

経済レビュー

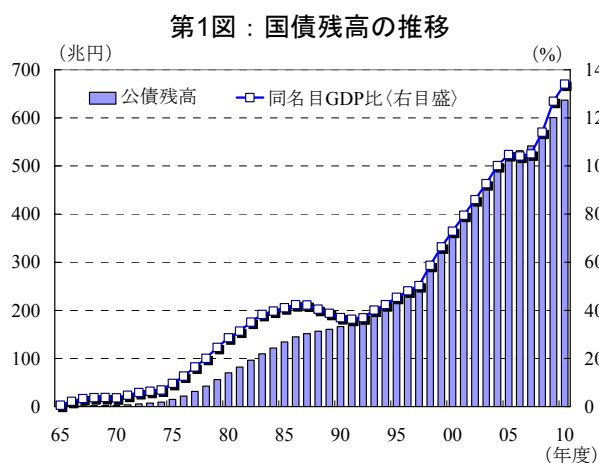
日本国債の国内消化構造はいつまで維持できるか

【要旨】

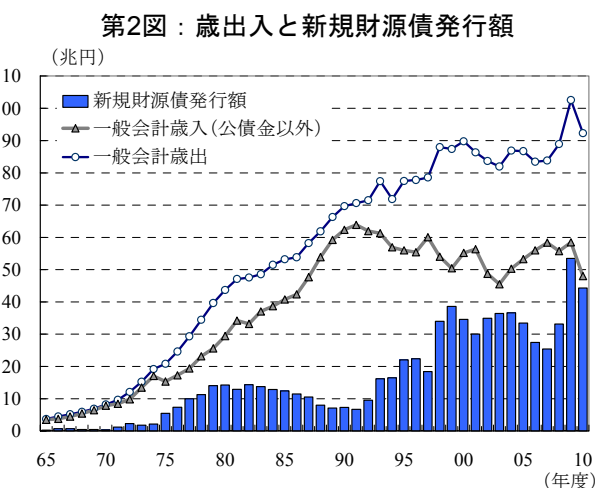
- ◇ わが国の国債残高は増加傾向が続いており、2010 年度末時点で 637 兆円に達することが見込まれている。国際的にも、わが国の政府債務残高は極めて高水準にあり、一般政府ベースのグロス債務残高は名目 GDP 比 189%と先進国中で最大である。
- ◇ こうした財政状況にもかかわらず、わが国の国債利回りは低水準で安定している。その背景には、わが国が国全体としてみれば資金余剰状態にあり、国債の消化が国内ではほぼ完結していることがある。
- ◇ もっとも、国債の増発は今後も継続する可能性が高い一方、国内の資金余剰幅は頭打ちとなることを見込まれるため、近い将来、国債の国内消化構造が揺らぎ始める可能性は否定できない。
- ◇ 税制や家計・企業の資産・債務構造について、現状に近い状態が続くと仮定して試算を行うと、2020 年度には国債の新規発行分のうち国内で消化しうる比率は 64.6%に低下する結果となった。
- ◇ 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。
- ◇ わが国が持続的な成長を確保するためには、成長戦略の実施によって成長率を引き上げるとともに、景気の強さを見定めた上で消費税率引き上げや社会保障制度の抜本的改革といった実効性のある財政再建策を実行に移す必要がある。

1. 国債・政府債務残高の現状

わが国の国債残高は増加傾向が続いており、2010年度末時点で637兆円（名目GDP比134%）に達することが見込まれている（第1図）。国債残高の増加は財政赤字の累積の帰結だが、1990年代以降の歳出入の推移をみると、歳入が景気低迷等を背景に横ばいで推移している一方、歳出は大型経済対策の実施や社会保障費の増加によって拡大傾向を辿っており、歳出・歳入両方の要因が財政赤字の拡大をもたらしてきた（第2図）。

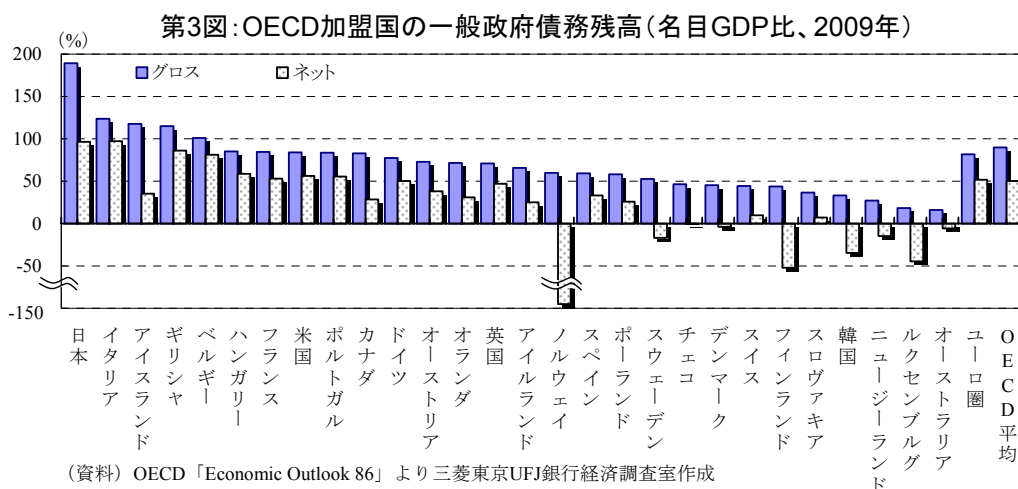


(注) 長短・普通国債の合計、除く財投債・政府短期証券。
2009、2010年度は見込み値。
(資料) 財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 補正予算ベース。2010年度は当初予算。
(資料) 財務省「財務統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国際的にも、わが国の政府債務残高は極めて高水準にある。国・地方・社会保障基金（年金等）を合わせた一般政府ベースの債務残高（グロス）をみると、わが国は名目GDP比189%と先進国中で群を抜いて大きく、またグロスの債務から政府の資産を差し引いた純（ネット）債務残高でも同96%とイタリア（同97%）に次ぐ大きさとなっている（第3図）^{（注1）}。

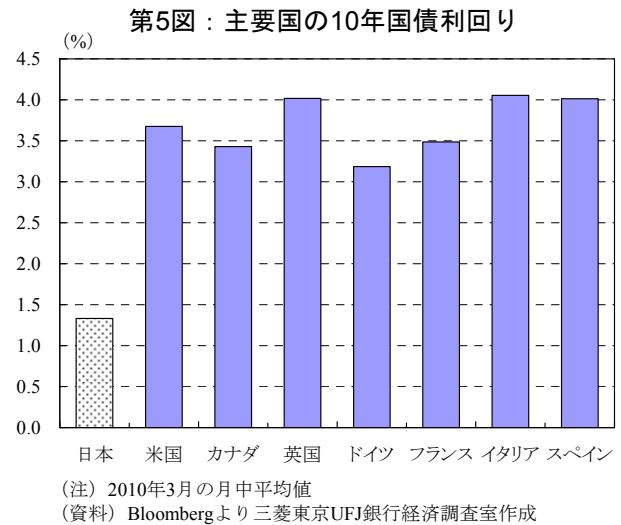
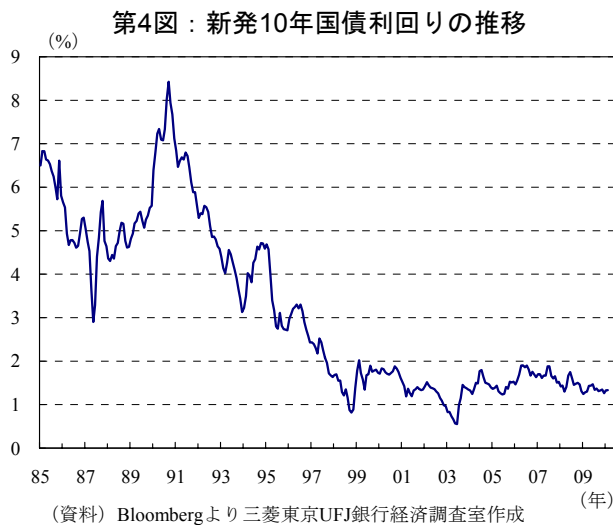


(注1) OECDの予想では、2010年の日本の純債務残高は名目GDP比105%とイタリア（同101%）を上回り、純債務ベースでも先進国中最大となるが見込まれている。

2. 国債利回り安定の背景

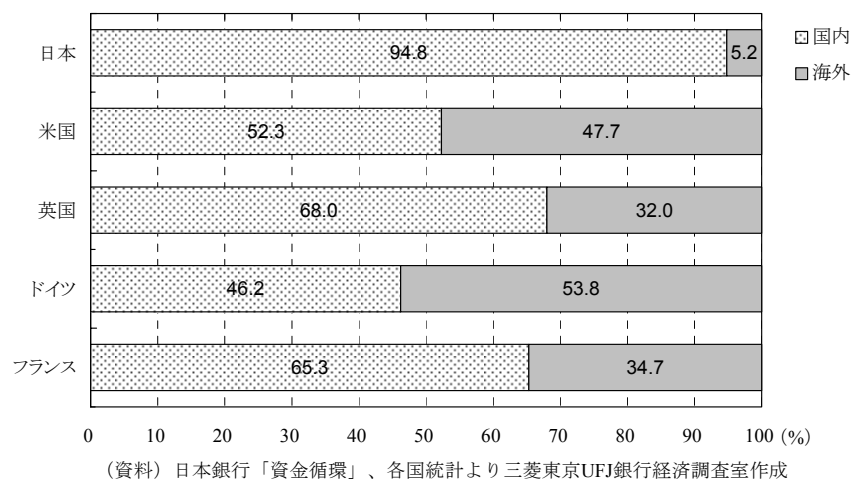
(1) 国債利回りの推移

政府債務の増大は国債のリスクプレミアムを高め、利回りの上昇要因となるが、わが国の国債利回りは1990年代末以降、安定が続いており、国際的にも低水準にとどまっている（第4-5図）。この背景としては、低インフレや期待成長率の低さ、日銀の低金利政策等の要因のほか、国債の消化が国内でほぼ完結していることも挙げられる。



日本国債の保有構造をみると、94.8%が国内で保有されており、他の主要国と比較して海外保有比率は極めて低い（第6図）。国債の大半が国内の投資家によって安定的に購入されていることが、利回り上昇を抑制する一因になっている。

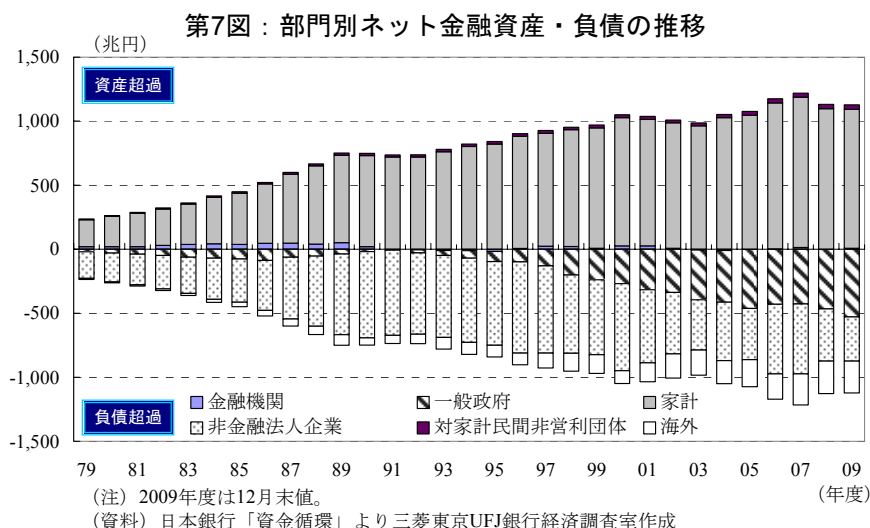
第6図：国債保有者の内外比率



(2) 国債国内消化の背景にある国内資金余剰

国債の国内消化構造は、わが国が国全体としてみれば資金余剰状態にあるこ

とによって支えられている。国内各部門の資産・負債バランスをみると、公的部門と非金融企業は負債超過（資産<負債）だが、家計が大幅な資産超過（資産>負債）となっている（第7図）。家計の資産超過幅は、公的部門と非金融企業の負債超過幅を上回っているため、国内部門全体としては資金余剰状態にある。政府債務の増大は続いてきたものの、国全体では資金余剰状態が継続しているため、金利上昇に結びつきにくい構造となっているといえる。



3. 国債の保有構造

家計は大幅な資産超過状態だが、資産の大半は預金や保険・年金準備金であり、国債等の直接保有額は35兆円と家計の金融資産全体の2.4%にとどまっている（第1表）。一方、家計資産の多くが預け入れられている、預金取扱機関（銀行等）や保険年金基金の資産構成をみると、国債等が大きなウェイトを占めており、家計資産は、金融機関を経由して公的部門のファイナンスに充てられる構造となっている。

第1表：家計と金融機関の資産・負債構造（2009年12月末時点）

〈家計〉		〈預金取扱機関〉			
資産		負債		資産	
現金	46	預金	1151	現預金	162
預金	757			貸出	546
国債	35	借入	158	国債	338
地方債・社債等	62			地方債・社債等	131
株・出資金	97	債券等	46	株・出資金	42
保険・年金準備金	398	株・出資金	59	金融派生商品	57
その他	62	金融派生商品	59	対外証券投資	53
		対外債務	27	対外債権	30
		その他	17	その他	93

〈保険・年金基金〉			
負債		資産	
株・出資金	15	現預金	12
保険・年金準備金	398	貸出	61
		国債	171
		地方債・社債等	92
		株・出資金	40
		その他	54
		その他	82

(資料) 日本銀行「資金循環」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融機関全体の国債保有額は 631 兆円と残高全体の 76.4%を占めており、なかでも旧郵貯を含む中小企業金融機関（187 兆円）、保険・年金基金（171 兆円）、国内銀行（112 兆円）、日銀（73 兆円）の保有額が多い（第 2 表）。

第2表：国債の保有者別残高(2009年12月末時点)

保有額 (兆円)	全体																		
	金融機関											非金融 法人企業	一般 政府	家計	対家計 民間 非営利 団体	海外			
	日銀	預金取扱機関					保険・ 年金 基金	その他 金融 仲介 機関	非仲 介型 金融 機関										
		銀行等			合同 運用 信託														
国内 銀行	在日 外銀	農林 水産 金融 機関	中小企業 金融機関 (ゆうちょ 銀含む)																
保有額 (兆円)	827	631	73	338	338	112	7	33	187	0	171	47	2	4	91	35	14	51	
保有シェア (%)	100	76	9	41	41	14	1	4	23	0	21	6	0	0	11	4	2	6	

(資料) 日本銀行「資金循環」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 国内消化構造の先行き

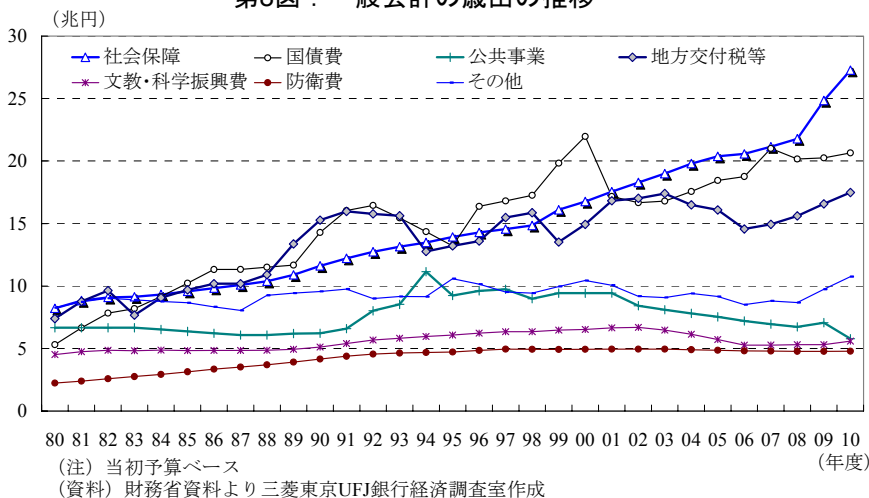
(1) 国債発行額・残高の先行き試算

わが国の財政は、今後抜本的な改革が行われぬ限り、歳出の増大が続く一方、歳入は低水準にとどまり、国債発行額が累増していく可能性が高い。

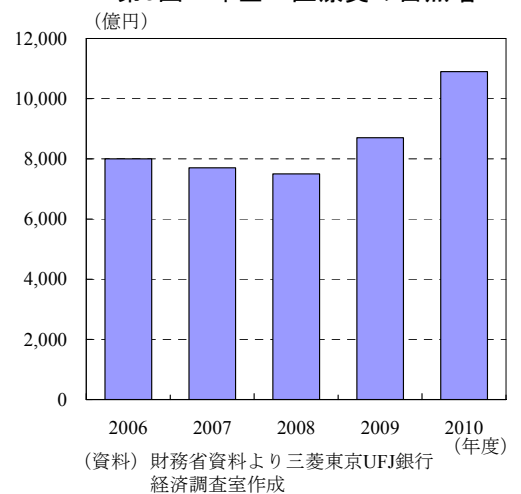
①歳出

歳出の内訳をみると最大の支出項目である社会保障関係費の増大が全体を押し上げている（第 8 図）。社会保障関係費に関しては、2009 年度の基礎年金の国庫負担率引き上げ（3 分の 1→2 分の 1）や、2010 年度の子ども手当の半額実施といった制度変更に伴う増加もあるが、中長期的な歳出増加圧力となっているのは高齢化による年金・医療費の自然増（毎年 1 兆円弱）である（第 9 図）。

第8図：一般会計の歳出の推移



第9図：年金・医療費の自然増



先行きも社会保障関係費の自然増が見込まれることに加え、民主党政権がマニフェスト通りに政策を実行していく場合には2013年度に掛けて10兆円以上の経費が必要となる（次頁第3表）。事業仕分け等を通じた、その他の歳出の削減が思うように進まなかった場合、歳出は一段と押し上げられよう。歳出規模は2010年度の92.3兆円（当初予算ベース）から、2020年度には120兆円超まで拡大する可能性がある。

第3表：民主党マニフェストの工程表

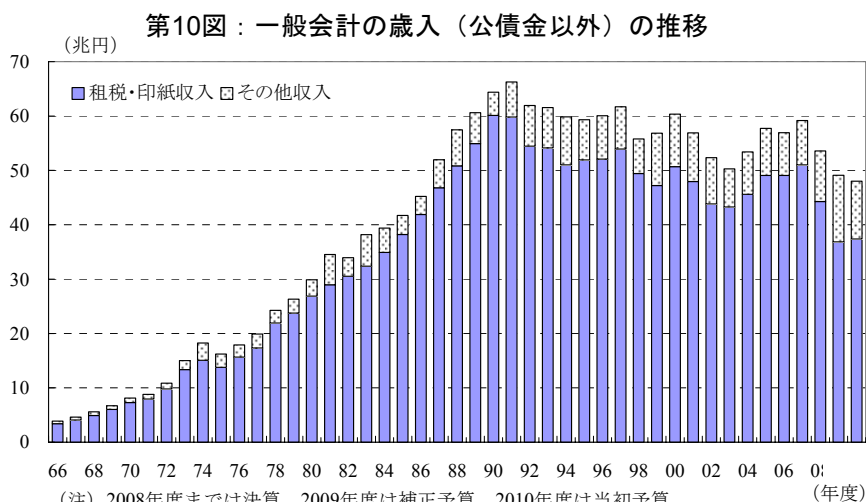
	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
子ども手当・出産支援	2.7兆円	5.5兆円		
公立高校の実質無償化	0.5兆円			
年金制度改革	0.2兆円		制度設計、法案作成	
医療・介護再生	段階的实施 → 1.2兆円		1.6兆円	
農家の戸別所得補償	制度設計	1.0兆円		
暫定税率の廃止	2.5兆円			
高速道路の無料化	段階的实施			→ 1.3兆円
雇用対策	0.3兆円	0.8兆円		
その他政策	順次実施			→ 3.6兆円
所要額概算	7.1兆円	13.8兆円	15.6兆円	16.8兆円
暫定税率廃止除く	4.6兆円	11.3兆円	13.1兆円	14.3兆円

(注)2010年度当初予算のマニフェスト実行経費は3.1兆円であるため、2013年度までの歳出拡大は11.2兆円と試算される(暫定税率廃止を除く)。

(資料)民主党マニフェスト、財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②歳入

一方、2010年度予算の歳入（公債金以外）は、景気後退による税収の大幅減少から48.0兆円と1986年度以来の水準まで落ち込んでいる（第10図）。足元、景気が回復傾向にあるため、先行き税収にも持ち直しの動きが出てくることと予想されるものの、潜在成長率の低下やデフレによって名目GDP成長率が低水準にとどまる可能性が高いことを勘案すると、税収の大幅増加は期待しにくい。



また、税収及び公債金収入以外の歳入（その他収入）は、2010年度予算では10.6兆円と過去最高となっているが、これは特別会計の積立金（いわゆる埋蔵金）の取り崩しによるものである。積立金のうち取り崩しが比較的容易なものは2010年度予算でほぼ取り崩されたため、来年度以降のその他収入は大幅に減少が見込まれる。

税収の自然増が限定的とみられるなか、歳入増のためには増税も選択肢として浮上しよう。なかでも消費税は、税率の1%引き上げによって2.5兆円程度の税収増が見込まれ^(注2)、与野党の一部から税率引き上げを前向きに検討すべしとの意見が出ている。

(注2) 2010年度予算における消費税収は9兆6,380億円。消費税率5%のうち国税分は4%t(1%は地方税)であるため、1%あたり2.41兆円となる。また、2009年度当初予算を基に計算した場合は、1%あたり2.53兆円。

③国債発行額・残高の試算

今後、歳出がマニフェストの実行や医療費・年金の自然増によって増加傾向を辿る一方、歳入が2000年代の平均的水準にとどまると仮定して試算すると、2020年度の新規国債発行額は67.6兆円(2010年度比1.5倍)、国債残高は1,110.4兆円(2010年度末比1.7倍)に達する(試算Ⅰ)。

また2014年度以降、消費税率を10%に引き上げた場合でも、2020年度の新規国債発行額は53.8兆円(2010年度比1.2倍)、国債残高は1,017.4兆円(2010年度末比1.6倍)となる(試算Ⅱ)。

