

国債の消化に暗雲 民意踏まえ財政再建の断行を

超長期国債が消化し切れない中、財務省は短期債増発に動いた。これはデフォルト国家の行動に重なる。民意が減税を求める中で、財政規律とのバランスをどう取るのか、待ったなしの課題だ。



財政再建に向けた議論が国会で活発化することはあるのだろうか？

去

る7月20日に実施された参議院議員選挙で与党が敗北した。国内外の金融・経済

情勢は刻々と変化しており、わが国の財政運営は今まさに待ったなしの局面に立たされている。

「世界最悪の財政」のわが国が、これまで生き永らえてこられたのは、ひとえに国債の利払費が増えずに済んできたからにはかならない。日本銀行の異次元緩和は、事実上、財政の延命装置として機能してきた。

しかし、今わが国も遅ればせながら、金利上昇局面に入っている。日銀が短期の政策金利をどこまで引き上げるか、長期から超長期ゾーンの市場金利がどこまで上昇するかは、わが国経済の先行きの鍵を握る。国



河村小百合
Sayuri Kawamura

日本総合研究所調査部
主席研究員

京都大学法学部卒業後、日銀を経て日本総研入社。2019年より現職。近著に『持続不可能な財政 再建のための選択肢』（共著）、『日本銀行 我が国に迫る危機』（いずれも講談社現代新書）で第45回石橋湛山賞を受賞。

内の経済・物価情勢の先行きに影響を及ぼすのみならず、国の利払費が増嵩すれば財政運営の継続は一段と厳しくなる。また、利上げは日銀自身の財務の悪化に直結し、円に対する信認が損なわれれば、利上げで通常期待される動きとは裏腹にさらなる円安の加速を惹起しかねない。

一国が財政運営をつつがなく続けていけるか否かは、市場からの借金を安定的に続けられるかどうかで決まる。これは企業も国も全く同じことだ。だが、その安定調達が危うくなりつつあるのが足元の現実だ。

わが国の国債発行での今年度の要資金調達額は、カレンダー・ベースで約172兆円に達する。昨年夏より財務省理財局は、超長期国債や長期国債をこれ以上購入するのは困難



という国内機関投資家（生命保険会社など）や国内民間銀行などの意向を汲み、国債の発行年限のさらなる短期化を図る方針を打ち出した。

さらに本年5月には、2027年1月以降の変動利付債（2年債、5年債）の発行開始も打ち出した。これは近年の先進国ではみられない国債管理政策上の手段であり、わが国もついに、デフォルト（国債の元利払いの債務不履行）を繰り返してきたアルゼンチン並みの状態に近づいたことを意味する。

続く本年6月には、超長期の市場金利水準の上昇を受け、新年度に入り、わずか3カ月経過した時点で、財務省は国債発行計画の変更を余儀なくされた。これは世界的に見ても異例の事態で、わが国の財政運営がそれだけ追い込まれていることを物語る。

すでにゼロ金利でもマイナス金利でもない状況下、日銀のさらなる国債買い入れは、日銀の財務のさらなる悪化に直結するゆえ、もはや頼れない。わが国に残された唯一の道は、市場からの財政運営に対する信認をつなぎとめて、市場金利の上昇を抑えるしかない。そのためには、毎年度の国債発行額を減額していくことが欠かせず、基礎的財政収支の均衡や黒字化は当然のこと、利払費を含む財政収支の黒字化が必要である。

欧州債務危機で財政危機に陥ったこの財政収支黒字化を達成している国はいくつも存在する。それは、当該年度の歳出を利払費や債務償還費まで含めて税込で賄えていることを意味するため、これらの国々では「新規国債」は発行されていない。

国として、基本的には「歳入の範囲で予算を組む」ことが求められるのは家計と同じであり、何ら突飛なハードルではないはずだ。ところが、わが国では残念なことに、そのコンセンサスすらいまだに形成できてはいない。現政権が掲げる「債務残高

対GDP（国内総生産）比の低下」だけでは、財政危機を回避できる保証には全くなならない。本年6月の国債発行計画の変更は、超長期国債の発行額の減額分を短期国債等の増発で賄う、というもので、目先の国債入札は何とか乗り切れても、来年度の国債発行額がその借換債の分だけ上乗せされ、来年度以降の財政リスクが増幅することになる。

戦後日本でもあった 苛烈な国内債務調整

「わが国は経常収支黒字だから財政破綻しない」という声を耳にすることがある。その通りだろう。国際金融市場における「財政破綻」とは、厳密には、上述のデフォルトを意味し、わが国の場合、その意味での「財政破綻」は確かにあり得ないだろう。しかし、国債のデフォルトを何としても回避するための「国内債務調整」はあり得る事態で、それはまさに「事実上の財政破綻」「財政危機」にほかならない。

財政危機がどのような順番、パターンで展開するかは、当該国の国債

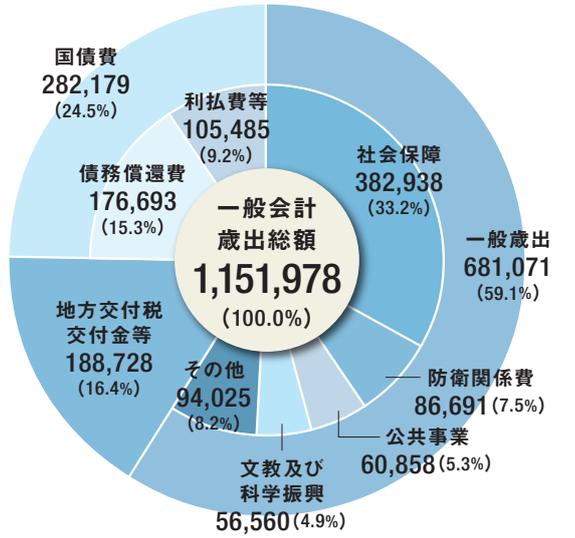
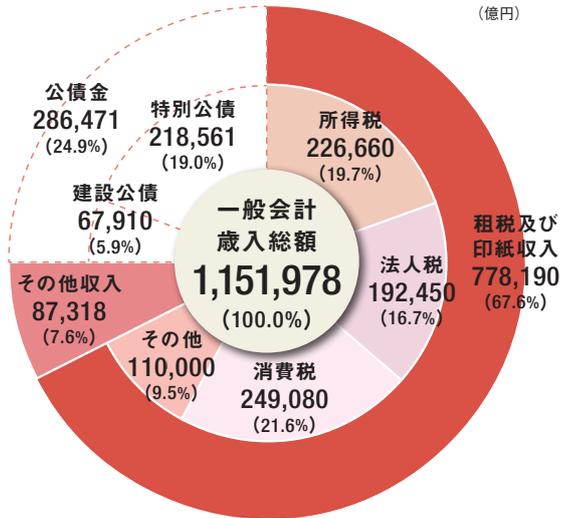
の国内外の保有構造で決まる。欧州債務危機の際のギリシャは、国債の大半を外国勢が保有していたため、12年3月の1回目の財政破綻時には、まずその外国勢に損を被つてもらう形で、国債の元本の53%を踏み倒し、国債のデフォルトを引き起こした（「対外債務調整」）。それでも結局、財政運営を続けられず、ギリシャ国内でさらなる大幅増税や歳出の大幅カットが断行されることになった（「国内債務調整」）。

これに対して、国債の大半を国内で保有している国で財政運営が行き詰まった場合には、「対外債務調整」とはならず、いきなり「国内債務調整」の局面に突入することになる。

そうした事態が現実のものとなったのが、第二次世界大戦での敗戦直後のわが国だ。敗戦の約半年後の1946年2月に実施された預金封鎖は「インフレを抑えるため」だけのものではなかった。内国債のデフォルトに踏み切れば、内国債を保有する国内銀行の連鎖破綻を惹起するため、当時の政府は代わりに異例の大規模な国内債務調整を断行すること

わが国の2025年度
一般会計当初予算の歳出・歳入

(出所) 財務省「令和7年度予算の概要」
(衆議院+参議院修正後) 2025年3月31日



(注1) 計数については、それぞれ四捨五入によっているので、端数において合計とは合致しないものがある。
(注2) 一般歳出における社会保障関係費の割合は56.2%。
(引用者注) 財務省の資料にある記述の一部(歳出、歳入のその他の内訳等)を割愛している。

を選択した。

預金封鎖は、その半年後に、大規模な財産税(あらゆる不動産や金融資産への課税)や戦時補償特別措置税(戦時中に政府が約束した歳出を、同額の課税の形で踏み倒し)を国民全てに対して課す前触れだった。同様の対応は、同じ敗戦国であったドイツやオーストリアでも採られた。

参院選後の課題
財政制約を意識した政策を

市場金利急上昇で国債発行が困難になれば、国債全額の発行がストップするのが国際金融市場の通例だ。

国債入札の未達を回避するために

は、国債発行額を先回りして減額していくよりほかになく、新規国債の発行どころではなくなる可能性もある。その際、税収は約78兆円規模を維持できるとしても、現状では115兆円の歳出をその中に収めなければならぬ(図表)。

デフォルトの瀬戸際に立たされる以上、国債費は最優先で確保しなければならず、税収等から国債費を引いた残る約58兆円の中に、現在87兆円を充当している、国債費以外の一般歳出等を取めなければならぬ。これは、歳出の一律3分の1カット

トに相当する。

国債発行が困難になった局面で、わが国が直面する財政運営の資金ショート規模は172兆円相当だ。新規国債の発行を全額諦めるとしても、約143兆円の既発行国債の満期は到来する。その元本と同額の借換債を発行するか、税収で元本を償還できなければデフォルトとなる。

これだけの資金ショート額を現行の基幹課税の税率引き上げで埋めることは現実的には困難だろう。そうなれば、国内に大規模な貯蓄余剰があるわが国では、突如として異例の大規模な資産課税に踏み切らざるを得ず、戦後の苛烈な国内債務調整の再来となりかねない。

最大の争点の一つだった。「給付か消費減税か」ではなく、まず、わが国として安定的な財政運営の継続を死守するうえで守らなければならぬ財政制約を十分に認識し、長い目で見た対応を考える必要がある。

今回、与党の一部から、今後、消費税の標準税率の引き上げが避けられないであろう中で、食料品の軽減税率をどうすべきかを検討すべき、という問題提起が行われていた。

消費税率の引き下げを主張する野党の公約では、財政運営の規律付けに関して一切言及しない党があった半面、消費減税の代替財源として、租税特別措置の縮小等による法人課税の増税等を計数とともに明示していた党も存在した。最初から、「消費税は、社会保障の財源だから、税率は一切下げられない」と決めつけず、選挙戦で示された民意をいかに取り入れつつ、待ったなしの財政再建の断行と両立させていくかが、今まさに問われているといえよう。

まさか問われているといえよう。

