

2026/01/16 06:52

◎〔円債投資ガイド〕国債発行年限短期化が進む日米の異なる事情＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝高市早苗政権が掲げる“責任ある積極財政”的もと、わが国では国債発行年限の短期化を余儀なくされている。

もっとも、コロナ危機時に大規模な財政出動を行った結果、政府債務残高が増嵩したうえ、インフレ・高金利局面に入ったことで利払費が膨張し、財政運営に苦慮している状況は、多かれ少なかれ他の主要国にも共通する。こうした苦境を乗り切るうえで、国債管理政策を駆使していかに財政運営の安定につなげていくかは、各国当局の腕の見せどころでもある。

実は米国では足許で、わが国以上に“国債発行年限の短期化”が加速している。しかしながら、その背景や狙いは、わが国とかなり異なるようだ。

米国は、その基軸通貨国としての立場ゆえか、これまで国債管理政策の在り方について、表立っては議論することはあまりせずに今日に至っている。これまで堅持してきているのは「定期的かつ予見可能な方法で」(regular and predictable)という原則くらいだろう。イエレン前財務長官も、在任中は国債管理政策に関する言及はほとんどなく、唯一、米議会の公聴会で「我々は市場に歩調を合わせることは決してしない」「米国債の発行は定期的かつ予見可能な方法で行うべきだ」と述べるにとどまっている。

もっとも、コロナ危機の前後から、米国の長短金融市場における金利形成が不安定化するようになった。そこで、イエレン前長官時代に米財務省は米国債の買入消却を開始し、流動性の低い既発行銘柄を買い入れて消却する一方で、その金額分を上乗せしてT—BondsやT—Notes(長期債や中期債)を発行するようになった。

ところが、このオペレーションは、トランプ政権下でのベッセント財務長官の就任後、かなり趣を異にしている。同長官は、買入消却の実施額を2024年の約840億ドルから2025年には1,800億ドル程度にまで大幅に増額したのみならず、償却分を上乗せして発行する債券をもっぱらT—Bills(短期債)としているのだ。要するに、かなりのペースで国債発行年限の短期化が進められていることになる。

そして、ベッセント財務長官は2025年夏に、「金利が下がるまで、長期債の発行は増額しない」という就任前からの見解を改めて公に明言した。

米国のイールド・カーブの形状は、わが国と比較すればはるかに“フラット”に近く、例えば、3ヶ月物金利との格差をみると、わが国が10年物金利で+1.465%、30年物金利で+2.794%であるのに対して、米国は10年物金利で+0.52%、30年物金利で+1.17%にとどまる(いずれも1月14日時点のスポットレート・ベース)。わが国と違い、米国の場合には国債発行年限の短期化で利払費が大幅に節減できるわけでは必ずしもない。半面、利払費の増大で財政運営が苦しいのは米国も同じだ。ベッセント長官の意図は、「長期債の発行増額は金利が下がってからにして、少しでも利払費の増勢を抑制したい」ということで、要するに“長期債発行のタイミングをいかに見計らうかに関する国債管理政策の工夫”ということのようだ。新たに発行する米国債の市中消化に困っているわけではない。

ちなみにトランプ政権は、ことの是非はさておき、Fed(連邦準備制度)に圧力をかけ続けている。米国のCPI前年比は25年12月には2.7%、これに対してFedのFFレート誘導目標は、2025年入り後3回の利下げを行ったものの、水準は3.75%で、実質金利はなお+1%程度ある。Fedの見解との間には溝があり、政権側はまだ不満なようだ。政権側が望むさらなる利下げが実現するまで長期債の発行増額は見送る、というのがベッセント財務長官の方針とすれば、決して褒められたものでもなかろうが、Fedが利下げしたからといって、長期金利が低下するとも限らない。米国の場合、長期金利の上昇要因は、①インフレ懸念、②関税政策の先行き、③Fedの独立性問題、④長期的な財政見通し、と目白押しだ。1月中にもトラ

ンプ大統領が指名するとされていた次期議長についても、パウエル議長の訴追問題の浮上で、議会情勢が与党の共和党を含め不透明になっており、トランプ大統領が次期議長を指名したとしても、1月中に上院の承認まで漕ぎつけられるかは定かではない。米国債の発行も、ベッセント長官の思惑通りに進められるのかはわからない。

これに対して、わが国でも国債発行年限の短期化が進んでいる方向は同じながら、その実情は米国とはだいぶ異なっている。2025年中の動きを振り返れば、5月頃から消費減税等の財政拡張を声高に訴える一部野党の勢力拡張観測を背景に超長期金利の上昇が目立ち始め、財務省理財局は6月、国債発行計画の変更を余儀なくされ、超長期国債の発行予定額を減額し、その分を短期国債の増発で賄う形とした。市場が要求する超長期金利の水準では、とても利払費を予算内で工面し切れず、発行年限を短期化するよりほかになくなつたわけだ。

さらに、10月に発足した高市政権が“責任ある積極財政”を打ち出したことを受け、その後も金利の上昇基調が続くなか、同政権は2025年度補正予算で約11.7兆円、2026年度当初予算政府案では約29.6兆円の新規国債を増発することとした。そのかなりの部分を短期国債の増発で賄う計画であり、国債発行年限の短期化には歯止めがかからない。わが国の場合、財政の先行きに対する懸念から長期債や超長期債の消化が思うに任せなくなりつつあるのが実態であり、米国のように「長期債発行のタイミングを見計らっている」わけではない決してない。“タイミングを見計らう”のであれば、日銀の利上げが大きく後手に回っているなかで、次の利上げが実施される前にできるだけ国債を「前倒債」の形で発行して消化させよう、となるはずである。しかし、実際には計画通りの消化すらままならず、アップアップしている状態なのだ。さらに26年1月からは、短期金利連動の変動利付債の発行が開始されることまで明らかにされており、わが国は先行きの利払費に関する大きな金利リスクを抱え込むことになる。

このような財政運営や国債発行が続くなかでは、日銀はますます、利上げしにくくなり、インフレが放置されることになる可能性が高い。これが、すでに事実上「政府からの独立性」が失われて「財政優越」状態に陥り、「事実上の財政ファイナンス状態」に組み込まれた中央銀行の姿だろう。

財政運営を安定的に継続できるか否かは、発行する国債が円滑に市場で消化されるかどうかで決まる。その危機感を、高市政権がどこまで認識できているのだろうか。市場の先行きに対する懸念を持続的に抑え込むには、何よりも新規国債のみならず借換債をも含めた国債発行総額を計画的に減額していくよりほかにないはずだ。「2026年度予算案で新規国債を30兆円未満に抑えた」「国債依存度をわずかながら2025年度よりも低下させた」程度で太刀打ちできる局面では到底なかろう。

そして今般、高市首相は来る23日に召集される通常国会において衆議院を解散する意向を明らかにした。わが国はこの先もなお、“責任ある積極財政”的の旗印のもと、財政拡張と日銀による財政ファイナンス状態を良しとして継続させるのか。有権者の判断も問われている。（了）

[/20260116NNN0030]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved