

フランス大統領選挙で社会党のオランド氏が当選、ギリシャ総選挙では与党側が大敗した。債務問題に悩む欧州各国で国際通貨基金（IMF）などの金融支援の条件とされた財政緊縮策に対する有権者の反発が背景だ。

欧州主要国も参加して19日に閉幕した主要8カ国（G8）首脳会議（サミット）は採択した宣言に成長への目配りも盛り込んだが、財政健全化との両立は容易でない。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどは自力での財政再建が不可能。各国の国債を大量に保有する欧州の銀行にも大きな影響が及ぶ。スペインをはじめとする欧州連合（EU）中核国の財

国の債務残高はGDPの2倍超

政も不安定になり、危機脱却への道は不透明だ。欧州の危機は対岸の火事ではない。日本でも高齢化で社会保障費がかさみ、経済成長の長い低迷や度重なる減税策で税収が落ち込んでいる。その結果、国債の発行額が一般会計の税収を上回る異常な事態が2009年度から4年間も続く。

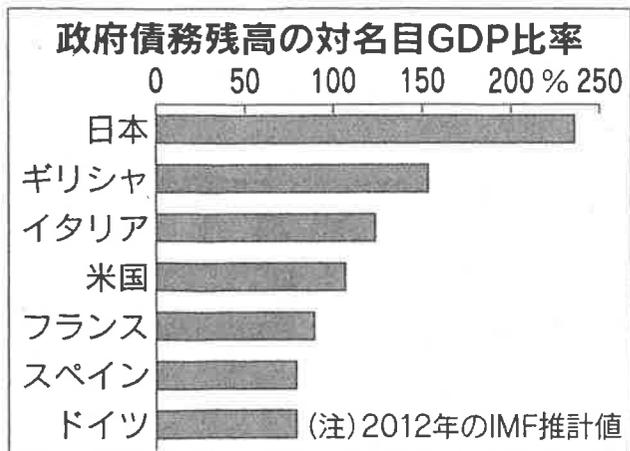
IMFは、12年の政府債務残高の対名目国内総生産（GDP）比率を日本が236%と推計する。これはギリシャの水準をはるかに上回り、米国、ドイツ、フランス各国の2倍よりも高い。

日本の財政、債務の現状は主要国と比べ、突出して悪い。これまでのところ円金利は低位で安定しているが、国債発行と財政運営は本当に大丈夫なのか。先行きにはどのような落とし穴が待ち構えるのだろうか。このシリーズでは欧州の債務危機の教訓を踏まえながら、日本の財政や債務が抱えるリスクをさまざまに掘り起こし、とるべき方策を検討する。

（日本総合研究所）

ゼミナール

2012年5月22日付 日本経済新聞



通常は国債の発行残高が膨らむと、利払い費もかさみ、財政を圧迫するはずだ。なぜ、日本の状況はこれと異なるのか。

国債の利払い費は1985年度から2000年度まで年10兆〜11兆円でほぼ横ばい。一方、この間に国債残高は3倍近い368兆円に達した。

その後は利払い費が減り、05、06両年度では7兆円程度。国債残高が636兆円に達した10年度でも7兆9千億円にすぎない。国債の増発を続けても、財政運営が破綻する恐れはなかったのはなぜか。要因は3つある。

1つ目は市場金利の低下だ。日本の長期金利(満期10年の国債の平均利回り)は85年度に年率7・

低金利が続き利払い費を抑制

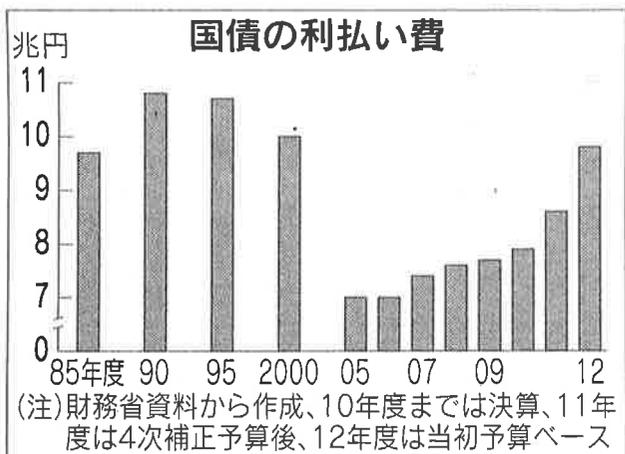
2%だったが、05年度には1・4%に低下した。その後も日本銀行は短期金利を低めに誘導。实体经济もデフレ状態が続いたため金利は低い水準で安定し、利払い費の伸びは抑えられてきた。

