

急がれる財政健全化

【ポイント】

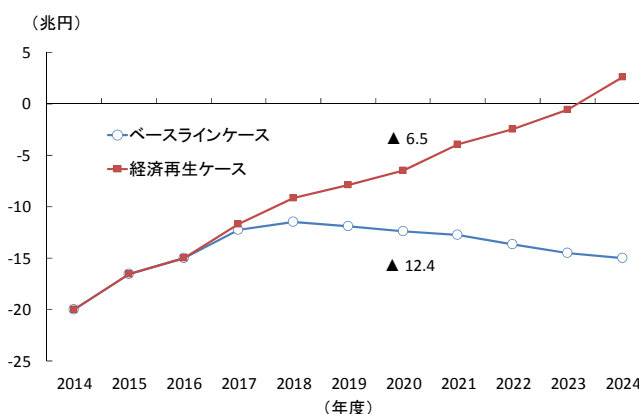
1. 消費増税延期による財政健全化の遅れへの懸念から、日本国債の格下げリスクが煽るが、日銀の金融緩和が続く現状では大幅な金利上昇の可能性は高くない。
2. しかし、金利上昇という警鐘機能が事実上失われるなか、財政規律が緩むことが懸念される。
3. 日銀が出口戦略に向かう局面では財政規律の維持の重要性が一層高まる。日本国債に対する信認を高めるべく、財政健全化の道筋をつけることが急がれる。

6月1日、安倍首相は2017年4月に予定されていた消費税率引上げ（8%→10%）を、2年半後の2019年10月に延期することを正式に表明した。これによって回復の足取りが鈍い個人消費の腰折れは回避されるとみられる。一方で消費増税先送りや大規模な財政出動は、日本国債の信用力低下につながり、格下げリスクを伴う。本稿では、過去の日本国債格下げ局面での債券市場の動向などを振り返りつつ、債券市場の観点から日本の財政健全化について考える。

1. 遠退く財政健全化と高まる格下げリスク

消費増税延期表明の翌日に公表された経済財政運営と改革の基本方針2016では、「経済再生なくして財政健全化なし」を基本とし、2020年度の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）黒字化という目標を堅持することが示された。もちろん、2019年10月に消費増税が実施することができれば、その効果が2020年度に現われてくる。しかし、2016年1月時点の内閣府試算（2017年4月の消費増税を前提としている）によると、2020年度の基礎的財政収支はベースラインケース（2020年

図表1. 国・地方の基礎的財政収支

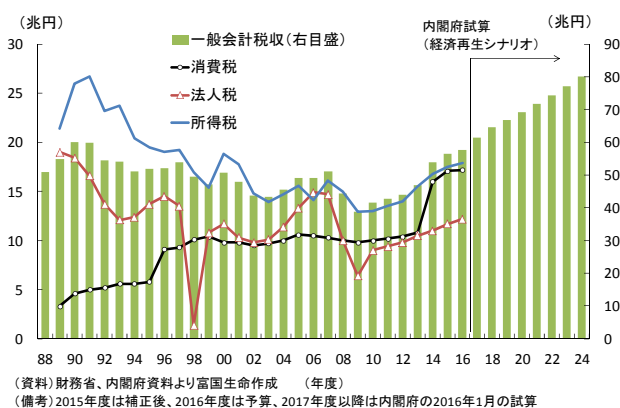


(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」
(備考)2016年1月の試算、2017年4月の消費税率引上げが前提

度までの平均実質成長率+0.98%、名目成長率+1.78%) の場合で12.4兆円、実質GDPが2%以上、名目GDPが3%以上の高成長を見込んだ経済再生ケースでさえも、6.5兆円の赤字幅が残るとされていた（図表1）。また、今回できなかった増税実施という決断を3年後にできる保証もない。2019年10月というタイミングについては、東京五輪前のインフラ投資などで需要が盛り上がっている時期にあたる可能性はあるものの、その需要が剥落し、消費増税による家計の負担増が加わる2020年度以降の景気の落ち込みが懸念される場所である。経済再生のため、アベノミクスの成長戦略では生産性の向上による潜在成長率の引き上げを目指しているが、そのハードルは高い。

税収については、2014年4月の消費税率引上げによる消費税収の増加に加え、所得税収、法人税収も景気回復とともに緩やかな増加傾向となっている（図表2）。しかし、足元の国内外経済が不透明な状況を鑑みると、今後内閣府が示す経済再生シナリオのように右肩上がりでの税収が増えていくことは現実的な姿とは想定し難い。一方、歳出面からみても、具体的な規模は示されていないものの、この秋には総合的かつ大胆な経済対策を打ち出すことも示され、財政出動の機運が高まっている。また、高齢化の加速で社会保障費が増え続けているだけに、増税の時期の遅れは国の債務の膨張につながる。2017年4月の増税とセットで予定されていた社会保障充実策の一部は先送りされる見込みだが、3年後の増税が確実に実施できる保証もなく、将来の社会保障費の安定的な財源確保が課題となっている。財政健全化の道筋はより一層不透明さを増しており、日本国債の格下げリスクが燻っている。

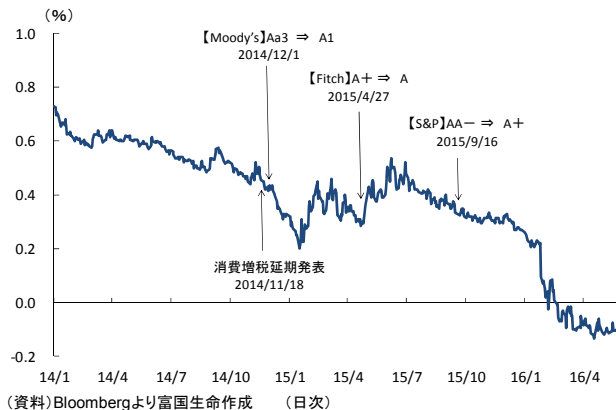
図表2. 一般会計税収の推移



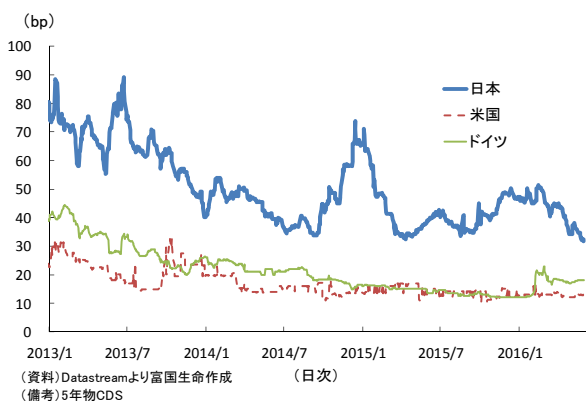
2. 存在感の高まる外国人投資家がボラティリティを高める可能性

消費税8%から10%への引上げ延期の決定は今回で2度目となる。安倍首相は2014年11月18日に、消費税の引き上げ時期を、当時予定していた2015年10月から2017年4月への延期を決め、国民に是非を問うとして衆議院解散にまで踏み切った。その直後の2014年12月1日には、Moody's が日本国債を Aa3 から A1 に格下げ、その後 Fitch、S&P の格下げが続いた（図表3）。それにもかかわらず、10年国債利回りは比較的落ち着いた動きとなり、格下げに対する市場の反応は限定的であった。また、日本国債の信用力を映すクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のプレミアムの動向についても、前回の増税延期後に財政再建の遅れが懸念され一旦は上昇がみられたものの、その後は落ち着いた動きとなっている。足元について

図表3. 日本国債の格下げと10年国債利回り



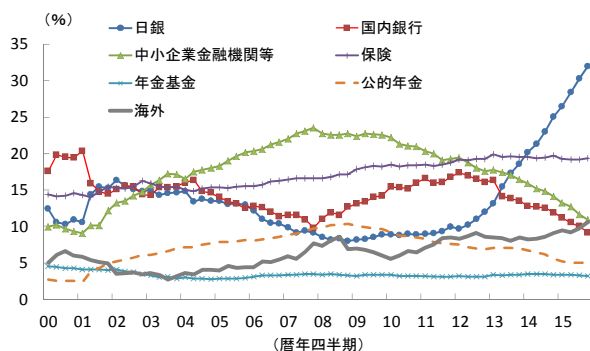
図表4. 日米独のCDSプレミアムの推移



も、6月1日の正式表明以前から消費増税延期の観測は高まっていたが、CDSプレミアムの上昇はみられない。

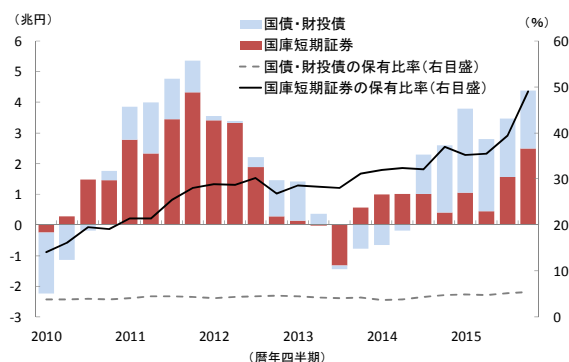
現在、日本国債の格付けはS&PがA+（見通しは安定的）、Moody'sがA1（見通しは安定的）となっている。金融機関の自己資本比率規制上でのリスクウェイトが上昇するBBB+・Baa1まで3ノッチあり、仮に1ノッチ程度の格下げがされた場合においても影響は限定的とみられる。それでも、格下げが短期的な国債の価格調整のきっかけになる可能性はある。日銀の買入が続くなか、国内の機関投資家の国債保有比率低下とは対照的に、海外投資家が徐々に存在感を高めているためである（図表5）。一旦下火となってい

図表5. 国債等の主体別保有比率



（資料）日銀「資金循環統計」より富国生命作成
（備考）国債保有割合は国庫短期証券と国債・財投債の合計より算出
主要な主体の抜粋のため合計は100とならない

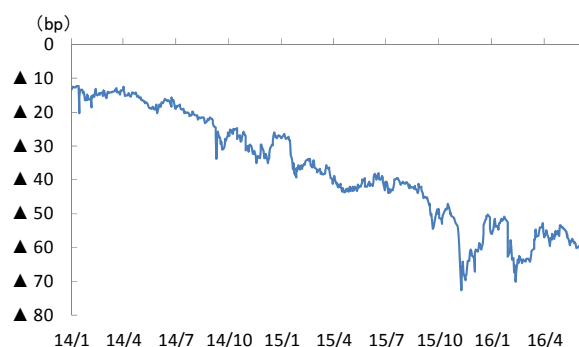
図表6. 海外投資家の国債等へのフローと保有比率



（資料）日銀「資金循環統計」より富国生命作成
（備考）国債・財投債、国庫短期証券のフローは4四半期移動平均値

た海外投資家の日本国債への投資は異次元緩和で再び加速し（図表6）、2015年末に国債等保有残高は約110兆円に達し、保有比率も10.6%となっている。世界的な金融緩和でマネーが溢れる中で、ベース・スワップを介した日本国債へ投資手法に妙味があることが背景にある。ドル円・ベース・スワップ・スプレッドは2014年後半以降、マイナス幅を拡大する傾向にあり、ドルを保有している海外投資家にとって、このマイナス幅が大き

図表7. ドル円ベース・スワップ・スプレッド



（資料）Bloombergより富国生命作成
（備考）ベース・スワップ・スプレッドは期間1年で3ヵ月LIBORのスプレッド
マイナス幅が拡大するほど米ドル調達コストは上昇

いほど、円資金を割安に調達できるため、日本国債への投資効率を高めることができる（図表7）。結果として特に国庫短期証券の保有比率においては48.9%と全体の半数近くを占めるに至っている。また、利付国債の投資家別売買高を確認すると、2014年8月以降、中期債を中心に買い越し基調となっており、こうした海外投資家が売り手に回れば、短期的にボラティリティが高まる可能性がある。

3. 日銀の出口戦略への移行においては、財政規律の維持が重要

とはいえ、やはり現在の国債市場において、日銀の存在感は大きい。日銀の長期国債の保有額は300兆円を超え、国債保有比率は2015年12月末時点で32.0%を占めるに至っている。フローの面においても、日銀の買入額は毎月の発行額の大半を占める状況にあり、需給の逼迫感は強い。さらに2016年1月末に導入されたマイナス金利政策もあって、

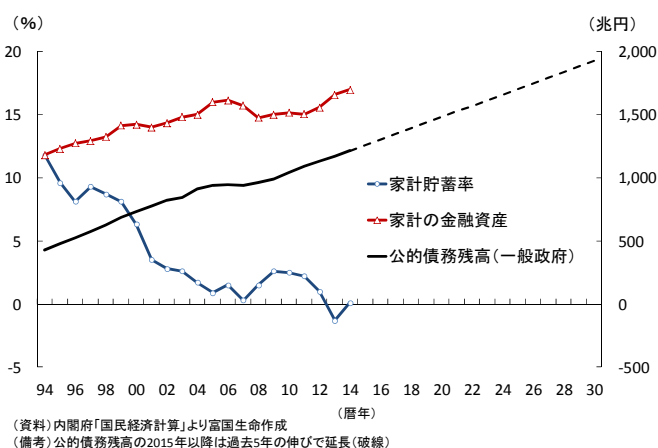
10年国債利回りは水面下まで押し下げられている。日銀の金融緩和策が続く限り、長期金利が急上昇するシナリオは描きにくくなっている。

しかし、日銀もいずれは金融緩和の出口を模索する時期がやってくる。現状では2%の物価目標を達成したうえで出口に向かうことは想定し難いが、IMFや日本経済研究センターのレポートでは、保有残高を年間80兆円で増加させる現行ペースでの日銀の国債買入は2017～2018年に限界を迎える可能性がある」と指摘されており、日銀の意図とは異なる形で国債買入が縮小する可能性はある。そのとき国債市場の反応はどうだろうか。この日銀買入の限界は国債を手放し日銀に売却する投資家がいなくなっただけに過ぎず、国債需給が逼迫した状況に変わりはないと考えられる。国債買入オペの札割れなどを材料に金利が上昇する局面もあるかもしれないが、これまで負債コストに見合わない金利水準から投資を手控えてきた国内の機関投資家からの買いも入るとみられ、これが過度な金利上昇を抑制する要因となろう。

一方で、仮に経済成長が軌道に乗り、2%の物価目標を達成したうえで日銀が出口戦略に移行するような状況となれば、これに応じて長期金利も上昇に向かうとみられる。そのとき、巨額の債務を抱える日本にとって懸念されるのは国債費の増加である。財政悪化への懸念を背景とした過度な金利上昇が生じれば、国債費の増加が経済成長による税収の増加を上回ることが想定される。財務省の平成28年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算（経済再生ケース）によれば、長期金利が+1%変化した場合の国債費は4.7兆円増加する。このように、金利上昇は財政悪化につながる潜在的リスクをはらんでいる。また、長期的には、国内での国債消化能力にも不安材料がある。国内での国債消化の一つの目安と考えられる家計の金融資産残高は増加傾向にある。しかし、

公的債務残高に対する家計の金融資産残高は、1995年に約2.6倍あったが、2014年には1.4倍までその差は徐々に縮小している（図表8）。先行きについても、貯蓄率は高齢化などを背景にゼロ%前後の水準まで低下しており、公的債務残高が足元のペースで増加を続ければ、家計の金融資産残高を上回る可能性があり、日銀を除く国内投資家による安定した国債消化が続く保証もない。

図表8. 家計金融資産と公的債務残高



消費増税延期などにより財政再建の遅れが意識され日本国債の信認が低下しかねない状況にあるものの、日銀の金融緩和が続く現状では大幅な金利上昇の可能性は高くない。しかし、金利上昇という警鐘機能が事実上失われるなか、財政規律が緩むことが懸念される。将来、日銀の金融緩和策が成功裡に出口に向かうかは不透明だが、金利上昇が意識されやすい出口への移行局面では財政規律の維持の重要性は一層高まる。将来の国内での国債安定消化にも不安材料があるなか、海外投資家を含め日本国債に対する信認を高めるべく、財政健全化の道筋をつけることが急がれる。

(財務企画部 大野 俊明)