

2002年1月29日

国債市場との関連における今後の財政政策のあり方

経済学研究科

嶋田 健

はじめに

わが国経済は、2000年12月より再び、下降局面へ入ったとされている（日本政策投資銀行調査部 2001）。企業収益は低迷し、失業率は高止まりするなど、今後の動向についても厳しさが増している。これに加え、中国からの輸出攻勢、米国の景気低迷など外的要因が加わり、わが国経済は極めて厳しい状況にある。

さらに、現在、現政権下で、財政赤字の削減が政策課題の一つとして進められており、来年度の国債発行を30兆円以内に抑えるという目標も条件付きながら達成されようとしている。もっとも、この政策は、公共事業など政府部門の需要の減少をもたらし、景気を一層悪化させることが懸念されている。

通常、景気回復期に財政再建という政策が選択され、景気後退時には政府の財政支出拡大による景気浮揚策が進められた方が、国民経済にとってプラスであろう。前者の場合、インフレの抑制、後者の場合、デフレの抑制へとそれぞれ結びつく。現に、前政権下、わが国では、積極的な財政政策を行うことにより、景気の底割れを回避することができた。

実際のところ、わが国の場合、上記のような安定化を進める財政政策ではなく、むしろ逆の方向への政策が進められるケースがみられる（小野 1998）。例えば、バブル期における公共事業の大幅な拡大と、現在のような、景気後退期における公共事業の削減である。

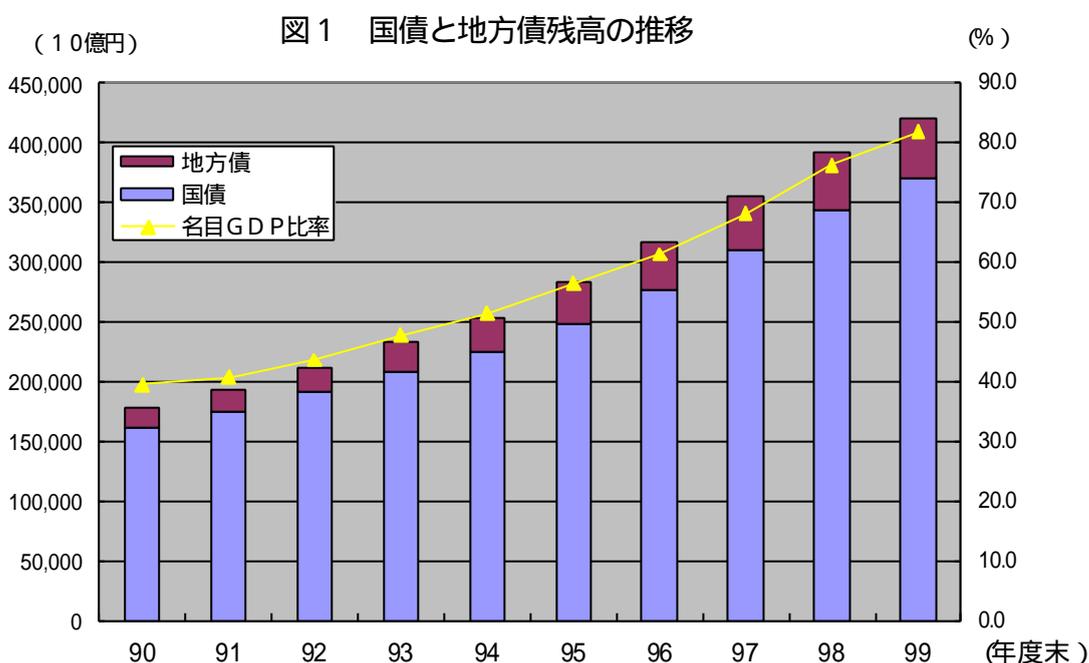
これまで、公共事業を中心とする財政政策には、一定の効果があったと考えられる。しかし、その結果として、一般政府の長期債務は急増し、名目GDPに占める同残高は、G7中最悪の水準となっているのも事実であり、財政の健全化は待たなしの状況にある。海外の格付け機関による、わが国の国債の格下げが相次いでおり、将来的には国債の利回りの上昇が懸念されている。デフレが進行中であるものの、長期債務の急増に対する危機感は強く、財政赤字の削減は急務であろう。

小論では、財政赤字の持続性を中心に金融市場との関連にウエイトを置き以下の議論を進める。また、政府の債務については、分析対象が拡大することから、ここでは、市場を形成する国債、地方債等にできる限り限定し、論じる。

1. 国債残高とその保有状況

a. 急増する国債・地方債の残高

バブル崩壊後、90年代の低成長期には、景気の底支えの手段として、積極的に財政政策が展開された結果、国債、地方債の残高は急速に増加した(図1)。このほか、民間金融機関からの借入などの負債を加えた政府の負債総額は、経済社会総合研究書の『国民経済計算年報』(2001)によれば、1999年度末現在630兆円に達する。これは、同年度の名目GDPの120%超にあたり、低下傾向を示しているイタリアを上回り、現在では、G7中最悪の水準に達している。



資料:内閣府経済社会総合研究所編『国民経済計算年報』(2001)

特に、デフレが進行しているわが国にとって、負債に対する負担は、債務残高の額面以上に大きくなっており、財政赤字の削減が強く求められている。一方、完全失業率は、2001年11月で5.5%と過去最悪の水準にあり(総務省統計局HP)、引き続き政府による何らかの政策が必要であるのも事実であろう。しかし、財政資金には限界があるため、今まで以上に効率的な支出が必要であり、従来のような公共事業ではなく、失業給付や職業訓練の充実など失業者等経済的弱者へ直接給付する方策などが考えられる。

なぜなら、公共事業では、社会資本が整う一方で、失業者の救済という面では、効率性が低く、通産省の1994年の産業連関表(延長表)によれば、103×103部門の公共事業の雇用者所得は、総生産額の約36%に過ぎない。また、橋、道路等の社会資本の整備は、今後、機能維持のためのコストの増大につながることで、戦後経済のように、将来へのビジョンが明確でない中では、その存在自体にリスクが大きいことなどの問題がある。

一方、失業保険拡充は、モラルハザードが指摘されているものの、社会保険という形

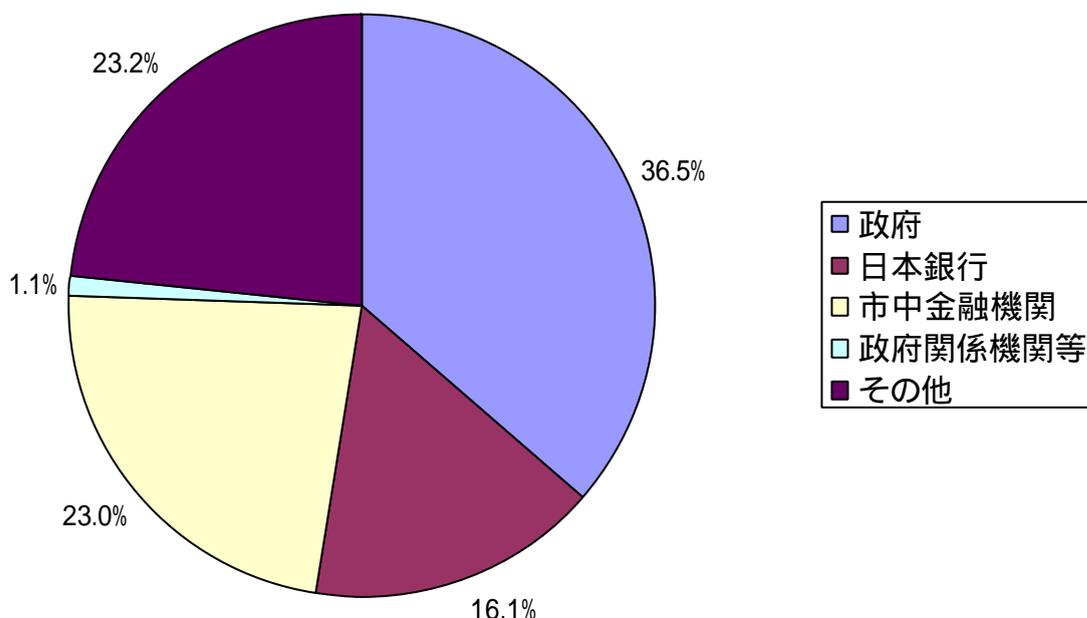
式をとっているため、政府の財政悪化とは直接結びつかないこと、保険料の上昇は、雇用されている消費性向の低い家計から失業している消費性向の高い家計へと所得が再分配されるため、家計全体の消費性向を高めることなどのメリットがある。また、空港、橋、トンネルなど巨大な社会資本にはフレキシビリティが欠ける、つまり、電話回線など一部に例外があるものの、当初の目的以外には利用できないのに対して、技術・ノウハウの修得方法、個人の能力の差など様々な問題はあるが、労働は総じてフレキシビリティが高い。同様に、職業訓練など失業者への支出は、人的資本の蓄積を通じて、長期的な成長にプラスに寄与するという投資的な側面も考慮されるべきであろう。

従って、失業者の救済という面における景気対策では、従来の公共事業などの代替策として、失業保険等の拡充は有力な一つ的手段となる。

b. 金融機関の保有が7割以上

図2は、わが国の国債の所有者別残高の推移を示している。政府、市中金融機関、日本銀行で全体の7割を超えている。政府の部分は、財政投融资を通じて、郵便貯金や年金の資金等が保有している割合が多く、また、日本銀行も金融機関であることを踏まえれば、わが国の国債は、大部分が金融機関等により保有されていることになる。これに対して、個人、海外の経済主体が保有している割合は低く、国債保有の多様化、つまり保有動機が多様化は進んでいないのが現状であろう。将来に対する不確実性が高まっている昨今、国債等の円滑な市中消化を今まで以上に進める上でも、保有者の多様化は急務であろう。

図2 国債の所有者別現在額の推移



資料 財務省理財局『国債統計年報』1999年度

特に、市中金融機関の場合、国債の保有動機に自己資本比率を上昇させるという誘因が

あり、国債への投資ウエイトを高める原因となっている。つまり、通常の融資の場合、リスク資産として定義され、分母である資産に全額加えられる一方で、国債の保有額については算入されないからである。これにより、中小企業向けの融資が回収され、国債へと資金が振り向けられる、いわゆる貸し渋りの元凶となっている。

もっとも、早ければ2005年から、BISにおいて導入される新たな自己資本の規制については、国債でも格付けによってはリスク・ウエイトがかけられることになる（佐野2002）。現在、わが国の国債の格付けは、ムーディーズ社ではAa（アウトルックはネガティブ）、S&P社ではAA（同ネガティブ）とシングルA直前の段階まで引き下げられており、シングルAに引き下げられた段階で20%のリスク・ウエイトがかけられることになる。

これまで、金融庁の見解では、リスク・ウエイトはゼロのまま進められる可能性が高く、国内の金融機関の国債保有動機に影響を与えることはないとされている。しかし、海外の金融機関にとっては、リスク資産として定義されることになるため、海外投資家の比率が、現在より高くなれば、リスクに対する対価であるクーポン等の引き上げを実施しなければならないであろう。この問題は、経常収支が黒字である現状を考慮すれば、現在は全く問題となっていない。もっとも、将来的には、消費性向が高い、高齢者世帯が急増するため、いつISバランスが投資過剰になったとしてもおかしくないであろう。経常収支が仮に赤字となり、海外からのファイナンスを必要とする事態となれば、わが国の金利水準全体が今よりも高まる可能性があり、実質金利の動向にもよるが、民間の設備投資の阻害要因となる恐れがある。

つまり、政府の長期債務の拡大、より効率的な支出の必要性、市中金融機関による国債保有の限界、海外からの円滑なファイナンスなどの要因を踏まえた場合、今後、一層節度のある財政政策が求められることとなる。

2. 財政赤字は持続可能か

財政赤字の持続可能性を考えた場合、次の2点の問題が指摘される。つまり、1つは、長期債務の返済の原資である名目GDPに対する同残高の比率が発散するかどうか、もう1つは、国債や地方債の円滑な市中消化が可能であるかどうかの問題となる。

a. デフレ経済が続くならば持続不可能

利払費を含めた財政赤字の対名目GDPの割合が一定割合で持続できるのならば、名目GDPに対する累積債務の割合は一定の水準へと収束する（星川1996）。しかし、利払費分を除き、名目GDPの一定比率を政策課題のために国債発行を続けた場合、国債の利回りが、名目GDPの成長率を上回る状態が続けば、名目GDPに対する長期債務の割合は発散してしまう。つまり、財政が破綻することである。

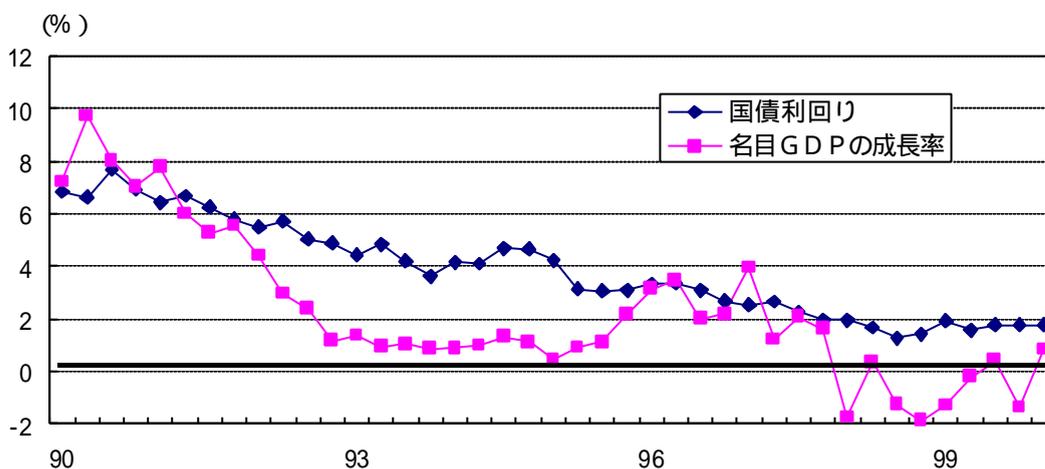
もっとも、通貨発行高が急増し、インフレーションが進行すれば、自ずと政府の財政負担を軽減させることもできる。しかし、将来的には、ISバランスの動向しだいではある

が、経常収支が赤字となることも十分考えられるため、海外の投資家による、わが国の国債への投資を進める上でも、中央銀行による国債買切オペなど過剰な流動性を発生させるような不透明な金融政策は避けるべきであろう。従って、ここでは、調整インフレなどインフレを意図的に発生させるという政策については、以降言及しない（井堀 2001）。

現在、デフレ局面にあるわが国では、名目GDPの水準がほとんど変動していないのに対して、国債の利回りは、概ね1%を上回る水準で推移している。つまり、名目GDPに対する国債残高の比率が発散する条件を満たしていることになる（図3）。

経済企画庁の『経済白書』（96年度版）では、政府債務の名目GDP比率の今後の推移についてシミュレーションしている。この段階で、同比率が150%を上回る確率は、38.4%と試算されており、その後の財政赤字の悪化を考慮すれば、わが国の財政は極めて厳しい状況にあるといえよう。

図3 国債利回りと名目GDP成長率の推移



資料 国債利回りは日本証券業協会調べ。
 名目GDPの成長率は『国民経済計算年報』（2001）。
 注 国債利回りは、最長期物、月末。
 名目GDPの成長率は、対前年同月伸び率。

b. 国債、地方債等な円滑の市中消化は可能か

わが国では、国債の市中消化を円滑に行うため、満期期間の多様化を図っている。特に、その中で、昨今の注目すべき点は、国債の短期化であろう。

現在のイールドカーブを考慮した場合、期間とコストの両面からみて、国債利回りが極端に低くなっている5年前後の期間で資金を調達した方がコスト的には有利であろう（氏家 2002）。その反面、過度の短期への依存は、金利急騰時に政府の財政負担が大幅に拡大するというマイナス面が考えられる。

また、借換債に関しても、財務省によると2005年には、100兆円を上回る（小林 2002）。従来は、郵便貯金、年金資金等の資金が自動的に国債の購入にあてられてきた部分が大きく、円滑な消化ができてきたといえよう。しかし、財政投融资の制度改革に伴

って、将来の円滑な消化には不透明さが生じている。従って、国債全体の短期化を過度に進めた場合、特に国債の借換に対するリスクが拡大することを意味しており、目先の財政負担が軽減するという側面だけではなく、将来の市中消化のリスクとのバランスをとった上で、長期による資金の調達にも一定の合理性がある。

一方、市中金融機関が保有する国債、地方債についても、利回りが上昇する可能性が少しでも高まれば、市場の期待心理を通じて、現時点で大きな損失が発生することは否定できない。既に、株式の含み益や法定準備金というバッファを失い、有価証券を時価評価する市中金融機関にとって、国債、地方債での損失は、破綻へと直接的に結びつきやすく、これ以上、ポートフォリオの中に国債などの債券を組み込むことには困難が伴う（表1）。

表1 大手銀行の国債・地方債の保有状況

	国債	地方債	合計	総資産	国・地方債の総資産に占める割合 (%)
東京三菱	7,662	241	7,903	78,187	10.1
旧住友	10,602	318	10,920	65,266	16.7
三和	5,153	693	5,846	51,592	11.3
富士	4,989	88	5,077	53,437	9.5
旧さくら	4,669	5	4,674	48,462	9.6
日本興業	3,326	179	3,505	43,716	8.0
東海	3,118	251	3,369	32,617	10.3
第一勧業	2,698	165	2,863	51,818	5.5
あさひ	1,499	238	1,737	30,265	5.7
大和	1,418	47	1,465	15,519	9.4

資料 東洋経済新報社『金融ビジネス』、2001.9

単位：10億円

特に、通常の債券価格は、残存期間が長ければ、長いほど、変動幅が増大する（野村総合研究所 1991）。資金の調達者である政府としては、超長期国債の発行は、ある程度のメリットが認められるものの、運用者サイドにある金融機関等にとっては、大きな利回りの上昇がないかぎりメリットは余り認められない。もっとも、利回りが上昇した段階で既存の保有債券に多額の損失を抱えることとなるため、どちらにせよ市中金融機関にとっては、これ以上の保有には限界がある。

むしろ、現在のイールドカーブの状態が先行きの市場心理の反映であると考えれば、政府は、長期での調達を望んでいたとしても、運用者サイドの制約により事実上不可能であるにとらえることもできる。また、財政改革が進行する中で、地方債の購入に当てられている地方交付金の削減が唱えられており、地方債の今後の消化についても、国債と同様に厳しい状況にある。

3. 累積債務の増加と今後懸念される事態

a. 所得分配に歪み

長期債務の急増は、今後わが国経済に様々な影響をもたらすことになる。その中で、懸

念される問題の一つとして、金利水準の上昇による所得格差の拡大がある。これは、金利の上昇による利払費の増加が、政府の財政を圧迫することに起因しており、国債費が国債発行による収入を上回った段階で、高所得者から低所得者へという所得の再分配機能は大きく低下し、金融資産を多額に保有する家計等へと所得移転を進めてしまうことになる。

当初予算ベースでは、国債発行による財源の調達量が2兆8千億円であるのに対して、一般会計の国債費は1兆7千億円となっている（財務省『平成13年度財政統計』）。また、同年度の社会保障関係費は、1兆7千億円であり、国債とほぼ同額の水準にある。今後の高齢者の急増に伴う医療費、年金等の支給額の増加を考慮すれば、公共事業等社会資本の整備に振り向けることのできる財源にはほとんど余裕がないといえよう。

国債の償還費、利払費が急増すれば、わが国財政の硬直化は一層進むことが予想される。現在、景気が低迷していることもあり、国債の利回りは低い水準にとどまっている。しかし、その中でも国債費は大きく増加しており、一般会計に占める割合は、80年度の12.7%から99年度の22.8%へと上昇している。社会保障費などの義務的経費が増加傾向にある中で、ひとたび国債の利回りが大きく上昇するという事態になれば、財政赤字の拡大へと直接つながり、水準次第では、国債発行に財源の調達額を国債費が上回ることも現実味を帯びている問題である。

b. オーバーバンキングとの関連

90年代に入って、金融機関の破綻が相次いでいる。わが国では、戦時下、金融機関、特に銀行の統合が進み、米国などと比して、比較的規模の大きい銀行が数多くある。このため、一つの金融機関の破綻が、システム・リスクを通じて、他の金融機関へと波及し、国全体の金融システムが麻痺してしまう可能性が高まっている。これに対しては、中央銀行によるLLR機能、預金保険機構等の充実などセーフティーネットを整備し、不測の事態に対応できる体制の確立を目指している（堀江 2001）。

実際のところ、80年代に20行以上あった大手銀行が、現在では3つの金融グループへと統合されようとしている。この動きは、システム投資への負担を軽減する上では、適切な行動であると考えられる一方で、大手金融グループの1つでも機能しなくなった場合、わが国経済に与える影響は計り知れない。

通常、国民経済が成熟するに従い、間接金融から直接金融へとウエイトの変化が生じるとされている。確かに、間接金融には、資産変換機能、メインバンク機能など多くの優れた点がみられる。しかし、過度な間接金融、つまりオーバーバンキングの状態が続けば、銀行の収益環境が圧迫される原因となる（笛田 2001）。今や大手企業は、株式や社債の発行など直接金融による資金の調達に比重を高めている。つまり、大企業への融資を中心に業況を維持してきた、間接金融の中心であるフォールセールの大手銀行の役割は終わろうとしている。

そのため、銀行の保有する資金は、中小企業へとシフトしているものの、上述のように、中小企業向け融資はリスク資産としてとらえられ、自己資本比率を低下させる原因となる

ため、国債等のリスクとしてとらえられない資産へと、銀行の資金は向かう傾向を示している。しかし、低金利下では、国債等の価格変動リスクは増大するため、これ以上のポートフォリオへの組み込みには限界があるため、何らかの別の手段を必要とするであろう。

c. 家計による国債保有の妥当性と方法

現在、個人が所有する国債、地方債は、それぞれ7.2兆円、1.2兆円に過ぎない(『国民経済計算』(2001))。上記で指摘したように、所得分配への歪み、オーバーバンキングの解消を目指すため、個人による保有を促進する方策が考えられる。

わが国では、1982年度から85年度まで、15年変動利付国債の発行実績がある。一方、65歳以上の高齢者世帯が、積極的に長期の国債を購入し、その償還期において償還金を得るといった誘因は、寿命等の関係もあるため、郵便貯金、銀行預金など流動性の高い、安全な金融資産にポートフォリオの比重を高めることには、一定の合理性がある。従って、比較的長期の国債の購入は、現役の世帯を中心に進める必要があり、そのためには、インフレ率に応じて利回りが見直される変動利付国債、途中売却が容易に行えるよう市場の整備、少額化などの国債の商品性向上が求められる。また、税制においても、金融資産からの収入を総合課税にすることや、国債・地方債の保有については、非課税とするなどの方策も考えられ、抜本的な改革が必要であろう。

個人が直接保有する国債、地方債等が増加した場合、銀行等の金融機関が得られるであろう収益機会が減少することも予想されるが、オーバーバンキングの問題を解消できること、金融機関には国債等の売買、国債の組み込んだ投資信託の販売、国債の保護預りなどの手数料収入が増加するなどのメリットが考えられる。

まとめ

わが国の経済は、戦後未曾有の成長を遂げ、世界でも第2位の経済力を実現するに至った。そして、80年代の絶頂期を迎え、その後、失われた10年を経験した。現在は、失われた10年が、失われた20年へと言い換える必要性が出るなど、経済環境は厳しさを増し、将来に対する明確なビジョンも提示できていない。

こうした中で、社会インフラの整備を目的とした公共事業への支出の増大は、合理性を著しく欠けたものとなっている。なぜなら、現在必要とされる社会インフラと将来必要されるインフラには、大きな乖離が発生するリスクが高まっているからである。また、産業構造の変化が進んでいる中で、建設業の肥大化など将来求められるであろう産業構造との不一致も拡大させているため、公共事業等による景気の活性化にはかなりの問題がある。

従って、キャッチアップ時代が終焉し、将来ビジョンが明確化できない状況で、政府が行うべき政策とは、将来に対して中立的な性格を有するものでなければならない。無用の公共事業だけに頼るのではなく、新たな方策も提示する必要がある。例えば、教育である。少子化が一層進む中で、サービス社会において労働者の生産性向上は、わが国の長期的な安定成長の鍵を握っている。そこで、教育制度を拡充し、大学等の教育機関が、失業者のみ

ならず、既に働いている者、新卒者などに対して高度な技術・ノウハウの取得に寄与することが考えられる。そして、労働市場などが、人的資本の蓄積を進める場となり、フレキシビリティの高い社会システムの一つとして機能することも可能であろう。

国債・地方債の発行に限界がみられ、限られた予算の中で、政府には一層の効率化が強く求められる。しかし、何が重要で、何がそうではないのかを明確にした上で、メリハリのある改革という姿勢も大切である。

(参考文献)

井堀利宏『財政赤字の正しい考え方』、東洋経済新報社、2000

井堀利宏『財政再建は先送りできない』、岩波書店、2001

氏家純一編『日本の資本市場』、東洋経済新報社、2002

小野善康『景気と経済政策』、岩波新書、1998

小野善康『景気と国際金融』、岩波新書、2000

小林益久『「高リスク」日本に投資家が突き付ける絶縁状』、毎日新聞社、エコノミスト、1/22

佐野一彦「格下げが長期金利上昇につながる日」、毎日新聞社、エコノミスト、1/22

富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』、東洋経済新報社、1999

日本政策投資銀行調査部「今月の注目指標No.1」『Monthly Economic & Industrial Commentary』2001.6

野村総合研究所編『新債券運用と投資戦略』、社団法人金融財政事情研究会、1991

浜田恵造編『国債』、財団法人大蔵財務協会、1997

笹田郁子「不良債権処理には利ざやの確保が不可欠」、東洋経済新報社、エコノミックス、2001年5月

星川順一『日本経済と財政政策』、晃洋書房、1996

堀江康熙『銀行貸付の経済分析』、東京大学出版会、2001