

# 資金循環からみる今後の国債市場

## 目 次

- ・「国債暴落」の噂
- ・93SNA における資金循環と国債市場
- ・国債購入資金はどこから来たか
- ・今後の国債市場と増税の可能性

## 要 旨

本稿では、今後の国債市場の動向について、「国民経済計算」の資金循環からみた考察を試みる。国債市場では、国が国債を発行しており、誰かがそれを購入している。購入するためにはどこから資金を持ってこなければならない。そこで、その資金はどこから得た資金なのかを明らかにする。さらに、それらの資金のうち、今年新たに生み出された付加価値(所得) = GDP からどれだけ国債購入に投じられたかを推計し、その額を基準に、今後の国債市場の需給動向や国債発行のあり方、さらには増税の可能性について論じる。

### ・「国債暴落」の噂

最近、日本の国債市場を巡る不吉な噂が絶えない。政府の構造改革が進まず、国債の増発も抑制される見通しが立たないことなどから、民間の格付け会社が日本国債の格下げを検討しているといわれる。いまよりも格付けが下がれば、日本は、G7 諸国の中では単独で最も低い格付けの国になる。

さらには、現在の低い国債利回り、すなわち高い国債価格が維持できなくなるのではないかと噂されている。この現象は、「国債暴落」という言葉として、最近ちょっとした流行語になっている。国債が安全だと信じられているから人類史上でも稀にみる低い国債利回り、裏を返せば高い国債価格になっている。しかし、その信用が損なわれれば、それだけ国債金利が上昇してもおかしくない状態である。そのスピードが速ければ、国債価格が「暴落」することになる。

こうした噂に対して、財務省は否定しているし、実際にまだそうした事態は起こってもないから、噂だけが一人歩きしているかにみえる。しかし、経済理論に裏付けられた国債の持続可能性に関する実証分析では、従来の財政運営を今後も続ければ、将来のいつか、国

の財政は破綻する(国債が持続可能でない)といえる結果が示されている。<sup>注1</sup> だから、根も葉もない噂として一蹴できないところに、この問題の根深さがある。

本稿では、これに関連して、今後の国債市場の動向について、資金循環からみた考察を試みる。国債市場では、国が国債を発行しており、誰かがそれを購入している。購入するためにはどこから資金を持ってこなければならない。第 3 章では、国債購入のための資金はどこから得られたのかを資金循環から明らかにする。さらに、第 4 章では、それらの資金のうち、今年新たに生み出された付加価値(所得) = GDP からどれだけ国債購入に投じられたかを推計する。そして第 5 章では、その額を基準に、今後の国債市場の需給動向や国債発行のあり方、さらには増税の可能性について論じる。

### 3. 93SNA における資金循環と国債市場

この章では、国債が金融市場を通じて、経済主体の資産選択行動にどのような影響を与えたかについて考察する。すなわち、国債は、そもそも購入する(お金を貸す)経済主体がなければ発行できないこと、国債を購入した経済主体はその購入のために何らかの形で資金を調達しなければならないこと、国債の購入のための資金は、国債以外の資産を売却したり、他の経済主体から負債としてお金を借りたり、実物取引で利益をあげたりすることによって調達することができること、という視点で国債が金融市場で及ぼした影響を捉えようとするものである。

分析に用いる資料は、内閣府『国民経済計算年報』である。これは、各経済主体(家計、非金融法人企業、金融機関、一般政府など)について、実物取引・実物資産と金融取引・金融資産が同時に扱える点が、この章の分析に適している。これと同種のデータである日本銀行「資金循環統計」は、『国民経済計算年報』の基礎データであり、四半期ごとに資金循環におけるフロー・ストックのデータが公表されている。しかし、実物取引のデータがなく、金融取引と実物取引(消費や設備投資)の連関を分析することができないため四半期データで分析するメリットを生かすことができないことなどから、本稿ではこれを採用しなかった。

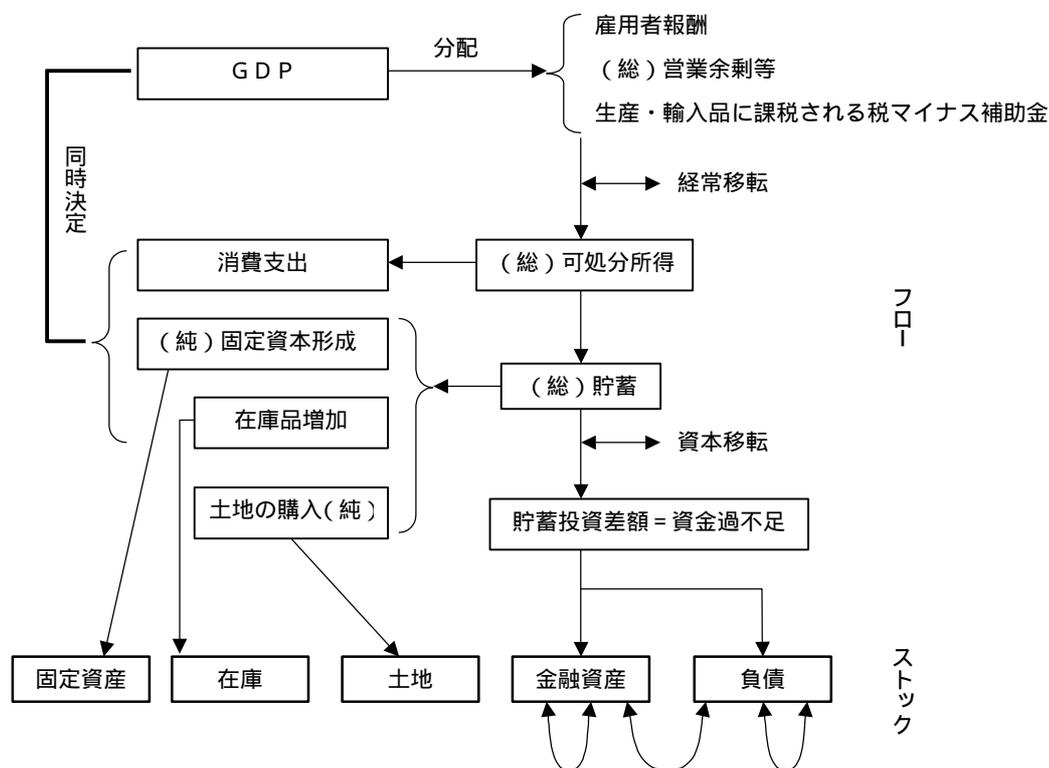
『国民経済計算年報』は平成 13 年版から、体系を 68SNA から 93SNA に移行した。93SNA は、基本的には従来の 68SNA と同じだが、新しい経済取引の形態に合致するようより経済取引の持つ性質に忠実な仕訳によって経済全体の取引の動きを表そうとしたものである。人々に最もなじみのある GDP(国内総生産)は、概念こそ同じだが、定義が多

---

<sup>注1</sup> 厳密に言えば、国債が持続可能でないという仮説を棄却できなかった、のである。土居丈朗「我が国における国債の持続可能性と財政運営」、井堀利宏・加藤竜太・中野英夫・中里透・土居丈朗・佐藤正一『財政赤字の経済分析：中長期的視点からの考察』財務省印刷局 2000 年 を参照されたい。

少変更されている。<sup>注2</sup> 本稿では、その詳細を述べる紙幅はないので、関連のある部分だけ説明するが、その説明は、経済企画庁経済研究所(現内閣府経済社会総合研究所)『わが国の93SNAへの移行について』(2000年11月)や内閣府『国民経済計算年報』を参照している。

図表1：93SNAにおける実物取引と資本取引(概略図)



本稿のテーマである国債の需給に関連する93SNAの仕組みを説明すると、次のようになる。概念図は図表1のとおりである。まず、国内で1年間に新たに生み出された付加価値の合計であるGDPが、毎年生み出される。これが「所得」として各経済主体に分配される。いわゆる分配面からみたGDPである。それは、93SNAでは所得支出勘定(名前は従来の68SNAと同じだが、定義や項目立てが異なる)に表される。93SNAの所得支出勘定は細かい表記になっているので、本稿では簡略化するが、GDPのうち家計が雇用者報酬として、企業が(総)営業余剰等として、政府が生産・輸入品に課される税マイナス補助金として受け取る。これに加えて、GDPの構成要素ではないが、利子や配当などの財産所得、所得・富等に課される経常税、社会保障関連取引の受取と支払を加減して、結局各経済主体が受け取るのが(総)可処分所得である(名前は従来の68SNAと同じだが、定義は異

注2 68SNAのデータを用いた本稿と同じような分析は、土居丈朗「バブル形成・崩壊期の国債発行」、村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究～バブルの発生とその背景構造～(上)』359-409頁 東洋経済新報社 2002年で試みられている。

なる)。(総)可処分所得のうち消費支出に充てた残りが「貯蓄」と呼ばれる項目となる。<sup>注3</sup>  
消費支出は GDP の構成要素である。ここまでが所得支出勘定である。

設備投資等が扱われるのは資本調達勘定である。各経済主体は、前述の「貯蓄」や資本移転の純受取を用いて固定資本形成、固定資本減耗、在庫品増加(以上は GDP の構成要素である)、土地の購入(純)に充て、その残りが貯蓄投資差額となる。(純)固定資本減耗や在庫品増加は、フローとして GDP の構成要素となると同時にそれぞれストックとしての固定資産、在庫に積み増しされる。土地の購入(純)は、フローとして GDP の構成要素とならないが、ストックとしての土地に積み増しされる。ここまでをまとめれば、消費や固定資本形成などは、GDP の三面等価の原則から生産・分配・支出面が同時に決まるものである。

貯蓄投資差額は、要約すれば、今年受け取った可処分所得を消費や設備投資や土地の購入などに充てた残りということである。この残りは、金融資産の純増(これを資金過不足といい、概念上では貯蓄投資差額と同額となる)となる。もちろん、貯蓄投資差額がマイナスならば金融負債の純増となる。また、これは、日本銀行「資金循環統計」における資金過不足と、概念上では同じである。<sup>注4</sup>

各経済主体は、貯蓄投資差額・資金過不足に見合うだけ、金融資産を売買したり、金融負債として借りたり返済したりする。金融取引のフローについては、

$$\text{資金過不足} = \text{金融資産の純増} - \text{金融負債の純増}$$

が成り立っている。『国民経済計算年報』においてこの「純増」は、購入額マイナス売却額のこと、時価評価での今年度と前年度の残高の差額自体を指すものではない。資産には、資産価格の変動に伴い、時価評価の際に未実現の評価益あるいは評価損が生じる。そこで、『国民経済計算年報』では、この評価損益等を「調整額」として扱っている。したがって、金融資産について今年度末残高が前年度末残高に比べてどれだけ増減したかは、

$$\begin{aligned} \text{金融資産残高差(今年度末 - 前年度末)} &= \text{金融資産の調整額} + \text{金融資産の純増} \\ &= \text{金融資産の調整額} + \text{金融負債の純増} + \text{資金過不足} \\ &\quad (\text{貯蓄投資差額}) \end{aligned}$$

と定義される。上記は、経済全体でも、経済主体ごとでも成立する。

ここで、国債市場の需給を考えよう。国以外の経済主体にとって国債は金融資産の一つだから、金融資産としての国債の今年度末と前年度末の残高の差額(残高差)について考える。いま、金融資産を国債とそれ以外の資産とに分けるとする。このとき、前述の関係式から、

$$\begin{aligned} \text{国債保有残高差} + \text{他の資産残高差} &= \text{国債の調整額} + \text{他の資産調整額} \\ &\quad + \text{金融負債の純増} + \text{貯蓄投資差額} \end{aligned}$$

---

注3 厳密には、「年金基金年金準備金の変動」もここで計上される。

注4 しかし、統計の推計の都合で、これらは必ずしも金額が一致していない。

すなわち、

$$\begin{aligned} \text{国債保有残高差} &= \text{国債の調整額} + \text{他の資産の純減} + \text{金融負債の純増} \\ &\quad + \text{貯蓄投資差額} \end{aligned}$$

が成り立つ。この関係式は、国債の今年度末残高は、国債の時価が上昇したり(国債の調整額)、他の資産を売却したり時価が上昇したりして得た資金を用いたり(他の資産の純減(=調整額 - 残高差))、金融負債を増やすことで得た資金を用いたり(金融負債の純増)、可処分所得が増えるのに伴い貯蓄投資差額が増えればその資金を用いたりすることによって、国債の前年度末残高よりも増加する、ということの意味する。

冒頭で述べた、国債市場の今後の動向に関する懸念は、国が今後もさらに国債を増発すれば、やがて市場において国債の消化が滞るのではないか(あるいは、それに伴い国債価格が下落するのではないか)という懸念に端を発していた。これと関連付けていえば、誰が国債を購入するかは別として、購入する経済主体は、他の資産を売却したり負債を増やしたりして資金を得て購入しているか、営業活動に伴う付加価値(利益)から資金(貯蓄投資差額)を得て購入しているかが重要となる。

