

無制限的発行下における日本国債の消化構造

齊藤 壽彦

目次

はじめに

第1章 国債保有構造の概観

第2章 経済主体別国債保有状況と今後の見通し

むすび

はじめに

税収不足と歳出膨張の下で1998年度（平成10年度）以降、我が国は国債の無制限的発行体制に移行した⁽¹⁾。このような状況下で、日本国債の信用・信認が維持できるかどうか重要な問題となっている。これに関してはまず財政の維持可能性、財政の健全化、財政信認の維持について考えることが重要な課題となる。この問題についてはすでに論じておいた⁽²⁾。日本国債の信用・信認の維持については、国債の国内消化の持続性を検討することも重要な課題となる。国債の買い手がいなければ国家は信用を受けることができないのである。

本稿においては、第2次世界大戦後の無制限的発行下における日本国債と金融資本市場との関係について詳しく考察したい。発行された国債がどのように消化されていったのか、金融機関・投資家の国債保有構造はどのようなものであったのかについて立ち入って検討する。また、現在の消化構造が今後も持続するかどうかということについても言及してみたい。

第2次大戦後の国債の無制限的発行が行われる以前に、政府・日本銀行が日本の国債の市中消化を進め、市中金融機関がこれに対応している。これがどのように進行していったのかについての史的考察も国債消化を研究する上では必要であるが、これについては紙面の都合上、別稿に譲ることとする。日本銀行の国債買入れと日本銀行・日本銀行券の信認との関係や金利上昇の国債保有金融機関への影響については本稿で一部言及しているが、日本国債研究において重要なその詳細な検討も別稿で改めて行うこととする。

(1) 中島省将隆「1990年以降の財政膨張と国債発行の特徴」『証券経済研究』第73号、2011年3月、18ページ。
富田俊基『国際累増のつけを誰が払うのか』東洋経済新報社、1999年、同『日本国債の研究』同社、2001年、等も参照されたい。

(2) 齊藤壽彦「近年における日本国債発行——信用と財政信認の視点から——」『政経研究』44～59ページ。

第1章 国債保有構造の概観

日本の国債は幅広い投資家層によって保有され、安定的消化が図られるようになっていく。国債の所有者別構成をみると、2011年末に、第1表にみられるように、銀行その他市中金融機関が41.4%、日本銀行が9.0%、生保等が22.4%、公的年金が9.2%、年金基金が3.8%、家計が3.8%、海外が6.7%を占めている（国庫短期証券を含まず）。

日本の国債保有構造の特徴は以下のようなものである。

日本国債は、その大部分が国内で保有されている。これが保有構造の特徴のひとつである⁽³⁾。日米の2003年3月末の国債保有状況を見ると、アメリカのそれが33.9%であるのに対して日本のそれは4%にすぎなかった⁽⁴⁾。第2表に示されているように、2012年末においても海外部門の日本国債等の保有率は8.7%にとどまっていた。日米の国債等の部門別保有状況を2011年9月末について2000年度末と比較してみると、我が国では預金取扱機関、保険・年金がいずれも増加しており、前者は国債残高の39%、後者は20%を占めている。海外投資家の保有残高も増加しているが、発行残高の8%にとどまる。これに対してアメリカでは、海外投資家が、米国債の最大保有主体としての存在感を一段と高めている⁽⁵⁾。

第2の特徴として、財投改革当初までは公的部門が国債を多く保有していたということを指摘できる。2003年3月末に一般政府による国債保有は日本が7.6%、アメリカが8.3%と大きな差がなかった。アメリカでは巨額の積立金を持つ公的年金が国債市場に巨大な投資家として参加することはなかった。日本では、郵貯、簡保、財政融資資金および政府機関からなる「その他公的部門」が2003年3月末に国債残高の40%近くを占めていた⁽⁶⁾。

だが郵貯の民営化の進展とともに財政融資資金の国債保有比率は減少していった⁽⁷⁾。

第1表によれば、2011年末に政府関係部門の国債保有比率は9.5%である。そのほとんどは公的年金が保有しており、一般政府や財政融資資金特別会計の保有比率はほとんど皆無であった。第2表をみても、2012年末においては一般政府、公的金融機関（政融資資金）の国債等の保有比率は10.6%にとどまっている。

とはいえ、国が株式を保有するのうち銀行やかんぽ生命保険および公的年金の国債保有を総合すれば、公的資金が依然としてかなりの国債を保有しているといえるのである。『エコノミスト』（2010年2月23日号）によれば、日本国債の保有比率は、ゆうちょ銀行が22.8%、かんぽ生命が10.2%であり、両者が全体の3分の1を占めていた。これに公的年金の11.7%をあわせると44.7%となり、国債の半分近くが国営の機関によって保有されて

(3) 三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部『国債のすべて』きんざい、2012年、208ページ。金融調査研究会『国債市場の持続可能性』2012年2月、7ページ。

(4) 富田俊基「金融資本市場から見た国債市場のあり方」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2004年9月号、179～180ページ。

(5) 日本銀行調査統計局（大隈亮一、小早川周司）「資金循環統計の特徴と拡充に向けた取り組み」『日銀レビュー』2012-J-5、2012年3月、3-4ページ。財政制度等審議会財政制度分科会（2013年4月26日開催）における末澤豪謙氏提出資料「財政の持続可能性と国債市場—我が国及び諸外国の事例と異次元緩和の影響等」によれば、2012年12月末における米国国債の47.9%が海外で保有されている。

(6) 富田俊樹、前掲「金融資本市場からみた国債市場のありかた」179ページ。

(7) 前掲『国債のすべて』210ページ。

第1表 国債保有者別内訳の推移

(単位：兆円，%)

保有者	2002年度末 (平成14年度末)		2007年度末 (平成19年度末)		2011年末 (平成23年12月末)	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合
市中金融機関	189.7	35.2	439.9	63.3	510.3	67.6
銀行等	93.1	17.3	251.8	36.2	274.2	36.3
生損保等	45.4	8.4	129.0	18.6	169.1	22.4
年金基金	19.7	3.7	27.1	3.9	28.5	3.8
その他金融機関	31.5	5.9	31.9	4.6	38.5	5.1
郵便貯金	76.3	14.2	—	—	—	—
日本銀行	81.1	15.1	63.7	9.2	67.6	9.0
簡易生命保険	49.1	9.1	—	—	—	—
一般政府 (除く公的年金)	1.4	0.3	2.5	0.4	1.8	0.2
公的年金	36.3	6.7	78.2	11.2	69.7	9.2
財政融資資金	65.7	12.2	10.9	1.6	0.8	0.1
家計	12.7	2.4	36.3	5.2	28.5	3.8
海外	18.0	3.3	47.4	6.8	50.9	6.7
その他	8.3	1.5	16.3	2.3	25.8	3.4
合計	538.5	100.0	695.1	100.0	755.4	100.0

(注) 1. 2007年度末 (平成19年度末) 以降は銀行等にゆうちょ銀行、生保等はんぽ生命を含む。

2. その他市中機関には証券会社および証券投資信託を含む。

3. 2007年度末以前は国債に国庫短期証券を含むが、2008年度以降はこれを含まない。

(出所) 財務省理財局『債務管理レポート2012』155ページ。

いたことになる。ゆうちょ銀行では総資産の4分の3が、また年金積立金管理運用独立行政法人の年金運用では3分の2が国内債 (その多くは日本国債) で運用されていた。

第3に、日本では金融機関が国債の多くを保有していた。我が国では多額の個人金融資産が存在しており、これが銀行等を通じて国債に投資されているのである。日本の資金循環においては、家計部門の貯蓄が資金の出し手であり、政府部門が資金の取り手となっている。家計の金融資産の大半は、預金・年金準備金に充当され、家計部門で直接保有される国債の残高は少ない。2012年末に家計部門の国債保有は発行残高の2.5%を占めるにすぎない。同年末に国債等の大部分は金融機関によって保有されている。第2表の日本国債の業態別保有比率をみると、金融仲介機関が64.6%とその大部分を占めている (ゆうちょ

第2表 国債等の保有者内訳（2012年末）

	残高（兆円）	構成比（％）
金融仲介機関	620	64.6
国内銀行	156	16.2
中小企業金融機関等	168	17.5
保険	184	19.2
年金基金	29	3.0
一般政府，公的金融機関	102	10.6
うち公的年金	68	7.1
中央銀行	115	12.0
家計	24	2.5
海外	84	8.7
その他	15	1.5
国債等合計	960	100.0

- (注) 1 国債等は国庫短期証券，国債，財融債の合計。
 国債等は公的金融機関（財政融資資金）の発行額も含む。
 2 金融仲介機関は，預金取扱機関，年金・保険基金，その他金融仲介機関から構成される。その他金融仲介機関は公的金融機関を含まない。
 3 中小企業金融機関等は2007年第4四半期以降のうち銀行を含む。
 4 2007年第4四半期前の簡保やそれ以降のかんぽは保険に区分されている。
 5 共済年金（公務員共済や私学共済）は公的年金に区分されている。

(出所) 日本銀行調査統計局「資金循環統計（2012年第4四半期速報）：参考図表」
 2013年3月25日，12ページ。なお2012年度末については「資金循環統計
 （2013年第1四半期速報）：参考図表」を参照されたい。

を含む)。末澤豪謙氏によれば，2012年末に米国国債は3.1%しか銀行等によって保有されておらず，家計で9.0%，投信で8.2%が保有されていた。これに対して日本国債は家計で3.1%，投信で0.4%が保有されていたにすぎなかった（短期国債を除く）。

現在日本国債の最大の保有主体は銀行等の預金取扱機関（市中金融機関）である⁽⁸⁾。第2表にみられるように，銀行等の預金取扱機関が2012年末の国債等発行残高の33.7%をしめている。銀行等のなかでは中小企業金融機関のシェアが大きい（中小企業金融機関17.5%，国内銀行16.2%），これは前者に2007年第4四半期以降のうち銀行が含まれるためである。預金取扱機関の国債保有シェアは，ほぼ一貫して高水準で推移してきたが，1990年代以降は一段と上昇している。この背景のひとつとして，景気低迷により貸出の減

(8) 同上書，209ページ。

少が続く中で、銀行等の国債投資が増加してきたことが挙げられる⁽⁹⁾。

日本の中央銀行である日本銀行も国債を大量に保有するようになってきている。ことに近年になって、後述のように、金融政策の名のもとに、国債への資金運用を増大させている。

1990年代前半まで、保険・年金基金のシェアは5%程度（これは簡保・公的年金を含んでいないと考えられる）であったが、その後、生命保険の運用が貸付から国債にシフトしていったことを受けて、保険・年金基金の国債等保有シェアが高まった⁽¹⁰⁾。第1表によれば、保険・年金基金の国債保有シェアは2002年度末に簡保・公的年金を含めなくて12.1%となっている（2006年度末は13.1%）。2002年度末は簡保を含めて21.2%となる。生損保・年金基金（かんぽ生命を含む）の国債保有比率は、2007年度末の、22.5%から2011年末の26.2%に若干増加している。

第2章 経済主体別国債所有状況と今後の見通し

第1節 市中金融機関

1 民間銀行

日本国債は海外投資家による保有比率が先進国に比べて極端に低く、9割超を国内の金融機関や投資家が保有している。これは潤沢な個人金融資産と安定した経常収支黒字という2つの土台がしっかりしていたからである。銀行は景気低迷で預金に見合う貸出先がなく、余った資金を国債に振り向けている。自己資本比率規制が邦銀の日本国債への投資行動を促したとも考えられる⁽¹¹⁾。

2010年5月に預金残高が貸出残高を上回る金余りの額は148兆円を超え、過去最大となった⁽¹²⁾。三菱UFJフィナンシャル・グループ（MUFG）三井住友フィナンシャル・グループ（SMFG）、そしてみずほフィナンシャル・グループの3社は大量の預金を抱えており、その運用先に困っている。『フィナンシャル・タイムズ』紙の「日本国債、もたれ合う政府と銀行」によれば、2011年9月末における3メガバンクの預金残高300兆円に対して貸出残高の総額は204兆円にとどまる。このギャップは国債への資金運用によって埋められている。銀行は国債への投資によって現在利益を上げている。SMFGの銀行部門は2011年4～9月の半年間に国債などの債券売買益を1250億円計上している。これはグループ全体の経常利益の5分の1を超える金額である。最大手MUFGによる政府への貸出残高（資金運用残高）47兆円は国内企業への貸出残高43兆円より多かった⁽¹³⁾。

東京商工リサーチが銀行117行を対象に行った「2012年3月期単独決算ベース預証率」調査によれば、預証率が調査開始以来（2006年3月期以降）、最高の41.8%を占めている。中小企業向け貸出が伸び悩むなか、銀行は国債を中心に有価証券運用を強めていたのである。一般的に銀行は預金で資金を調達し、貸出に回した余剰資金を有価証券などに運用す

(9) 同上。

(10) 同上。

(11) 『日経ヴェリタス』2012年1月29日号。矢島格「邦銀の日本国債への投資行動と自己資本比率規制」農林中金総合研究所『金融市場』2012年3月号、44～45ページ。

(12) 朝日新聞社（電子版）「銀行、カネ余り深刻 使い道困り国債へ 損失の可能性も」2010年6月9日発。

(13) *Financial Times*, November 15th, 2011.

る。預証率とは、預金残高に対する有価証券残高の比率のことであり、金融機関の資金運用状況を示す経営指標の一つである。ここでは預証率＝有価証券÷（預金＋譲渡性預金）で算出されており、有価証券は貸借対照表の資産の部の「国債」、「地方債」、「社債」、「株式」、「その他の証券」を合計したものであり、また「預金」と「譲渡性預金」は、貸借対照表の負債の部から抽出されている⁽¹⁴⁾。

銀行117行の単独決算ベースの預金残高（譲渡性預金を含む）は、前年同期比3.0%増の663兆8,117億1,400万円となり、有価証券残高は同8.2%増の277兆7,673億6,900万円と同社が調査を開始して以来の最高額に達した。これは銀行資金が貸出に向かわず、国債などの有価証券運用に重点が置かれている現状を浮き彫りにしている。

銀行117行の2012年3月期の有価証券残高277兆7,673億6,900万円の内訳は、「国債」が前年同期比10.2%増の166兆4,330億7,200万円（構成比59.9%）にも及び、「国債」が有価証券運用の約6割を占めたのである。これまでの「国債」の3月期決算の推移をみると、2006年が92兆9,748億6,300万円、2007年が82兆455億7,300万円、2008年が77兆4,340億4,100万円、2009年が95兆8,145億9,500万円、2010年が130兆4,558億4,700万円、2011年が150兆9,148億2,000万円と推移し、2012年3月期は160兆円を突破したのである。銀行の国債保有は2009年以降増大傾向をたどったのである。

銀行の中小企業等貸出金残高が伸び悩むなか、有価証券の運用が拡大している。特に国債の伸びが著しい。銀行の国債保有残高の増加は資金運用難とともに貸出での「信用リスク回避」傾向を反映している⁽¹⁵⁾。このような状況が大量国債消化を支えていたのである。

銀行は市場リスクを負っている。国債価格が大きく下落した場合、多額の国債を有する銀行はかなりの損失を被るおそれがある。これに対して銀行はリスク管理を行っている。銀行の国債保有の増大は銀行のリスク量の増大をもたらすし、銀行はこれに対処するためにリスク管理を強化するようになる。2003年6月のVaRショック（債券相場の暴落）以降、銀行はリスク管理を再構築した⁽¹⁶⁾。このようなリスク管理の強化が多額の国債（公信用）の保有を可能にしたといえる。

だが、日本独特の国債保有構造を支えてきた2つの土台は揺らぎ始めている。高齢化による貯蓄率の低下と産業の空洞化はボデーブローのようにきき、長期的には国内資金で国債を消化しにくくなる可能性が十分考え得る。本当に国債が暴落するかどうかは政府が財政再建と税収をふやすための成長戦略をきちんと実行できるかどうかにかかっている⁽¹⁷⁾。

国債の安定消化を支えてきた国内の資金余剰構造が先行き盤石といえないだけでなく、日本の金利水準が将来上昇した場合の国債相場の低落というリスクに金融機関がさらされていることにも注目する必要がある。金利が上昇して国債価格が下落すれば、国債を保有する金融機関に損失が発生する恐れがある。銀行・信用金庫の金利リスク量は増加してい

(14) 東京商工リサーチ「銀行117行2012年3月期単独決算ベース預証率調査～国債保有は166兆円～」2012年8月8日、同社ホームページ。

(15) 以上は東京商工リサーチ『「中小企業円滑化法」が中小企業に及ぼした影響と同法終了後の中小企業のあり方について』（千葉商科大学経済研究所に提出された調査報告書資料）2013年2月、による。代田純『ユーロと国債デフォルト危機』税務経理協会、2012年、167～174ページも参照されたい。

(16) 前掲『国債のすべて』350ページ以下参照。

(17) 『日経ヴェリタス』2012年1月29日号。

る。全年限の金利が同時に1% pt (変化幅を示す point) 上昇する場合を想定した場合の、国内債券投資の金利リスク量は、2012年3月末時点で、大手行で、3.7兆円、信用金庫で1.6兆円である。1年前に比べて約1億円増えている。これをTierI資本との対比で見ると、大手行で13%程度となる一方、地域銀行や信用金庫では20%を超える水準に達している⁽¹⁸⁾。

2013年4月に後述のように日本銀行が異次元の金融緩和政策を採用するようになると、日銀の国債買入操作に応じて、大手銀行は国債の一部をリスクがより小さい日本銀行当座預金などに転換した。6月にみずほフィナンシャルグループと三井住友みずほフィナンシャルグループは、バランスシート上の「金利リスク」を減らしていることを明らかにした。債券利回りが上昇して国債の価値が下落するリスクを回避するためである。この国債売却は、入札価格を通じて利ザヤを稼ぐという意図もあったであろう。大手行の国債保有は2013年4月末に1年10月ぶりに100兆円を割り込んだ。2012年にはメガバンクはリスク回避のために国債残存期間の短期化も進めた。2013年に入り国債の相場変動が著しくなると、地方銀行にも脱国債の動きが出始めている⁽¹⁹⁾。リスク回避の上からも市中銀行の国債への投資が抑制し始められてきているのである。

2 ゆうちょ銀行

財投改革以前において、郵貯資金は、払出準備金を除いて、全額「資金運用部特別会計」に預託されていた。資金運用部は政府系金融機関などの財投機関に貸出すとともに、その一部を国債に運用していた。1987年6月に、郵便貯金資金の一部を郵便貯金特別会計にお

(18) 日本銀行『金融システムレポート』2012年10月版、55ページ。日本国債のすべての期間で金利が1%以上上昇したら、保有国債で総額約45兆円の含み損が発生するという試算もある（「国債過剰症候群」『日経ヴェリタス』第213号、2012年4月8日）。

近年、地方銀行の債券投資にかかる金利リスク量が増大している（吉澤亮二「地方銀行における債券保有動向とリスク管理に関する経営課題」『地銀協月報』2012年1月号、3～11ページ）。国債を保有する金融機関の金利リスクは、中小企業向け・農林水産系金融機関に集中している（祝迫得夫「国債依存の弊害の認識を」『日本経済新聞』2013年3月4日付）。

(19) 日本銀行が公表した2013年4月分の「民間金融機関の資産・負債」によれば、3メガバンクとりそな銀行が持つ国債は96兆2688億円で、前月より11兆6912億円減った（「大手行、国債保有100兆円割れ 1年10カ月ぶり」『朝日新聞』2013年6月1日付）。

「大手邦銀、日本国債の保有リスクを削減」『ウォール・ストリート・ジャーナル』日本版、2013年6月15日付）。大手銀行は2013年4～6月期に債券を合計8兆5,000億円、7月に3兆7,700億円売り越していた（『日本経済新聞』2013年8月21日付）。三井フィナンシャルグループの国債保有残高は、2013年3月末の20.7兆円から6月末の11.5兆円へとほぼ半減した（『日本経済新聞』2013年7月30日付）。2010年3月以降に銀行の国債の保有年限の長期化がみられたが（「くすぶる『信用リスク』への不安」『金融財政事情』2012年1月23日号、11ページ）、2012年にはいずれのメガバンクも保有国債残存期間の短期化を図っており、2年程度にまでなった（「金利変動に脆弱な日本の銀行資産構成」『東洋経済 ONLINE』2012年7月23日付）。地銀の国債投資に関する近年のリスク量の増加は、信用力分析において看過できない水準に近づきつつあることがすでに2011年に指摘されていた（小川隆平・吉澤亮二・小野寺亮「日本のソブリンリスク格付けと地銀の国債投資リスク」『金融ジャーナル』2011年9月号、17ページ）。同年3月末には、残存期間の長い国債を保有する地方銀行は、保有量がメガバンクの3分の1に過ぎないにも関わらず、1%の金利上昇によって、メガバンクの3分の2に相当する損失リスクをかかえていた（河島啓太「銀行の国債保有動向と金利リスク」『金融ジャーナル』2011年9月号、26ページ）。2013年には横浜銀行や常陽銀行などの地方銀行の中に日本の国債から外債に資金を移す動きが出始めた（『日本経済新聞』2013年6月17日）。

いて郵政省が自主運用することが開始された。

2001年度（平成13年度）に財政投融资改革が行われた⁽²⁰⁾。資金運用部特別会計は「財政融資資金特別会計」に改組された。

2001年度に郵貯資金預託義務制度が廃止されると、郵貯資金の自主運用が2000年度末の28兆円から2001年度末の86.1兆円へと急増した。2001年度末の郵貯の資金運用を見ると、239.2兆円のうち、86.1兆円（36.0%）が自主運用（財政融資資金特別会計に預託されずに郵政事業庁自体が運用）され、153.1兆円（64.0%）が財政融資資金特別会計に任意預託されている。郵政事業庁の自主運用のうち、52.7兆円（全体の22.0%）が国債に運用されていた⁽²¹⁾。

2003年（平成15年）4月には日本郵政公社が成立し（郵政事業庁は廃止）、同公社によって郵貯資金運用が行われることとなった。2007（平成19年）年10月に郵政事業の民営化がスタートし、日本郵政グループとして日本郵政株式会社およびそのもとに4つの事業会社、すなわち郵便局株式会社、郵便事業株式会社、株式会社ゆうちょ銀行（2006年9月に準備会社として設立された株式会社ゆうちょを改組）、株式会社かんぽ生命保険（2006年9月に準備会社として設立された株式会社かんぽを改組）が設立され、日本郵政公社は解散した。同月から、郵便貯金は、普通銀行とされるゆうちょ銀行の預金となったのである。同行がその資金の多くを直接、国債、財投債に運用している⁽²²⁾。

2008年度（平成20年度）からは財政融資資金特別会計は「財政投融资特別会計」に移管され、財投資金による国債保有額は同特別会計中の「財政融資資金勘定」（「投資勘定」とは別の勘定）に引き継がれた。財投改革後、財投資金は財投債や財投機関債の発行によって調達されることとなり、郵貯資金の財政融資資金預託は減少の一途をたどった。郵貯資金の財政融資資金預託は2010年（平成22年）末で終了した⁽²³⁾。

戦後の郵便貯金のピークは1999年の259兆円であり、その後は減少の一途を辿っている。バブル崩壊後、郵便貯金以外の国内金融機関の預金は、基本的に順調に伸びている。だが郵便貯金は、1999年を境に減少に転じている。この背景には、大手都市銀行などの銀行の信用の回復による、郵貯から銀行への資金移転があるのである。

だがゆうちょ銀行の日本国債保有比率は、ここ20年間大幅に上昇している。1993年度から2010年度までの国内銀行およびゆうちょ（郵政省貯金局、郵政事業庁、日本郵政公社、ゆうちょ銀行）の資産内訳の推移を見ると、国内銀行では、この17年間に有価証券、特に

(20) これは財政投融资の資金調達のあり方を、郵便貯金、年金積立金の全額義務預託から、財投債（国債）の発行中心に大転換すること等を柱とした、財政投融资のあり方の抜本的な見直しであった。この内容は、①郵便貯金、年金積立金の資金運用部資金への預託義務の廃止、②特殊法人等が行う財政投融资対象事業について、民業補完の観点から事業の見直し、③資金調達については、真に必要な資金を財投債（国債）または財投機関債によって市場から調達、ということの内容とするものであった。財投改革によって郵貯資金は2001年4月から全額預託が廃止され、全額自主運用されることとなった。財政融資資金への預託金が国債、財投債保有に振り替わることとなった。2001年1月に郵政省が総務省郵政企画管理局と郵政事業庁に再編されており、郵政事業庁が郵貯資金運用を行った。同年度から資金運用部特別会計は財政融資資金特別会計と呼ばれるようになり、郵貯資金の一部の同会計への預託（任意）は継続していた。

(21) 丹羽由夏「郵政公社の資金運用」農林中金総合研究所『金融市場』2003年3月号、13ページ。

(22) 2012年10月に郵便局株式会社が郵便事業株式会社を吸収合併して日本郵便株式会社となった。

(23) 土屋貴裕、前掲論文、7ページ。前掲『国債のすべて』267～268ページ。

国債の増加が著しいことがわかる。銀行の本業である貸出金は横ばいないし減少の一途である。ゆうちょ銀行においても、傾向は同じである。しかし、国債の増加額及び増加率は、はるかにゆうちょ銀行の方が大きいことがわかる⁽²⁴⁾。2012年3月末（平成23年度末）における同行の資産合計195兆8,199億円のうち国債所有高は144兆9,398億円とその74%を占めていた。ゆうちょ資金の大部分は国債投資に運用されているのである⁽²⁵⁾。ゆうちょ銀行の国債保有増加の背景には、財政融資資金からの振替りがある⁽²⁶⁾。2012年3月末におけるゆうちょ銀行の国債保有額は、同月末の国債保有者別現在額747兆5,300億円の19.4%を占めている⁽²⁷⁾。

このように国債の消化は郵貯資金によって支えられてきたのである。日本郵政の西室泰三社長は2013年9月10日に、国債残高を「大幅に減らすことは一切考えていない」と語っており（『日本経済新聞』2013年9月11日付）、当面は国債はゆうちょ銀行によって支え続けられるであろう。

だがそのことは将来国債価格が低落すればゆうちょ銀行の損失はきわめて多くなることを意味するのである。

郵便貯金資金運用残高は2000年をピークに減少している⁽²⁸⁾。また、財政融資資金の振替りによる国債保有も期待できない。ゆうちょ資金による国債消化には資金的に限界が生じてきている。またそれは中長期的には期待しにくい状況にあるのである。またゆうちょ銀行には巨額の国債保有に伴う金利リスクが地中のマグマのように蓄積されつつあるという指摘もある⁽²⁹⁾。

第2節 日本銀行

1 定例の国債買入オペレーション

日本銀行は国債への資金運用を行っている。同行は、長期国債の買入を、「資産買入等の基金の運営」として行う国債買入と、成長通貨の供給のために行う国債買入オペという、2つの異なる枠組みの中で実施していた。両者には買入方式上の違いがある⁽³⁰⁾。まず後者について述べておく。

