

# Financial Trends

経済関連レポート

## 国債管理政策の論点整理

発表日：7月28日(木)

～ 債券市場改革、2008年問題、プライマリーバランス管理 ～

(No. FT-11)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

国債管理政策は、中長期的な運営方針として債券市場のインフラ整備を進めている一方、喫緊の課題としては借換債発行が2008年に集中する、いわゆる「2008問題」の解消に取り組んでいる。もっとも、「2008年問題」は、日銀の現金償還の繰り延べによってほぼ解決したとみられている。次なる課題は、プライマリーバランス管理という広義の国債管理政策であろう。プライマリーバランスの均衡を突き詰めて考えると、租税構造の改革によって税収の弾力性を高めることが不可欠になる。

### 潜在的コストの最小化を目指す債券市場改革

ここ数年、国債管理政策の一環として、債券市場改革に関する複数のメニューが実施されている。2003年1月にはストリップ債導入、2003年2月には買入消却開始、2004年10月のプライマリーディーラー制度の導入などである(図表1)。これらには、債券市場における取引手法の幅を広げ、多様な資金運用ニーズに応える意図がある。2002年以前の段階では、国債管理政策は10年債に集中していた発行年限を中期ゾーンを中心に分散し、国債

の安定消化の制度的枠組みを揃えることに主眼が置かれていたように思われる。それが、2003年以降になると、市場インフラを充実させる方向に変化してきている。この方向性は、債券市場改革を進めることで、懐の深い市場環境を形成し、国債発行の潜在的コストを低減させることを狙うものだ。国債管理政策の段階として、新たなステージへと変化を遂げていると表現することもできる。かつて、国債管理政策は、消化すべき国債を一時的に大量に売りさばければそれでよいという発想があったかもしれない。しかし、一時的に多額の国債発行額を消化できたとしても、その直後に長期金利が上昇してしまえば、長い目でみて発行コストは高くつく。むしろ、市場整備を進めることを通じて、債券市場に多少のショックが及んでも、各種債券取引の間で十分に裁定が働き、市場金利がすみやかに低位安定に収斂していく環境を作っていくことを目指した方がよい。取引手法の幅を広げることは、債券価格が暴落しにくくさせる効用がある。一連の債券市場改革は、市場拡大と潜在コストの低減が両立できるような債券市場づくりを目指す点で、新しい国債管理政策と言えよう。

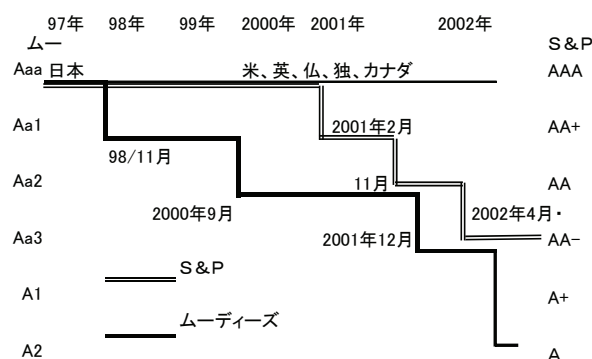
### (図表1) 国債発行に関する新しい取り組み

2003年1月	ストリップ債の導入
2003年2月	買入消却の開始
2003年3月	個人向け国債の発行開始
2004年2月	入札前取引(WI取引)の開始
2004年3月	物価連動債の導入
2004年7月	債務管理レポートの発行
2004年10月	プライマリーディーラー制度の導入
2005年1月	国債の海外説明会
2005年度下期	金利スワップ取引の開始
2006年1月	固定金利型個人向け国債の発行

### 潜在的リスクを管理する視点

政府がこうした新しい国債管理政策に足を踏み出したのは、2003年12月の「公的債務管理政策に関する研究会」報告がきっかけになっている。この報告は、2001年3月に世界銀行・IMFが発表した「公的債務管理のための指針」をベースにしている。ただ、こうした国際的潮流があるのは事実には違いないが、日本国債が2002年にかけて何度も格付機関から格下げを宣告された教訓によるところも大きいだろう(図表2)。同じ2002

### (図表2) 格付けの変遷



年9月には、10年債国債競争入札において初めて札割れが発生した。これらの教訓は、政府に潜在的コストという概念の重要性を再認識させたのであろう。

最近の国債管理政策が、潜在的コストを低減させる視点を重視していることは、コスト・アット・リスク分析(Cost at Risk)の採用にも表れている。2004年7月に発表された財務省の債券管理レポートでは、金利変動リスクの定量的な把握・分析の手法として、コスト・アット・リスク分析が紹介されている。コスト・アット・リスク手法は、将来にわたる金利変動パターンを確率的なモデルでシミュレーションし、リスクの相対的に少ない満期構成を導き出す手法である。この考え方に沿えば、国債発行年限の短期化は、表面的なコストを低減させるが、将来の金利上昇時に利払費用を膨らませるリスクをかえって大きくする。国債発行計画では、このリスクとコストのトレードオフを勘案して策定されていると考えられる。

なお、2005年度当初計画の国債発行年限は、20年債、15年変動利付債を増やし、短期国債の発行を手控えて、平均償還年限を6年10

か月とやや長期化させる格好である(図表3)。

ここには、足元の金利上昇だけでなく、2006年度以降にも予想される日銀の量的緩和解除に伴い、短期国債の発行コストが上昇するリスクに備える姿勢が窺える。

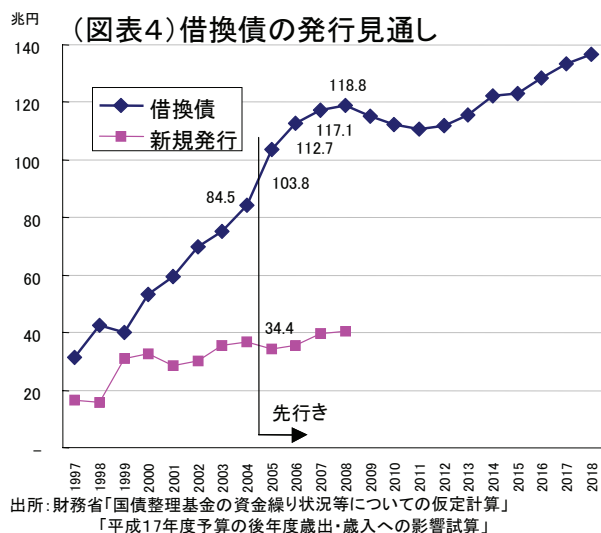
(図表3) 国債発行年限の推移

	2001年度		2002年度		2003年度		2004年度		2005年度	
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア
30年債	5,950	0.6%	8,963	0.8%	16,000	1.4%	20,000	1.7%	20,000	1.7%
20年債	32,000	3.4%	42,500	4.0%	48,000	4.3%	69,000	6.0%	90,000	7.6%
15年変動利付債	36,037	3.8%	56,000	5.2%	55,000	4.9%	60,000	5.2%	96,000	8.1%
10年債	204,000	21.6%	215,487	20.1%	228,000	20.2%	228,000	19.9%	228,000	19.1%
5年利付債	196,234	20.8%	227,501	21.2%	228,000	20.2%	229,000	20.0%	240,000	20.1%
3年割引債	5,935	0.6%	3,966	0.4%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
2年債	168,000	17.8%	207,852	19.4%	209,600	18.6%	192,505	16.8%	204,000	17.1%
短期国債	295,660	31.3%	309,958	28.9%	341,709	30.3%	341,709	29.8%	299,615	25.1%
物価連動債	0	0.0%	0	0.0%	1,000	0.1%	6,000	0.5%	14,000	1.2%
合計	943,817		1,072,228		1,127,309		1,146,214		1,191,615	
(参考)平均償還年限	5年4か月		5年6か月		5年8か月		6年2か月		6年10か月	

## 2008年問題への対処

もうひとつ、政府が国債管理政策に本腰を入れている伏線として2008年問題という大きな課題がある。2008年問題とは、小渕政権下で単年度40兆円という大規模な新規国債発行が行われ、その借り換えが2005～2008年に集中して到来する問題である(図表4)。政府は、市中消化額の膨張が債券需給を崩さないように、この期間の発行圧力を減らそうという努力を重ねている。その対策のうち効果の大きいものとしては、(1)買入消却の実施、(2)個人向け国債の発行、(3)日銀の借換債の現金償還延期、の3つがある。買入消却は2002～2005年度の4年間で5.4兆円分を民間・財投・日銀から吸収するものである。また、個人向け国債は、個人に買い手を振り向けることで市中消化圧力を和らげる効果がある。個人向け国債は、他の国債とは異なり、年数に分けて行われる募集時にその応募額にそのまま応える格好で発行されるので、2005年度3.6兆円という発行枠の目処はあっても、それ以上の資金吸収ができる仕組みになっている。家計保有の国債残高は21兆円(2005年3月末)に達するが、2003年度以来の個人向け国債の販売実績はその半分に相当する9兆円の増加として寄与している。

そして、最も国債管理政策として効果を発揮すると目されるのは、日銀の借換債の現金償還延期であろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

これは、過去に引き受けた長期国債について、1年だけ短期国債で乗り換えて、そのあとに現金償還予定であった部分を、もう1年だけ短期国債で借り換える措置だ。2005年度の国債発行計画では、2005年度現金償還の半分を再び短期国債でつないだ。このため、2005年度は日銀借換分が前年比9.8兆円も増え、国債発行計画における借換債発行の増発圧力19.8兆円の半分を日銀が吸収してしまった。日銀はこの現金償還の繰り延べに関して単年度しか応じない旨を表明しているが、大方の予想では今後2008年度にかけて同様の現金償還延期に毎年応じるのではないかとみている。日銀の対応が与えた心理的インパクトは大きく、2008年問題という債券市場のリスクは、日銀の対応によって事実上解決されたと言われている。

なお、政府と日銀の関係について「公的債務管理のための指針」では、「金融政策とは固有の政策目的を持ち、相互に独立して運営されるべきもの」と記されている。この文言については、物価の安定という金融政策の政策目標に障害が出ない限りにおいて、日銀は国債管理政策に協力せざるを得ないと考えるべきであろう。そうした視点に立つと、今は日銀が政府との間で微妙な距離感を維持しながら、うまく乗り切っているようにみられる。

### 債務発散を回避するための財政再建

政府が2008年問題対策や国債市場改革に力を注いでいるにせよ、日本の政府債務問題がかなり深刻な領域に入っていることは紛れもない事実である。政府債務の問題は、単に国債をうまく消化し続ければ解決できるレベルというよりも、長期的な債務収束の条件を満たさなければ、数学的に破綻するリスクがあるところまでやってきている。わかりやすく言えば、支払債務の元本返済を急ぎ、債務負担をなるべく縮減しなくてはいけない状況と表現できる。そのため、基礎収支の均衡条件として、プライマリーバランスの均衡を2012年度(2010年代前半)を目処にして急いでいる。そこで、広義の国債管理政策として、プライマリーバランスを目処とした管理を考えてみたい。

まず、プライマリーバランスの管理とは、財政赤字を国債費に見合う水準まで減らす基準のことを指す。この図式は、式を展開し、国債純増＝利払費と描き直すとわかりやすい(図表5)。つまり、財政赤字の純増(国債純増)が利払負担をカバーできれば、プライマリーバランスの黒字額が債務元本の返済に回っていくので、債務は収束方向に寄与していることになる。

だが、プライマリーバランスさえ満たしていれば政府債務が発散しないかと言えば、そうではない。利払費が金利上昇に反応して増えやすくなる。利払費が膨らみ、税収でその負担をカバーする割合が低下すると、元本部分が累増し、政府債務は収束しなくなる。従って、歳出削減の努力を一定とした世界では、税収増加分によって利払費の増加をカバーする割合を増やすことが収支改善を図るためには必要だ。もっと具体的にそのルールをみると、1%の名目経済成長に対して、反応する税収の方が利払費用よりも多い状態を持続することが必要だ言い換えられるだろう。例えば、1980年以降の成長率と税収の関係を例にとると、名目成長率が1%増加したときに、税収は1.25%増える関係が見出せるのだが、それと同時に、長期金利は0.46%ほど上昇する関係にもなっている。2004年度決算の状況を前提にすると、名目成長率1%の上昇で増加する税収は約5,500億円であり、中長期金利の上昇は約3,700億円(市中発行分+財投乗換等)と試算することができる。この関係は、その時々税制改正などで十分に安定的とはみなせないが、長期間で均してみると、税収増加で利払費はカバーできているとみることができる。

### (図表5)プライマリーバランスの均衡

財政赤字＝国債費

新規国債発行＝利払費＋国債償還費

国債純増＝利払費

歳出－税収↑＝国債残高×金利↑

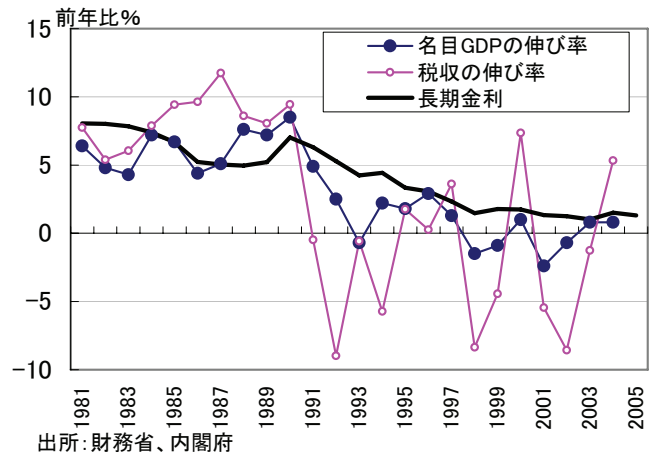
税収(名目成長)＞利払費(名目成長)

…債務を発散させない条件



一方、こうした政府債務の発散を防止するルールについて、財政学では、名目成長率が名目長期金利を上回っていれば債務が発散経路には乗らないという「ドーマーの定理」が有名だ。ただし、過去90年代以降を振り返ると、名目成長率を名目長期金利が上回る状態が続いている(図表6)。オリジナルの「ドーマーの定理」をそのまま当てはめると日本の財政は危険な状態になっているはずだが、現時点で債務発散を免れているのは、景気回復時に税収の弾力性が高まっているからだだろう。先にみた1980年代以降の数値例でも、税収の弾力性が利払費用の反応よりも大きいので、まだ債務発散のリスクはコントロール可能な範囲とみられている。「ドーマーの定理」を税収の弾力性を勘案して修正すれば、政府債務発散を防止するためのよりきめ細かい議論が可能である。

(図表6) 税収・成長率・長期金利の関係



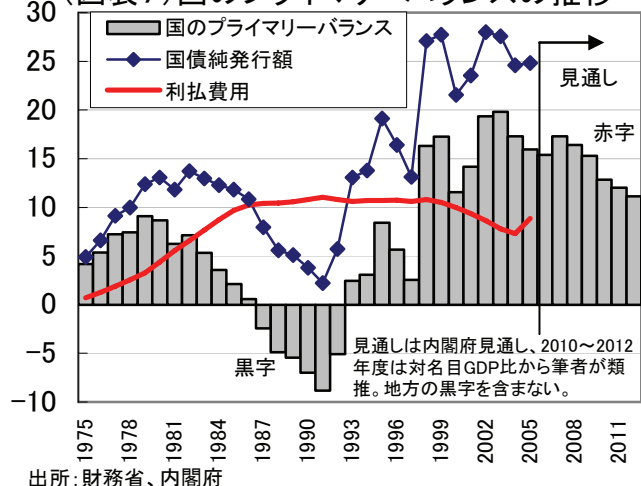
### 税収の弾力性と政府債務の重さ

1980年代以降の関係を眺めて、長期間で均してみると、税収の弾力性と利払負担の関係が収束可能な反応を示していると述べたが、将来的にこの関係にはリスクが潜んでいることも付け加えておかねばなるまい。

両者の関係については、将来的に債務残高が累増してきたとき、変化が生じる可能性があることには注意が必要だ。仮に、債務残高が膨らんで利払費用が増加する反応がより大きくなると、従来の税収増では債務発散を抑え込めなくなるリスクがある。このことは、プライマリーバランスの均衡の目処が先送りされるほどに、実は政府債務が膨らんで、金利上昇に伴って債務水準が発散しやすくなる危険が高まることを示唆している。

一方、国の利払費用をみると、80年代以降ではほとんど増えてこなかったという事実もある(図表7)。ここには政府債務残高の累増に対して、長期金利低下効果の方が大きく、債務残高×利回りとして求められる利払費用を低減させる効果がずっと効いてきたからであろう。だが、すでに長期金利の低下余地が乏しいことを考えると、その効果は将来的には見込めなくならざるを得ない。頼みの綱である日銀が超低金利のスタンスを動かさないとしても、長期金利を低位安定に制御し続けられるかどうかはわからない。政府は、2012年度にも国と地方を併せたプライマリーバランスを均衡させるという目処を示しているが、その期間内にある程度の長期金利上昇は避けられないと考えた方が自然だろう。政府は、今後数年間のタームで、プライマリーバランスの均衡を目指しつつも債務発散のリスクを念頭に置き、租税構造を景気拡大に合わせて税収が増えるような租税改革をせねばならなくなるだろう。そうした意味で、国債管理政策は、租税構造の健全化と表裏一体の関係になっていくと考えられる。

(図表7) 国のプライマリーバランスの推移



## 多様な国債管理政策の連携

最後に、ここまで複数の議論を整理しておこう。政府の国債管理の視点は、①債券市場整備、②借換債発行の平準化、③債務発散回避のルール、まで様々なセグメントで語ることができることがわかる。財政再建という大枠で捉えると、プライマリーバランスの均衡が最も重要であるが、今後どこかの時点で長期金利が上昇し始めることを前提にすれば、その時点までに税収の弾力性を極力引き上げておくことが肝要になるだろう。また、そのときに、長期金利の跳ね上がりを一時的なものに止め、趨勢的な金利の推移をなだらかなものにするためには、債券市場整備を進めることで、多様な債券取引の間で十分に裁定取引が行われるようにしておくことが重要である。この間、日銀は物価の安定という本来の目的を優先しつつも、その目標と齟齬がないかたちで極力国債増発圧力を吸収するように配慮する姿勢が必要だ。国債管理政策とは、市場整備・金融政策・租税政策の3者が連携して、政府の債務が発散しないように管理していくことである。