

# 正念場の国債管理を危うくする自民党「60年償還ルール見直し」の悪手

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 政策・マーケットラボ

2023.1.31 4:50 会員限定



## 限界に来たYCCでの金利抑制 低利時代終焉、次は国債管理政策

財務省は年明けの1月5日に実施した10年国債の入札で、表面利率（クーポン）を、2014年12月以来の8年振りの水準である0.5%に引き上げ、実際の最高落札利回りも同じ0.5%に達した。

これは日本でも低金利時代が終焉しつつあることを意味する。

世界的なインフレ局面への転換で金利上昇圧力が強まっており、日本銀行は昨年12月の政策決定会合でイールド・カーブ・コントロール（YCC）の長期金利上限引き上げを余儀なくされ、4月に就任する新総裁の下で金融政策の段階的な正常化を迫られている。

10年近くの長きにわたり、アベノミクスの下、日銀の異次元緩和の恩恵にあずかってきた国債管理政策や財政運営はいよいよ正念場を迎えることになるのだ。

自党内では、国債費軽減や防衛費増額の財源確保をもくろんで、国債の「60年償還ルール」を見直す動きがある。

だが市場の不信がさらに強まり、YCCによる金利抑制に限界が見えてきている状況では、国債金利のさらなる急騰を招くだけだ。

## 異次元緩和とYCCの“恩恵” 7兆円台で済んでいた利払い費

超低利政策が長く続けられたことによる財政の“恩恵”は明らかだ。

第2次安倍晋三政権が誕生した2012年度末の公債（普通国債）残高は705兆円、それが安倍首相退任の2020年度末には900兆円にまで膨張した。

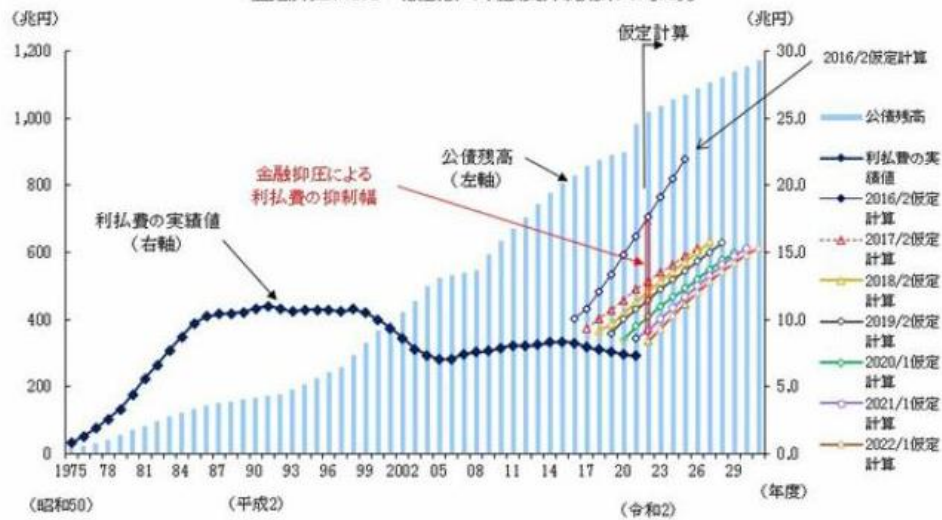
8年間近くの長期政権だったとはいえ、首相一人の在任期間中に200兆円もの“後の世代への負担”があっさり積み増されたことになる。

なぜそのようなことができたのか。その答えは、この間の利払い費の推移にある。

12年度の国の一般会計予算の利払い費はほぼ8兆円ちょうど。それが20年度には増えるどころか、なんと7.38兆円に減少している。これはまさに、黒田総裁の下での量的・質的金融緩和（QQE）、さらに16年から追加されたイールド・カーブ・コントロールの恩恵にほかならない。

その恩恵がどれほど大きなものだったのかは、財務省が毎年度の予算編成に合わせて公表している利払い費の仮定計算からも明らかだ。

◆図表1:財務省の『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』が示した先行きの利払費の見通しと金融抑圧による一般会計の利払費抑制効果の考え方



(資料) 財務省『日本の財政関係資料』、および『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』各年版、参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』各年版を基に日本総合研究所作成

(原資料注1) 各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の[試算-1](\*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。令和3年度版では、令和7年度以降、新規公債発行額は平成令和6年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令和6年度と同水準と仮置き

(原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特別債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする

(参考) 各年度の仮定計算策定時における10年国債金利の前提値(予算積算金利)の推移

	当年度	1年後	2年後	4年後	5年後	6年後以降
2016/2月時点	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4
	当年度	1年後	2年後	4年後以降		
2017/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2018/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2019/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2020/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		
2021/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		
2022/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		

拡大画像表示

図表1は、公債残高の推移や日銀による超低金利政策による一般会計の国債の利払い費の影響を示したものだ。

図表1の下に示す、それぞれの時点での前提金利の下で、翌年度以降の財政運営が当年度とほぼ横ばいの赤字幅で続けられるという仮定の下、社会保障制度や税制の変更といった翌年度以降の政策対応がすでに決まっている要因は歳出と歳入の両面に織り込んだうえで、将来の各年度の利払い費がどのくらいになるのかを機械的に算出して示したものだ。

図表1で、利払い費の実績値の先に白抜きのマーカーの細い折れ線の形で示したものが、2016年度以降の各年度時点における、この利払い費の仮定計算の結果だ。

このうちの、16年度時点の利払い費の仮定計算結果を基に見てみよう。16年は日銀がYCCを導入した年でもある。

財務省はその前提金利を1%台の後半～2%台と設定していた。

これと同じ時期（2015～16年頃）の欧州の重債務国とはいえ、債務残高の規模は日本よりはるかにましな国々の10年物国債に付けられていた市場金利を見ると、イタリアやスペインでは1～2%程度、ポルトガルでは1%台後半～3%程度で推移していた。

財務省の前提金利はこれらの国々と同程度か低い水準で、日本の財政事情からすれば甘過ぎるかもしれないが、厳し過ぎるとは決していえない金利水準だったとみることができる。

ところがその前提金利の下でも、仮定計算での利払い費はその後、急増傾向をたどる見通しになっていた。

16年度の時点での計算では、22年度には17.6兆円、25年度には21.9兆円に達するとされていた。

そのときにはもちろん、その後にコロナ危機に見舞われることは想定されていない。

つまりコロナ危機対応のための巨額歳出を見込んでいない時点でも、利払い費はこれほどに膨れ上がるとの見通しが示されていたわけだ。

これに対して、現実の利払い費の推移は、16年以降の塗りつぶしのマーカーで示す（図表の折れ線＝利払い費の実績値）ように、仮定計算の利払い費を大幅に下回っている。

その後、財務省の仮定計算の際の前提金利は引き下げられることになったが、それでもなお、実際の利払い費は財務省が各年度で示していた仮定計算の結果を大幅に下回る状態が続くことになった。

この利払い費の抑制こそが、黒田総裁の下での日銀の異次元緩和が放漫財政を助長した最大のポイントだ。

## 長短金利のどちらが上昇しても打撃 コロナ対策で短期国債増発、脆弱さ増す

だが2021年夏頃から、主要国の経済情勢はコロナ禍からの経済回復や供給制約、ウクライナ侵攻による資源価格などの上昇で高インフレ局面に転換し、各国の中央銀行はその後、金融引き締めや正常化を加速させた。

こうした情勢の影響は日本にも当然ながら及んでいる。

消費者物価指数（総合）の前年比は22年4月以降、一貫して日銀が掲げる2%物価目標を上回る状態が続き、昨年12月には前年比4.0%にまで上昇している。

また、外国為替市場では22年10月21日には、一時1ドル=151円台となる大幅な円安が進行した。

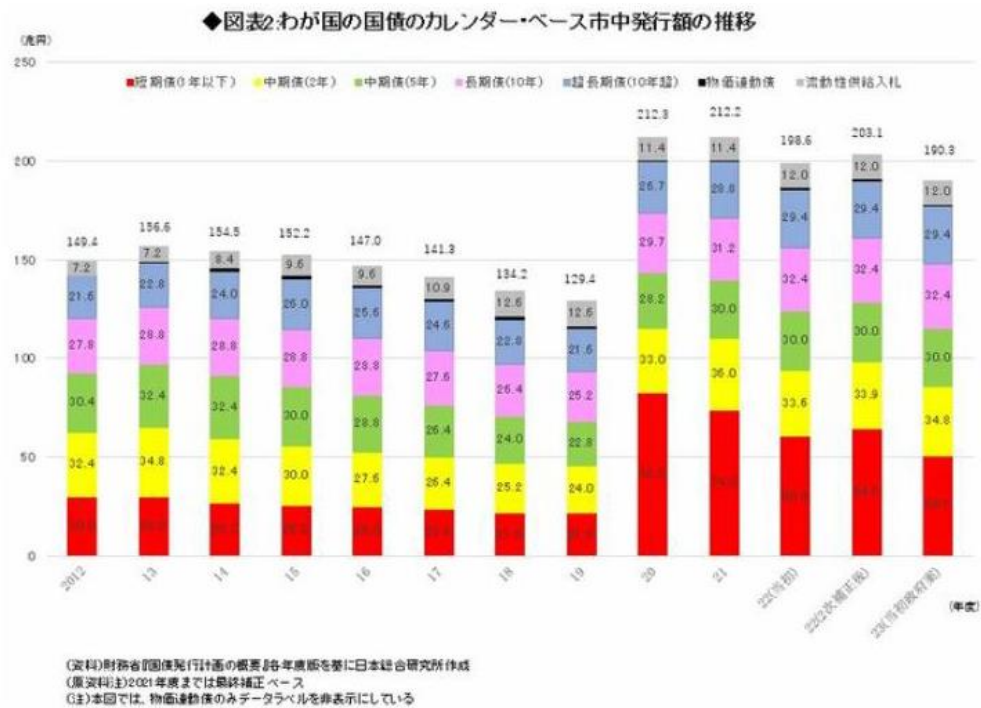
昨年12月、日銀がYCCの長期金利変動幅の拡大（±0.25→±0.50%）に追い込まれた国債金利の上昇はその結果にはかならない。

このように日本でもすでに超低金利局面は終焉を迎えつつあることは明らかだろう。

その際、注意が必要なのは、これまで採ってきた国債管理政策の結果として、財政は金融市況の変化の影響をまともに受けやすい脆弱な資金調達構造になってしまっていることだ。

図表2は、日本国債の市中発行額の推移を年限別に見たものだ。

20年度から、満期1年以下の短期国債の発行額が急増していることが見て取れる。



これは20年度の補正予算で、総額73兆円規模という大規模なコロナ対策が組まれたことに起因する。

なぜ短期国債を増発したのかといえば、いかに日銀がYCC政策を行っているとはいえ、財務省としてはこれだけの規模で長期国債を発行しては、とても安定消化できないと懸念したからだろう。

しかしながら、短期国債は毎年、借り換えを繰り返さなければならず、金融情勢が急変した際に、国債利払い費が短期間のうちに大きな影響を受ける。

日本の財政は金利変動に極めて脆弱な構造になっているのだ。

財務省も当然、このリスクは認識しており、その後は短期国債を最優先する形で発行額の減額に取り組んでいるが、それでも23年度予算政府案と共に示された国債発行計画では、短期国債の発行予定額はなお50兆円、国債発行額全体の約3割に上る。

中央銀行の金融政策運営と、国債の利払い費を通じての政府の財政運営との関係は、中央銀行が短期の政策金利を上げ下げし、政府の側は資金の安定調達を優先して長期国債を中心に発行する、という通常のやり方であれば、それほど直接的な影響を及ぼし合うことにはならない筋合いのものだ。

中央銀行がオーバーナイトの政策金利を引き上げ誘導しても、それが長期金利にそこまで直接的に影響するものではないからだ。

ところが現在の日本は異なる。

日銀はすでに長期間にわたり、YCCの下、短期の政策金利と共に10年国債金利までゼロ%近傍に抑え込む金融政策を展開してきた。

その結果、日本の利払い費、ひいては財政運営は、日銀が10年国債の誘導水準を変更する場合に大きな影響を受けるのは当然ながら、短期の政策金利を引き上げる際にも、短期国債の利払い費（正確には、短期国債は割引債方式で発行されるためその割引率から算出される割引額）が大きな影響を受けることになるのだ。

したがって日銀が今後、金融引き締めへの転換や金融政策の正常化に着手すれば、国債利払い費、ひいては財政運営がストレートに大きな影響を受けることになる。

## 利上げで日銀自らの財務悪化 YCCの継続能力を失う可能性

金利が上昇していく局面ではそれだけではなく、日本はさらに頭の痛い問題を抱え込むことになる。

日銀がここまで国債保有を増やし資産規模を拡大、同時に自らが買い入れる長期国債の金利まで抑えつけてきたことの当然の結果として、今後、短期金利の引き上げ局面に入れば、たちどころに自らの財務の悪化を招くことになる。

YCCの下、金融機関の日銀当座預金にマイナス0.1%~0.1%の付利が付けられているが、日銀はこうした短期金利をわずか0.2%に引き上げるだけで負債利回りが、長期国債などの資産の利回りを上回る“逆ざや”となり、程なく当期赤字に転落する。

そして、その状態が数年続けばあっという間に債務超過状態に陥らざるを得ないという状況にある。

中央銀行の財務状況の深刻な悪化は、国の財政事情とも相まって通貨の信認を揺るがす重大な要因でもある。

昨年秋には三十数年來の円安水準を付けたなかで、日銀の財務悪化が白日のもとにさらされることになれば、日銀は国債買い入れ（指値シオペ）を継続することは難しいだろう。

国債の買い入れを増やせば、さらに自らの赤字幅を拡大させることになり、まさに“火に油を注ぐ”形で“通貨の信認を一段と損なう”状態に陥るからだ。

要するに日銀は、遠からず、YCCを継続する能力を事実上失う可能性が高い。

そうなれば日本の財政は市場金利上昇に否が応でも直面せざるを得なくなる。

他国では当然のことだが、市場で取引される国債金利がどこまで上がるか、上がらないかは市場参加者が決めるという元通りの世界に日本も戻らざるを得なくなるのだ。

## 低金利政策に甘えた財政政策 健全化努力怠ったツケが表面化

このことが日本の財政運営にとって、どういう意味を持つことになるのか。

利払い費のこれ以上の増加にはとても耐えられない、市場金利がさらに上昇してはとても財政運営が立ち行かない、という局面に陥った際には、日銀がYCCを継続できる能力をもちや失っている以上、日本は市場の信認を取り戻すことによってしか金利上昇を抑える道はない。

その場合は、大幅な増税に国民が応じるか、もしくは、これまで湯水のように安易に増発し続けてきた国債の発行額を減額するか、または歳出削減をするしかない。

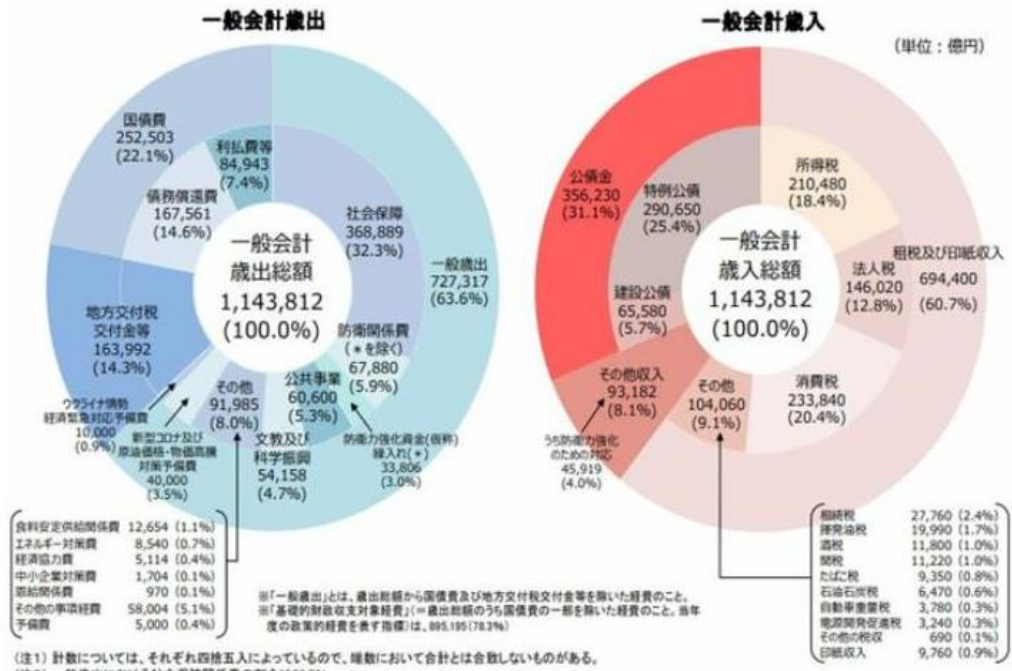
そしてそれほどの大幅な増税に私たち国民が簡単に応じられるはずはないと考えれば、「新規国債発行額ゼロ」を余儀なくされる事態も絵空事ではなくなる。

図表3は、2023年度一般会計予算の政府案を歳出・歳入別に見たものだ。

予算規模（歳入・歳出総額）は114兆円強で、「その他収入」（日銀の国庫納付金等）を合わせても、税収は歳入全体の約3分の2しかない。

この不足分を賄っているのが「公債金」、すなわち新規国債発行による資金調達分で、36兆円弱相当だ。

◆図表3:わが国の2023年度一般会計予算の歳出・歳入の構成



(資料) 財務省『令和5年度予算のポイント』2022年12月23日

拡大画像表示

仮に「新規国債発行額ゼロ」という状態に陥った場合、この「公債金」の約36兆円がすっぽりと抜け落ちることになる。そうなれば、その分を大幅な増税で賄ってこれまでの歳出規模の縮小を食い止めるか、それができなければ歳出の大幅なカットを迫られることは自明だろう。



しかもその際には、「国債費」はカットできない最優先の歳出となることに注意する必要がある。

すでに発行した国債の元利償還金を、たとえ少額でもカットしてしまうようなことになれば、それは国債の債務不履行（デフォルト）を引き起こすことを意味するからだ。

日本は国際金融市場での信用を一気に失うことになるほか、国債を多く保有する民間金融機関等の連鎖破綻の引き金となりかねないなど、それに伴う社会的な混乱の大きさは測り知れないものとなる。

デフォルトを避けるためには、国債費以外の歳出、すなわち社会保障費や防衛費、義務教育の国庫負担金、地方交付税交付金といった歳出について、一律としても数割程度の大幅なカットを余儀なくされる。

主要国では突出した政府債務を抱える日本が、金融・経済情勢の変化によって利払い費の増加を抑えられなくなったときに起こるのは、こうした事態だ。

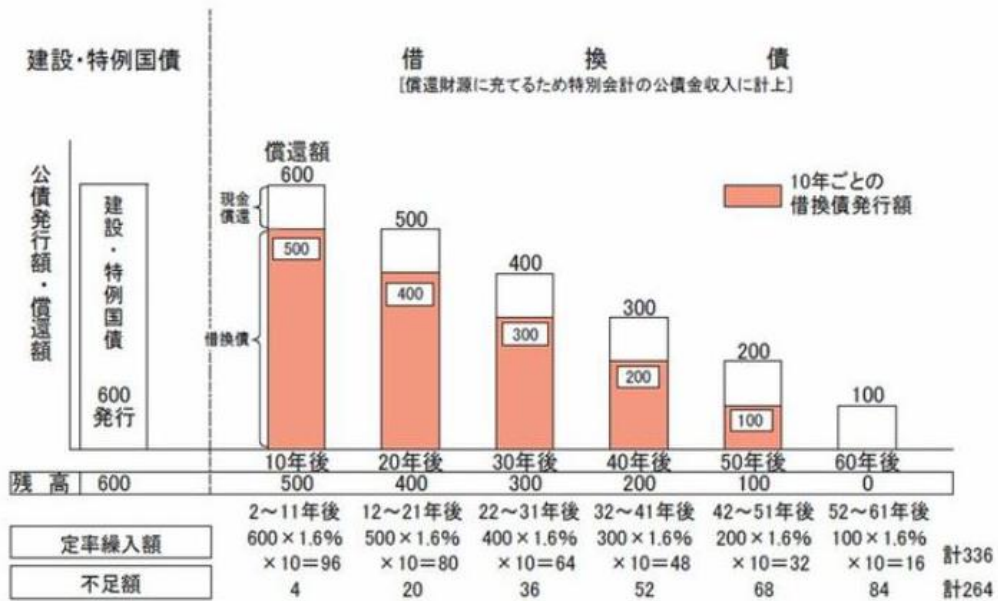
これまで、日銀の異次元緩和が長期化したことに甘んじて、本腰を入れた財政再建を怠ってきたツケが一気に表面化するのだ。

## 自民党内で償還ルール見直し、急浮上 防衛費増額の財源確保の思惑

国債管理政策と財政運営の転換が避けられないなかで、自民党内では、国債の「60年償還ルール」の見直しを議論する動きが出始めている。

「60年償還ルール」（図表4）とは、東京五輪開催後の不況に陥った1965年度に建設国債の発行を開始するのに際し、その返済について財政法上で設けられた規定だ。

◆図表4:わが国の借換債による公債償還の仕組み(「60年償還ルール」)



(資料)財務省理財局『債務管理』レポート2022 国の債務管理と公的債務の現状』、2022年、図2-19、p59

拡大画像表示

戦後しばらくは、第2次大戦時に財政破綻を経験した教訓から、国債を発行しない収支均衡予算で財政運営が行われてきた。

だが、建設国債の見合い資産となる道路や橋梁などの耐久性を勘案し、その負担は必ずしも国債発行時の世代だけで負担せずともよく、耐用年数に見合う60年間にわたる世代で負担を分担してもよいのではないかと、という考え方になった。

そこで、図表4のような方法で、毎年、一定率の元本の金額を減らしながら、残りは借換債の発行を繰り返して、最終的には60年をかけて全額を現金償還することになった。

当時は建設国債だけだったが、その後、石油危機などで税収が悪化し、1975年度からは、見合いの資産がなく、社会保障費等に充当する資金調達のための赤字国債が発行されるようになった。

この赤字国債は当初は、満期到来時に全額が税収を元手に現金償還され、借換債が発行されることはなかったが、85年度からは、合理的な理由のないまま、「なし崩し」的に赤字国債にも「60年償還ルール」が適用されるようになり、今に至っている。

日本の場合、過去に発行した国債の元本を償還する（国債整理基金特別会計に償還資金を繰り入れる）方法としては、次の3つが用意されている。

(1) 「60年償還ルール」に基づく、一般会計からの「定率（毎年度、国債発行額の1.6%＜=1/60＞相当）繰り入れ」

(2) 各年度の決算剰余金の少なくとも半分以上を国債の償還に充てる「剰余金繰り入れ」

(3) 予算編成上、政府企業の売却等まとまった余裕金ができるときに行われる「予算繰り入れ」

しかしながら、「剰余金繰り入れ」の金額は多くても各年度数兆円にとどまるほか、「予算繰り入れ」はめったに実施されることはなく、結局は「定率繰り入れ」頼みとなっている。

しかもそれが「残高の60分の1ずつ返せばよい」という、諸外国にはおよそ例のない悠長なルールであることから国債残高の膨張を招来する大きな要因となってきた。

ところがここへ来て自民党では党内に特命委員会を設け、この「60年償還ルール」について、期間延長か、撤廃する方向で議論を始めるという。

それによって図表3でいえば、左の歳出の中にある国債の「債務償還費」の金額を減額するか、なしで済ませることができれば、2027年度までに防衛費総額を43兆円にする増額分や他の歳出の財源に回せる、というもくろみがあるようだ。

## **ルール見直し論に致命的な盲点 市場の信頼失い金利は急騰**

しかしこうした自民党内の単純な議論には、致命的な盲点がある。

今まさに進行中の国際金融情勢の変化や、それに伴って日銀の金融政策運営が今後どのような変化を余儀なくされ、日本の国債管理政策や財政運営がどういう課題に直面するのか、といった問題が一切検討も勘案もされていないことだ。

これまで指摘したように、日銀はこれまで10年近くにわたって続けてきた異次元緩和の当然の帰結として、遠からず、赤字・債務超過状態に転落し、国債のさらなる買い入れは不可能になることは間違いない。

そうなれば、日本として市場金利の過度な上昇を何とか食い止めたければ、市場の信認によるほかなくなる。

そうした局面で求められるのは、本腰を入れた財政再建を進め、国債管理政策の面でも国債発行額を可能な限り減額するという政策運営よりほかはない。

やることは、予算編成上の国債の「債務償還費」の減額や60年償還ルールの撤廃ではない。そのようなことをすれば、財政運営は間違いなく市場の信用をさらに失い、国債金利は急上昇して、財政運営が行き詰まる引き金を引くことになるだろう。

日本が取り組むべきは、それとは逆の「債務償還費の増額」だ。諸外国にはおよそ同様の枠組みはなく悠長で財政規律上問題の多い60年償還ルールを見直すのではなく、根拠のない赤字国債への適用を段階的に外し、日本として過去に発行した国債の償還にも責任を持つ姿勢を明確化するしかない。

そうした取り組みなしには、持続可能な未来を次の世代に受け継ぐことはできないことを私たち一人ひとりが自覚すべきだろう。

(日本総合研究所調査部主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2023 年 1 月 31 日 4:50 公開から抽出し作成