

みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 16 日)

日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～

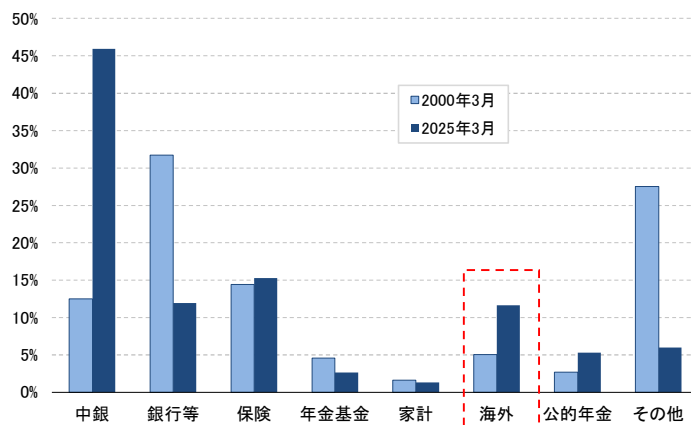
本日の本欄も日本版トラスショックの現実味について検討する。日本では長年、「日本国債の 9 割以上が日本国内で保有されている」という内国債としての性質が強みとして指摘されてきた。それは現在も基本的には事実だが、短期債も含めた海外部門の国債保有比率は四半世紀で倍になっており、変化の兆しはある。依然、日銀は最大の保有者だが、これも今後は減る方向にある。ちなみに、トラスショックもイングランド銀行が国債購入の減額に着手するタイミングで拡張財政路線が発表されたという経緯があることは忘れてはならない。また、日本の「政府債務残高÷GDP」の比率は高いが、「政府利払い費÷GDP」の比率が英国ほど高くないことなどをもって日本版トラスショックを退ける主張もある。しかし、これは低金利政策の結果であって、今後を約束するものではないはず。結局、これまで日本国債を安定させるための防御壁のように言われてきた「経常黒字、対外純資産、低金利」はもはやアテにならない。2010 年前後に企業部門が「日本ではなく海外で稼ぐ」という方向に舵を切った時から、この国の形は変わりつつある。

～債務関連の計数比較について～

昨日の本欄では日本版トラスショックの現実味について対外経済部門の観点から検討した。少しだけおさらいをしておくと、日本版トラスショックについて「問題ない」という立場からは①英国は経常赤字国だが日本は経常黒字国であること、②英国は対外純債務だが日本は対外純資産国であること、①・②の結果として③日本国債の大部分は国内消化されていること、④日本は「政府債務残高÷名目 GDP」こそ大きいものの、「政府利払い費÷GDP」の比率で見れば英国ほど高くないことなどが論拠として持ち出されやすいことを確認した。昨日の本欄では①や②に関し、統計上の黒字や純資産の大きさだけを見て安堵することは危険との趣旨を指摘した。いくら黒字や純資産が大きくてもそれが国内に回帰されてこないのであれば、通貨や債券の防御壁にはならず「絵に描いた餅」である。対外経済部門の観点から「英国とは違う」と断じるのは危ういはずである。

では③や④といった政府債務関連の計数を比較すると、どのようなイメージが得られるか。③に関しては長年、「日本国債の 9 割以上が日本国内で保有されている」という内国債としての性質が強みとして指摘されてきた経緯がある。それは現在も基本的には事実であるものの、変化の兆しはある。右図に示すように、過去四半世紀(2000 年 3 月～2025 年 3 月)で国庫短期証券も含めた国債保有比率は海外部門で 5.0%から 11.6%まで

部門別国債保有比率(※)の推移



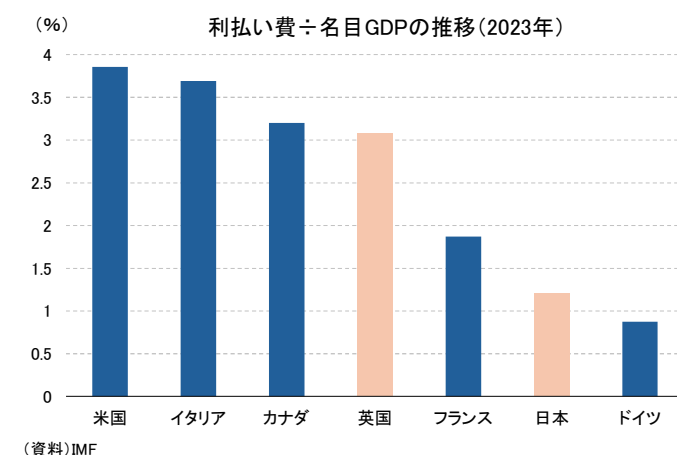
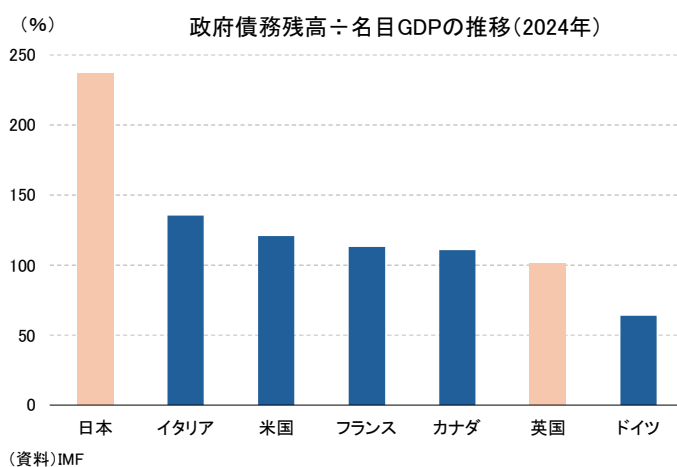
(資料) 日本銀行、※短期国債含むベース

上昇している(国庫短期証券を抜いても 5.1%から 6.0%まで微増である)。なお、現状では日銀が最大の保有者(45%)であることは変わっていないものの、2024 年 7 月以降は買い入れ減額に着手しており、基本的に今後の漸減傾向が確定している。ちなみにトラスショックもイングランド銀行が国債購入の減額に着手するタイミングで拡張財政路線が発表されたという経緯があり、今の日本と状況が似通っていることは留意したい。

言うまでもなく、国内投資家よりも海外投資家の方が見切りは早い。この期に及んで日本政治が拡張財政色を強めるというのであれば、途端に日本から手を引く向きもあるし、それがトラスショックで起きたことであった。当時、英国を指さして「インフレ下で減税など正気の沙汰ではない」と市場参加者は嘲笑っていたが、全く同じことが日本で起きようとしている。実際、4 月以降に注目された超長期債市場の不安定化には生保勢の規制対応に目途がついたという要因のほか、そもそも海外勢のプレゼンスが大きかったことも指摘されている。もちろん、昨日の本欄で確認したように日本には巨大な対外純資産があるため、対外純債務国の英国より日本の方が「時間稼ぎ」は可能かもしれない。その大部分が「日本に戻ってこない」という問題は確かにあるものの、少なくとも対外純資産の 4 割弱は外貨準備なのでこの部分は政策的に活用できるものだろう。しかし、少子高齢化に伴う貯蓄取り崩しも既定路線であることから、日本の経常黒字や対外純資産は遅かれ早かれ目減りが想定される。そうした変化は日本国債を保有する海外投資家にとって悪い材料である。

～利払い費率が少ないことについて～

次に④だ。今更説明するまでもなく日本は世界的見ても「政府債務残高÷GDP」の比率が突出して高いが、「政府利払い費÷GDP」の比率が英国ほど高くないことなどをもって日本版トラスショックを退ける論拠とする主張もある。2024 年の「政府債務残高÷GDP」に関し、日本は 236.7%と圧倒的に世界最大だが、英国は 101.2%と小さくはないものの日本の半分以上に収まっている。この点だけを捉えれば日本版トラスショックは憂慮して然るべきだが、利払い費の多寡に着目すると話は変わる。「政府利払い費÷GDP」(こちらは 2023 年)という点に関して言えば、日本は 1.2%と抑制されているのに対し、英国は 3.1%と大きい。ちなみにトラスショック前年(2021 年)の英国は 2.8%で日本の 1.5%よりもやはり高かった。しかし、これで日本の安全性を説くのは無理があるだろう。利払い負担が軽いのはこれまで金利の低位安



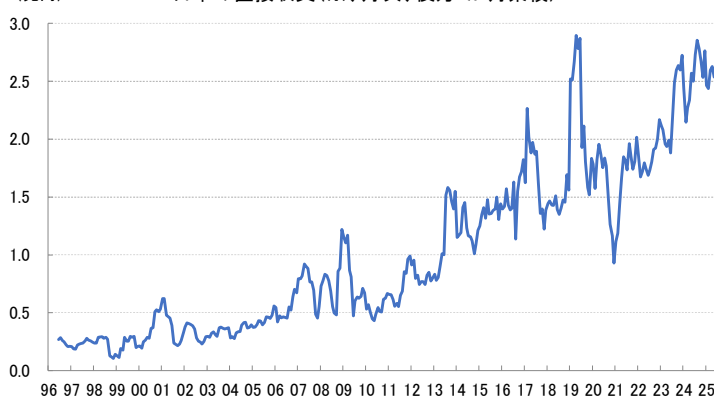
定を図ってきたからであって、2024 年春以降、政策金利の引き上げ局面に入っていることと合わせ見れば、従前の展開が将来を約束するものではないことは明らかである。例えば「政府利払い費÷GDP」で見た場合、2023 年を例にとると英国が 3.1%であるのに対し、日本は 1.2%なので確かに日本の方が金利上昇に対して耐性があるように見える一方、金利が高止まりすれば今度は「政府債務残高÷GDP」が再び着目され、日本に対する悲観的な見方は増幅されることだろう。

～もはやアテにならない「経常黒字、対外純資産、低金利」～

昨日と本欄を通じて日本版トラスショックの可能性を対外経済部門の状況と政府債務の状況から検討した。結局、これまで日本国債を安定させるための防御壁のように言われてきた「経常黒字、対外純資産、低金利」はもはやアテにならず、その点から日本版トラスショックの可能性を全否定するのは難しいと考える。経常黒字や対外純資産の大きさがショックに対する防御壁として機能していた時代では「経常黒字の大半が貿易黒字で国内回帰が期待できたこと」および「対外純資産の多くが有価証券で国内回帰が期待できたこと」の 2 つの事実が存在したが、今はそうではない。現状では経常黒字の全てが第一次所得収支黒字として海外に滞留し、対外純資産の半分以上が直接投資となっているのでやはり海外に滞留しやすくなっている。分厚いように見えた防御壁は、実はそれほど分厚くはないという実情は認識すべきである。

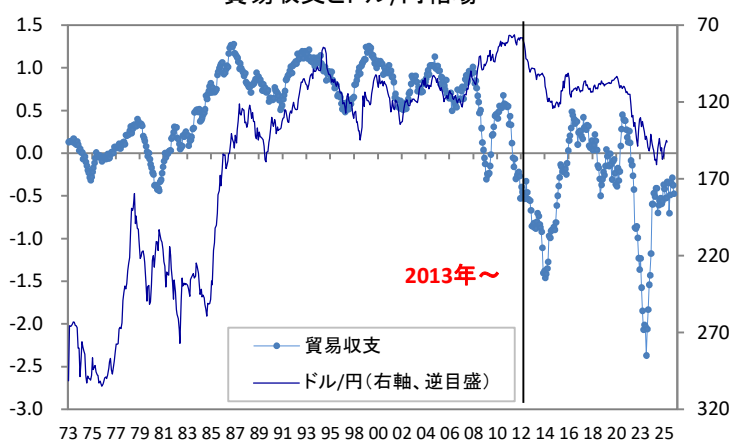
なぜこうなったのかも簡単に説明しておこう。2010 年前後から日本から海外への対外直接投資が加速し（右図・上）、2012 年前後から日本の貿易収支も赤字基調に転じるようになった。そして 2013 年以降、日本経済は円高局面というものを経験していない（右図・下）。この間、過去の「投資のあがり」である第一次所得収支黒字は詰み上がり、経常黒字は維持されたのだが、結局それは海外に再投資される部分が多い。この結果、キャッシュフロー（CF）ベースで見た経常収支の脆弱性が増し、円安の慢性化を招いているというのが現実である。さらに言えば、円安の慢性化はインバウンド需要の膨張を招いており、インフレ圧力を輸入する格好になっている。その上、国内では人手不足が名目賃金を押し上げる動きも重なっており、消費者物価指数（CPI）に象徴される一般物価上昇はどうしても押し上げられる。結果、これに対応するために日銀の低金利路線は当然、維持が難しくなる。日本版トラスショックを否

(兆円) 日本の直接収支(※、月次、後方6か月累積)



(資料)財務省

(兆円) 貿易収支とドル/円相場 (USD/JPY)



(資料)Bloomberg (注)貿易収支は6か月先行させて表示、6か月移動平均を使用。

定する材料の 1 つである「政府利払い費÷GDP」が英国よりも低いという事実も、低金利政策の維持が前提であり、それが崩れつつあるのが現状という目線は持つべきである。

要するに、企業部門が「日本ではなく海外で稼ぐ」という方向に舵を切った時から、日本の対外経済部門の形は変わったのであり、それが今に連なる円安そして金利上昇の根底にあるというのが筆者の基本認識である。日本版トラスショックが早々に到来するという警鐘を鳴らすつもりはないが、そのようなことがあるとすれば、その起点の 1 つに 2010 年前後から見られた日本企業の行動変容があったことを指摘すべきだろう。いずれにせよ、これまで確認したように、過去に安心材料として持ち出されていた論点はもはやそれほど盤石ではなくなっているのは事実だ。その事実を無視した政治の政策運営が加速するようであれば、日本版トラスショックの現実味は増すことになる。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) 日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マルアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はすごい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談