第4表：財政収支と国債残高の試算

試算Ⅰ. 消費税率5%据え置きケース

	歳出(当初予算)			歳入(当初予算)			新規国債発行額	国債残高	
	①	マニフェスト実行に伴う歳出増	医療・年金自然増	②	税収	その他収入			
2009年度	88.5	0.0	0.9	8.4	55.3	46.1	9.2	33.3	600.4
2010年度	92.3	3.1	1.1	9.8	48.0	37.4	10.6	44.3	637.0
2011年度	102.8	8.2	1.1/年	10.3	55.6	47.2	8.4	47.1	673.1
2012年度	106.4	1.8		10.9				50.8	712.9
2013年度	109.5	1.2		11.6				53.9	755.8
2014年度	111.4	0.0		12.3				55.8	800.6
2015年度	113.4			13.0				57.7	847.3
2016年度	115.3			13.8				59.7	895.9
2017年度	117.3			14.6				61.6	946.6
2018年度	119.2			15.4				63.6	999.2
2019年度	121.2			16.3				65.6	1,053.8
2020年度	123.3			17.2				67.6	1,110.4

試算Ⅱ. 消費税率10%に引き上げケース

	歳出(当初予算)			歳入(当初予算)			新規国債発行額	国債残高	
	①	マニフェスト実行に伴う歳出増	医療・年金自然増	②	税収	その他収入			
2009年度	88.5	0.0	0.9	8.4	55.3	46.1	9.2	33.3	600.4
2010年度	92.3	3.1	1.1	9.8	48.0	37.4	10.6	44.3	637.0
2011年度	102.8	8.2	1.1/年	10.3	55.6	47.2	8.4	47.1	673.1
2012年度	106.4	1.8		10.9				50.8	712.9
2013年度	109.5	1.2		11.6				53.9	755.8
2014年度	111.2	0.0		12.2				55.8	800.6
2015年度	113.0			12.7				57.7	847.3
2016年度	114.7			13.3				59.7	895.9
2017年度	116.5			14.0				61.6	946.6
2018年度	118.3			14.6				63.6	999.2
2019年度	120.1			15.3				65.6	1,053.8
2020年度	121.9			16.0				67.6	1,110.4

【試算の前提】

- ・マニフェストの工程表に基づき2013年度にかけて政策を実施(ガソリンの暫定税率廃止は除く)。
- ・医療・年金の自然増は2010年度予算における見込み額(1兆900億円)が翌年度以降も継続と仮定。
- ・国債利払い費は残高の1.54%(2010年度予算ベース)で一定と仮定。
- ・2011年度以降の税収(消費税引き上げ分除く)およびその他収入は2000~2007年度の平均水準で一定と仮定。
- ・国債の償還額は毎年11兆円と仮定。

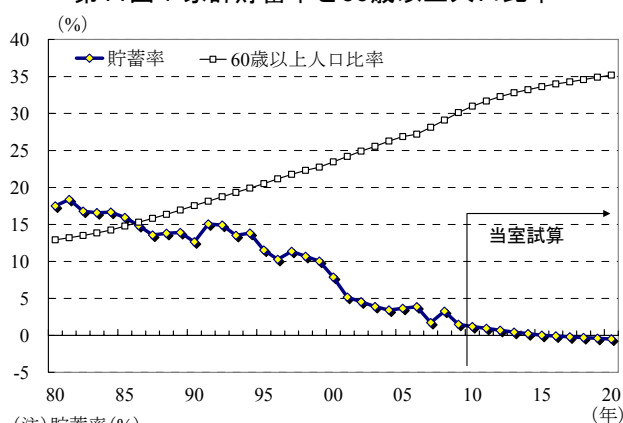
(2) 国内の資金余剰状態の先行き

国債の増発継続が見込まれる一方、国債の安定消化を支えている国内の資金余剰構造は、先行きも磐石とはいえない環境にある。国債の国内消化構造を左右する要因について、①家計、②企業・民間金融機関、③日銀、④ゆうちょ銀行等に分けてそれぞれ検証する。

①家計の資産・負債バランス

家計の資産・負債ストックのバランスは前述したように大幅な資産超過状態にあるが、フローの貯蓄率は低下傾向を辿っている（第11図）。高齢化の進行によって貯蓄取り崩し層である60歳代以上（第12図）の比率が高まっていることが背景にあり、今後一段と貯蓄率に対する下押し圧力は強まっていこう。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年代後半以降、貯蓄率は小幅マイナスに転じ、ストックベースでみた家計のネット資産も微減していくことが見込まれる。国債増発が継続する一方で家計資産が減少に転じることは、国債の国内消化余力の低下をもたらそう。

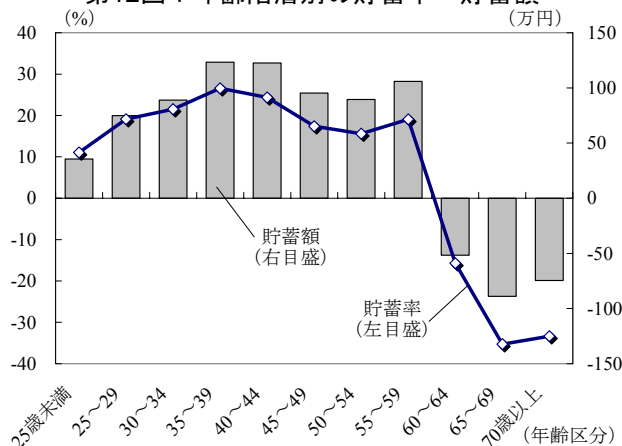
第11図：家計貯蓄率と60歳以上人口比率



(注)貯蓄率(%)

$$= (\text{可処分所得} - \text{個人消費}) / (\text{可処分所得} + \text{年金準備金の変動})$$
(資料)内閣府「国民経済計算確報」、国立社会保障・人口問題研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：年齢階層別の貯蓄率・貯蓄額

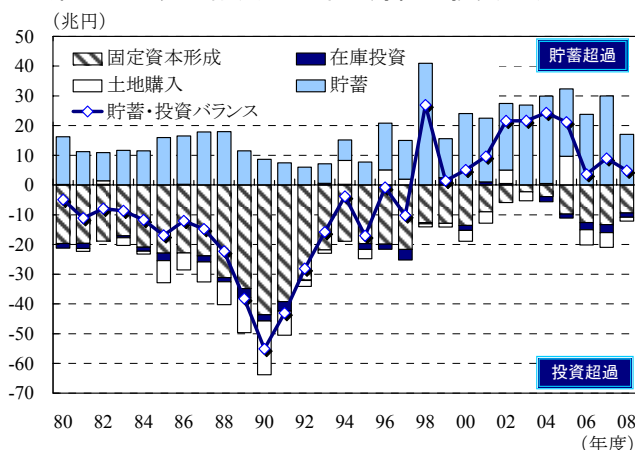


(注)勤労者世帯・無職世帯の平均。自営業者などは含まない。
(資料)総務省「消費実態調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②企業の資産・負債バランスと民間金融機関の資産構成

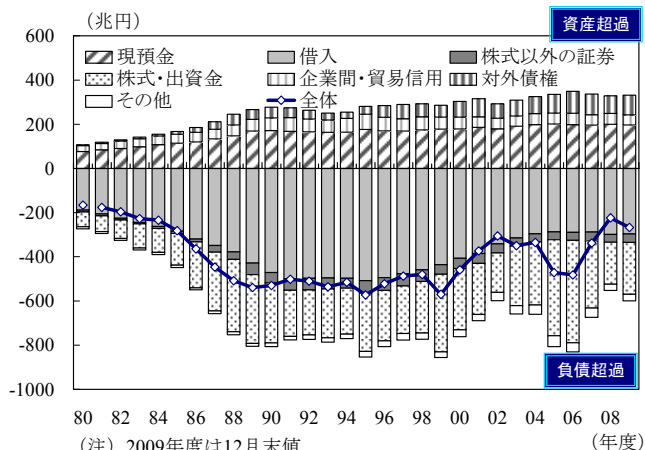
企業は、ストックベースでは負債超過状態にあるが、フローの貯蓄・投資バランスをみると1990年代末以降、貯蓄（配当・税引後の内部留保に相当）が増加傾向で推移する一方、設備投資が低水準にとどまったことにより、貯蓄超過が続いている（次頁第13図）。その結果、ストックの負債超過幅は縮小傾向で推移している（次頁第14図）。政府のストックの負債超過幅の拡大が続いた一方で、企業の負債超過幅が縮小してきたことも、国全体の資金余剰状態が維持されてきた一因である。また、企業の負債の内訳をみると借入の減少が最も負債超過幅の縮小に寄与しており、過去10年間で139.6兆円減少した。

第13図：非金融法人企業の貯蓄・投資バランス



(資料) 内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行
経済調査室作成

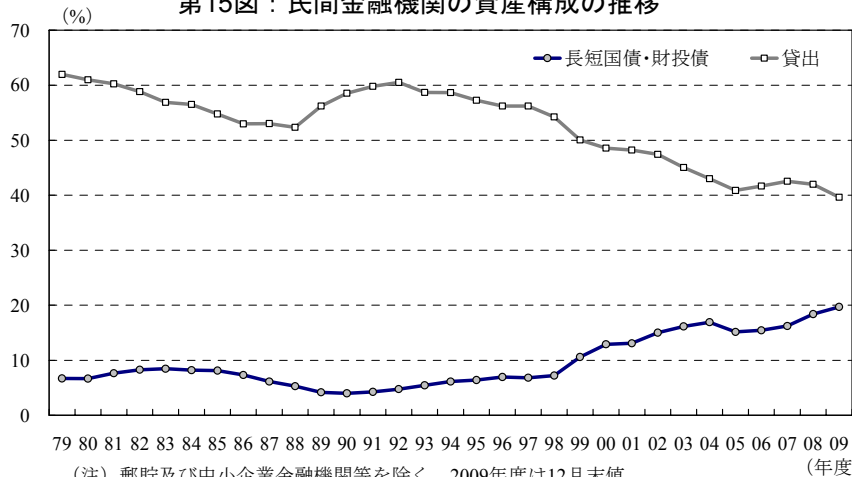
第14図：非金融民間法人のネット資産・負債



(注) 2009年度は12月末値
(資料) 日本銀行「資金循環」より三菱東京UFJ銀行
経済調査室作成

企業が借入の圧縮を進めてきたことを反映して、民間金融機関の総資産に占める貸出のシェアは低下基調を辿っている（第15図）。一方、国債のシェアは上昇が続いており、企業から金融機関に還流した資金が国債購入に充てられてきたことを示している。このような貸出から国債への資金シフトが続く可能性は小さくないが、先行き企業のスタンスが変化し、借入の圧縮に歯止めが掛かった場合には、国債の国内消化構造に対してはネガティブな要因となろう。

第15図：民間金融機関の資産構成の推移



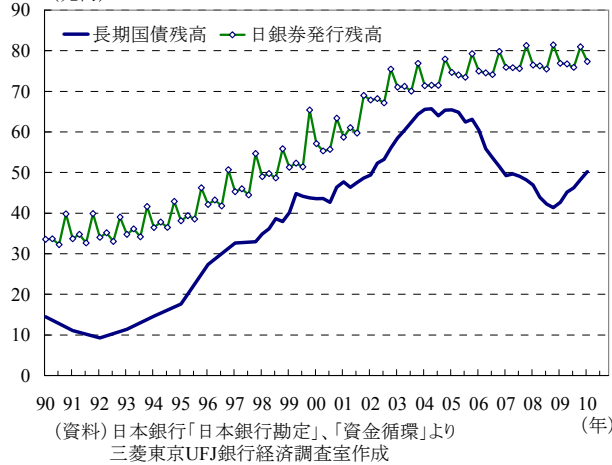
(注) 郵貯及び中小企業金融機関等を除く。2009年度は12月末値。
(資料) 日本銀行「資金循環」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③日銀による長期国債買入れ

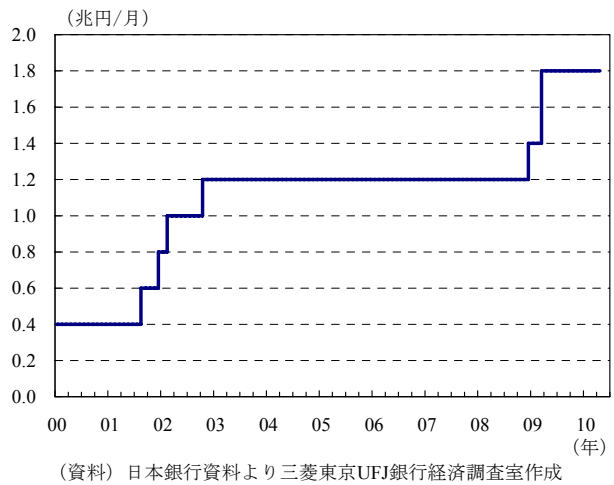
日銀は、資金供給手段の一つとして長期国債の買入れを行っており、2010年3月末時点の保有残高は50.2兆円となっている（次頁第16図）。保有残高は2006年以降、金融緩和解除の動きのなかで減少傾向を辿ったが、2008年末以降は日銀が再度金融緩和に踏み切り、買入額を引き上げたこと（次頁第17図）等を背

景に増加に転じている。

第16図：日銀の長期国債保有残高と日銀券残高
(兆円)



第17図：日銀の長期国債買入額の推移
(兆円/月)

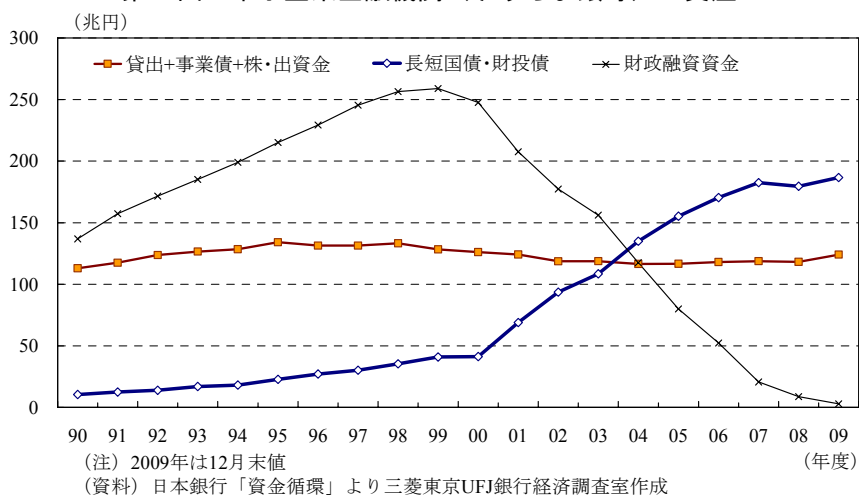


日銀は長期国債買入について、保有残高を日銀券発行残高以内に納めるとい
う、いわゆる「日銀券ルール」を定めており、2010年3月末段階では30兆円程
度の買入余力がある。しかし、残高が足元並みのペースで増加していった場合、
3~4年で上限に達することが見込まれ、国債の国内消化余力低下の一因となる
可能性がある。

⑤ ゆうちよ銀行への資金運用部預託金の還流

ゆうちよ銀行を含む中小企業金融機関の資産構成をみると、国債保有残高が
増加してきた一方、政府に対する直接の貸付である財政融資資金は減少が続い
ている。旧郵貯時代、郵貯資金は大半が大蔵省資金運用部への預託を通じて政
府に貸し出されてきたが、2001年度から預託制度は廃止された。ゆうちよ銀行
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。

第18図：中小企業金融機関（ゆうちよ銀等）の資産
(兆円)



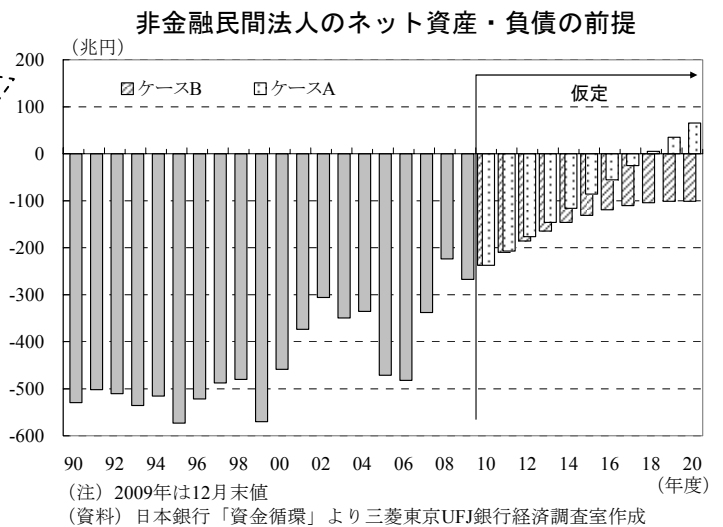
もっとも足元、財政融資資金の残高はほぼゼロに近づいており、資金の振り替りは終了しつつある。国債保有残高の増加ペースも2008年度以降減速しており、先行き頭打ちとなる可能性に留意しておく必要がある。

(3) 国債の国内消化余力の先行き試算

国債の国内消化構造の先行きについて、上述(1)(2)の分析を踏まえ、消費税率と企業の負債超過幅の推移にそれぞれ2通りの仮定をおいた計4ケース(第5表)の試算を行った。

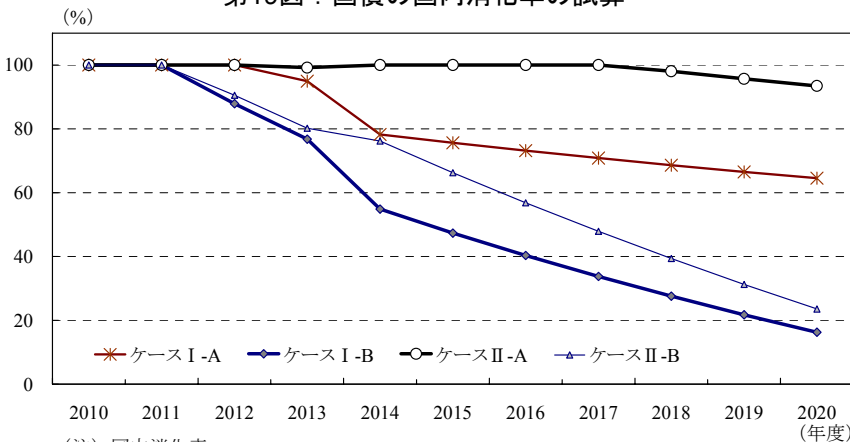
第5表：国債の国内消化構造についての試算の前提

		今後の企業の負債超過幅の前提	
		A. 負債超過幅の縮小が足元並みのペースで継続	B. 負債超過幅の縮小ペースが段階的に鈍化し、2020年度には横ばいに
消費税率の前提	I. 5%に据え置き	ケース I-A	ケース I-B
	II. 2014年度から10%に引き上げ	ケース II-A	ケース II-B



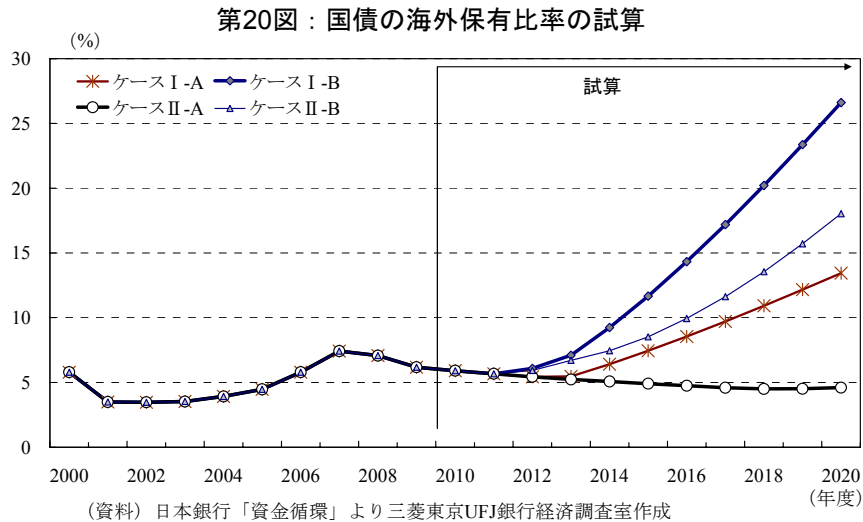
本試算では、毎年の新規国債発行額に対し、国内で国債購入に充当しうる資金(貸出減少により金融機関に還流する資金等)がどの程度あるかを国債の国内消化率と定義した。試算結果をみると、程度の差はあるがいずれのケースも国内消化率が低下していく方向にあり、現状に近い状態が続く前提を置いたケース I-A でも2020年度には64.6%に低下する結果となった(第19図)。

第19図：国債の国内消化率の試算



- 【試算の前提】
- 消費税率
ケース I : 5%に据え置き
ケース II : 2014年度から10%に引き上げ、12.5兆円の増収。
 - 企業の借入
ケース A : 毎年32.7兆円ずつ減少し民間金融機関に還流。国債購入原資となる。
ケース B : 減少ペースが徐々に緩やかに。2020年度で減少に歯止めがかかり、国債購入に資金が回らなくなる。
 - 国債償還は毎年11兆円と仮定。
 - 家計の金融資産は足元から一定と仮定し、民間金融機関のバランスシート規模も一定とする。
 - 日銀は日銀券ルールを維持。日銀の国債保有残高は毎年7.5兆円ずつ増加し、2013年度で日銀券ルールの上限に到達。2014年度以降の残高は横ばいと仮定。
 - ゆうちょ銀行の国債保有残高は足元から一定と仮定。

国債の新規発行額のうち、国内消化余力を上回る分が海外投資家に購入されると仮定して海外保有比率を計算すると、国内消化率が最も低下するケース I-B では、2020 年度の海外保有比率は 26.6%と足元（6.2%）から大きく上昇する結果となった（第 20 図）。一方、国内消化率が比較的高い水準を保つケース II-A では同年度の海外保有比率は 4.6%にとどまった。



ケース I-B における 26.6%という水準は、現在の英国（32.0%）に次ぐ高さであり、日本が今のところ享受している、国債の国内消化構造によるメリットは失われる可能性が高い。海外投資家は、日本国債の購入にあたって、為替リスクや格付によっては BIS 規制上のリスク性資産となる可能性を考慮し、国内投資家よりも高い利回りを求めるため、海外保有比率の上昇は国債利回りの押し上げ要因となろう。

一方、企業の負債について前提 A（足元並みのペースで負債減少が継続）を置いたケースでは、国債の海外保有比率の上昇は前提 B のケースに比べて低水準にとどまるが、これは投資機会が乏しく、民間企業の資金需要低迷が続くことの裏返しであり、経済の姿として健全なものとはいえない。また、経済の停滞が続く環境下では、消費税率引き上げに対する抵抗も強くなろう。

主要先進国のなかで最悪の財政状況にあるわが国が持続的な成長を確保するためには、成長戦略と財政健全化策の一体的な運用が不可欠である。成長戦略の実施によって成長率を引き上げるとともに、景気の強さを見定めた上で消費税率引き上げや社会保障制度の抜本的改革といった実効性のある財政再建策を実行に移す必要がある。容易な道ではないが、そうした困難な舵取りが求められるところまでわが国の財政問題は深刻化しているとの認識を強めなければならない。

(H22.4.28 高山 真 shin_takayama@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。