2つ目の理由は、標準的な10年国債よりも満期が短く、金利水準が低めの短期国債の発行を最近、増やしてきたからだ。

3つ目は大半の国債が満期まで金利を固定しているためだ。たとえば10年債を発行すると、国が支払う金利は10年間変わらない。10年後に国が借り換えのため再び国債を発行する際、その時点での市場金利が新たな利払いの金利に反映される。市場金利低下の効果が10年遅れて表れる「借り換え金利低下ボーナス」の恩恵を受けてきたのだ。

国債残高が膨張しても利払い費の伸びが抑えられ、財政運営に問題が生じない背景にはこうした事情があった。だが低金利が長引き、借り換え金利低下ボーナスは期待できなくなりつつある。

ゼミナール



高金利の時代に発行された国債の償還はほぼ終わり、今後は借換債の発行による金利低下の恩恵が期待できない。利払い費は増加基調に転じる。

国債は満期により短期（1年以下）、中期（5年以下）、長期（10年以下）、超長期（10年超）に分かれる。日本で発行残高が最も多いのは10年債だ。満期まで保有者が受け取る金利が変わらない固定金利が多いので、同じ年限の国債でもいつ発行したかによって適用金利や償還時期がまちまちである。先行きの利払い費を金利見通しと発行残高を単純に掛け合わせで推測するのは難しい。利払い費の精緻な試算には、実際の国債の発行

利払い費は近く急増、財政圧迫

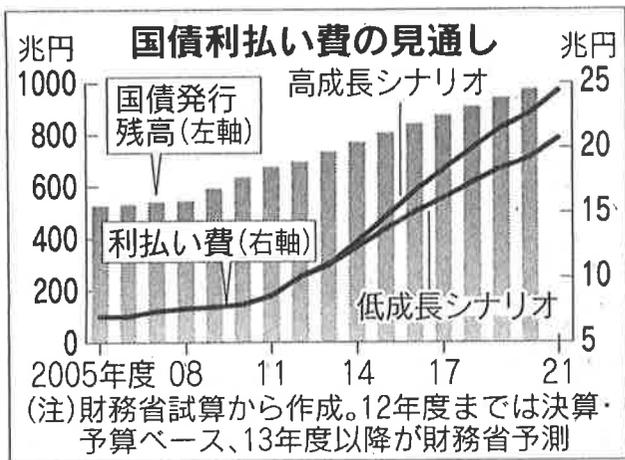
や償還に関する詳細なデータが必要だ。これに基づく利払い費の見通しを財務省が毎年算出、公表する。最新版では野田佳彦政権の「社会保障と税の一体改革」が法案通りに実行されることなどを前提に試算。2013年度以降の実質国内総生産（GDP）の伸び率予測を低成長（年1%）、高成長（同3%）の2パターンに分け、利払い費のシナリオを示している。

それによると最近はおおむね年7兆円程度で推移していた国債の利払い費が近い将来、この両パターンで急増する。低成長シナリオでは先行きの金利を低めに仮定、利払い費の見通しは高成長シナリオよりも小さくなるが、それでも19年度には18兆4千億円に達する。

財務省の試算では10年債金利を低成長シナリオでも年2%と仮定。同省試算とは別に、同金利が足元の年1%で横ばいだと楽観的な前提に置き換え、粗く推計し直してみても19年度の利払い費は16兆円ほどになる。

（日本総合研究所）

2012年5月24日付 日本経済新聞



ゼミナール

欧州債務危機により、国の財政運営に対する信認がひとたび揺らぐと長期の市場金利が短期間で大幅に上昇するとわかった。財政運営は市場金利の変動からどのような影響を受けるのか。

国債には様々なタイプがある。一般的なのは、保有者が毎期に受け取る金利を発行時点で決めて動かさない固定利付債だ。満期により短期（1年以下）、中期（5年以下）、長期（10年以下）、超長期（10年超）に分かれる。ほかに、国が支払う金利が市場金利で変動する変動利付債、物価上昇率に応じて変わる物価連動債などがある。各国はコストとリスクのバランスを考慮しながら

短・中期債多く、利払い急増も

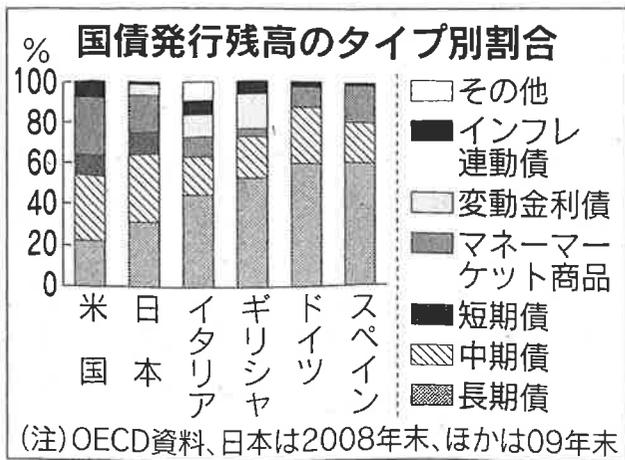
ら、多様な組み合わせで国債を発行する。金利は通常、短期よりも長期の方が高い。長期債を発行して金利が固定されれば、満期まで市場金利の影響を受けない。短・中期債ならば利払い費は長期債よりも少なく、超長期債よりも少なくて済む。だが、頻繁に借り換えるので、そのたびに金利が変動する。

発行の組み合わせ方針は国によって異なる。

日本では長・超長期債の割合が主要国の中でもかなり低い。足元の利払い費は抑えられるが、先行きの金利変動リスクは相対的に高まる。一方、欧州では当面の利払い費膨張に目をつぶり、先行きの金利リスクを抑制する狙いで長期債を中心に発行する国が目立つ。

これでわかるように、もし2つの国の国債発行残高が国内総生産（GDP）比で同規模でも、市中金利の変動の影響は同じとはいえない。日本のように短・中期債による調達割合が高ければ高いほど財政は金利変動の影響を受けやすいのだ。

（日本総合研究所）



日本の国債発行による資金調達ではなぜ、短期債（満期1年以下）や中期債（5年以下）の割合が高まり、長期債（10年以下）、超長期債（10年超）は低下したのか。

1980年度の国債発行額は新発債と借換債を合わせて約15兆円。これに政府短期証券を加えても26兆円にすぎない。長期債と超長期債の合計が82%を占めていた。

90年代後半に銀行の不良債権問題が深刻化したところから事情が変わった。税収が大幅に落ち込む一方、政府は大型の景気対策の連発を余儀なくされ、国債発行額は増え続けた。2008年のリーマン・ショック、11年の東日本大震災もこの傾

長・超長期債は年50兆円が上限

向に拍車をかけた。90年代末以降の増発分の大半は短・中期債でまかなわれ、長・超長期債の発行額は、年度あたりおおむね50兆円が事実上の上限になっている。

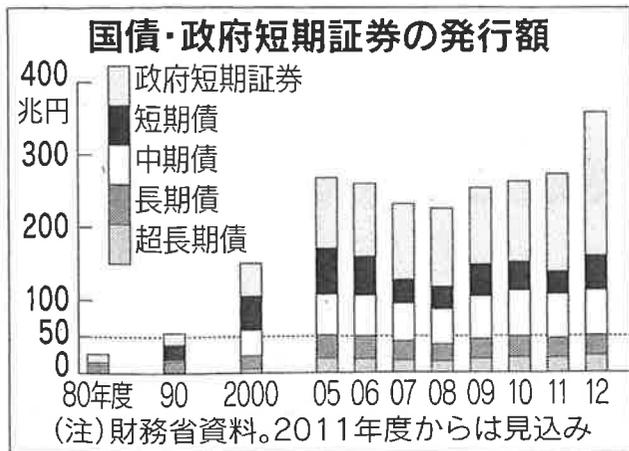
大口投資家である民間の大手金融機関、生命保険会社、年金による長・超長期債の購入に限界が見える。たとえば銀行が集めた預金を国債で運用する際、仮に長・超長期債を買ったと金利収入が長く固定され、市場金利が将来上昇すれば預金金利が運用金利を上回りかねない。そうなると金利差が損失になる。

発行する財政当局からみても、長・超長期債より金利が低い短・中期債の発行を増やす方が、足元の利払い費を抑えられるので都合がよい。

政府短期証券の発行残高も財務省の11年度末見込みで130兆円を超える。これは外国為替市場への介入資金を調達するための債券で国債とは異なるが、市場金利が上昇すれば一般会計の負担につながる点では同じだ。

（日本総合研究所）

2012年5月28日付 日本経済新聞



ゼミナール

欧州債務危機は、先進国が財政崩壊の瀬戸際に立たされた戦後初の例となった。イタリアを例に、危機がどのように推移したのかを検証する。

イタリアの政府債務残高は2011年末で名目国内総生産（GDP）比が120%。ユーロ圏ではギリシャに次ぐワースト2だが、それまでも積極的な財政再建には努めていた。リーマン・ショックが起きた08年まで17年連続でプライマリーバランス（基礎的財政収支）は黒字を維持した。だが、11年秋には政治の混乱などで市場金利が急上昇、独力での財政運営が難しい事態に陥った。

ここで注目すべきなのは、長期金利よりも短期

欧州では長・短期の金利が逆転

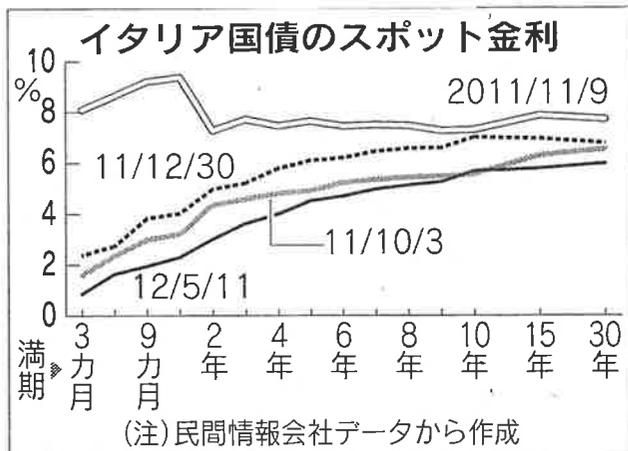
金利の上昇幅の大きさが目立ったことだ。通常は金利は短期よりも長期の方が高くなり、期間が長くなるにつれてグラフは右肩上がりのカーブ（順イールド）を描くのが一般的だ。ところが、今回の危機では、市場がイタリアのデフォルト（債務不履行）を予想したため、金利は短期が長期を上回る「逆イールド」という変則的な線を描いた。

同国では市場金利が高騰した11年11月にベルルスコーニ氏が首相を辞任、かつて欧州委員会の委員として競争政策を担当した経験のあるモンテイ氏が引き継いだ。新政権は財政再建や構造改革の新たな策を打ち出し、金利は低下した。だが、債務問題の出口が明確でないギリシャやポルトガルの金利はなお逆イールドで、不自然なままだ。

日本の国債による資金調達では短・中期債の割合が欧州主要国よりもかなり高い。万が一、欧州で起きたような金利変動があれば、はるかに大きな影響が財政に及ぶ。

（日本総合研究所）

2012年5月29日付 日本経済新聞



ゼミナール

日本の国債金利は低位で安定している。その大きな理由の1つは、国内貯蓄が潤沢で、発行済み国債の大部分を国内投資家が安定的に保有していることだ。こうした保有構造は今後も続くのか。

貯蓄を生み出す主役は一般に家計部門（家庭）だ。高度経済成長期の1970年代からバブル経済崩壊後の90年代半ばまで家計は毎年度、名目国内総生産（GDP）比で10%前後の資金余剰（貯蓄）を生み出してきた。その内訳は、現・預金、保険・年金の掛け金積み立て（準備金）、株式やそのほかの証券に対する投資などである。

日本の家計が直接国債を保有する割合は国債発

高齡化で細る家計の保有余力

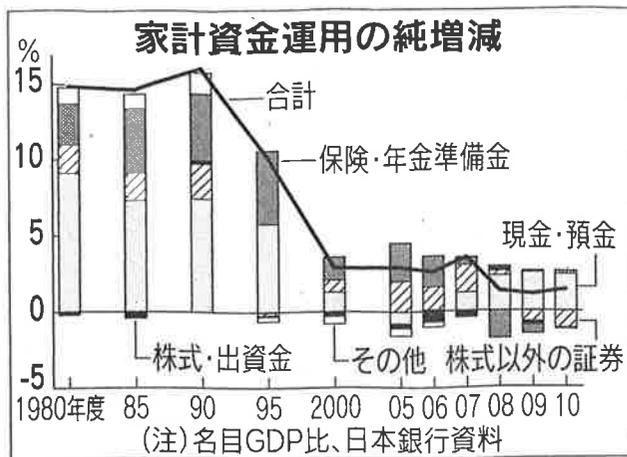
行残高の5%程度で、米欧主要国に比べ低い。だが、家計が預貯金、保険・年金の掛け金のような形で預けた資金を原資として銀行や保険会社などが国債を購入する。こうして家計が金融機関や保険会社などを通じて間接的に保有する国債は発行残高の8割にのぼる。

90年代半ばから、家計の資金収支は大きく変わってきた。日本銀行資料で家計の資金運用を点検すると、現・預金の預け入れ超過幅は人口の高齡化を背景に著しい縮小傾向を示し始めた。2005年度には一時的ながら預入額を取り崩し額が上回る取り崩し超過となった。保険や年金の掛け金積み立ても08年度には取り崩し超過に陥った。

家計が金融資産（貯蓄）を毎年積み増すことができた時代は終わりつつある。銀行などが新たに発行される国債を安定して引き受け、保有するための原資を家計が間接的に供給し続けられる期間はそれほど長くは残っていないと思われる。

（日本総合研究所）

2012年5月30日付 日本経済新聞



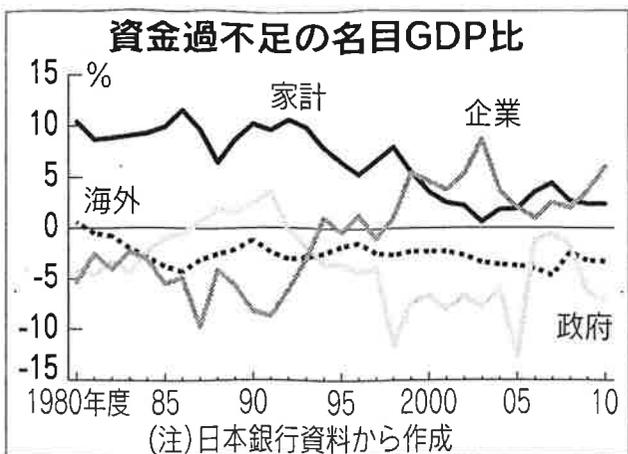
ゼミナール

家計、企業、政府といった国内部門別の資金不足（貯蓄超過か投資超過か）の収支は、最終的に海外部門で帳尻を合わせてもらわなければならない。国内各部門の合算結果が資金余剰（貯蓄超過）ならば国際収支上は経常黒字、資金不足であれば経常赤字となる。

経常黒字の場合は、国内の余剰資金が海外投資に向かうことになる。経常赤字ならば、国内の資金不足を補うため、海外からお金を借りなければならぬ。日本全体でみた資金フローはどのような変化してきたのか。

1980年代から90年代前半にかけて、家計部門はほぼ一貫して大幅な資金余剰を計上した。この

2012年5月31日付 日本経済新聞



ゼミナール 企業の資金が財政赤字を穴埋め

間に政府部門の収支も次第に改善し、90年前後の数年間は資金余剰を計上していた。プライマリーバランス（基礎的財政収支）だけでなく、国債利払い費も含めた財政収支が黒字だった。

企業部門は設備投資が活発で、資金不足の状態が続いた。家計貯蓄は企業に成長への資金を提供する原資となった。

90年代後半からはバブル経済崩壊、金融危機の深刻化などで、政府部門は財政赤字に転じ、資金の不足幅は拡大した。家計貯蓄が間接的に国債購入に回り、政府部門の資金不足を埋め合わせた。2000年ごろから家計の資金余剰は減少。代わって銀行などに国債引き受けの資金を与えたのが企業だ。デフレで設備投資を手控えた企業の手元に積み上がった余剰資金がいまや財政赤字を埋める主役になった。

企業の成長には設備投資が不可欠だ。だが、そのための資金がいま、財政赤字の穴埋めに使われているとみられるのだ。

(日本総合研究所)

銀行をはじめとする国内金融機関は、家計（家庭）の貯蓄を預貯金の形で受け入れる。それを企業への貸し出し、国債や社債など債券に対する投資で運用する。この仲介機能の内容は、1990年代前半のバブル経済崩壊で大きく変わった。

日本銀行によると企業などに対する銀行の貸出残高は90年度末で約460兆円だった。この場合の銀行は外国銀行を除くメガバンク、地方銀行（地銀）、第二地銀など。だがその後のデフレで民間の資金需要が伸び悩み、2010年度末には320兆円弱に落ち込んだ。一方、財政投融资に使う財投債を含む国債や国庫短期証券（政府短期証

中小向け金融機関も融資低迷

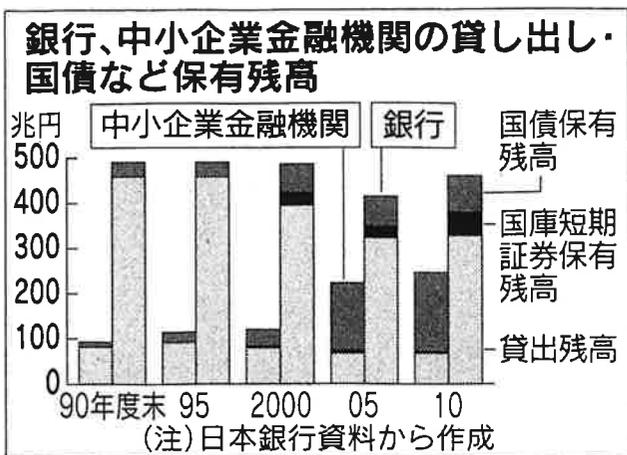
券と短期国債の総称）への投資額が伸びている。資金規模が銀行よりもおおむね小さな信用金庫、信用組合など中小企業向けの金融機関（中小企業金融機関）の貸出残高も95年度末には90兆円を上回ったが、10年度末は70兆円に満たない。代わりに国債への投資額が急増し、10年度末の保有残高は貸出残高の3倍近くに達した。中小企業金融機関が巨大な国有金融機関であるゆうちよ銀行（05年度までは郵便貯金）を含んでいるためだ。

ゼミナール

ゆうちよ銀行の資産規模はいまもメガバンク各行を上回る。旧郵貯の際は家計から受け入れた資金を国の財投制度に預託した。しかし01年度からの抜本改革で預託を段階的に取りやめ、国債や財投債の保有を増やした。保有国債の内訳をみると、銀行は先行きの金利変動に備え、年限の短い国庫短期証券（満期1年以下）の保有を増やしている。他方、中小企業金融機関が保有する国債の大半は中・長期債だ。

（日本総合研究所）

2012年6月1日付 日本経済新聞



日本では国債を国内投資家に販売する割合が主要国のなかで高い。ところが最近では海外投資家の購入が増えている。海外投資家は国債を安定して保有するのだろうか。

財政投融资に使う財投債を含む国債の発行残高における海外投資家の保有占有率は2000年代から5%前後で推移したが、米国の住宅バブルが崩壊した07年末ごろから状況が変化。国際金融市場では円資産が比較的安らかな投資先とみられ、なかでも年限の短い国庫短期証券（満期1年以下）を海外投資家が積極的に購入するようになった。

08年にはリーマン・ショック、09年には欧州債務危機が起き、日本国債

海外投資家が価格形成を左右

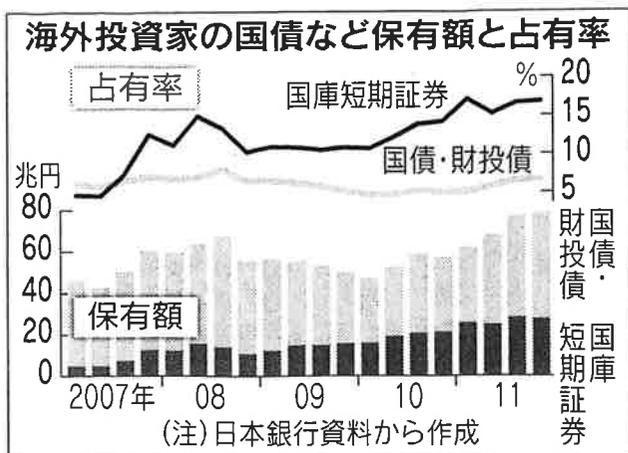
を含む円資産が買われる傾向は強まっている。海外投資家の保有占有率は中・長期（満期1年超）10年）国債で引き続き5～6%だ。しかし国庫短期証券では11年末で約17%に上昇した。

欧州金融市場の混乱などで海外投資家が円資産を好む傾向は当面続く見通しだ。日本の財政運営も先行きは不透明で、投資対象は長い期間リスクを負わない短期国債が軸だ。これから欧州債務危機が収束に向かえば、資金の一時的な逃避先として買われてきた円資産が一転して売られる可能性がある。海外投資家の多くは中長期で安定保有するために日本国債を購入しているわけではない。

海外投資家は日本国債の保有占有率だけでなく、流通市場での売買額でも存在感を大きく高めている。国債の売買額における海外投資家の占有率は現物の5割、先物の4割に上るとみられている。海外投資家は日本国債の価格形成に大きな影響力を持っているのだ。

（日本総合研究所）

2012年6月5日付 日本経済新聞



ゼミナール

日本銀行は発行残高の1割にあたる約92兆円分の国債を市場から買い入れた。これは日銀資産の約6割にあたる。デフレ克服のための金融緩和措置だ。日銀に際限なく買い増してもらえるのか。

一方、欧州中央銀行(ECB)は市場からの国債買い入れをなるべく避ける。2010年にユーロ圏の国債や優良社債を買い入れる特別措置を例外的に始めたが、購入残高は資産の1割弱。内訳は非公表だが重債務国の国債が多いもようだ。

かわりにECBは11年末以降、各国国債を担保に民間銀行への貸し付けを拡大。貸付残高は資産の4割弱で、危機対応策の軸となっている。

日銀買い入れ過多はインフレに

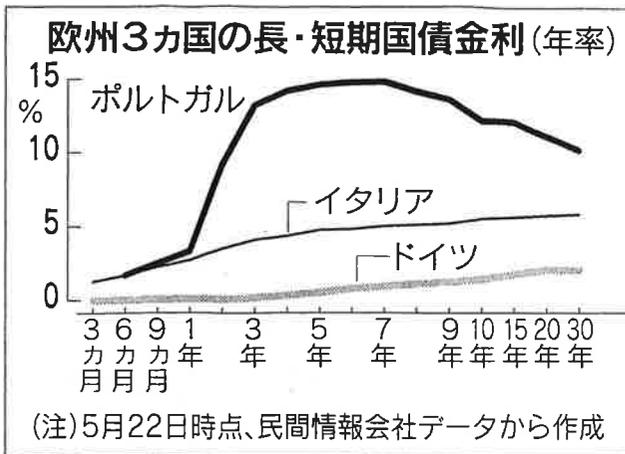
国債が資産に占める割合は日銀が約6割、ECBは国債担保の貸し付けを含めても5割に満たない。国債市場が静かな日本の方が深刻な債務危機に直面する欧州よりも、中銀はより多くの資産を財政安定に振り向ける。日本の国債市場が平穏なのは10年債で1%に届かない低金利の恩恵だ。

低金利が今後も続く保証はない。同じユーロ圏でも財政事情が異なるポルトガル、イタリア、ドイツの金利グラフはカーブの形が異なる。中銀が制御できる金利は数カ月物まで。これを超える中・長期金利は財政や物価の見通しが左右する。

市場の見方が厳しくなれば、日銀が国債買い入れを増やしても中・長期の金利は上昇する可能性が高い。仮に中銀が国債を過剰に買い入れれば膨大な通貨供給量が高率インフレを呼ぶ。だから日本を大きく上回る金利で国債を発行する国が多い欧州でもECBは国債全額引き受けを求められない。日銀にも頼れない。

(日本総合研究所)

ゼミナール



ギリシャの政府債務について銀行など民間債権者による自発的な一部放棄を巡る交渉があり、3月には元本の53%の返済を求めないと決めた。

これは貸し手と借り手の双方が借金の減額であらかじめ合意する「秩序だった」デフォルト（債務不履行）だったが、応じなかった投資家の債権も一律カットされた。それでも戦後初の先進国によるデフォルトであり、日本を含む各国の政策運営への影響は大きい。

2000年代は先進各国にとって、国債を低金利で発行し、資金を調達しやすい環境だった。主な要因は3つある。

1つ目は労働コストの低い新興国の市場経済へ

ギリシャ破綻で先進国信用に影

の参入が相次ぎ、世界各国で物価や金利が低下したことだ。

2つ目は各国の銀行に共通する基礎的な投資や貸し出しに関するルールが、国債発行に都合がよかったからだ。先進国の国債にはデフォルトがないとみなされ、銀行は国債に投資しやすかった。

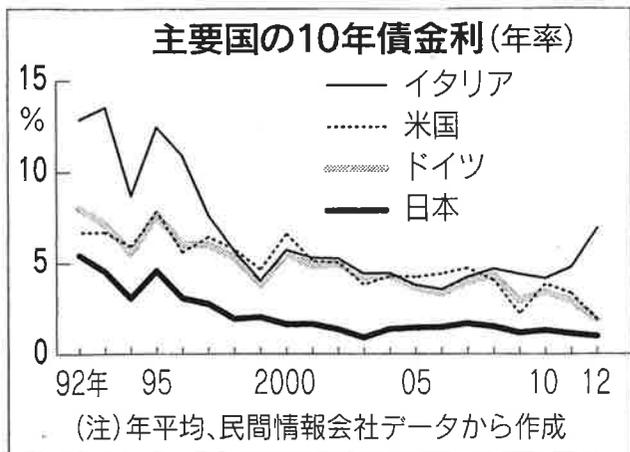
3つ目は金融技術の革新だ。国債のリスクを第三者に転嫁できる金融商品のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)が広く取引された。

ユーロ圏の金融政策運営は欧州中央銀行(ECB)に一本化され、経済力の劣る国でも低金利で資金を調達できた。

ギリシャなどとはこうした幸運に恵まれ、国債を増発できた。だがデフォルトで潮目は変わった。先進国でも政策運営を誤れば財政が破綻すると認識され、市場の評価は厳しくなった。CDSの取引も縮小傾向だ。

日本をはじめ先進各国が低金利で容易に国債を発行できる環境はなくなりつつあるのだ。

(日本総合研究所)



国会で消費増税を巡る論議が続く。だが中・長期の財政運営の全体像はつかみにくく、危機感に乏しい。日本国債の大きなリスクがそこにある。

今回の欧州債務危機では、財政運営への市場の信認を失うと短期間で市場金利が急上昇することがわかった。日本の国債発行は短・中期債が中心なので、金利変動の影響を受けやすい。世帯貯蓄を原資とした金融機関による国債購入は細る。日本銀行にも頼れない。

低金利が長引き、国債発行残高を膨らませてきたつけが、利払い費が急増する形で遠からず顕在化するはずだ。

多額の債務を負った国が財政の立て直しにどれ

財政収支全体の黒字化が不可欠

だけ大きな努力を要するかはイタリアの例をみればわかる。国際通貨基金（IMF）によると、同国は1992年から17年間連続で基礎的財政収支の黒字を続けた。同収支はプライマリーバランスとも呼ばれ、国債などによる債務の元利払いを除く歳出と、債務を差し引いた歳入の差である。

この間に同国の政府債務残高の名目国内総生産（GDP）比はピークの121%（94年）から最大で103%（2007年）に下がっただけだ。

日本の政府債務残高の名目GDP比は足元で、イタリアの2倍近い。

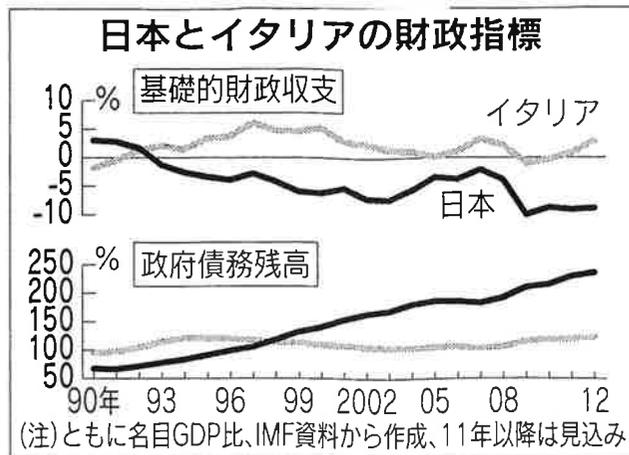
日本の財政運営が危機的な状況に陥るまでの猶予の長さは市場金利にかかる。破綻を回避するには財政再建にすぐ取り組み、中・長期でも続ける姿勢を示すべきだ。それには基礎的財政収支だけでなく、利払い費を含む財政収支全体を黒字にさえ、国債発行残高を減らす必要がある。

（日本総合研究所

河村小百合）

〓この項おわり

2012年6月8日付 日本経済新聞



ゼミナール