日本銀行は金融調節に当たり、国債売買を活用している。「中央銀行による国債買入オペは、銀行券の供給や金融政策の運営のために行われているものであり、財政ファイナンスや国債金利の安定を目的として行われているものではない。中央銀行による国債買入オペが財政ファイナンスや国債金利の安定を目的として行われていると市場で受け止められるようになると、国債のリスク・プレミアムが高まり、長期金利は上昇する。このような

(24) ゆうちょ財団ゆうちょ資産研究センター編・発行『郵貯資金等の動向 平成23年版』6～7ページ。

(25) 同『郵貯資金等の動向 平成24年版』167ページ。

(26) 「日本国債の国内消化構造はいつまで維持できるか」三菱東京UFJ銀行経済調査室『経済レビュー』2010年4月28日、10ページ。

(27) 前掲『郵貯資金等の動向 平成24年版』167ページ。財務省理財局『国債統計年報 平成23年度』38ページ。

(28) 前掲『郵貯資金等の動向 平成23年版』7ページ。

(29) 前掲『国債のすべ』268ページ。河村小百合「国の借金を背負う郵貯マネー 金利リスクのマグマたまる」『エコノミスト』2010年2月23日号、34～35ページ。

(30) 日本銀行金融市場局『2011年度の金融市場調節』36ページ。国債買入オペについては、日本銀行金融市場局、前掲「国債市場と日本銀行」107～111ページも参照されたい。

金利上昇は財政のみならず実体経済や金融機関経営にも悪影響が及ぶ⁽³¹⁾。

日本銀行は1990年代以降金融緩和政策を展開した。2000年代にはデフレ対策としてこの政策が実施された。1999年にゼロ金利政策が採用され（2000年に一時解除）、2001年3月に量的金融緩和策が採用され、2006年にこれが解除された後ゼロ金利政策が一時に復活し、その後も金融超緩和政策が続けられたが、その手段として採用されたのが1996年以来主流となっていたオペレーションであった。

デフレ対策としての買いオペレーションの必要性が大量発行された国債の買入、その市中消化を可能としたのである。これは低金利を下支えすることによって国債の膨張を容認するものともなった。日銀は、定例のオペレーションとして長期国債を市中から毎月1.8兆円買い入れた。

日本銀行は長期国債の買入れに関する原則を明確にしていた。これは自らの行動に関する不確実性からリスク・プレミアムが高まり、経済・金融に悪影響を及ぼす事態を未然に防ぐ効果を有していた。すなわち、国債買入オペの場合、日本銀行は銀行券の発行残高を上限として、保有長期国債が将来にわたってその範囲に収まるように、買入を行った。こうした買入れの仕方は「銀行券ルール」と呼ばれている⁽³²⁾。

多額の国債を買い上げている日本銀行が、その買入れに当たっての基本原則も明らかにせずに行動すると、不確実性が増大し、リスク・プレミアムが発生することから、その分長期金利が上昇する。日本銀行は買入れの総額だけでなく、期間別の買入金額、買入頻度についてもあらかじめ公表している。買入金額は、2009年に月間1.8兆円に増額された。2011年5月現在、月間1.8兆円、年間21.6兆円のペースで行った。2009年度、2010年度中の実績（フロー）でみると、平均的な買入期間は約4年弱となっているが、2011年度については、3.3年となっている⁽³³⁾。

足元の日銀券発行残高は80兆円程度であり、長期国債の保有残高が足元並みのペースで増加していった場合、2014年（平成26年）年頃には上限に達することが見込まれた。「銀行券ルール」が適用される場合、国債の国内消化余力は低下することとなった⁽³⁴⁾。

2 資産買入等の基金による国債買入オペレーション

日本銀行は資産買入等の基金による資産買入れを2010年（平成22年）10月に開始（共通担保資金供給開始）した。これは短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、バランスシート上に基金を創設し、多様な資産（長期国債、国庫短期証券、コマーシャル・ペーパー、社会、指数連動型上場投資信託受益権、不動産投資信託）の買入れを行うとともに、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うものである。この一環として、定例の国債買入れとは別の国債買入オペレーションを実施

(31) 白川方明「通貨、国債、中央銀行―信認の相互依存性―」（日本金融学会2011年度春季大会における特別講演）日本銀行、2011年5月28日。

(32) 同上。

(33) 日本銀行金融市場局、前掲「2011年度の金融市場調節」41～42ページ。2011年5月当時の銀行券発行残高は約81兆円であり、当時の日本銀行の長期国債の保有額60兆円は銀行券の発行残高を下回っていた。

(34) 前掲『国債のすべて』266～267ページ。

したのである⁽³⁵⁾。

2010年11月からは資産買入等の基金による長期国債買入れが開始された。基金の規模は、導入時は35兆円程度であった⁽³⁶⁾。

2011年8月4日の金融政策決定会合で資産買入等の基金残高が40兆円から50兆円に10兆円程度増額され、うち長期国債の残高は4兆円程度とされ、金融緩和が強化された⁽³⁷⁾。

2012年3月末時点の日銀の国債保有残高は70兆6,866億円であり、このうち定例の買入れによる残高は64兆3,639億円となっていて、資産買入等基金による残高は6兆3,227億円である⁽³⁸⁾。

2012年9月には資金買入等基金による長期国債の買入枠が29兆円から34兆円に引き上げられた⁽³⁹⁾。

2012年12月20日には日本銀行政策委員会は「資産買入等の基金」を91兆円から101兆円程度に増額することを決定した。今後1年あまりにおける追加資金供給を36兆円（同年末残高65兆円程度）とし、2013年12月以降は101兆円という規模の増大は行わないこととし、それまでに長期国債買入規模を5兆円増額することとした。

政策委員会は2013年1月22日には、将来の特定時点における買入残高を目途として示す方式にかえて、2014年初めから、「期限を定めず」毎月一定額の金融資産を買入れる新方式を導入し、当分の間、毎月、長期国債2兆円程度を含む総額13兆円程度の金融資産買入れを行うことを決定した。これにより基金の残高は2014年中に10兆円程度増加することとなった。それ以降残高は維持されると見込まれた。

このような日銀の長期国債買入方式もまた、国債の消化を促したのである。

(35) これは多様な金融資産の買入れによって長目の金利の低下やリスク・プレミアムの縮小を促し、企業や家計が低いコストで資金調達を行いやすくすることを狙いとした臨時的措置である（日本銀行「資産買入等の基金」等を参照）。

(36) その残高（運用の内訳を含む）の推移については、日本銀行「資産買入等の基金の残高の推移」を参照されたい。資産買入等基金発足当初は、残存機関1年以上2年以下の2年債、5年債、および10年債のうち、各発行年限で残存機関の長い2銘柄、計6銘柄を指定してオファーする運営を継続した。その後、2012年2月13～14日の金融政策会合において、買入残高の上限が19.0兆円程度に増額された2月以降は、買入対象銘柄を拡大し、最終的には、残存機関1年以上2年以下の全ての2年債、5年債、10年債および20年債を対象としてオファーする運営とした（日本銀行金融市場局『2011年度の金融市場調節』35ページ）。

(37) 日本銀行「金融緩和の強化について」2011年8月4日。日銀は資産買入等の基金とは別に、前述の国債オペとして日銀は年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。8月4日以後は1回当たり1,500億円で月1～2回のペース、10月27日の金融政策決定会合において上限が9.0兆円程度に増額された後は、1回当たり2,500億円または3,000億円で月2回のペース、さらに2012年2月13～14日の金融政策決定会合において上限が19.0兆円程度に増額された後は、1回当たり5,000億円で月3回のペースでオファーした。その結果、2012年3月末の買入残高は、上限の19.0兆円に対して、6.3兆円となった。なお、基金の運営による国債買入については、その残高は、銀行券発行残高を上限とする成長通貨供給のための長期国債の買入残高とは区別して、異なる取り扱いとしている（日本銀行金融市場局、前掲『2011年度の金融市場調節』36ページ）。

(38) 『国債のすべて』266ページ。日本銀行金融市場局、前掲『2011年度の金融市場調節』43ページ。日本銀行は金融緩和政策を推進し、2012年9月に日銀が保有する日本国債等の残高（国庫短期証券や財投債等を含む）は105兆円と、100兆円を超えるに至ったのである。（「MSN産経ニュース」）。2012年末にはその残高は115兆円となっている（日本銀行「資金循環統計（2012年第4四半期速報）：参考図表」2013年3月25日、12ページ）。

(39) 2013年2月末におけるそれによる長期国債買入残高は26兆4,482億円であった（日本銀行「資産買入等の基金の残高の推移」）。

だがこの場合においても、日銀による国債買入れが上限に到達し、その後上限の引上げが行われない場合には、国債の国内消化余力低下の一因となる可能性がある⁽⁴⁰⁾。

3 量的・質的金融緩和の導入以降の国債買入オペレーション

日本銀行（黒田東彦日銀総裁）は、2013年4月4日の政策委員会・金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」（量・質ともに次元の違う金融緩和）の導入を決定した。同行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する方針を採用した⁽⁴¹⁾。

このために、①マネタリーベース・コントロールを採用することとし（金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート・オーバーナイト物からマネタリーベースに変更し、ベースマネーを年間約60～70兆円増加させて、2年間で2倍以上とする）、②長期国債買入れの拡大と長期化を実施し（長期国債の保有残高を年間50兆円増加させて、2年間で2倍以上とする。また、長期国債の買入対象を40年債を含む全ゾーンとしたうえで、買入れの平均残存期間を、従来の3年弱から7年程度に延長する）、③ETF、J-RITの買入れを拡大する（ETFの保有残高を年間1兆円増加させて、2年間で2倍以上とする。また、J-RITの保有残高を年間300億円増加する）こととした。

同上政策委員会は、「わかりやすい金融政策」を採用することを重視した。このために、①資産買入等の基金を廃止し、長期国債の買入方式を一本化し、②銀行券ルールを一時停止することを決定した。

上記のような巨額の国債買入れと大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、市場参加者の協力が欠かせず、日本銀行は、市場参加者との対話を強化することとした⁽⁴²⁾。

上記の金融緩和政策は、①「長めの金利」や「資産価格」への働きかけ（長期金利の低下や資産価格の上昇）、②金融機関のリスク資産運用や貸出を増やす「ポートフォリオ・リバランス効果」、③市場や経済主体の「期待」を根本的に転換させる効果を期待するものであった。これらを通じて、15年近く続いたデフレを脱却させようとするものであった⁽⁴³⁾。

このような政策決定を踏まえ、当面の長期国債買入れの運営については、買入れ金額は毎月7.5兆円程度とされた⁽⁴⁴⁾。

(40) 前掲『国債のすべて』267ページ。

(41) 2012年2月14日に日本銀行政策委員会は「中長期的な物価安定の目途」として、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途としていた。デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のために、政府・日本銀行は2013年1月22日に政策連携の「共同声明」を発表した。これにより、同行は、物価安定の目標を消費者物価の対前年上昇率で2%とすることとした。日本銀行は金融緩和を推進し、この目標をできるだけ早期に実現」することを目指すこととなっていた。日本銀行「金融政策に関する決定事項等」を参照。

(42) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」2013年4月4日。同声明では日本銀行の国債保有平均残存期間は従来3年弱であったとされているが、注33や注47によればそれは3年強～4年弱となっていた。

(43) 日本銀行総裁黒田東彦「量的・質的金融緩和と金融システム——活力ある金融システムの実現に向けて——」日本金融学会2013年度春季大会における特別講演、2013年5月26日。

(44) 日本銀行金融市場局「当面の長期国債買入れの運営について」2013年4月4日。買入対象国債は利付国債（2年債、5年債、10年債、20年債、30年債、40年債、変動利付債、物価連動債とされた。国債種類・残存機

このような政策決定によって日本銀行は異常なまでの多額の国債を保有することとなった。日本銀行の「営業毎旬報告」によれば、日本銀行の国債保有額は、2012年12月31日の114兆円から2013年3月31日の125兆円へ、さらには2013年9月10日の165兆円へと増大しているのである。日本国債の市中消化は日本銀行によって支えられていたのである。

4 日本銀行の無制限国債買入問題

上記のような国債買入れを含む異次元の金融緩和が果たして2%の物価上昇、デフレ脱却効果を実際にもつことができるかどうかについては疑問がある。金融機関が日銀に預ける当座預金残高は2013年6月20日現在83兆円を超えている。だが日本銀行の国債買入れに伴う民間銀行の日本銀行当座預金増加によるベースマネーの増加は銀行の民間への貸出増加と必ずしも結びつかないのである⁽⁴⁵⁾。それは中央銀行が投機をあおることになりかねないが、このようなことは回避すべきであろう。

日銀券は素材としての価値を有しているから通貨として受け取られるわけではなく、その受領者がそれを通貨として信認するからそれが一般的に通貨として受け取られるのである。その信認の基礎は、一つには国民がその発行主体としての日銀を信認していることである。通貨価値の維持は日銀券の信認を支えるきわめて大きな条件となる。日本銀行の最も重要な役割は通貨の信認を維持することである。そのためには政府からの独立性が必要である。日本経済の成長を図ることも中央銀行の役割の一つである。だがこれは通貨価値の維持を前提としているのである⁽⁴⁶⁾。日本銀行はすでに多額の日本国債を資産として保有しており、国債の価格低落に伴い日本銀行の資産が毀損されるようなことになれば、日本銀行に対する信認が毀損される恐れが生じる⁽⁴⁷⁾。

中央銀行の信認、通貨価値の維持にとって重要なことは、「将来経済環境が変化し、金利引き上げの必要があると判断された時に、必要な行動を速やかにとることができるかということ」である。『「何らかの理由」によって中央銀行は迅速な行動をとれないだろうと

関別に入入れ金額が決められた。

(45) 『日本経済新聞』2013年6月21日付。全国銀行協会の2013年5月末預金・貸出金速報によれば、銀行の預金残高613兆6,745億円に対し、貸出残高は430兆6,722億円にとどまっている。国債を売ってリスクの削減をはかった銀行の幹部らは、いったん融資需要が高まり始めれば、政府が重点産業としている農業や医療に加え、海外のインフラ案件を中心に融資する予定だが、それまではたとえ債券保有額を減らすとしてもその資金はおそらく日銀に預けることになるだろうと話している（『ウォール・ストリート・ジャーナル』日本版、2013年6月15日付。2013年4～5月には、金融緩和政策の採用にもかかわらず、国内長期金利の変動や上昇が生じている。これは日本銀行への国債消化の過度の依存構造（日銀を除けば限定された市場）のもとで、同行が将来国債買入を制限した場合の国債相場に及ぼす悪影響を国債投資家が警戒したためであったためであろう。

(46) 白川方明、前掲講演、2～6ページ等。

(47) ダイヤモンド・オンラインによれば、日銀の保有長期国債の平均残存期間は約3.83年で、2012年9月末時点での長期国債保有額は102兆8,593億円だから、金利が1%上昇した場合の価格下落幅は3兆9,372億円（＝102兆8,593億円×3.83年×1%）となる。9月末時点の評価益は2兆0657億円なので、差し引き1兆8,715億円が評価損として発生することになる。国債を満期保有すれば評価損は実現しない。景気が回復し、政策金利を引き上げなければならない局面では超過準備預金を減らす必要があるから。国債を満期保有することが容易ではない（『【日本銀行】大胆な緩和策で保有国債は長期化 高まる日銀資産の毀損リスク』『Diamond Online』2013年3月29日）。

国民や市場が判断するようになると、供給されている通貨量が極めて多くなっているだけに、その段階で、激しいインフレにつながることになる。何らかの理由としては、金利引上げがもたらすであろう民間金融機関の保有する国債のキャピタル・ロスや政府の発行する国債の金利上昇に対する懸念」などが考えられる。金利引上げ反対論は、国債の発行残高が多いほど、また、低金利が長く続くほど、強くなる⁽⁴⁸⁾。金融機関に大きく依存する日本の国債市場は厚みに欠け、日本銀行が巨額の国債を保有した場合、インフレが生じたときの対策として同行が保有国債を売却することが困難となる。

したがって既発債の買入れといえども日本銀行は長期国債を無制限に買い入れることはできないのである。資産買入等基金による国債買入オペレーションは異常なデフレ化の臨時の措置として開始された。だがその規模がなし崩し的に拡張しかつその措置が恒常化しようとしている。増額の規模拡大が恒常化すれば、日銀引受発行ではないにしても、長期国債の市場からの買入れが市場で財政ファイナンスと受け止められるおそれがある。そうなれば日本銀行の信認に傷がつく。そうならないように細心の注意が必要である。

第3節 保険会社

1 生命保険会社

保険会社や年金基金等は長期安定的な投資家である⁽⁴⁹⁾。生命保険会社では貸出や株式への運用が減少し、国債への応募が増大している。1997年末から2012年末にかけて生命保険の国債保有額は一貫して増大傾向をたどり、その保有シェアも増大傾向をたどっている⁽⁵⁰⁾。

生命保険協会のまとめによると、2011年3月末における生保各社の運用資産に占める国債の比率は41.3%となり、5年連続で過去最高水準を更新した。その一方で、1980年代までは50%を超えていた融資比率は13.7%となり、過去最低水準となった。2007年から生保各社は資産運用先を急激に国債にシフトした。株式への運用は5%にとどまる⁽⁵¹⁾。

第2表にみられるように、2012年末における保険会社の国債等の国債保有比率は、発行残高の19.2パーセントも占めている。そのほとんどすべては生命保険会社の保有によるものであった。末澤豪謙氏の作成統計によれば、生命保険の国債保有比率は2004年末以降、国内銀行（ゆうちょ銀行を含む中小企業金融機関は除く）の保有比率を凌駕するに至っているのである。とりわけ満期が10年を超える超長期国債が近年大幅に増えている。この結果、超長期国債市場における生保のシェアは4割を超える水準に達しており、生保は超長期国債の主要な保有主体となっているのである⁽⁵²⁾。

こうした積極的な超長期国債投資は、生命保険の負債の性質によるところが大きい。生

(48) 白川方明、前掲講演、5～6ページ。

(49) 財務省理財局『債務管理レポート2012』27ページ。

(50) 2003年当時に国内大手生保は資金運用を貸付金から有価証券運用にシフトさせるようになったが、それが国債中心となるに至ってはいなかった（丹羽由夏「生保・簡保・JA 共済の資金運用」農林中金総合研究所『金融市場』2004年10月号、36ページ）。生保の国債への資金運用増大の推移については末澤豪謙、前掲資料を参照されたい。

(51) 大前研一「国債に依存する生保、リスクは増大する一方だ」『日経BP ネット』2011年7月19日付。

(52) 日本銀行金融機構局（菅和聖、倉知善行、福田善之、西岡慎一）「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」『日銀レビュー』2012年-J-16、2012年11月、1～2ページ。

保では、将来の保険金支払いに備えて準備金（責任準備金）を積み立てている。生保では、この責任準備金が負債の大部分を占めており、2011年度時点で250兆円に達している。生保が販売している保険商品の多くは、保険金の支払いまでの期間が長いことから、生保の負債デュレーション（平均回収期間）は長期となる。この負債デュレーションの長さに見合う形で長期資産を保有することが、生命保険会社のバランスシート運営において重要となっている⁽⁵³⁾。生保では、負債サイドの保険契約期間が資産サイドの運用期間を上回っており、資産と負債のデュレーションを合致させることが運用上の課題となっている。生保の負債デュレーションは、近年、ごく緩やかながら長期化しており、15年程度と試算されている。一方、資産デュレーションも、超長期国債への資金運用増加に伴い長期化しており、近年では12年近くに達している。この結果、デュレーション・ミスマッチは、解消に向かつてはいるものの、依然としてかなり残存している。生命保険会社は超長期国債への投資を進めた。

デュレーション・ミスマッチの存在を勘案すると、生保の超長期国債への潜在的な投資需要は当面強いと考えられる。このような生保の長期国債への需要が国債の市中消化を支えていたのである。当面は生保が国債市場を支え続けるであろう。

ただし、将来の人口動態の影響のみを勘案すると、負債デュレーションは、今後、緩やかに短期化する可能性がある。このため、生保の資産・負債運営面からの超長期国債に対する需要は将来的、中長期的に変化、減少していく可能性がある。

生保が抱える国債の金利リスク量も増加している。他の業態と比較しても、生保は、国債に関する金利リスクの最大の引受手となっている⁽⁵⁴⁾。生保は今後無制限に国債を買い進めていくことができず、このリスク対策を検討する必要に直面しているのである⁽⁵⁵⁾。

このように国債消化を支えてきた生保にも資金的、リスク管理的に国債投資への動揺が生じ始めているのである。

簡保資金の資金運用をみると、郵貯とは異なり、資金運用部への預託義務はなく、簡保資金は財投協力として運用されていた。このために、2001年度末の簡保資金運用をみても財政融資資金への寄託金という項目は少なく、全資金の約6割が有価証券投資に運用されており、その約半分が国債に運用されていた。資金の4分の1は貸付金に充当され、その中では地方公共団体向けの融資が多かった⁽⁵⁶⁾。財投改革後に簡保は財投債への運用により国債残高を増大させた。2001年度以降、財投協力はなくなったが、7年間は財投債を直接に引き受けることになったために、国債（財投債を含む）への運用が大幅に増加した⁽⁵⁷⁾。

2003年（平成15年）4月には日本郵政公社が成立し（簡保生命保険特別会計を継承）、2006年9月に準備会社として株式会社かんぽが設立された。2007年10月に日本郵政公社が解散し、同月に株式会社かんぽが株式会社かんぽ生命保険に移行した。かんぽ生命保険の

(53) 日本銀行金融機構局、前掲「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」2ページ。

(54) 日本銀行『金融システムレポート』2012年10月版、64～65ページ。

(55) 生保の国債への投資戦略は現在流動的である。日本銀行の積極的な金融緩和で長期金利が低下すると予想されると、国内の生命保険会社は外債への資金運用を積み増す方針を表明した（『日本経済新聞』2013年4月23日付、25日付、26日付）。だが2013年4～6月期の大手4社の決算によると、運用はなお国債中心であり、外債シフトは進んでいなかった（『日本経済新聞』2013年7月23日付、8月10日付）。

(56) 丹羽由夏、前掲論文、14ページ。

(57) 丹羽由夏、前掲論文、35～36ページ。

2012年3月末（平成23年度末）の貸借対照表によれば、同社は93兆6,887億円の資産のうち、59兆9,622億円と総資産の64%を国債に運用しているのである。国債投資は超長期債が中心である⁽⁵⁸⁾。2012年3月末におけるかんぽ生命の国債保有額は、同月の所有者別国債保有額747兆5,300億円の8%を占めている⁽⁵⁹⁾。

2 損害保険会社

損害保険会社については、2009年11月末現在の損保会社（27社）合計の資金運用状況一覧によれば、運用資産合計24兆9,554億円のうち、外国証券5兆2,178億円（18.1%）、国債に4兆9,463億円（17.1%）、社債に3兆8,178億円（13.2%）、一般貸付に2兆3,898億円（8.3%）が運用されていた。生命保険協会に加入の生命保険会社45社の運用資産合計は、305兆円を超えており、そのうち国債への運用が124兆円にのぼっていたのと比較すると、損保の国債への資金運用ははるかに少なかった。この一因は、生命保険が長期にわたる契約を保障するのに対し、損害保険は1年更新の契約が主であるためであろう⁽⁶⁰⁾。

このように簡保も国債消化を支えたのであるが、その保有額は2010年3月末の67兆6176億円と比べると2012年3月末には減少しているのである。簡保の国債保有にも限界が生じてきているといえよう。

第4節 年金基金

年金には加入が義務づけられている公的年金（全国民共通の基礎年金である国民年金と、報酬比例部分としての厚生年金および共済年金）と、任意の私的年金（国民年金基金、厚生年金基金、確定拠出年金、確定給付企業年金）とがある。年金の積立金の一部が国債に運用されている。

私的年金の積立金（年金基金）を行う機関にはさまざまある。その1つとしての国民年金基金の連合体としての国民年金基金連合会は、2011年度末に、給付確保のための25%を国内債券に運用している。同じく積立金運用業務を行う企業年金連合会（2005年に厚生年金基金の連合体である厚生年金連合会を改組して設立）は、2012年度末に、資産運用の38.3%を国内債券に運用している（両連合会のホームページ参照）。この国内債は国債を中心としていると考えられる。

だが、前掲の第2表から明らかなように、国債等の保有額のうち、国民年金、厚生年金、共済年金を含まない年金基金の占める割合は、2012年末に3%にとどまっていた。

第5節 政府、公的年金

1 政府

前述のように、かつては政府部門が国債消化に大きな役割を果たしていた。この政府部門は、財投改革後、財政融資資金の国債への運用が低落傾向をたどっている。現在ではこの運用はほとんど行われなくなっている。一般政府の国債保有もきわめて少なかった。

(58) 「かんぽ生命運用計画」『ロイター』2012年5月17日発。

(59) かんぽ生命『かんぽ生命の現状 2012』96ページ。財務省理財局、前掲『国債統計年報 平成23年度』38ページ。

(60) 「損害保険各社の資産・利益状況」（マルサントレードのホームページ）。

2 公的年金

公的年金（社会保障基金）が現在国債発行残高の1割近い国債を保有している。

我が国の公的年金制度（以下は厚生年金保険および国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されている。このため、年金給付を行うために必要な資金をあらかじめすべて積み立てておくという考え方は採られていない。しかし、少子高齢化の進行のもとで、現役世代の保険料のみで年金給付をまかなうこととすると、保険料負担の急増または給付水準の急激な低下は避けられない。そこで、わが年金制度においては現役世代が払い込んだ資金を高齢者に支給する賦課方式以外に、若い現役時代に積み立てたお金を高齢者に支給する積立方式も採用されている。厚生年金と国民年金の保険料のうち年金の支払いに充てられた残りの部分を年金積立金という。現在これが蓄積されている。この一定の積立金を保有し、その運用収入を活用する財政計画が立てられている。2004年に年金制度が改正され、おおむね100年間で年金財政を均衡化し、100年後に、給付費の1年分程度に積立をとどめることとされた。したがって、今後も100年間にわたり給付費の1年分以上の積立金が保有されることとなり、その運用収入は年金給付の重要な原資となることとなった。

国民年金および厚生年金積立金は、2000年度（平成12年度）までは、全額を大蔵省（現在の財務省資金運用部）に預託（統合運用）されていた（年金福祉事業団がその一部を借り入れて市場運用）。財政投融资制度改革に伴い、2001年度以降、年金資金運用基金が設立され、厚生労働大臣がこの基金を直接管理運用する仕組みとなった。2006年に管理運用法人（年金積立金管理運用独立行政法人）が設立され、この法人（GPIF）が年金積立金の管理・運用を行うこととなった。（ただし、一部は年金特別会計で管理）。GPIFは世界最大の機関投資家である。2010年度末には年金積立金約121兆円のうち、116兆円が管理運用法人に寄託されている。管理運用法人（年金積立金管理運用独立行政法人）は同年度末に約98兆円を市場運用し、約18兆円を財投債引受けに運用した。管理運用法人は寄託された積立金の約77兆円（全体の約66.6%）を国債を中心とする国内債券に運用した。日本の公的年金基金は国債運用を中心とした極端な「低リスク低リターン」志向であり、株式投資に消極的であった。2010年度末の管理運用法人の債券の市場運用が約59兆円（全体の約51%）、財投債引受けが約18兆円（約16%）であった。管理運用法人はこのほか、国内株式に約12%、外国債券に約8%、外国株式に約11%、短期資産に約3%を運用した。GPIFが、共済年金とともに、発行された国債の7~9%程度の消化を支えていたのであった⁽⁶¹⁾。

巨額の公的年金を運用するGPIFは、リスクの高い資産への積極投資を控え、安定した利益を目指して資金運用を行ってきたが、年金財政危機のもとで、2013年6月には運用基金の基本方針を変更し、株式や外貨への投資を増やし、高利回りを目指すこととした⁽⁶²⁾。

(61) 厚生労働省『平成22年度 年金積立金運用報告書』2011年。また、年金積立金管理運用独立行政法人「平成24年度第3四半期運用状況」も参照されたい。「年金が売る120兆円」『日系ヴェリタス』第171号、2011年6月19日、4ページ、林良造「日本企業のパフォーマンスと公的年金基金」『太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース』第116号、2012年10月、も参照。

(62) GPIFは、2013年6月7日には、2014年までの運用割合を見直すこととし、運用資産110兆円の大半を占める国内債券の割合を従来の67%から60%に減らし、国内外の株式を11%から12%に、外国債券を8%から11%に、外国株式を9%から12%にそれぞれその割合を高めることとした。これによって期待収益をこれまでの3.34%から3.42%に引き上げようとしたのである（「GPIFが年金運用見直し、国債低下・内外下部増

このことは国債消化の制約要因となるものである。

厚生年金積立金や国民年金積立金という公的年金資金が国債消化に一定の役割を果たしたのである。だが、高齢化などのために、年金の給付額が増加し、この積立金は近年取り崩されている。公的年金にも資金的限界が生じてきているのである。UBS証券の西村昌宏氏は2020年度には積立金は60兆円まで減ると予想しており、2028年頃には底をつくという議論さえある⁽⁶³⁾。一方、厚生労働省は、平成16年の年金制度改正で、100年にわたり年金財政が均衡するまで給付水準を自動調整することとしており、同省はこの資金は2045年度（平成57年度）頃までは増大傾向をたどると予想していた。とはいえ、同省も、2045年度頃以降は一貫して減少傾向をたどると予想している⁽⁶⁴⁾。したがって、超長期的にみれば、公的年金積立金による国債消化は困難になっていくといえよう。

第6節 家計

我が国の家計は一貫して資金の出し手となっており、その資金余剰の額は1992年度には50兆円に達した。だが、1997年度から急速に落ち込みはじめ、2003年度には3兆円をきるまでに低下した。その後、やや持ち直したものの、10～20兆円の水準が続いている。家計金融資産は、2006年度まではほぼ一貫して成長してきた。しかし、2008年度末には、リーマンショックの影響で、2006年度と比べて120兆円少ない1,455兆円まで低下し、その後はほぼ横ばいとなっている。家計の金融資産は伸び悩みが顕著となっているのである⁽⁶⁵⁾。

所得（可処分所得）に対する貯蓄の比率である貯蓄率の動向を見てみよう。1976年と2010年のOECD加盟の主要国の貯蓄率を比較すると、日本は、かつては世界で最も貯蓄率が高い国であったが、2010年には、日本は最も貯蓄率が低い国となっている。これには少子高齢化の進展、社会保障制度の整備の進展、可処分所得の伸びなどの理由がある。我が国の貯蓄は高齢者世帯に偏っており、社会保障給付等の収入が増大しない限り、現役世代に蓄積した貯蓄を高齢者世帯が取崩して生計を維持する傾向があると考えられる。中長期的には家計貯蓄率が低下していき、金融機関が現在の国債保有割合を維持することが困難となっていく可能性がある⁽⁶⁶⁾。

やす』『ロイター』2013年6月7日付。『朝日新聞』2013年6月8日付。『日本経済新聞』同日付）。GPIFは、7月には、公的年金の運用制度見直しに着手し、2015年度をメドに、運用収益向上を狙って年金積立金の海外の公共インフラへの投資を始める検討に入った（『日本経済新聞』2013年7月30日付）。9月26日に政府の有識者会議は株式など比較的高いリスクの高い資産へ運用を拡大するためにGPIFを認可法人へ移行する案を示した（『日本経済新聞』同年9月27日付）。

(63) 「GPIF, 8.8兆円の積立金取り崩しへ」『日経ヴェリタス』2012年4月8日号, 63ページ。鈴木亘「年金基金は、本当はいくら残っているのか」（ブログ）（2012年3月29日）。年金積立金は2002年度末の147兆6,132億円から2010年末の121兆1,937億円へと減少している（厚生労働省、前掲報告書、40ページ）

(64) 厚生労働省、前掲報告書、5ページ。

なお広義の公的年金である共済年金の一部も国債に運用されていた。ブルームバーグの「国内債中心ポートフォリオ見直しを」（2013年9月27日）によれば、2011年度末時点で国家公務員共済が約8兆円、地方公務員共済が約36兆円、私学共済が約3兆円の資金を有しているが、2012年度末に地方公務員共済組合連合会は10兆5637億円の国内債券を保有しており、その多くは国債と考えられる（同連合会の「平成24年度の資金運用状況」による）。

(65) 貝塚啓明・吉野直行・伊藤宏一編著『実学としてのパーソナルファイナンス』中央経済社、29～30ページ。

(66) 同上書、30～33ページ。金融調査研究会、前掲『国債市場の持続可能性』8～9ページ。小林真一郎「個

日本の家計の金融資産の構成は預貯金が中心となっている。我が国の家計はほとんど信用リスクや価格変動リスクをとっておらず、安全な金融資産に資金を運用している。これは株式投資の魅力の乏しさ、金融リテラシイの乏しさ、社会保障制度が不十分性などのためである⁽⁶⁷⁾。

個人投資家の国債保有比率は低く、2003年（平成15年）3月末に家計の日本国債保有比率は2.4%にとどまっていた。個人投資家の促進策として同月に個人向け国債（変動10年）が導入されて以来、その促進策を政府は実施してきた。その結果、家計の国債保有割合は5%台まで増加した。だが2010年下期以来、その比率は低下傾向にある⁽⁶⁸⁾。

第7節 海外投資家

海外投資家の日本国債保有比率は低く、2010年にその比率は4.9%に過ぎなかった。だが、2011年にはヨーロッパ信用危機を背景に、安全資産とみなされた日本国債に資金が向かう動きがあり、2011年にはその比率は6.7%に上昇している⁽⁶⁹⁾。2012年7～9月には海外投資家が持つ日本国債残高86兆円となり、その保有割合は9.1%と過去最高となった⁽⁷⁰⁾。

三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部の推計によれば、消費税率10%で2010年代前半から経常収支赤字化を想定した場合、2020年度（平成32年度）の新規国債発行額57兆円のうち、国内消化は16兆円にとどまり、年間発行額の7割強に当たる41兆円については海外投資家による購入が必要になる。海外保有比率は同年度末時点では18.0%に達すると試算されている⁽⁷¹⁾。国債の国内消化率が低下し、海外による保有が増加していった場合、日本国債に対しては現在よりも高い利回りを求められることとなろう⁽⁷²⁾。

海外投資家の日本国債保有比率が低めにとどまっており、最近ではそれは徐々に上昇しているものの、その増加は価格変動リスクが小さい短期国債が中心であり、海外投資家が日本の国債市場を動揺させるおそれはそれほど大きくはないと考えられる。だが海外投資家の長期国債保有も確かに存在しており、しかも国債先物取引高に占める海外投資家の割合が4割程度を占めている。また海外投資家の日本国債保有は、日本財政が不安になればいつ売り逃げるかもしれないという不安定性を有している。日本財政の持続可能性に対する海外投資家の信認の度合いが日本国債の価格、利回りを揺さぶるきっかけとなる可能性が存在しているといえるのである⁽⁷³⁾。

人金融資産の動向と財政問題』『金融ジャーナル』2012年6月号、12～15ページ、土居丈朗「国債の消化余力の行方」同上号、16～19ページ。

(67) 同上書、36～37ページ。矢嶋康次「動かない家計金融資産と高齢化」ニッセイ基礎研究所『Report』2011年10月、10～15ページ。

(68) 財務省理財局『債務管理レポート2012』28ページ。

(69) 財務省理財局『債務管理レポート2012』29ページ。

(70) 『MSN産経ニュース』2012年12月21日発。ただし米国国債の47.9%が海外で保有されている（2012年12月末）のと比較すると、日本国債の海外保有比率は依然として低い。また近年では海外部門が保有する日本国債の半分以上が短期国債である（末澤豪謙、前掲「財政の持続可能性と国債市場—我が国及び諸外国の事例と異次元緩和の影響等」）。日本の債券の外国による保有状況については、日本銀行の「国際収支統計」の「直接投資・証券投資等残高地域別統計」を参照されたい。

(71) 前掲『国債のすべて』268ページ。

(72) 前掲「日本国債の国内消化構造はいつまで維持できるか」12ページ。

(73) 日本銀行『金融システムレポート』2012年10月版、45ページ。富田俊基、前掲「財政の持続可能性と国債

第8節 民間非金融法人

1993年までは企業（民間非金融法人）は資金不足であったが、1994年に企業は初めて資金余剰となり、1998年以降、企業の資金余剰は大きくなった。企業はリストラをすすめるとともに、新規投資を抑制したからである⁽⁷⁴⁾。

企業（民間非金融法人）の2012年度末の金融資産の残高は842兆円に達しているが、そのうち現金・預金が26.7%（225兆円）、株式・出資金が19.6%（165兆円）、企業間・貿易信用が24.5%（206兆円）を占めており、株式以外の証券はわずか4.4%（37兆円）を占めているに過ぎない⁽⁷⁵⁾。企業の国債保有額は、2011年12月末には25.8兆円（国債保有総額755.4兆円中の3.4%）を占めるに過ぎない（対家計民間非営利団体を含む）⁽⁷⁶⁾。

むすび

1998年度以降日本において日本国債の無制限的発行が行われた。だが、その国債相場は安定しており、その利子率、利回りは低かった。その背景には日本国内でその消化が可能であり、日本の金融機関が国債への資金運用を増加させていたという事情があった。景気低迷の下で貸出による資金運用が困難なために金融機関などが安全な資金運用を求めて国債に投資することを求めたからである。

このような大量の国債の消化を支えていたのは銀行預金の増大である。国内には豊富な個人貯蓄が存在していた。また、企業部門では、ストックベースで債務超過状態にあったが、フローの貯蓄・投資バランスは貯蓄超過が続いていた。これには1990年代末以降、発展途上国との競争激化などを背景として、賃金水準が引き下げられ、大企業の内部留保が増加していたという事情があった。また、預金の増大にもかかわらず企業への貸出しが低迷したのは、賃金水準の引き下げのもとで国内消費が制約され、発展途上国との競争もあり、国内における設備投資が減退したためであった。また、多くの中小企業の経営が困難となっていたことも銀行の中小企業への貸出を躊躇させたのであった。

また、日本銀行が超金融緩和政策、デフレ対策のために国債を買入れたことも大量の国債消化を支えた大きな要因の1つであった。

さらに、銀行以外に、生命保険も国債への投資を増大させていったのであった。

国が出資をしているゆうちょ銀行・かんぽ生命や、国が管理等を行っている公的年金という、国が関与している部門も国債消化に大きな役割を果たしていた。

本論文ではこのようなことを投資主体にまで立ち入って考察し、国債が市中消化されてきた条件と国債消化の構造を明らかにした。日本の国債は市場から信用を得ていたのであった。日本の国債市場が崩壊するおそれは当面ないであろう。

だが日本国債の消化を支えてきた生保や国が関与する部門に資金的限界が生じてきている。また多額の国債を保有する銀行の中に金利リスクの回避のために国債保有を制限する

市場」。海外投資家による日本国債への投資の評価については野口雄裕「海外投資家に期待される役割～求められる日本国債投資家層の多様化～」みずほ総合研究所、2011年6月28日付を参照されたい。

(74) 貝塚啓明・吉野直行・伊藤宏一編著、前掲書、28～29頁。日本銀行「資金循環勘定」。

(75) 日本銀行調査統計局「資金循環統計（2013年第1四半期速報）：参考図表」2013年6月。

(76) 財務省理財局『債務管理レポート2012』155ページ。

ものが現れてきている。生保にもこの動きが生じ始めている。国債消化に対する動揺が現実化してきているのである。

今後エネルギーコストの上昇や空洞化などから企業の貯蓄が抑制され、フローの貯蓄超過幅が縮小する可能性がある⁽⁷⁷⁾。経済がデフレから平常の状態に移行するようになれば、設備投資が活発化し、余剰資金が減少すると考えられる⁽⁷⁸⁾。家計部門は貯蓄超過となっているが、高齢化が進むと、貯蓄を取り崩して生活費に充当する世帯が増え、一方で貯蓄をしない世帯が増え、かくして家計の貯蓄率の低下が進むことになる。家計の貯蓄率は貯蓄取り崩し層である60歳以上の比率が高まっている。家計の貯蓄率は1970年代半ばをピークにして低下傾向が続いている。高齢化の進展とともに家計の貯蓄率がマイナスに転じる可能性がある。全人口に対する60歳以上人口の比率が30%台半ばに達する2010年代以降、貯蓄率は小幅マイナスに転じる可能性がある⁽⁷⁹⁾。

政府財政赤字が増え続ける一方で、企業や家計の資金余剰額あるいは貯蓄率がマイナスになれば、政府債務の規模の方が、家計の金融資産を上回る可能性すらある。このような状態では国債の国内での消化が困難となる。2010年4月に三菱東京UFJ銀行の経済調査室は、現状に近い状態が続けば国内消化率は2020年度には64.6%に低下すると試算していた⁽⁸⁰⁾。国債金利、利回りが上昇する可能性があるのである⁽⁸¹⁾。

国債にも価格変動リスクが存在し、民間銀行の中には相場下落による損失を回避するために国債を売却する動きも出始めており、日本経済がデフレ状態を脱却して民間金融機関が民間融資を増大させれば、新規国債の消化が困難になるだけでなく、既発国債の売却が増大し、国債価格が低落・暴落する可能性さえある。

日本銀行が国債を買い続ければ国債消化が可能であるという議論もある。だがこれが行き過ぎれば日本銀行が財政ファイナンスを行っていると言われ、投資家にみなされる危険性がある。

これは財政の信託と国債の信用、日本銀行と日本銀行券の信託を毀損するおそれがある。日本銀行がいつまでも無制限に国債を買い続けることは許されないであろう。

かくして、従来大量公債の安定消化が可能であったからといって、このことが今後とも続くということとはできないといえるのである。国債の消化市場構造の観点からみても国債の信用が長期的に維持されていくという保証はなく、その維持のための財政健全化の努力が求められているのである。

(追記)

本稿脱稿後、高田創『国債暴落—日本は生き残れるのか』中央公論新社、2013年が刊行された。同書も本稿と関係が深いので参照されたい。

(77) 前掲『国債のすべて』262ページ。

(78) 土井文朗「国債の国内消化余力の行方」『金融ジャーナル』2012年6月号、18ページ。

(79) 「高齢化の進展と個人金融資産の動向」三菱UFJリサーチ&コンサルティング『けいざい早わかり』2010年度第6号、2010年7月20日、3～5頁。前掲『国債のすべて』262ページ。

(80) 三菱東京UFJ銀行経済調査室、前掲論文。

(81) 土井文朗、前掲論文、17～19ページ。

〔抄 録〕

1998年度以降日本において日本国債の無制限的発行が行われた。だが、その国債相場は安定しており、その利子率、利回りは低かった。その背景には日本国内でその消化が可能であり、日本の金融機関が国債への資金運用を増加させていたという事情があった。また、日本銀行が超金融緩和政策、デフレ対策のために国債を買入れたことも大量の国債消化を支えた大きな要因の1つであった。さらに、銀行以外に、生保を中心とする保険も国債への投資を増大させていったのであった。国が出資をしているゆうちょ銀行・かんぽ生命や、国が管理等を行っている公的年金という、国が関与している部門も国債消化に大きな役割を果たしていた。

本論文ではこのようなことを投資主体にまで立ち入って考察し、国債が市中消化されてきた条件と国債消化の構造を明らかにした。日本の国債は市場からの信用を得て安定的に消化されていたのであった。もっとも、日本の国債保有は日本の金融機関保有が中心であり、国債市場構造は厚みの乏しいものであった。

だが現状においては、国債消化を支えてきた生保や国が関与している部門に資金的限界が生じてきている。また金利リスク回避のために銀行の中に国債保有を制限するものが現出し、生保の中にもこの動きが出始めている。本論文において、国債消化への動揺が現実化していることも指摘した。

今後、企業の貯蓄が抑制され、フローの貯蓄超過幅が縮小する可能性がある。経済がデフレから平常の状態に移行するようになれば、設備投資が活発化し、余剰資金が減少すると考えられる。家計部門は貯蓄超過となっているが、高齢化が進むと、貯蓄を取り崩して生活費に充当する世帯が増え、一方で貯蓄をしない世帯が増え、かくして家計の貯蓄率の低下が進むことになる。政府債務の規模の方が、家計の金融資産を上回る可能性すらある。このような状態では国債の国内での消化が困難となる。国債にも価格変動リスクが存在し、民間銀行の中には相場下落による損失を回避するために国債を売却する動きも出始めており、民間金融機関が民間融資を増大させるようになれば、既発国債の売却が増大し、国債価格が低落・暴落する可能性さえある。日本銀行が国債を買い続ければ国債消化が可能であるという議論もある。だがこれが行き過ぎれば日本銀行が財政ファイナンスを行っていると投資家にみなされる危険性がある。これは財政の信認と国債の信用、日本銀行と日本銀行券の信認を毀損するおそれがある。かくして、従来大量公債の安定消化が可能であったからといって、このことが今後とも続くということとはできないといえるのである。本論文ではこのことについても論述している。