

国債保有偏在の是正と家計部門 — 国債ファンド構想

麗澤大学経済学部 教授 平山賢一

政策金利が中立金利に近づく過程で、長らく封印されてきた国債利回りの変動が、再び市場参加者の視界に戻りつつある。2025年には超長期国債の利回りが想定を上回る水準に達し、債券市場を取り巻く環境はこれまでとは異なるステージに入ったようにも見える。その背後には、日本銀行（日銀）が累積した国債の保有残高を減らし、市場に放たれる国債の量が増えつつあるという構造変化がある。こうした変化は、将来世代に対する財政運営の責任や国債管理政策の安定性、さらには通貨価値の維持にも影響を与えるため、軽視できない論点となる。

国債保有の偏在性と家計部門の再登場

とりわけ、国債保有の偏在性は深刻である。2024年度末の日銀の資金循環統計によれば、日銀が保有する国債は5割を超え（51.7%）、保険・年金が25.9%、銀行等が10.9%、海外投資家等が6.0%であり、個人投資家（投資信託含む）は3.0%に過ぎない。投資家層がこれほどまでに偏ると、市場流動性の枯渇や価格形成のゆがみを招き、いずれ国債管理政策の柔軟性を削ぐ危険もある。金融市場の歴史は、特定主体による過度の保有集中が、いざ転換点を迎えた際に大きな混乱を生んできたことを示しており、今回も例外ではないはずである。

こうした問題を理解するためには、政府債務全体における国債比率の歴史の変遷に目を向ける必要がある。明治以降、わが国の内国債（円建て日本国債）比率は、政府債務残高の90%前後に達する局面を繰り返してきた。1897年度末や1942年度末の水準はまさにその典型であり、こうした局面では外国債（外貨建て日本国債）への依存や借入金の増加、短期債の発行拡大など、政府は内国債以外の調達経路を模索してきた¹。

ただし、そうした選択は当時の国際金融環

境や制度的前提に強く規定されており、そのまま現在に当てはめることはできない。それでも、一つの調達手段に依存が集中した際に、政府が別の手段を併用してきたという歴史的含意は、現代にも一定の示唆を与えるように思われる。たとえば、短期債や借入金という経路へのシフトである。投資家は、金利変動による評価損益のボラティリティを回避したいこともあり、10年超の長期にわたり資金を固定化するニーズは低いものの、金利のある世界では短期債へのニーズが高まりつつある。また、資金ニーズに応じたりリスク特性の国債を私募発行する道も考えられよう。非市場性国債は、借入金的一种と考えると、今後の政府債務の調達は、短期債や借入金へのシフトを検討する余地はある。

現在のわが国の内国債残高は、日銀による保有縮減のさなかであっても、政府債務の9割を占める規模にまで膨らんでいる。もっとも、現代の特徴は、資金余剰国であるために外国債への依存は現実的でない点、また長期金利の変動が大きい局面では、金利リスク規制や健全性規制により、銀行や生命保険が国債への積み増しに慎重にならざるを得ない点にある。海外投資家による保有期間は相対的に短く、市場の変動幅をむしろ増幅させる可能性すらある。結果として、主要セクターのうち三つが国債の保有を増やしていく構造にあり、相対的に長期・安定的な保有余地が大きいのは家計部門である、という構造的な必然が浮かび上がる。

家計部門による国債保有が全く非現実的というわけではない。1980年代半ば、投資信託（投信）を通じた中期国債ファンド²が隆盛した時期には、個人投資家（投信を含む）の国債保有比率は一時的に13.8%（1983年度末）にまで高まった。金利水準が十分にあり、個人の投資ニーズに沿った商品設計が行われれば、家計による国債保有は決して稀な現象ではなかったのである。ただ、近年のゼロ金利環境

においては、家計部門が債券を保有する動機が弱まり、国債は事実上、日銀が支える市場となった。金利のある世界へ戻った今こそ、家計部門が再び市場の一端を担う余地は小さくないとも言える。

国債ファンド構想：MMF・物価連動債・NISAの三本柱

そのためには、家計ニーズに即した金融商品の再設計が欠かせない。第一の柱は、マネー・マネジメント・ファンド（MMF）³の復活と短期債券市場の再活性化である。マイナス金利期には成立し得なかったMMFも、金利水準が回復することで再び魅力を取り戻す可能性がある。さらに、ブロックチェーン（分散型台帳）技術を用いることで換金性を高められれば、家計の短期安全資産としての位置づけはより明確になるだろう。こうした商品群は、国債管理政策を担う側にとっても流動性の高い短期債（政府短期証券等）の発行を柔軟に行うための基盤となり、家計と政府の双方にとって利益の重なる領域を形づくる。つまり、個人投資家のニーズに応え、集団投資スキームを活用して国債の消化を再起動するわけである。

第二の柱は、物価連動国債の設計見直しである。現行の物価連動国債が10年満期であり、実質金利の変動や金融市場の流動性に応じて時価が大きく変動するため、家計が期待するインフレヘッジ機能を必ずしも提供できていない。そこで、1年満期の短期物価連動国債を非市場性国債として投信向けに発行し、それを投信がパッケージ化して毎年ロールオーバーする仕組みがあれば、高齢者世帯が抱くインフレ不安に応える有力な手段となろう。米国財

務省のI Bonds⁴が個人投資家の支持を集めてきたことを踏まえれば、こうした仕組みの導入は、日本でも一定の実効性を持つ可能性がある。

第三の柱は、少額投資非課税制度（NISA）口座の資産配分見直しと国債ファンドとの連動である。長期の株式保有によって資産を積み上げてきた高齢層は、分散投資効果を利用してリスク調整後リターンを安定させるため、低リスク資産へのリバランスを求める場面に直面する。ただ、その際の資産額は、簿価ベースの非課税限度額を大きく超えてしまっているというNISAの制度的制約が存在する。そこで時価ベースでの再配分を一度だけ認めるなどの特例措置があれば、家計の低リスク資産への移行を滞りなく進めることができ、それが国債需要の安定的な基盤として機能する可能性がある。

国債ファンド構想

以上の三本柱を総称して、本稿では「国債ファンド構想」と呼びたい。日銀が保有する国債を徐々に他の投資家に分散していく過程において、家計部門が新たな投資家基盤の一角を担うことは、国債管理のみならず、財政運営と通貨価値維持の観点からも無視し得ない含意を持つ。金利のある世界への復帰は、単に市場環境の変化を意味するだけではなく、わが国の資金循環全体を再構築する契機にもなり得る。国債市場という長い歴史を持つ資産が、再び注目されている今こそ、家計・政府・金融機関が三位一体となり、安定的で多様な市場構造を築くことが求められている。

¹ 日清戦争後の1897年度末が94.8%、太平洋戦争期の1942年度末が94.9%であり、2024年度末には89.4%まで上昇している。日清戦争後には、英ポンド・米ドル建日本国債などの比率が高まり、日露戦争における資金調達を遂行している。また、太平洋戦争末期には、内国債から、日本銀行からの政府貸上金などの借入金にシフトし、戦後に至っては、財政法定により長期国債発行が停止され、短期債比率が高まっている。

² 中期利付国債を中心に運用する追加型公社債投信であり、1980年代に「中国（ちゅうこく）ファンド」と称して残高を拡大した。わが国の公社債投信の歴史的経緯について、詳しくは、杉田浩治「日本の公社債投信の歴史と現状」『証券経済研究』第81号、37～47頁、2013年3月を参照。

³ わが国のMMFは、マネー・マネジメント・ファンドとして設定され、一時的には20兆円を超えるまで運用資産が拡大した。

⁴ 米国では、財務省が運営するオンラインサイトであるトレジャリー・ダイレクト（Treasury Direct）を介して個人が国債を購入できる。「インフレ率+ α 」で利率が決定され、償還額も連動する国債。30年満期だが、非市場性国債のため時価評価されるものではない。購入額が制限（年間1万ドル）され、換金時には一定のペナルティがある。