

自民党の衆院選圧勝の裏で金利上昇と円安が続く。
高市政権は金融市場の警告を正しく受け止めているのだろうか。

そこにある危機

「責任ある積極財政」に潜むリスク 日本に待ち受ける最悪の展開とは

文 | 河村 小百合 日本総研主席研究員

金利上昇・円安

去る2月8日に実施された衆議院選挙で、高市早苗政権の下、自民党は“地滑り的大勝利”を収めた。他方、わが国の債券市場では同政権の発足後は金利上昇が進み、外国為替市場では円安傾向が強まっている。総選挙で国民の信を得た、として同政権が今後、“責任ある積極財政”路線を突き進んだ時、わが国に待ち受ける事態とはいかなるものか。

国債安定消化に暗雲 揺らぐ円の信認

日銀が植田和男総裁の下、いわゆる“異次元緩和”に事実上の終止符を打った2024年春季以降、わが国でも長期金利の上昇傾向が強まっている(図表)。とりわけ超長期ゾーンの金利上昇傾向が著しく、これは、国内の機関投資家のみならず、外国勢がわが国の先行きの財政リスクに敏感に反応するようになったことによる。昨年10月の高市政権発足後は、そうした金利上

昇基調が一段と強まっている。

そのため財務省は昨年、25年度に入りわずか3カ月しか経過していない6月、早くも国債発行計画の変更を余儀なくされた。超長期債の発行予定額を3兆円強減額し、その分を2年債や短期国債(満期1年以下)の発行額の増額に振り向けることにしたのだ。確かに、これで25年度発行予定の国債は何とか市場で消化できるかもしれない。しかしながら、超長期債の発行予定額の一部を2年債や短期国債に振り替えたということは、その分来年度、そして再来年度の借換債の発行額が積み増されることを意味する。

目先は、財務省が最も恐れる“国債の入札未達(財政運営上の資金ショート)”という事態は何とか回避できたとしても、その分、先行きの財政リスクを増幅させていることになる。要するに、問題の根本的な改善に向けて進んでいるわけでは決してなく、“その場しのぎ”の対応

が取られているに過ぎない。

しかもわが国では、26年度以降、変動利付債の発行を開始する準備が進められている。本来は最も信用力が高いはずの国の側が、先行きの金利変動リスクを全面的に被るという変動利付債は、少なくとも主要先進国では基本的に手を出すことのない債券の発行手法だ。わが国はすでに、幾度も債務危機に陥ったアルゼンチン並みに国債の安定消化が危ぶまれる状況にあるということ、国全体として、もつとしっかりと認識する必要があるだろう。

国内の金利上昇と同時に、外国為替市場では円安基調が長期化している。コロナ危機直後は、その主因は内外金利差と言われていたものの、24年春季以降は、もはや円安基調を金利差では説明できなくなっている。その間、日米金利差は一貫して縮小傾向をたどっているのに、為替は金利差の縮小に見合う形で円高方向に振れることはなく、逆



かわむら・さゆり
1988年京都大学法学部卒業、日本銀行入行。91年日本総研入社。
2019年から現職。財務省財政制度等審議会財政制度分科会委員などを
歴任。「日本銀行 我が国に迫る危機」で第45回石橋湛山賞を受賞。

エ ネ ル ジー 業 界 今



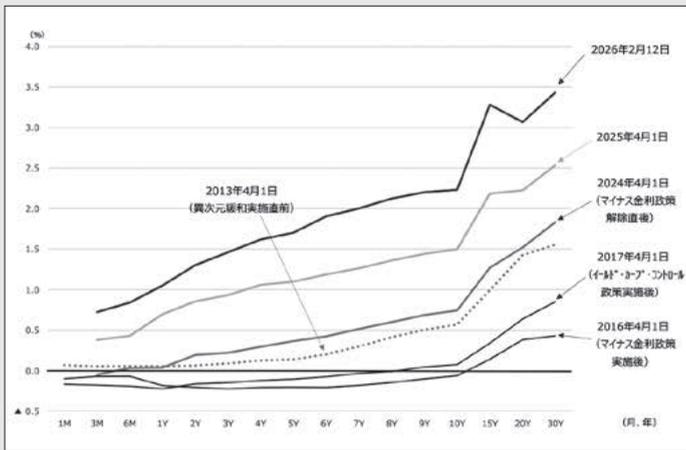
に円安が進んでいるのだ。これは、①日銀の利上げや正常化が後手に回り、インフレが放置されていること、②市場金利の上昇局面に入ったにもかかわらず、**「世界最悪」**状態にあるはずのわが国の財政運営が、一向に再建に向けたかじを切れていないこと——が市場関係者の間で嫌気されていることによる。国の財政運営と日銀の金融政策運営が相まって、まさに円の信認が揺らぎ始めているのである。

金融市場と認識のずれ トラス・シヨックより危険

しかしながら、高市政権はこうした国際金融市場の反応をどの程度理解し、市場からの警告として受け止めることができているのかは定かではない。

高市首相はかねてから、政府

提供：LSEG Workspaceを基に日本総研作成



日本のイールド・カーブ(スポット・レート)の形状の変化

債務残高の対名目国内総生産(GDP)比を低下させていくことができれば財政運営上の**「責任」**に配慮したことになる、という見方を示してきた。確かにそれは財政再建の進捗度合いを測る上での一つの指標ではあるものの、分子の債務残高が減らなくても、分母の名目GDPがインフレでかさ上げされれば自

動的に比率は計算上低下する、という筋合いのものだ。国債の安定消化がすでに危うくなっているわが国の場合、政府債務残高の対名目GDP比が低下傾向をたどっているというだけでは、財政危機を回避できる保証には全くならない。

今年度、実に172兆円にも達している国債の発行額が、わが国の経済力・財政力との見合いで大きく過ぎる故に、市場での消化が困難になっているのだから、何よりもまず、新規国債と借換債とを合わせた国債発行額全体を減らすことが必要なのである。言い換えれば、毎年度の財政運営上、収支ベースでの改善を確実に進めていかなければならない。ところが高市政権は、わが国が従前から掲げてき

た基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の黒字化目標を、事実上棚上げしようとする素振りすら見せている。金融市場の実務や国際金融市場の常識との乖離、齟齬は大きい。

わが国にとってあり得る最悪の展開は、高市政権が**「強い経済」**の構築を優先させる、との言い分で、赤字国債の増発を継続してさらなる円売り圧力を招き、日銀が円安阻止のために急ピッチの利上げを余儀なくされ、日銀の財務も急激に悪化する——という事態であろう。政府全体として十分に検討することもないままそうした事態を招けば、円安のみならず、債券安と株安も同時に起こるトリプル安のような展開も起こりかねない。まさに**「日本版トラス・シヨック」**だ。わが国の場合、大本の財政事情も日銀の正常化の進め方も、英国よりはるかに劣るため、英国がかるうじて市場の反乱を乗り切ったのとは大きく異なる展開になるだろう。