

# 国債費の分析

町 田 俊 彦

## <要 旨>

国債の大量発行が続くとともに、普通国債残高は2010年度の600兆円台から2021年度には1,000兆円台に達した。一方、一般会計の国債費は2010年度の19.5兆円から2021年度の24.6兆円への増加にとどまり、歳出総額に占める割合は2010年度の20.5%から2021年度の17.0%へ低下している。

国債費は債務償還費と利払費から成る。国債費の膨張が抑制された第1の要因は、発行する国債において超長期債の構成比が上昇、発行残高の平均償還年限（平均残存年数）が延びたことである。

第2は日銀の「異次元」の金融緩和政策により、利払費が2010年度の7.9兆円から2021年度の7.2兆円に減少したことである。安倍首相の恫喝により日銀の独立性（1997年に確保された）が喪失、2013年に物価上昇率2%のインフレターゲットを設定し、低金利で国債を銀行から大量に購入し続けた。国債の流通利回りと同新発債の表面金利は2022年まで0.2%と低金利で推移した。

国債の低利大量発行が日銀の超低金利政策と国債の大量買い上げによって支えられている状況については、河村小百合 [2020]、田中信孝 [2019] [2022]、野口悠紀雄 [2023] など多くの研究がある。一方、国債費は一般会計歳出に占める比率が安定的に推移したこともあり、あまり関心を集めてこなかった。2024年度当初予算では7年続いた1.1%の低い予算積算金利を1.9%へ引き上げたことにより、国債費は7.0%と高い伸び率を示している。財務省は2024年2月に発表した「令和6年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」において、2027年度の国債費は2024年度予算案比で7.2兆円増加し、歳出総額に占める割合が約24%から約28%に上昇すると試算している。

国債費は債務償還費と利払費から成る。日銀の超低金利政策による利払費の抑制については多くの言及がみられるが、国債管理政策（国債満期構成の操作）による債務償還費の抑制については関心が向けられていない。本稿では、国債管理政策と日銀の超低金利政策

と関連づけて、国債費を分析する。

## I 財政健全化と国債の大量発行・国債残高の累増

### 1 財政健全化目標の先送りと事実上の放棄

#### (1) 国債発行に対する「歯止め」

日銀引受による国債大量発行が軍備拡大、戦争遂行を支えたことへの反省から、戦後、国債発行について日銀引受を禁止するとともに、財政法第4条で国債発行を建設国債に限定した<sup>(1)</sup>。

1965年に戦後初の本格的な不況に見舞われて以降、一般会計国債の発行が再開されたが、建設国債の範囲の発行にとどまった。

#### (2) 赤字国債の発行と「財源確保法」

第1次石油危機を契機とするスタグフレーションの下で、国家財政は巨額の財源不足に見舞われた。1975年度補正予算以降には特例法による赤字国債（「特例国債」）の発行が行われた。国債大量発行への第1の歯止め喪失である。「60年償還ルール」により借換が認められる建設国債とは異なり、赤字国債は借換を禁止された。「60年償還ルール」は建設国債の見合い資産の平均的な効用発揮期間がおおむね60年であるから、この期間内に現金償還を終了するという考え方で採用された。見合い資産が残

---

(1) 国債について「建設国債原則」を規定している国は珍しく、同じ敗戦国の旧西ドイツ憲法が同じような原則を規定している。憲法学者は「収益事業」向けの国債と訳している。均衡予算主義を採ったアダム・スミスに対して、アドルフ・ワグナー（1835～1917）が「生産的公債」を許容した考え方を継承していると考えられる。「自償性のある公債」は許容するという考え方である。鉄道が国有（「プロイセン邦有」）で一般財政で経理されていたことから、鉄道建設の財源は公債で調達しても、鉄道料金で償還財源は確保できるからである。国有企業が一般財政の外側で経理されるようになってからは、自償性のある公債はない。そこで収益事業の公債は、社会資本整備の財源は建設時払いとしての租税ではなく、「利用時払い」としての公債発行によってもよいという考え方で、日本の「建設公債」と同じになっている。

2022年の主要7か国の一般政府債務残高の対GDP比を比較すると、「建設国債原則」を大筋順守してきたドイツは65.5%で最低であり、特例法、財源確保法により「建設国債原則」から大幅に逸脱した日本は245.6%で最高である（OECD, *Economic Outlook*, December 2023）。

らない特例国債に借換が認められないのは当然である。1975年度からスタートした赤字国債の償還が始まる1985年度を前に、1984年度には赤字国債の借換を認める「財源確保法」が成立した。国債大量発行への第2の歯止め喪失である。

### (3) 第1次財政再建と再建目標（「特例公債脱却」）の達成

1980年代に土光臨調の「増税なき財政再建」を掲げた行財政改革の一環として実施された第1次財政再建は、「特例公債脱却」を目標とし、概算要求におけるマイナスシーリングの設定を主な手段とした。「特例公債脱却」の目標年度は、1976年度には1980年度、1979年度には1984年度と設定されたが、第2次石油危機（1979～1980年）の発生により挫折した。第1次財政再建では1983年度に1990年度を目標年度とした。

バブル好況による順調な税収の伸びに支えられて、1990年度当初予算で「特例公債脱却」の目標は達成された。同年度補正予算では、湾岸戦争への対応として赤字国債としての臨時特別公債が発行された。以後、1993年度までは特例公債脱却が維持された。

### (4) 赤字国債の再発行

1994年度には減税特例公債が発行され（1994～1996年度）、阪神・淡路大震災への対応として補正予算で震災特例公債が発行され、赤字国債発行が再開された。1989年度までの財政赤字の建設公債を超える分を補填する赤字国債とは異なり、減税、震災復興など特例公債を財源とする施策が開始された点が特徴的であり、2011年度には復興債、2012～2013年度には年金特例債が発行されている。これらの特例債には「60年償還ルール」が適用されない償還方法が採られている。赤字国債の大量発行により、財政再建による「特例公債脱却」は困難となり、建設国債と赤字国債を区別しない財政再建目標が掲げられることになる。

### (5) 新たな再建目標（PB黒字化）の設定と達成年度の先送り

橋本政権は1996年12月に国・地方の財政赤字の対GDP比を2025年度までに3%以下（EUのマーストリヒト条約の収斂条件）とし、以後政府債務残高を累積しないという財政健全化目標を閣議決定した。財政赤字3%は基礎的財政収支の均衡に相当する。財政健全化政策は、1990年代末に山一証券、北海道拓殖銀行の破綻に示される金融システムの麻痺を伴う不況の下で挫折した。

2001年4月に発足した小泉内閣下で6月に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」（「骨太の方針2001」）では、新たな財政健全化目標を提示した。2002年度一般会計当初予算で新規国債の発行額を30兆円以下に引き下げ、次に基礎的財政収支（プライマリーバランス、P B）の黒字化を目指すとした。主要国で突出して高いG D P比の政府債務残高の上昇に歯止めをかけるため、P B黒字化が新たな指標として設定された点が特徴的である。

P Bは、その年度に必要なとされる政策的経費（歳出総額マイナス国債費）が、その年度の税収・税外収入（歳入総額マイナス公債金）でどの程度賄うことができているかを示す指標である。P Bが均衡していれば、その年度の政策的経費を新規国債に頼ることなく、税収・税外収入で賄うことができている。P Bが均衡していても、利払費相当分だけ政府債務残高は増加する。従ってG D P比政府債務残高を安定的に低下させるには、一定水準以上のP B黒字化を達成する必要がある。日銀が金利正常化に踏み切れば利払費は急増し、求められるP Bの黒字幅は大きくなる。

「骨太の方針2006」では、2011年度のP B黒字化を目指すとして健全化目標をより明確化した（付表1参照）。この財政健全化目標は、第1次安倍内閣、福田内閣へと引き継がれた。2008年度当初予算で15.6兆円（公債依存度20.0%）まで縮小した一般会計の新規国債は、リーマンショックの影響で同年度補正後には34.0兆円（公債依存度38.6%）に激増、2009年度補正後では38.6兆円（公債依存度43.4%）とさらに膨れ上がった。2011年度のP B黒字化は不可能となり、2015年度までにP B赤字比率（G D P比）を2010年度（6.2%）比で半減し、2020年度に黒字化するとして、財政健全化目標を大幅に繰り延べた。

輸出主導型成長による税収の順調な伸びと消費税率引き上げ（5%→8%）に支えられて、P B赤字比率は2015年度には2.9%まで低下し、中間目標は達成された（表1参照）。中間目標が達成されたとはいえ、2015年度決算で一般会計の新規国債は34.9兆円、公債依存度は35.5%で国債の大量発行に依存していた（表2参照）。2010年代後半に入ると、P B赤字比率の低下は2016年度2.9%（前年度比増減なし）、2017年度2.2%（0.7ポイント減）と緩慢になり、2019年度は反転して2.6%となった。一般会計の新規国債は2018年度当初に33.7兆円、公債依存度34.5%であり、中間目標達成後の国債減額はほとんど進んでいない。そこで2018年には、P B黒字化の目標を2025年度としてさらに5年繰り延べた。

2019年度以降のコロナ禍により、2025年度におけるP B黒字化の実現は不可能に

なった。一般会計の新規国債は、大型補正により、2020年度決算では108.6兆円と異例の規模に膨張、公債依存度は73.5%に達した。PB赤字比率は9.1%でリーマンショック後の2009年度の7.3%を上回った。国債発行に依存した大型補正は2022年度まで続き、一般会計の新規国債は2022年度決算で57.7兆円、公債依存度は34.3%と国債の大量発行は続いた。

2023年6月に閣議決定された「骨太の方針2023」では、「骨太の方針2022」に引き続いて目標年度を明記しなかった。財政健全化の「旗」は下ろさず、これまでの財政健全化に取り組む。経済あつての財政であり、現行の目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢が歪められてはならない。経済をしっかりと立て直し、そして財政健全化に取り組んでゆくとしている。これまで失敗を重ねてきた経済成長最優先の政策→経済の順調な成長→財政健全化の達成という戦略を踏襲している。財政健全化への姿勢が弱まるのに対応して、基金積立てを中心とする「緊要になった経費」（補正予算の要件）とはいえない経費の大型追加、予備費の濫用など財政規律は弛緩している。財政健全化目標は事実上、放棄された状態である。

表 1 国債に関する諸指標

	国債 依存度 (%)	国債残高(億円)		普通国債残高 /GDP (%)	国債費 (億円)	国債費 /一般会計 (%)	国・地方のPB の対GDP比 (%)
		普通国債	財投債				
2005	36.6	5,269,279	1,393,532	98.7	187,360	21.9	▲2.6
2006	33.7	5,317,015	1,389,061	99.0	180,369	22.1	▲1.6
2007	31.0	5,414,584	1,397,543	100.6	192,904	23.6	▲1.3
2008	39.2	5,459,356	1,310,501	105.8	191,665	22.6	▲2.8
2009	51.5	5,939,717	1,222,253	119.4	184,448	18.3	▲7.3
2010	44.4	6,363,117	1,181,916	126.0	195,439	20.5	▲6.2
2011	42.5	6,698,674	1,109,122	134.0	196,277	19.5	▲6.4
2012	48.9	7,050,072	1,092,607	141.2	210,107	21.6	▲5.4
2013	40.8	7,438,676	1,042,104	145.1	212,935	21.3	▲5.3
2014	39.0	7,740,831	989,910	147.9	221,857	22.5	▲3.8
2015	35.5	8,054,182	961,155	148.9	224,635	22.9	▲2.9
2016	39.0	8,306,733	962,509	152.4	220,856	22.6	▲2.9
2017	34.2	8,531,789	945,259	153.5	225,208	23.0	▲2.2
2018	34.8	8,740,434	922,456	157.1	225,286	22.8	▲1.9
2019	36.1	8,866,945	910,901	159.1	222,857	22.0	▲2.6
2020	73.5	9,466,458	1,186,450	176.8	223,256	15.1	▲9.1
2021	46.0	10,045,058	1,094,407	184.3	245,893	17.0	▲5.5
2022	34.3	10,264,897	1,125,237	181.8	238,697	18.0	▲3.5

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

表2 国債発行額 — 収入金ベース —

億円

	一般会計新規公債			年金 特例債	復興債	財投債	借換債	合計
	小計	建設公債	特例公債					
2005	312,690	77,620	235,070	—	—	282,494	1,055,195	1,650,379
2006	274,700	64,150	210,550	—	—	255,595	1,081,206	1,611,502
2007	253,820	60,440	193,380	—	—	167,696	991,894	1,413,410
2008	331,680	69,750	261,930	—	—	86,000	939,095	1,356,775
2009	519,550	150,110	369,440	—	—	94,100	904,803	1,518,453
2010	423,030	76,030	347,000	—	—	84,000	1,008,355	1,515,385
2011	427,980	83,680	344,300	—	112,500	131,000	1,090,200	1,761,680
2012	474,650	114,290	360,360	25,842	23,033	142,200	1,109,579	1,775,303
2013	408,510	70,140	338,370	26,035	—	107,000	1,101,569	1,643,114
2014	384,929	65,770	319,159	—	1,200	140,000	1,193,728	1,719,857
2015	349,183	64,790	284,393	—	13,200	134,000	1,142,308	1,638,691
2016	380,346	89,014	291,332	—	7,909	196,000	1,094,798	1,679,053
2017	335,546	72,818	262,728	—	768	120,000	1,063,820	1,520,134
2018	343,954	80,972	262,982	—	—	106,300	1,032,853	1,483,107
2019	365,819	91,437	274,382	—	8,100	125,500	1,042,383	1,541,801
2020	1,085,539	225,960	859,579	—	7,224	390,751	1,085,039	2,568,553
2021	576,550	91,680	484,870	—	400	101,446	1,428,502	2,106,897
2022	504,789	87,270	417,519	—	—	141,330	1,477,335	2,123,454
2023	444,980	90,680	354,300	—	—	50,000	1,550,902	2,061,360
2024	354,490	65,790	288,700	—	1,461	100,000	1,355,154	1,819,956

注：1）2022年度までは実績、2023年度は補正後予算、2024年度は当初予算。

2）合計に減税特例公債、GX経済移行債、子ども特例債が含まれる。

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

(6) 「骨太の方針2024」 — 3年ぶりにPBの2025年度黒字化目標を明記 —

2024年6月に閣議決定された「骨太の方針2024」では、「中長期の経済財政に関する試算で示された成長実現ケースの下、歳出改革努力の継続を前提として、2025年度の黒字化が視野に入る状況にある」として、3年ぶりにPBの2025年度黒字化目標を明記している。

併せて「変化する金融環境の下、金利ある世界への移行による利払費増加の懸念や大規模な政策対応を必要とする世界的な経済危機や大規模災害、感染症等への備えが求められる中で、財政に対する市場の信託を確保するため、平時において債務残高対GDP比の安定的引き下げを実現する持続可能な財政構造の確保を進めてゆく必要がある」としている。

成長実現ケースは、潜在成長率を規定する全要素生産性がデフレに入る前（1980年4－6月期～1999年1－3月）の平均1.4%という実態（2022年度0.7%）からみてあり得ない前提を置き、GDP成長率を実質2%程度、名目3%程度（実態は実質0%

台半ば、名目0%台半ば)と著しく高めに設定した恣意的な試算である。

2025年度が黒字化が視野に入っているという判断は、成長実現ケースで2025年度のPB赤字を1.1兆円とする試算に基づく。PB赤字は2024年度の18.6兆円から2025年度の1.1兆円へ1年間で17.5兆円も削減されるという試算である。財政健全化が順調に進んだ2013～2018年度の5年間のPB赤字削減額(16.3兆円)からみて欺瞞的な推計である。こうした欺瞞的な推計に基づいているので、社会保障費の伸びを高齢化の範囲に収めるなどの歳出改革の継続でPB黒字化が達成されるかのように喧伝しているのである。2025年度のPB黒字化は不可能であり、PB赤字を目立って削減しようとすれば防衛費の増額の停止などの歳出改革と抜本的な税制改革が必要である。岸田政権は、軍備拡張と原発再稼働を除けば「やってるふり」内閣であり、財政健全化に本気で取り組む姿勢はみられない。

## 2 国債残高の累増と一般会計国債費の抑制

国債大量発行が続くとともに、普通国債残高は2010年度に600兆円台、2012年度に700兆円台、2015年度に800兆円台に乗り、コロナ禍で2020年度に900兆円台、2021年度に1,000兆円台と増加が加速化した。GDP比の普通国債残高は、2007年度の100.6%から2016年度152.4%、2021年度184.3%と急速に上昇した。

一方、一般会計の歳出に占める国債費の割合は、コロナ禍前の2019年度までは、おおむね22～23%で安定的に推移している(表3参照)。債務償還費と利払費の歳出総額比はいずれもおおむね安定的に推移しており、国債管理政策による国債満期構成の長期化と日銀の超低金利政策が同じように国債費の膨張を抑制する働きをしたことが示されている。

歳出総額比で2016年度以降、債務償還費の比率が小幅な上昇を示したが、利払費の比率低下が相殺した。コロナ禍鎮静後、歳出規模の縮小に対応して、15.1%まで低下した国債費の割合は2023年度補正後には20.1%まで回復している。2024年度当初予算では、利払費が2023年度補正後比で27.8%も上昇、歳出総額比は2023年度補正後の5.9%から8.6%まで高まっている。国債費の歳出総額比は24.0%と最高水準に達している。後述する通り、2024年度当初予算における予算積算金利の1.1%から1.9%への大幅な引き上げによるものである。日銀の超低金利政策の金利正常化にむけてのドラスティックな転換がなければ、実勢金利がこれほど上昇することはなく、国債費の歳出総額比が22～23%の安定軌道に戻る可能性は高い。

表3 一般会計国債費の推移

	歳出総額 (A)	国債費 (B)	国債費の内訳		(B)/(A)	(C)/(A)	(D)/(A)
			債務償還費 (C)	国債利払費 (D)			
2005	855,196	187,360	115,898	70,292	21.9	13.6	8.2
2006	814,455	180,369	109,170	70,440	22.1	13.4	8.6
2007	818,426	192,904	117,946	74,363	23.6	14.4	9.1
2008	846,974	191,665	115,614	75,689	22.6	13.7	8.9
2009	1,009,734	184,448	107,538	76,743	18.3	10.7	7.6
2010	953,123	195,439	116,537	78,751	20.5	12.2	8.3
2011	1,007,154	196,277	115,465	80,556	19.5	11.5	8.0
2012	970,872	210,107	119,941	80,173	21.6	12.4	8.3
2013	1,001,889	212,935	123,181	81,082	21.3	12.3	8.1
2014	988,135	221,857	131,498	82,880	22.5	13.3	8.4
2015	982,303	224,635	133,027	83,497	22.9	13.5	8.5
2016	975,418	220,856	136,840	82,413	22.6	14.0	8.4
2017	981,156	225,208	145,575	79,404	23.0	14.8	8.1
2018	989,747	225,286	147,292	77,705	22.8	14.9	7.9
2019	1,013,665	222,857	146,581	75,961	22.0	14.5	7.5
2020	1,475,974	223,256	149,316	73,771	15.1	10.1	5.0
2021	1,446,495	245,893	173,805	71,938	17.0	12.0	5.0
2022	1,323,855	238,697	167,046	71,489	18.0	12.6	5.4
2023	1,275,804	256,748	180,708	75,820	20.1	14.2	5.9
2024	1,125,717	270,090	172,957	96,910	24.0	15.4	8.6

注：2022年度までは決算、2023年度は補正後予算、2024年度は当初予算。

出所：財務省理財局「国債統計年報」各年度版

## II 国債管理政策と債務償還費・借換債発行の抑制

### 1 公債管理政策の範囲・目標と日本型国債管理政策

#### (1) 日本型国債管理政策 — 統制的なシンジケート団引受 —

公債管理政策とは、狭義には公債の発行・償還額に関する財政政策の決定、公開市場操作における売買額に関する金融政策の決定とは区別され、新規財源債と借換債の種類に関する政府の決定と公開市場操作の対象となる公債の種類に関する中央銀行の決定を意味している<sup>(2)</sup>。公債管理政策においては、公債の満期構成の調節を通じて

(2) 公債管理政策の定義・目標と日本型公債管理政策の特質については、永廣 顕 [2014] 264～268頁による。

景気の安定化と国債利子費用の最小化を図ることが目標となっている。

日本では、財務省が国債管理政策を「公債の発行、消化、流通及び償還の各方面にわたって行われるいろいろな政策を総称したもの」と広義に解釈している。国債管理政策の目標としては、①国債消化の円滑化と②国債利子費用の最小化が重視されている。

国債発行が1965年度に開始され、同年度に政府資金による資金運用部引受と市中発行の消化方式であるシンジケート団（シ団）引受がスタートした。②の国債利子費用の最小化を最優先の目標とした統制的な国債管理政策が特徴であった。シ団を構成する金融機関が引き受けた国債の市中売却の自粛が要請され、発行後1年を経過した国債は全量日銀の買い切りオペの対象となった<sup>(3)</sup>。田中信孝 [2022] は「1年ルール」と呼んでいる。

## （2）市場型国債管理政策と国債の多様化

1975年度から国債が大量発行されると、インフレ懸念から日銀による全量買いオペは困難となった。1977年4月には金融機関の国債流動化が解禁された（付表1参照）。①の国債消化の円滑化が最優先目標となり、市場型の国債管理政策が新たに展開した<sup>(4)</sup>。国債の発行利回りは長期債の流通利回りを基準に決められるようになり、国債発行利回りの低水準維持は、日銀の金融政策に委ねられた。市場型政策では、長期債（7年→1972年に10年）1種類であったが、市場のニーズに対応した国債の多様化が進められた（付表1参照）<sup>(5)</sup>。

中期債…1977年割引国債（5年）、1978年中期国債（3年）、1979年中期国債（2年）、1980年中期債（4年）、1981年（6年債）、2009年5年利付債

超長期債…1983年15年変動利付国債、1986年20年債、1999年30年債

短期債…1985年短期国債

国債保有層の多様化も進められた。個人投資家促進策として2003年に個人向け国債、2004年に個人向け物価連動国債（10年）を導入、2006年に新型個人向け国債（5年）、

（3）日銀の戦前から1970年代までの国債を主なオペ種とする公開市場操作の歴史については、佐藤俊幸 [2024] 91頁で概観されている。

（4）2004年10月には欧米主要国で導入されている「プライマリー・ディーラー制度」を参考にして、「国債市場特別参加者制度」を導入した。翌2005年3月にシ団は廃止された。

（5）国債の多様化の経緯については、「債務管理レポート」2022年度版の資料編「戦後の国債管理政策の推移」による。

2010年には固定金利の個人向け国債（3年）を導入した。海外からの購入を拡大するため、2005年から国債に係る海外説明会（海外IR）を開始した。個人投資家向けの国債の導入にもかかわらず、家計の国債発行残高に占めるシェアは、2015年度以降の1.0～1.2%まで低下している。海外のシェアが低い日本の特徴は変わっていない。海外投資家による国債等（財投債、国庫短期証券を含む）の保有割合は14.3%であるが、国庫短期証券の保有割合が61.4%と圧倒的に高く、それを除く国債では7.9%にとどまっている。海外投資家の売買シェアは、流通市場の現物で39.3%、先物で67.8%となっており、保有割合に比べて大きい。

## 2 「借換リスクの低減」に向けた満期構成の長期化

### （1）満期構成の長期化

2010年代末から、日本においても国債の満期構成の調節という狭義の公債管理政策が展開した。「借換リスクの低減」を目的とした長期化である。ここでは1968年に確立した減債制度が関連している。国債の償還財源はすべて国債整理基金特別会計に受け入れられ、蓄積され、支出される。建設国債及び特例国債の償還については、借換債を含め、全体として60年で償還し終えるという、いわゆる「60年償還ルール」の考え方が採られている<sup>(6)</sup>。10年債を想定して10年ごとに10/60を現金償還、1年当たりでは $1/60=1.6\%$ が繰入率となる。

毎年度の定率繰入額は前年度期首の国債発行残高から算出されるため、当該国債発行残高が10年ごとに10/60ずつ減少する。定率繰入だけでは現金償還額が手当できない。このため剰余金繰入、予算繰入、株式の売却収入等の財源を補完的に組み合わせ

---

（6）「債務管理レポート」2022年度版。建設国債の見合い資産の平均的な効用発揮期間がおおむね60年であるから、この期間内に現金償還を終了するという考え方で採用された。従って見合い資産が残らない特例国債に借換を認め、「60年償還ルール」を適用するのは無理筋である。

「60年償還ルール」が適用されない償還方法として、次の国債の償還がある。

- ① 復興債…復興特別税収等を財源に現金償還を行い、それを超える分は借換債を発行。借換債を含めて2037年度までに完了。
- ② 1994～1996年度に発行された減税特例公債…1998～2017年度の20年間で償還。

「60年償還ルール」の変更が政治的イシューになったことがある。2022年末に政府が防衛費大幅増額を決定した際、自民党の萩生田政調会長は「償還年数を60年から80年に延ばすことで生み出される財源を防衛費に回すことも選択肢として検討に値する」と語った（野口悠紀雄 [2023] 194頁）。

て現金償還することになる。定率繰入は10年債を想定して組み立てられている。しかし国債の多様化で国債の平均償還年数が10年より短くなると、定率繰入だけでは現金償還の財源としては不足する。予算繰入を増やさないとすれば、借換債を増発するしかない。これが「借換リスク」である。

「借換リスクの低減」としては超長期市場の育成が有効であり、英・仏においても2005年度以降、40年債、50年債の発行が開始され、日本においても2007年度から40年債の発行を開始している<sup>(7)</sup>。2009年度以降、20年債、30年債、40年債といった超長期債の発行額を増やしている。市場の側にも生命保険会社のように超長期債への強い選好がある。生命保険会社はさらに償還年限が長い超長期債の発行を要望しているが、財務省は金利負担が重くなるとして消極的である。

日本銀行の公債管理政策においても買いオペで超長期債のウェイトを高めて、財務省に呼応している。買入れ国債の平均残存年数（フローベース）を2013年4月には3年弱から7年程度に、2015年12月には「7～12年」に延長している（付表1参照）。

カレンダーベース国債市中発行額の年限別構成では、超長期債（10年超）の構成比が2005年度の8.8%から2010年度13.4%、2015年度17.1%と上昇している（表4、付表3、付表4参照）。この期間に30年債の構成比は4.6ポイントの大幅引き上げがみられる<sup>(8)</sup>。

---

(7) 「債務管理レポート」2009年度版。

(8) 消化方式別に国債発行を区分すると、市中発行分、個人向け販売分、公的部門（日銀乗換）から成る。市中消化分の大半はカレンダーベース市中発行額であり、その他に第Ⅱ非価格競争入札等がある。非価格競争入札は、入札額が小さくなる中小入札参加者に配慮した制度で、価格競争入札と同時に行為れ、価格競争入札における加重平均価格を発行価格とする入札。

表4 カレンダーベース国債市中発行の年限別構成

	合計	短期債	中期債	長期債	超長期債 (10年超)			その他	
					40年債	30年債	20年債		
2005	100.0	25.3	37.5	19.3	8.8	—	1.7	7.1	9.1
2010	100.0	21.0	42.0	18.5	13.4	0.8	3.4	9.2	5.0
2015	100.0	17.0	39.4	18.9	17.1	1.3	6.3	9.5	7.6
2019	100.0	16.7	36.2	19.5	16.7	1.9	6.5	8.3	11.0
2020	100.0	38.9	28.8	14.0	12.6	1.4	4.8	6.4	5.7
2024	100.0	22.5	34.4	18.2	15.8	2.5	6.3	7.0	9.1

注：1) 中期債（2～5年）、長期債（10年）、超長期債（10年超）は固定利付債。

2) 2020年度までは実績、2024年度は当初。

出所：「債務管理レポート」2023年度版

## (2) 平均償還年限の長期化

借換リスクを評価する際の指標としては、ストックベースの平均償還年限（平均残存年数）がある。残高のある銘柄の残存期間を加重平均して算出する。ストックベースの平均償還年限は2003年度末の4.9年がボトムである<sup>(9)</sup>。2010年度末6年8か月、2015年度末8年5か月、2019年度末9年2か月と着実に延びており、満期構成長期化の公債管理政策の成果が現れている（表5参照）。

主要国のストックベースの平均償還年限（2021年）を比較すると、超長期ゾーンの発行割合が高いイギリスが約15年で突出し、日本は9.0年でこれに次ぐ。ドイツは6.8年、アメリカは6.0年で比較的短い<sup>(10)</sup>。イギリスは第2次大戦前には「永久公債」としてのコンソル公債が大きなウエイトを占め、伝統的に償還年数が長い<sup>(11)</sup>。永久公債は償還期限のない無期公債で、有期公債に対するもの。政府は毎年一定の利子を支

(9) 「債務管理レポート」2022年度版。

(10) 「債務管理レポート」2022年度版。

(11) イギリスのコンソル公債は永久公債の典型例である。国は一方的決定によりいつでも償還することができる。投資家は元金を回収したい場合には、流通市場で売却する。国債の表面金利よりも市場金利が上昇した場合には、流通価格が額面価格を下回り、流通利回りは市場金利に近づく。

伊藤隆敏コロンビア大学教授は、日銀引き受けの形で無利子の永久公債を発行すれば、政府債務を増やさず財政を拡大できるという「ヘリコプターマネー」の考え方を批判している。国債保有から受け取る利子は当座預金に支払う利子を上回り、この利ザヤが「通貨発行益」で、日銀納付金になる。永久債の資産性には疑問が残るとし、ヘリコプターマネーは通貨発行益（日銀からの納付金）の先取りにすぎないとしている。日本経済研究センター編 [2016] 199頁。

払う義務を負うだけで、元金を償還する義務はない。ただし、必要な場合は国の一方的決定によりいつでも償還することができる。

2020年度は年初以来のコロナ禍で大型補正予算が組まれ、それに対応して国債発行計画は変更された。当初計画比で新規国債が57.6兆円、財投債が42.2兆円、計99.8兆円の例をみない大幅増額となった。カレンダーベース市中発行額は83.5兆円増額されたが、1年割引短期国債15.3兆円増、6か月割引短期国債45.6兆円増と短期債に大きく依存した。市中発行額に占める短期債の割合は一挙に38.9%へ高まり、中期債、長期債、超長期債はウェイトを低下させた。その結果、国債の平均償還年限はフローベースでは6年8か月、ストックベースでは8年11か月に短縮した。

2021年度の当初の発行計画においても市中発行額の4割は短期債に依存していた。補正後は補正予算に伴い新規国債は22.1兆円増発されたが、財政融資資金の活用で財投債を30.0兆円減額、発行総額では11.6兆円減額した。カレンダーベース市中発行額

表5 国債の平均償還年限（平均残存年数）

	平均償還年限	
	カレンダーベース	発行残高ベース
2005年度末	6年8か月	
2006年度末	7年0か月	
2007年度末	7年0か月	
2008年度末	7年4か月	
2009年度末	7年3か月	
2010年度末	7年6か月	6年8か月
2011年度末	7年8か月	7年0か月
2012年度末	7年9か月	7年3か月
2013年度末	7年9か月	7年7か月
2014年度末	8年2か月	8年0か月
2015年度末	8年9か月	8年5か月
2016年度末	8年10か月	8年7か月
2017年度末	9年0か月	8年10か月
2018年度末	8年11か月	9年0か月
2019年度末	9年0か月	9年2か月
2020年度末	6年8か月	8年11か月
2021年度末	7年3か月	9年0か月
2022年度末	7年7か月	9年2か月
2023年度末	8年1か月	9年6か月
2024年度末	8年7か月	9年7か月

注：2022年度末までは実績、2023年度末と2024年度末は当初計画で推計値。

出所：「国債管理政策の概要」2012年度版、「国債発行計画の概要」2018年度版、2022年度版

は9.2兆円減額されたが、新型コロナ対応で短期化した平均償還年限の是正を狙いとして減額分は短期債に充てた。カレンダーベース市中発行額に占める短期債の割合は2021年度34.9%、2024年度22.5%と急速に低下している。ストックベースの平均償還年限は、2022年度末には9年2か月とコロナ禍前の水準を回復、2024年度には9年7か月まで延びている。

2024年6月21日、財務省の「国の債務管理に関する研究会」は、発行年限の短期化や変動利付国債の発行を提言した。6月14日の金融決定会合で長期国債の買入れ減額の方針を決めたのに対応して、低い銀行の保有割合を高めるために、金利引き上げに伴う国債評価損のリスクの低い償還年限の短い国債のウエイトを引き上げる。償還期間の長期化というこれまでの方針からの大きな転換であるが、借換リスクの増大、年度当たりの国債償還費の増大を招くことになる。

### 3 政策効果：現金償還費と借換債発行の抑制

狭義の公債管理政策の効果は、普通国債残高に対する普通国債償還費の比率が、2011年度の18.0%から2020年度の12.7%まで一貫して低下している点に端的に示されている（表6参照）。借換償還（借換債の発行）と現金償還はほぼ9対1の比率で推移しており、借換債の発行（借換償還費）は2014年度を除いては100～110兆円の範囲内にとどまっている<sup>(12)</sup>。

普通国債償還費の抑制は狭義の公債管理政策の平均償還年限（ストックベース）延伸の政策効果による。コロナ禍を経過した2021年度と2022年度には借換償還費は一挙に140～144兆円に跳ね上がった。長期債や超長期債の場合、増発が借換償還に反映するには年数がかかる。コロナ禍の下での増発は短期国債を中心とするものであるから、直ちに借換償還費の急増につながったのである。2021年度は、2020年度（補正予算）で大幅に増発した短期国債が償還を迎えるため、借換債が2020年度当初比で39.2%、2020年度3次補正後比で38.2%も大幅に増加した。2022年度には2020年度に増発した2年債が償還を迎えるため、借換債が2021年度当初比で57%、2021年度補正後比で9.3%増加している。

---

(12) 借換債の発行抑制の措置としては、満期構成の長期化の他に、国債整理基金残高の圧縮が行われている。国債整理基金とは、国債整理基金特別会計において、各年度、一般会計からの定率繰入等の繰入れと償還の時期の一時的なズレから制度的に積み立てられているものである。2012年度までは約10兆円程度の残高を維持してきたが、2013年度に3兆円まで圧縮した。圧縮分については、国債の現金償還に充て、借換債の発行を抑制した。

国債費のうちの債務償還費の内訳を示した表7によると、定率繰入の10年債の想定に対して平均償還年数が短かった2010年度頃までは債務償還費に占める定率繰入の比率は2/3～3/4にとどまり、予算繰入を含む「その他」にも依存していた。平均償還年数の延伸に伴い定率繰入の比率は高まり、2015～2020年度には90～94%に達している。債務償還費が急増した2021～2023年度には決算剰余金が増加し、定率繰入では不足する分を補った。狭義の公債管理政策による平均償還年限延伸は、国債費のうちの債務償還費をおおむね定率繰入の範囲にとどめ、国債費の膨張を抑制する役割を果たした。

表6 一般会計国債の償還実績

	普通国債償還額		借換償還額 (B)	現金償還額 (C)	(B)/(A)	(C)/(A)
	(A)	普通国債残高比				
2005	1,141,007	21.7	1,051,896	89,111	92.2	7.8
2006	1,293,069	24.3	1,079,080	213,990	83.5	16.5
2007	1,105,614	20.4	989,718	115,896	89.5	10.5
2008	1,109,830	20.3	935,635	174,195	84.3	15.7
2009	982,701	16.5	899,777	82,923	91.6	8.4
2010	1,096,221	17.2	1,001,693	94,528	91.4	8.6
2011	1,206,598	18.0	1,081,832	124,766	89.7	10.3
2012	1,206,104	17.1	1,082,696	123,408	89.8	10.2
2013	1,265,301	17.0	1,074,793	190,508	84.9	15.1
2014	1,307,715	16.9	1,183,368	124,346	90.5	9.5
2015	1,265,416	15.7	1,140,276	125,140	90.1	9.9
2016	1,218,041	14.7	1,088,792	129,248	89.4	10.6
2017	1,170,341	13.7	1,033,261	137,079	88.3	11.7
2018	1,143,840	13.1	1,002,772	141,068	87.7	12.3
2019	1,149,605	13.0	1,009,590	140,014	87.8	12.2
2020	1,198,067	12.7	1,055,851	142,216	88.1	11.9
2021	1,565,576	15.8	1,398,958	166,617	89.4	10.6
2022	1,597,003	15.5	1,436,811	160,191	90.0	10.0

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

表7 一般会計国債費のうちの債務償還費の内訳

	億円/%			
	合計	定率繰入	決算剰余金	その他
2005	115,898	74,273 (64.1)	11,972	29,522
2006	109,170	80,658 (71.9)	9,009	19,418
2007	117,946	84,858 (71.9)	4,143	28,677
2008	115,614	88,413 (76.5)	3,160	21,944
2009	107,538	89,556 (83.3)	—	15,998
2010	116,537	90,130 (77.3)	8,123	16,766
2011	115,465	97,687 (84.6)	—	17,081
2012	119,941	104,305 (87.0)	—	15,088
2013	123,181	107,807 (87.5)	—	14,955
2014	131,498	112,975 (85.9)	—	18,117
2015	133,027	118,888 (89.4)	—	13,847
2016	136,840	123,786 (90.5)	—	13,011
2017	145,575	129,124 (88.7)	1,891	14,559
2018	147,292	132,976 (90.3)	4,547	9,768
2019	146,581	136,734 (93.3)	—	9,847
2020	149,316	140,029 (93.8)	—	9,287
2021	173,805	141,911 (81.6)	22,682	9,212
2022	167,046	151,319 (90.6)	6,906	8,821
2023	180,708	158,629 (87.8)	13,147	8,931
2024	172,957	164,071 (94.9)	—	8,886

注：1) 2022年度までは決算、2023年度は補正後予算、2024年度は当初予算。

2) ( )内は債務償還費に対する定率繰入の比率。

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2023年版、2024年版

### Ⅲ 日銀の超低金利政策と国債利払費の抑制

#### 1 日銀の「異次元の金融緩和」と国債の大量買入れ

##### (1) 国債保有者の構成における日本の特徴 — 中央銀行の圧倒的な高さ —

国債保有者の構成を国際比較した表8によると、日本は2004年には資金運用部引受により政府の比率が41.1%と高く、2009年には政府の比率が低下して、金融機関の比率が67.5%と高いのが特徴であった。2021年にかけては各国とも中央銀行の比率が高まったが、日本は43%で30%前後のイギリス、ドイツの30%前後、アメリカの23%を抜いて最も高くなっている。

表8 国債保有者の構成の国際比較

		%				
		政 府	中央銀行	金融機関	海 外	個 人
日 本	2004	41.1	14.4	35.6	4.3	3.3
	2009	12.1	7.4	67.5	5.2	5.1
	2021	4	43	37	14	1
アメリカ	2004	13.5	15.8	14.2	43.0	11.4
	2009	10.6	10.0	19.8	47.7	10.2
	2021	17	23	25	30	3
イギリス	2004	0.2	5.6	69.8	17.5	5.9
	2009	0.0	29.4	41.1	28.5	0.7
	2021	5.0	31.0	37.0	27.0	0
ドイツ	2004	0.0	0.3	38.0	40.7	21.1
	2009	0.0	0.3	26.6	53.6	19.5
	2021	0	29	28	41	2

出所：2004年と2009年は永廣 顕 [2014] 267頁、2021年は「債務管理レポート」

## (2) 量的金融緩和政策（非伝統的金融緩和政策）から包括的金融緩和政策へ

2000年代に日銀は大幅な金融緩和政策を展開した<sup>(13)</sup>。2001年3月の量的金融緩和政策（非伝統的金融緩和政策）は、消費者物価指数がゼロ%を安定的に上回るまで量的緩和を続けるとした。併せて日銀が保有する長期国債の残高について銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」を明文化していた<sup>(14)</sup>。それは、日銀による長期国債の買入れを経済成長に伴うマネタリーベースの範囲にとどめる「成長通貨オペ」の考え方に基づく。

2006年3月には量的金融緩和を解除、目標を無担保コールレートに変更した。官房長官であった安倍晋三は、量的緩和の解除は早すぎると判断して当時の福井日銀総裁と何度も会合を持ったが、福井総裁はデフレギャップは解消されつつあるという判断で解除に踏み切った<sup>(15)</sup>。この時点では日銀の独立性は保持されていたといえよう。

小泉首相ら政府関係者は日銀の判断を評価するとしたが、その経緯について安倍官房長官は「ゼロ金利を継続することで経済を支えるとの姿勢が示されたので、日銀の判断を尊重した」と述べた<sup>(16)</sup>。ゼロ金利の継続というタガがはめられており、日銀

(13) 2001～2018年の異次元の金融緩和政策の展開については、田中信孝 [2019] 18～22頁による。

(14) 以下、銀行券ルールと日銀の国債買入れ枠の拡大については、田中信孝 [2022] 5～9頁による。

(15) 2013年4月2日の衆議院予算委員会における安倍晋三首相の答弁による。

(16) 『朝日新聞』2006年3月28日付。

の独立性が完全に保持されたわけではない。3月28日には自民党の金融調査会と財政金融部会の合同会議では、「インフレ目標」の導入などを求める日本銀行への提言の中間報告が了承されており、外堀が埋められつつあった<sup>(17)</sup>。

2010年10月にはリーマンショック後の世界金融危機に対処するための「包括的金融緩和政策」を採用した。「銀行券ルール」の適用を成長通貨に相当する供給量に限定、新設の「資産買い入れ等の基金」(APP)による長期国債の買入れには適用しないことにした。APPの規模は35兆円程度であり、運用対象は国債だけではなく、ETF(上場投資信託)やJ-REITを含むので、国債の大量買入れには直結しなかった。

### (3) 「日銀の独立性の喪失」とインフレターゲットの設定

金融緩和政策が日銀の大量国債買入れに直結するのは、2012年12月16日の総選挙で自民党が圧勝、同月26日に第2次安倍内閣が発足して以降である<sup>(18)</sup>。2013年1月に安倍内閣が緊急経済対策で「三本の矢」により、デフレ脱却に取り組むと宣言した。歴代の政府は表向きは日銀の独立性を尊重し、金融政策には直接介入しない形を取り繕ってきた。ところが安倍政権は「第一の矢」として日銀の金融政策を掲げ、日銀の独立性をないがしろにした。

2013年1月の決定会合で、当時の白川総裁は「(2%の)物価目標をできるだけ早期に実現することを目指す」として否定的だった物価目標を受け入れる考えを表明した。2012年12月の会合では物価目標を「リーズナブル(妥当)な期間で本当にこれが達成できるのか」などと懐疑的だったが、わずか1か月で目標が「適当である」と評価を変えた。

姿勢を転換した背景とみられるのが政府からのプレッシャーだ。安倍晋三氏率いる自民党は2012年12月の衆院選で、日銀の独立性を定めた日銀法改正もちらつかせながら、2%目標の設定も含む政府・日銀の連携強化を公約に掲げて勝利。政権交代後も、安倍首相はメディアなどで日銀法改正に触れながら日銀に2%の物価目標設定を迫った。日銀と政府が連携しデフレからの早期脱却を目指すことなどを掲げ、2013年1月22日に政策協定を取り交わした。

---

(17) 『朝日新聞』2006年3月29日付。

(18) 日銀が安倍政権に屈服し、政府に従属化する過程については、太田康夫[2018] 202~204頁による。

安倍首相の日銀法改正をちらつかせた圧力は2013年1月22日以降も続いてゆく。2013年4月2日の衆議院予算委員会において安倍首相はみんなの党の渡辺喜美議員が「物価安定目標に法的権限を持たせるために日銀法改正が絶対に必要になる」として、安倍総理の考えを質問したのに対して、「自民党とみんなの党で日銀法の改正案について協議し、大体成案を得ているわけですので、常に視野にいれていきたい」と答弁している。2014年1月29日の衆議院本会議、2015年2月4日の衆議院予算委員会において安倍首相も、「日本銀行法の改正については、将来の選択肢として、引き続き視野にいれていきたいと思っております」と答弁、日銀に圧力をかけ続ける姿勢を示した。

政府と中央銀行の政策協定は「アコード」と呼ばれ、アメリカなどでは独立性をもった中央銀行と政府の政策協調のために結ばれるが、日本では政府が中央銀行を屈服させ、従属させるための手段として使われた点が注目される。

同じように敗戦後に激性インフレに見舞われた日本と旧西ドイツでは、中央銀行の政府からの独立性に決定的な差があった。物価安定を経済政策の最優先目標とした旧西ドイツでは、「物価の番人」としての中央銀行（ブンデスバンク）に強い独立性が与えられた。物価安定重視は、固定レート制下でのマルク切り上げを物価安定の手段として中央銀行も連邦政府も選好した点に表れている。輸出主導型成長の国であるにもかかわらず、輸出にマイナスの通貨切り上げを選好したのは、大幅な貿易黒字を獲得したドルのマルクへの交換を通じてマネーサプライを急増させ、「輸入インフレ」を招いているという考え方による。意見の不一致が生じ、連邦政府が景気対策として金融引き締めを緩和を要求しても、物価が安定していないとして中央銀行は拒否した。

日本は成長最優先で、物価安定は副次的目標であり、輸出を抑制する円高は忌避された。日銀は政府に従属しており、内需拡大を重視する政府に呼応して金融緩和をズルズルと続けたことがバブルの原因となった<sup>(19)</sup>。その反省から1997年に日銀法が全面改正され、日銀の独立性が確保されたが、第2次安倍政権下で日銀の独立性は喪失した。

---

(19) 旧西ドイツにおいても証券バブルは生じたが、不動産バブルは生じなかった。第1に都市の土地の多くが公有となっており、第2に土地利用規制が厳しいことから、年間の土地の取引件数は著しく低いことによる（ドイツ統一後の東ドイツ地区では不動産バブルが生じた）。中央銀行はいち早く金融引き締めを転じたために、日本のような異常なバブルとバブル崩壊後の金融システムの麻痺は生じていない。

#### (4) 異次元の金融緩和政策

旧来からのインフレへの嫌悪感、日銀の独立性へ強いこだわりを見せた白川総裁は任期満了を待たずに退任、安倍首相は新しい執行部に元財務官の黒田東彦総裁、リフレ派の学者である岩田規久男副総裁らを選出した。

新執行部は2013年4月、「異次元の金融緩和政策」と呼ばれる大規模緩和を打ち出した。マネタリーベース（日銀当座預金プラス日銀券）を操作目標とする量的金融緩和で、マネタリーベースの年間増額目標を60～70兆円と設定した。その手段として毎年国債を50兆円、ETFを1兆円、物価上昇率が2%に達するまで購入することにした。併せて「銀行券ルール」を停止した。国債大量発行の「第3の歯止め」の喪失である<sup>(20)</sup>。

2016年1月には、マイナス金利を導入するとともに、国債の買入れを年間80兆円増加とさらに拡大した<sup>(21)</sup>。

2016年9月には長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を導入した。伝統的な金融政策は、公定歩合などの短期金利を操作することにより金利体系に影響を与え、長期金利は自然な動きに任せるものであった。YCCは、10年利付国債の金利の変動許容幅に収まるように指定する金利で国債を無制限で買い入れ（指値オペ）、短期から長期までの金利体系全体の動きをコントロールする。長期金利の上限は0.25%である。YCCは世界で初めて長期金利操作（10年物国債金利をゼロ%程度に）を導入したが、次第に国債買い支えの色彩が濃くなっている<sup>(22)</sup>。

日銀が超低金利（つまり高価格）で国債を買い上げてくれるので、投機マネーを含めて売り圧力は強く、日銀の国債保有割合は、2022年9月末に50%を超え、2023年には53%台で推移している（日銀調査局「参考図表 2023年第4四半期の資金循環（速報）」2023年3月21日）。

---

(20) 2020年3月にはコロナ禍への対応として、「銀行券ルール」にとらわれないもの設定してきた国債買入れの上限を撤廃した。

(21) 銀行が日銀に預けている所要準備高はゼロ金利である。日銀が銀行から国債を購入した代金は超過準備として上乗せされる。預金した時期により金利を変えており、日銀は「3層構造」と呼ぶ。白川総裁の量的質的緩和の下で各金融機関が積み上げた既往の残高には2008年以降0.1%の利息が付けられるようになったが、「基礎残高」（当時210兆円）として継続する。マイナス金利が適用されるのは、日銀の銀行からの国債の購入に伴い新しく積み上がる「政策金利残高」（当時10兆円）である。そのうち自動的に増えてゆく国債（「マクロ加算残高」当時40兆円）は0.0%の金利である。日本経済研究センター編 [2016] 25～27頁による。

(22) 原 真人編 [2023] における翁邦夫教授の発言、40頁。

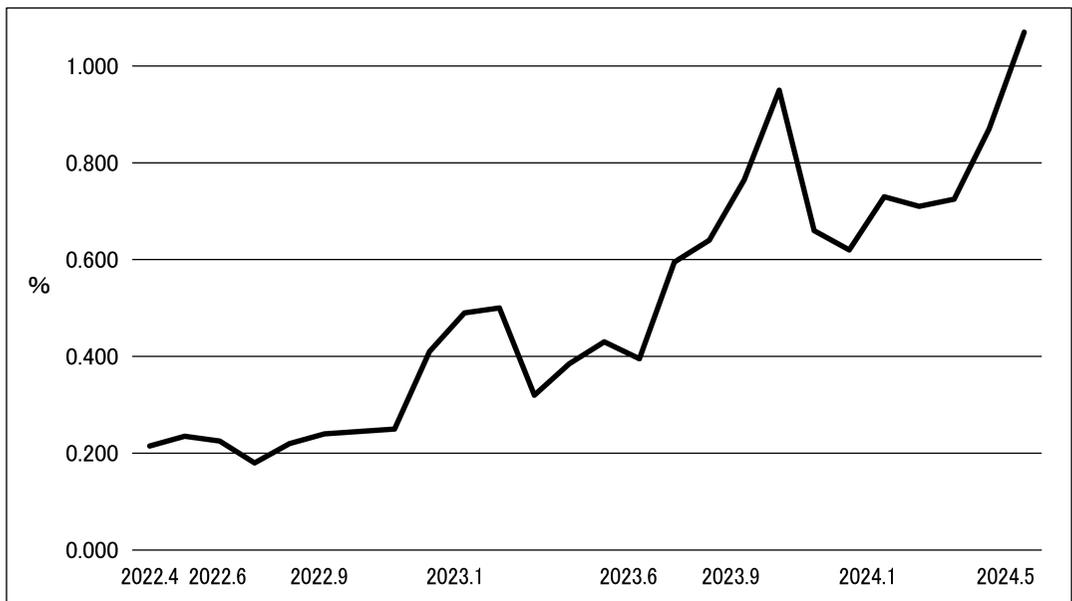
## 2 国債金利の低下

### (1) 新発債（10年）の流通利回りと表面利率の低下

国債流通市場において長期金利（10年新発国債流通利回り）は、2012年4月の1%から低下して、2016年4月には0%を割っている。2018年以降2022年末までは流通利回りは0%近傍で推移してきた（図1参照）。

流通利回りの低下に対応して10年新発国債の表面利率は低下し、2016年3月以降2022年3月まで下限の0.1%で推移した（表9参照）。

図1 長期金利（10年新発国債の流通利回り）の推移



出所：参議院予算委員会調査室「経済・金融・財政 月例資料」2024年6月

表9 新発利付国債（10年）の表面利率

2010年4月	1.4%	2011年10月～11月	1.0%	2015年1月～2月	0.3%
2010年5月～6月	1.3%	2011年12月	1.1%	2015年3月～11月	0.4%
2010年7月～8月	1.1%	2012年1月～4月	1.0%	2015年12月～2016年2月	0.3%
2010年9月	1.0%	2012年5月～6月	0.9%	2016年3月～2022年3月	0.1%
2010年10月	0.8%	2012年7月～11月	0.8%	2022年4月～12月	0.2%
2010年11月	1.0%	2012年12月	0.7%	2023年1月～6月	0.5%
2010年12月～2011年2月	1.2%	2013年1月～2月	0.8%	2023年7月～9月	0.4%
2011年3月～2011年4月	1.3%	2013年3月～5月	0.6%	2023年10月～12月	0.8%
2011年5月	1.1%	2013年6月～10月	0.8%	2024年1月～3月	0.6%
2011年6月～7月	1.2%	2013年11月～2014年8月	0.6%	2024年4月～6月	0.8%
2011年8月～9月	1.1%	2014年9月～2014年12月	0.5%	2024年7月～	1.1%

出所：「債務管理レポート」各年度版

## （2）国債発行残高の表面利率の低下

利払費の規模に影響を及ぼすのは、ストックとしての国債発行残高の表面利率である。市場金利が低下する局面では、金利が比較的高い国債が償還によりウエイトを下げ、低金利新発債がストックに組み入れられることにより金利の比較的低い国債がウエイトを高め、平均金利が下がってゆく。国債発行残高の表面利率段階別の分布を示した表10によると、0.5%未満の構成比は2005年度の12.0%から2010年度の17.3%へ上昇した後、2015年度33.7%、2021年度45.2%と大幅に上昇した。一方、2005～2021年度に構成比を低下させたのは、1.00～1.50%と1.50～2.00%である。

その結果、国債発行残高の利率（加重平均）は、2005年度の1.42%から2010年度の1.29%へ低下した後、2015年度1.08%、2021年度0.78%と大幅に低下している（図2参照）。国債発行残高の利率の急速な低下は、2010年代後半から2020年代初頭には国債費のうちの利払費の減少をもたらしている。

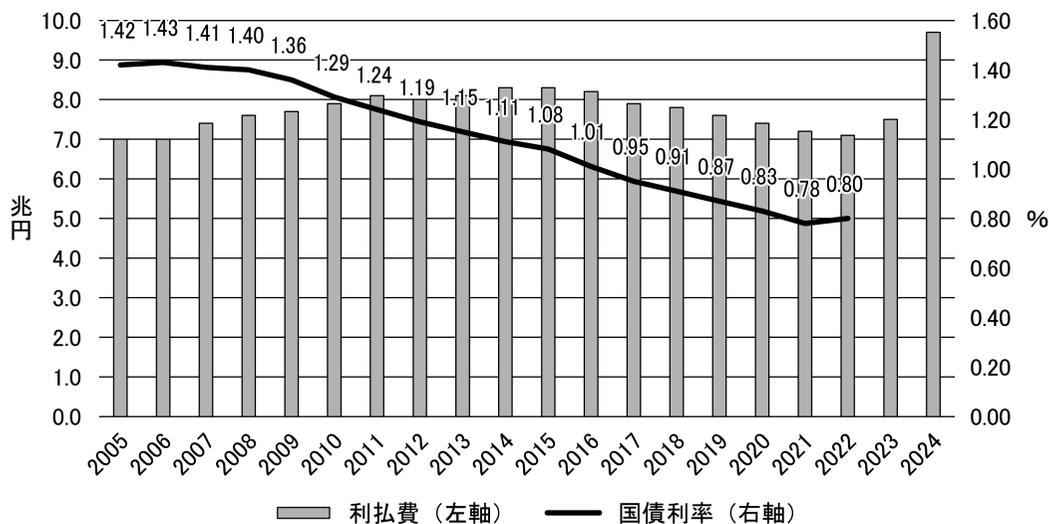
市場金利が上昇したとしても、国債は確定利付であるから、国債発行残高全体の利払費に影響を受けるわけではない。償還時に発行される借換債の表面利率が新発債とともに市場金利の上昇に対応して高まるのである。従って満期が到来する国債の表面金利が低いほど金利上昇に伴う利払費の増大は大幅になる。国債発行残高において表面利率0.5%未満のウエイトが急上昇したことは、満期到来までの利払費を抑える役割を果たしたが、借換に伴う利払費増大のリスクを高めることになった。

表10 国債発行残高の表面利率段階別分布

	%			
	2005	2010	2015	2021
5.00%以上	2.4	0.6	0.0	0.0
4.00～5.00%	0.6	0.2	0.0	0.0
3.50～4.00%	0.7	0.5	0.2	0.0
3.00～3.50%	2.8	0.2	0.2	0.0
2.50～3.00%	4.4	1.9	2.1	1.2
2.00～2.50%	7.5	14.7	14.5	12.3
1.50～2.00%	20.2	18.9	19.7	11.1
1.00～1.50%	14.5	25.5	15.4	3.8
0.75～1.00%	6.7	5.7	4.5	5.7
0.50～0.75%	18.4	8.5	5.3	13.8
～0.50%	12.0	17.3	33.7	45.2
無利子	9.8	6.2	4.5	7.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0
利率加重平均	1.42	1.29	1.08	0.78

出所：「国債統計年報」各年度版

図2 普通国債の利払費と国債利率（加重平均）



注：2022年度までは決算、2023年度は補正後予算、2024年度は当初予算

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

「債務管理レポート」2023年度版

### (3) 日米金利差の拡大、円安と長期金利の上限引き上げ

2022年3月以降、F R B（米連邦準備制度理事会）が金利を引き上げ、各国の中央銀行がそれに追随したが、日銀はそれまでの金融緩和政策を頑なに続けた結果、日米金利差が拡大し、円安、輸入物価高騰、国内物価の上昇を招いた。2022年10月、長期金利が日銀の上限とする0.25%にほぼ張り付いて、国債市場で取引不成立となる営業日が続いた<sup>(23)</sup>。岸田内閣が大規模な総合経済対策と補正予算の策定方針を明らかにする中で、大幅な国債依存と長期金利の上昇・国債価格の下落が予想されたためである。いま高い価格で購入すれば将来損失を被るために、日銀以外に買い手がいなくなり、国債市場は機能不全に陥った。

日銀は市場の圧力に屈して、2022年12月20日、日銀は長期金利の上限を0.25%から0.5%に引き上げた。海外のヘッジファンドは、日銀の金利抑制策が近い将来に変更されるだろうとの見通しの下で、日本国債のショートポジション（先物売り）を取るという戦略で投機を仕掛けた。この戦略が功を奏して、年間の収益の半分を確保、ぼろ儲けした<sup>(24)</sup>。

黒田日銀総裁（当時）は、これは利上げでもないし、金融緩和からの出口の始まりでもないと説明した。2023年1月13日には、10年新発債の流通利回りが0.5%の上限を突破して0.545%まで高まり、長期金利の再引き上げに焦点が集まった。2023年1月18日の金融決定会合で、日銀は長期金利の上限を据え置いた。10年新発債の流通利回りは2023年3月の0.32%を底として再上昇し、同年7月には0.50%の上限を突破して、0.60%まで上昇した。日銀は2023年7月には長期金利の上限を0.5%から1%へ引き上げた。

なお2021年4月には表面利率の下限を0.1%から0.005%へ引き下げたが、2023年10～12月には0.8%まで高まっている。2024年7月には表面金利を2011年12月以来の水準となる1.1%へ引き上げた。

---

(23) 2022年秋の国債市場の機能不全と同年12月の長期金利の上限引き上げについては、野口悠紀雄 [2023] 206～207頁、214～215頁、220～221頁による。

(24) 金子 勝 [2023] 114頁。海外ヘッジファンドは必ず儲かるわけではない。2022年6月にも国債市場が一時取引停止になるなどの混乱が生じたが、日銀が巨額の国債を市場で購入して防戦、長期金利は維持されて、ヘッジファンドは敗退した（野口悠紀雄 [2023] 216頁）。2022年12月～2023年1月の2か月で日銀は40兆円弱の国債を買い入れており、それだけ追い込まれていたことになる（金子 勝 [2023] 118頁）。

### 3 利払費

#### (1) 日銀の「異次元の金融緩和政策」と利払費の抑制

日銀の金融緩和政策は、国債発行残高の利率の低下を通じて、国債残高膨張の下での利払費の増加を抑制した。日銀がYCCを導入して以降、利払費は2016年度の8.2兆円から2022年度の7.1兆円へ減少している（図2参照）。ただし2021年度には決算剰余金（一般会計の決算上の剰余金の1/2以上の繰入が義務）が2兆2,682億円計上されたので、償還における現金償還の比率は維持され、その分だけ借換債の増発を抑えた。

新発利付国債の表面利率引き上げ以降、利払費は増加に転じ、2023年度補正後では7.5兆円となっている。2024年度当初予算では9.7兆円に急増している。予算積算金利は、2016年度第3次補正予算で1.6%から1.1%に引き下げられた後、2023年度第1次補正予算までこの金利が維持された。1.1%の予算積算金利は実勢金利を上回っており、2023年度第1次補正予算まで毎年度、国債費の不用額が生じている。2024年度当初予算では予算積算金利が一举に1.9%に引き上げられ、利払費の急増を招いた。予算積算金利の引き上げは17年ぶりである。

#### (2) 後年度の利払費の増加予測

財務省は2024年2月に例年通り「当年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」を公表した。名目成長率3%と1.5%について試算しているが、可能性が高い名目成長率3%のケースについてみると、2027年度の国債費は2024年度予算比で7.2兆円増加し、歳出総額に占める割合は2024年度の24.0%から27.8%へ高まる（表11参照）。10年利付国債の予算積算金利は2024年度の1.9%から2.4%に上昇するとして試算している。

財務省が作成する「後年度歳出・歳入への影響試算」は3年後までの試算であり、財政悪化の「序曲」にすぎない。金利引き上げの利払費への影響は、国債残高の残存年数にわたって長期間続く。金利引き上げに伴い利払費が増加するのは、新規国債の発行や借換債の発行で表面利率が高い国債が発行されることによる。従って金利上昇の影響は国債の新規発行や借換が進むにしたがって、徐々に進行する。

野口悠紀雄[2019]は借換、新規発行、償還が今後もこれまでと同じパターンで進行すると仮定して計算すると、新金利適用残高の総残高に占める比率は、5年程度で

表11 令和6年度予算の後年度「国債費」への影響試算

		兆円/%		
		2024年度	2027年度	増減額
名目成長率 3%ケース	一般会計歳出総額	112.6	123.1	10.5
	国債費	27.0 (24.0)	34.2 (27.8)	7.2
	うち利払費	9.7 (8.6)	15.3 (12.4)	5.6
	10年利付国債予算積算金利	1.9%	2.4%	
名目成長率 1.5%ケース	一般会計歳出総額	112.6	120.8	8.2
	国債費	27.0 (24.0)	33.4 (27.7)	6.4
	うち利払費	9.7 (8.6)	14.5 (12.0)	4.8
	10年利付国債予算積算金利	1.9%	1.9%	

注：1) 2024年度予算における制度・施策を前提とした後年度推計。

2) ( )内は一般会計歳出総額に対する比率。

出所：「令和6年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」2024年2月

50%を超え、9年で64%になるとしている。新金利が5%の場合、5年後の利払費は歳出総額の1/3程度、債務償還費を合わせると1/2程度になり、金利が正常な状態に戻れば、予算編成ができない財政破綻になるという<sup>(25)</sup>。

## 4 金利正常化への途<sup>(26)</sup>

### (1) 「異次元の金融緩和政策」の撤廃と日銀の大量国債購入の継続

日銀は低い物価上昇見通しに基づいて「異次元の金融緩和政策」を続けてきた<sup>(27)</sup>。2023年の時点で日銀スタッフは同年度の物価上昇率を1.8%と予想していたが、その

(25) 野口悠紀雄 [2019] 235～236頁。

利回りは2024年5月に4.68%で5%に近い。参議院予算委員会調査室「経済・金融・財政月例資料」2024年5月号、70頁。

(26) 金利正常化の目安となる欧米の政策金利をみると、2024年4月にアメリカ（2022年3月にゼロ金利政策を解除）のFFレート誘導目標は5.25～5.50%、ユーロ圏主要政策金利は4.50%である。一方、日本の政策金利（基準割引率、基準貸付利率）は0.3%という異常な低さである。参議院予算委員会調査室「経済・金融・財政 月例資料」2024年5月号、59頁、70頁。

(27) 誤った物価見通しと「異次元の金融緩和政策」の継続については、西野智彦 [2024] 24～25頁による。

後発表された消費者物価上昇率は4月に3.5%、5月に3.2%、6月に3.3%に跳ね上がった。国民の不満が高まり、政府は物価対策に乗り出さざるを得なくなった。加えて落ち着いていた円安・ドル高が再燃した。

2024年3月19日、日銀は金融政策決定会合で、「異次元の金融緩和政策」の柱となるイールドカーブ・コントロールなど「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み及びマイナス金利政策を撤廃した<sup>(28)</sup>。金融決定会合後の記者会見で、植田和男日銀総裁は「2%の物価安定目標の持続的安定的な実現が見通せる状況に至った。大規模緩和はその役割を果たした」と言明した。

11年にわたる「異次元の金融緩和政策」に終止符が打たれたが、植田総裁はこれからは「普通の金融政策」に戻し、緩和的な金融政策を継続すると言明した。「異次元の金融緩和政策」は撤廃したが、金融緩和政策を転換して金利正常化を目指すという姿勢はみられない。月間6兆円規模の国債購入は続けられた。

## (2) 日銀、国債購入額の減額方針を決定

2024年5月22日、日銀が国債購入額を本格的に減らし、金融政策の正常化を早めるとの観測が高まり、国債が売られて長期金利は2013年5月以来11年ぶりに1.000%を付けた。5月29日には長期金利は2011年12月以来、およそ12年半ぶりの高水準となる1.075%を付けた。2024年6月12日、アメリカの連邦準備理事会は主要政策金利を7会合連続で5.25～5.5%に据え置くことを決定した。ニューヨーク外国為替市場の円相場は1ドル＝155円台後半で推移していたが、金利据え置き決定後は金融引き締めが続き、日米の金利差は当面縮まらないとの見方から1円程度円安に振れ、1ドル＝156円台後半を付けた。円安は日銀に早期減額着手を促す一因となった。

2024年6月14日、日銀は金融政策決定会合で月間6兆円規模の国債購入を減額する方針を決定した。今後1～2年間の具体的な減額計画は7月に開催される次回の会合で決定する。政策金利の追加利上げは見送り、0～0.1%程度に据え置かれる。減額方針を決定したものの、減額幅が不明なため、ドル買い、円売りが進行、東京外国為替市場では一時1ドル＝158円近くの1か月半ぶりの円安が生じた。市場では、次回7月会合で国債購入額の減額を決めるが、利上げを見送るとの見方が出ている。植田総裁は金融政策会合後の記者会見で、経済・物価情勢次第で利上げは「当然あり得る

---

(28) 日銀の金融政策の枠組みの見直しについては、二森陽平 [2024] 2～4頁による。

話で」と指摘し、国債購入額の減額の開始と同時に追加利上げに踏み切る可能性に含みを持たせた。

2024年7月31日、日銀は金融政策決定会合で政策金利（短期金利）を0～0.1%程度から0.25%程度へ引き上げることを決定した。日米金利差の縮小により、円相場は急伸、円安と輸入物価高に歯止めがかかることが期待される。併せて国債買いオペを4半期ごとに4,000億円減らし、毎月の購入額を7月時点の5兆7,000億円から2026年1～3月期の3兆円程度まで減額することを決めた。日銀は3月末で市場に出回る国債の47%に相当する約580兆円を保有している。植田日銀総裁は会合後の記者会見で、長期金利上昇の見通しの質問に対して、「日銀の大量の国債保有は長期金利を低利に抑える役割を果たしており、国債購入額の減額による保有残高の減少は7～8%にとどまるので、長期金利への影響は限定的である」と回答している。国の国債利払費増大への影響を最小限にとどめる微温的な措置であるといえよう。

### （3） 「賃金と物価の好循環」へ目標のすり替え

「賃金と物価の好循環」の未達成、住宅ローン金利の引き上げなど国民生活への悪影響を理由に、日銀は政策転換に及び腰である。大幅な金融緩和政策の目標となってきた「消費者物価上昇率2%」が達成されたにもかかわらず、「賃金と物価の好循環」という目標のすり替えが行われている。円安と輸入物価の上昇を主因として物価上昇が続く中で、中央銀行は「物価の番人」として本来の「インフレターゲット」（物価上昇を目標範囲内に収める）を設定すべきであり、円安を止める利上げが主要な政策手段となる。賃金上昇は物価上昇を後追いしているにすぎず、不十分で実質賃金は低下している。実質賃金上昇による消費拡大を「賃金と物価の好循環」と呼ぶならば、いつになっても実現せず、大幅な金融緩和政策の抜本的な転換を回避する口実に使われ続ける。

## 5 日銀の損益悪化とバランスシートの毀損

金利正常化が実現すれば、日銀は損益悪化とバランスシートの毀損という影響を免れない。

## (1) 日銀の利息収支の悪化と上場投資信託（ETF）からの巨額の配当収入

マイナス金利撤廃後、超過準備に支払う金利は一律プラス0.1%で統一された。これにより日銀の支払い金利負担は約3倍になり、損益悪化が危惧されている。日銀の利息収支は収入の国債利子等が固定的である反面、支出は超過準備への支払い利息で政策金利引き上げにより増え、損益悪化と債務超過が生じると指摘されている。

河村小百合 [2020] は、2020年4月の日銀当座預金（388.8兆円）のうちプラス0.1%の付利をするのは半分強の207.7兆円（ゼロ金利156.1兆円、マイナス金利25.0兆円）にすぎず、利上げ局面では当座預金全体にプラスの付利を行うと、日銀の損益悪化、債務超過に陥り、政府は租税を原資に補填せざるをえなくなるとした<sup>(29)</sup>。

一方、伊藤隆敏 [2024] では、購入してきた上場投資信託（ETF）からの巨額の配当収入と債権取引損失引当金（2023年度決算で引当率を保有国債などから得る収益の50%から75%へ引き上げ）の取り崩しで対応できるとしている。日銀が保有するETFの簿価37.2兆円に対して、時価は74.5兆円であり、37兆3,120億円の評価益が生じている（「朝日新聞」2024年5月30日付）。ETFの株式配当などの運用益は年1.2兆円になり「埋蔵金」と呼ばれることもある。立憲民主党は少子化対策の支援金に充当する案を提唱している。2023年度決算では、ETFの運用益と国債利子などで経常利益は過去最高の4.6兆円となり、日銀の国庫納付金も過去最高の2.2兆円になっている。

## (2) 日銀保有国債の含み損

金利上昇に伴う膨大な日銀保有国債の含み損については、金子 勝、河村小百合、田中信孝など多くの論者が日銀、ひいては日本経済の信認低下、資本逃避による円安を危惧している。金利正常化に伴う日銀保有の国債の含み損は2024年3月期には過去最高の9兆4,337億円になっている。西野智彦 [2024] は、日銀の含み損は長期金利1%上昇で28兆6,000億円、2%上昇で52兆7,000億円に膨らむとしている（21頁）。

現在の円安の主因は日米の金利差である。金利正常化に伴い日銀保有国債に巨額の評価損が生じたとしても、日米金利差の縮小により円安は修正されてゆく。民間銀行は時価評価を義務づけられており、B I S規制で自己資本に占める金利リスク量の割合を一定以下に抑えることが求められている。一方、中央銀行は時価評価を義務づけ

---

(29) 河村小百合 [2020] 110～112頁。

られていない。伊藤隆敏 [2024] は国債は満期まで保有するから、中央銀行が保有する国債を市場評価額にすることは適切ではない。欧米中央銀行は未実現評価額でみると債務超過になっているが、何の問題も生じていないとしている。

結局、金利正常化の影響が大きいのは財政である。利払費の急増による予算編成難と国債価格の下落による国債の円滑な市中消化の停止である。

## 結 び

黒田前日銀総裁を支持してきた著名な経済学者が金利正常化にむけたドラスティックな政策転換を日銀に求めている。浜田宏一イェール大学名誉教授は、2024年は伝統的な金利運営に返ってインフレに備える年であると主張している（『プレジデント』2024年2月16日号、「浜田宏一の経済レッスン<sup>⑳</sup>」）<sup>(30)</sup>。伊藤隆敏コロンビア大学教授は、「2%インフレ目標」を貫徹、財政への配慮よりも物価安定を優先して、マイナス金利の解除などで歩み出した金融の正常化を推し進めるべきであると主張している（『日本経済新聞』2024年4月8日版）<sup>(31)</sup>。

すでに「2%物価目標」が達成されているのは明らかであるのに、日銀が金利正常化への大胆な政策転換に踏み切れないのは、国債費膨張を危惧する財務省への忖度によると考えられる。伊藤隆敏教授は、予算に占める国債費（特に利払費）が増えてゆくので、日銀の金利引き上げに反対の圧力がかかる懸念があるが、1998年の日銀法改正で日銀には政策手段の独立性が与えられたのだから、財政への配慮は優先されるべきではないと判断している。しかし今更「日銀の独立性」を打ち出しても説得力が乏しい。日銀の「異次元の金

---

(30) 浜田宏一名誉教授はアベノミクスと「異次元の金融緩和政策」を高く評価してきた。「アベノミクスは、雇用者の創出、企業収益の増加、さらには政府歳入の増加など、目覚ましい成果を生んだのである。マネタリズムの政策感が、日本経済を20年の沈滞から救ったのである」と述べた（日本経済研究センター（編）[2016] 192頁）。非正規労働者を中心とする雇用の拡大、先進国で唯一の実質賃金の下落、内需の不振による経済の長期停滞（「失われた30年」）という我々の評価とは真逆である。

(31) 伊藤隆敏教授は黒田総裁による「異次元の金融緩和政策」を高く評価してきた。日本経済研究センター編 [2016] の中で、日銀が2013年4月には2年で2%と言っていたインフレ目標が実現していないという批判に対しては、原油価格の下落の影響が大きくエネルギーを除けば1%を超えており、労働市場の逼迫の影響が賃金に表れているとして、日銀の2017年度中にインフレ目標達成という見通しを支持していた（217～219頁）。

融緩和政策」は、大量国債の低利調達という政府の政策に従属したものである。「日銀の独立性」に依り、金利正常化に向けて、ドラスティックな政策転換を行う可能性は低い。

逐次小幅な利上げを行い、これまで通り、国債の低利大量発行からの脱却は先送りされてゆく<sup>(32)</sup>。小幅な利上げの契機は、第1に円安と物価上昇であり、円安の進行は再燃している。第2は市場の圧力である。市場金利が上昇、利上げが予想される局面では売り圧力が高まる。固定利子による指値により国債先物市場で国債を売却した投機筋（先物市場では海外投資家のウエイトが高い）は、利上げ後、低下した国債価格で買い戻せば多額の利益を得られる。

齊藤 誠 [2023] は、ハイパーインフレ（激性インフレ）により敗戦国と同じ方法で国債費の重圧を大幅に軽減しようという処方箋を提案している<sup>(33)</sup>。財政規律棚上げから財政規律遵守レジームへのスイッチ（一挙の転換）の提案であり、スイッチは物価の大幅上昇（2025年実施で2024年の4.3倍）により実質国債残高を23.3%（約1/4）まで減少させる。第2次大戦後、戦勝国のアメリカとイギリスが戦時公債の元利払いに苦しんだのとは対照的に、敗戦国の日本と西ドイツはハイパーインフレにより戦時公債を消却、負担を逃れた経験を活かそうとしている。藤巻健史元米モルガン銀行東京支店兼在日代表は、原 真人編 [2023] においてハイパーインフレは避けられないと発言している<sup>(34)</sup>。

ハイパーインフレは国民を苦境に追い込む。それを避けようとするれば、財政規律を遵守、基礎的財政収支の黒字化により政府債務残高の累増に歯止めをかける途しかない。政府は「歳出改革」というが、その主なターゲットは社会保障費である。社会保障費は超高齢化により自然増圧力が強い。今年度までは薬価引き下げが社会保障費抑制の主な手段となってきたが、医薬品不足などの副作用が現れ、限界に達しつつある。社会保障費の削減を財政規律遵守への切り札とするには、高齢者の医療保険料・介護保険料と自己負担の大幅な引き上げが必要である。物価高と年金の実質価値の切り捨てにより多くの高齢者が生活に苦しむ中で、実現は不可能である。歳出削減の主なターゲットは、大幅に増額されている防衛費に置かれるべきである。

租税の収入調達力の引き上げが重要な政策手段である。高額所得者を金融所得の定率分

(32) 愛宕伸康（楽天証券経済研究所チーフエコノミスト） [2024] は、政策金利（オーバーナイト金利）を2024年9月から半年に1度ずつ0.25%ずつ引き上げ、国債買入額を2024年6月から3,000億円ずつ減額、月1兆円で据え置くという条件では、長期金利（10年新発債）は2025年3月に1.4%、2026年3月2.0%に高まると予測している。96頁。

(33) 齊藤 誠 [2023] 289～291頁。本書については町田俊彦 [2024] の書評を参照のこと。

(34) 原 真人 [2023] 105～106頁。

離課税で優遇している所得税で、総合課税化と最高税率の引き上げを行う。それに加えて、貯蓄超過の大企業と富裕層をターゲットにしたストックへの課税が不可欠である。私は大企業への内部留保課税を、神野直彦『財政と民主主義』（岩波新書）は富裕税の導入を提唱している<sup>(35)</sup>。

（まちだ としひこ 専修大学名誉教授）

キーワード：超長期債／平均償還年限／インフレターゲット／日本銀行の国債買入れ／  
国債の流通利回りと表面金利

---

(35) 醍醐 聡東京大学名誉教授は内部留保課税について、税率1%で2.5兆円の税収があると試算している（『全国商工新聞』第3145号、2014年11月24日付）。

付表 1 戦後の国債管理政策等の推移（その1）

年度	国債管理政策	財政政策	日本経済、日銀
1965	1966. 1 シ団引受開始（7年債） 1966. 3 運用部引受開始	補正予算で歳入補填債発行	
1966		当初予算で建設公債発行	1966. 1 「1年ルール」導入
1967	現在の減債制度(60年償還ルール)確立		
1971	1972. 1 国債の償還期限延長 (→10年)		ニクソン・ショック
1973			第1次石油危機
1975		補正予算で特例公債発行	
1976	1977. 1 割引国債（5年）発行開始	1980年度特例公債脱却目標設定	
1977	1977. 4 金融機関の国債流動化開始		
1978	1978. 6 中期国債（3年） 公募入札開始		
1979	1979. 6 中期国債（2年） 公募入札開始	1984年度特例公債脱却目標設定	第2次石油危機
1980	1980. 6 中期国債（4年） 公募入札開始		
1981	1981. 9 6年債の直接発行	増税なき財政再建	土光臨調発足
1982	1983. 2 15年変動利付国債の 直接発行	ゼロシーリング	
1983	1983. 4 金融機関の国債募集取扱 開始 1983. 9 20年債の直接発行	1990年度特例公債脱却目標設定 マイナスシーリング	
1985	1986. 2 短期国債の公募入札開始		プラザ合意
1988	1988. 4 郵便局の国債募集取扱開始		
1989		消費税導入（3%）	
1990		特例公債発行脱却	
1991			バブル経済崩壊
1993	1993. 6 6年債の公募入札開始		
1997		消費税率3%→5%	日銀法全面改正 アジア通貨危機
1998	1998. 10 中期国債の非競争入札開始		
1999	1999. 11 30年債公募入札開始	所得税最高税率引き上げ	
2000	2000. 12 15年変動利付国債の公募		
2001			2001. 3 量的金融緩和政策 ①「銀行券ルール」導入 ②「1年ルール」緩和
2002	2003. 3 個人向け国債の導入		2002. 2 買いオペ対象拡大
2003	2004. 3 物価連動国債の発行		
2004	2004. 10 国債市場特別参加者制度		
2005	2005. 1 第I非価格競争入札開始 2006. 1 新型個人向け国債導入 2006. 3 シ団の廃止		
2006	2006. 4 流動性供給入札の導入	2011年度PB黒字化目標設定	2006. 3 量的金融緩和、終結
2007	2007. 11 40年債の公募入札開始		
2008	2009. 2 15年変動利付国債、物価 連動国債の発行取りやめ		リーマンショック

付表 1 戦後の国債管理政策等の推移（その2）

年度	国債管理政策	財政政策	日本経済・社会、日銀（買いオペ等）
2010		2020年度 P B 黒字化目標設定	
2011		復興債発行	東日本大震災
2012	2013. 1 国債整理基金圧縮による借換債の発行抑制を公表	年金特例公債発行（～2013年度）	
2013	2013. 10 物価連動公債の発行再開	2013. 1 安倍内閣、緊急経済対策で「3本の矢」を提唱	2013. 1 安倍首相と白川日銀総裁で政策協定 物価上昇率 2% のインフレターゲット 2014. 4 「異次元の金融緩和政策」開始 ①「銀行券ルール」を停止 ②国債買入れ拡大（年間50兆円、2年間で2倍）
2014		消費税率 5%→8%	
2015		P B 黒字化中間目標達成	2015. 12 買入れ国債の平均残存年数「7～10年」→「7～12年」
2016			2016. 1 マイナス金利付き量的・質的金融緩和 ----- 2016. 9 長短金利操作付き量的・質的金融緩和（イールドカーブ・コントロール導入） 指定する金利による国債買入れ（指値オペ）
2018		2025年度 P B 黒字化目標設定	
2019		消費税率 8%→10%	新型コロナウイルス感染症感染拡大
2020			2020. 4 コロナ対応で「上限を設けず」国債買入れ 2021. 3 長期金利の変動幅拡大（上下±0.25%程度）
2021	2021. 4 利付債の表面利率の下限を0.1%から0.005%へ引き下げ		
2022			2022. 12 長期金利の上限引き上げ 0.25%→0.5%
2024			2024. 3 「異次元金融緩和」の柱となるイールドカーブ・コントロール、マイナス金利政策撤廃 2024. 6 日銀、国債の買入れ、月間6兆円規模減額 2024. 7 日銀、国債の買入れ、減額

出所：「債務管理レポート」2023年度版、日銀の政策のみ田中信孝 [2022] 3～4頁、図表1、二森陽平「日本銀行の金融政策の見直しに係る背景と我が国経済の影響」（参議院予算委員会調査室「経済・金融・財政 月例資料」2024年4月号、2～4頁、「日本経済新聞」2024年5月14日付

付表2 国債に関する諸指標（その1） — 決算ベース —

	国債発行額（億円）							
	一般会計新規公債			年金 特例債	復興債	財投債	借換債	合計
	小計	建設公債	特例公債					
2005	312,690	77,620	235,070	—	—	282,494	1,055,195	1,650,379
2006	274,700	64,150	210,550	—	—	255,595	1,081,206	1,611,502
2007	253,820	60,440	193,380	—	—	167,696	991,894	1,413,410
2008	331,680	69,750	261,930	—	—	86,000	939,095	1,356,775
2009	519,550	150,110	369,440	—	—	94,100	904,803	1,518,453
2010	423,030	76,030	347,000	—	—	84,000	1,008,355	1,515,385
2011	427,980	83,680	344,300	—	112,500	131,000	1,090,200	1,761,680
2012	474,650	114,290	360,360	25,842	23,033	142,200	1,109,579	1,775,303
2013	408,510	70,140	338,370	26,035	—	107,000	1,101,569	1,643,114
2014	384,929	65,770	319,159	—	1,200	140,000	1,193,728	1,719,857
2015	349,183	64,790	284,393	—	13,200	134,000	1,142,308	1,638,691
2016	380,346	89,014	291,332	—	7,909	196,000	1,094,798	1,679,053
2017	335,546	72,818	262,728	—	768	120,000	1,063,820	1,520,134
2018	343,954	80,972	262,982	—	—	106,300	1,032,853	1,483,107
2019	365,819	91,437	274,382	—	8,100	125,500	1,042,383	1,541,801
2020	1,085,539	225,960	859,579	—	7,224	390,751	1,085,039	2,568,553
2021	576,550	91,680	484,870	—	400	101,446	1,428,502	2,106,897
2022	504,789	87,270	417,519	—	—	141,330	1,477,335	2,123,454

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

付表2 国債に関する諸指標（その2） — 決算ベース —

	国債 依存度 (%)	国債残高（億円）		普通国債残高 /GDP (%)	国債費 (億円)	国債費 /一般会計 (%)	国・地方 のPBの 対GDP 比 (%)	国債の日 銀保有割 合 (%)
		普通国債残高	財投債残高					
2005	36.6	5,269,279	1,393,532	98.7	187,360	21.9	▲2.6	12.1
2006	33.7	5,317,015	1,389,061	99.0	180,369	22.1	▲1.6	9.8
2007	31.0	5,414,584	1,397,543	100.6	192,904	23.6	▲1.3	8.5
2008	39.2	5,459,356	1,310,501	105.8	191,665	22.6	▲2.8	8.1
2009	51.5	5,939,717	1,222,253	119.4	184,448	18.3	▲7.3	8.8
2010	44.4	6,363,117	1,181,916	126.0	195,439	20.5	▲6.2	8.9
2011	42.5	6,698,674	1,109,122	134.0	196,277	19.5	▲6.4	9.6
2012	48.9	7,050,072	1,092,607	141.2	210,107	21.6	▲5.4	13.1
2013	40.8	7,438,676	1,042,104	145.1	212,935	21.3	▲5.3	20.0
2014	39.0	7,740,831	989,910	147.9	221,857	22.5	▲3.8	26.3
2015	35.5	8,054,182	961,155	148.9	224,635	22.9	▲2.9	33.8
2016	39.0	8,306,733	962,509	152.4	220,856	22.6	▲2.9	39.4
2017	34.2	8,531,789	945,259	153.5	225,208	23.0	▲2.2	41.8
2018	34.8	8,740,434	922,456	157.1	225,286	22.8	▲1.9	43.2
2019	36.1	8,866,945	910,901	159.1	222,857	22.0	▲2.6	44.2
2020	73.5	9,466,458	1,186,450	176.8	223,256	15.1	▲9.1	44.5
2021	39.9	10,045,058	1,094,407	184.3	245,893	17.0	▲5.5	43.3
2022	38.1	10,264,897	1,125,237	181.8	238,697	18.0	▲3.5	47.3

出所：参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」2024年度版

付表3 カレンダーベース国債市中発行額の年限別推移

兆円

	計	短期債 (1年以下)	中期債 (2～5年)	長期債 (10年)	超長期債 (10年超)				その他
						40年債	30年債	20年債	
2005	118.3	29.9	44.4	22.8	10.4	—	2.0	8.4	10.8
2006	113	24.8	44.4	22.8	11.9	—	2.3	9.6	9.1
2007	109.7	22.8	44.4	22.8	12.1	0.1	2.4	9.6	7.6
2008	106.3	21.0	44.5	22.8	13.6	0.6	2.9	10.1	4.4
2009	137.5	32.9	55.6	25.0	17.7	1.1	4.0	12.6	6.3
2010	142.8	30.0	60.0	26.4	19.2	1.2	4.8	13.2	7.2
2011	144.8	30.0	60.8	26.4	20.4	1.6	5.6	13.2	7.2
2012	149.4	30.0	62.8	27.8	21.6	1.6	5.6	14.4	7.2
2013	156.6	30.0	67.2	28.8	22.8	1.6	6.8	14.4	7.8
2014	154.5	26.7	64.8	28.8	24.0	1.6	8.0	14.4	10.2
2015	152.2	25.8	60.0	28.8	26.0	2.0	9.6	14.4	11.6
2016	147	25.0	56.4	28.8	25.6	2.8	9.6	13.2	11.2
2017	141.3	23.8	52.8	27.6	24.6	3.0	9.6	12.0	12.5
2018	134.22	21.6	49.2	26.4	22.8	2.4	8.4	12.0	14.2
2019	129.4	21.6	46.8	25.2	21.6	2.4	8.4	10.8	14.2
2020	212.3	82.5	61.2	29.7	26.7	3.0	10.2	13.5	12.2
2021	212.2	74.0	66.0	31.2	28.8	3.6	10.8	14.4	12.2
2022	203.1	64.6	63.9	32.4	29.4	4.2	10.8	14.4	12.8
2023	191.3	50.7	64.8	32.4	29.4	4.2	10.8	14.4	14.0
2024	171	38.4	58.8	31.2	27.0	4.2	10.8	12.0	15.6

注：1) 2023年度は12月変更後（超長期債の内訳は当初）、2024年度は当初

2) 中期債、長期債、超長期債は固定利付債

3) その他は流動性供給入札、物価連動債、変動利付債、クライメート・トランジション国債

出所：「債務管理レポート」2020年度版、2024年度版

付表4 カレンダーベース国債市中発行の年限別構成

	合 計	短期債 (1年以下)	中期債 (2～5年)	長期債 (10年)	超長期債 (10年超)				その他
						40年債	30年債	20年債	
2005	100.0	25.3	37.5	19.3	8.8	—	1.7	7.1	9.1
2006	100.0	21.9	39.3	20.2	10.5	—	2.0	8.5	8.1
2007	100.0	20.8	40.5	20.8	11.0	0.1	2.2	8.7	6.9
2008	100.0	19.8	41.9	21.4	12.8	0.5	2.7	9.5	4.1
2009	100.0	23.9	40.4	18.2	12.9	0.8	2.9	9.2	4.6
2010	100.0	21.0	42.0	18.5	13.4	0.8	3.4	9.2	5.0
2011	100.0	20.7	42.0	18.2	14.1	1.1	3.9	9.1	5.0
2012	100.0	20.1	42.0	18.6	14.5	1.1	3.7	9.6	4.8
2013	100.0	19.2	42.9	18.4	14.6	1.0	4.3	9.2	5.0
2014	100.0	17.3	41.9	18.6	15.5	1.0	5.2	9.3	6.6
2015	100.0	17.0	39.4	18.9	17.1	1.3	6.3	9.5	7.6
2016	100.0	17.0	38.4	19.6	17.4	1.9	6.5	9.0	7.6
2017	100.0	16.8	37.4	19.5	17.4	2.1	6.8	8.5	8.8
2018	100.0	16.1	36.7	19.7	17.0	1.8	6.3	8.9	10.6
2019	100.0	16.7	36.2	19.5	16.7	1.9	6.5	8.3	11.0
2020	100.0	38.9	28.8	14.0	12.6	1.4	4.8	6.4	5.7
2021	100.0	34.9	31.1	14.7	13.6	1.8	5.3	7.0	5.7
2022	100.0	31.8	31.5	16.0	14.5	2.0	5.3	7.1	6.3
2023	100.0	26.5	33.9	16.9	15.1	2.2	5.6	7.5	7.6
2024	100.0	22.5	34.4	18.2	15.8	2.5	6.3	7.0	9.1

注、出所とも付表3と同じ。

### 【参考文献】

- 愛宕信康 [2024] 「日銀〈追加利上げ〉の先行きを読む」『週刊エコノミスト』2024年6月18日号。
- 永廣 顕 [2014] 「財政赤字と公債理論」(片桐正俊編『財政学：転換期の日本財政』第3版、東洋経済新報社・所収)
- 太田康夫 [2018] 『金融失策20年の真実』日本経済新聞出版社。
- 金子 勝 [2023] 『岸田自民で日本が瓦解する日』徳間書店
- 河村小百合 [2020] 『中央銀行の危険な賭け — 異次元緩和と日本の行方』朝陽会
- 小西砂千夫 (編) [2014] 『日本財政史 III：構造改革とその行き詰まり 2001年〜』有斐閣
- 齊藤 誠 [2023] 『財政規律とマクロ経済：規律の棚上げと遵守の対立をこえて』名古屋大学出版会
- 佐藤俊幸 [2024] 「日本銀行の伝統的金融政策の基本的性格と限界 — 1970年までを中心に —」岐阜協立大学『地域創生』第43集、2024年3月、81~99頁。
- 神野直彦 [2024] 『財政と民主主義』岩波新書
- 田中信孝 [2019] 「実現しない〈経済の好循環〉と財政・金融問題」(地方自治総合研究所編『経済・財政・社会保障のこれまでとこれから：地方財政レポート2018』地方自治総合研究所・所収)
- 田中信孝 [2022] 「異次元の金融緩和政策と物価上昇」『自治総研』2022年11月号
- 土橋康人 [2014] 「日銀の〈非伝統的金融政策〉と財政 — 量的・質的金融緩和の財政学的位置づけ」小西砂千夫 (編) [2014] 前掲書・所収。
- 西野智彦 [2024] 「さらば異次元の金融政策 植田日銀の解体作業を追う」『世界』2024年5月号、21~24頁。
- 日本経済研究センター (編) [2016] 『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社。
- 二森陽平 [2024] 「日本銀行による金融政策の枠組みの見直しに係る背景と我が国経済への影響」参議院予算委員会調査室「経済・金融・財政 月例資料」2024年4月号、1~4頁。
- 野口悠紀雄 [2019] 『平成はなぜ失敗したのか：〈失われた30年〉の分析』幻冬舎
- 野口悠紀雄 [2023] 『日銀の責任 低金利日本からの脱却』PHP新書
- 原 真人 (編) [2023] 『アベノミクスは何を殺したか 日本の知性13人との闘論』朝日新書、朝日新聞出版
- 町田俊彦 [2024] 「書評：齊藤 誠『財政規律とマクロ経済：規律の棚上げと遵守の対立をこえて』」『生活経済政策』2024年5月号