

2024/08/16 06:39

◎〔円債投資ガイド〕国債発行年限短期化から透ける財政運営の隘路＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝財務省は去る6月、国債の発行年限を短期化する方針を打ち出した。

本年3月にマイナス金利政策、量的・質的金融緩和政策に終止符が打たれたにもかかわらず、外国為替市場では円安トレンドに歯止めがかかるとはなかった。こうした市場の動きに追い込まれることになった日銀は6月の金融政策決定会合で国債買い入れの減額方針を打ち出し、続く7月の決定会合で具体的な減額のペースを決定した。そうしたなかでの今回の財務省の動きは、市場に追い込まれつつあるのは日銀だけではないことを物語っている。

今年度当初予算における国債の市中発行予定額（カレンダー・ベース）は実に171兆円にも達する。そのうち、新規国債は約35.5兆円だが、わが国の場合、過去に発行した国債で、今年度満期が到来するにもかかわらず、その元本をとて返し切れないため借換債を発行してしのぐ分が約155.5兆円もあるゆえ、市中発行額はこれほどまでに膨らむ。月当たりでは、14兆円強になる計算だ。これまでは、そのうちの6兆円を日銀が買い入れてくれていたわけで、国債発行当局も、今後の国債消化の行方を案じて身構えざるを得ない、ということだろう。

わが国においても、日銀が黒田前総裁のもと2013年に「量的・質的金融緩和」に踏み切る直前の2012年末の時点では、国債残高の全体の37.7%を民間銀行（預金取扱機関）が、23.3%を保険・年金が保有し、日銀の保有シェアは13.1%にとどまるなど、国債の保有構造は健全だった。ところが今では、日銀の保有シェアは約5割に達する。その日銀を今後は大口の買い手としてもはや当てにはできなくなりつつあるなかで、民間銀行がどれほど国債を買い入れ、自前で保有し続けてもらえるかは、国の側からすればまさに“頼みの綱”だろう。しかしながら、民間銀行側も、昨今の金融情勢や金融規制環境の変化からすれば、できることには限りがある。去る6月に、理財局の「国の債務管理に関する研究会」が示した『今後の国債の安定的な発行・消化に向けた取組について（議論の整理）』においては、「…（前略）…銀行の国債保有を促進する観点からは、今後は、市場の状況やニーズを踏まえつつ、発行年限の短期化や変動利付国債の発行等、市中に供給する金利リスク量の縮減を図る対応も必要になっていくことが考えられる」とされた。加えて生命保険会社に関しても、「…（前略）…総じてみれば、規制対応の進捗により、ロールオーバーでの国債購入が中心となっていくことが想定される」「…（前略）…日本の人口動態等の構造的な制約を踏まえれば、中長期的に生命保険会社の国債保有額が大幅に増加していくという展望は見込み難いとも考えられる」とされている。

国債は言うまでもなく、10年物なら10年、20年物なら20年という“満期”が到来するまで、投資元本を国から返してもらうことはできない、という金融商品だ。その元本が保証されているわけでもない。投資家は、満期までの途中で手放したくなくても、誰か市場で買い手がつかなければ、いつまでもその国債を持ち続けなければならない。トランプのババ抜きで、ババの札を誰にも引いてもらえず、最後まで手許に残ってしまうようなものだ。先行きの財政運営のリスクが意識されるようになると、投資家に長期国債をなかなか買ってもらえなくなる、というのは、これまで国際金融市場が嫌というほど経験してきた事実だろう。「年限の短い国債であれば買える」の意味するところは、それだけ日本国債や日本の財政運営に関するリスクが投資家側に意識されてきたことの裏返しでもあるだろう。

国の側からすれば、金融市場のイールド・カーブは経験上、右肩上がりの“順イールド”で形成されることが多いゆえ、同じ金額の国債を発行するとしても、短期国債で発行する方が、利払費は少なく済む。だからといって、発行する国債が短期国債ばかりになれば、毎年の国債の借換額が増え、その時々金利情勢次第では利払費が大きくかさむことになりかねない。下手をすると、危機にでも見舞われれば利払費が一気に膨張するというレベルでは済まず、国債発行による資金調達全体が困難になり、財政破綻の引き金を引く事態にもなりかねない。だからこそ、とりわけドイツやイギリスといった欧州の国々は、国債のほとんどを10年債や20年債といった長期国債や超長期国債で発行して、利払費が長期金利連動で増える点は甘受しつつ、財政運営

が先々も安定的に回せるようにすることを優先させている。

財務省は今回、国債の買い手として海外市場の開拓にも積極的に乗り出す方針を打ち出した。ただ今後、海外投資家にも買ってもらう際には、日本の財政事情の悪さからすれば、一段と高い金利を要求されることは間違いないだろう。

内閣府は去る7月末、2025年には日本のプライマリー・バランスが初めて黒字化するとの見通しを公表した。昨年度までのような大型の補正予算が組まれるようなことがなければ、との条件付きではあるが、確かにこれは財政健全化に向けての一つの前向きな兆候だろう。とはいえ、プライマリー・バランスには肝心の利払費が含まれていない。日本のように借金の残高が大きい国は、利払費を含む財政収支の黒字化を目指す必要があることは論をまたない。

欧州債務危機で痛手を負ったアイルランド、ポルトガル、ギリシャ、キプロスといった欧州の重債務国は、コロナ危機後も2022年時点ですでにプライマリー・バランスは均衡ないし黒字化している。ギリシャ以外の3カ国は利払費を含む財政収支も2022年時点ですでに均衡ないし黒字化している。米英独仏の主要国のなかには、コロナ危機下でわが国よりもさらに大幅な財政収支赤字を計上した国もあった。これらの国々は現在、高金利による国債の利払い費の増加に苦しみ、2022年以降の財政収支の赤字幅はわが国と大差ないが、利払費を除くプライマリー・バランスの赤字幅は例外なくわが国より改善している。わが国を除く各国はみな、コロナ危機後の現下の局面で、各国なりに“痛み”を受け入れつつ、財政再建に向けた努力を重ねている。

わが国の財政事情はこれらの国々よりも圧倒的に悪く、国債の発行年限を短期化するとか、海外投資家にもっと国債を買ってもらうとかの小手先の対処で乗り切れる局面ではもはやない。物価も2%を上回る状態が続き、日銀の財務悪化も一段と深刻に懸念される状況になりつつあり、国債を日銀に買い入れ続けてもらえば済む話でもなくなっている。

国債の発行年限の短期化や変動利付国債の発行、というのは、財政破綻の可能性がちらつき始めた国が採る常套手段でもある。そうした隘路にこのままハマってしまうことなく、現下の局面を前向きに打開していくためには、増税と歳出削減をタブー視することなく、本腰を入れた財政再建に着手し、そもそもの国債の発行額を減らしていくことが何よりも肝心だ。まず、毎年度の新規国債発行額の減額に努め、“皆減”を目指すこと、そして借換債に関しても、“満期国債の元本をととも返し切れない”などと、諸外国にもおよそ例のない“60年償還ルール”に甘えたままとせず、その計画的な減額に取り組んでいくことが、まさに喫緊の課題だろう。（了）

[/20240816NNN0019]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved