

## Focus6. 日本の財政問題と金利上昇リスク

## 【要約】

- ◆ 日本財政は社会保障支出の増加などで悪化している。2016 年度予算では税収増により公債依存度が低下するも、公的債務残高の対 GDP 比は先進国最悪の水準にある。
- ◆ 政府は財政健全化計画のもと、プライマリーバランスの改善を目標に掲げている。しかしながら、前提とされる成長率は高く、目標達成には不確実性が伴う。
- ◆ 日銀の金融緩和や国内投資家中心の国債保有構造が長期金利を低位に抑制している。今後の金融政策運営や国債保有構造の変化が長期金利の変動要因となるだろう。

## 1. 主要先進国最悪の日本財政

2016 年度予算では公債依存度が低下

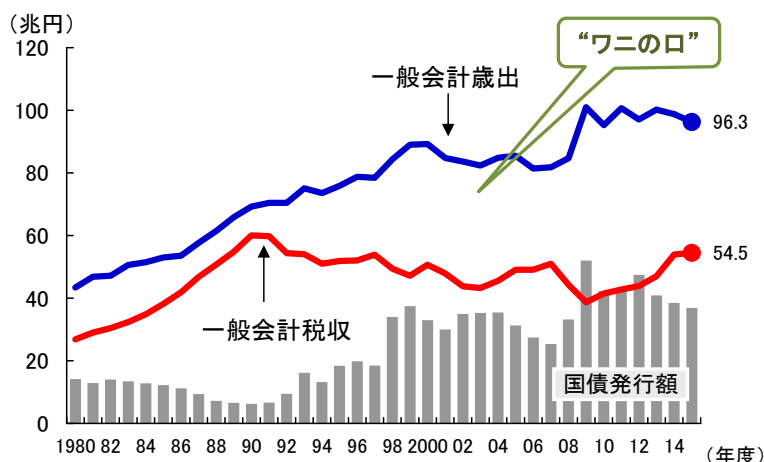
政府が 2015 年末に閣議決定した 2016 年度予算案は、一般会計の総額が 96.7 兆円と過去最大を更新した。他方、税収の大幅な増加が見込まれる中、新規国債発行額は 2015 年度に続き 30 兆円台が維持される見通しとなった。公債依存度は 35.6%とリーマン・ショック以降では最も低い水準にまで低下することとなる。もともと、日本の財政が大きく改善したわけではない。公的債務残高の対 GDP 比率は 200%を超え、主要先進国では最悪の水準である。昨年デフォルト懸念が高まったギリシャを上回る状況に変化はない。

バブル崩壊と金融危機が財政悪化を加速

日本の財政は、1990 年代のバブル崩壊を契機に急速に悪化した。景気後退により一般会計税収が減少に転じる一方、度重なる景気対策により歳出が増加し、国債発行額が大幅に増加することとなった（【図表 1】）。2000 年代に入り、小泉政権下で財政改革への取り組みが進み一時国債発行額が減少したが、2008 年のリーマン・ショック後に再び国債発行額は増加に転じた。

金融危機による景気落ち込みから日本経済は回復に向かっているが、財政の改善は進んでいるとは言えない。その要因は社会保障費の増加である。高齢化の進行に伴い、社会保障支出は年間 1 兆円のペースで増加を続けている。民主党政権下で決定された社会保障・税一体改革のもと、安倍政権は 2014 年 4 月に消費税率を 5%から 8%に引き上げたが、2015 年 4 月に予定された 10%への引き上げは先送りされた。

【図表 1】一般会計の歳出・税収と国債発行額



(出所)財務省資料よりみずほ総合研究所作成

## 2. 政府の財政健全化に向けた取り組み

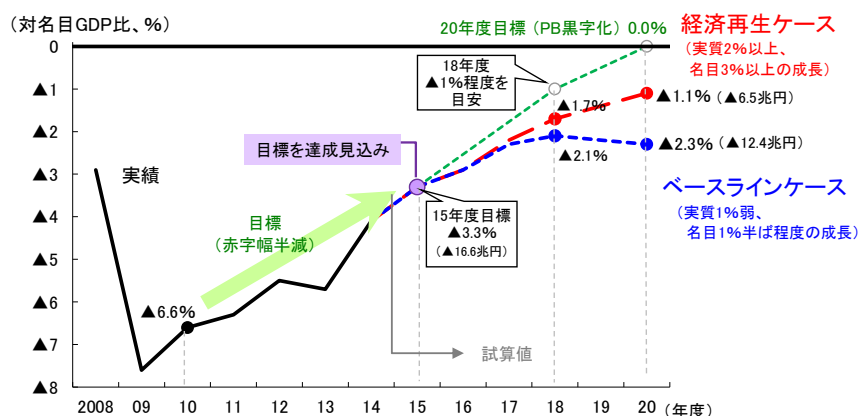
### プライマリーバランス改善が目標

財政再建に向け、政府は、プライマリーバランス（基礎的財政収支）の改善により債務の拡大を食い止める目標を掲げている。財政の持続可能性を判断する理論に「ドーマー条件」がある。「ドーマー条件」とは、基礎的財政収支が均衡し、成長率が金利を上回れば財政が持続可能になるという考え方である。この理論に従うと、日銀の金融緩和により国債利回りを低位に抑制し続けたいうえでプライマリーバランスを黒字化すれば、債務を減少させることが可能となる。政府が現在国際社会への公約として掲げている目標は、2020年度のプライマリーバランス黒字化である。2015年6月に閣議決定された新たな財政健全化計画では、計画期間の当初3年間（2016～2018年度）を「集中改革期間」と位置づけ、「経済・財政一体改革」を集中的に進めるとともに、2018年度において、目標に向けた進捗状況を評価することとされた。改革努力のメルクマールとして、2018年度のプライマリーバランス赤字の対GDP比率を1%程度とすることが目安とされている。

内閣府が策定した「中期財政試算」によると、2020年度のプライマリーバランス黒字化目標に必要な歳出削減策が経済再生ケースで約6兆円であることが示されている（【図表2】）。6兆円の歳出を削減するとともに、アベノミクスが成功し成長率を高めることができれば、財政悪化を食い止めることが可能となる。もっとも、経済再生ケースがアベノミクスにおける成長戦略の取り組みが十分に発揮され、2%を超える実質成長率が達成されることを前提としていることには留意が必要だ。みずほ総合研究所では2020年度にかけての日本の成長率を1%台前半と予想している。成長率が2%を下回れば更なる歳出削減が必要となる。

また、政府の計画が2020年度のプライマリーバランス黒字化にとどまり、より長期的な取り組みが具体的に示されていないことにも留意が必要である。人口高齢化に伴う社会保障費増大の影響が今後大きくなるため、2020年度のプライマリーバランス黒字化が達成されても日本の財政問題が解決するわけではない。日本では2025年度に団塊の世代が75歳以上となり、社会保障費の増加ペースが速まることが見込まれている。厚生労働省によると、2012年度から2025年度にかけて医療費は1.5倍、介護費は2.3倍に拡大する見通しとなっている。

【図表2】プライマリーバランスに関する政府目標と見通し



(出所) 内閣府資料よりみずほ総合研究所作成

**国債の平均償還  
年限を長期化**

財政悪化に対する対応は政府の国債発行計画でも進められている。財務省は国債管理政策において国債の平均償還年限を長期化して行く方針を示している。日本国債は投資家の需要に応じ様々な年限で発行されている。より期間の長い超長期債の発行を増額することで国債の償還時期を後ろ倒しすれば、政府の資金繰りに余裕を持たせることが可能となる。金利が上昇に転じる前に低利で長期の資金調達を行うことも財政負担軽減につながる。

また、こうした措置に加え、財務省は翌年度に発行する借換債の前倒し発行を増加させている。前倒し発行の目的は、借換債発行額の年度間のブレを平準化する点にあるが、日銀が大量の国債を買い入れる中、金利上昇前に前倒しで量を確保する狙いもあると考えられる。

**3. 財政規律と国債市場****国債利回りは低  
位での推移が続  
く**

財政悪化にも関わらず、日本の 10 年国債利回りは低位での推移が続いている。理論的には財政の悪化が進んだ国の国債利回りはリスクプレミアムが上乗せされる分高くなると考えられる。具体例が南欧諸国の国債利回りである。財政悪化からユーロ圏からの離脱リスクが高まったギリシャの 10 年国債利回りは 10%を超える水準となっている。

**国内投資家中心  
の国債保有構造  
が低金利の要因**

日本の国債利回りが低いのは、足元では日銀の量的金融緩和が要因であるが、日銀が量的緩和を導入する前から日本国債の利回りは低い状況が続いている。財政悪化にも関わらず低利で国債発行が出来た要因として、金融機関を中心とする国内投資家が国債投資を拡大してきたことが考えられる。バブル崩壊後に企業が借入残高を圧縮したため金融機関の貸出は大きく減少し、余剰資金が国債投資に回されることとなった。

現状での日本国債の投資家構造を見ると、日銀、預金取扱金融機関が約 30%、保険会社が約 20%を保有しており、海外投資家の比率は 10%を下回る。金融機関は日銀の量的緩和により国債残高を減らしているが、約 9 割の残高を保有する国内投資家が日本国債を保有し続ける限り、財政が悪化しても国債が売られにくい構造となっている。ギリシャでは海外投資家の保有比率が高く、財政悪化に伴う海外投資家の国債売却により長期金利が急騰する事態となった。もっとも、国債発行残高が大幅に増加し日本の財政破綻懸念が高まれば、国内投資家も国債保有が困難となる。現状では日本政府が財政再建を進めることへの信認が維持されていることが、金利が低位で維持されている要因と言えよう。また、国内金融機関の自己資本比率計算上、日本国債のリスクウェイトがゼロとされていることも、国債保有のインセンティブを高めている。対日銀取引や短期金融市場での担保としても国債が必要となる。

**格付会社は日本  
の低成長を懸念**

他方、主要格付け機関は日本財政の行方を厳しい目で注視している。東日本大震災が起きた 2011 年以降、主要格付け機関は日本の政府債務格付けの引き下げを進めており、現状では A 格まで低下している（【図表 3】）。現在の日本政府の債務格付けは中国や韓国を下回る状況だ。

**政府の財政規律  
低下が懸念**

今後注視が必要なのは 2017 年 4 月に政府が消費税率 8%から 10%への引き上げを着実にできるかどうかという点であろう。2016 年夏に参院選を控える安倍政権にとって、中国経済の下振れ懸念が国内景気に波及する事態となれ

ば、消費増税を再度延期するインセンティブが高まりかねない。財政悪化にも関わらず国債利回りが低位で推移していれば、政府の景気を押し下げる増税を行うインセンティブは低下する。低金利の長期化が政府の財政規律を低下させることが懸念される。

#### グローバルな潮流は財政拡張

リーマン・ショック後、日本のみならず欧米諸国でも財政悪化が進んだ。しかしながら、欧米では最近財政政策を拡張すべきとの議論が見られる。サマーズ元米財務長官は、人口の伸び鈍化等を背景に、先進国では均衡実質金利<sup>1</sup>が大きく低下し金融緩和が効かなくなっているため、財政を拡張すべきとの主張をしている。日本でも金融緩和により物価目標が達成できないとの見方が強まれば、財政拡張により景気を下支えすべきとの議論が強まる可能性がある。政府は消費増税を行うにあたり軽減税率を導入する意向である。しかしながら、軽減税率を導入するにあたって必要な財源確保の見通しは立っていないのが現状だ。消費増税の影響を軽減するため財政への負担が高まれば、増税による財政健全化の効果は減殺されかねない。

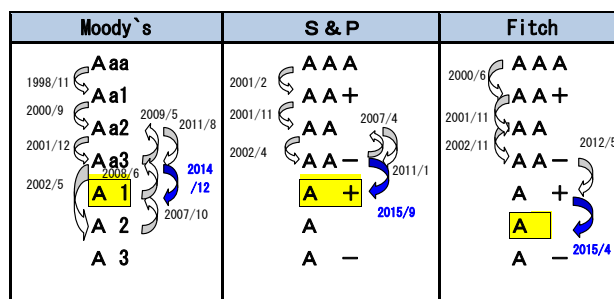
## 4. 長期金利の行方

#### 日銀金融政策の行方が長期金利に大きく影響

日銀が物価目標達成に向け強力な金融緩和策を続ける間は、多少の上下動はあるとしても、長期金利は低位での推移が続くことが予想される。2020 年にかけては市場から大量に国債を購入する日銀金融政策の行方が長期金利の変動要因となるだろう。物価目標達成が見通せる段階となれば、日銀は徐々に国債買入れを減額すると考えられる。日銀が国債買入れを減額するタイミングで財政再建に向けた取り組みが進んでいなければ、国債の買い手がつかず長期金利が急上昇する懸念がある。

こうしたリスクに対応するため、日銀は金融政策を正常化した後も、国債市場への関与を維持し続ける政策を示唆している。日銀ワーキングペーパー（2015 年 6 月）で示された均衡イールドカーブの考え方によると、物価目標 2% を達成した後も、物価目標を安定的に維持するために必要なイールドカーブを形成するため、全年限にわたり国債購入を行う施策が示されている。

【図表 3】主要格付会社による日本国債格付



【見通し】

|       |       |       |
|-------|-------|-------|
| ステイブル | ステイブル | ステイブル |
|-------|-------|-------|

(出所) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

<sup>1</sup> 望ましい貯蓄と投資を均衡させる金利水準。均衡金利が低下すると金融緩和の効果が低下する。

制度変更による  
国債市場への影  
響

また、リーマン・ショック以降続く規制強化の取り組みにより、金融機関の国債保有が減少し長期金利が上昇するリスクも考えられる。バーゼル銀行監督委員会(BCBS)は、「銀行勘定の金利リスク」に係る規制枠組みの見直しを進めている。金利リスクとは、金利水準の変動に伴い資産・負債の時価あるいは期間収益が変動することにより生じるリスクである。規制が強化されれば、銀行の長期国債に対する需要が低下する可能性がある。

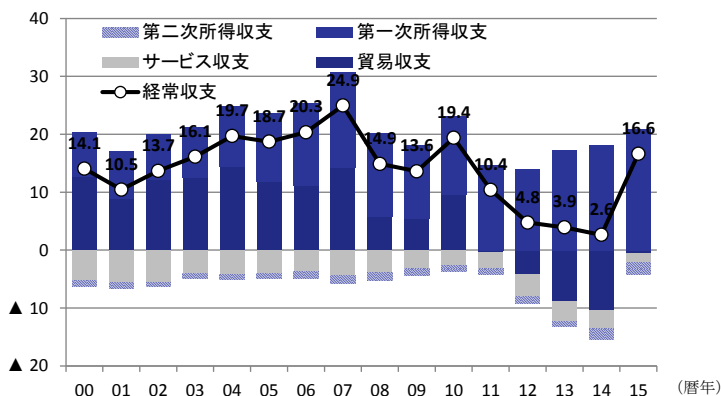
BCBSはソブリンリスクの規制上の取り扱いについても見直すことを発表している。現状、多くの自国通貨建てソブリンエクスポージャーに対してゼロかゼロに近いリスクウェイトが適用されているが、国債に適用されるリスクウェイトが大きくなるなど規制が強化される可能性がある。こうした措置も銀行の国債に対する需要低下につながり得る。

国債保有構造の  
変化に注視が必  
要

中長期的には国内投資家中心の国債保有構造も変化していく可能性がある。国内投資家が国債に投資しているのは、貸出以上に預金が増加しているためであるが、高齢化の進展に伴い家計の貯蓄率は低下傾向にある。このまま国債発行残高の増加傾向が続けば、国内投資家だけでは国債発行を支えられなくなる可能性が高まるだろう。その場合、海外投資家への依存度が高まることになるが、海外投資家が海外金利との比較で高利回りを日本国債に要求すれば国債の利回りに上昇圧力がかかり易くなると考えられる。

経常収支は国全体の貯蓄投資バランスを見るうえで重要な指標である。経常収支は主として貿易収支と所得収支から構成され、国の稼ぐ力を示すものだ。日本は2011年の東日本大震災以降貿易収支が赤字に転じ、経常収支が赤字になるとの見方が強まった。しかしながら、企業などの海外投資に伴う配当収益を示す所得収支が円安の影響もあり大幅な黒字となっており、経常収支黒字は足元拡大している。経常収支が赤字になると海外からの資金への依存度が高まり、国の信用力が低下した場合の資金流出リスクが高まり易くなる。米利上げに伴う資金流出から通貨安・株安が生じた新興国は経常収支が赤字となっている国が多い。今後とも経常収支の動向に注視が必要だ。

【図表 4】 経常収支の見通し



(出所)財務省資料よりみずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所  
上席主任エコノミスト 野口 雄裕  
takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取り扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。