

日本国債50年—回顧と教訓

(本稿は平成29年3月31日、(一財)鹿島平和研究所外交研究会における講演のため用意した原稿に補足加筆したものである)

(概要)

(財政的側面：奇しくも10年毎のタブー破りから、平成年間無節操時代へ)

1. 厳しい財政節度：制度と運用、理想と現実の乖離
2. 公債依存度で概観する財政運営の軌跡
3. 財政再建努力挫折の背景に常に見え隠れする対外経済要因
4. プライマリー・バランスに着目した独自の突っ込んだ分析から

(金融的側面：「御用金」から「金融自由化の先兵」、努力の成功が却って仇に)

5. 国債消化の苦労の歴史とその奏功が国債膨張の歯止めを喪失させた皮肉

(まとめ)

6. 国債残高累増を招いた3つの実質的要因と得られる教訓
7. 進むべき道

(想定される質問に答えて：巷に流布する以下の楽観的俗説への反論)

- (1) 純債務でみればまだ持続可能な水準
- (2) 日本国内の貯蓄で賄われている限り心配ない
- (3) いざとなればインフレで帳消し

はじめに

平成27年度決算が発表されて50年分のデータが揃ったところで、いわば総決算として、日本国債50年の回顧とこれから得られる教訓をまとめました。言い尽くされた話かもしれませんが、長年国債の現場にあってつぶさに見聞し、時には責任者として深く関わっても来た歴史の証人として、私しか語らない秘話やオリジナルな切り口の分析も交えていますので、そのサワリをご紹介しますと思います。

国債には、財政赤字をファイナンスするという財政的側面と、その結果信用力、流動性に優れた金融商品が市場に提供されるという金融的側面とがあります。

(財政的側面)

1. 厳しいはずの財政節度も制度と運用が乖離、10年毎のタブー破り

先ず財政的側面です。日本財政が破綻に瀕していることは、あらためて数字を挙げるまでもなく、周知の事実だと思います。一部に若干の、ためにする、世を惑わす異論もある様ですが、それには最後に反論するとして、ともかく今日に至ったのはどこか財政の**制度**に欠陥があったのでしょうか、いいえ違います。

軍事公債があつた悲惨な戦争と悪性インフレをもたらしたという反省から、昭和22年3月、憲法と相前後して施行された日本の財政法は世界にも冠たる厳しい財政節度を規定しています。現に戦後20年間は均衡財政が堅持されてきました。それが、その後この図表1のように、奇しくも10年毎に次々とタブーが破られていった。**制度と運用**、言い換えれば**理想と現実の乖離の歴史**なのです。

図表 1 法定の財政節度 10年毎のタブー破り

財政法(昭和22年3月)4条1項本文(非募債主義)

国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。

同項ただし書き(建設公債原則)

但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。

(実質的に昭和40年度補正予算から発動)

特例公債法

政府は、財政法第4条ただし書の規定により発行する公債のほか、〇〇年度の一般会計歳出の財源に充てるため、(中略)公債を発行することができる。

(昭和50年度補正予算から)

(この特例公債については)、償還のための起債は行わないものとする。

(昭和59年度改正で過去の規定一括削除、昭和60年度から借換実施)

(なし崩し的に空文化された節度)

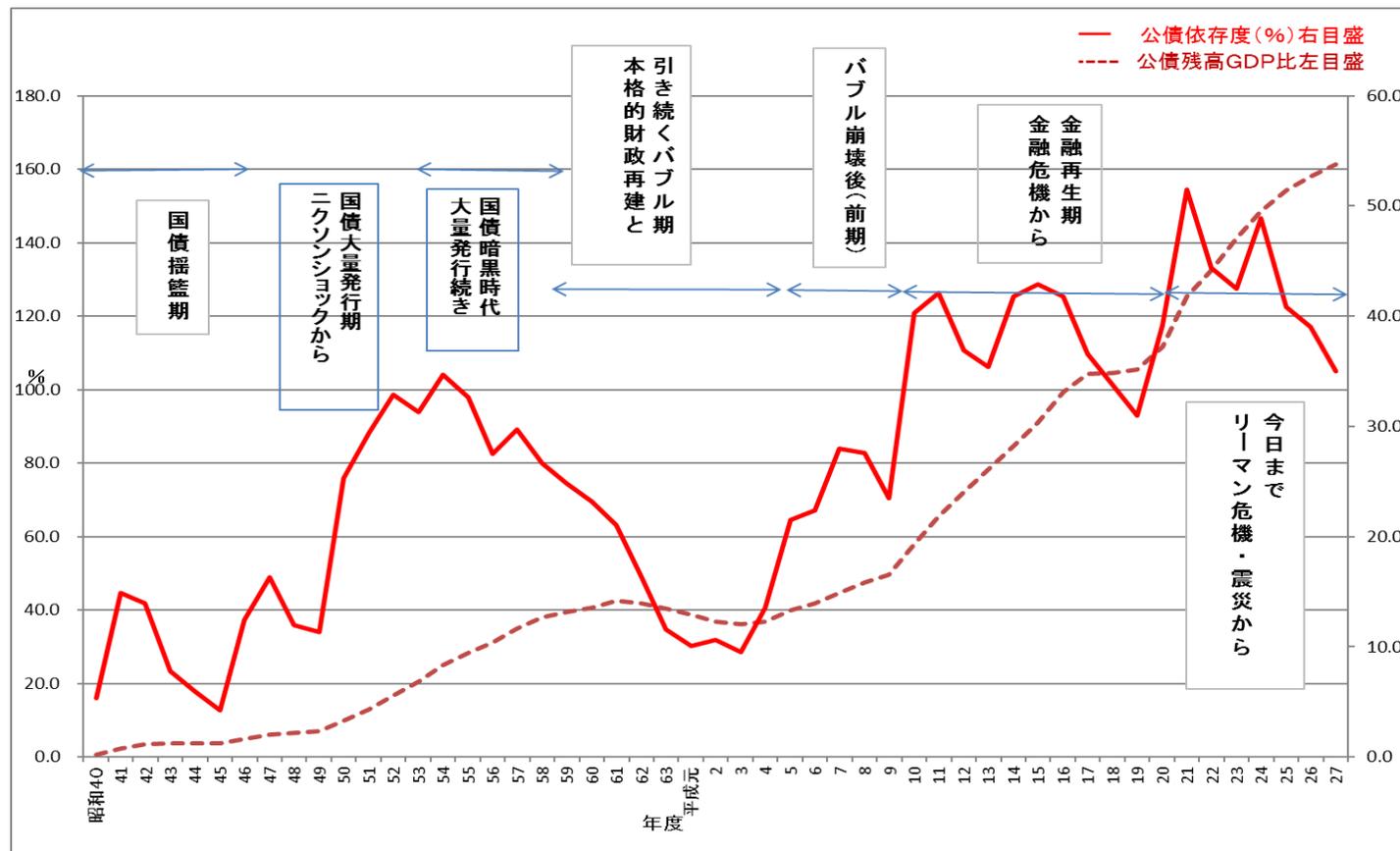
財政法29条 補正予算の制限(義務的経費不足追加のほかは、「予算策定後により生じた事由に基づき特に緊要となった経費」に限る)

各年度の特例公債法 公債発行下の剰余金発生防止のための措置

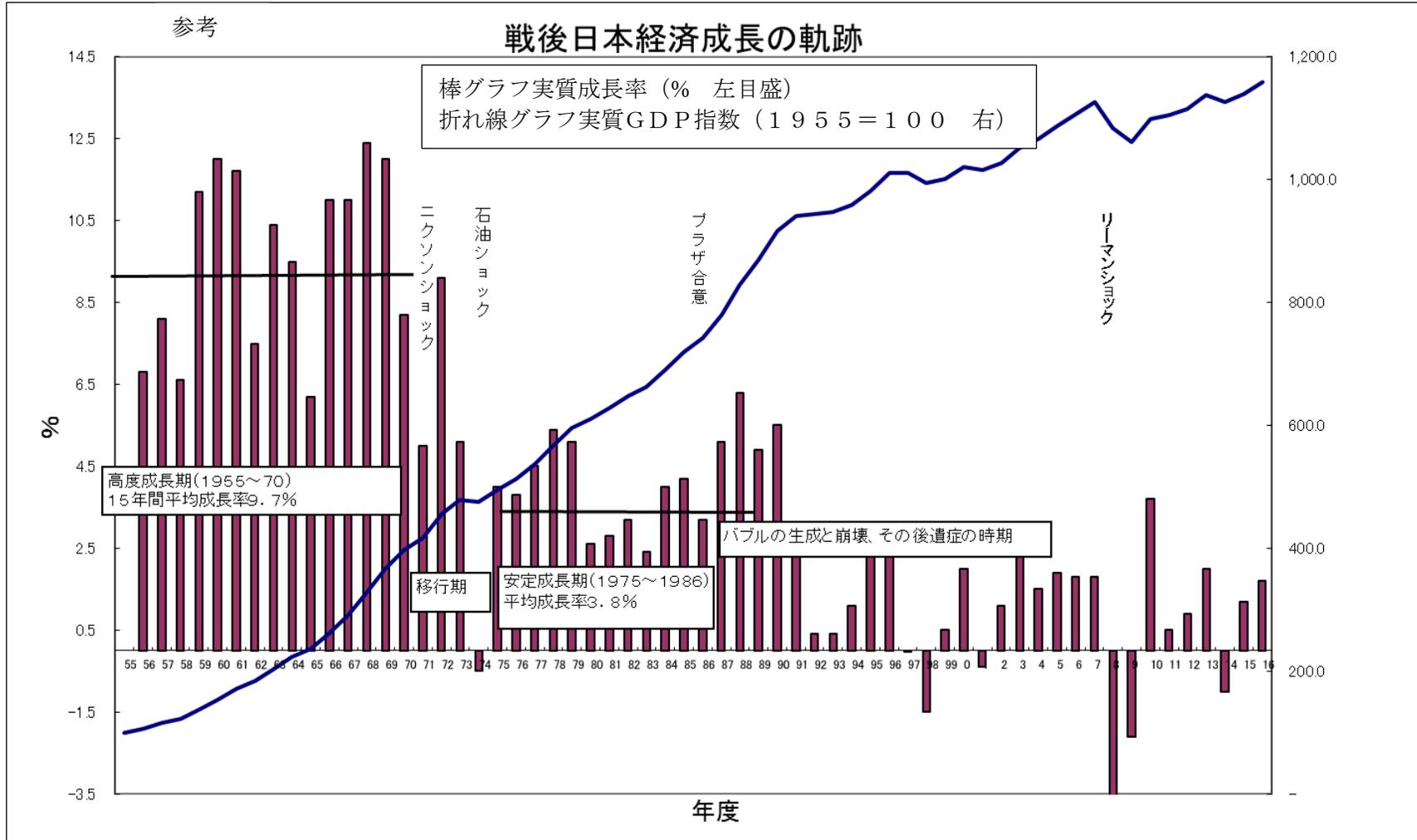
2. 公債依存度でみる財政の軌跡

時々の財政運営のスタンスを最も単純に示すのが公債依存度（毎年度の予算の何%を借金に依存しているか）です。実はこれだけでは本当の姿を見るには十分ではないのですが、それは追々お話として、図表2で先ず大まかにその流れを振り返ります。

図表2 実績ベース公債依存度と公債残高GDP比の推移



下に戦後日本経済成長の軌跡のグラフを掲げますので参考にして下さい



(国債揺籃期)

建設公債導入当初の昭和41年度、42年度の公債依存度が16%程度と、スタートとしてはかなり高いなという認識から、財政の将来に対する危機感が高まり、大蔵省は村上孝太郎主計局長が陣頭に立って、昭和42年秋からいわゆる「財政硬直化」キャンペーンを大々的に展開しました。

当時は特例公債依存など、絶対にあってはならないという前提でしたから、論点は二つありました。一つは景気が回復しているのに、建設公債発行対象経費となる公共事業費等の目一杯建設公債を発行しているのに、今後万一不況で税収が落ち込んだ時に建設公債増発でこれを埋める余地（これを**隙間**と呼んでいた）が乏しく、財政の景気対策としての弾力性が失われるということ。もう一つは建設公債対象外の経常歳出でいわゆる**当然増**が大きくて、税収の伸びを上回る勢いにあり、このままの傾向が続けばいずれ特例公債依存に陥るおそれがあるということでした。

まだ20代の係長だった私もその場で傍聴していました。村上局長は、（これまでは高度成長の恩恵で、税収の自然増が歳出の自然の伸びを上回っていて、これを減税と新規の施策にどう振り分けるかが政策の判断だったのが、今後は成長の鈍化から、税収の伸びが落ちていく反面、歳出の方は既存の制度を前提にするだけで自動的に伸びる**当然増**経費が多額に上ることから）、「私はいずれ両者がクロスする時期が来ると思うのであります」として、財政硬直化の打開を熱っぽく訴えました。まさに昭和50年度以降の我が国財政の姿を見事に予測されたものであります。

そして昭和43年度予算で各種制度の見直しを図り、公債依存度を概ね5年間で5%に引き下げるとの目標が決定されました。幸いこの時はいざなぎ景気による税収増にも助けられて、公債依存度は僅か3年で目標の5%を割り込み、先程の隙間も、一時は公債発行対象経費の7割近くにまで広がりました。**楽園時代**の物語です。

(ニクソン・ショックから国債大量発行期)

そこへ昭和46年8月の**ニクソン・ショック**が襲いかかります。政官民、日本中が第2の黒船到来とばかり、蜂の巣をつついたような大騒ぎとなり、何とかしろの大合唱。財政硬直化対策も一気に消し飛びました。4か月後のスミソニアン合意で為替レートは一旦決着しますが、その時の悲壮感、当時の政府声明、水田大蔵大臣談話に如実に表れています（拙著『国債膨張の戦後史』巻末資料に全文収録）。これがその後今日までわが国経済政策を毒している円高恐怖症の原点で、46年度補正予算で初めて国債増発し、災害関連以外の一般公共事業費を追加するというタブー破り（財政法29条の拡大解釈）を犯します。

46年度はまだ恐る恐るでしたが、翌47年度にはもう当たり前の様になり、その後何かといえば「事業規模何兆円」という、徒に規模の大きさをプレイアップする、財政出動を伴うステレオタイプな景気対策が30回以上も繰り返されることとなっていきます。

その後、円の再切上げを恐れた調整インフレ政策と列島改造、昭和48年度の福祉元年、オイルショックと狂乱物価、その結末の50年度大不況、と続き、公債依存度は年度毎の特殊要因による多少の綾は別として、増加の一途を辿り、遂に特例公債依存の50年度補正で25%を超え、日本経済機関車論など外圧による52、53年度の公共事業拡大もあって、54年度には当時のピーク35%に達しました。

（大量発行続き国債暗黒時代、本格的財政再建と引き続くバブル期）

昭和53年半ば位まではそれでも国内民間資金需要の低迷から、この大量の国債が何とか消化できていましたが、年が替わるあたりから消化困難となり、ロクイチ国債の怨念となって長い暗黒時代に突入します。この金融面＝国債消化面の話はあとで一括してご紹介しますが、財政面では54年の大平内閣の一般消費税の挫折後、増税なき財政再建路線に転換、55、56年度の財政再建前史を経て、57年度の史上初の人事院勧告公務員ベア凍結という荒療治を含め、58年度からの5年連続一般歳出マイナスという本格的財政再建が実現しました。残念ながら、こうした実効ある財政再建努力はその後繰り返されていません（平成9年の財政構造改革法は一度も実施されることなくお蔵入り）。

これに続き、バブルによる水膨れ税収が入り、公債依存度は一時的に10%割れ、4年間の特例公債脱却も実現しました。

後から思えば、ここで気が緩んだのが返す返すも残念でした。景気は良いときも悪い時もあるのだから、あのようなバブル期には徹底して黒字を出し、多少なりとも国債残高の減少を図っておくべきでした。それなのに財源があるからという油断から当初予算も緩んだ上、平成2、3年度補正予算で大盤振る舞いするなど、折角の昭和50年代後半の血の滲むような財政再建努力が途切れた。その結果バブルの火に油を注ぐ結果にすらなり、国債残高累増が改善されないまま、バブル崩壊を迎えてしまったのです。このことは私だけが言っているのではなく、最近になって、例えば服部龍二著の中公新書『中曽根康弘』が前掲拙著『国債膨張の戦後史』を引用しているし、2015年9月30日の財務省財政制度審議会提出資料「バブル期における財政スタンスの検証」でも「バブル期の財政スタンスが拡張的であった」と指摘されています。

バブル崩壊後はこのグラフの通りなので詳しい説明は省きます。公債依存度は平成2、3年度に一桁に戻ったのをボトムに、バブル崩壊後、景気後退による税収減と財政面からの空前のマグニチュードによる挺入れとで再び上昇に転じ、一時的綾を別にして大型金融破綻後の平成10年度空前ピークの40.3%にまで上昇し、その後今日まで多少の変動を伴いながらトレンド的に上昇、一時は5割を超え、その後多少下がったとはいえ、まだ史上最悪ゾーンにあります。

実は**実態はこのグラフの見かけよりもさらにズット悪い**のですが、それはすぐ後にご紹介します。

なおここで財政法が定める建設公債原則の功罪について私の意見を補足しておきます。

建設公債原則は、公共事業費の規模が適正な予算配分の結果として決定され、国債発行額をその範囲に止めるという運用がなされていた内は財政節度の維持に役立った。しかし、特例国債に依存するようになってもお、既に破綻している建設公債原則を建前上掲げ続け、公共事業優遇を続けてきたことは、資源

配分と財政節度の両面から問題でした。資源配分上の観点については、高度成長期には社会的インフラ不足に対処するため公共事業費を優先した効果があったでしょう。しかし安定成長期に入り、社会資本の蓄積が進んでからもなお国債増発してまで公共事業費を優先すべきだったかどうかは疑問だし、ましてや平成年代に入ってまで、バブル崩壊後の経済対策として、ひとつ覚えでこれを繰り返したことが有害無益であったことは明白です。

財政節度の維持という観点から見ても、片方で公共事業費の大盤振舞いをしながら、もう片方で経常的経費を締めようとしても、そんな器用な真似は続かない（昭和53年度予算がいい例です）。実績ベースでの国債発行額の推移を見れば、建設公債の増発の後、若干のタイムラグを置いて特例公債が増発されていることがはっきり迎えます。

このように公債依存度は時々の財政スタンスを反映してアップダウンを繰り返してきましたが、国債残高は累積していくので、増加幅は変動しても絶対額は増加の一途、そのGDP比も、同じ図表2の点線のように、短期間一時的な低下はあっても趨勢的に増加して今日に至っています。

3. 財政再建努力挫折の背景に常に見え隠れする対外経済要因

こうして幾度となく繰り返された財政再建努力とこれがことごとく挫折した背景を1表にまとめてみたのが次ページの図表3で、これをみると、財政再建努力が挫折した背景は、地震は別として、殆ど円高あるいは外圧という対外経済要因への対応であることが判ります。

問題はバブル崩壊と金融危機をどう考えるかですが、バブルを起こした元凶は現象的にはプラザ合意後の円高への無駄な抵抗で長く続けた金融緩和であったし、より本質的に掘り下げて考えると、グローバル化、自由化という環境変化に適切に対応する能力にも意欲にも欠けていた本邦金融機関が、これ大変とばかり安易な不動産向け融資による量的拡大競争に走ったことがバブルの真の原因だったと考えるとこれも対外要因の結末だったといえましょう。高度成長終焉以降の日本経済の特色を二つのコクサイ化というが、借金の方の国債化の背景には、実はインターナショナルな方の国際化（正確にはその国際

化への対応の失敗)があったというオチでもあります。

図表3 **財政再建努力とその挫折の歴史**

年代	財政再建努力	挫折の主たる背景
昭和 43~	財政硬直化(村上孝太郎)キャンペーン	ニクソンショック(46)、2次にわたるオイルショック(48、54)、日本経済機関車論(52、53)
昭和 55~	一般消費税挫折後の財政再建前史(55~57) 一般歳出伸びゼロ(58~62) バブル税収(~平成4)	日米構造協議による公共投資拡大 バブル崩壊(平成3) 累積的円高(7前半まで)
平成 8~	財政健全化目標閣議決定から 財政構造改革法制定まで	大型金融破綻を引金とするデフレスパイラル(9年秋)、その後の円高
平成 13~	小泉改革(国債30兆円目標等)	同時多発テロ(13)、リーマンショック(20)とその後の円高 東日本大震災、(政権交代?)
平成 26~	税と社会保障一体改革 消費税増税実現	?

5

外圧についていえば、平成26年11月のG20サミットでも日本経済の成長が話題となりました。昭和53年のボンサミット前後の議論以来毎度のことですが、サミットやG7などの場での関心は、経済大国日本の需要です。世界経済の牽引力として日本経済の需要が伸びることが、彼らの利益であるが、しかしその結果として日本経済の中長期的競争力が高まることはむしろ望ましくない。日本経済の競争力を削ぐ方向で、当面の需要を成長させてくれることを望み、強要してきたのがこれまでの外圧です。ボンサミット以来、お人好しでか、やむを得ずかは判らないが、これに乗って来てしまったのが国際化の下での国債化だともいえましょう。

4. プライマリー・バランスによる独自の突っ込んだ分析

ところで、これまでお話ししてきた毎年度の国債発行額や公債依存度は、当該年度の政策判断・決定の結果だけではなく、過去のツケともいべき既往国債の元利払負担によっても大きく影響されています。したがって、各年度の財政運営の能動的なスタンスをより鋭く、鮮明に浮き彫りにして見るには、借金以外のいわば本源的収入（税込雑収入）で既往債務のツケの部分（予算の用語で国債費）を除いた当該年度の本源的支出（予算の用語で基礎的財政収支対象経費）をどれだけ賄っているかという基礎的財政収支（プライマリー・バランス）でみる必要があります。若干技術的な話で恐縮ですが、こうした問題意識から私が15年前に開発し、昨年財務省の財務総合政策研究所のディスカッションペーパー『国債発行50年の総決算』として発表した分析のサワリを、ごく簡単にまとめると次の通りです。

1. 国債発行以来50年余、借金の元本を多少でも返せた年は1年も無い。金利の一部ですら収支の余剰から払えたのはバブル期の6年間だけ。あとの45年余は、金利すらすべて新たな借金に頼ったという、民間企業なら破綻先企業状態
2. 金利の一部でも払えたその6年間を含めて、平均すると毎年度の税込の1.2倍の支出（金利除く）を続けて来た計算になる。現状もほぼその水準
3. 当初予算では財政再建努力の姿勢が示されても、決算で悪化した年が特に平成年間に入ってから多い
4. この点も含め、平成年間になってからの財政運営の粗っぽさが目に余る。特に最近は異常低金利に甘えた財政節度喪失、ということです

図表4で平成29年度当初予算のフレームに即してプライマリー・バランスの概念を整理します。

図表4 プライマリー・バランスの概念と分析の意義

純粹にその年度の財政運営のスタンスを抜き出す様、当年度に入って来る本源的収入(税込と雑収入)と(過去の借金の元利払い以外の)当年度に使うお金とを比較するのがプライマリー・バランス(兆円)

歳入		歳出	
税込・雑収入 (A)	63.1	基礎的財政収支対象経費＝ 当年度の施策に使うお金 (B)	73.9
公債金収入＝ 新たな借金 (C)	34.4	(プライマリー・バランス赤字) (P)	-10.8
		国債費＝既往債務の元利払 (D) (内利払費9.1 元本償還14.5)	23.6
合計	97.5	合計	97.5

$$\text{プライマリー・バランス } P = A - B = D - C = \blacktriangle 10.8$$

本年度73.9兆円のお金を施策に使うのに、財源となる税収・雑収入は63.1兆円しかない。この不足額10.8兆円がプライマリー・バランス（以下PB）の赤字です。予算の歳入歳出は均衡しているから、これは既往債務の元利払い（国債費）23.6兆円と新たな借金（公債金収入）34.4兆円との差に等しい。つまり毎年度のPBの赤字額と国債費の合計額だけ新規の国債が発行されるわけです。（ $A - B = D - C$ 。付言すると、公債発行を「歳入」と位置づけるのは、必ずしもグローバル・スタンダードではない。結果としての収支尻のファイナンスだと位置づけるのと、一長一短ある）

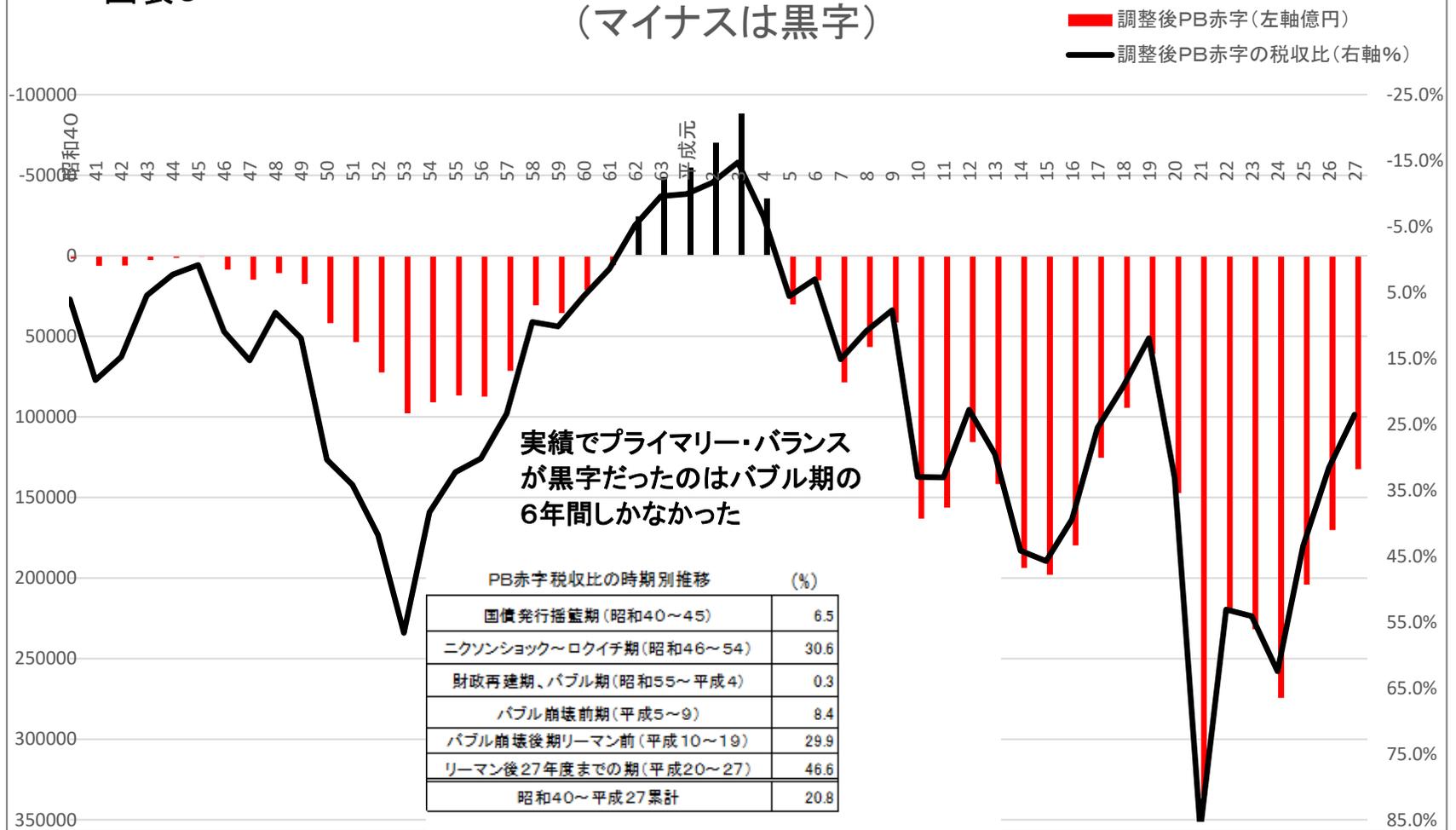
ところで、国債費は国債の元本償還費と（手数料なども含む）利払費等の合計です。このうち、元本償還費については、一方で国債を発行してその財源を調達するが他方で既往国債が償還されるので、国債の残高は増加させない。したがって、**国債の残高はPB赤字と国債費中の利払費等の合計額だけ増加**する。これがきわめて重要なポイントで、これを理解しないと財政の分析は出来ません。ただ厳密にいうと、元本償還費の計上と実際の償還とのタイムラグ、旧国鉄債務を国が肩代わりしたことなど様々な要因から若干の不突合がありますが、これについては後で触れます。

以下私の分析結果を何枚かの図表でご紹介します。

（PBの推移）

先ず次の図表5に昭和40年度から平成27年度まで51年間の決算ベースでのPB赤字の推移を棒グラフで示します。なお、国の予算決算については時々会計上の操作が施され、表面上の数値が必ずしも実態を表さないことがあります。これについて、本項末の注にある通り、筆者が把握しうる限り調整しています。このグラフが私のオリジナル分析の目玉の一つです。

図表5 調整後プライマリー・バランス赤字とその税收比推移
(マイナスは黒字)



何よりも先ず注目して頂きたいのは、この51年間でPBが黒字だったのは、バブルで税収が水膨れしたあの6年間（昭和62～平成4年度）しかなかったということです（因みに当初予算ベースでは12年度ありましたが）。PB均衡というときも立派なことのように聞こえますが、民間企業で言えば、利息は全額追い貸しに頼るという破綻先企業状態ですね。45年間それより悪かったということを考えて2020年PB均衡という今の目標が決して容易でないことがよく判ります。さらにPB黒字が8.8兆円と既往最大だった平成3年度でさえ、利払費等11.9兆円には届かず、国債残高は増加した。つまり**昭和40年度の国債発行開始以来、国債残高が実額で減少したことは一度もなかった**のです。

昭和33年に当時の谷村裕財務調査官（後の大蔵事務次官、東証理事長）が『エコノミスト』誌に寄稿した論文「国債発行をこう考える」中で、「財政がいったん膨らんだら、なかなか圧縮できないことは遺憾ながら今日の政治の現実的な姿であり、この現実がある限り、補整的な財政政策というような器用な真似はできないということも戒心して掛かる必要があるだろう」と書いた予言は見事に的中したのです。

先の村上孝太郎さんといい、谷村さんといい、昔の人は本当に先見の明があり偉かった。村上さんの時代には建設公債の隙間とか、当然増経費といった切り口で、将来の財政への危険をきちんと把握して毎年の財政運営を考えていたのです。それが昭和40年代末期から特例公債依存時代へかけて段々失われていったのが諸悪の根源とでもいえましょう。

ところで、経済規模が拡大しているから絶対額だけでは比較出来ないのも、相対的な規模を見るためにその税収比を折線グラフで示してあります。これを見ると、一瞥して大きな谷、つまり財政の急速な悪化を招いた時期が3回あることが見て取れます。

先程公債依存度で辿った財政の流れと概ね似たような動きをしていますが、若干のずれがあります。公債依存度には過去のツケの国債残高の累増、金利動向、予算・会計上の意図的な操作等が影響して多いため、その影響を除去したこちらの分析の方が時々々の財政運営の実態をより正確に示しています。

このPB赤字の税収比（判り易くいえば、収入の何割増しの生活をしてきたかという分不相応の程度）ですが、51年間累計での加重平均は20.8%、51年間平均して収入の2割増しの生活を続け

て来たということです（ローンの元利払いは全部新規借り入れで賄った上、平均で収入の2割増しの生活ということです。どう見ても不健全で、家計と国とは違うとはいえ、サステイナブルな筈がありませんね）

（注）国の予算決算について会計上の操作が施され、表面上の数値が必ずしも実態を表さないことがあるので、以下の諸点についてこれを調整したプライマリー・バランスで計上しています。

その第1は国債償還のための積み立て（いわゆる定率繰り入れ）の停止・復活

第2は決算赤字の処理のための決算調整資金からの繰り入れとその返済

第3は税收の年度帰属区分の変更。昭和49年度4,330億円、同53年度23,331億円の翌年度税収取り込みについて、これをPB赤字に加算するとともに、税收比の計算上分母となる税收から控除している。

（国債残高の増加要因分析とその時期別内訳が語るもの）

次は、この51年間を通じたやや構造的な分析で、縦に足し上げるとというのが私のオリジナルです。申し上げた通り、国債残高は本来PB赤字と利払費等の合計額だけ増加するはずですが、

平成27年度末の国債残高をこの二つの要因に分けて分析したのが次ページの図表6です。この51年間の国債発行額累計944兆円はPB赤字累計378兆円と国債費累計566兆円の合計です。

この間の国債残高増加額は763兆円ですから、結果として181兆円が償還されたこととなりますが、国債費決算中での債務償還費累計は231兆円あるので、50兆円不突合です。

一方、国債残高増加額763兆円の要因をみると、PB赤字の累計が378兆円、利払費等累計が335兆円、合計713兆円で同じく50兆円不突合で、これは恒等式です。この50兆円は、国債費の計上と実際の国債償還とのタイムラグのほか、例えば旧国鉄の債務を一般会計が承継した債務とか、元本償還費でここでいう国債以外の政府債務を償還したこと、逆にNTT株売却代金を国債償還財源に充てたことなど、酒樽の底の滓のようなブラックボックスですが、大勢には影響しませんので無視して下さい。

図表 6 国債残高増加の仕組み

平成 27 年度末までの国債残高増加の分析 (兆円)

国債発行額累計 9 4 4		
P B 赤字累計 3 7 8	国債費累計 5 6 6	
P B 赤字累計 3 7 8	利払費等累計 3 3 5	債務償還費 累計 2 3 1
国債残高増加 7 6 3		償還 1 8 1
P B 赤字累計 3 7 8	利払費等累計 3 3 5	不突 合 5 0

財務省資料から筆者作成

(P B 赤字と利払費等の両者の関係ですが、昭和 61 年度までは P B 赤字累計が上回っていたのが、62

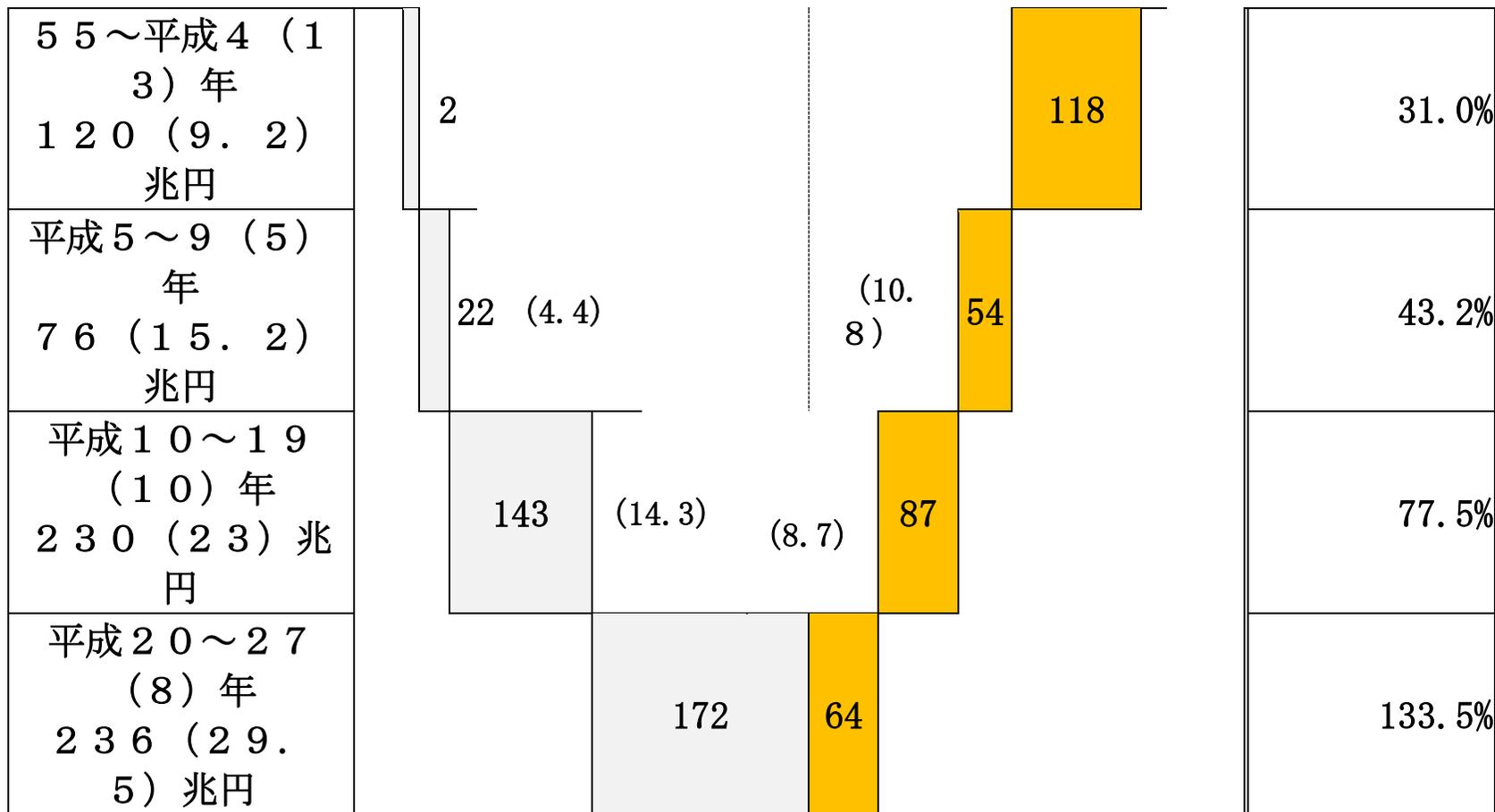
年度に7.1兆円対7.6兆円と利払費等の累計が逆転した。国債残高累増に伴いどこかで金利負担が勝ってくるのは当然です。ところがそれが、平成24年度に3.27兆円対3.10兆円と再逆転して今日に至っている。国債残高が幾何級数的に累増している中でなお、PB赤字が利払費等の累計を上回ってきているというのは背筋が寒くなるような話です)

このブラックボックスの不突合分5.0兆円は無視して、これを除いた国債残高増加額7.13兆円について、その要因をPB赤字と利払費等に分けたものを、**時期別に分析**したのが図表7です。これがそれぞれの時代の財政運営のスタンスを雄弁に物語り、かつ、将来への教訓を示唆します。

国債残高の累積がない国債揺籃期には利払費等の負担がネグリジブルなのは当然ですから、この時期は次のニクソン・ショックからの時期と通算して、昭和40年度から54年度までの15年間をまとめてみても、国債残高増加額5.2兆円の内訳はPB赤字4.0兆円、利払費等1.2兆円とまだPB赤字が大宗を占めている。

図表7 時期別の国債残高増加要因分析

		国債残高増加額累計 7.63			(参考) 国債残高/GDP 期首期末平均
時期別内訳 (年数) 国債残高増加額 (年平均額)	PB赤字累計 3.78	利払費等累計 5	3.3	他 5.0	
昭和40～54 (15)年 5.2 (3.5)兆円	4.0		1.2		12.5%



財務省資料より筆者作成（カッコ内は年平均）

特筆すべきはその次の、昭和55年度から平成4年度までの13年間の時期です。前半は血のにじむような財政再建努力により、後半はバブルの恩恵でこの間のPB赤字はネットで2兆円弱とほぼ均衡していました。にもかかわらず利払費等が118兆円に上り、国債残高は3倍、GDP比でも1.5倍になった。この時期の国債残高GDP比は期首期末平均でまだ31%であり、これが150%を越す今日ではどういうことになるのか、将来を考える時恐ろしい教訓です。

問題は平成5年度以降です。

バブル崩壊後前期の平成5～9年度は、当時としては空前のマグニチュードでの財政出動による景気対策が採られ、財政は大幅に悪化したものの、PB赤字は22兆円で、まだ利払費等の方が54兆円とPB赤字の2.5倍に上っていた。

様変わりになるのは金融危機後の平成10年度からリーマンショック前の平成19年度までの10年間で、利払費等が87兆円にとどまる中でPB赤字が143兆円と大逆転。

そしてその次のリーマンショック後の8年間（平成20～27年度）は、国債残高の幾何級数的累増にもかかわらず利払費等が64兆円と絶対額でさらに減少する反面、PB赤字は172兆円とまさにメーターの針が振り切れる状態となっている。

欄外にかっこ書きで表示している年平均で見ると、なお一層明解に判ります。

平成5年度以降の3時期、利払費等の年平均は、国債残高の幾何級数的累増にもかかわらず、10.8兆円、8.7兆円、8兆円と期を追うごとに絶対額で低下し、これと対照的にPB赤字の年平均が4.4兆円、14.3兆円、21.5兆円と急拡大しています。結果的にみて、低金利による恩恵に気が緩んでPB赤字の増大を許しているというようにみられます。金利は高い時もあれば低い時もあり、借換の都度入れ替わる。異常低金利がいつまでも続く保証はありません。GDPの150%超の国債残高を抱えている中で、もし金利が僅かでも上昇すれば、利払費は急激に増大する。昭和54年度から平成4年度までの時期のようにPBが均衡していても、利払費だけで国債残高は雪だるま的に累増した。

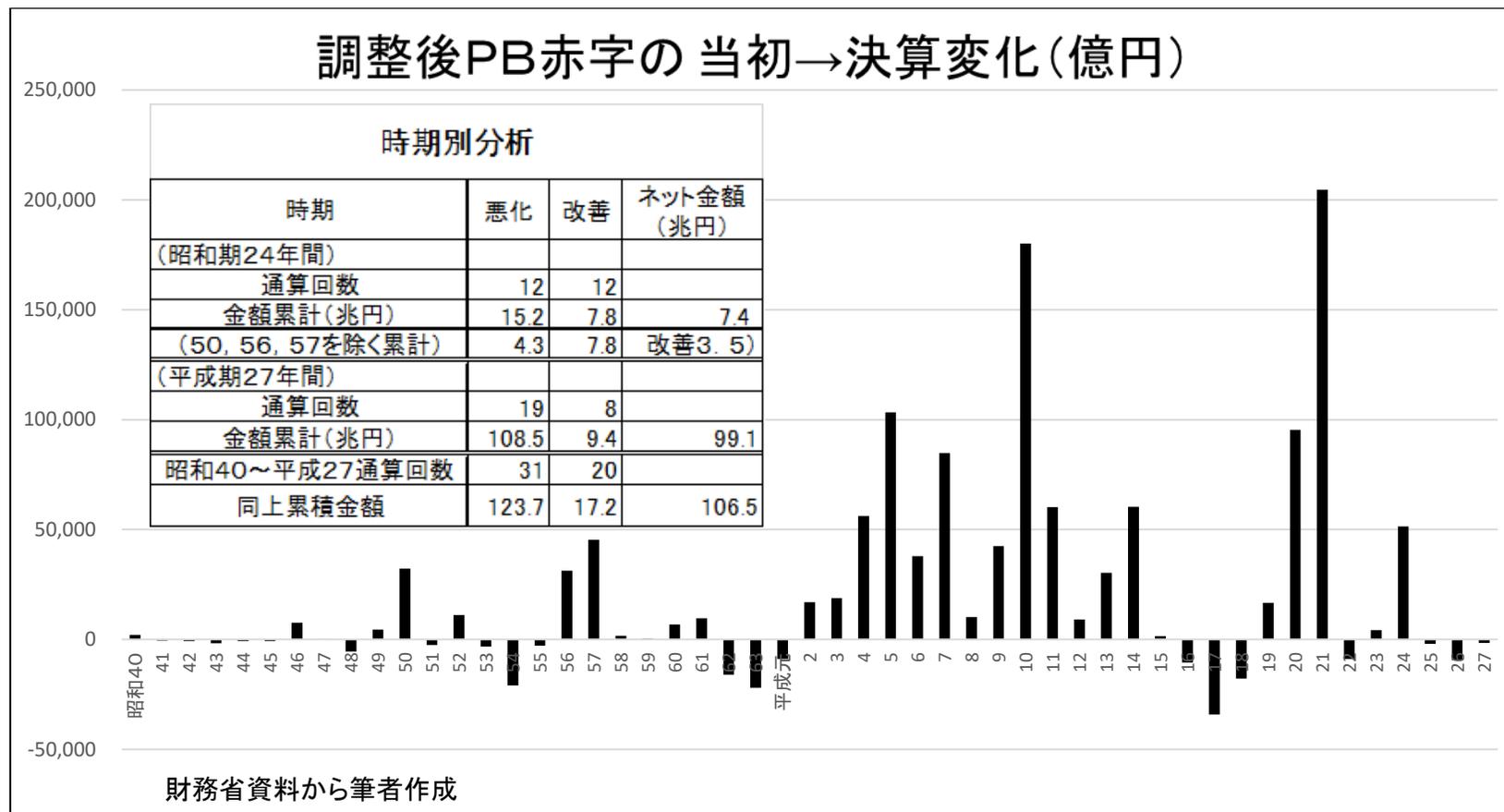
今のような高水準のPB赤字が続く元で金利が急上昇したらどういう事態になるか、溜まっているマグマの大きさを考えるだに恐ろしいということです。

繰り返してまとめますと、平成年間のバブル崩壊後は、計数を一目見ただけで財政運営の荒っぽさが目立ちます。そして金融危機後の平成10年度以降の時期、リーマン後の平成20年度以降の時期と時期が進むにつれてその荒っぽさの度合いを増し、PB赤字金額の相場観が不感症的に爆発していったこと、言い換えれば財政節度を尊重するという姿勢そのものが失われていったことが見て取れます。2度にわたる消費税率引き上げの延期がその象徴でしょう。

(PB赤字の当初→決算変化とその時期別分析が示唆するもの)

51年間のPB赤字累計381兆円を別の角度から分析すると、当初予算で予定していたのが275兆円、当初予算から決算にかけての悪化が106兆円となっています。これを年度別にグラフにしたのが次の図表8です。

図表 8



これからも財政運営のスタンスが読み取れます。一見して明らかなように昭和期は悪化、改善各12回とバランス、金額的にも50年度、56、7年度という特別な年度を除くと若干のネット改善であった。税収が当初予算より増収となるか、減収となるかは本来ニュートラルなはずであり（現に51年間の累計で、僅か13兆円のネット減収にとどまっている）、財政運営の節度として、むしろ堅めに見積も

るべきであろうし、災害などの予期せざる支出があるとしてもこれが正しい姿でしょう。つまり、問題は税の自然増減収ではなく、補正予算での支出の追加にあります。財政法29条は補正予算による安易な支出増を抑制するため、補正追加の要件を、義務的経費の追加の他は、「予算作成後に生じた事由に基づき特に緊要となった経費の支出」に限っているのに、これが完全に空文化した結果、平成年間には19対8と圧倒的に悪化の回数が多く、それも巨額の悪化が頻発して、金額では改善9.4兆円に対し悪化108.5兆円と一方的悪化になっています。平成5, 7, 10, 11, 14, 20, 21の各年度などにいたっては、一体当初予算とは何だったのかといわれても仕方ないでしょう。ここからも財政節度というものが全く無視されている平成年間の財政運営の荒っぽさが見て取れます。

（金融的側面： 「御用金」から「金融自由化の先兵」、努力の成功が却って仇に）

5. 国債消化の苦労の歴史とその奏功が国債膨張の歯止めを喪失させた皮肉

さてこうして発行する国債は誰かに買って貰わなければなりません、国の側からは国債の消化といいます。これについても昭和40年代「御用金」とまで悪口をいわれていた国債が、次第に脱皮して、今日のように過度にまで自由化、高度情報化、グローバル化した金融・資本市場への発展を牽引する原動力となった、半世紀にわたる長い波瀾万丈の物語があります。わが国金融・資本市場発展の歴史を知る上でも、やはり国債の歴史が重要な道しるべです。次ページの図表9に時代毎の大きな流れをまとめています。これを辿るだけで立派に1冊の本になる話ですので、ポイントだけ申し上げます。

国債発行が開始された昭和40年度の金融・資本市場は、まだ戦前を引きずっているような、分野・制度によってはむしろ戦前よりも退化した、鎖国的で、カルテル体質の規制市場でした。そこで国債の消化も、国策協力を旗印とする拳国一致型引受シ団による消化で始まったのです。

図表9 国債消化体制の時代的変遷

国債発行揺籃期

挙国一致型引受シ団の組成、迷惑なお荷物(御用金とまで)、シ団から減額圧力
財政硬直化キャンペーン、銀証対立の構図、最初の条件改定と別枠マル優の創設

大量発行からロクイチ騒動を経て国債暗黒時代

ニクソン・ショック、石油ショックダブルパンチの50年大不況で大増発、ロクイチ国債大暴落、
国債暗黒時代(休債)、金利高騰

暗黒時代脱却努力

一般消費税挫折後血の出るような歳出削減努力による発行額の減額、国債種類・発行方式の
多様化によるシ団負担軽減努力、商品性の改善、中国ファンドなどの消化対策、市場対策、
会計上の対策等々

「飛ぶように売れる商品」への脱皮・・・金融自由化の先兵に

窓販・ディーリング解禁、「金国分離」で金利の市場実勢化確立、金融自由化を牽引、
金融緩和の長期化で「火種論」も、先物市場の創設、シ団引受けに一部競争入札導入・拡大

金融制度改革、イノベーション、グローバル化時代への対応

金融ビッグバンで業際対立解消、シ団離れ進みついにシ団廃止、市場ニーズに応える品揃え

異次元金融緩和(遂には国債マイナス金利)の時代

脱線しますが、いかにも日本的な挙国一致体制のシンボルともいえるべきものとして、昭和40年度の国債導入にあたり、「国債発行等懇談会」という時代があった場が創設されました。

大蔵大臣を座長とし、金融機関・証券会社の代表者だけでなく、財政制度審議会会長小林中、金融制度調査会会長山際正道といった財政金融関係の主要審議会会長や日銀総裁宇佐美洵など大物を網羅した極めて格の高い挙国一致型懇談会で、日本経済の現状に照らして、この程度の国債発行量が適正かというような、いわば大所高所からのご意見を承る荘重な場であるとされていました。その後毎年度予算の大蔵原案閣議提出前に政府の税制調査会と前後して開催、国債の発行規模その他国債に関する重要政策を了承するとの慣行が確立し平成13年に廃止されるまで続きました。発行者と引受金融機関との間の当事者同士の協議に先立って、この様な大時代的な場を踏むということも、国債発行ということが当時いかに大変なことだったのかを実感する一助でもあります。

本題に戻り、ポイントの第1はその金融証券関係の殆ど全業態を網羅した挙国一致型引受シ団に内在するジレンマです。

シ団に参加している各業態の金融機関・証券会社は、建前としては国債こそ資本市場の中核商品となるべきものだと歓迎し、ステータスとしてシ団内のシェア確保を望みながらも、本音では、国債はお付き合いで引き受けざるを得ない「厄介なお荷物」だったという、愛憎二様の感覚が見え見えでした。これには規制金利時代で国債の金利が低く抑えられていたことに加え、乗換の強制、売却制限といった商品性の欠陥もあるが、基本的には資金不足の経済環境の下では、採算的にも有利で、いい顔も出来る融資需要が他にいくらでもあったからです。この愛憎二様の感覚は、昭和60年代の資金不足経済になるまで続きます。そして、国債引受が「迷惑なお付き合い」だという空気は、民間金融機関のみならず、実は国債課と同じ理財局にある資金運用部所管の資金課筋でも支配的でした。

さらに、シ団メンバーのうち、金融機関にとっては、この愛憎二様に加えてもうひとつ別な、より深刻で本質的ともいえるべきジレンマがあり、これが発行当局を最近に至るまで苦しめた頭痛の種でした。

金融機関、証券会社ともに、国債を引き受けるシ団メンバーという立場からすれば、その国債が有利

な商品であることが望ましい。証券会社はそれに尽きるが、都銀・地銀、信託、長信銀など金融機関には、自らの本業で預金、貸付信託、金融債といった商品で顧客のお金を集めているという別な顔がある。国債の魅力が増すと、こうした自分の商品と競合して、商売の妨げになる恐れがあり、かつその懸念は国債発行額が大きくなるにつれて益々現実味を帯びてくる。国債発行開始当初のように7年債（後に10年債）一種類の長期債しかないときには、主として預金という短期資金を集めている普通の銀行に関してはさほどではなく、競合は主として、金融債や貸付信託という長期資金を集めている長信銀、信託の問題に限られていた。しかし国債発行額が増えるにつれて、シ団の負担軽減のために、国債の種類や発行方法の多様化が必要となり、償還年限の短い中期国債が公募発行されるようになると、その懸念は都銀・地銀など一般の銀行にまで広がり、抵抗は一層強まっていった。その後歴史上最も難航したのが期間1年以下の短期国債の導入でした。公募入札などシ団消化以外の方法で発行するものであっても、シ団が、渋々にもせよ首を縦に振るまでは導入できず、金融資本市場の発展とシ団負担軽減のための工夫努力が、シ団からの抵抗で難航するというこのようなジレンマに苦しめられた歴史です。本質的には、利害の対立する多種多様の業種を包括する挙国一致型シ団に依存した国債消化に内在するジレンマであり、時代によって形を変えながらもシ団が形骸化する平成年間まで続くこととなるのです。

第2のポイントは、昭和54年からのロクイチ国債暴落です。これは、国債大量発行、残高急増と金利全般の上昇に起因する構造的なもので、続いた年月も長く、時代環境は大きく異なるものの、今後の教訓を示唆する点多々あります。もはや当時のことを記憶している人も少なくなっているのです。そもそもロクイチ国債出現の経過から順を追って紹介し教訓を探りたいと思います。

昭和50年大不況以降の財政面の話は既にご紹介した通りですが、市場面では金融政策で、公定歩合が9%から8次にわたって引き下げられ、同53年3月には史上最低の3.5%となりました。国債金利もこれに対応して、同年4月発行分からやはり史上最低の6.1%に下がり、世に悪名高い**ロクイチ国債**が出現。これが翌54年2月まで11か月に累計8.8兆円市中発行された。都銀についてみると昭和53年度は、実質預金増加額の42%、同54年度では91%が国債消化に充てられた。日銀買い

オペは年間1兆円程度だったので、金融機関の手元にロクイチ国債が大量に残った。それでも昭和53年中ごろまでは民間資金需要の低迷から何とか消化できていましたが、同54年4月金融政策が引締めになると各種金利は急上昇し、国債金利も逐次引き上げられ、ピークでは8.7%（応募者利回りで8.888%、“ミラクルエイト”）に達した。国債発行条件の引上げは通常実勢に遅れた上、既発ロクイチ国債が（ボトムには価格で70円台前半、利回りで12%台という考えられない水準にまで《理論的には80円台半ば位の筈》）大暴落、金融機関に巨額の含み損が発生し、国中怨嗟の声で満ち満ちた。国債の流通市場が曲がりなりにも形成されつつあった時期で、市場がロクイチを目の敵に過剰反応した面もあったと思います。これで国債の人気は地に墜ち、消化環境は悪化の一途、国債が発行できない「休債」の月もあるなど長い国債暗黒時代に突入します。

ただ、ここでひとつ申し上げておきたいのは、ロクイチ国債暴落は金融機関経営に多大な影響を及ぼしましたが、これが金融システム全体の不安にまで至らなかったのが現代と違うという点です。今だったら大変なことになっていたでしょう。当時の国債残高GDP比は急上昇中とはいえ30%に届くかどうかという水準でしたし、また金利上昇も急激とはいえ、新発債10年債金利が6%から9%へというレベルでした。国債残高のGDP比が150%超、新発債金利が長い間0.5%以下、直近ではマイナスというところからのスタートで上昇の余地がたっぷりある今は、溜まっている暴落のマグマは当時と比較にならないほど大きいと言わざるを得ません。

このロクイチ騒動の後遺症からの脱却には、長期にわたる財政金融両面からの粘り強い努力と工夫を要しました。国債消化面からの対策のうち、規制緩和としての色彩を持つ諸措置は、単に国債の消化促進策にとどまらず、我が国の金融自由化を牽引していきます。次の図表10にその後の時代も含め主な出来事や革新を列挙してありますが、その中で第3の重要な節目は昭和59年のいわゆる金国分離です。昭和59年6月、理財局国債課長に就任した私の初仕事は、シ団幹事に「遺憾ながら7月債も前月に引き続き休債とせざるを得ないことになりました」と、既に前任者の時に省内で決まっていた方針を電話することでした（笑）。

図表10 国債の種類・発行方式の多様化等消化促進努力

昭和40年代	50年代	60年代	平成年代	現在	
	シ団引受7年債(47から10年債)		元、部分入札導入	18シ団廃止全面入札	→
	51、5年割引国債シ団引受(多様化の第1歩)		廃止		
	52シ団引受債の売却制限逐次緩和		7完全撤廃		→
	中期国債公募入札:53、3年債、54、2年債、55、4年債、中国ファンド創設				→
	54ロクイチ国債暴落騒動				
	56から緊急避難的直接発行債				
		58銀行窓口販売開始			→
		59いわゆる金国分離で国債金利自由化			→
		59銀行ディーリング開始			→
		60国債先物取引開始			→
		61短期国債(期間6か月、後に1年、3か月も)			→
		61、20年債			→
		63郵便局窓口販売開始			→
			11、30年債		→
			12、5年利付債		→
			12、15年変動利付債		→
			12、3年割引債		→
			15個人向け国債		→
			16、15年物価変動債		→
			16特別参加者制度		→
			17海外投資家向け説明会		→
			19、40年債		→
			19国によるオプション取引導入		→

これが歴史上最後の実質的休債となるのですが、休債の原因は、6月債が折からの市場金利上昇を受けて表面利率（5月債7.0%）を引き上げるか否かで調整がつかず休債となった後、翌7月債は大蔵省側も0.2%引き上げまで譲歩したのに、シ団側がこれでも納得せず、発行価格の大幅引き下げという妥協案まで蹴って、あくまで表面利率0.3%引き上げに固執したが、これは自動的に長期プライムレートに0.3%引き上げをもたらすので、景気への配慮から許されないことにありました。

余談ですが、バブル崩壊後の金融危機の際の大蔵省バッシングの一つに、「財政の論理が優先して市場や金融の論理が軽視され、これが市場を歪めた」という断罪があったが、この時代の国債発行条件決定の背景としては、これは正しくありません。国債大量発行が続く中で、財政当局としては、国債の円滑な消化が何よりの課題で、市場を無視した低金利での発行を強行しようなどという考えはとっくに消えていました。国債発行条件の弾力的設定を阻害していたのは、国債表面金利と利付金融債の金利が連動しており、利付金融債の金利に0.9%を上乗せしたものが自動的に長期プライムレートになる、すなわち国債表面金利の引上げが自動的に長プラの引上げをもたらすという硬直的金利体系とその下での景気への配慮だったのです。いつまでもこんな八方塞がりを繰り返しては、まともな国債管理政策など“百年河清を待つ”だし、第一下手をすると国債が発行できず歳入欠陥になる危険すらある。こうした危機意識から、国債発行条件をこのような非正常な桎梏から解放し、市場実勢に応じた弾力的な設定ができるよう改革しなければならないと覚悟を決め、「長期金利はわれわれが決めるものだ」という省内タカ派幹部らの空虚な権限意識に抗し、翌8月債の条件決定を意図的に遅らせました。時間切れで利金債金利が前月据置の7.0%で官報告示される、つまり長期プライムレートが据え置きとなるの見届けてから、おもむろに国債を表面利率0.3%引き上げの7.3%で決めた。これが世に言う「金国分離」です。コロンブスの卵のような話ですが、これ以来、国債金利は長プラの足枷から解き放され、市場実勢に応じた発行条件を設定するというルールと、シ団との信頼関係が確立されて行きます。国債の歴史では暗黒時代の終焉、近代の到来を告げる転換点、金融の歴史では債券金利自由化の第1歩となる歴史的瞬間でした。その「金国分離」以降、わずか2年余りの間に、かつては「迷惑なお荷物」視され

ていたシ団10年国債は、「火種論」まで紙上を賑わすような、飛ぶように売れる人気商品に脱皮し、その流通市場は爆発的に拡大しました。

底流に、カネ不足経済からカネ余り経済への転換という経済金融構造の変化があったことは確かですが、国債そのものに即して見ると、この金国分離による金利の自由化などの商品性の改善、財政再建努力による発行額の減額や発行方式・種類の多様化、窓口販売や金融機関ディーリングの解禁などの規制緩和や市場インフラの整備の三者が相互に作用し、需給環境が抜本的に改善した結果でもあります。

最後第4のポイントは昭和60年度の制度改正です。昭和50年度の大量発行から10年目の満期を迎える昭和60年度の国債大量償還・借換対策が急務となっていました。冒頭の特例公債の借り換え解禁もその一つですが、期間1年以下の短期国債の導入、年越え借換債発行の解禁とNTT株式売却代金を国債償還財源に充てるという歴史的な法改正を行いました。さらに同年10月から国債先物取引が開始され、今日に至る国債取引のいわば現代的金融技術革新の第1歩が踏み出されました。

このうちNTT株売却代金について付言します。中曽根行革最大の目玉である3公社民営化に伴い、最も市場価値のあるNTT株の売却代金の使途が政治課題となりました。通産・郵政両省がハゲタカのごとくこれを狙って争っている中で、「国民共有の資産であるNTT株式の売却代金は国民共通の負債である国債の償還財源に充てる」との党5役裁定が下され、売却可能分の株式は将来争いとならない様、国債整理基金に帰属されました。歴史上特筆すべき大英断だったと思います。

ところでもともと国債は60年で償還するとの考え方から、その財源として毎年度残高の（概ね60分の1）1.6%を積み立てる制度があります。そこへ新たにNTT株を国債償還財源に充てるというからには、当然既存の積み立てに上乗せして償還財源とするのが常識でしょう。しかし残念ながら、累計15兆円に上る売却代金は既存制度での義務的積み立てを特例法で停止する代替財源となって、悪く言えば雲散霧消してしまったというのが現実です。これも今日の国債累増の一つの悲しい要因といえましょう。

(まとめ)

6. 国債残高累増を招いた3つの実質的要因と得られる教訓

ここで、今日までの国債膨張を招いた要因をまとめ、そこから教訓を探ります

図表 1 1 国債膨張の実質的要因と教訓

1. 対外要因(いわゆる二つのコクサイ化)

ニクソン・ショック以来の円高恐怖症、外圧、国際化への対応失敗

教訓: 需要下支え一辺倒からの脱却

2. 国内政治・社会的力学(受益と負担のアンバランス)

「小さく生んで大きく育てる」歳出(後年度負担)膨張圧力

将来にツケを廻しても当面を糊塗する悪知恵

消費税導入・増税のコスト(一般消費税挫折のトラウマ)

教訓: 「財政は自分のもの」という国民意識の高まりしか決め手はない

3. 市場からの警告の喪失

大量の国債消化のための努力と工夫の奏功が、却って市場からの歯止めを失わせた皮肉の歴史

この数年は、結果的に異常低金利に甘えた財政運営の緩みも明らか

教訓: しかし借金だという本質は不変→膨張するマグマ

(第1はニクソン・ショック以来の円高恐怖症)

昭和46年のニクソン・ショックで財政政策のスタンスが180度転換され、すべてはここから始まりました(私はその時主計局総務課の次席課長補佐で渦中にあり、省内上から下まで右往左往の大混乱ぶりをよく憶えています)。

ただニクソン・ショックは戦後世界経済レジームの崩壊という歴史的な大事件ですから、この時の日本財政の対応それ自体が誤りであったとはいえない。問題はその後の反復です。図表3でみた通り、何度も財政再建努力が重ねられたが、これがことごとく挫折し、「禁煙に失敗した人が以前の倍のヘビースモーカーになるがごとく」財政悪化が進んだ。その背景には過度の円高恐怖症や外圧、国際化への対応の失敗などの対外要因から、ワンパターンな景気対策を30回以上も積み重ねてきたことがあります。

これをマクロ経済的に掘り下げて考えると、実力以下の円安を奇貨とした「濡れ手で粟」の外需を当たり前のように期待し、これが駄目なら財政で支えろという、本来サステナブルでない需要水準を求め続けた無い物ねだりの「他力依存・竹馬経済」だったということです。

これから得られる教訓として、もはや日本経済の課題は総需要の下支えではなく、技術革新や構造改革という産出力の強化であり、目先の景況感や外圧にとらわれて財政再建努力を先延ばししたり、景気浮揚を狙って財政出動や減税を繰り返すのはもういい加減にやめなければなりません。

(注) かつて日米構造協議で米国が主張していたような、単純な貯蓄投資バランス論から云われる、「民間資金需要がないならそれを公共部門で吸収するのは当然だ」、という論理は正しくありません。貯蓄と投資がバランスするというのは、事後的に成り立つ恒等式に過ぎず、因果関係を示すものではない。目の前に国債という安易な運用対象がころがっていなければ、資本市場も金融機関も、もっと真剣に貸出先の育成・開拓に力を注ぎ、結果として将来の成長に繋がる民間の生産的部門に国民の貯蓄が流れたか

もしれないのに、国債があるから財政赤字という非生産的な対象に貴重な国民の貯蓄が充てられた。こういう意味からも、まず財政赤字が先行する経済が、将来の成長を阻害する不健全なものであることは論を俟たない。バブル崩壊後の一連の経済政策は、目の前の需要創出にとらわれ続けた余り、経済の長期的成長に対して決定的な誤りを犯したのだと思います。

（第2は、より構造的というか、社会の深層心理的な受益と負担のアンバランスと将来へのツケ回し体質です）

故大平正芳総理の持論であった「入るを計って、出ざるを制す」という財政の基本が何時の間にかどこかに置き忘れられ、「出ざるを図りて、入るを怠る（あるいは入るを嫌う?）」となってしまった受益と負担の構造的アンバランスです。

このうち、歳出面では、旧大蔵省以外の政府与党すべては予算獲得、つまり歳出増が手柄で、「小さく産んで大きく育てる」というようなあらゆるテクニックを駆使して後年度巨額の財政負担となる制度を次々と導入するという政治的力学が働いた（今回の東京オリンピック施設の話もそのデジャブ）。対する大蔵省の方も、毎年度予算を組まなければならないという宿命から万策尽きた結果とはいえ、「もう智慧を出してはいけない」という同総理の遺訓に背いて数々の悪智慧（その最たるものは税収の年度区分変更）を出して当面を糊塗して負担の先送りを図り、結果的にこれを許してしまった。他方歳入面では、大平内閣での一般消費税導入の挫折以来、消費税の創設・増税は難航を重ね、大規模な所得減税など見返りの負担が大きく、国の収支勘定というだけの面からみれば未だに累計の差引き収支面で赤字だという計算すら成り立つ。（注）詳細は拙著「日本財政を斬る」（平成28年7月、蒼天社出版）p154以下参照

ここからの教訓は、結局「財政は自分たちのもの」という国民意識の高まりに待つ、「百年河清を待つ」しかないのでしょうか。

(市場からのブレーキの喪失)

もうひとつ忘れてならないのは、国債発行草創期に見られたような、市場からの国債増発へのブレーキが失われたことです。ご紹介したような昭和50年度の国債大增発から国債暗黒時代を経て、大量の国債消化のために重ねられた様々な工夫と努力が次第に功を奏したことが、皮肉にも、国債膨張への市場面からの歯止めを失わせ、国債残高膨張を許す結果になってしまいました（苦勞した当事者としては悲しいことです）。

特にこの20年余、ゼロ金利から量的緩和、異次元緩和と先例のない金融緩和が長く続く中で、「国債消化能力」という概念すら死語になろうとしています。しかし、**国債が借金であるという本質が変わった訳ではありません**。借金である以上、期日が来れば返さなければならない。しかし国には返す金などないので、大部分は借換えをしなければならないのです。この借換えの分を含め貸してくれる人がいなければ借りられない。また、借金だから、その時貸し手が納得する金利（今は偶々マイナスであるとしても普通はプラスの金利）を払わなければならないというのが借金の本質です。

この借金であるという本質から忘れてはならない過去の重要な教訓を復習しましょう。

先ず、貸してくれる人がいなくなるという事例は、今でもアルゼンチンやギリシャなど世界ではしばしば起っているが、日本でも現にあった。「休債」、「入札の未達」で、私自身も経験しました。国に貸したら返ってこないと皆に思われたら最後、日銀の金融緩和でいくらお金が出回っていたとしても、そのお金を国に貸してくれる人はいない。今は誰もそんな事態を想像しませんが、日本の国の財政の実情はアルゼンチンやギリシャと比べてもそう威張れる状態ではない。

もう一つは金利の恐ろしさです。個人でもサラ金、ヤミ金で破綻するのは金利負担から。借金である以上信用力に不安があれば金利は急上昇する。前述のとおり、国債残高はPB赤字（つまり収入以上に使ったお金）と過去の借金の金利分だけ増えます。PBが赤字だということは、金利は全部追い貸しして貰った上に、まだ収入以上の支出をしているということで、個人や企業では考えられないことだが、国は51年中6年を除きこの状態だった。そのPBが黒字だった6年間を含む昭和55年度から平成4

年度までの13年間、PBは差引きでほぼ均衡していたのに、金利負担だけで国債残高は120兆円増え3倍に、GDP比でも1.5倍になったことは既述の通りです。昭和55年度当時の国債残高のGDP比が30%弱だったのに対し、これが150%を超えている現在、金利上昇による雪だるま式財政悪化の潜在的マグニチュードは当時と桁違いに大きいのです。

平成28年度末国債残高見込み830兆円というのは、国債残高平均金利が2.5%（そう非現実的ともいえない平成12, 3年頃の水準）に上昇すれば、地方交付税を除いた国の手取税収の半分が国債利払費に消える水準です。

さらに高度情報化の下での金融技術の高度化などを背景とした金融資本市場の、暴力的ともいえる変動の激しさ（ボラティリティの高さ）も要注意です。「市場が警告を発しなくなった」といいましたが、それは今日の一時的現象、昔の火山の分類で譬えると休火山なのであって、一旦何らかの理由で溜まっているマグマが活動を開始すると、破壊的結末をもたらす危険があるでしょう。昭和54年のロクイチ騒動と比べても、溜まっているマグマの規模は比較にならない程大きいことを念頭に置きつつ、市場の暴力を招かないように、先手先手で信用を繋ぎとめておく努力が不可欠だと強く訴えたいところです。

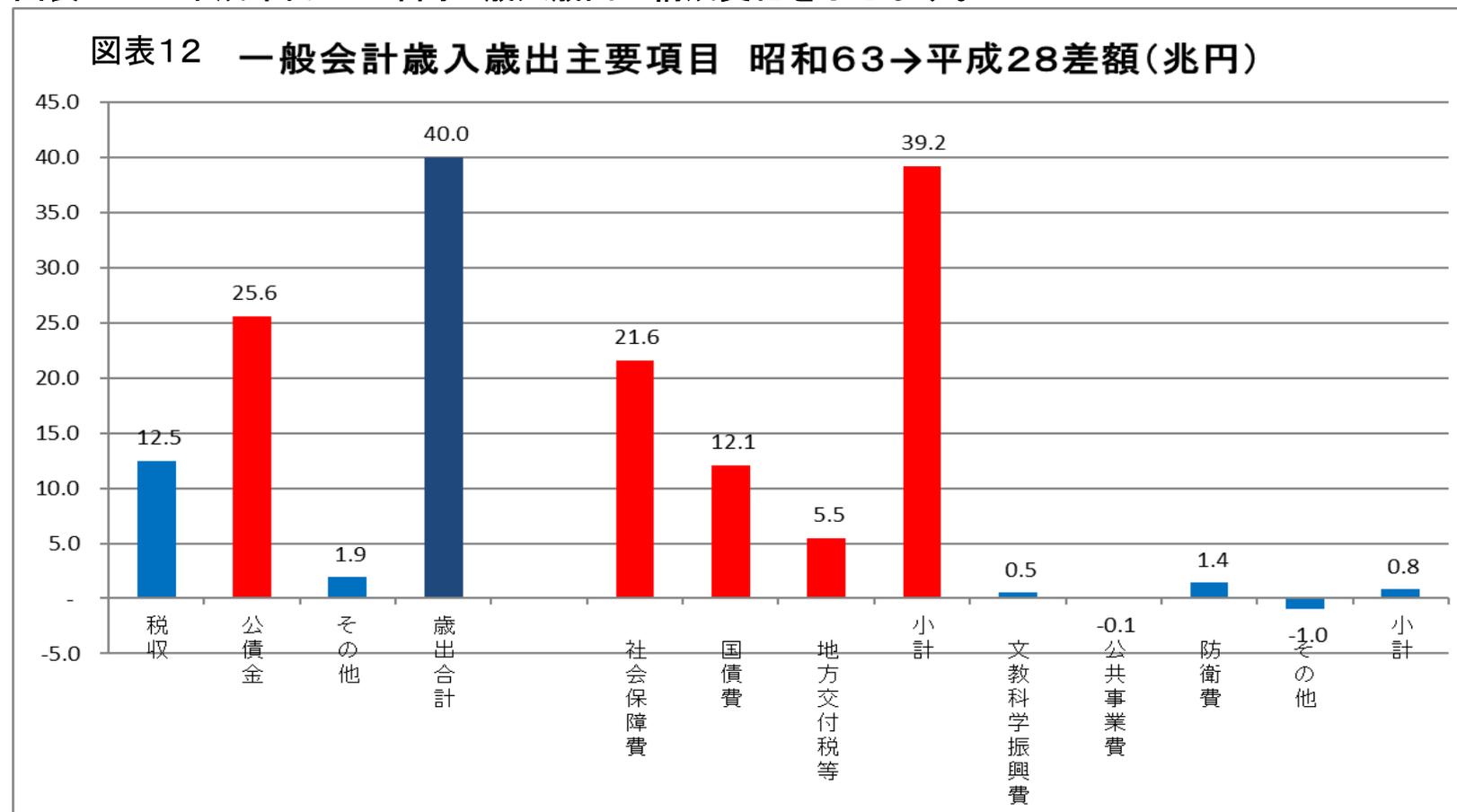
さらに付け加えますと、この意味でも、現に破綻寸前の財政状況の下で、当局者が万が一にでもインフレによる借金帳消しを期待し、これがその言動を通じて何となく市場に広まったら最後、本当に国債暴落、金利急騰、国債の借換が出来ないという事態が起こりかねません。当局者がシムズ理論に肩入れするような発言は絶対に慎むべきです。

7. 進むべき道

以上を踏まえて、**日本国債の課題と展望**をまとめます

- ・ 日本財政は明白な破綻状態にあり、このままでは持続不能です
- ・ これから脱却するには、予定されている消費税10%への引上げはもとより、さらに厳しい歳入歳出両面での改善努力を粘り強く続けていく必要がある
- ・ 歳出サイドでは、単に赤字削減の為だけでなく経済活性化に向けた財政の機能回復の為にも社会保障の大幅見直しが急務です
- ・ 市場との関係についていえば、何時暴落が起こっても不思議ではないが、市場参加者が「まだ保つ」と思っている間は起こらない 何らかのショックで「もう駄目」と思われた瞬間、壊滅的な暴落が起こる それが何時なのか誰にも判りませんが、とにかく、先程申し上げた通り、市場の暴力を招かないように、先手先手で信用を繋ぎとめておく努力が不可欠です。市場の不信を買うような政策は絶対採らないことです。**当局者がインフレによる債務帳消しを企図していると取られる言動も厳に慎むべき**です。
- ・ 幸い国債の平均残存年数は8年程度ありますから、歴史的低金利の恩恵は暫く続く。この間にプライマリー・バランスを少しでも早く黒字化させるという時間との闘いでしょう。たいせつな目安は国債残高のGDP比です。これはPB均衡の下で、名目金利がGDPの名目成長率以下なら上昇しません。小泉内閣時にどちらが高いかの論争がありました。私は長期的には金利の方が高いのが自然だと思います。となるとPBは若干の黒字である必要があります、ハードルは少し高くなります。
- ・ 過去の経験を見る限り、PBの黒字化は並大抵の努力では済まないことを国民も政治家も覚悟する必要があります

ところで、そうはいつでも選択肢はそう多くはありません。国の予算の歳出中社会保障費、国債費、地方交付税が7割を超えています。ですから社会保障費の合理化に手を付けなければ歳出面では金目は稼げません。むしろ他の経費については日本経済の潜在成長力を高めるのに不足気味ですらあります。図表12に平成年代28年間の歳入歳出の構成変化を示します。



一目瞭然、歳出規模40兆円増加の内この3経費が39.2兆円を占め、他の経費は僅か0.8兆円と殆ど増えていません。一方歳入面では、税収の増は12.5兆円に止まり、国債が25.6兆円増えました。国債の増発で社会保障を拡大してきたことが一目瞭然です。**社会保障水準を維持するなら増税が、増税が嫌なら社会保障の水準カットが不可欠**であり、この当然の選択を正面から国民に迫り、統合的な税と社会保障の一体改革を実現しなければならないことは陽を見るより明らかです。

(無責任な楽観論に対する反論)

これで私からの話は大体終わりですが、最後に時々耳にする3つの無責任な楽観論に対する反論をしておきます。

その第1は、「財務省は国の債務残高1200兆円とか、総債務残高ばかり喧伝して危機感を煽っているが、実は日本の国は世界でも類を見ない程の資産、それも多額の金融資産を持っており、国の貸借対照表の純負債を見ればまだ十分持続可能な水準にある」という議論です。少し細かい数字と専門的な議論になって恐縮ですが、次ページの図表13を御覧下さい。

財務省発表の国の貸借対照表(兆円)	
資産合計 672.4兆円	負債合計 1,193.2兆円
現金・預金 52.3兆円	政府短期証券 86.4兆円 うち外国為替資金証券 85.1兆円
有価証券 124.8兆円 うち外貨証券 120.9兆円	公債 917.5兆円 うち普通国債 812.1兆円 うち財政債 96.2兆円 その他 9.2兆円
貸付金 116.2兆円 うち財政融資資金貸付金 103.7兆円	
公的年金の運用寄託金 106.6兆円	
有形固定資産 180.5兆円 うち公共用財産 149.1兆円 うち国有財産 29.3兆円	
出資金 71.9兆円 その他 20.2兆円	
資産・負債差額(純負債) ▲520.8兆円	借入金 29.9兆円 預託金 5.6兆円 公的年金預り金 115.9兆円 その他 38.0兆円

国の貸借対照表分析(平成27年度末)

図表13

左の財務省資料から、資産負債対応関係にある外為、財投、年金関連と「その他」(左表で網掛けした各項目)をネットアウトし、差額を調整計上

資産合計 330.4兆円	負債合計 851.2兆円
現金・預金 52.3兆円 (うち借換債前倒発行分 42.3兆円)	普通公債等 821.3兆円 普通国債 812.1兆円 (うち借換債前倒発行分 42.3兆円) 交付公債等 9.2兆円
有形固定資産 180.5兆円 うち公共用財産 149.1兆円 うち国有財産 29.3兆円	
出資金 71.9兆円	
差額調整 25.7兆円	
資産・負債差額(純負債) ▲520.8兆円	
	借入金 29.9兆円

同左から財源になりえない名目上の資産を除いた実力ベースの資産・負債差額(楽観的推計)

資産合計 97.7兆円	負債合計 851.2兆円
現金・預金 52.3兆円 (うち借換債前倒発行分 42.3兆円)	普通公債等 821.3兆円 普通国債 812.1兆円 (うち借換債前倒発行分 42.3兆円) 交付公債等 9.2兆円
有形固定資産中無理すれば売却可能と言えなくもない国有財産10兆円(29.3兆円の3分の1とみて)	
有価証券・出資金中 J P (5.4), J T (3.1)、N T T (3.6)の計上時価合計 12.1兆円	
差額調整 23.3兆円	
目一杯楽観的に見た資産・負債差額(純負債) ▲753.5兆円	
	借入金 29.9兆円

国の財政を論ずるのに、企業の会計基準を準用した国のバランスシートというものがどれだけの意味を持つかという基本的な問題はさておいて、単純に財務省資料（一番左の表）の純負債をみても、概ねGDP並みの520兆円というのはまだまだ大丈夫という水準ではないと思いますが、問題はそれだけではありません。

確かに国の総負債約1200兆円という時には、これまで論じて来た国の一般会計を中核とするいわば本当の財政とは別な活動、外貨準備管理のための外為会計、有償資金の調達・運用である財政投融资という、それに公的年金（既経過期間に対応する年金債務をどう見るかによって、実は負債超過ではないかとの議論もあるが、それはさておき）など、資産負債が両建てでほぼ見合っているいわば金融的活動の負債が含まれており、それに見合う金融資産があることはその通りです。楽観論の論者が、金融資産がたっぷりあるというのは、この両建て活動の分を指しているのです。そこで、これら（左の表で網掛けしている項目）の資産負債を相殺して、一般財政部分だけを表示したのが中央の表で、これを分析して見ます。

負債はこれまでご紹介してきた国債とそれに近い各特別会計の借入金で851.2兆円、これは特に説明を要しません。問題は330.4兆円となっている資産で、これには国の財政状況を論ずるときに企業の会計と同じような感覚で借金を相殺する「財産」、言い換えれば「いざというときに財源となるか、将来のキャッシュフローを生む資産」とは言えないものが相当程度含まれており、これを除いたところでは、右の表に示す通り、一応資産としてカウントできるものは、どう楽観的に見積もっても97.7兆円どまりです（詳細は下の注参照）。となると純負債の実力は753.5兆円と、私が図表6,7で国債残高といっている760兆円とほぼ同額、改定前のGDP比150%になり、やはり到底持続可能な水準ではないということです。

なお楽観論は、この国のバランスシートを特殊法人や独立行政法人などとの連結ベースで見ると純債務はさらに減ると主張しています。連結ベースでの平成27年度末の計数は昨日発表されたばかりでまだ詳しく見ていませんが、その差は50兆円強で、連結先法人の財務状況を上記と同様の実態分析に基

づいて見れば実質的な差は殆どありません。但し、一部の論者が主張するように連結先に日本銀行を加えるとなると、いわゆる統合政府勘定論の領域となり、アデア・ターナー教授のヘリコプター・マネー論につながっていきます。これは、最近流行りのクリストファー・シムズ教授の「物価水準の財政理論（FTPL論）」と並んで、学者の世界の話となり、本日のテーマを超えますので、今日のところは立ち入るのをやめておきます。

（注）資産に関する詳細説明

先ず現金預金は、先にふれた昭和60年度の制度改正で創設された借換債の年度をまたがる前倒発行など年度末特有の一時的な溜まり金で、消えてしまうものですが、一応この前倒発行国債と両建てでそのままとしておきます。

ポイントは次の段の有形固定資産です。大部分を占める公共用財産というのは一般道路、河川の堤防などの公共の用に供されている社会資本で、財務省資料では、便宜企業会計に準じ、取得原価から原価償却を引いて資産計上していますが、いざというときに売って財源と出来るかという意味で、借金から控除できるという性格の「財産」ではありません。売れるか売れないかという水掛論になるかもしれませんが、私なりにやや理屈っぽく整理すると、「経済学でいうところの排他性がないため、便益は広く一般国民に帰属し、所有者である国に金銭の形では帰属しない、にも拘わらず、所有者国がコストをかけて良好な状態で公共の使用に供するよう整備しておく負担を負うという特殊な資産」で、これは到底資産としてカウントできません。将来のキャッシュフローという意味では、負の資産です。そもそもそういう特殊なものを、民間ベースの目線でみて「売ればいい」とかいう議論をするのがおかしい。

次の「国有財産」約30兆円には、公共用財産に近いものから、財産的な色彩が濃いもの（例えば公務員宿舍用地の一部）まで、色々なものが混在していますが、ざっくり言って財産として認識できるのは3分の1にも届かないと思います。

次の段の出資金ですが、このうち日本郵政、日本たばこ、NTTの株式は大部分法律上政府保有義務があるものの、法改正すれば売れなくはない市場性資産ですから、これは財産と認識できるでしょう（有価証券に計上してある日本郵政株を含め12.1兆円）。しかし残りの出資金は例えばJICAや政策投資銀行その他各種特殊法人等への出資で、出資先で容易には戻ってこない使途に使われてしまっているもの（だからこそ、融資ではなく出資した）で、これも名目だけの資産です。それどころか、その活動を維持継続するために将来にわたって国の資金を投入し続けなければならないという意

味（銀行の自己資本規制に警えるとリスク・ウェイトが100%を超える資産）で、負の資産だとさえいえるものも少なくありません。

その下の差額調整は諸々の相殺の結果の差額ですが、負債の方は明確な借金であるのに対し、資産の方は以上のような不確かなものが大半なので、殆ど無価値だと思われそうですが、一応そのままとし、ダブルカウントになる有価証券に計上した日本郵政株だけを控除した23.3兆円と置いておきます。

以上のように整理をして、実力ベースでの資産を試算したのが一番右の表のように97.7兆円、これにより計算した純債務が753.5兆円ということです。

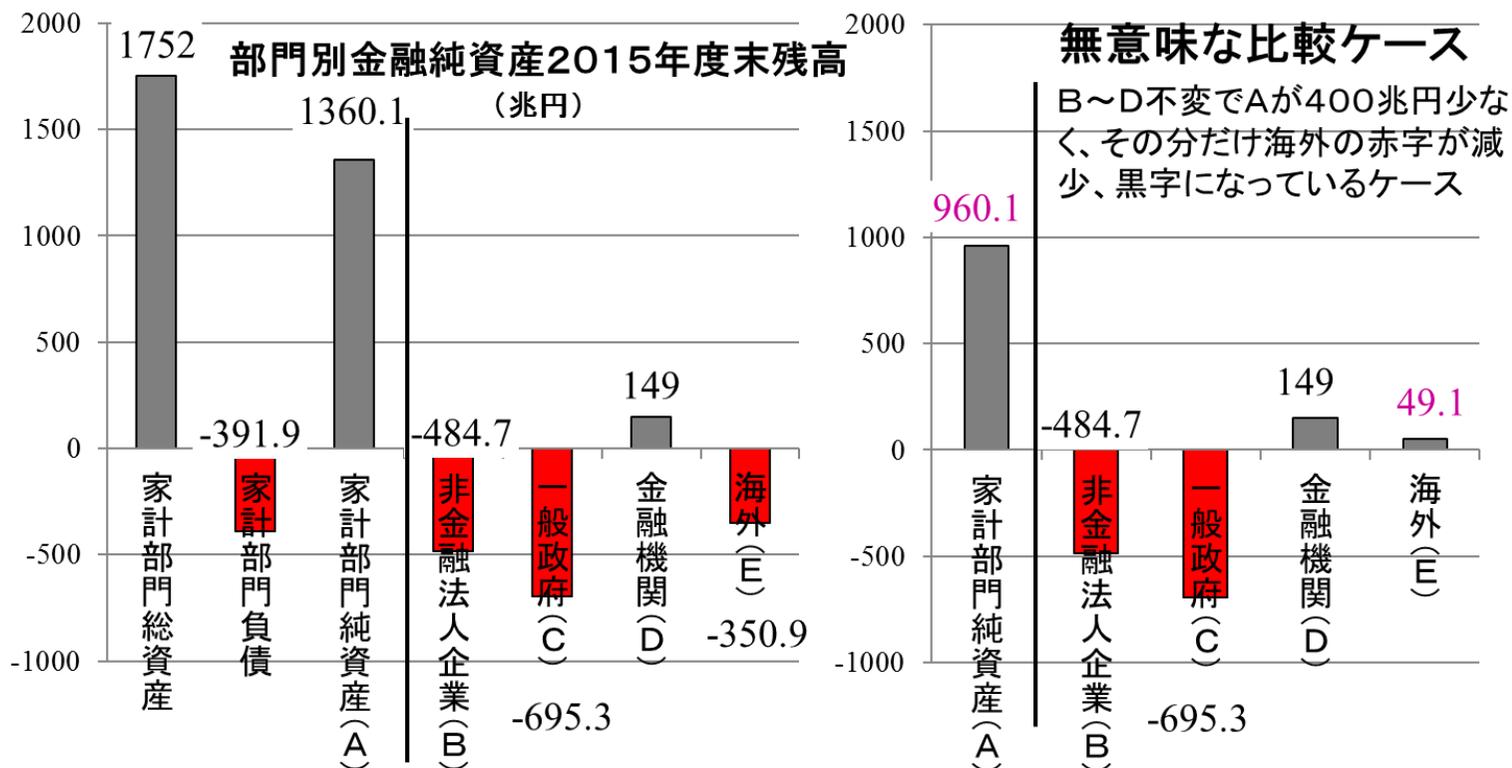
第2に日本国債は国内で保有されているから心配ないという議論です。

確かに日本国債は諸外国と異なり、大部分が日本国内で保有されている（海外投資家保有割合は最近上昇傾向にはあるがまだ僅か10%程度、但し流通市場でのプレゼンスは、現物で30%、先物で50%台と高い。因みに日本株の海外投資家保有は30%、取引では60%という）。

しかし、日本国民ならお国が苦しいなら私の持っている国債の元利は払わなくていいです、銀行が国債棒引きするなら預金は返ってこなくて結構ですといいますか。云う筈ありませんよね。国債の金利は、海外が持っていようが日本人が持っていようが、いずれにしても日本国民の税負担で払わなければならない。これが潜在的にはもはや限界に達しているというのが問題の本質です。

これをご理解頂いた上でさらに、目の前に国債がなかったら国民の貯蓄はもっと成長に貢献する分野に使われていた筈だ、という個人貯蓄と政府債務の関係についての話を、日銀の部門別金融資産負債残高統計に即して少し詳しく考えます。図表14を御覧下さい。

図表 1 4



(注1) 海外部門の負債超過額とは日本から見れば対外純資産、逆は対外純債務

(注2) 一般政府部門負債超過額は、年金積立金211兆円を資産として相殺している反面、この数倍の既発生年金債務を債務計上していないので、大幅過小評価 実力はマイナス1000兆円程度

右は、官民通じた日本の国全体が純資産国から純債務国に転落しているケースだから、現状がこれよりはマシなのは当たり前で、この比較は無意味

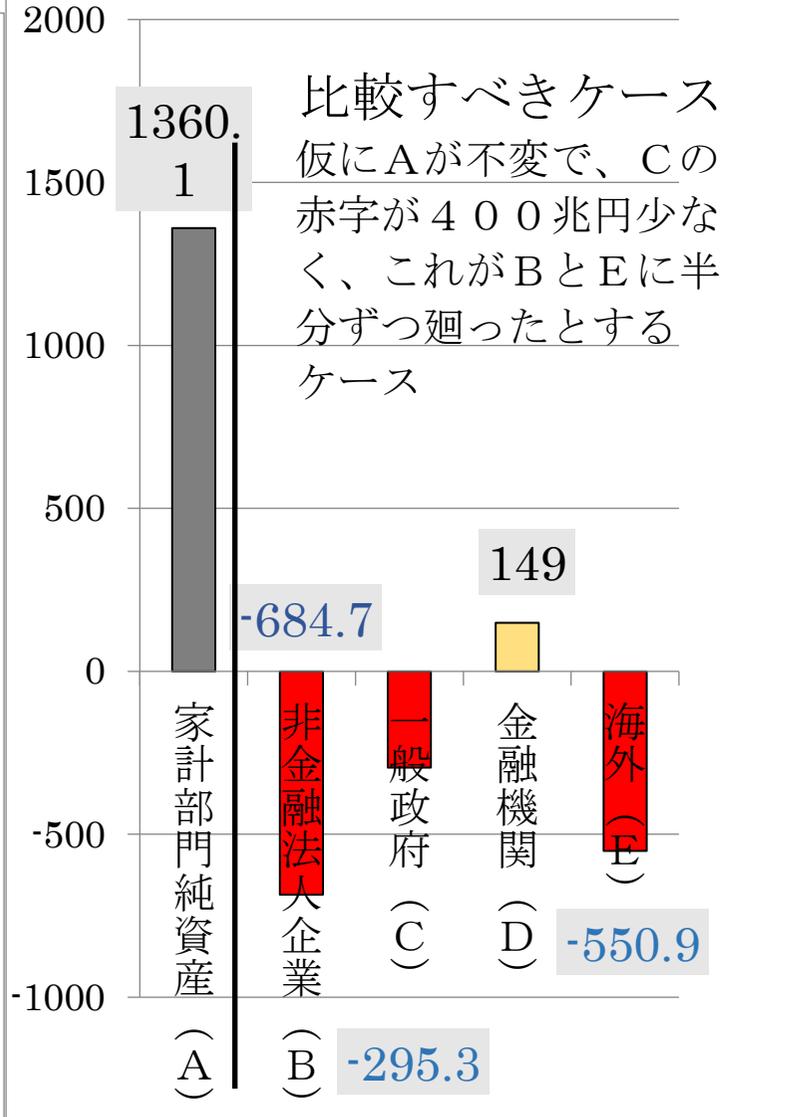
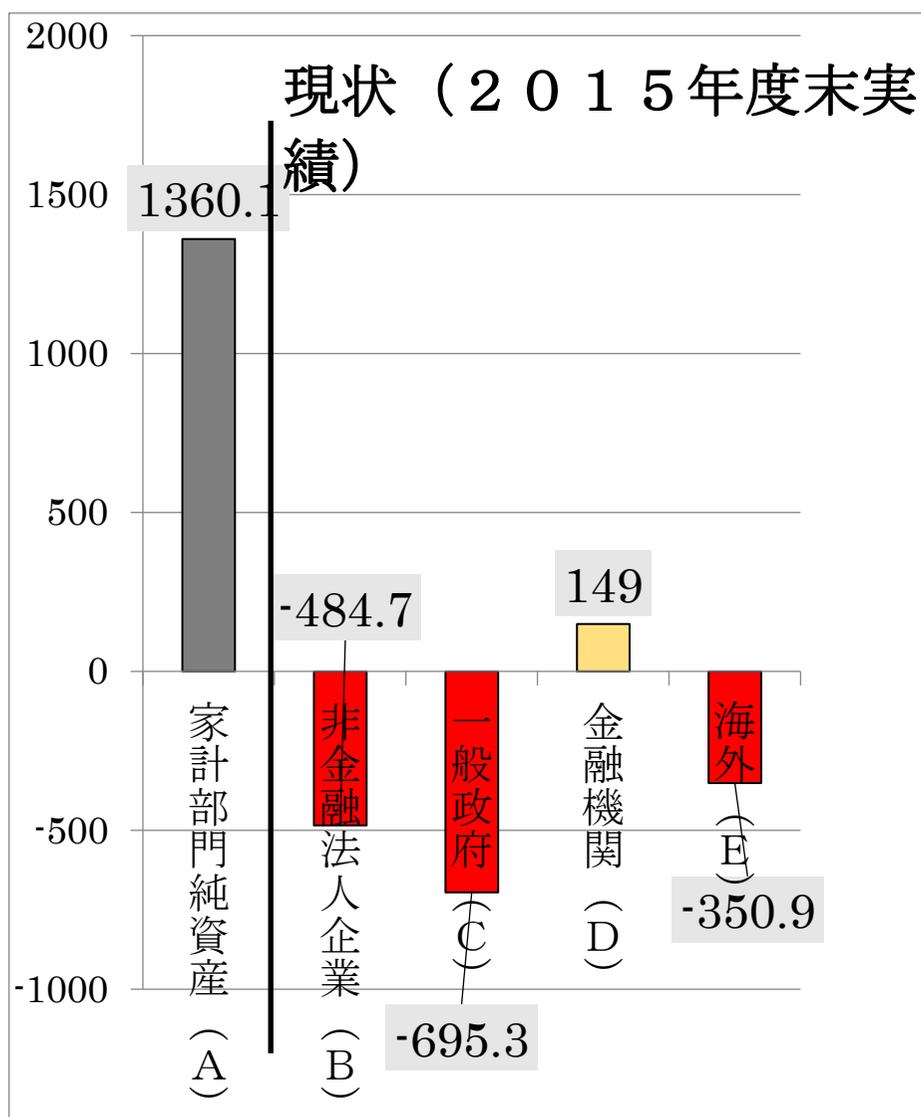
先ず現状は、この図表の左の図の通り、家計部門の総資産1,752兆円から住宅ローンなど家計自身の負債392兆円を差し引いた純資産1,360兆円が財政のネット債務（過小評価ながら図でいう一般政府の純債務695兆円）と生産活動の原資である法人企業のネット債務485兆円、日本からみれば対外純資産である海外部門のネット債務351兆円に充てられている計算になっている。

そこで問題は、現状とどんな状況を比較するかです。もし法人企業と政府部門のネット債務が現状と同じで、なおかつ家計部門の純資産が例えば400兆円少なかったと仮定すると、図表14の右の図の様に、対外純資産が消え、逆に49兆円の対外純債務国に転落していることになる。これは中南米かギリシャの状況で、長年経常黒字を続けてきた日本の現状がこれよりマシなのは当たり前で、この比較は殆ど意味をなさない。長年の国民の努力で経常黒字を続けてきた結果が現在の対外純資産を築いているのです。ただ昨今の貿易赤字が続くと、この状態に近づく危険はありますが。

（注）対外純資産は基本的には国際収支の経常収支黒字の累積です。但しこれにキャピタルゲインロス（時価評価だから評価損益を含む）が加わる。日本の場合、実はキャピタルゲインロスでかなり目減りしていることも本邦金融機関の運用力の弱さを示すものとして、問題なのです（拙稿「なぜ黒字国・日本の対外純資産は目減りしているのか」（金融財政事情2008年4月7日号他参照）。

比較するとすれば、次の図表15の様に、家計の純資産は現状通りあって、財政の純債務が例えば400兆円少なかったとしたケースとでしょう。

（図表15）



現状は、貴重な家計純資産の半分（実力ベースでは大部分）が、政府への貸付という、元利は結局自分が払う税金で負担するしかない蛸の足喰いのような、将来の富を産み出すこともない資産に廻ってしまっているのだが、仮に同じだけの家計純資産があって、政府部門の赤字が例えば 400 兆円少なければ、その 400 兆円は国内法人企業か、海外投資という、他人様が稼いでくれたお金で元利が払って貰えるまともな資産に廻り、国の富もそれだけ増える筈だった。それが現状は、自分で自分に貸して資産だと錯覚している花見酒状態で、国の富も増えないということに他ならないのです。勿体ないことです。

最後第 3 で特に重要なのは、国債残高負担を消す切り札は、インフレによる既存債務の減価だという議論です。かなりの人が本気でそう信じているフシがあります。

歴史上政府債務がインフレで帳消しになった例は枚挙に暇ありません。しかし留意すべきは、その殆どが、革命や敗戦で前体制が否定され、既存制度や権益が消滅した場合です。誰もそんな事態を期待している訳ではないでしょう。現在の**民主的福祉国家体制が継続**しているという大前提の下でのインフレを議論しているのです。

その前提でも、PB が大幅に黒字なら、インフレで何倍にも増えた PB 黒字で減価した既往債務を返済し、債務を事実上帳消しに出来るかも知れません。戦後のインフレの場合は、戦費がなくなった結果、PB が黒字だったことが多いのです。しかし PB が赤字では、元本はおろか金利すら新たな借金に頼るということですから、インフレによる既往債務の減価というのは帳簿上の話でしかなく、現実の財政収支に効果はありません。

さらに国債費以外の支出（PB 対象経費）は今の制度が続くなら、殆どの経費がインフレ率かそれ以上に膨らみます。一方税収は累進構造の個人課税については物価調整減税が避けられない上、従量税もあるので、インフレ率並には増えません。むしろそんな混乱した経済のもとでは実質成長はマイナスで

しょうから、税収の伸びはインフレ率を下回るでしょう。そうすると収支ギャップであるPB赤字はインフレ率以上に拡大することになります。

次の図表16で昭和49年の狂乱物価時（ピークのCPI上昇率年間25%）の実績でこれを計数的に実証しています。私自身、主計局主査という予算現場の末端責任者として肌で体験したところです。

図表16 インフレと財政（狂乱物価時の実績）

	(億円)		
	48年度	50年度	50/48伸率
税収決算	133,656	137,527	2.9%
当初予算歳出合計	142,840	212,888	49.0%
うち社会保障関係費	21,145	39,269	85.7%
うち文教科学振興費	15,702	26,401	68.1%
プライマリー・バランス (調整後決算)	-10,813	-41,781	286.4%
国債利払費等決算	4,422	7,800	76.4%
年度末国債残高GDP比	6.5%	9.8%	
CPI上昇率(49/47歴年)			37.5%

48年度と50年度を比較しますが、物価上昇が予算に反映するにはタイムラグがありますので、CPIは1年前の47年と49年の比較ですが、2年間で37.5%の上昇でした。ところが税収は2年間で僅か2.9%の伸びに止まっています。一方の歳出は社会保障が85.7%、文教が68.1%伸び、公共事業費を名目で前年同額に抑えるという荒療治をしたのに、一般会計全体の規模は49%とインフレ率を大幅に上回って伸び、PB赤字は1兆円強から4兆円強へと約4倍に膨らみました。それやこれやで、国債残高のGDP比は2年間で6.5%から9.8%へと5割増しに急上昇しました。勿論インフレのせいだけではありませんが、インフレが財政悪化を急加速したことは確かです。

利払いについて補足しますと、歴史上英仏で実在した固定金利の永久公債なら、利払費が減価するので財政負担軽減になりますが、今の日本の国債は平均7~8年で借換えが必要となり、借換えのための新しい国債にはそのときの金利が適用されます。国債利払費はこの2年間でCPI上昇率を遙かに上回る76.4%伸びました。

ある日目が覚めたら突然物価が倍になって、その後は低金利が続くというなら話は別ですが、そんな非現実的なことを想定しても無意味です。現実にはインフレの兆しが見えただけで金利は高騰するでしょう。仮に新規調達金利が既往発行条件の最高並みの9%になるとすると、平成28年度補正後で8兆円の利払費は19兆円と倍以上になります。ロクイチ国債の流通利回りの最高並みの12%とすると24兆円です。今日では30%を越すようなインフレの下で、金利は到底12%では済まないでしょう。その次の年度から先は、金利の動向次第ですが、過去の低金利が毎年新しい高金利に置き換わって、利払費は増えていきます。

以上要するに、①PBが赤字で、②国債の借換えが必要で、③金利が市場で決まる、という状況の下では、インフレで国債負担が消せるというのは危険な幻想に過ぎないのです。勿論、そもそもインフレがわが国社会経済に測り知れない打撃と混乱を及ぼすことは言うまでもありません。

実は私がこのことを指摘するのは、昨日今日のことではありません。まだ世の中でこんなインフレ願望が出てくる前の2001年8月に、週刊金融財政事情に連載した「プライマリー・バランス分析からみた財政構造悪化の軌跡」(下)で、文教予算にみる財政膨張の実例を紹介、昭和45年度から51年度の間一般会計税収が2.15倍に止まる中で本来比較的伸びが小さいはずの文教予算が3.3倍に膨張したことを主要施策毎に跡付けています。そして、「余談ながら、財政再建の特効薬として国債元利払負担軽減のためインフレを待望する議論も散見されるが、物価上昇率がある限度を超すと歳出に超過的な上昇圧力がかかり、一方税収の方は、物価調整減税が必至なので**財政悪化要因**となるというのがこの時の教訓である」といち早く警告しました。

以上で私の話は終わります。日本国債の来し方につきさらに詳しく知りたい方は、私の最新作『**日本財政を斬る一國債マイナス金利に惑わされるな**』(平成28年7月 蒼天社出版)をお読み下さい、きっと目から鱗になると思います。

(その拙著についての蛇足ですが)

ネットを見ていたら、フィナンシャル・ポインター World Economy and Financial Markets というネット誌にその拙著の書評が出ていました。掲載元は、浜町S C Iという事業組合だということですが、どんなところか知りません。その書評の最後にこうあります。

「米澤氏は、インフレによって借金を減価させようという議論について、

1. プライマリー・バランスが赤字
2. 国債の借り換えが必要
3. 金利が市場で決まる

という状況の下では『危険な幻想に過ぎない』と斬って捨てている。興味が湧くのは、3条件のうちのどれかが崩れたらどうなるかであろう。

1. を崩すのは正攻法の財政再建
2. を崩すのはヘリコプター・マネー
3. を崩すのは金融抑圧

ということになりそうだ。3はすでに実験中であり、2も冗談とは言い切れなくなってきた。いずれも国民の犠牲の下、政府が焼け残る策だ」としています。シムズ教授のFTPL議論同様、政府が焼け残るかどうかさえ疑問だと思いますが、国民生活を焼野原にする策であることはご指摘の通りです（書評はさらに、「残念ながら、米澤氏は正統派らしくこうした点について言及していない」と結んでいる。学者の世界の議論には立ち入りませんが、打ち出の小槌のようなうまい話がある筈ないというのが健全な常識でしょう。評者に心当たりは無いが、よく理解して頂いた書評だと思います。（終）

（質疑応答の中で）

（問）「日本の政治の現実からして、社会保障の大幅カットも金目になる増税も出来そうにない。となると結局行くところまで行ってハードランディングしかないように思えてくるがどうか」との問に対し、

（答）「そうならないように少しでも努力をして、低金利の恩恵が続く間にPBの均衡を実現することを訴えている。昔の論文で“物価上昇率がある限度（閾値）を超えると、財政悪化要因だ”といったのをご紹介したのは実は含みがあって、マイルドな物価上昇なら歳出は名目横ばいで、実質でなだらかな一律削減がやりやすい（現に昔はやってきた）し、物価調整減税もご勘弁頂いて、隠れた増税を重ねる、金利は今のよう抑圧といういわば三方一両損のようなことを長年続けるのが現実的な解決かもしれないとも考えている。」