

Contents

\*\*\*\*\*

特集：財政赤字と国債管理政策	1p
<今週のThe Economistから>	
“Smiling through Japan's adversity” 「笑うのは小淵首相」	6p
<From the Editor> 「東京都の反乱」	7p

\*\*\*\*\*

**特集：財政赤字と国債管理政策**

「歳入は50兆円で歳出は80兆円」。こんな財政事情がいつまでも続けられるはずがない。1999年度末の国の財政赤字は451兆円、地方分をあわせると608兆円になる。この数字は2000年度末には645兆円に膨れ上がるという。対GDP比では130%にもなり、G7ではイタリアを抜いて最大の規模となる。

普通、財政赤字がこれだけの規模になると、長期金利が上昇して景気に打撃を与えるものだ。ところが、10年もの国債の利回りが2%以下という、まことに奇妙な現象が起きている。この状態がいつまで続くのか。財政赤字と国債のあり方について考えてみる。

当面はやむを得ない財政赤字

財政の悪化が誰の目にも明らかになってきた。野党はもちろん、自党内でも「小淵流バラマキ政治」への批判が強まっている。

財政赤字が臨界点に達すると、政府は増税を実施するか、インフレによる債務の削減を目指すか、はなはだしきはデフォルトを宣言せざるを得なくなる。そこまでいかなくても、財政赤字の存在は長期金利を上昇させ、中長期的には世代間の不公平を生む赤字国債を増やすことが、誉められた政策でないことは間違いない。

先ごろ、大蔵省は「財政の中期展望」（1999-2003年度）を発表した。これによれば、仮に名目成長率が3.5%と比較的高めに推移した場合でも、2003年度の歳入は55.9兆円、歳出は90.8兆円に達する。つまり赤字国債は無限に積み重なっていく。歳入と歳出のギャップがこれだけ広がると、正直なところ今から財政再建に踏み切ったところで、容易に

## **赤字国債を減らすことはできない**

むしろ財政再建路線への回帰は、立ち直りかけた景気に水を差し、97年の失敗を繰り返すリスクのほうが大きい。野村総研の植草一秀氏がよく言うように、「90年代のストップ・アンド・ゴーの政策から訣別しなければならない」のである。

では当面は財政刺激を続けるとして、中長期の財政再建はどのように考えるべきなのか。本来2003年度には、財政赤字を対GDP比3%以内にとどめることが財政構造改革法（97年11月成立）で決まっていた。ところが同法はこれ以上ないというくらい最悪のタイミングで決定したために、翌98年12月に凍結されて今日に至っている。

それでも財政再建という目標は、この程度の挫折でくじけていてはならない。レーガン政権下の財政赤字にしても、グラム・ラドマン法（1985年）、90年包括予算調整法（OBRA90）、93年包括予算調整法（OBRA93）、財政収支均衡法（97年）といった試行錯誤の結果、10年以上かかって解消されている<sup>1</sup>。**たった一度の挑戦で解決されるほど、財政赤字の解消は簡単なことではない**。要は時間を稼ぎつつ、粘り強く取り組んでいく以外にないのである。

ゆえに**当面の財政にとっていちばん重要な課題は、「国債の消化を円滑に図ること」**につきる。いちばん恐れるべきことは、赤字国債の増発で相場が崩れ、結果として長期金利が上昇し、景気の足を引っ張ってますます税収を減らしてしまうこと。そこで問われるのは、政府による国債管理政策である。

## 国債をめぐる市場の緊張

「日本の国債市場は、米国の株式市場と同じくらいバブル」と、ある国債ディーラーは語る。なんでそんなおかしなことになっているのだろう。

政府は景気対策のために、どんどん赤字国債を発行して財政政策を実施する。ところが民間は、簡単に景気が良くなることを知っているのだから、うかつに設備投資は増やさない。一方、日銀のゼロ金利政策のおかげで、金融市場は資金がじゃぶじゃぶの状態、銀行は実質的な金余り状態である。**ゼロ金利で調達したお金で国債を買えば、ローリスク・ローリターン**の投資が可能になる。ゆえに投資家は競って国債を買う。

その一方、機関投資家はこんな状態が長続きしないことは承知している。なぜなら99年度の78.7兆円に続き、2000年度も85.8兆円もの国債（新規財源債32.6兆 + 借換債53.2兆円）が発行されることになっている。一方、郵貯2000年問題などにより、公的部門による国債買い入れは今後確実に減っていく。加えて2001年からは財投改革が実施され、100兆円程度の財投機関債が市場に加わってくる。**これだけ供給が増えれば、需給バランスが崩れ**

<sup>1</sup> 本件については、『国際累増のつけを誰が払うのか』（富田俊基/99年）第3章に詳しい。本書は名著だと思うのだが、ほとんど取り上げられないのは残念。

**国債が値崩れするのは当然の理屈**である。

金融市場がその恐怖をまざまざと感じたのは、98年末のいわゆる「資金運用部ショック」のときだった。LTCMの破綻などで、国際金融市場が大荒れになった98年秋、10年もの新発債の利回りは0.740%（10月2日）にまで下落する。これはおそらく、**人類史上最低金利が記録された瞬間**である<sup>2</sup>。

ところが12月21日、大蔵省資金運用部が国債の買い入れを停止するとの報道を受けて、金利は急騰。翌日には宮沢大蔵大臣が、記者会見で「たいしたことはない」と発言したことが市場の動揺を誘い、同日、速水日銀総裁が講演で「日銀が国債を持ち過ぎることは良くない」と発言したことも加わり、国債先物はストップ安となった。12月24日には利回りが2.075%にまで急騰。2月5日には2.515%にまで達し、為替レートも円高に向かい始めた。文字どおり日本経済の大ピンチであった。

結局、2月12日に日銀がゼロ金利政策に踏み込み、16日に大蔵省が国債の買い入れを再開したことで金利は低下に向かう。その後の長期金利は、おおむね1%台で推移している。しかし根本的に危険な状況は、1年を過ぎた今もほとんど変わっていない。

### 始動する国債ビッグバン

資金運用部ショックは大蔵省に重要な教訓を残した。それは「**マーケット・フレンドリーでなければ、今後の円滑な国債消化は不可能**」ということである。

これまで国債の新規発行分は、銀行のシンジケート団が丸ごと引き受けてきた。下図に示すとおり、日本国債を保有しているのは政府と金融機関がほとんどである。国債を効果的に売り、発行コストを低く抑えよう、といった発想が乏しかったのも無理はない。

### 国債の所有者別内訳（1999年3月末）

政府	165.6兆円	47.9%（*うち資金運用部が102.2兆円、29.6%）
日本銀行	32.5兆円	9.4%
市中金融機関	115.9兆円	33.5%
海外	10.4兆円	3.0%（*迂回部分を加えれば実際はもう少し高い）
家計	6.9兆円	2.0%
その他	14.4兆円	4.2%（*証券投資信託、証券会社、法人企業など）
合計	345.6兆円	100.0%

<sup>2</sup> 過去の超低金利記録には、1618年のイタリア・ジェノバの4～5年物国庫貸付金の1.125%、および1941年の米国の長期金利1.85%がある。ちなみに前者の直後には三十年戦争が始まり、金利は急騰した。後者の直後には米国が第2次世界大戦に参戦したが、金利は引き続き2%台前半で推移した。

今後は国債を、家計部門や海外投資家にもっと買ってもらうねばならない。そのためには、流動性が高く、国際的に開かれた国債市場を整備しなければならない。

事実、国債をめぐる以下のような動きがある。少しずつではあるが、「マーケット・フレンドリー」な国債管理政策が始まっている。見方によっては「国債のビッグバン」が進行中といってもいいかもしれない。

#### 国債関連の最近の主な施策

1999年 1月	繰り上げ償還条項の撤廃（世界的にめずらしいルールを廃止）
3月	国債の入札日程および発行額の事前公表開始
4月	T B、F Bの償還差益の源泉徴収免除 T B 1年物の公募入札開始
9月	利付国債の非居住者利子課税免除 30年債の公募入札開始
11月	「ご存知ですか、国債」を大蔵省HPに掲載
2000年 2月	5年利付き債の公募入札開始 国債の新聞広告再開
4月	入札結果発表時刻の30分繰り上げ
未定	15年変動利付国債の公募入札開始 3年割引国債の公募入札開始

とくに顕著な傾向は、大蔵省が中短期の国債を組み合わせてさまざまな資金ニーズに応えようとしていることである。2000年度予算については、10年債の発行を減らし、短期国債、2年債、4年債、5年利付債、6年債、20年債、30年債などでバランスよく国債を売ろうとしている。とくに5年利付債は、これまで興長銀の利付金融債と重なるために発行が見送られてきたが、2000年度は9.1兆円の5年利付債が発行される予定である。いわゆる「禁断の5番アイアン」の封印がとかれた意義は大きい。

2000年度については、中短期債の増発によってなんとか需給バランスがとれそうな状態だ。しかし来年度以降も国債の増発は止まらない。新たな国債の買い手を見つけないことには、やがては需給悪化 長期金利上昇という事態を覚悟しなければならなくなる。

#### 日本国債を買ってもらう方法

そこで期待されるのが「非居住者による国債購入」である。いわば国債の国際化。おりから米国政府は、財政黒字を使って市場の米国債の買い入れを開始する予定。グローバルな投資家は、米国債という安定した運用手段の減少分を何かで埋め合わせなければなら

ない。問題は、そこでどうすれば日本国債を買ってもらえるかである。

#### 日本、米国、ドイツにおける国際保有者別内訳

	日本	米国	ドイツ
国債発行額	346兆円	392兆円(3.7兆ドル)	190兆円(3.2兆マルク)
政府	47%	7%	2%
中央銀行	9%	12%	0%
民間金融機関	35%	36%	52%
個人	2%	9%	10%
非居住者	6%	35%	31%

(日米は99年3月末、独は97年末)

これまで日本国債は流動性が低く、海外投資家や個人にとっては手を出しにくい金融商品だった。加えて源泉徴収制度のように、非居住者の国債購入を妨げるような税制面の制約がある。また、隠れ借金や年金の将来債務などのオフバランスシートの存在は、海外で根強い日本の財務諸表への不信感もあいまって、日本国債を非常に買いにくいものにしていった。

もっといえばわが国では、これまで国債管理政策自体が不在に近い状態であった。米**国債が運用手段として、投資家の高い信認を得てきたのは、国債管理政策がはっきりしていたから**である。米財務省は、以下のような国債管理政策の方針を明確にしている。

#### 米国の国債管理政策

- ・ 3つの目標：「健全な資金繰り」「最も低コストの資金調達」「効率的な資本市場の促進」
  - ・ 5つの原則：「米国債のリスクフリーの地位を維持」「一貫性と予測可能性の維持」「市場の流動性確保」「イールドカーブ全体にわたる資金調達」「中央集権的な資金調達の採用」
- (98年6月24日、ゲンスラー財務次官補の下院歳入委員会での証言から)

今後のわが国は、少なくとも向こう何年間かにわたり、否応なく国債の大量発行を続けざるを得ない。そこで求められるのは、国債の流動性向上などの国債管理政策である。具体的にいえば、情報開示を進めることや、国債に関する諸制度を国際標準に近づけていくことが必要となろう。従来、大蔵省と国債引き受けシンジケート団の間だけで行われていた取引に、海外の投資家を含めた多くの参加者を加え、**市場メカニズムが働く国債市場を作り上げる必要がある**。国債市場の改革が遅れば、いつなんどき長期金利の上昇という形で反乱が生じないとは限らない。

## 究極の国債管理政策は財政の健全化

国債管理政策とは、つまるところ国債をいかに売るかという問題である。では商品である日本国債自体はどうだろうか。

日本国債の格付けは、S & Pでは依然トリプルAだが、ムーディーズはダブルAとして  
いる。「世界最大の債権国の格付けを下げるとはなにごとぞ」との批判はあるものの、ム  
ーディーズの懸念を一概に否定はできない。日銀のゼロ金利政策とバラマキ型の財政政策  
がいつまでも続けば、名目金利の上昇、資本の海外流出、円安の進行、インフレの進行、  
そして国債の再格下げといった悪夢のシナリオが実現するかもしれない。

海外の投資家が日本国債を買うとしたら、それは日本経済の復活を信じてのことあ  
る。もしも日本経済に見込みがなく、政府が節度のない財政を行うのであれば、日本国債  
という商品そのものに魅力がないといわざるを得ない。これでは国債管理政策をいかに効  
果的に実施したところで効果はない。商品そのものに瑕疵があった場合、いくら広告宣伝  
に力を入れたところで売れないのと同じである。

国債を買ってもらうためには、将来の需給バランスが崩れないことが前提となる。つま  
り中長期的には日本経済が自律的な回復軌道に乗り、赤字国債が無制限に発行されない  
という認識が必要である。その意味では、財政再建への努力を怠るわけにはいかない。  
景気刺激のためとはいえ、「大きな政府」を目指し、財政規律を緩めることは最悪の選択  
となる。まして日銀による国債引き受け、いわゆる「調整インフレ政策」に乗り出すよう  
なことがあれば、投資家の信頼は地に落ちることになる。

今のところ、長期金利は1%台という低さで推移している。しかし経済の成長率が0.6%  
(99年度政府目標)程度とそれより低ければ、対GDP比の財政赤字は拡大する一方であ  
る。つまり現状は楽観できないということだ。一刻も早く、日本経済を再生しなければな  
らない。

### < 今週の “The Economist” から >

“Smiling through Japan's adversity” February 5th 2000 Asia

「笑うのは小淵首相」(p 23-24)

\* 議員定数削減をめぐる国会のドタバタ劇は、海外からどう見られているか。“The Economist” 誌は、「混乱のおかげで笑うのは小淵首相」と正確に見通している。

< 要約 >

日本政治はまたも麻痺している。小淵首相の支持率は低下し、野党は国会審議をボイコ  
ットしている。予算審議は宙に浮き、4月16日ないしは23日選挙説が浮上した。緊急法案

が停滞するようでは、景気回復も危険にさらされる。

衆議院の任期は10月19日に切れる。選挙が行われるとしたらその前で、首相は7月末か9月初旬を想定している。昨年末から自民党は選挙区に気兼ねし、流通、金融、医療、年金、通信、税制などの改革を手控えたり延期している。

首相としては夏終盤の選挙が望ましい。小渕首相は「99年度0.5%成長」を公約している。巨額の財政出動の効果もあり、目標は達成される見込みだ。しかし6月に99年度GDPが公表されないと、その成果を示すことができない。また日本は7月に沖縄でサミットを主催する。小渕首相は東アジア諸国の代弁者となることで、国際的な政治家であることを印象づけたいと考えた。早期選挙で負ければ首相の座を降ろされてしまうかもしれない。

連立与党分裂の恐れもある。自民党は自由党に対して議員定数の50削減を約束している。これは比例代表200議席からとなる。小沢自由党党首は急進保守派であり、自民党への復帰を望んでいる。彼は米英のような二大政党制を目指し、比例代表定数を減らすことで少数政党の議席を減らしたいと思っている。しかし、もうひとつの連立相手である公明党は、2/3の議員が比例代表で当選している。こんなプランは受け入れがたい。

その結果が20議席だけ減らそうという妥協。これは最大野党民主党の受け入れるところとならず、2月2日には野党欠席の下、法案は参議院に送られた。こうした行為は、コンセンサス重視型の日本社会では悪と考えられ、野党は審議拒否を続けると脅した。これで小渕首相は窮地に陥るだろうか。

おそらくはそうではない。むしろ得るもののほうが大きい。連立が維持されたのみならず、野党のほうが守勢に回っている。現国会の最大の眼目は、85兆円の予算を通すことである。野党の審議拒否が続けば景気にも影響が及びかねない。また審議拒否は、予算を討議することを放棄してしまう。野党が民主主義を妨げていると見られれば、有権者は見放すだろう。どちらにせよ、小渕首相は勝利するだろう。

## <From the Editor> 東京都の反乱

筆者の友人である某国債ディーラーは、最近東京都債の購入を検討しているそうです。その理由が面白くて、「石原さんは借金を返してくれそうだから」。なるほど、都債のデフォルトを宣言して頭を下げるなど、慎太郎のダンディズムが許しそうにありません。都職員の給料を削ってでも、増税してでも、借りた金は返してくれそうな気がします。

実際問題として、日本ではニューヨーク市やオレンジ・カウンティのように、自治体が倒産することはありません。地方債は最終的には国が面倒を見ることになっている。さらに赤字が増えるほど、地方交付税が増える仕組みになっています。これでは、真面目に赤字を減らそうとする意欲に水を差すようなもの。

やはり地方を財政的に自立させることが必要です。そうなったら本当に、「知事の個性

によって地方債の金利が変動する」時代が来るかもしれません。タレント知事が当選するとただちに地方債が暴落する、となれば有権者も真剣に投票するでしょう。

などと言っていたら、石原都知事は「外形標準課税」という奇手を打ち出してきました。「銀行狙い撃ち」という部分は理屈が通らないのですが、なにしろ外形標準課税は政府税調が導入する方針を打ち出したこともある「正論」です。政治家や中央官庁は、あの手この手で潰しに来るでしょうけど、彼らに任せておいては財政再建などできっこありません。政治家は選挙ばかり気にしているし、大蔵省は叩かれ過ぎて遠慮してしまい、昔日の面影がありません。ここは地方からの反逆で、正論の導入に風穴を開けてほしいものです。

ところで地方財源の切り札として、「地方消費税の増税」という手があることをご存知でしょうか。95年に消費税の増税が決まったとき、ときの武村蔵相が自治省出身で地方財政への問題意識が強かったために、「5%のうち1%分を地方の取り分とする」ことになりました。この1%を、自治体のイニシアティブで上げることが可能なのだそうです。もっとも法律論や技術論はともかく、そんな勇気のある自治体は皆無だそうですけど。

仮に東京都の地方消費税を3%とすれば、東京だけは消費税が7%（中央4% + 地方3%）となります。これぞ究極の財政再建策。三多摩地区や島嶼部は除外するにしても、23区内の消費税アップならば、ある程度の理解は得られるのではないのでしょうか。いまは冗談でも、いずれはこんな手段が浮上するかもしれません。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。  
日商岩井株式会社 国際業務部 調査チーム 吉崎達彦 TEL: (03)3588-3105 FAX: (03)3588-4832  
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp