹¹ ただし、国債の借換時の金利変動リスクの削減は、当面は超長期債の発行増加に期待できると見込まれるとして、2009年度下期以降新規取引は実施されてない。

4. 持続可能な国債市場の実現に向けて

欧州の政府債務を巡る問題は国債市場に混乱を生じさせ、国債を大量に保有する欧州金融機関等の問題に発展する様相をも示している。このようななか、市場はギリシャ等の財政危機に反応し、にわかに国債リスクが顕在化している。投資家の資金は「質への逃避」の観点から、各国の財政状況の相対比較のなかで投資対象とする国債の安全性を判断することから、各国の国債リスクは投資家の相対感の中で順位が入れ替わりうる不安定な状況にある。

国債発行残高の拡大が続くわが国の公的債務残高の対 GDP 比は、主要先進国のなかでも極めて高い水準にあるため、このような国債市場の状況において安定的な財政運営を行うためには、市場での安定的な国債発行および消化が前提となる。このため、以下において、今後の持続可能な国債市場の実現に向けて考えられる取組みをまとめた。

(1) 財政健全化の推進

わが国の公的債務の対 GDP 比は先述のとおり主要先進国の間で突出した水準にあり、国債の格下げ等にもかかわらず、国家の信用力の指標ともいえる国債利回りは安定し、為替も歴史的な円高水準にある。このような逆説的な状況下、現状に対する危機感が広く共有されているとは言い難く、財政に係る懸念事項は先送りされているといわざるを得ない。

このような危機的な状況にあるなか、2011 年には、東日本大震災および福島第一原子力発電所の事故による被害等の国内問題が発生しており、国外に目を向けると、欧州各国の政府債務問題、米国金融市場の動揺等、国家の信認を問う非常事態が世界規模で発生している。このように国家の信用力が国内外から注視されるなか、少子高齢化、経済活力の低迷、財政赤字の拡大等、わが国が抱える構造的な課題への解決の道筋は未だに示されていない。世界的に国家財政の信認が厳しく問われていることを踏まえると、欧州における財政危機への対応等を参考としつつ、わが国の財政に係る問題に抜本的に取り組むことが求められている。

① 財政再建に向けたビジョンの提示

現在のわが国の財政状態に鑑みると、財政健全化への道のは相当の期間を要することが想定される。したがって、中長期的な財政再建へのビジョンを策定することが不可欠である。中長期的な財政再建へのビジョンを早期に示し、その着実な実行を図ることは、国内外の投資家のわが国の財政に対する信認を高めることに繋がるものであり、国債市場の安定性を確保する観点からも重要である。

なお、財政再建へのビジョンを策定するにあたっては、財政健全化目標や財政

再建ルールを設定したうえで、既得権益廃止を含めた歳出削減の徹底と、適切な増税を組み合わせた歳出・歳入一体改革が必要である。これに関して、政府は、2010年に財政再建に向けた「中期財政フレーム」を含む「財政運営戦略」を閣議決定したが、その実現に向けて、さらに個別分野にまで踏み込んだ具体的なビジョンの提示が求められる。

また、過去の財政運営においても財政健全化目標が設定されてきたものの、景気後退等の経済情勢の動きに大きく左右され、未達成または先送りを余儀なくされてきた。こうした経緯を踏まえ、景気への配慮のための経済対策のルールに弾力条項を措置するなど、一定の幅を持たせることも必要になるが、過去に英国が「ゴールデン・ルール」や「サステナビリティ・ルール」を導入したように、財政改善のメカニズムを整備し、確実に財政再建を推進することが望まれる。

2011年8月にかけて、米国では、連邦債務上限の引上げをめぐって与野党協議が難航し、一時期は債務不履行の懸念が現実味を帯びる状況になった。最終的に債務不履行は回避されたものの、このような事態を受けて米国長期国債格付けが最上位のAAAからAA+に引き下げられている。その後も超党派の特別委員会において1.2兆ドルの財政赤字削減案の策定が議論されてきたが、大統領選挙を前にした与野党の対立等により協議が決裂する等、混乱が続いている。このような状況を踏まえ、わが国において財政再建に向けたビジョンを提示するにあたっては、財政健全化目標等が簡単に破棄されないために、幅広い関係者がコミットすることが望ましい。このため、例えば、制度見直しの議論が中断・切断されることのないよう、超党派で財政運営ルールを設定し、ルールを踏まえた政策議論を行う仕組みを構築することを真剣に議論することが必要である。

②歳出と歳入の抜本的な一体改革の推進

わが国の国債市場を安定・持続的なものとするためには、財政赤字を削減し、新規の国債発行額を抑制することで、国債発行残高の増加を抑える必要がある。財政赤字削減のためには、歳出改革、税制のあり方についての歳入改革を一体的かつ抜本的に進めることが求められる。

歳出改革を進めるにあたっては、30兆円を超える基礎的財政収支の赤字額の削減だけでなく、毎年約1.3兆円のペースで膨張を続ける社会保障関係費をどのように効率化していくかが重要な課題となる。少子高齢化がさらに進展するわが国の状況を考えると、この増加を単なる既定路線として聖域化することなく、わが国の社会構造に対応し、持続可能な社会保障制度のあり方につき、早急に抜本的な見直しに取り組む必要がある。

歳入改革については、現在、消費税率引上げの時期・幅について議論が行われ

ている。内閣府の試算¹²によると、名目 GDP 成長率が1%台後半（実質成長率1%超）で推移し、2013年度後半から2015年度にかけて段階的に消費税率を10%まで上げた場合でも、国・地方の公債等残高の対GDP比は現状からさらに拡大するとしており、10%程度への引上げでは不十分と言わざるをえない。このことから、消費税率の引上げ幅・時期だけの議論ではなく、社会保障制度や税制のあり方について、現在のわが国の社会構造を踏まえて徹底した見直しを行い、持続可能な制度を構築することが必要である。

特に衆参ねじれ現象が生じている状況においては、①の財政運営ルールと同様に、超党派で議論を行い、実効的なものとする必要がある。

③経常収支の黒字構造の維持

厳しい状況にある財政のなかで、わが国の国債の安定調達を支えてきたのは、長期にわたる経常収支の黒字構造の存在が大きい。これまで、わが国は安定的な経常黒字を維持してきたことが、結果として、わが国の国債に対する信認にプラスの効果を与えてきたと考えられる¹³。しかし、今後、少子高齢化の進行、東日本大震災や急速な円高による生産拠点の海外移転等の影響により、経常収支の黒字幅の縮小が想定され、中期的には赤字に転落することも懸念されている。近年、「新成長戦略」をはじめ、政府による経済成長戦略の検討が進められているが、経常収支の黒字構造を維持する観点からも、わが国経済の活性化を図ることが求められる。

(2) 国債の債務管理の多様化

①国債の保有者層・商品性の多様化の推進

国債市場を中長期的に安定したものとする取組みの1つとして、国債保有者層の多様化が考えられる。これまでに述べたとおり、現状は、国内の金融機関がその多くを保有することにより、大量の国債を低利で消化することが可能となっている。しかし、保有者が特定層へ偏重することは、市場情勢が大きく変化した際に取引が一方向に偏り、安定性を欠いた状況になるリスクを内在するといえる。

このため、個人の資産選択のニーズに合致した商品を開発するため、個人向け国債の取扱いが開始され、取扱商品の拡充や制度の整備等が進められてきた。家計の保有割合の増加に一定の効果が見られたものの、近年は金利水準の低下の中で商品の優位性が低下し、保有割合は伸び悩む状況にあった。個人保有を促進させるため、引き続き、発行ペースや金利設定方法等の制度見直し、より短期の年限（現在は3年から）や物価連動国債等の取扱商品の拡充など、国債トップリテ

¹² 内閣府「経済財政の中長期試算」（2011年8月12日公表）。

¹³ 市場関係者、格付機関もわが国の経常収支を重要な要素の1つとしている。

一ラ一会議等における意見も取り入れ、個人投資家の資産選択ニーズに合致した商品性の検討を継続的に行うことが期待される。

②超長期国債市場の育成

わが国では、国債発行額に占める短・中期国債の割合が大きく、長期的な安定性を確保する観点では 20 年以上の超長期国債の発行割合を拡大することが望ましい。特に、国債残高の増加に伴い、長期債・超長期債の引き受け手が限定されていることから、調達年限の短期化が進んでいる¹⁴。このため、財務省は「平成 23 年度債務管理政策」において、主な施策として「超長期債市場の育成」を取りあげ、保険会社、年金基金等の長期運用ニーズを踏まえ、30 年債や 40 年債の発行額を増額することとしている。

超長期国債市場は、発行市場全体に占める割合は 2 割弱と相対的に低く、流通市場においても 1 割程度となっており、他のセクターに比べて規模が小さい。今後、投資家の長期投資のニーズを掘り起こし、超長期国債の発行規模・頻度の増加等により市場の育成を進めていくことが重要である。

(3) 日本国債のグローバル化

わが国の国債が、低利で安定して発行・消化されていることの要因の 1 つとして、約 95% が国内で保有されていることがある、しかし、先述のとおり、少子高齢化の進展等により国内の国債吸収余力が低下すると、これまでのような高い国内消化率を維持することは難しくなることが懸念される。このため、海外投資家の保有割合を高めることも重要な検討課題である。

一方、海外投資家は、わが国の財政状況を重要な投資判断の材料の 1 つにすると考えられる。したがって、海外投資家のうち、安定的に国債を保有する傾向が強い投資家による投資保有を着実に積み上げて行くことが必要となる。このためには、わが国の財政状況を健全化させる道筋を明確に示し、これを確実に履行することが必要になる。このような取組みを進めることに伴い、安定的な海外投資家のわが国の財政状況を含む投資判断が、財政状態に対する警鐘となり、より厳格な財政規律を促すこととなり、財政再建を進める上でもプラスに働くことが期待できる。

①海外投資家を対象とした説明会の実施

財務省は、2005 年以降、海外投資家による日本国債の保有を促進し、保有者層の多様化を図るため、国債に係る海外説明会（海外 IR）を実施している（2010 年度は欧州、北米、中東およびアジアにおいて全 6 回実施）。日本経済・財政等に関する海外投資家の正しい理解を促進するためにも、より一層積極的なコミュニケーションに努め情報発信することが、将来的に海外投資家の保有割合向上に

¹⁴ 1980 年には 10 年国債が 50% 弱を占めていたが、2011 年には 10 年超の国債を合わせても約 15% まで割合は低下している。

資することになると考えられる。

②クロスボーダー担保スキームの活用

わが国の国債に対する安定的なニーズを生む取組みとして、いわゆるクロスボーダー担保スキーム¹⁵の導入・拡充が挙げられる。これは、海外に展開するわが国の金融機関が、日本国債を担保とし海外の中央銀行から現地通貨建ての資金を調達するというスキームである。本スキームを多くの国で導入し、拡充することにより、わが国の国債が国際金融取引の上で必要となるツールの1つとなり、安定的なニーズを生むことが、結果として、わが国国債の安定消化に寄与する可能性がある。

③海外市場での国債発行

この他には、海外市場で国債を発行することも考えられる。現在、わが国の国債は国内市場でのみ発行されているが、海外投資家にとってアクセスしやすい市場で国債を発行することも今後の施策の1つとして検討する必要がある。

以 上

¹⁵ 日本銀行「今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について」。

【委員名簿】

本提言を取りまとめた金融調査研究会第2研究グループのメンバーは、以下のとおり。

(座 長) 貝塚 啓明 東京大学名誉教授・日本学士院会員

(主 査) 井堀 利宏 東京大学大学院経済学研究科教授

(委 員) 岩本 康志 東京大学大学院経済学研究科教授

櫻川 昌哉 慶應義塾大学経済学部教授

(研 究 員) 小黒 一正 一橋大学経済研究所准教授

川出 真清 日本大学経済学部・経済学研究科准教授

(事 務 局) 一般社団法人全国銀行協会金融調査部

金融調査研究会事務局

〒100-8216 千代田区丸の内 1-3-1
一般社団法人全国銀行協会
(金融調査部)
電話 東京 (03) 3216-3761 (代)

本書は研究会としての提言であり、全銀協として意見を
表明したものではありません。