

## 警告

# 国債の「買い」が入らない!? 高市拡張財政に強まる警戒

高市早苗政権の財政運営に、国際金融市場は神経をとがらせている。財政拡張路線を突き進めば金利は上昇し、国債の引き受け手不在という深刻なリスクも現実味を帯びてくる。

2 025年末、一般会計で18・3兆円規模の補正予算を成立させ、さらに122兆円規模という史上最大の26年度当初予算案を打ち出した高市政権。日銀が25年12月に追加利上げに踏み切ったことも相まって、足元では市場金利の上昇傾向がひととき顕著になっている（図1）。

とりわけ超長期ゾーンの金利上昇傾向が著しい。この金利上昇は「これだけ財政状況が悪いのに、この程度の金利水準では、これほどの規模の国債は消化し切れない」という、市場からの警告にほかな

らない。

もともと、諸外国の金利水準と比較すると、わが国の金利は目下のところ、超長期（30年）ゾーンが、他の主要諸外国のなかでは最も低いドイツによりやく接近しつつある程度にとどまる。しかし、日本の財政事情はドイツをはじめとする他の主要国よりはるかに悪いのが実情だ。市場機能が徐々に回復する中で、高市政権が財政拡張路線をこのままひた走ることになれば、わが国の債券市場金利はさらに上昇する可能性が大きいといえよう。

## 短期国債頼みに

25年5～6月、日本では7月の参院選をにらんで消費減税などの財政拡張を訴える野党の支持拡大などを反映し、超長期ゾーンの金利が急上昇し始めた。財務省理財局は、新年度が始まって間もない6月に、25年度の国債発行計画の変更を余儀なくされる異例の事態となった。

各月の国債発行時の表面利率（クーポン）は、その時点の国債流通市場で形成される金利におおむ

ね連動する形で決定される。市場金利を下回るクーポンを付して無理やり発行すれば、結果的に国債の入札金額が予定額に満たない「札割れ」を招き、財政運営上の資金ショートを引き起こしかねないからだ。

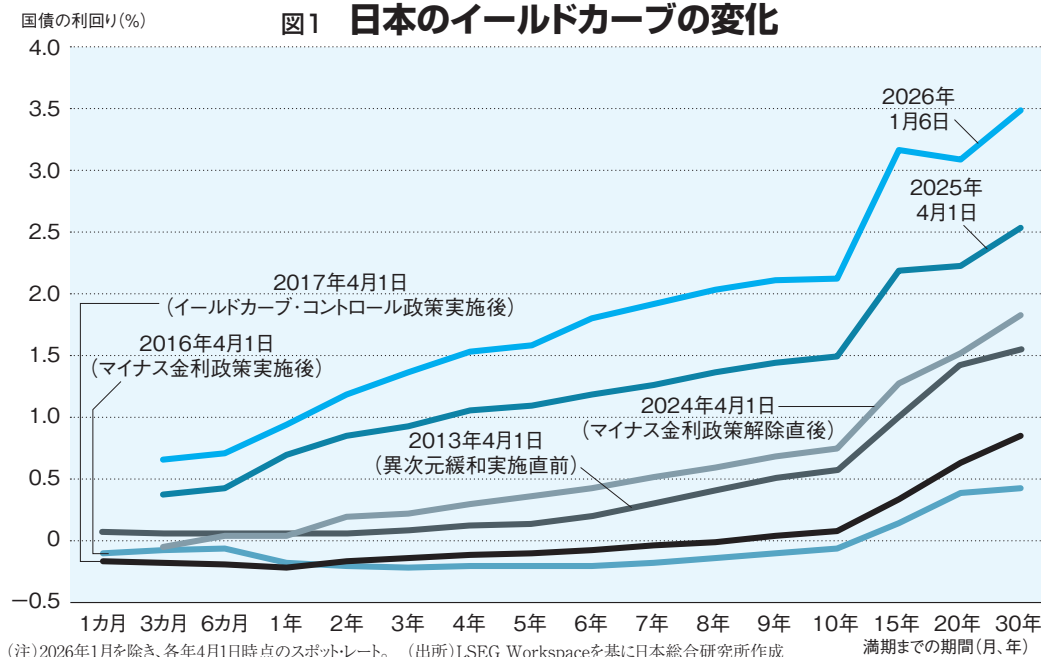
6月時点で、市場が要求する超長期金利水準は、25年度当初予算での財務省の想定を超え「それだけの利払い費は負担し切れない」ということだったのだろう。国債発行計画を変更し、超長期債の発行額を減額して、その分を短期国債（満期1年以下）と2年債に振り向けた（図2）。

こうした異例の事態にもかかわらず、高市政権が打ち出した25年度の補正予算では約11・7兆円（カレンダー・ベース発行額では6・9兆円）の新規国債を増発することとした。その大半は短期国債で調達せざるを得ず、2年債と5年債はそれぞれ3000億円を上積

かわむら  
河村 小百合

（日本総合研究所調査部主席研究員）

図1 日本のイールドカーブの変化

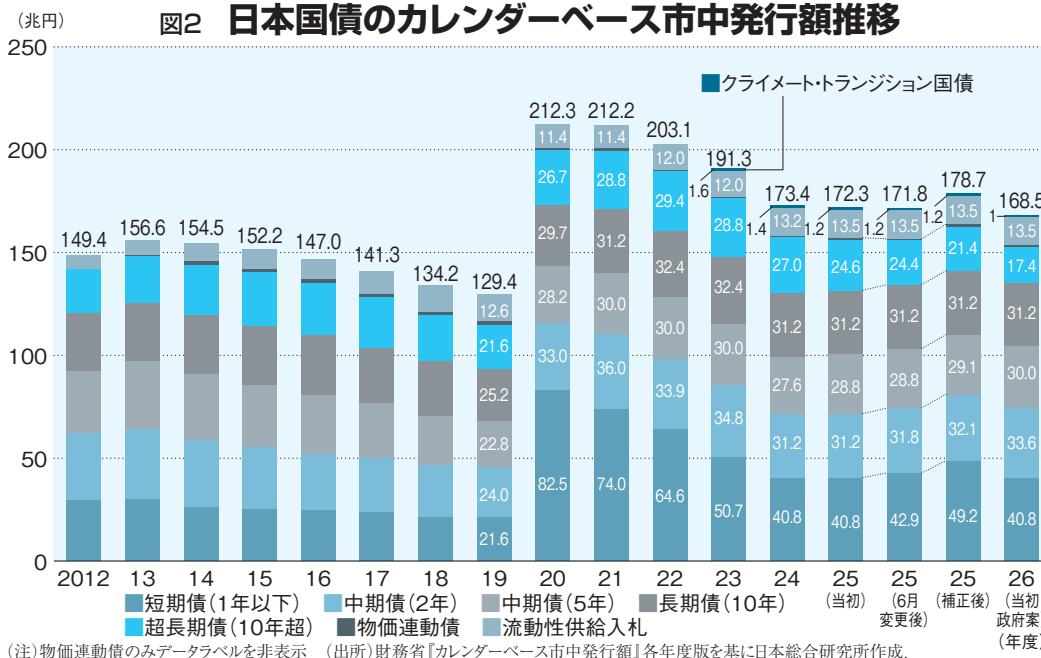


みただけだ。26年度の当初予算でも同様で、40兆円強を短期国債頼りで調達する状態が続く。「市場で消化されるのなら短期国債でもよいのでは」という見方もあるようだが、決してそうではない。短期国債への依存度が高くな

れば、その分翌年度以降の借換債発行額は増加する。単純化して考えれば、10兆円の国債を発行する場合、10年債であれば10年後まで借換債を発行せずに済むのに対し、全額を1年債(短期国債)で発行すれば、翌年度以

降も10兆円の借換債の発行を毎年繰り返さなければならない。「国債発行年限の短期化」は、財政破綻の可能性が視界に入った国家の常とう手段だ。目先の国債の消化を乗り切れたとしても、問題の本質的な解決にはならない。翌年度以

図2 日本国債のカレンダーベース市中発行額推移



## 借換債で自転車操業

降の国債発行額を膨張させ、かえって後年度の財政リスクを膨張させることになってしまうのだ。

高市政権は、25年度の当初予算と補正予算を合わせた新規国債発行額を前年度以下に抑えたことや、26年度当初予算政府案での新規国債発行額を奇策を弄して30兆円未満に抑えたことで「財政の持続可能性に配慮した」としている。しかし、これでは配慮したことにはならない。

毎月の国債発行を通じて消化を求められるのは、新規国債の発行額相当分だけではなく、借換債も含めた国債発行の総額だ。図2から明らかなように、国債発行額全体は新型コロナウイルス危機で200兆円超の規模に拡大したものを、岸田文雄政権や石破茂政権下で懸命に減額してきた。石破政権下の25年度当初予算では約172兆円に抑えていたものを、高市政権は補正予算で約179兆円に上積みした。26年度当初のカレンダーベースでは約170兆円だが、予算ベースではなお180兆円の大台が続く。



慮するどころか、国債市場における需給の悪化を招き、市場金利のさらなる上昇を助長してしまふ。政権として、借換債発行の事実認識や国債発行の実務をどこまで現実に即して理解できているのだろうか。

25年度、過去に発行した国債の実に149・5兆円分の満期が到来する。財政法上の「60年償還ルール」のもと、毎年度の一般会計の収収で償還（返済）しているのは、満期到来国債の元本のうちのわずかに60分の1にすぎずで、残りの元本の60分の59に相当は、借換債を発行して充当している。だからこそ借換債を含めた国債発行の総額がこれほどまでに膨張するわけで、まさに「自転車操業」状態なのだ。新規国債のみならず、借換債として発行された国債も市

場で円滑に消化されなければ、満期が到来した国債の元本を予定通りに償還できず、デフォルト（債務不履行）に陥りかねない。

金融市場では、新規国債と借換債が区別されているわけではない。どちらも「日本国債」として取引される。こうした意味で、市場が注視しているのは、毎月の各年限の国債発行額、ひいては年度全体としての国債発行額の総額であり、決して新規国債の発行額だけではない。

### 財政収支目標は必須

市場金利の上昇を抑えたいのなら、国債発行額全体（新規国債＋借換債）を削減していくよりほかにないことは自明だろう。

その意味で、毎年度の歳出・歳

入の収支の目標を立てる基礎的財政収支（プライマリーバランス）などのフローの財政健全化目標は不可欠であるはずだ。しかしながら、収収が政策的経費を大きく下回り、基礎的財政収支の均衡すら達成できていないのが現状だ。発射台に大きな差がある以上、たとえ収収が伸びたとしても、政策的経費の伸びに追いつかせることのハードルは相当に高い。この点は、インフレで収収が水増しされている現下のような局面では、特に留意する必要がある。

わが国のような重債務国が、財政運営の持続可能性を確実にするには、可能な限り早期に基礎的財政収支の黒字化を達成したうえで、利払い費も含む財政収支の均衡・黒字化を目指すことが求められる。欧州債務危機で財政破綻したギリシャ、その一歩手前までいったアイルランド、ポルトガル、キプロスでは、新型コロナウイルスパンデミック後も22年前後から財政収支を黒字化させている。これらの重債務国に限らず、スイス、デンマーク、ノルウェー、シンガポールなど、財政収支の均衡ないし黒字化を達成している国は少なくない。

責任ある財政を実現できるか

「日本は経常黒字国であり、国債

のほとんどを国内で保有しているゆえ、国債が債務不履行になることはないから大丈夫だ」との声がある。確かにその通りだろう。しかしながら、「国債がデフォルトしない」ことは、「財政危機に陥らない」ことと決して同義ではない。

国債発行年限の短期化が進んでいるにもかかわらず、新規国債の増発を続けられ、いずれ国債の入札未達が現実味を帯びる。そうならば、「財政法第5条但し書き」に基づき、国会での議決を経て、日銀による市場金利を下回る超低利での国債の直接引き受けを発動せざるをえなくなるだろう。戦時でもないのに、欧州債務危機時でも使われなかった「真正正銘の財政ファイナンス」の発動だ。こうして時間稼ぎしつつ、国債の償還のため、国内の潤沢な貯蓄を手荒な大増税等で吸い上げる――まさに戦後に経験した苛烈な国内債務調整の再来だ。

そうなれば、日本は「財政を適切に運営管理できない国」として、国際金融市場における信認の失墜は避けられない。こうした事態に陥ることのないよう、真の意味で「責任ある」財政運営を展開していくことが、今まさに求められている。

