

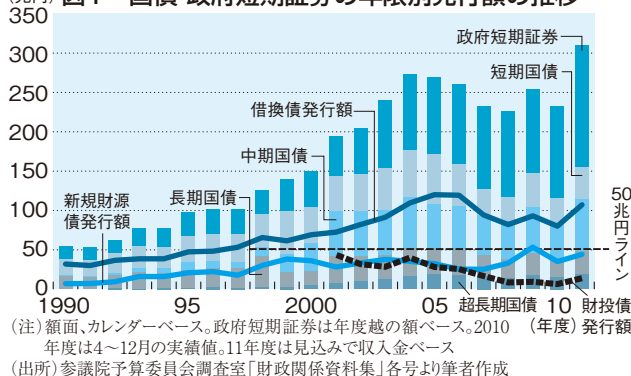
短期化で危うい調達構造と急増が見込まれる利払い費

日本の財政の持続可能性が問われている。国債の調達構造と利払い費の見直しから検証する。

かわむら 河村 小百合 (日本総合研究所調査部主任研究員)

一般的に、国が「安定的な財政運営」を継続できるか否かは、国債発行による資金調達を円滑に継続できるかにかかっている。この点は、財政危機に追い込まれている欧州各国の事例からも明らかである。

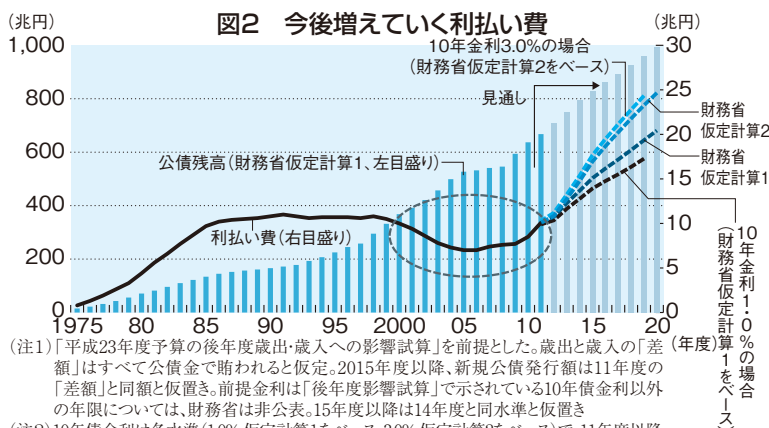
図1 国債・政府短期証券の年限別発行額の推移



資金調達に影響を及ぼす要因の1つが金利変動である。仮に、2つの異なる国が、対名目GDP比で同程度の規模の国債残高を抱えているとしても、市場金利が変動した場合の財政運営への影響は同じとは限らない。それぞれの国が、国債をどのような年限構成で発行しているかによって大きく異なってくる。

欧州各国よりも大きい金利上昇時の影響

日本の国債発行額の年限別推移をみると、2000年代以降、全体の発行額が大きく膨らむなかで、各年限の国債を均等に増発してきたわけではない。長期国債(10年物)と超長期国債(20年物、30年物、40年物)を合わせた毎年度の発行額は、おおむね50兆円が天井になっているように見受けられる。それを上回る分は、中期・短期国債の大幅増発によって調達している(図1)。



これは、国債を引き受ける投資家側の投資性向に影響された部分もある。主な保有主体の1つである銀行は、出し入れの多い預金等を負債

として受け入れ、それに見合うように資産を保有しなければならぬため、年限の短い国債でないと保有しにくいという事情がある。ただし、国の調達年限がこのように短期化傾向にあることは、毎年度の国債の償還・借り換えの頻度が高まり、先行きの金利変動の影響を受けやすい点を認識しておく必要がある。

日本の場合、年限の短期化傾向に加えて、国債残高の規模が極めて大きい。そのために毎年の政府の所要資金調達額の規模は、対名目GDP比で約59%(12年時点、IMF推計)と、イタリア約24%、ギリシャ約18%など、10～20%程度の欧州各国よりはるかに大きくなっている。

これは、ひとたび市場の信認が失われ、市場金利が大きく上昇するようなことがあると、日本は諸外国対比で突出して大きい影響を被る調達構造になっていることを意味する。

安定的な財政運営が継続できるかどうかを握る、もう1つのカギは、利払い費の動向である。

毎年の予算編成を行ううえで、社会保障費や公共事業費といった歳出は、国として意思決定さえできれば

規模を縮小させることも不可能ではない。それに対して、国債費は金額の事後的な調整は原則としてできない。仮に、元利払いを約定通りに行わないようなことがあれば、当該国はデフォルト（債務不履行）とみなされ、市場からの資金調達に長期間にわたり制約されるなど、その代償は極めて大きいものとなる。

金利が上昇しなくても 利払い費は増える

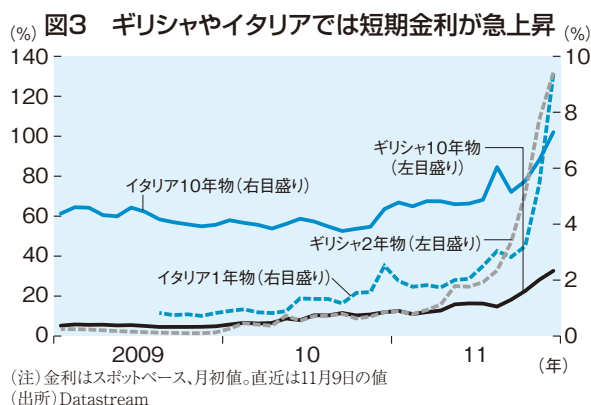
日本のこれまでの公債残高と利払い費の推移をみると、公債残高は一貫して累増傾向をたどり、600兆円を超えた。一方、1986～2000年度までの15年間、利払い費は10兆～11兆円の横ばいで推移した。さらに01年度以降は順次減り、05、06年度は7兆円程度にとどまった（図2）。

これは、過去に高金利で調達した国債が統々と償還を迎える半面、超低金利で借り換えることができたためである。日本の場合、公債残高の規模の割に、国全体として財政運営の先行きに対する危機感の乏しさは否めない。その背景の1つとして、これまで利払い費の抑制基調が続き、財政運営上大きな問題とはなっていないことが指摘できよう。

では、今後の利払い費はどのような推移するのだろうか。国債の償

還プロファイルの詳細なデータの入手に制約があるため、財政当局以外の立場で、利払い費の精緻な試算を行うことは難しい。そこで、財務省が毎年度公表している「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」を手がかりに、一部、前提を変化させるなどして、粗いものだが試算を行った。

財務省は、「後年度歳出・歳入への影響試算」等を前提に、この仮定計算を行っている。名目成長1.5%、10年物金利2%の低成長シナリオでは、10年度時点でも7・8兆円の利払い費（決算見込み）は図2の「仮定計算1」のように20年度に約20兆円となる。名目成長3%、10年物金利2.6%の成長シナリオのもとでは、



「仮定計算2」のように推移し、20年度時点で約25兆円に達するとの結果が示されている。

金利が今後も現行水準程度で推移したときにはどうなるか。財務省の仮定計算を基としつつ、他の公表データから10年債の推定償還プロファイルを作成し、10年債金利が今後とも1%で横ばい推移した場合の利払い費を試算してみた。

その結果は、19年度の利払い費は約17兆円となる。過去の高金利調達分の借り換え効果は、すでに剥落しつつあるため、「金利が上がらなければ、利払い費も増加しない」とはならないのである。

前提条件達成が厳しい 財務省の「仮定計算」

日本は、足元の利払い費（10年度決算見込み7・8兆円）と比べ、少なくとも10兆円以上大きい額を、「利払い費」として予算編成において優先的に確保する必要に迫られるのである。

しかも、試算のベースとしている財務省の仮定計算は、15年度の財政赤字幅が11年度並みの44・3兆円に突然縮小し、16年度以降もそのまま横ばいで推移することを前提としている。これを、現状の財政運営を抑制的な自然体でばしたベースと比較すると、19年度時点で18兆円規

模の単年度財政収支の改善が達成できていることを意味する。18兆円規模という金額は、社会保障費の半減、ないしは地方交付税の全廃にほぼ相当するほど巨額のものだ。

このようにみると、日本の場合、国債の調達構造の面からも、利払い費の見通しの面からも、安定的な財政運営が遠からず脅かされかねない状況にあることが理解できよう。危機的状況の瀬戸際から脱出するため、秘策や特効薬はない。債務残高を地道に減らす取り組みを早急に始め、続けていくよりほかにない。

その際、日本にとっては、先行きの金利情勢が大きなカギを握る。調達構造の短期化が進んでいる日本の利払い費は、借り換え時の中・短期金利の水準に大きく左右される。

最近の欧州各国の事例は、財政運営に対する市場の信認が揺らぐと、長期ゾーンの金利上昇もさることながら、短期ゾーンの金利上昇度合いがより一層顕著であることを物語する。ギリシャの場合、11年3月以降、短期ゾーンの金利が長期ゾーンの金利水準を上回る「逆イールド」状態となっており、足元の2年物金利は130%超にも達している（図3）。日本にとつて、中・長期にわたって市場の信認を得られるに足る抜本的な財政構造改革への着手が喫緊の課題であるといえよう。

