日本の公的債務の特徴と管理政策の課題

――「研究会」の検討を巡って――

〔要　　旨〕

1　現在，「公的債務管理政策に関する研究会」において，日本の公的債務管理のあり方に対する議論が進んでいる。従来から国債管理政策として，円滑な国債の消化を図るための対策が議論されてきたが，今回の公的債務管理政策は，国債以外の公的債務にも対象を広げた，包括的な議論である。

2　日本の公的債務の特徴は，国債以外に，地方債，政府関係機関債，郵貯，簡保，公的年金など，対象範囲が非常に広く，さらにその債務残高も多額なことである。また，日本の公的債務は保有の段階で，公的部門が大量に保有していることも大きな特徴である。国債では約６割，（証券形式に限った）地方債では３割強，政府関係機関債では５割強が公的部門に保有されている。いずれも90年代に急速に公的部門の保有割合が拡大した。公的債務の公的部門保有は受益と負担があいまいになり，他方で，金融市場における一プレーヤーとして公的部門が巨大であることから，価格形成に大きな影響を及ぼすリスクも存在する。

3　同「研究会」での議論は，上記日本の公的債務の特徴から起因する公的債務の対象範囲と公的部門保有の問題に集中しており，リスクの把握手法や今後の資金調達のあり方に対しては，まだ踏み込んだ議論となってはいない。しかし，わが国の公的債務の対象範囲を明らかにすること，つまり債務の責任の所在を明確にすることは，重要な課題の一つである。また，表面的な債務の負担感を軽減し，価格形成にも影響する公的部門の公的債務の保有についても，そのあり方の検討は必要であり，研究会の今後の議論に注目したい。

目　次

はじめに
1　公的債務管理政策に関する議論
(1)「経済財政諮問会議」と「公的債務管理政策に関する研究会」
(2)　国債管理政策と公的債務管理政策
(3)　IMF 世界銀行の公的債務管理
(4)　研究会での議論
2　日本の公的債務の特徴
(1)　アメリカ及びドイツの公的債務の保有構造
(2)　日本の公的債務の保有構造の特徴
(3)　国債以外の公的債務
3　今後の課題

はじめに

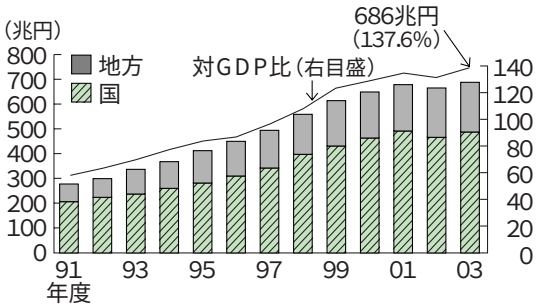
日本の中央政府および地方政府をあわせた債務は，2003年度末には700兆円に迫る勢いである（第１図）。また，03年度の国債および地方債の新規発行額も50兆円を超す状況で，引き続き政府の財政事情は厳しく，債務の増加スピードは減速の兆しさえみえない。

債務残高の増加の抑制あるいは削減は明らかに必要な政策であるが，現実問題として，政府はこのような巨大な債務を低コストで維持し，また新規借入需要に応じて，より安い調達費用で資金調達をしていかなければならない。

さらに，中央政府の債務は国債ばかりではなく，政府保証債や年金債務，郵貯・簡保，暗黙の保証が付与されているとされる財投機関債，地方債など，将来的に中央政府の負担になる可能性のある債務（偶発債務）も多種存在する。このため，これらの債務も含め総合的に管理をする必要性が指摘されている。公的債務の管理政策のあり方は，金融市場関係者にとっても大きな関心事である。

以上のような観点から，現在「公的債務管理政策に関する研究会」でわが国の公的債務に対して議論が行われており，その動向について整理をし，わが国の公的債務の特徴を紹介することが本稿の目的である。

第1図　国と地方を合わせた債務残高の動向



資料　財務省ホームページ
（注）　GDPは政府見通し。

1　公的債務管理政策に関する議論

(1)「経済財政諮問会議」と「公的債務管理政策に関する研究会」

03年１月，経済財政諮問会議で民間委員から，わが国の資金循環において家計部門

の貯蓄が民間金融機関や日本郵政公社などの公的機関を通じて，政府部門に流れ込んでおり，成長につながる資金の流れが阻害されているという問題が提起された。こうした観点から「公的債務の戦略的管理」の必要性が認識され，財務省に「公的債務管理政策に関する研究会」（以下「研究会」）が設立された。本年７月までに７回の審議が行われており，以下では，同研究会の議論をまとめながら，公的債務管理政策の概要を紹介する。

⑵　国債管理政策と公的債務管理政策

公的債務管理政策をわが国にとってどのように位置付けるのか，目標，対象範囲，手段などを具体的に定義することが研究会の大きな目的の一つである。このために，研究会では，IMF 世界銀行での議論，諸外国の状況，そしてわが国の公的債務の特殊性が検討されている。

公的債務管理政策という名称は聞きなれないものであるかもしれないが，他方で従来から「国債管理政策」としての議論があった。国債管理政策は公的債務管理政策の一部と位置付けられる。服部（2001）[（注１）]によれば，「『国債管理政策』とは，『国がどのような種類や償還期限の国債を発行していけば，円滑に買い手がつき，しかも利払いのコストを低く抑えられるか』を考える政策である。」とされている。わが国でも国債の大量発行に伴い，同政策に対する議論は活発に行われ，成果として，国債投資家懇談会の設立，決済システムの整備，リオープン方式の導入などの環境整備，ストリップス債など種類の多様化の検討も進められてきた。

（注１）服部正純（2001）「欧米諸国における国債管理政策の事例とわが国へのインプリケーション」『にちぎんクオータリー』2001年秋季号

⑶　IMF 世界銀行の公的債務管理

国際的にもこうした問題への関心は強まっており，IMF 世界銀行により「公的債務管理のための指針」（01年３月）が公表されている。この指針の作成経緯としては，97年のアジア通貨危機が一つの契機となり，公的債務の様々なリスクを適切に管理する必要性が認知されたということがあげられている。[（注２）] 同「指針」の記述によれば，公的債務管理政策の目標は，①リスクを適切な水準に抑えること，②中長期観点からみてコストを最小限に抑えることである。

IMF 世界銀行が示す公的債務のリスクは，以下の６つである。

①マーケットリスク（金利，為替）
②借換リスク
③流動性リスク
④信用リスク（但し，積極的な債務管理を行う場合）
⑤決済リスク
⑥オペレーショナルリスク

例えば，債務の短期化は，利払い費（コスト）を一時的に圧縮できるが，借換リスクが増大してしまう。公的債務管理政策の目標は，上記のすべてのリスクを検討し，抑制しながら，中長期観点からみてコストを最小限に抑えるというものである。

また，同「指針」の中で，公的債務の対象となる債務は，「中央政府のコントロール下にある債務全般がふくまれるべき」とされ，市場性債務（国債），非市場性債務（公的部門が引き受ける非市場性国債），偶発債務（政府保証債等）などがあげられている。実際の諸外国の政策事例では，対象はほぼ国債に限られ，従来の「国債管理政策」に近い。偶発債務（地方債務，政府関係機関など）に関して，モニタリングを行う国がいくつかある程度である。

（注２）「公的債務管理政策に関する研究会」第１回提出資料による。

(4)　研究会での議論

研究会では，IMF 世界銀行の「指針」をたたき台にしながらも，日本の公的債務の特徴を考慮し，より広い意味でコストを考えた議論をしようとしている。第７回までの研究会での議論をまとめたものが第１表である。

７回の議論に共通してみられることは，IMF 世界銀行の示した「指針」や，従来の日本の国債管理政策で議論されてきたリスク管理や低コストの発行手段のあり方という論点よりも，日本の公的債務の特殊性に起因する以下の２点に議論がシフトしていることであろう。

①国債などの公的債務の保有状況，特に公的部門による保有に対する問題。

②公的債務の対象範囲，政府保証債，財投機関債および地方債への「暗黙の政府保証」への対応。

次節では，アメリカ，ドイツの状況と比較することで，日本の公的債務における保

第1表　研究会での議論の概要

	議論の概要	論点など
第1回	・研究会の検討課題 ・IMF世界銀行で示されている「公的債務管理のための指針」について ・日本の公的債務の現状	・コストとは何か。資産選択を歪めるコスト等も検討しようとするのか？ ・利払い費用のみを検討すべきなのか？
第2回	・国債管理政策	・政府保証債,暗黙の保証は対象とするのか？
第3回	・財政投融資 ・国庫金における債務管理	・財投機関債,地方債にかかわる「暗黙の政府保証」について ・国庫の資金繰りの平準化の必要性
第4回	・金融システム安定化のための公的資金 ・諸外国における公的債務管理政策の現状 ・地方債の現状	・公的年金の債務は対象とならないのか？ ・地方債に対する責任の明確化が必要ではないか？
第5回	・国の貸借対照表（試案）について ・家計および企業の資金の流れの現状 ・日本郵政公社（郵貯および簡保）の状況	・連結の範囲は？ ・郵政公社の自主運用と調達における国家保証との矛盾
第6回	・公的債務に係るリスク分析 ・海外調査のポイントと諸外国における債務管理レポート	・リスクマネジメントの意味
第7回	・海外出張報告（英、伊、米、IMF）	

資料　「公的債務管理政策に関する研究会」配布資料および議事録から作成

有構造の特徴を確認する。

2　日本の公的債務の特徴

(1)　アメリカ及びドイツの公的債務の保有構造

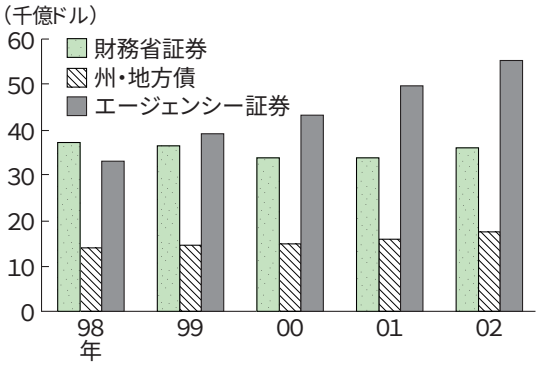
先に，アメリカの公的債務の残高をみると，第２図のようになる。財務省証券の残高は近年増加しておらず，エージェンシー証券（連邦政府機関債）の残高が増加していることがわかる。エージェンシー証券とは，TVA，FNMA，FHLB，GNMA，FHLMC[注３]などから発行される債券である。

アメリカの財務省証券の保有構造をみると（第３図），第一に海外部門の保有割合が高いことがわかる。残高の３割強を外国に依存しているといえる。また，家計部門の保有割合も16％と高い。商業銀行保有分（６％）の過半は，外銀の保有分である。

ここでは，社会保障信託基金に代表される公的部門が保有する非市場性国債は含んでいない。同基金は，ベビーブーマー世代に影響された積立金が急増し，運用規制により国債中心の運用にならざるをえないため，連邦債務に占める非市場性国債の割合が急増したと指摘されている。[注４]

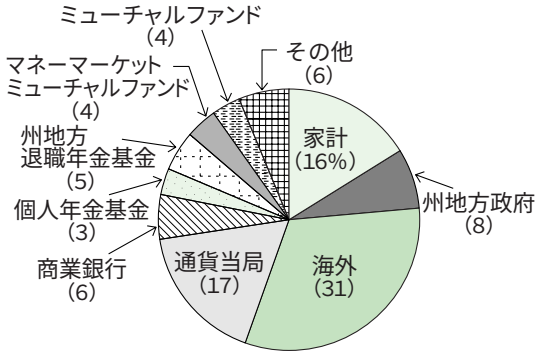
アメリカの地方債の保有構造をみたものが，第４図である。同国の地方債は，受取利息が非課税となるため，その恩恵を享受できる家計やミューチャルファンド（家計の間接保有）の保有率が高い。これらの地方債投資家は，満期保有の傾向があり，「地方債の流動性は財務省証券に比べると

第２図　アメリカの各債務残高推移



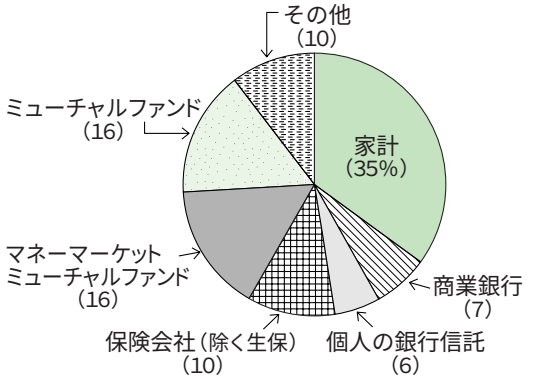
資料　Federal Reserve, “Flow of Funds Accounts of the United States” March, 2003

第３図　アメリカの財務省証券保有構造
（2002年12月末）



資料　第2図に同じ

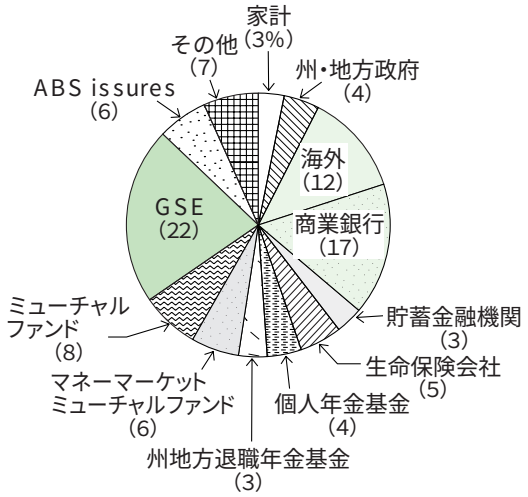
第４図　アメリカの地方債保有構造
（2002年12月）



資料　第2図に同じ

低くなっている」（財務総合研究所「主要国の地方税財政制度の概要」2001年439頁）と指摘されている。80年代前半までは，商業銀行の保有割合も30％と高かったが，86年法人所得税の特典の廃止が影響し，商業銀行の保有は急速に縮小した。

第5図　アメリカのエージェンシー証券保有構造
（2002年12月）



資料　第2図に同じ

エージェンシー証券の保有構造をみると（第５図），GSE[注5]の保有割合が最も大きく（22％），次に商業銀行（17％），海外（12％）が続く。商業銀行保有分の約９割が国内銀行の保有である。

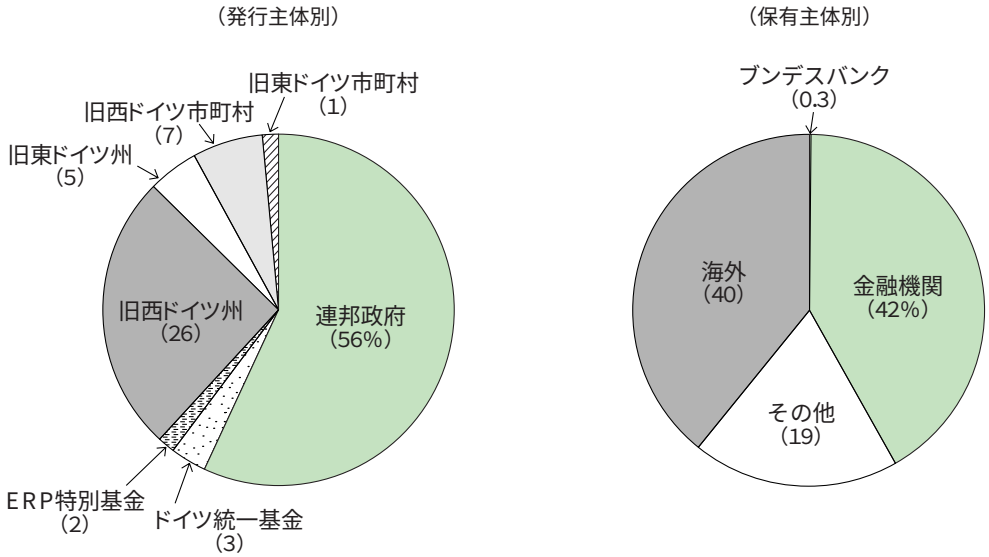
次に，ドイツについて，公共債全体でみた保有構造では（第６図），全体の４割が海外投資家の保有となっている。90年代後半におけるブンデスバンクの試算によるとドイツ連邦債に関しては，その５割が海外投資家の保有であった。

(2)　日本の公的債務の保有構造の特徴

日本の状況をみてみると（第７図），国債（含む財融債）の保有構造は，財政融資資金（旧資金運用部資金），中央銀行，郵貯・簡保，社会保障基金の公的部門で，国債残高の６割弱を占める。

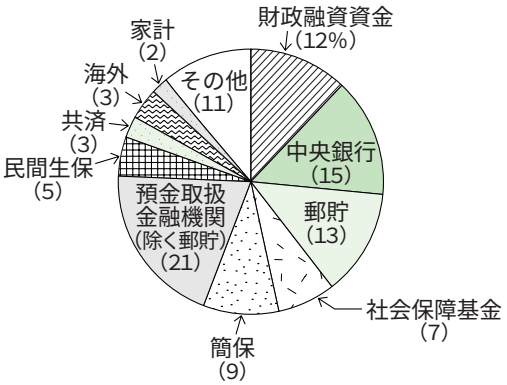
アメリカやドイツと比べて，海外部門の

第6図　ドイツの公共債
（2002年12月）



資料　BundesBank,“ Monthly Report ” July 2003

第7図　日本の国債財融債保有構造
（2002年度末）

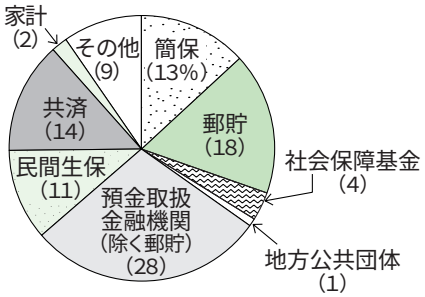


資料　日銀「資金循環統計」
（注）　公的年金は社会保障基金に含まれる。

保有割合が格段に小さいことが指摘できる。また，アメリカと比べると家計部門の保有割合が非常に小さい。日本の国債は，公的部門の保有分を除くと，預金取扱金融機関の保有割合が高い。

これらの背景には，日本の債券市場が，国債中心の市場であり，それ以外の各債券の残高が非常に小さく，流動性が低いという特徴をもつことが影響していると考えられる。アメリカでは社債やMBSの方が，財務省証券よりも残高が多く，ドイツでもファンドブリーフ債に代表される公共債以外の債券残高が大きいなど，債券市場全体でみた投資環境に大きな違いがある。

第9図　日本の地方債保有構造
（2002年度末）

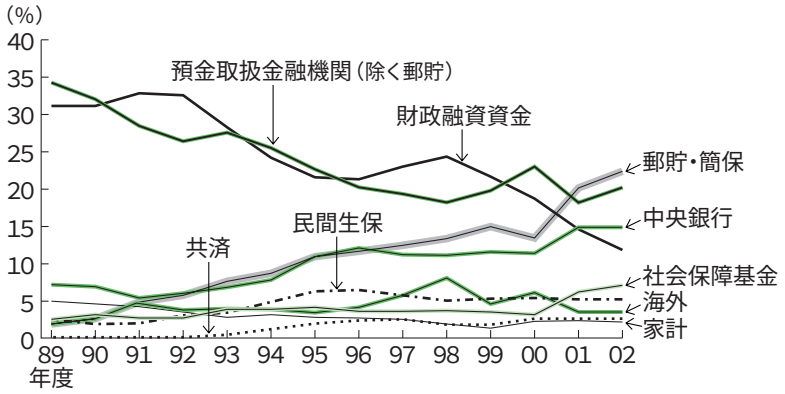


資料　第7図に同じ

89年以降の保有構造の変化をみると（第８図），90年代に民間預金取扱金融機関の保有割合が減少し，郵貯・簡保，中央銀行の保有割合が増加したことがわかる。90年代，市中引受額を一定にするために，国債発行額の変動を資金運用部などの引受で調整したと指摘されている。(注6) 家計部門の保有割合は一貫して低い水準であり，海外部門も98年の８％をピークに近年減少している。

地方債（証券形式のみ）の保有構造をみると（第９図），日本の地方債は海外投資家の保有がほとんどないことがわかる。また，家計部門の保有は，昨今の住民向け公募債の発行など地方公共団体側が個人への消化を進めているが，依然としてそ

第8図　日本の国債（含む財融債）保有構造の変化



資料　第7図に同じ

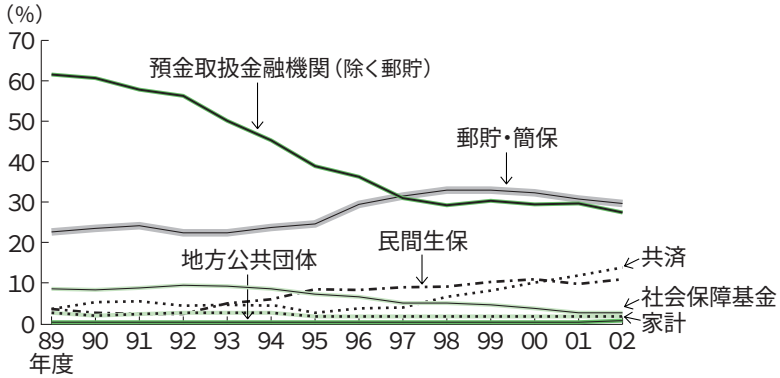
の割合は２％前後と低いままである。他方で，預金取扱金融機関の保有割合が高いが，これは地方公共団体の指定金融機関が当該地公体の地方債を保有していることが背景にある。

郵貯・簡保の日本郵政公社の保有割合が最も大きく，３割を超えている。また，地方公共団体自身の地方債保有額が近年急速に増大し，資金循環統計上，01年度では０であったが，02年度末にいっきに3,416億円（地方債残高の１％）を計上した。ペイオフ対策のため，地方公共団体が公金預金を証券運用に振り替えている結果であることが推察される。日本郵政公社，社会保障基金，地方公共団体の公的部門で地方債残高の36％強を保有している。

89年以降の地方債の保有構造の変化をみたものが，第10図である。民間預金取扱金融機関の保有割合が90年代前半に急速に減少し，他方で，郵貯・簡保や民間生保の保有割合が増大した。近年は共済の保有割合が急速に増大している（地方債の保有については拙稿「地方債市場の現状」本誌03年２月号参照）。

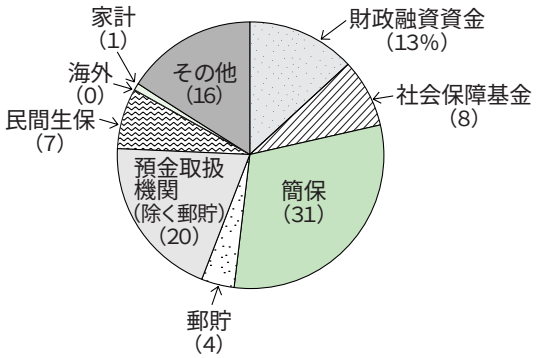
次に，政府関係機関債(注７)について保有構造をみた（第11図）。簡保の保有割合が非常に大きく，一機関で３割を超える。財政融資資金，社会保障基金，

第１０図　日本の地方債保有構造の変化



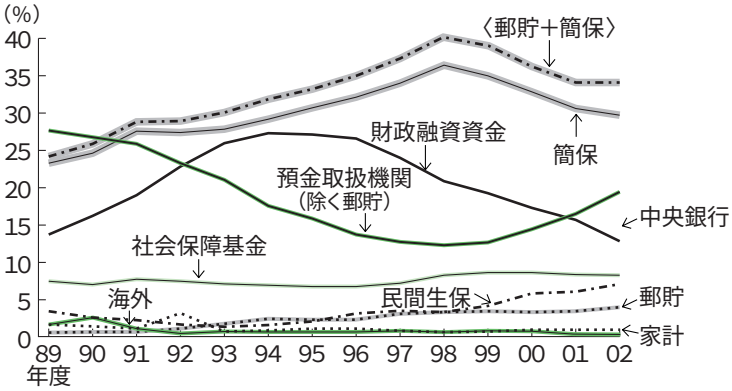
資料　第７図に同じ

第１１図　日本の政府関係機関債保有構造
（2002年度末）



資料　第７図に同じ

第１２図　日本の政府関係機関債保有構造の変化



資料　第７図に同じ

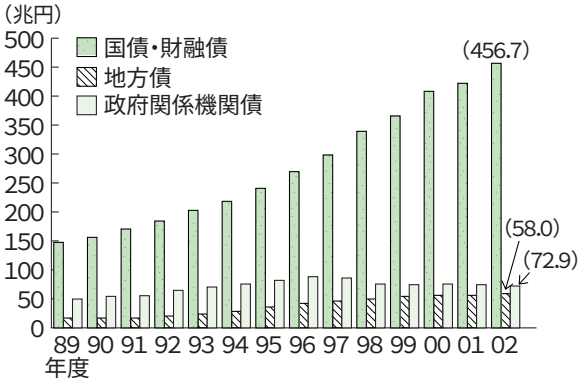
郵政公社の公的部門で56％を保有する状況となっている。

89年以降の変化をみてみると（第12図），90年代に簡保・郵貯の保有割合が急増したことがわかる。対照的に民間預金取扱金融機関の保有割合が減少している。2000年代に入り，民間の生保，民間預金取扱金融機関の保有割合が拡大してきている。

参考までに，同期間の上記債券の残高の推移をみると，第13図のようになる。政府関係機関債の残高は96年をピークに若干ながら減少傾向にあるが，国債，地方債の残高は３倍強に増大している。なお，ここでは証券形式の地方債残高に限定しているため，前掲第１図の地方債務残高の４分の１程度でしかないことに注意を要する。

以上みてきたとおり，日本の国債の保有構造は，公的部門が過半を占めていること，海外部門および家計部門の保有割合が非常に小さいということが特徴としてあげられる。また，日本の政府機関債の保有構造も，公的部門の保有割合が過半を占めるという点で，国債に類似している。地方債に関しては，日米の税制制度の違いによる影響もあるが，家計部門の保有割合が日本の場合非常に小さい。さらに，いずれの債務も公的部門による保有は，90年代に拡大したことが共通している。公的債務の公的部門保有は，結果として市中消化（民間部門の購入）量に影響し，債務増加のシグナルを民間部門に適切に送ることが出来ないなどの批判も存在する。

第13図　日本の各債券残高の推移



資料　第7図に同じ

３つの債券残高において大きな保有割合を占める郵貯について，研究会では，郵便貯金は国債を加工しているだけという指摘もあがっている。また，例示したアメリカの場合，非市場性国債を含んでおらず，この非市場性国債は社会保障信託基金などの公的部門に保有されることから，非市場性国債の活用という議論もあがっている。郵貯は，調達に国家保証を付与されながら，運用では国債市場をはじめとする債券市場で一プレーヤーとして行動していることから，その調達運用のあり方が大きく問われているといえる。

（注３） TVA（Tennessee Valley Authority）＝テネシー河谷開発公社，FNMA（Federal National Mortgage Association）＝連邦抵当金庫，ファニーメイと呼ばれている，FHLB＝連邦住宅貸付銀行，GNMA（Government National Mortgage Association）＝政府抵当金庫，ジニーメイと呼ばれている，FHLMC（Federal Home Loan Mortgage Co）＝連邦住宅貸付抵当公社，フレディマックと呼ばれている。

（注４） 内田浩行（2000）「米国における財政収支・連邦債務構造の動向」『日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ』（00-J-5）

（注５） GSE（Government-sponsored enterprises）=政府支援企業。例えば，ファニーメイ，フレディマックなどが該当する。

（注６）「第６章国債管理政策と公的金融の役割」（経済分析163号『財政赤字と経済活動：中長期視点からの分析』内閣府経済社会総合研究所02年３月所収）

（注７）政府保証債，財投機関債などが含まれる。具体的には，道路債券，本州四国連絡橋債券，石油債券，公営企業債券，住宅金融公庫債券，国民生活債券，海外経済協力基金債券，電源開発債券，関西国債空港債券など。

⑶　国債以外の公的債務

研究会では，国債以外の公的債務である地方債，年金債務，その他の偶発債務などを対象範囲に含めるか否かを一貫して議論しており，その対象とされている債務を一覧にしたものが第２表である。第２表の数値には，重複分が多数あり，単純に合計することはできないが，これらの債務は，実際に顕在化した場合，中央政府の負担となる可能性があると指摘されるものである。

アメリカでは，前述の地方債やエージェンシー証券は公的債務管理の対象とはなっ

第２表　公的債務の対象として議論されている債務の種類（2001年度末）

（単位　兆円）

種類	
政府保証債（注1）	28.9
政府保証借入	19.0
財政融資資金特別会計（注2）	432.4
郵貯	239.3
簡保	126.7
公的年金債務（注3）	171.5
預金保険機構（注4）	57.0
地方債務（注5）	187.7
財投機関債	1.0

資料　総務省、財務省ホームページから作成

（注）１　財政融資資金および簡保資金による引受分の控除後の数値。政府保証債残高の過半は公営企業金融公庫債である。

２　財政融資資金特別会計の資産残高のうち,長期国債保有分は76兆円,地方公共団体貸付金71兆円などが含まれ,調達サイドでは,郵貯の預託金207兆円などがあり,表中の各項目との重複が多数あることに注意を要する。

３　00年度末時点。「国の貸借対照表（試案）平成13年度版」の案1を使用。案2は308.8兆円,案3は842.8兆円を計上している。

４　政府保証限度額であり,実際に借入が発生すると債券発行の場合,政府保証債に,借入の場合,政府保証借入に計上される。2001年度末時点で,預金保険機構分の政保債は3.6兆円,借入は16.4兆円であり,表中の各残高に含まれている。

５　地方公共団体の普通会計が負担すべき債務として187.7兆円を計上しているが,内訳は地方債残高130.9兆円,交付税特会借入金残高28.5兆円,企業債現在高28.3兆円となる

第３表　国の貸借対照表（試案）

（単位　兆円）

負債の部（2001年度末）			参考
未払金		14.4	保険特会の支払備金など
借入金		49.0	民間金融機関からの借入
民間保有政府短期証券		41.4	01年度末短期証券発行残高は49.6兆円。民間保有分は上記残高より国債整理基金特別会計と特殊法人等の保有分を控除したもの。
民間保有特殊法人債券		35.4	
民間保有公債		288.1	01年度末公債残高は448.3兆円。民間保有分は上記残高より財政融資資金,国債整理基金,郵貯,簡保の4特別会計分を控除したもの。
郵便貯金		239.3	
公的年金預り金		171.5	案1の係数を計上（第2表注3参照）
前受金		20.4	
引当金	退職給付引当金	26.4	退職給付引当金には,退職給与引当金,恩給,国家公務員共済年金の恩給期間分,遺族補償年金引当金を計上
	賞与引当金	0.4	
	その他の引当金	4.3	
保険準備金		129.0	保険特別会計における責任準備金,危険準備金を計上。簡保分は104.9兆円で全体の約8割を占める
その他		15.8	
合計		1,035.4	

資料　財政事情の説明手法に関する勉強会「国の貸借対照表（試案）」平成13年度版

（注）　国のバランスシートの概要に関しては,拙稿「バランスシート作成と財政再建」（『農林金融』2001年2月号所収）を参照。

ておらず，また，公的年金債務を債務管理の対象としている国はない。

第３表は，98年度より公表が開始された国の貸借対照表（試案）にみる国の負債をみたものである。公債部分は民間保有分のみの計上となっているが，国の負債の約３割を占めるのみである。ちなみに資産の部に，貸付金として地方公共団体向け貸付（地方債の政府資金引受分）90兆円が計上されている。さらに，貸借対照表中に計上されていない偶発債務として，「保守債務及び損失補償債務負担額」60.3兆円などが付記されている。

同表は連結貸借対照表であり，国ベースの場合,負債合計は954.8兆円となっている。連結対象は支配力基準に基づき，政府系金融機関などの特殊法人54，預金保険機構などの認可法人23，国立公文書館などの独立行政法人57，影響力基準に基づき商工組合中央金庫，帝都高速度交通営団，電源開発株式会社，関西国際空港株式会社である。

３　今後の課題

日本の公的部門の債務は，国債以外の公的債務の範囲が広く，それら債務の額が巨大であり，他方で，その消化自身も公的部門が担っているという特徴をもつ。これらに起因して，研究会での第７回までの議論は，低コストの資金調達，債務管理のあり方を検討するよりも，その前段階，債務の対象範囲の明確化に議論が集中してしまっている。しかし，このことはわが国の公的債務のあいまいさ，債務の責任の所在をクリアーにする非常に重要な試みであると考える。

また，このような巨額な公的債務が，長い間維持されてきた背景には，公的部門が多額の公的債務を保有することで，市場原理にはさらされずにすんだということが指摘できるであろう。しかし他方では，この公的部門は市場での一プレーヤーでもあるため，98年末の国債価格の暴落にみられたように，公的部門の動向が激しい価格変動の原因になることもある。現在，消化を担ってきた財投システムが改革を迫られ，郵貯・簡保も民営化という課題を前に，公的部門による公的債務の消化構造を再考する時期にきているといえる。

同研究会では，公的債務の公的部門保有は，受益と負担が曖昧になると指摘している。また，国債に関する公的部門の保有については，様々な研究成果があり，「公的機関を活用し，常に市中消化（民間購入）を一定額に維持することは，国債価格を安定化させることに寄与する反面，国債の信用リスクについて民間に誤ったシグナルを与え，ファンダメンタルズから乖離させる」という批判も存在する。(注８)

すべての公的債務の明示と責任の所在を明確化し，公的部門の公的債務保有のあり方を検討することが，わが国の公的債務管理政策の第一歩として必要な段階であると考えられ，今後の同研究会の動向が注目される。

（注８）（注６）に同じ

（副主任研究員　丹羽由夏・たんばゆか**）**