

2026/05/19 06:47

◎ [円債投資ガイド] いよいよ追い込まれる高市政権の財政運営＝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＝わが国の財政をはじめとするマクロ経済政策運営は、いよいよ市場に追い込まれる局面に入りつつあるようだ。

債券市場では10年物国債利回りが5月15日（金）には2.7%を突破し、さらに週明けの18日（月）には午前中に一時、ついに2.8%まで上昇した。

外国為替市場でも円ドルレートは18日に一時、再び1ドル＝159円台となった。ゴールデンウィーク期間中に実施されたとみられる、わが国の通貨当局によるドル売り・円買い介入の効果は、あっという間に消失しつつある。

国際金融市場のこうした動きが何を意味するのか。今まさに問われているのは、高市早苗政権の財政をはじめとするマクロ経済政策運営のあり方にほかならない。

ところが当の高市政権の足元の動きをみると、国際金融市場からこのように突きつけられている警告の意味を果たしてどの程度理解できているのか、はなはだ心もとない。

目先は、6月のいわゆる「骨太の方針」策定内容が最大の注目点となる。経済財政諮問会議での検討状況を見ると、「責任ある積極財政」を旗印に、財政運営の面では“債務残高対GDP比の安定的な低下を目指す”ことが高市政権の財政運営の中軸であることに変わりはない。ただし、2025年中頃の高市総理や政権幹部、関係者らによる発言内容に比較すると、若干の軌道修正がなされつつあるように見えなくもない。例えば、去る5月11日の第6回経済財政諮問会議で示された民間議員ペーパー（「資料4 財政の信認確保に向けた不確実性の見える化と市場とのコミュニケーション強化」）では、以下のような記述がみられる。

「市場の信認を確保するためには、財政運営の目標だけではなく、財政状況を複数の指標によって継続的に示すことが重要である。」「総債務は、政府の契約上の債務、借換え需要、資金調達リスクを把握する上で重要である。他方、純債務は、政府保有資産を踏まえたネットの財政ポジションを把握する際の補足的な指標となる。また、PB、財政収支、利払い費等は、財政運営のフローや金利上昇への感応度を把握する上で重要である。」

このような記述からみる限り、政権の関係者が少なくとも2025年中の一定の時期までは、声高に唱えていた純債務の位置づけが後退し、同時に、あれほど“毛嫌い”していたPB（基礎的財政収支）に一定の重要性が認められるに至っていることがわかる。

他方、民間議員からは、同ペーパーを通じ、「確率的債務持続可能性分析」（Stochastic Debt Sustainability Analysis）なる新たな検証手法を採用することが打ち出されている。これはIMFや欧州委員会で採用されている債務ファンチャートにならい、債務残高GDP比に影響を与える成長率、実効金利、PB対GDP比等の変数について、過去二十数年間の実績値をもとにするなどして諸変数のランダムな組み合わせを1万回、2万回、といったレベルで作成し、今後の債務残高GDP比の将来経路についての確率的な幅を作成して示す、というものだ。金融の世界で実施されてきたバリュー・アット・リスク分析やコスト・アット・リスク分析で行われる、モンテカルロ・シミュレーションに通ずる分析手法とみることもできよう。

確かに、こうしたシミュレーションによって高市政権が最重要視する債務残高GDP比の計数が、ベースライン・シナリオからどの程度の確率でどの程度振れることがあり得るのかを示すことはできるだろう。

しかしながら、わが国の財政運営が今置かれている、このような差し迫った状況下で、その分析が果たして

どれほどの意味をもち得るのかは疑問だ。

冒頭で述べたように、債券市場におけるわが国の国債金利は、2026年度入り後まだ2カ月も経過していない現時点において早くも、財政当局の2026年度当初予算編成上の想定を突き破りそうな勢いとなっている。財務省は2025年9月の概算要求時点では、10年物国債の積算金利を2.6%と置いていたところ、年末にかけての実際の債券市況を反映させる形で3.0%に引き上げた。ところが今、早くもその3.0%以下に収まるかすら危うくなっているのだ。

