

2026/07/07 06:41

◎〔円債投資ガイド〕国債管理政策議論の迷走＝日本総研・河村氏（７日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝わが国でも遅ればせながら、国債の消化がこのままでは危うい、という危機感がようやく出てきたようだ。

日銀が、これもまた遅々としたものながら国債の買入れ額を減らし、銀行や保険会社による消化の余力には限界がある中、昨年来、超長期債等の年限で、海外勢主導で金利が上昇する局面をわが国も経験している。そうなれば、個人向け国債、国内の家計部門による安定消化に頼りたくなる、というのはさもありなん、というところだろう。

去る６月３０日の経済財政諮問会議で示された骨太原案でも、「個人向け国債の魅力向上による国内投資家層の拡大」が盛り込まれた。少なくともこの原案段階では、その具体策まで言及されていないようではあるが、与野党等では最近、その具体策をめぐる議論が活発化しているようだ。ただし、その内容をみると、なぜ今、この国の国債発行や財政運営が追い込まれているのかについて、本当のところが関係者に理解されているのか否かが疑わしくなるような議論が目立つ。

例えば、本年５月１２日付の日本経済新聞朝刊によれば、国内の個人による国債保有を増やす方策の一つとして、自由民主党の資産運用立国議員連盟の幹部が「国債の利回りを２０％程度上げることも一案だ」と話したと報じられている。これなど、なぜ、国債の安定的な発行・消化が危うくなっているのかが理解できていない典型例だろう。

昨年度入り後間もなく、７月の参議院議員選挙を控え、一部の野党等が明示的な財源を伴わない拡張的な財政政策運営志向を打ち出し、一定割合の世論がそれを支持していた時期、国債流通市場ではわが国の超長期国債が売り込まれ、流通利回りが上昇した。超長期国債の新規・借換発行分について、そうした市場実勢に見合うクーポン（表面利率）を、利払費の予算繰り上とでもつけられなかった財務省は、早くも６月にやむなく国債発行計画の変更には追い込まれた。超長期国債の発行額を減額して、その分をクーポンの水準は低くて済む短期国債等の増額に振り向ける対応を余儀なくされたのだ。

今年度の当初予算では、財務省が想定する金利（積算金利）は１０年物で３％。ところが１０年国債金利はすでに何回か２．８％を超えた。これが３％を超えることになれば、利払費の予算を積み増す第２次補正予算を策定して国会で通せない限り、財務省は、今度は超長期国債だけでは済まず、長期国債の発行額も減額して、国債発行年限の一段の短期化を進めざるを得なくなるだろう。

要するにわが国では、市場から要求される水準でのクーポンを付した国債の発行を続けることが、すでに危うくなり始めているのだ。そうしたなかで、市中向けの超長期国債にもとてもつけられないような２０％もの高率のクーポンを、個人向け国債だけにどうやってつけられるというのか。その分の利払費は到底確保できないのみならず、このような財政運営論議をしているようでは、海外勢からさらなる売りを呼ぶ展開になるのではないか。

わが国はれっきとした経常収支黒字国で、家計の金融資産は実に２４００兆円近くある。海外勢の目線では、「日本は“金持ち国”であり、その財政が悪化しているのは、国内に経済的に余裕のある層も一定程度存在するくせに、一向に追加の財政負担の合意ができない状態を、超低金利をよいことに長年放置してきたことが背景」とみている。にもかかわらず、「必要な税負担の議論には拒絶反応を示すのに、国債だけは買う国内の個人投資家（家計）に対してのみ、法外な高い水準のクーポン付きの国債を提供するとは何事か。外国投資家にも高いクーポンをつけるべきだ」となって、海外勢から長期債や超長期債等が売り浴びせられるのではないか。それらの流通利回りが上昇すれば、財務省も新規・借換発行する国債につけるクーポンの水準を引き上げざるを得なくなるが、それができなければ、わが国の財政運営はあっという間に行き詰まるだろう。

そもそも、個人向け国債の“元本保証”も、現下のような拡張的な財政運営が続いて、この先国債の発行と財政運営が行き詰まったとき、果たしてどこまで維持できるものか、定かではない。国債は本来、元本保証のない金融商品だ。その信用力はもっぱら、当該国の徴税能力、裏を返せば当該国の国民の担税力、納税意思の有無にかかっている。そうしたなかで、外国勢保有の国債の元本はカットして、国内の家計保有の元本は満額償還する、などということが、果たして国際金融市場で許されるものか。個人向け国債を保有している家計の大多数は、おそらく「経済的な余裕はあるのに、（明示的な意図を持っていたかは別として）これまで経済的な余裕に見合う税負担をしてこなかった人たち」なのだ。個人向け国債を保有する国内の個人投資家の、元本を満額で償還してほしいという期待に応えるには、わが国として、外国勢保有分も含めて等しくすべて満額で償還できるようにするしかないだろう。

ちなみに、一国の財政運営が行き詰まった時の財政資金ショート額は、当該年中の国債発行総額に相当する。国際金融市場では、国に限らず、特定の経済主体の資金調達（例えば債券発行）がひとたび危うくなれば、当該主体の資金調達（債券発行）の全額がストップするのが通例だからだ。そして、国債発行年限の短期化が進むわが国では、この万が一の際の資金ショートの金額は年度ベースで168兆5000億円（カレンダーベース・2026年度補正後）と、とてつもなく大きい。一般会計の税収が84兆2000億円（2025年度決算概算額）に伸びても、到底穴埋めしきれない金額だ。そうしたなかで既発国債の元本全額を償還しようとするれば、おそらく異例の大規模な資産課税や、歳出の一律カットといった極めて乱暴な策に踏み込むしかなくなるだろう。第二次大戦での敗戦後にわが国が余儀なくされた「預金封鎖・通貨交換」「財産税」「戦時補償特別措置税」の再来、ということだろうか。

「わが国の国債はそのほとんどを国内で消化しているため、デフォルトすることはない」とよく言われる。帳尻だけをみれば、その通りだろう。ただし、万が一の事態が現実のものとなり、帳尻合わせを迫られた際に起こるのはこういうことだ。日本人は、わずか80年前に自ら身をもって経験した財政破綻の行く末に待つ悲惨な事態をもう忘れたのか。

話を、個人向け国債の優遇策に戻そう。家計による保有促進策として、上記のほかには、先述の自民党の議員連盟の関係者からのみならず、財務省の「国の債務管理に関する研究会」のメンバーからも、「長期保有した国債に対する相続時の優遇策」が提言されているようだ。しかしながら、これは相続税の軽減策にほかならない。歳入が歳出に対して不足する分の穴埋めのために発行される国債の発行・消化の円滑化のために、歳入をさらに削る、というのでは、国債発行額がその分増えることになり、本末転倒もはなはだしい。

しかも、先述のようなわが国の財政悪化の主因からすれば、本来なら真っ先に課税を強化すべき対象に、減税策を講じることになってしまう。わが国でこれだけ国の借金が積み上がった原因は、何よりもこれまでの政治の無策にあるとしても、負担する側でいえばとりわけ、経済的な余裕はあったはずなのに国全体として必要な応分の負担をしてこなかった高齢富裕層は、その責任を免れ得ない。その彼らの税負担をさらに軽減しようとする発想は妥当性を著しく欠くと言わざるを得ない。だからこの国では、いつまでたっても財政再建が進まないのではないのか。

これだけ市場からの警告が出始めてもなお拡張的な財政運営をどうしても続けたいのであれば、国内の家計、個人投資家には、目下展開されている議論とは真逆の方向で「市場実勢よりも低い金利で、できるだけ長い期間」という形で個人向け国債を引き受けてもらうよりほかはないのが現実だろう。その個人向け国債につけられるクーポンが低くなればなるほど、満期が長くなって永久国債に近づけば近づくほど、それは納税と一体どこが違うのか。結局は同じなのではないか。突き詰めれば、個人向け国債なら買ってもよいという人たちが、経済的な余裕はあるのに“納税”することは嫌、という行動は、合理的とは到底いえない。市民社会は、一人ひとりの市民が、能力に応じて公平な形で負担を分かち合い支えることによってしか成り立たないはずだ。

今、この国に求められている、事態の真の打開策は、「個人向け国債の発行拡大と家計による保有促進」ではなく、「経済的余裕のある国民が、必要とされる追加的な税負担に応じること」だろう。政権がわが国の財

政は抜き差しならないレベルに悪化しているという事実を認め、その原因を直視し、財政再建の議論に国全体で向き合うよりほかに途はないといえよう。（了）

[/20260707NNN0023]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved