

[研究論文]

国債価格下落の影響

青 山 浩一郎

An analysis to the impact of the JGB price decline

Koichiro Aoyama

日本の長期金利は0.4%を底にして上昇の可能性しかない。長期金利が3.5%になったとしたら、日本国債の保有者と政府にどんな影響があるだろうか。

- 1) 15 年度末の国債発行残高は 450 兆円である。これをもとにすると評価損は 53 兆円となる。
- 2) 国債発行残高は、18 年度末には 600 兆円に近づくだらう。
- 3) 国債の利払い額は年間 9 兆円である。それは 18 年度には 20 兆円に増大する。

国債問題は分析すればするほど、危機の大きさを痛感する。解決には長い年月がかかるだろう。論者は妙案をもっていないが、小泉内閣も国債問題の解決に何の策もない。それどころか、政府は巨大な債務者としての説明責任を自覚しているとは思えない。

With the 0.4% level as a bottom, Japanese long term interest rate will go nowhere up. If JGB yield reach to the 3.5% level, what are the impacts to the JGB holders and Japanese government ?

- 1) At the end of March 2004, the outstanding amount of JGB is ¥450 trillion. So that loss accrued from valuation will be ¥53 trillion .
- 2) The outstanding amount of the JGB will reach ¥600 trillion until at the end of March 2007.
- 3) The current amount of interest payment is ¥9 trillion in a year. That figure will be increase to ¥20 trillion in a year, at the end of March 2007

The more I analyze JGB issues, the more seriously, the magnitude of crisis is brought home to me. It seems that its solution would take many years. I have no idea to solve such a severe problems . Koizumi government also has no policy to solve JGB crisis. Furthermore, the government does not seem to have awakened to this accountability as a huge debtor.

日本国債、償還期間、利払い、発行残高、郵便貯金、説明責任、資金循環表

Japanese Government Bond, maturity, interest payment , outstanding amount, postal saving, accountability, flow of funds

(原稿受領日 2003. 10. 9)

下落に向かった国債価格

1 15年6月がピーク

平成15年9月は債券相場の急落ではじまった。10年物国債の利回りは9月2日に1.670%をつけ、最高値であった6月11日の0.43%からは、1.2%ポイントの利回り上昇となった。

5年物も9月2日は0.995%をつけ、6月11日の高値から0.5%の上昇である。

国債は償還期限が2 - 5年の中期国債、10年の長期国債、15、20、30年の超長期国債に大別できる。市場では流動性の高い10年国債を指標銘柄にしている。9月2日の利回り1.670%とは、10年物252回債のことである。同日、入札が行われた253回債が翌日から指標銘柄になる。この新発10年債の流通利回りを長期金利といっている。指標銘柄の価格を基準にして、満期のちがう他の銘柄の価格が形成されるが、中期債、長期債、超長期債の価格差はいつもおなじではない。先行きの金利見込み次第で、短期金利と長期金利の関係、イールドカーブがさまざまなパターンに変化する。

長期金利が上昇したのは、景気の回復を反映してである。8月になって日経平均株価が1万円の大台を回復し、2 - 3月ごろ再燃した金融システムの不安もおさまった。実にながい道のりであった。

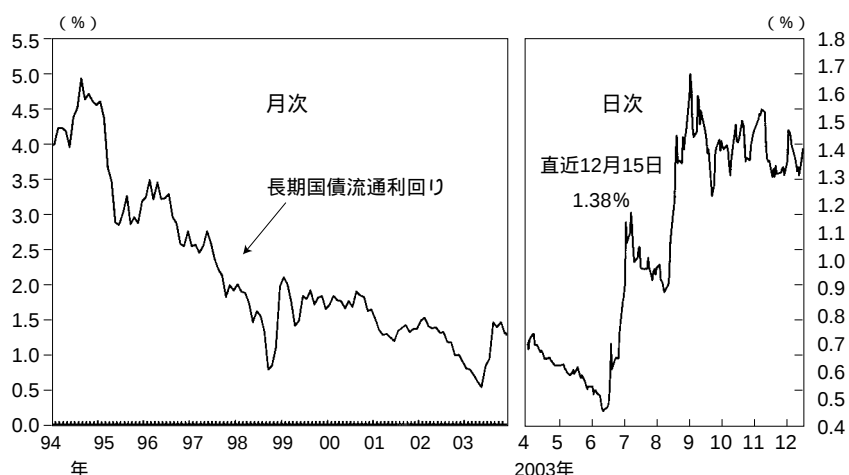
2 バブルの終焉

平成6年(94年)以降の長期金利(10年国債最終利回り)は図1に示される。

国債利回りは2年(90年)の8%台をピークに一貫して下落(国債価格は上昇)してきたが、4年(92年)6年(94年)あたりは5%近辺にとどまっていた。その後、水準を切り下げ15年(03年)6月に0.43%をつけた。

「国債価格はこれ以上あがることはない。株価でいえば日経平均の4万円というレベルである。

最終利回りが100ベースポイント程度上がる価格変動は、年になんども起こる可能性がある。だがトレンドとしては、10年以上前の8%台にもどることはないとしても、1 - 2%台のレベルからは抜け出すだろう。」論者は今年のこの稿で、国債の価格は現在をピークとして下落



「日銀 金融経済月報」

(注) 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。

(資料) 日本銀行、東京金融先物取引所、日本相互証券

図1 長期国債 利回り推移

する可能性しかない、と断定的に主張した。その後、今年の6月までなおもバブル相場はつづいたが、もはや上昇相場はおわったとあらためて主張したい。これまでは、空前の不況と株安を背景に行き場のない民間および公的金融機関の資金が流入した結果で、まぎれもなくバブル相場であった。このグラフをみれば、80年代の株式相場に匹敵することがわかる。そのバブルがおわったのである。離れて眺めていれば、普通はそう考えるのにマーケットにちかい人たちが「モウはマダなり」の行動をつづけてきたのである。

3 イールド・スプレッドの教え

論者が重視したのは、イールド・スプレッドの推移である。

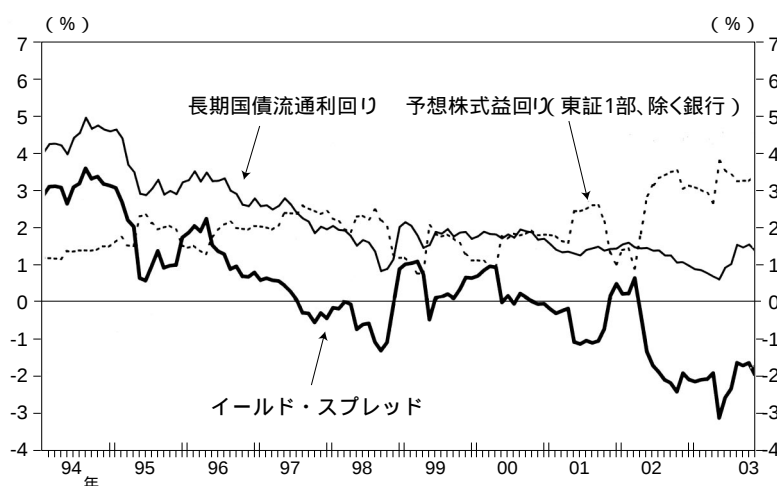
予想株式益回り（予想 P E R の逆数）と10年債最終利回りをくらべたのが、イールド・スプレッドである。10年債最終利回り - 予想株式益

回りは、通常はプラスである。図2のように、97,8年や00,01年には、イールド・スプレッドがマイナスに転じたが、まもなく株価があがり、債券価格の上昇がとまり、イールド・スプレッドが正常化にむかった。今回、02年春からは、株価のいちじるしい下落の一方、債券価格の高騰がおこり、イールド・スプレッドのマイナスが拡大した。このようなときには、株式と債券の間で裁定行動がおこるものである。

今回は、債券利回りが、株式の益回りを下回ったばかりでなく、株式の利回りすら下回ってしまった。その背景に企業収益、景気、金融情勢、債券、株式の需給があるが、投資価値に対して債券はあまりにも割高で、株式は割安であった。その修正がおこなわれたのである。

4 短期の上下変動は激化

長期金利は13年間に8%強から0.4%強まで下落した。国債価格の長期13年のトレンドは上



「日銀 金融経済月報」

(注) 1. イールド・スプレッド = 長期国債流通利回り - 予想株式益回り

予想株式益回り = $1 / \text{予想 P E R}$

2. 予想株式益回り（単体ベース）は大和総研調べ。

3. 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98年11月以前は10年上場最長期物。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、大和総研「大和投資資料」

図2 イールド スプレッド

昇であったが、そのなかでも、何回かの短期波動がみられる。

図 1 にみるように、94 - 5 年 98 - 99 年の利回り反転がなかでも大きい。そして昨年从今年になってからのボラティリティは大きい。

どの金融商品もそうだが、価格は 10 年 - 20 年のトレンド的な上昇、下降の動きのほか、毎年のなかでも何回かの上下変動がある。今後の債券価格はトレンドとしては下降だが、債券価格が数ヶ月のあいだに、最終利回りで 1.0% - 0.5% の下落（債券価格は上昇）することは今後も何回か起こるだろう。景気、企業収益、金融政策、需給など、債券、株式の投資価値を決める要素によって相場の動きが変わる。債券価格の下落の影響をこれから論ずるばあいに、トレンドの下降のほかに、アヤもどしというべき、上下変動にも配慮しなければならないが、ここでは相場の日足、月足を予想するものではない。

国債価格はピークアウトし、今後数年間は下降トレンドをたどるだろうと主張して、その影響を検討する。

5 値下がり幅の仮定

仮に利率 1.0% の長期国債を 100 円で買っていたとして、1.0%、100 ベーシスポイント長期金利があがれば 8.3 円の値下がりである。百億円で買った投資家にとっては、8.3 億円の評価損が発生したことになる。

しかしながら、これからの長期金利の上昇幅を、いつまでにどれだけと予想することはできない。論者に言えることは、国債価格がピークアウトし、これから数年間あるいは 10 年間、かなりの幅で下落がつづくということである。いろいろな下落幅の場合に、国債の主要な保有者への影響を検討してみたい。下落幅は、購入した債券の利率と償還までの年限で異なる。

最終利回り = { 年利子 + (償還価格 - 購入価格) ÷ 残存年数 } ÷ 購入価格

年利子 100 × 1% = 1 円 償還価格 100 円 残存年数 10 年

購入価格 100 円なら 最終利回り 1 %

最終利回り(長期金利) が変化すれば、価格はどう変わるか

価格 = { 償還価格 + 利率(%) × 償還年限 } ÷ { 1 + 最終利回り(%) × 償還年限 }

最終利回りが 2% になると 価格は 91.66 円に下がる

10 年債の場合 額面 100 円 表面利率 1 % の債券を 100 円で購入した。

長期金利が 2 % に上昇すれば、債券価格は下がる。債券価格は 91.66 円となる。

長期金利が 3 % になれば、債券価格は 84.61 円となる。

長期金利が 4 % になれば、債券価格は 78.57 円となる。

5 年債の場合 額面 100 円 表面利率 0.5% の債券を 100 円で購入した。

長期金利が 1 % に上昇すれば、債券価格は 97.61 円になる。

長期金利が 2 % に上昇すれば、債券価格は 93.18 円となる。

長期金利が 3 % に上昇すれば、債券価格は 89.13 円となる

長期金利が 4 % に上昇すれば、債券価格は 85.41 円となる。

値下がりの保有者別の影響

1 異常な国債保有構造

わが国の国債・借入金残高は財務省が4半期ごとに発表している。15年3月末現在では、その額は668.7兆円である。うち国債(財融債を含む)は504.2兆円だが、一般に国債といっているのは普通国債のことであり、その額は421.1兆円である。

国債・財融債を誰がどれだけ保有しているか、財務省の統計では以下のようにになっている。

表1 国債の所有者別 現在額(額面ベース)

	兆円(%)	
政府	163.9(34.0)	市中金融機関113.1(23.5)
うち財政融資資金	64.4(13.3)	証券会社 7.8(1.6)
日本銀行	66.0(13.7)	その他 130.7(27.1)
合計	481.8(100.0)	

14年度第3四半期末時点 15年度財政関係資料集より

これは、財務省が参議院予算委員会に提出したデータだが、統計発表が古く、「その他」が27%もあり、おそらく不親切なデイスクロであ

る。そこで日本銀行の資金循環勘定の統計を利用する。日本銀行の統計は、財務省とちがって時価ベースである。

同じ15年3月末残高でも、財務省は504.2兆円、日本銀行は538.4兆円と違いがある。この差額すべてが、時価と簿価との違いとはいえない。統計手法の違いや誤差もあるだろう。けれども、債券価格下落の影響を検討するには、日本銀行のように時価ベースの統計が役立つ。

さて、15年3月末の国債発行額538.4兆円のうち、公的部門40.7%、年金・保険28.5%、預金取扱機関20.4%、その他金融機関3.1%、非金融法人企業0.4%、家計3.3%、海外3.6%という国債保有比率である。この保有構造の問題点のちに論ずるが、以下では主要な保有機関ごとに国債価格下落の影響を検討する。

2 全国銀行の評価損は数兆円

日本銀行の「全国銀行の決算状況」という報告書によれば、全国156の銀行は15年3月末に78.1兆円の国債を保有している。前年度にくら

表2 主要機関別 国債保有状況

		億円	
		13年度末	14年度末
公的部門	日本銀行	728,387	800,646
	政府系金融機関	49,060	11,891
	財政融資資金	709,136	657,276
	郵便貯金	509,084	709,605
年金・保険	生命保険	711,223	771,778
	うち民間	302,445	277,964
	非生命保険	18,469	25,823
	うち民間損保	18,469	25,823
	共済保険	133,226	147,938
	社会保障基金	267,472	386,134
	うち公的年金	254,582	372,957
	年金基金	163,903	193,676
預金取扱機関	国内銀行	472,114	735,878
	在日外銀	59,082	52,347
	農林水産金融機関	163,343	168,078
	中小企業金融機関	139,574	135,890
その他金融機関	証券会社	94,295	88,549
	投資信託	85,804	77,851
非金融法人企業	民間企業	9,307	7,639
	公的企業	2,150	3,271
家計	家計	123,808	126,825
	対家計民間非営利団体	18,109	51,200
海外		164,529	190,011
合計		4,692,261	5,384,464
		うち財融債	465,826

日本銀行資金循環表より作成
国債には短期国債および財融債をふくむ

べて18%の増加、5年前にくらべれば2.3倍の残高である。

一方、貸出金は毎年減少をつづけ、5年前に比べて20%減となってしまった。預金残高は伸び悩んではいるが、まだ高水準であり、資金運

用としては有価証券にシフトせざるをえなかった。ところが、株式市況は下落をつづけ、銀行の株式保有に制限が加えられた。銀行としては有価証券のなかでも、国債への投資をふやすしか運用の手段はなかった。

表3 全国銀行 有価証券保有額

	単位 10 億円					
	97	98	99	00	01	02
有価証券	132,231	126,597	141,105	180,091	160,977	168,395
国債	33,333	32,273	46,221	74,401	66,265	78,137
地方債	9,585	9,684	10,264	10,192	10,034	9,113
社債	18,057	18,522	18,245	19,364	19,546	22,541
株式	45,976	44,979	45,415	44,379	34,411	23,192
貸出金	545,480	516,171	493,702	486,554	466,260	440,447
預金	529,011	502,589	503,182	517,780	529,027	525,848
自己資本	23,173	33,653	34,442	36,967	30,709	25,189
資産合計	859,584	808,002	768,763	827,955	775,352	751,431

有価証券合計は貸付有価証券をふくむ

日本銀行 全国銀行の決算状況より作成

大手 14 行 地銀 117 行 信託 13 行 外銀信託 9 行 ネット銀行 3 行 合計 156 行

単体決算ベース

14 年度の決算までは、それは正解であった。

国債を中心とした債券運用によって、債券 5 勘定戻は黒字を続け、株式 3 勘定戻が大きく経常利益の減少要因だったのと対照的に、銀行の決算にすくなからぬ貢献をしてきた。

株式 3 勘定戻は▲3.9兆円と、これだけでコア業務純益の4分の3を吹っ飛ばす赤字となった。年度を通じて株式市況が一貫して下落を続けた結果であるが、そのなかで銀行は株式を売らなければならなかった。政策当局は銀行の保有する株式の額は自己資本額の範囲にとどめるべし、という方針を打ち出した。そのために、銀行は下げ相場のなかで、持ち株を売却し売却損をだしつづけた。

14年度の株式3勘定戻の▲3.9兆円は、おそらく史上最大の額であろう。

表4 全国銀行の決算

	12 年度	13 年度	14 年度
コア業務純益	4.8兆円	5.6兆円	5.2兆円
債券5勘定戻	0.4	0.4	0.8
業務純益	4.8	4.7	4.7
株式5勘定戻	1.7	▲2.4	▲3.9
不良債権処理額	▲6.9	▲9.9	▲6.6
経常利益	0.6	▲6.6	▲4.8
当期利益	▲0.4	▲5.0	▲4.9

コア業務純益 = 業務純益 - 債券5勘定戻 - 一般貸倒引当
金繰入れ(▲) - 信託勘定償却(▲)

債券5勘定戻 = 国債等債券売却益 + 同償還益 - 同売却損
- 同償還損 - 同償却

株式3勘定戻 = 株式等売却益 - 同売却損 - 同償却

これにたいして、債券 5 勘定戻は 14 年度に 8000 億円をあげ、業務純益の 17% に達した。債

券相場が一貫して上昇するなかで、売買益を積み上げた結果である。

表 5 全国銀行の決算状況

単位 10 億円

	97 年度	98 年度	99 年度	00 年度	01 年度	02 年度
有価証券評価損益	5,685	5,297	10,975	2,628	316	796
有価証券評価益	10,375	9,554	15,521	7,765	5,017	3,854
有価証券評価損	4,685	4,257	4,546	5,137	4,701	3,059
その他保有目的有価証券評価損益	5,685	5,297	10,975	2,431	62	620
その他保有目的有価証券評価益	10,375	9,554	15,521	7,380	4,516	3,503
債券	1,805	1,366	842	1,660	1,027	1,491
株式	7,499	7,600	14,286	5,344	3,227	1,420
その他の証券	1,070	587	392	375	262	591
その他保有目的有価証券評価損	4,685	4,257	4,546	4,949	4,454	2,883
債券	95	390	386	39	135	93
株式	3,936	3,534	3,889	4,451	3,653	2,420
その他の証券	653	333	271	459	666	370

保有債券は取得時より値上がりしている。有価証券全体の評価損益の内訳をみると、株式はまだ 1.00 兆円の評価損を抱えているのにたいし、債券は 1.39 兆円の評価益がでている。

今後、債券相場が下落したら、銀行の債券 5 勘定戻がどのように変わっていくか検討しなければならない。そのためには、保有国債個別の平均残存期間や利率などの情報が必要である。

それを外部から得るのは不可能なので、仮定をおいて考える。

財務省の「国債関係資料」によると、14 年度末の普通国債の発行残高は 392.4 兆円であり、平均残存期間は 4 年 11 ヶ月である。また、国債の利率は満期や発行時期のちがいから様々だが、すべてを加重平均すれば 13 年度末で 2.31% である。(14 年度末は未発表)

そこで、全国銀行の保有国債の平均残存期間も 4 年 11 ヶ月、平均利率も 2.31% として計算すればいいが、論者は計算の便宜上、平均残存期間 5 年、平均利率 2.5% として試算する。

5 年債 利率 2.5% ものを保有している。

長期金利が 1% あがれば債券価格は 95.7 円に低下する。

債券価格 = $(100 + 2.5\% \times 5) \div (1 + 3.5\% \times 5) = 95.7$	下落率	4.3%
2% なら = $(100 + 2.5\% \times 5) \div (1 + 4.5\% \times 5) = 91.8$		8.2
3% なら = $(100 + 2.5\% \times 5) \div (1 + 5.5\% \times 5) = 88.2$		11.8
4% なら = $(100 + 2.5\% \times 5) \div (1 + 6.5\% \times 5) = 84.9$		15.1
5% なら = $(100 + 2.5\% \times 5) \div (1 + 7.5\% \times 5) = 81.8$		18.2

全国銀行の 14 年度末の国債保有残高は 78 兆円である。それぞれの下落率の場合に、全国銀行の評価損が試算できる。

78兆円の残高にたいして、

下落率	4.3%	評価損	3.35 兆円	下落率	8.2%	評価損	6.39 兆円
	11.8		9.20		15.1		11.77
	18.2		14.19				

長期金利上昇による国債の評価損は、巨額であるが、それをカバーする手段がないわけではない。
したがって、この評価損がストレートに決算に反映されるとはかぎらない。

表 6 東京三菱銀行の国債保有状況

保有	有価証券	百万円	単体	
東京三菱	11 年度末	12 年度末	13 年度末	14 年度末
有価証券	11,874,874	17,520,047	16,309,350	16,351,043
国 債	3,662,453	7,661,730	7,544,848	8,423,745
地 方 債	142,732	241,286	423,210	409,521
社 債	901,414	890,966	1,160,750	1,242,446
株 式	4,914,734	5,249,524	3,912,283	2,621,188
そ の 他	2,253,539	3,476,540	3,268,256	3,654,141
国債の評価損益				
取得価格		7,624,359	7,517,868	8,375,056
貸借対照表計上額		7,661,730	7,544,848	8,423,745
評価差額		37,370	26,980	48,689
国債の償還予定額				
	12 年度	13 年度	14 年度	
1 年以内	4,886,876 (63.7%)	3,253,051 (43.1%)	2,656,213 (31.5%)	
1 年 - 5 年	1,857,944 (24.2%)	3,960,729 (52.4%)	3,928,745 (46.6%)	
5 年 - 10 年	916,909 (12.0%)	331,067 (4.5%)	1,575,575 (18.7%)	
10 年超	0 (100.0%)	0 (100.0%)	263,210 (3.1%)	
	7,661,730	7,544,848	8,423,743 (100.0%)	

東京三菱銀行ディスクロ資料より 単体ベース

3 大手都銀の対応に注目

全国銀行の合計では現実感がうすいので、個別銀行のケースを観察する。

東京三菱銀行は14年度末、時価で 8 兆4237億円の国債を保有している。前年度より11%、3

年前の2.3倍に増加させたことは、全国銀行なみである。一方、株式は 2 兆6211億円と、前年度の 3 分の 2 の水準まで保有を減少させた。銀行の有価証券運用が株式から債券へ劇的にシフトした模様が読み取れる。国債は時価と取得価格の差額である評価益が、14 年度末、487 億円発

生している。この表にはないが、株式は2800億円弱の評価損がでている。

保有国債を償還期限別にみると、1年以内債券の保有比率が減り、5 - 10年、10年超がふえ

ている。加重平均はだせないが、東京三菱銀行の保有国債は長期化している。それだけに、今後の国債価格下落にさいしてリスクが大きくなってきたといえる。

表7 他の大手銀行の国債保有状況

	百万円 %		
上段 13年度 下段 14年度	みずほホールディングス	三井住友銀行	UFJグループ
国債保有額	10,554,751	10,114,287	7,090,785
	11,968,696	12,901,645	10,417,778
評価益	- 16,144	37,073	5,699
	78,741	78,216	124,733
償還予定			
1年以内	3,854,025 (36.5)	2,179,224 (21.5)	1,981,034 (27.9)
	3,567,541 (29.8)	3,303,635 (25.6)	3,684,385 (35.4)
1 - 5年	4,435,047 (42.0)	6,340,438 (62.7)	1,901,116 (26.8)
	4,143,028 (34.6)	6,306,161 (48.9)	3,522,398 (33.8)
5 - 10年	2,265,678 (21.5)	1,324,773 (13.1)	2,957,696 (41.7)
	4,148,350 (34.6)	3,034,984 (23.5)	3,020,597 (29.0)
10年超	0 (0)	269,435 (2.7)	250,937 (3.5)
	109,778 (0.9)	256,865 (2.0)	190,398 (1.8)
計	10,554,751 (100.0)	10,113,870 (100.0)	7,090,783 (100.0)
	11,968,697 (100.0)	12,901,645 (100.0)	10,417,778 (100.0)
株式	6,345,683	4,855,495	4,411,761
	3,755,859	3,002,513	2,420,706
評価損益	- 746,591	- 509,305	104,743
	- 190,570	- 165,442	- 182,006

各社 ディスクロ資料より

みずほ、三井住友、UFJもながめてみた。

これらの銀行の国債保有額は、それぞれ11.9兆円、12.9兆円、10.4兆円と東京三菱より多い。

それだけに、14年度末の国債評価益も大きい。株式は保有を大幅に減少させ、それでも14年度末に多額の評価損がでていることは、東京三菱とおなじである。保有期間構造は、みずほ、三井住友が長期化、UFJが短期化させている。

大手都市銀行の国債は満期償還までの期間を平均5年とする。この仮定はこれまでみた償還予定データからみて長いかもしれない。しかし計算の便宜から5年とする。長期金利が1%ポイント上昇すれば国債価格が4.3%さがる。国債保有残高が10兆円なら評価損は4300億円である。

表 8 評価損 マトリックス

長期金利上昇幅	国債下落率	東京三菱	みずほ	三井住友	UFJ
1 %	4.3%	3,612億円	5,160億円	5,547億円	4,472億円
2 %	8.2	6,888	9,840	10,578	8,528
3 %	11.8	9,912	14,160	15,222	12,272
4 %	15.1	12,684	18,120	19,479	15,704
5 %	18.2	15,288	21,840	23,478	18,928

国債保有額 各社の14年度末 残高を基準に。

東京三菱 8.4兆円 みずほ 12.0兆円 三井住友 12.9兆円 UFJ 10.4兆円

すでに長期金利は14年度末から、9月までに1%ポイント上昇した。この9月中間決算で国債の評価損が発生する。さらに今後2%ポイント上昇すれば、各行とも14年度末に比べて1兆円台の評価損が発生する。この程度の損失ならば、長期金利が上昇するとき、ふつうは発生する株価の値上がりや、貸出利ざやの改善で補うことができるはずである。けれども今回は株価の保有をへらしてしまった。

国債を大量にかかえている銀行各社のかかえているリスクは大きい。けれども、後述する公的機関に比べれば、国債の評価損を吸収する手段を持っている。

各社の経営力が問われるのはこれからである。

4 郵便貯金への影響は甚大

郵政事業は15年度から日本郵政公社となり、9月に自民党総裁に再選された小泉氏は、11月に実施される総選挙の公約として郵政の民営化をあげている。郵便局の事業は郵便、保険、貯金事業にわかれるが、ここでは貯金事業のデイスクロにもとづき国債問題を分析する。

郵便貯金の残高は14年度末、233.2兆円、そのうち定額預金は167.0兆円である。家計金融資産の最大の運用先がこれである。郵貯の資金運用は表9のようになっている。

財政融資資金預託金はもとの資金運用部預託

金で、これが129.3兆円あり、その預託利子が4.7兆円と収益全体の4分の3をしめている。のこりが自主運用であり、主力は有価証券である。国債は71.8兆円と巨大な保有主体である。しかも増えかたがいちじるしい。

全体の収益のなかに有価証券利子が1.2兆円計上されているが、そのうち1.0兆円は国債の利子である。郵貯にとっては、国債の利子は財政融資資金預託金利子につぐ収益源である。その重要性は、表10でわかるように増してきている。

13年4月から郵便貯金は自主運用に入った。ただしその時点で従来の資金運用部に預託していた郵便貯金資金は、原則7年の預託期間終了時に償還される。したがって、13年度以降、7年間をすぎると完全自主運用になり、その間、自主運用枠は毎年増えてゆく。

有価証券の売却・償還損益は、14年度の場合、益が371億円、損が501億円と130億円のマイナスである。それでも、13年度のマイナス1087億円からは改善した。両年とも外国債で多額の損失が発生した。今後の自主運用能力を懸念せざるをえない。

表 8 郵便貯金事業の損益

区 別	平成 14 年度	平成 13 年度	増減額
	億円	億円	億円
収 益	62,914	75,551	▲ 12,637
運用収入	62,909	75,546	▲ 12,637
財政融資資金預託金利子	47,083	59,144	▲ 12,061
預金者等貸付金利子	62	101	▲ 39
有価証券利子	12,228	12,243	▲ 15
寄託金利子	2,849	3,482	▲ 633
地方公共団体貸付金利子	88	0	88
売却及償還益	371	224	147
その他	228	352	▲ 124
雑収入	5	5	0
費 用	45,610	66,551	▲ 20,941
支 払 利 子	19,193	33,380	▲ 14,187
通常郵便貯金利子	78	192	▲ 114
積立郵便貯金利子	4	8	▲ 4
定額郵便貯金利子	19,111	33,179	▲ 14,068
住宅積立郵便貯金利子	0	0	0
教育積立郵便貯金利子	0	1	▲ 1
諸 支 出 金	596	1,344	▲ 748
消費税	11	16	▲ 5
売却及償還差額補填金	501	1,311	▲ 810
諸払戻及補填金	84	17	67
郵政事業特別会計へ繰入	10,110	10,920	▲ 810
借入金利子	14,548	17,053	▲ 2,505
価格変動準備金繰入	1,163	3,854	▲ 2,691
損 益	17,304	9,000	8,304

表 9 郵便貯金資金の運用状況

運 用 種 目	平成 14 年度末		平成 13 年度末	
		構成比		構成比
	億円	%	億円	%
有価証券	901,100	38.6	721,676	30.2
国債	718,463	30.8	526,878	22.0
地方債	94,288	4.0	98,513	4.1
公庫公団債等	28,761	1.2	25,204	1.1
社債等	28,841	1.2	32,675	1.4
外国債	30,746	1.3	38,406	1.6
貸付金	17,743	0.8	7,238	0.3
地方公共団体	11,362	0.5	225	0.0
預金者等	6,381	0.3	7,014	0.3
寄託金（指定単）	105,401	4.5	105,401	4.4
預金等	16,669	0.7	26,969	1.1
財政融資資金預託金	1,293,700	55.4	1,530,930	64.0
合 計	2,334,613	100.0	2,392,214	100.0

注 1：外国債は海外の発行体が発行した債券であり、円貨建債券を含んでいます。

注 2：財政融資資金預託金は、旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金（13 年度：533,500 億円、14 年度：479,500 億円）を除いています。

注 3：預金等には日本銀行預託金を含んでいます。

表 10 国債利子と財融資金利子

	郵便事業損益	郵便貯金残高	運用収入	うち国債利子	うち財融利子
10 年度	▲ 6,107	2,525,867	111,807	12,406	90,921
11	▲ 18,650	2,599,702	99,808	12,813	78,634
12	▲ 12,969	2,499,336	88,769	11,525	68,917
13	9,000	2,393,418	75,546	10,157	59,144
14	17,304	2,332,465	62,909	10,476	47,083

億円

9 月中間決算まで約72兆円の国債をそのままもっていれば、長期金利が1%あがれば、3兆円強の評価損がでているはずである。この金額は郵便貯金の総収入の50%ちかくをしめる。この影響だけで、14年度、1兆7304億円であった最終損益は15年度、赤字になると懸念される。

ところが、ここに有価証券の評価方法という問題がからんでる。郵便貯金は昨14年度までは、有価証券は取得価格ベースで貸借対照表に表示してきた。参考資料として国債をふくむ有価証券を時価換算すれば、3兆1551億円の評価益があると発表している。そのうち満期まで保有する有価証券の分が2兆1189億円、その他有価証券の分が1兆3141億円である。大きな含み益であった。

日本郵政公社になって、15年度から有価証券の評価方法が変わった。満期保有分は取得価格で、その他は時価で貸借対照表にあらわれる。今年度第 四半期末で、満期保有有価証券は67兆2687兆円である。国債だけのデイスクロはない。この分は証券価格がさがっても評価損はたたない。その他の有価証券のうち国内債26兆7491億円について、すでに6月末で1761億円の評価損が発生した。

14年度末の評価益、9,922億円をふきとばしたあげくである。その結果、その他有価証券全体の評価益は173億円の減少した。

郵便貯金は巨額の国債をもっており、国債価

格が値下がりすれば、大きな評価損がでるが、満期保有分が多いので会計処理にすくわれて、決算にあらわされる評価損はすくない。

わたしは長期金利の上昇ははじまったばかりだと思っている。景気が回復し、異常な物価下落がとまるならば、長期金利の1%前後という水準はつづくはずがない。数年以内にあと2%～3%はあがるだろう。だが、ここでは予測をするのが本旨ではない。もしもこうなったら、どうなるかを試算してみる。

長期金利があと2%あがって、3.5%の水準にとどまったとする。郵便貯金の国債保有残高72兆円のうち満期保有分をのぞいて30兆円とする。14年度末からの累計評価損は約3兆5000億円となる。

郵便貯金の総収入は10年度には10兆9582億円であった。これまで14年度の6兆2312億円まで毎年減ってきた。理由は財政融資資金預託金の預託金利のせいである。これは今後もつづき、13年度以降、7年間をすぎれば廃止される。郵便貯金は国内銀行とちがって貸出業務の収益改善の寄与はない、株式市況の値上がりのメリットはない。国債保有からくる収入と損失にますます影響される事業体質である。このままでは、郵便貯金の決算で、満期保有分をのぞいても国債保有はふえつづけるから、総収入をうわまわる国債評価損を計上する場合があることを、わたしは危惧している。

表 11 日銀の貸借対照表

第 118 回事業年度末 (平成 15 年 3 月 31 日現在)

(単位: 円)

科 目	金 額	科 目	金 額
(資 産 の 部)		(負 債 の 部)	
金 地 金	441,253,409,037	発 行 銀 行 券	71,057,379,818,351
現 金	264,660,396,147	預 金	32,053,808,052,980
買 現 先 勘 定	12,188,039,649,737	当 座 預 金	30,929,707,946,572
買 入 手 形	29,126,100,000,000	そ の 他 預 金	1,124,100,106,408
国 債	88,651,215,049,839	政 府 預 金	14,613,493,487,113
金 銭 の 信 託 (信 託 財 産 株 式)	1,168,005,004,623	当 座 預 金	150,001,804,236
貸 出 金	290,292,407,078	国 内 指 定 預 金	13,814,541,971,579
手 形 貸 付	119,192,407,078	そ の 他 政 府 預 金	648,949,711,298
証 書 貸 付	44,000,000,000	売 現 先 勘 定	17,610,788,252,783
電 子 貸 付	127,100,000,000	そ の 他 負 債	17,517,494,806
外 国 為 替	4,208,629,322,943	未 払 送 金 為 替	4,102,730,219
外 貨 預 け 金	113,809,169,366	未 経 過 割 引 料 利 息 そ の 他	957,036,830
外 貨 債 券	4,094,820,153,577	未 払 法 人 税 等	6,894,000,000
代 理 店 勘 定	3,870,963,867,772	そ の 他 の 負 債	5,563,727,757
そ の 他 資 産	821,633,714,290	退 職 給 付 引 当 金	76,559,194,832
取 立 未 済 切 手 形	77,029,846,885	債 券 取 引 損 失 引 当 金	2,243,348,993,013
預 貯 金 保 険 機 構 出 資 金	225,000,000	外 国 為 替 等 取 引 損 失 引 当 金	429,371,000,000
国 際 金 融 機 関 出 資	12,715,067,265	株 式 取 引 損 失 引 当 金	65,823,117,907
預 金 保 険 機 構 住 専 勘 定 拠 出 金	100,000,000,000	負 債 の 部 合 計	138,168,089,411,785
新 金 融 安 定 化 基 金 拠 出 金	20,000,000,000	(資 本 の 部)	
政 府 勘 定 保 管 金	307,107,053,482	資 本 金	100,000,000
未 収 利 息	248,497,355,552	法 定 準 備 金	2,404,727,241,369
そ の 他 の 資 産	56,059,391,106	特 別 準 備 金	13,196,452
動 産 不 動 産	250,744,910,534	当 期 剰 余 金	594,495,882,394
土 地 建 物 動 産	248,965,210,742	資 本 の 部 合 計	2,999,336,320,215
建 設 仮 払 金	1,304,177,448		
保 証 金 権 利 金	475,522,344		
貸 倒 引 当 金	▲ 114,112,000,000		
資 産 の 部 合 計	141,167,425,732,000	負 債 お よ び 資 本 の 部 合 計	141,167,425,732,000

表 12 日銀の損益計算書

平成14年 4 月 1 日から
第118回事業年度 平成15年 3 月31日まで

(単位: 円)

科 目	金 額	科 目	金 額
経 常 収 益	2,010,138,299,025	経 営 費	231,653,360,195
貸 出 金 利 息	1,253,735,189	銀 行 券 製 造 費	60,700,103,000
貸 付 金 利 息	1,253,735,189	国 庫 国 債 事 務 費	40,558,690,365
買 現 先 利 息	207,505,972	給 与 等	51,016,251,749
買 入 手 形 割 引 料	1,618,660,210	交 通 通 信 費	5,067,060,349
国 債 利 息	1,463,516,915,636	修 繕 費	1,698,160,293
外 国 為 替 利 息	192,638,498,411	一 般 事 務 費	49,051,513,120
国 債 売 却 償 還 益	2,078,534,900	租 税 公 課	4,041,951,326
国 債 売 却 益	2,931,300	減 価 償 却 費	19,519,629,993
国 債 償 還 益	2,075,603,600	そ の 他 経 常 費 用	44,077,486,701
外 国 為 替 売 買 償 還 益	177,306,766,439	国 債 借 入 料	323,953,076
為 替 差 益	139,582,949,118	支 払 手 数 料	253,315,114
外 貨 債 券 売 却 償 還 益	37,723,817,321	そ の 他 の 経 常 費 用	43,500,218,511
そ の 他 経 常 収 益	171,517,682,268	経 常 利 益	662,013,027,155
金 銭 の 信 託 (信 託 財 産 株 式) 運 用 益	7,511,383,102	特 別 利 益	3,164,851,482
国 債 借 入 担 保 金 受 入 利 息	402,028,478	動 産 不 動 産 処 分 益	3,094,567,987
受 取 配 当 金	482,601,276	そ の 他 の 特 別 利 益	70,283,495
受 入 手 数 料	41,376,063,347	特 別 損 失	66,372,831,043
貸 倒 引 当 金 取 崩 額	111,953,000,000	動 産 不 動 産 処 分 損	548,043,993
そ の 他 の 経 常 収 益	9,792,606,065	株 式 取 引 損 失 引 当 金 繰 入 額	65,823,117,907
経 常 費 用	1,348,125,271,870	そ の 他 の 特 別 損 失	1,669,143
売 現 先 利 息	270,454,032	税 引 前 当 期 剰 余 金	598,805,047,594
売 出 手 形 支 払 割 引 料	230,457,543	法 人 税、住 民 税 及 び 事 業 税	4,309,165,200
国 債 売 却 償 還 損	730,715,731,310	当 期 剰 余 金	594,495,882,394
国 債 償 還 損	92,811,063,740		
国 債 償 還 損	637,904,667,570		
外 国 為 替 売 買 償 還 損	341,177,782,089		
為 替 差 損	340,358,751,234		
外 貨 債 券 売 却 償 還 損	819,030,855		

さらに、満期保有分についても、評価損はデイスクロされるから、国民はその額におどろくことになる。

郵政事業民営化の議論に大きな影響をあたえるファクターはこれである。国債の評価損、売買損の増大で郵貯事業の大幅赤字が続くとしたら、どうやって赤字ファイナンスをするか、郵便貯金の元本・利払いの安全性をどのように担保できるか、民営化の議論は郵便事業に集中しているが、郵貯事業が最大の論点である。おそまきながら、きちんとしたデイスクロと対応策の明示をのぞみたい。それなくして民営化の議論は成り立たないはずである。

5 評価基準を変えた日本銀行

日本銀行の14年度の決算を分析する。

貸借対照表の負債・資本の部で最大の項目は発行銀行券71.05兆円である。資産の部の最大項目は国債88.65兆円(うち短期国債30.14兆円)である。この利息が1.46兆円あり、損益計算書の普通の会社の収入にあたる経常収益2.01兆円の大半をしめる。日銀は、いまや利息のつかない負債である日銀券を資金源として、国債を購入し、その利子を収入として利益を上げている会社である。日銀の税込み利益は5,988億円であった。法人税、事業税は免除されているが、石原知事の銀行税は払わされている。のこりの5994億円の剰余金が国庫に納入される。

日銀は新たな金融政策の手段として13年3月に毎月4000億円を上限として、普通国債を市場から買い入れることを決定した。上限はたびたび引き上げられて、いまは毎月1兆2000億円である。ただし、歯止めとして普通国債の保有残高は、日銀券発行残高をこえないとしている。

国債全体の評価損益を知る情報のデイスクロはないが、期末56.2兆円保有している上場国債

は1兆4824兆円の評価益がでている。(評価損と両建)

償還予定別の情報はくわし過ぎる。ただ、保有国債の54%が10年債、20年債であり、34%が短期債と、民間銀行とちがって中期債の保有がすくない。

大手都銀や郵貯でやったような、長期金利上昇による国債評価損の試算をすれば、日銀のかかえているリスクは大きい。しかも、国債の保有は毎月1兆2000億円ずつ増加してゆく。

日銀は原則として満期まで保有するから、償還損が発生する。14年度も国債の売買・償還益20.7兆円に対し、7307億円の売却・償還損(うち6397億円は長期国債の評価損)がでている。

日銀の財産目録によると、貸借対照表にのっている時価88.65兆円の国債の額面は84.86兆円である。満期償還になれば、3.79兆円の償還差損が発生する。

しかしながら、このような懸念にたいして流石は日銀である。5月27日の決算発表でおどろくべきメッセージがあった。日銀は16年度からの債券の評価方法を変更したのである。

日銀の会計規定、第13条第1項は「取引所の相場のある債券の上半期及び事業年度末の評価は移動平均法による低下法により行う」としていた。それを、5月1日の政策決定会合で次のように変更していた。

- (1) 円貨建債券の評価は、移動平均法による償却原価法により行う。
- (2) 外貨建債券の評価は、時価法により行う。
- (3) その他の有価証券の評価は、移動平均法による原価法により行う。ただし、株式の上半期末又は事業年度末における時価がいちじるしく下落した場合には、減損処理を行う。

国債は(1)にあたる。償却原価法とは、取得額と額面との差を満期まで毎年均等に会計処理す

ることである。これなら評価損益はでない。株式は(3)にあたる。日銀は株式も買い増している。名義は直接はでないが、日銀に委託された信託銀行が大株主になった上場会社は多い。日銀は、その株式の値下がり損も軽減できるのである。

時価会計の適用で苦しんでいる民間企業とちがって、認可法人である日銀は簡単に会計規定をかえたのだが、これには釈然としない思いがある。ただ、15年度の決算はまだ従来とおなじ会計処理だから、日銀の剰余金がマイナスになり、国債問題への関心がたかまる可能性はある。

6 家計への打撃はすくない

公的部門である財政融資資金、郵政の簡保や民間の生・損保、年金基金なども巨額の国債を保有しており、値下がりの影響を受ける。各機関がそれぞれ国債のほかにどんな資産を持っているかによって打撃の程度はことなる。まず株式をもつことが最大のヘッジになる。その点で財政融資資金はもっとも苦しい。

表 13 家計金融資産の内訳

	単位 億円		
	13.6 末	14.6 末	15.6 末
家計金融資産	14,379,441	14,116,723	13,854,425
現 金	342,368	389,203	401,355
流動性預金	1,381,950	1,778,675	1,905,022
定期性預金	5,859,716	5,534,069	5,469,588
国債財投債	107,139	129,668	124,766
金 融 債	134,676	102,871	66,938
株 式	763,469	639,719	598,189
保 険	2,605,115	2,594,457	2,524,610
年 金	1,438,512	1,431,450	1,432,570

日本銀行 資金循環表 15.9.30 より

幸いに家計への影響はすくない。家計は14年度末、国債保有は12.3兆円と全体の3.3%にすぎない。戦前の日本のように家計が国債を持たされた上での国債危機ではない。ただ、政府はこれから躍起になって家計へ国債保有をよびかけ

るであろう。15年3月から個人向け商品として金利変動型の国債が郵便局や銀行、証券会社などで販売されている。長期金利の上昇を反映して、初期の利回りがあがったので、10月発行分は1兆円ちかい人気となった。これが続くとは思えないが、政府は国債の個人消化にあらゆる手をつくすだろう。逆にいえば、公的機関、銀行、生・損保など現在の大口保有者は、日本銀行をのぞいてこれ以上国債保有をふやせない状況にある。

よく、家計金融資産が1400兆円ある、だから国債の受け皿はいくらでもある、という人がいる。これは間違っている。家計は預貯金、年金、保険に金融資産をあずけている。それを使って郵貯、銀行、保険、年金が国債を保有している。家計による間接保有である。長期金利が上昇するなかで、現在の大量保有機関が家計を間接保有から直接保有にかえて、リスクを肩代わりさせようとするだろう。国債の大量発行をした国がいずれもやってきたことである。今度はこれをゆるしてはいけない。家計の賢明な行動で自衛しなければいけない。

債務者である政府への影響

1 残高 900 兆円という展望

これまで国債価格下落の影響を資金供給者側、債権者サイドで観察してきた。

つぎは、発行サイド、資金調達側の影響を検討してみる。

財務省が毎年の予算成立後に発表している「予算の後年度歳出・歳入への影響試算」と題した統計で、平成15年版には次の結果がでている。

二つのケースに分ける。試算1は名目経済成長率を16年度0.5%、17年度1.5%、18年度2.5%とする。試算2は各年度とも名目経済成長率0.0%とする。これで税収は名目成長率×弾性値1.1

で予測する。歳出は15年度予算における制度・施策を前提として後年度の負担額を推計する。10年国債金利を2.0%として国債費を推計する。こうして歳入不足をまかなう公債金を試算した。

その結果、公債金（新規の国債発行額）は16年度以降も、毎年増加がつづき、試算2では18年度には45.5兆円に達する。前提をかえて、試算1にしても18年度の公債金は42.9兆円、16 - 18年度合計の公債金は 試算2より4.1兆円減るにすぎない。

すでに16年度予算の骨格ができたが、公債金は36.6兆円である。小泉内閣発足のときの「国債発行30兆円」の公約は吹き飛び、14年度以降、30.0兆円、36.4兆円、36.6兆円が実績となった。

財務省は上記の中期予測を延長させて、長期のシュミレーションを発表をしている。

「国債整理基金の資金繰り状況についての仮定計算」がそれである。

毎年、償還しなければならない国債の金額が

表14 平成18年度までの国債発行額（試算2）

		兆円 %				
		14年度	15	16	17	18
歳出	国債費	16.7	16.8	17.8	19.2	20.1
	地方交付税等	17.0	17.4	19.9	20.6	21.0
	一般歳出	47.5	47.6	49.6	50.3	51.0
	計	81.2	81.8	87.2	90.1	92.1
歳入	税収	46.8	41.8	41.6	42.0	42.6
	その他収入	4.4	3.6	3.5	4.1	4.0
	公債金	30.0	36.4	42.1	44.1	45.5
	計	81.2	81.8	87.2	90.1	92.1

財務省 15年2月発表より作成

税収は名目成長率×弾性値1.1等を用いて推計

ある。そのうちどれだけを実際に償還でき、どれだけをまた借替債として発行しなければならないかの試算である。

19年度以降は新規公債発行額を18年度と同額の45.5兆円としているが、28年度までの10年間に合計455兆円の国債残高がふえるのではない。いくらかずつ過去の分が償還される。

試算によると国債発行残高は、18年度末、

表15 国債残高の試算

		億円			
	要償還額	借換債発行額	年度末公債残高(A)	利払費(B)	(B)/(A)
15年度	820,420	749,700	4,505,000	91,800	2.03 %
16	919,600	849,700	4,880,400	93,900	1.92
17	1,100,400	1,014,500	5,255,000	97,000	1.84
18	1,182,600	1,092,800	5,660,600	100,800	1.78
19	1,341,800	1,227,100	6,035,600	105,800	1.75
20	1,484,100	1,361,300	6,387,300	110,000	1.72
21	1,450,100	1,352,900	6,769,600	115,700	1.70
22	1,471,500	1,370,300	7,148,200	123,900	1.73
23	1,490,700	1,385,900	7,506,300	131,900	1.75
24	1,524,100	1,417,600	7,861,600	140,700	1.78
25	1,581,700	1,472,400	8,303,900	146,000	1.75
26	1,652,500	1,531,700	8,646,800	152,100	1.75
27	1,754,400	1,617,200	8,976,400	158,100	1.76
28	1,831,500	1,686,000	9,298,500	163,800	1.76

財務省 15年2月発表「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」より作成

新規公債発行額は18年度以降、45.5兆円が毎年つづくとする。

18年度までは、前表の試算を前提とする。

525.5兆円が28年度末929.8兆円へと1.64倍になるということである。

2 年20兆円を超える利払い

国債発行残高と同様に、毎年の利払い費に注目したい。利払い費は現在は年間9兆円程度である。

それが、この試算では18年度から10兆円、26年度から15兆円を超える。それは、国債発行残高の増大による。上記の長期シュミレーションでは、新規発行の10年国債の金利をすべて2%と仮定していると想像される。16 - 18年度までの試算がそうだった。借換え債の発行金利も新規発行債とおなじはずだ。この表で、毎年の利払い費を当年度末の国債発行残高で割ると、21年度までは平均利率が低下し、その後も1.75%で安定する。実際の平均利率は、財務省しか計算できない加重平均でなければならないが、傾向としては平均利率がここ数年間はさがることになっている。

長期金利があがって、新発国債の金利が上昇をつづけたら利払いはどうなるか。

平成13年度の国債発行残高の加重平均利回りは2.31%であった。14,15年度はさらに低下する。

加重平均利率	平成7年度	4.64%
	8	4.33
	9	4.02
	10	3.51
	11	3.12
	12	2.68
	13	2.31
	14	未発表

加重平均利回りが3% 4% 5%へ上昇した場合を考える。

24年度以降の期末国債発行残高にたいして、

利払いがいくらになるか試算する

表16 金利上昇と利払い額

	国債発行残高	利率3%	4%	5%
24年度	786兆円	23.58兆円	31.44兆円	39.30兆円
25	830	24.90	33.20	41.50
26	864	25.92	34.56	43.20
27	897	26.91	35.88	44.85
28	929	27.87	37.16	46.45

恐ろしい数字である。ありえないわけではない。加重平均利回りは、つい数年前まで4%をこえていた。いままでの低金利が異常なのである。19年度以降、新規国債発行額が毎年45.5兆円というのが、多すぎるかもしれない。長期金利が上昇することは、景気はよくなることを意味し、税収がふえ、国債新規発行額がすくなくてすむ。そこで、国債発行残高は600兆円で頭をうったとして利払い額を試算する。これはきわめて楽観的な仮定である。それでも次のようになる。

利払い額	3%	4%	5%
残高600兆円	18兆円	24兆円	30兆円

財務省はすぐれた広報もしている。

平成15年度の利払い費は9.1兆円、関西空港1期総事業費 約1.5兆円の6港分。

1日あたり約249億円、ジャンボジェット機本体 1機 約260億円。

1時間あたり約10億円 標準的な18クラスの小学校建設費(除用地費) 約13億円。

実際には、新発国債の利率が今年から上昇しはじめても、残高の加重平均利回りに反映されるには、タイムラグは長い。それでも、現在、一般会計歳出にしめる利払い費の比率は11%だが、放置しておけば、やがては15%になり、20%にふえる可能性は充分にある。

表 17 一般会計 公債の推移

	公債発行額 (公債依存度：%)			公債残高 うち特例 公債残高	公債 残高 GDP	国債費 (当初) A	うち 利払費 (当初) B	A 一般 会計	B 一般 会計
	当 初	補正後	実 績						
	億円	億円	億円	億円	%	億円	億円	%	%
元	71,110 (11.8)	71,110 (10.7)	56,385 (10.1)	1,609,100 (640,901)	38.6	116,649	111,321	19.3	18.4
2	55,932 (8.4)	73,120 (10.5)	73,120 (10.6)	1,663,379 (645,197)	36.8	142,886	110,694	21.6	18.7
3	53,430 (7.6)	67,300 (9.5)	57,300 (9.5)	1,716,473 (641,317)	36.1	160,360	119,301	22.8	17.0
4	72,800 (10.1)	96,380 (13.3)	95,360 (13.5)	1,783,681 (626,020)	36.9	164,473	121,257	22.8	16.8
5	81,300 (11.2)	161,740 (20.9)	161,740 (21.5)	1,925,393 (610,759)	39.5	154,423	118,614	21.3	16.1
6	136,430 (18.7)	164,900 (22.5)	164,900 (22.4)	2,066,046 (642,272)	42.0	143,602	115,875	19.8	15.9
7	125,980 (17.7)	220,320 (28.2)	212,470 (28.0)	2,251,847 (674,927)	44.7	132,213	116,505	18.8	16.4
8	210,290 (28.0)	223,680 (28.8)	217,483 (27.6)	2,446,581 (768,770)	47.3	163,752	117,031	21.8	15.6
9	167,070 (21.6)	184,580 (23.5)	184,590 (23.5)	2,579,875 (830,795)	49.5	168,023	116,821	21.7	15.1
10	155,570 (20.0)	340,000 (38.6)	340,000 (40.3)	2,952,491 (1,078,427)	57.4	172,628	115,892	22.2	14.9
11	310,500 (37.9)	388,160 (43.4)	375,136 (42.1)	3,316,687 (1,344,795)	64.9	198,319	113,682	24.2	13.9
12	328,100 (38.4)	345,980 (38.5)	330,040 (36.9)	3,675,547 (1,584,402)	71.3	219,653	107,432	25.8	12.6
13	283,180 (34.3)	300,000 (34.7)	300,000 (35.4)	3,924,341 (1,761,227)	78.1	171,705	104,023	20.8	12.6
14	300,000 (36.9)	349,880 (41.8)	349,680 (41.8)	4,276,538 (1,998,818)	約 86	166,712	95,944	20.5	11.8
15	364,450 (44.6)	-	-	4,504,389 (2,310,570)	約 90	167,981	90,602	20.5	11.1

- (注) 1. 公債依存度は、公債発行額 / 一般会計歳出額である。
2. 公債残高は各年度の3月末現在額。ただし、平成14年度、15年度は見込み。(14年度は、15年度借換国債の14年度における発行予定額(約9兆円)を含む。)
3. GDPは平成13年度までは実績、14年度は実績見込み、15年度は政府見通し。ただし、昭和54年度以前は旧SNA(88SNA)ベースである。
4. 10年度～15年度の特例公債残高には、国鉄長期債務、国有林野累積債務等の一般会計承継による借換国債が含まれる。

3 物価上昇でも債務者利益はすくない

長期金利が上昇しつづけるということは、ふつうは物価も上昇し続けるということである。物価上昇は債務者に利益をもたらす、債権者に損失をもたらす。

これまでの10年間とは逆になる。

最大の債務者である日本政府にとって、物価上昇がつづけば国債償還時に実質的な債務軽減をもたらす。極端な例は、戦争直後の日本で戦前、戦中の国債は償還されたが、物価が200倍もあがっており、債務者には何の償還負担はなく、国民は泣いた。

今回はどうか。極端なインフレは考えない。コア消費者物価が過去10年、年率マイナス1%にたいして、+1%、2% 3% 4% 5%の場合を想定する。それぞれ10年間では1.10倍、1.21倍、1.34倍、1.48倍、1.62倍だが、600兆円で残高がとまったとして、債務の実質負担はそれだけ軽くなるはずだが、はたしてそうだろうか。

第一に満期がくれば名目償還済額はかわらない。国債整理基金から出てゆく金額が軽減されるわけではない。第二に、物価が上昇し続ける場合には、政府の歳出もふえる。財政バランスが悪化する懸念をとまなう。第三に法人税、事業税は、利益に課税されるものだから物価上昇によりスライドしてふえるものではない。所得税は物価上昇で個人の名目収入がふえれば、税収もふえる。

物価上昇と直結して増える可能性があるのは消費税である。財政再建のために消費税率の引き上げは必至だが、物価上昇とともに導入の時期ははやまる可能性がある。物価上昇が債務者利益をもたらすのは、極端なインフレの場合である。現在、インフレターゲットの導入論や、一部にインフレ期待論があるが、そのマイナス面がおおきすぎて国債問題の解決手段にはなりえない。

4 長期で解決するしかない

国・地方の債務残高がすでにGDPの150%にせまり、削減の方策はみあたらない。そうなる、さまざまな提案がではじめる。とくに16年7月の日銀券の新札発行にからめて、憶測をおもる妄言もすくなくない。そのなかで、注目すべきは、政府紙幣発行論である。

15年4月14日、コロンビア大学のジョセフ・ステイグリッツ教授が日本経済新聞社主催のシンポジウムで基調講演を行った。その席で政策手段として、クリントン時代の経済諮問委員会会長、元世界銀行上級VPのステイグリッツ教授は、おどろくべき提案をした。

「日本銀行がこれ以上信用供与を拡大するのではなく、政府が紙幣を発行せよ」というものだ。彼は、こんなことを言ったらPHDを剥奪されるかも知れないが、と前置きして基調講演で提案し、パネルディスカッションで補足した内容は、論者の解釈では次のようになる。

「政府が紙幣を発行する。それで歳出の一部をまかなう。減税の原資になるし生産性向上につながる公共投資をおこなえば、民間投資を刺激できる。銀行への資本注入にもつかえる。政府紙幣は、国債とちがって金利はゼロであり、債務ではない。つまり返済の必要がない。国債はこれ以上ふえれば格付けの低下をまねくが、政府紙幣ならそうはならない。政府紙幣は発行量を管理すればインフレにはならない。」この荒唐無稽な提案にたいして日本人のパネリストから強い反論がでなかったことに、わたしは失望した。わずかに日銀の白川理事がおだやかな批判をのべていた。

「国民は日銀券も政府紙幣も区別しない。両方おなじように使えとすれば、政府紙幣の通用がふえれば、日銀券の発行がへる。全体の通貨供給量は変らない。過去、GDPにたいする日銀券の発行残高は8%で安定、いまは異常

で15%だが、やがて信用乗数は正常値にもどる。信用乗数が安定しているかぎり、トータルの通貨供給量はふえない。」

ステイグリッツの提案は、中央銀行発生の必然性を無視し、中央銀行の機能のうち最も重要な発券機能を政府に一部もどすものである。好意的にかんがえれば、あまりにも日銀だけに政策の負担がかかっているのを軽減させるのかもしれない。そうでなければ、日銀の国債引受はもちろん、ありとあらゆる証券の日銀引受にすむしかないからだ。政府紙幣発行の実現性は皆無であろう。ただ、そんなことまで外国の経済学者に言われる国になってしまったのかと、論者には重い後味が残っている。

国債の問題は、長期間にソフトランディングさせるほかない。外債ではないから、ロシアやアルゼンチンのようなデフォルトはない。

国に徴税権があるかぎり、わがくにが独立国家として存続するかぎり、日本人が子孫もふくめて長い間かかって処理するしか選択余地はないのである。

おわりに

本稿で主張したいことは、以下の点に集約できる。

（長期金利）15年6月の0.43%をボトムとして、すでに1%以上上昇して1.67%となった。18年度末までに、あと最低1%、最大2%の上昇の可能性は充分ある。18年度末、長期金利の水準を2.5% - 3.5%として、ひとつだけの数字を選べば、3.5%として影響を試算する。

（評価損）時価会計を行えば長期金利が3.5%へ上昇すれば、15年度末の約450兆円の国債・財融債発行残高にたいして11.8%、総額53.1兆円の評価損が発生する。非金融法人、家計は国債の保有比率が少なく影響は大きくはない。民間

銀行、生・損保は、本業でのカバーと、国債以外での運用によって、打撃を少なくする余地がある。年金は運用ポートフォリオの改善をせまられる。問題は、郵貯と財融資金で、国債の評価損の拡大が存立をおびやかすことになる。

（発行残高）小泉首相は在任中は消費税をあげないと公約した。財務省の国債発行残高は18年度末、すくなくとも600兆円にせまるのは確実である。これまで順調に消化してきた新発債のマーケットは、下げ相場のなかでの大量発行と変わる。個人消化に圧力がかかる。

（利払い）現在の年間利払いは約9兆円である。加重平均利回りは2.3%である。残高が600兆円になる18年度末、それまでに長期金利が3.5%になっているとする。加重平均利回りを3%とみると、利払いは18兆円、4%なら24兆円となる。年間20兆円の利払いとは一般会計規模の25%という事態である。

これにたいして、今のところ論者には賢明な対策は思いつかない。いずれにせよ、国債問題は長期間をかけて、日本人が、あらゆる知恵をだしつくして解決するほかない。そのためには、債務者である政府が、とりわけ、内閣府、財務省、日本銀行などがもっとアカウンタビリティを自覚せねばならない。本稿のような試算は粗くて説得性はとぼしいし、影響力はないかもしれない。代わって、このような国債問題の現状、展望を中心とした政策当局の徹底したデイスクリクを切望する次第である。

参考文献・引用文献・利用統計

- （1）郵便貯金資金運用の概況 15.3.7 郵政資金研究協会
- （2）第118回 事業年度決算 15.5.27 日本銀行
- （3）業務概況書（14年度） 15.5.27 日本銀行
- （4）各社デイスクリク資料 東京三菱 みずほ 三井住友 UFJ銀行
- （5）資金循環表 15.6.16 日本銀行
- （6）財政関係資料集 15.3.7 参議院予算委員会

- (7) 財政の現状と今後のあり方 15.9 財務省
- (8) 2002年度決算からみた全国銀行の経営状況
15.8 日本銀行
- (9) 全国銀行の決算状況 15.8.18 日本銀行
- (10) 金融経済月報 日本銀行
- (11) 財務省、日本銀行、日本郵政公社、内閣府 ホーム
ページ
- (12) 資金循環表にみる90年代の金融構造 青山浩一郎
12.10.11 多摩大学研究紀要
- (13) 間違いだらけの国債論議 青山浩一郎 13.10.11
同上
- (14) 国債残高の増大に関する注目点 14.10.10 同上

著者プロフィール

青山浩一郎

1959年 名古屋大学経済学部卒業

野村総合研究所および野村投資信託代表取締役を経て、96年7月から多摩大学経営情報学部教授

日本証券アナリスト協会理事、(株)ミットヨ社外監査役、日本金融学会、証券経済学会、日本IR学会