こうした情勢下では、財政運営全体を本格的な緊縮方向に舵を切らないのであれば、財政当局にとってとり得る方策は、国債発行年限の短期化や、変動利付債の発行導入およびその発行額の拡大くらいしかない。実際、わが国の財政運営は昨年度からそのような方向になっている。今年度はさらにもう一歩進んで、超長期債のみならず、10年物の長期国債までも発行額を予定より大幅に減らし、その分を短期国債で調達するよりほかに財政運営上の資金繰りの方法がない、といった事態に陥るかもしれない。

一国の利払費は長短市場金利の上下動のみならず、国債発行年限の配分の変更によっても大きく変化し得る。そして、それが債務残高GDP比の値にも相当な影響を及ぼすことになるはずだ。しかるに「確率的債務持続可能性分析」は、その側面を果たして織り込むことができているのかどうか。国債の発行年限の配分についてはおそらく、現行通り、といった一定の仮定の下で計算がなされているのではないか。

また、国債発行にかかる実効金利の設定にも問題があり得るだろう。仮に過去二十数年間の実効金利をベースにするならば、わが国の場合は日銀が2001年以降に福井総裁の下で実施していた量的緩和政策によって、金融政策が国債金利に一定の影響を及ぼすようになっていた時期以降、ということになる。わが国にとって、この先の国債発行上直面する長短市場金利が、過去二十数年間の経験値の範囲内に収まる保証はどこにもないはずだ。

このように考えれば、「確率的債務持続可能性分析」を行ったとしても、わが国がこの先直面するかもしれない事態を本当にカバーできるのかは定かではない。市場主義経済のもとで財政運営を何とかして継続できるようにするために考えなければならないことは、検証手法の多様化以外に、もっといろいろあるはずだ。

これだけ市場金利が上昇している今、求められる財政運営とは、ひとえに新規国債のみならず借換債まで含めた国債発行額全体を減らすこと、に尽きる。イラン情勢等が先行き不透明ななか、国民生活を支えるうえで課題は多い。足元では補正予算策定が取り沙汰されているが、現下の情勢下で、財政出動が一切できないとか、一切してはいけない、というわけでは決してないだろう。肝心なのは、きちんと財源の手当てをしたうえで財政出動できるかどうかだ。

ところが、高市政権のこれまでのマクロ経済政策運営をみる限り、大きな問題が少なくとも二つあるようだ。

一つ目は、様々な政策に必要な財源の手当てをしようとしめないことだ。昨年来、これだけ市場金利上昇の警告を受けながら、2026年度当初予算ではなお、30兆円弱の新規国債を増発して平然としている。消費減税を高市総理自身の“悲願”としながら、その財源の手当て等を含めて国民会議任せになってしまっている。消費減税等の経済対策が必要なら、同じ時代に生きる経済的に余裕のある層が負担するのが筋で、その負担を呼びかけるのは、本来は政治家の仕事であるはずなのに、それができていない。

二つ目は、物価上昇を積極的に抑えようとしていないことだ。高市政権は日銀の利上げに対して間接的に待ったをかけている模様だ。それが結果的に円安を放置し、物価高は止まらない。いくら物価高対策をやっても効果は追いつかず、財政が悪化するのみとなっている。確かに、日銀の利上げには、①財政運営上、利払費を増加させる、②日銀の財務を悪化させる、という問題がある。後者は日銀の信認、ひいては円の信認を悪化させるのみならず、日銀からの国庫納付金の減少を通じて、毎年度の財政運営にもストレートに直結する問題で

もある。にもかかわらず、高市政権には“アベノミクス”“異次元緩和”由来のこの深刻な問題に取り組もうとする気配は見当たらない。

なぜ、今般、ベッセント米財務長官がわざわざ来日したのか。

外国為替市場をはじめとする金融市場を安定させるうえでの要諦は健全なマクロ経済政策運営を展開することに尽きる。それができさえすれば、コストを伴う市場介入など不要なはずだ。そう感じるのは筆者だけではなく、市場参加者の大多数が「日本のマクロ経済政策運営は、財政政策も金融政策も経済の実態にそぐわず不健全だ」と感じているからこそ、こうした市況になっているのであろう。おそらくベッセント財務長官もそのように考え、「このままでは、日本発の危機が世界の金融市場に伝播しかねない」と憂慮しているからこそ、わざわざ来日したのではないか。

高市政権が財政運営をはじめ、この先マクロ経済政策運営をどのように転換させていくのかが問われている。（了）

[/20260519NNN0030]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved