

無利子国債の可能性を探る

発表日：2009年2月12日(木)

～将来の減税を見合いにした国債消化～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

政府が無利子国債を発行して、それを家計に購入してもらうことで国債増発の圧力を分散しようというアイデアがある。相続税を支払っている対象者は、全体の4.2%に過ぎないが、潜在的な購買層の保有資産はラフに計算して242兆円に及ぶ。将来の相続税の減免を見合いにして、政府が資金調達をするのであれば、無利子国債という方法を拡張して、相続税減免権付の国債を市場で売却する方法もある。

新鮮なアイデア

政府が無利子国債を発行して、国債増発の圧力を分散しようというアイデアがある。これは、無利子国債に限って、個人がそれを保有したときに、相続税の課税対象から控除する特典を与えるというものである。節税を目的に家計が無利子国債を大量に保有すれば、債券市場における国債増発が緩和されるという論法である。相続税に対する特典をつけたところが、新鮮味のあるアイデアである。

また、発行する国債が無利子である点は、国債発行残高が増嵩しても、無利子国債の消化を通じて政府の利払コストを増やさない効果も見込まれる。利払費が膨らんで財政収支が発散リスクも低減される。国債管理政策の一環として、無利子国債を検討課題として取り込むことは一定の合理性があると言える。筆者は、無利子国債という変化球を単なる「俗論」として切り捨てることはもったいないことだと考える。財政状況が非常事態のときには、あらゆる可能性を排除せずに、広範囲にプラス・マイナスを思考実験することが肝要である。

形態は額面発行で、長期保有が前提

まず、基本的なフレームワークを検討しておこう。無利子国債は、おそらく時価発行ではなく、額面発行になるのだろう。なぜならば、たとえ無利子＝ゼロクーポンであっても、ゼロクーポン債のかたちで発行されれば、発行主体(政府)は金利コストを負うことになる。

おそらく、個人向け国債は、そうした可能性を勘案して額面発行される仕組みになっている。個人向け国債は、途中換金ができるが、流通・転売できないようになっていて、時価評価を避ける仕組みである。額面発行の場合、個人は満期までの間、インフレが進行すれば、投資元本の実質価値が低下するリスクを負うのだが、個人向け国債の変動金利型では、インフレ率が長期金利に織り込まれる効果を通じてインフレ抵抗力がある商品設計になっている。仮に、無利子国債が額面発行された場合には、その保有者は、インフレリスクを抱えることになるだろう。

無利子国債の商品性に関して、不確定なのは有効期限である。無利子国債の保有しさえすれば、すぐに相続税を免除される特典が獲得できるのであろうか。仮に、課税控除の有効期限が設定されていなければ、富裕層の資産家が病気になるまで相続が予定される直前になって大量に無利子国債を購入して節税効果を狙うというような行動に出ることが予想される。それでは、単に節税の抜け穴を提供しているだけになるので、安定的に国債消化をするメリットは乏しくなる。

おそらく、そうしたことを防ぐために、無利子国債は、満期期間が長期間になり、さらに個人が無利子国債を使って相続税の課税控除ができる効果は無利子国債を保有し始めてから数年後(例えば5年以上)という風に有効期限が設定されるのではないかと。

そうした前提に立つと、保有ユーザーのメリットは、なるべく短い有効期限で運用したいということになり、対照的に政府の方は、なるべく長い満期期間を設定して、有効期限も長くしたいという関係になる。

いくつかの問題

すでに、無利子国債に関しては、いくつかの観測がある。「タンス預金の受け皿になる」とか、「相続税対策として効果を発揮する」という見方である。

しかし、これらは事情がよく吟味されずに流布している印象がある。まず、タンス預金であるが、その保有者たちは、基本的に金融機関や国の保証制度を信じていない人々であり、無利子国債のニーズを持っている人々とは異なっていると考えられる。タンス預金の保有者は、運用収益ゼロの犠牲を払ってでも、自分自身で資産保全したいと考えている。

経緯を振り返ると、これらの人々は、日本が金融不安に見舞われた 90 年代年央から民間金融機関に預けることに伴う不安を回避するために、現金保有を選択した。2000 年初には、一部で預金封鎖の噂があり、国債すら信じずに自己防衛をしたいと考える人々が現金はより安全と考えて保有したこともある。その真偽はともかく、現金で持つておくことに安全を求める資産家が、富裕層個人や非営利団体などに居たことは確かである。筆者は、タンス預金の推定額は 20～30 兆円に及ぶと試算している。これらの対象層は、現在もタンス預金で資金を抱えているが、彼らの保有動機は相続対策とは全く別のところにある。だから、無利子国債が発行されても、タンス預金は減らないだろう。

もうひとつ、政府が相続税対策のツールとして国債を用意することには政策意図に疑問がある。相続税対策の深刻な問題は、富裕層の遺産相続で多額の納税を迫られるという問題ではないはずだ。相続税は、資産格差を是正するためには合理性があり、経済格差の問題とも通じている。税理士の方々と話をすればすぐにわかることだが、相続税問題は、中小企業の事業承継にある。経営者が高齢化した中小企業では、子供に事業を相続し途端に、多額の納税義務が生じて、その負担が悪化した企業経営をさらに圧迫する。永年、親が守ってきた事業を子供が引き継いで守ろうとすることに、相続税は高いハードルになっている。中小企業の事業承継を助けることは、重要な政策課題である。無利子国債がそうしたニーズの受け皿にならないのなら、「銀のスプーンをくわえて生まれてきた人々」が増えることを容認することになりかねない。無利子国債のアイデアは、事業承継の問題には何か有効な効果を及ぼせるように工夫が必要であろう。

無利子国債の潜在需要

無利子国債の経済的インパクトについて整理しておきたい。原理として、「現在の財政赤字＝将来の増税」という構図がある。これを正反対にすると、「将来の減税＝現在の財政赤字縮小」という関係になる。無利子国債は、「将来の相続税減免＝財政支出削減＝利払負担の軽減」と読み替えることができる。ミクロ的にみれば、相続税の課税を予想する人々が、無利子国債を購入し、その購入額×長期金利(平均)だけ、現在の利払負担が軽減される効果が期待できる。

そうすると、将来、相続税の課税を予想する人々がどのくらいの規模の金融資産を保有しているかが問題になる。相続税は年間 1.5 兆円の規模(被課税資産は 10.4 兆円、2006 年)であるが、人々が課税予想する税金の総額はこの将来予想の流列に相当する。人々が課税されたくないと考える被課税資産の総額は、10.4 兆円の十数倍になってもおかしくはない。

そこで被課税資産の規模を推計してみたい。実際に相続税を支払っている被相続人の割合は、死亡者数の 4.2% (2006 年)に過ぎないが、その僅か 4% 弱の人々の保有資産の規模はかなり大きくなる。仮に家計金融資産の大口保有者の上位 4.2% の金融資産が、そのまま相続税の課税対象者になるという大胆な仮定を置くと、金融資産の上位 4.2% の層は、1 世帯当たり金融資産 6,000 万円以上の世帯ということになる。入手できる家計金融資産の分布から計算すると、上位 4.2% が日本の全金融資産の 29.2% を保有するアンバランスな構成になっていると計算できる。家計の純金融資産残高(負債を控除)の中で現金や年金運用分を除いた金額に、29.2% を乗じると、相続税の課税を予想する人々の保有する純金融資産は 242 兆円と推定できる。もしも、この推定値は、大口資産家が、別途、保有する実物資産などですでに非課税枠一杯に持ってい

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

て、金融資産全体が課税対象になるという荒っぽい前提を置けば、この 242 兆円が、無利子国債の消化余地ということになる。年間 1.5 兆円の範囲の税収を犠牲にして、最大 242 兆円の無利子国債が消化できるのならば、その経済効果は決して小さくないと見込まれる。

無利子国債の応用問題

無利子国債を購入したいと考える人の思惑を考えると、将来自分が相続税を課税された場合の予想納税額(T)が十分に大きい人である。その人が、課税控除の恩恵を受ける確率(α)を計算できたとすると、納税額の期待値(P)は、 $T \times \alpha$ として表現できる。

機会費用である長期金利(r)と保有年数(y)が決まると、

$$P = T \times \alpha > r \times y$$

という関係が見込める。相続税率は 10~50%までであるので、超大口の富裕層ほど納税の期待値は高くなるはずである。逆に、相続税の課税対象となる可能性が低い人は、自分の相続をイメージして備えることはしにくいとも考えられる。相続税の課税計算の複雑さも手伝って、実際に課税されている 4.2%の被相続人が事前の備えをするかどうかは不確定なところもある。

こうした図式を踏まえて発想を柔軟に構えると、無利子国債の機能は、富裕層向けのリアルオプションであるとも考えられる。考え方の基本は、個人が一定のオプション・プレミアムを支払えば、納税時の課税免除の権利行使が可能になるというものだ。筆者自身は、こうした計算を解くことに慣れていないが、政府は無利子国債とは別のスキームを設けて、相続税の免税を認める権利に時価を付けて売ることができるだろう。変形として、その権利を付与した国債を発行することも検討することができる。

その場合、相続税免税権付の国債は、市場で時価発行すると、そのゼロクーポン債は額面以上の金額で販売することさえ可能になるのではないだろうか。相続税免税権付の国債の経済価値を考えると、政府は、この種の国債を市場で取引する方が、資金調達コストをより大きく節約できるかもしれない。

以上のように、無利子国債を発行して財政再建に役立てようというアイデアは、柔軟かつ多様に拡張できるのではないだろうか。将来の税収を見合いにして、国債消化を進めようという検討案は、今後さらなる応用・展開をみせる可能性がある。