その理由、背景となる考え方を述べると、次のようになる。そもそも、GDP が順調に成長を続ける中で、国債の多くが GDP(可処分所得)を元手とした資金で購入されていれば、国債残高がその範囲で増加する限り、国債の持続可能性も国債市場の需給も深刻な問題にはならない。しかし、例えば GDP が伸び悩み景気が低迷する下で、GDP を元手とした資金が国債の購入に供給されないならば、その状況下で国債を増発すると、国債市場での需給が逼迫する恐れが生じる。よりわかりやすい例でいえば、ゼロ成長の下で、最終的に金融資産の純増に影響を与える貯蓄投資差額(資金過不足)がどの経済主体もゼロとなった場合、国債の消化は、他の資産を売却したり負債を増やしたりして得た資金でしかできない。この場合、国債が増えることは、他の資産がそれだけ減る(例えば株式としての出資金や企業への貸付が減る)ことを意味する。それは、すなわち、国債の増発により、民間の経済主体(特に企業)の活動を制約することになり、ますます景気が低迷することにつながる。あるいは、負債を増やすことによって国債の購入資金に充てれば、当面の国債の消化は円滑に行われるかもしれないが、ゼロ成長下では、所得が増えないために経済主体が負債を増やし続けることはできず、このような国債消化もやがて立ち行かなくなる。さりとて、他の資産(株式や貸付)を減らしたり、負債を増やしたりしなければ、国債購入のための資金は供給されず、国債の消化が滞る(あるいは国債価格が下落する)ことになる。

つまり、経済主体がどこから得た資金で国債をどれだけ購入しているかが、今後の国債市場を占う意味で重要になってくる。もちろん、日々の国債市場の変化にとっては、お金の色はついていないから、どこから出てきた資金であろうと国債の購入に充てられれば、急に国債の消化が滞ったり、国債価格が下落したりすることはない。しかし、中長期的に

見れば、GDP の成長が低迷している状況では、不相応に国債を増発すれば、その分他の資産を売却したり、負債を増やしたり(国内から見れば海外からお金を借りるということも含まれる)しなければ、やがて国債の消化が滞ったり国債価格が下落したりする。そこで、次の章では、1990年代に国債の購入にどこから得た資金が供給されたかを検討する。

## ．国債購入資金はどこから来たか

まず、『国民経済計算年報』で、図表1に沿って、資金の動きを捉えてみよう。まず、毎年GDPが生み出されるが、それは各経済主体に雇用者報酬、営業余剰などとして分配される。1990～2000年度の11年間の平均でみて、家計(個人企業を含む)へは69.3%、非金融法人企業へは22.5%、金融機関へはマイナス1.4%、一般政府へは8.9%、対家計民間非営利団体へは0.2%、海外へは0.01%が分配されている(以下、断りがない限り数値は1990～2000年度の11年間の平均)<sup>注5</sup> さらに財産所得などの受取と支払を加減して、(総)可処分所得が対GDP比でみて、家計へは64.9%、非金融法人企業へは12.4%、金融機関へは2.8%、一般政府へは18.7%、対家計民間非営利団体へは1.6%が分配されている。この数字は、各経済主体が結局、(総)可処分所得としてGDPに比してどのぐらいの割合を受け取ったかを示している。

その可処分所得のうち、家計、一般政府、対家計民間非営利団体は消費支出を行う。<sup>注6</sup> その消費性向(=消費支出÷(総)可処分所得)は、家計が82.9%、一般政府が81.0%、対家計民間非営利団体が63.2%となっている。さらに、(総)可処分所得に対する比率でみて、家計では、(純)固定資本形成に2.8%、在庫品増加にマイナス0.001%、土地の購入(純)にマイナス1.5%を充てている。<sup>注7</sup> 同様に、非金融法人企業では、(純)固定資本形成に44.1%、在庫品増加に1.7%、土地の購入(純)に0.6%を充てている。金融機関は、(純)固定資本形成にマイナス3.5%、土地の購入(純)にマイナス4.2%を充てている。<sup>注8</sup> 一般政府は、(純)固定資本形成に20.5%、在庫品増加に0.04%、土地の購入(純)に5.6%を充てている。対家計民間非営利団体は、(純)固定資本形成に7.5%、土地の購入(純)に2.3%を充てている。

このようにして、各経済主体が得た付加価値(所得)を元手にして支出し、残った資金が

---

注5 金融機関がマイナスとなっているのは、(個々の金融機関は別として、金融機関全体でみて)営業余剰がマイナスとなっていることに起因している。

注6 非金融法人企業と金融機関は、定義により、消費支出はしない。そのため、可処分所得と「貯蓄」は同額となる。

注7 この比率がマイナスであることは、当該資産(固定資本形成なら固定資産、在庫品増加なら在庫、土地の購入(純)なら土地)を売却して減らしていることを意味する。これは、資産売却収入となり、貯蓄投資差額を増やす方向に寄与する。

注8 金融機関、そして後述の対家計民間非営利団体は、定義により、在庫品増加がない。

貯蓄投資差額となる。経済主体ごとに、その対(総)可処分所得比をみると、1990～2000年度の11年間の平均では、家計が9.2%(9.8%)、非金融法人企業がマイナス29.2%(マイナス8.3%)、金融機関が67.6%(93.5%)、一般政府がマイナス18.4%(マイナス39.0%)、対家計民間非営利団体が17.9%(マイナス4.2%)である(ここでのカッコ内は2000年度における数値)。注9 貯蓄投資差額は、当然ながら、景気変動の影響で増減する。景気変動の影響を多少除去できる11年間の平均で見ると、家計と金融機関と対家計民間非営利団体が貯蓄超過で、非金融法人企業と一般政府が投資超過となっているといえる。

貯蓄超過の経済主体は、前述のように、今年得た付加価値(所得)からそれだけ金融資産の純増に充てることができる。投資超過の経済主体は、今年得た付加価値(所得)はすでに消費や設備投資などに費やしてしまい、金融資産の純増に充てるだけの資金は残っておらず、逆に負債によって資金を調達している状態である。だから、本稿のテーマである国債市場の需給と関連付けて言えば、貯蓄超過の経済主体は、今年得た付加価値(所得)の一部で国債を購入していると見なせる。逆に、投資超過の経済主体が国債を購入しても、実質的には今年得た付加価値(所得)からの資金ではなく、他の金融資産を売却したか負債を増やしたかのどちらかで得た資金で購入していると見なせる。

そこで、重要になるのが、貯蓄超過の経済主体がどの程度国債を購入・売却したかである。『国民経済計算年報』には、「金融資産の変動」として、国債が今年度の取引で純増したか純減したかが示されている(日本銀行「資金循環統計」にも同様に示されている)。各経

図表2：金融資産の変動

単位：10億円

年度		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
金融資産の純増・国債	非金融法人企業	46.6	-399.7	-325.4	164.6	-42.0	134.9	1270.2	-1739.0	-75.3	111.0	619.9	
	金融機関	-329.4	3021.5	6764.6	15687.2	5679.4	20919.6	15106.8	16230.7	31939.3	34371.4	31573.0	
	中央銀行	126.6	-2491.3	1502.4	2873.6	2574.9	8831.6	4040.1	1251.0	5142.6	3756.3	4495.9	
	民間金融機関	-3584.9	-639.4	1672.6	10803.3	5204.0	6840.5	2498.3	1616.9	3294.6	22416.2	28893.1	
	公的金融機関	3128.9	6152.2	3589.6	2010.3	-2099.5	5247.5	8568.4	13362.8	23502.1	8198.9	-1816.0	
	一般政府	781.0	-1254.5	311.6	335.5	1943.1	-119.6	317.2	280.4	1139.4	660.7	136.1	
	社会保障基金	800.9	44.5	585.1	-91.6	1424.1	858.3	317.8	126.7	973.9	654.4	209.7	
	家計	-49.4	-456.6	-1012.8	-654.8	820.4	-59.7	295.4	206.0	-587.5	-398.9	3113.4	
	対家計民間非営利団体	1430.6	-434.5	2185.2	-2442.5	2687.3	-375.1	1721.7	-1359.3	3203.5	2560.4	-3661.5	
	海外	3548.4	4833.2	-1202.4	1081.3	2977.1	-1919.9	761.9	2714.2	4705.4	-1095.5	3759.2	
	合計	5427.8	5309.4	6720.8	14171.3	14065.3	18580.2	19473.2	16333.0	40324.8	36209.1	35540.1	
	資金過不足	非金融法人企業	-42228.7	-42400.2	-35028.0	-25195.4	-6256.3	-11206.9	-7214.9	-5230.6	-1665.4	11029.9	10741.3
		金融機関	7505.8	743.9	14537.2	4333.3	6557.0	2794.5	13061.1	3523.0	8342.0	-8334.3	13847.0
中央銀行		859.8	287.2	-354.4	-718.3	-564.6	-512.8	-286.7	-612.3	985.0	-1816.9	2165.6	
民間金融機関		4850.7	-788.2	15561.1	3650.2	8992.4	4195.0	12643.5	5802.9	8736.3	1581.7	7262.6	
公的金融機関		1795.3	1244.9	-669.5	1401.4	-1870.8	-887.7	704.3	-1667.6	-1379.3	-8099.1	4418.8	
一般政府		3352.8	13372.7	4419.7	-7417.8	-14515.0	-19293.2	-19195.4	-16835.6	-27664.4	-34828.3	-31740.4	
社会保障基金		10398.0	14856.9	11667.9	9951.9	7950.9	4701.3	9939.4	10165.3	6018.5	5210.0	975.5	
家計		37642.9	40143.1	33030.2	41250.9	26586.1	33989.2	24259.2	28303.1	37826.8	40353.3	22466.1	
対家計民間非営利団体		-838.7	-718.7	-2094.3	1057.4	-133.0	2914.8	-4035.5	2560.0	-3756.7	3453.6	-3565.8	
海外		-5434.1	-11140.8	-14864.8	-14028.4	-12238.8	-9198.4	-6874.5	-12319.9	-13082.3	-11674.3	-11748.3	
国債の純増		422.1	3248.8	1244.9	9624.7	7448.5	7264.0	11679.9	590.3	8823.6	25232.1	35516.0	
貯蓄超過の経済主体		422.1	3248.8	1244.9	9624.7	7448.5	7264.0	11679.9	590.3	8823.6	25232.1	35516.0	
資金過不足を超えない国債の純増		-459.9	-2169.1	8321.1	6196.0	13127.9	7413.0	16876.9	4113.3	13008.0	4508.6	25402.2	
貯蓄超過の経済主体	-459.9	-2169.1	8321.1	6196.0	13127.9	7413.0	16876.9	4113.3	13008.0	4508.6	25402.2		

出典：内閣府『国民経済計算年報』

注9 1998年度に(公的)非金融法人企業と一般政府の間で、国鉄長期債務及び国有林野累積債務の一般会計承継をめぐり資本移転があったが、異常値であるためこの影響は除去している。

済主体が毎年度国債をどの程度購入・売却していたかを示したのが、図表2である。1990年代の財政悪化と歩調を合わせて、国債発行額が増大するにつれて国債購入額も増加していることがわかる。特に、近年では、(国民経済計算の定義によると)35~40兆円もの国債が発行・購入されている。主な購入者は、金融機関、中でも1997~1998年度は公的金融機関、1999~2000年度は民間金融機関である。

定義により、国債発行額(国の負債としての国債の純増)と国債(純)購入額(金融資産としての国債の純増)は合計では必ず一致するから、この部分だけでは、国債市場の需給ギャップはわからない。だから、前述のように、国債の購入資金がどこから来ているかが重要になってくる。国債を多く購入しているのが貯蓄超過の経済主体であれば、今年得た付加価値(所得)の一部で国債を購入していると見なせるから、他の金融市場へ大きな悪影響を及ぼすことなく国債が消化されていると考えることができる。逆に、国債の多くが投資超過の経済主体によって購入されていれば、実質的には今年得た付加価値(所得)からの資金ではなく、他の金融資産を売却したか負債を増やしたかのどちらかで得た資金で購入していると見なせるから、この経済主体が他の金融資産から国債への資金シフトを止めれば、それだけ国債市場では需要が少なくなり、国債の消化が滞ったり、国債価格が下落したりすることになる。

そこで、貯蓄超過の経済主体がどれだけ国債を購入したかをみてみよう。貯蓄超過であるか否かは、貯蓄投資差額・資金過不足でみる。ただ、実際の統計では、貯蓄投資差額と資金過不足の額が一致していないことが多いため、前掲の「金融資産の純増」と整合的になるよう、ここでは資金過不足の額で評価することとした。貯蓄超過の経済主体は、資金過不足がプラスとなっている。家計や民間金融機関では、ほぼ毎年貯蓄超過になっている。ここでは、一般政府全体では投資超過だが、社会保障基金だけをとると、これまでのところ貯蓄超過であるから、一般会計のうち社会保障基金だけを独立して貯蓄超過の経済主体に含めることとした。『国民経済計算』における社会保障基金による国債の購入とは、(公的)年金資金などによる国債の購入が該当する。

そして、その貯蓄超過の経済主体だけで、国債をどれだけ(純)購入していたかをみたのが、「国債の純増：貯蓄超過の経済主体」である。これによると、1999、2000年度の直近2年度は、それぞれ25兆円、35兆円と順調に増加している。

しかし、ここで注意しなければならないことがある。この額は確かに貯蓄超過の経済主体が国債を購入した額であるが、貯蓄超過の経済主体が国債を購入するからといって、その全てがその年に得た付加価値(所得)の一部が充てられたといえるわけではない。その年に得た付加価値(所得)の一部が国債の購入に充てられたといえるのは、貯蓄超過主体であっても、国債(純)購入額が資金過不足の額を越えない範囲までである。国債(純)購入額が資金過不足の額を越えたならば、その越えた分は、他の金融資産を売却したか負債を増や

したかのどちらかで得た資金で購入したと見なすことができる。この越えた分は、前述のように、投資超過の経済主体の国債購入と同じ見方をしなければならない。

以上より、純粹にその年に得た付加価値(所得)の一部が国債の購入に充てられたといえるのは、貯蓄超過の経済主体が資金過不足の額を越えない範囲で国債を購入したときである。そこで、貯蓄超過の経済主体が資金過不足の額を越えない範囲で国債を購入した額を計算し、図表2の「資金過不足を超えない国債の純増：貯蓄超過の経済主体」に示している。これによると、1999年度までは高々10兆円強しかなく、2000年度に25兆円に達したことがわかる。この資源配分の是非は不問として、わが国で近年約500兆円の名目GDPが生み出されている中で、そのGDPを元手にしてこれだけの額が毎年度国債の(純)購入に投じられていると見なすことができる。しかも、貯蓄超過の経済主体が貯蓄投資差額を他の金融資産よりも優先的に国債の購入に充てることを仮定した上での話である。

2000年度でいえば、経済全体で見た国債の純増(図表2の「金融資産の純増：純増」における合計額)36兆円のうち25兆円が、今年得た付加価値(所得)の一部で国債を購入していると見なすことができる。残りの11兆円は他の金融資産を売却したか負債を増やしたかのどちらかで得た資金で購入したと見なすことができる(日銀の国債買い切りオペもこれに属する資金である)。この残りの部分が大きくなるほど、他の金融市場、ひいては経済全体に及ぼす影響が大きくなる。例えば、株式・出資金や貸出がそれだけ減れば民間企業の経済活動を妨げたり、日銀の国債買い切りオペが増えればインフレが起きたりすることである。こうした観点からいえば、国債市場に不必要な動揺を与えることなく、GDPに見合うだけの国債発行を行えるのは、この25兆円という数字が、一つの目安となるといえる。

## ． 今後の国債市場と増税の可能性

この25兆円を基準にして、国債市場の中長期的な動向を検討してみよう。その年に得た付加価値(所得)の一部で国債を購入したといえる25兆円は、景気が良くなって貯蓄超過の経済主体の貯蓄投資差額・資金過不足が増加すれば、それだけ大きくなるといえる。しかし、2000年度では、非金融法人企業が貯蓄超過になっている点は注意が必要である。非金融法人企業が貯蓄超過であれば、定義より、図表2の「資金過不足を超えない国債の純増：貯蓄超過の経済主体」の対象となり、非金融法人企業が購入した国債6000億円は25兆円に含まれる。それだけでなく、非金融法人企業が貯蓄超過であれば、金融市場においてそれだけ社債の発行を減らしたり、資金を新たに借り入れなかったりしている。これは、通常景気が良いとき、非金融法人企業は投資超過になることと逆の現象である。今後景気が回復したり、企業の資金需要が高まったりすれば、当然非金融法人企業は投資超過になり、しかも資金過不足の元手となるその年に生み出された付加価値(所得)の多くを

金融機関から借り入れようとし、その分だけその付加価値が国債の購入に充てられなくなる可能性がある。つまり、その場合、その年に得た付加価値(所得)の一部で国債を購入したといえる額が 25 兆円よりも少なくなる。

そうしたことを踏まえつつ、他方の国債発行側である国の今後の見通しを検討しよう。財務省は今後の一般会計の見通しとして、「平成 14 年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」(昨年度までは「財政の中期展望」)を発表した。これによれば、今後予想される歳出と税収の「差額」を全て新規債発行として財源調達した場合、図表 3 の「新規債発行」ような国債発行が予想されている。2002 年度は小泉首相の公約通り 30 兆円でとどまるとしても、その後はこのままでは国債の増発が予想され、2005 年度には 42 兆円を新規発行しなければならないという。この額は、25 兆円をはるかに上回っている。図表 3 は、42 兆円もの新規発行、さらには同じく掲載している借換債発行が国債市場で無事消化できればと仮定した話である。その仮定が成り立てば、毎年度約 30 兆円ずつ残高が増えてゆき、2015 年度末には国債残高だけで約 837 兆円にも達するという。

図表 3 : 国債発行見通し

単位：10億円

年度	借換債発行	新規債発行	国債残高
1990	18653.2	7312.0	166337.9
1991	18875.7	6730.0	171647.3
1992	21496.9	9536.0	178368.1
1993	21812.9	16174.0	192539.3
1994	22881.7	16490.0	206604.6
1995	25376.7	21247.0	225184.7
1996	26552.4	21748.3	244658.1
1997	31432.0	18458.0	257987.5
1998	42431.0	34000.0	295249.1
1999	40084.4	37513.6	331668.7
2000	53269.7	33004.0	367554.7
2001	45636.4	30000.0	395000.0
2002	69615.6	30000.0	413960.0
2003	75620.0	35600.0	445230.0
2004	77820.0	39800.0	480910.0
2005	94100.0	42000.0	515890.0
2006	102140.0	42000.0	549810.0
2007	112600.0	42000.0	581890.0
2008	127380.0	42000.0	612560.0
2009	125470.0	42000.0	646020.0
2010	127770.0	42000.0	678980.0
2011	127430.0	42000.0	712640.0
2012	129940.0	42000.0	744850.0
2013	136870.0	42000.0	776410.0
2014	141910.0	42000.0	807420.0
2015	150410.0	42000.0	836600.0

注1. 2002年度以降は「平成14年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」による

注2. 年度内償還の短期国債発行は含まない

出典：財務省資料

この 25 兆円を上回る分は、前述のように、他の金融資産を売却するか負債を増やすかのどちらかで得た資金が充てられなければ、国債は消化しきれない。目先 2 ~ 3 年はその資金が充てられて無難に国債が消化できたとしても、経済主体のポートフォリオ(資産選択)がそれだけ国債偏重の状態になるわけだから、こうした状態が長続きするとは思えない。ましてや、企業の資金需要が高まればなおさらのことである。すると、25 兆円よりも多く発行した分は消化が困難になるか、それが引き金となって国債価格が暴落するかという状況が、今後の国債市場で起こるといえよう。それは、この 25 兆円を越えた部分が大きくなるほど起きる

確率が高くなる。

もちろん、「差額」は、歳出削減や増税によって小さくすることはできる。しかし、2002年度よりも「差額」が12兆円も多くなる2005年度以降に、12兆円も歳出削減で国債発行を抑制できるとは到底思えない。すると、国債発行額を抑制するために増税を行う必要性が出てくる。今後5年以内に、国債発行額を抑制するために増税を行わなければ、先に述べたような国債市場の混乱が生じうるといえるから、それだけ増税の決断は切迫しているのである。

もちろん、ここでの分析は部分均衡分析的だから厳密ではないが、一つの目安として、国債の新規発行を25兆円以下に抑制することは、国債市場に不必要な混乱を与えず、他の金融市場や実体経済にも悪影響を及ぼさないという意味で、重要であると考えられる。より一般的にいえば、25兆円と限らず、その年に得た付加価値(所得)の一部で国債を購入したといえる額以下に国債の新規発行額を抑制することが、今後の政策方針として持つ意味は大きい。それが実現できるか否かは、時の政権にかかっている。

(慶應義塾大学経済学部助教授 土居 丈朗 3 / 17 記)