

財政政策と長期金利

- 国債暴落の可能性 -

兼本雅章

1 はじめに

バブル経済が崩壊してから、日本経済は低迷を続け、日本政府はその対策としてケインズ型の積極的な財政政策を採用してきた。不況の長期化による国の歳入不足をまかなうため、その財源として、これまで大量の国債が発行されてきた。近年、それが財政赤字や国債暴落の問題となってクローズアップされてきている。

一般的に、国債が大量発行されると、市中の資金が国債の購入に充てられることになるため、市中の資金が不足し、金利が上昇する。その結果、民間企業は高金利で借入を余儀なくされることとなり、中長期的な経済成長の源泉である民間投資の抑制（クラウディング・アウト）を引き起こすと指摘される（石（1996）¹⁾）。

また、国債の大量発行を賄うだけの資金がない場合、国債の需給関係の悪化を起し、その結果、国債の価格が下落、国債の流通利回り（＝長期金利）が上昇するとされる。

しかしながら、これだけの大量の国債発行にもかかわらず、バブル崩壊後、長期金利は全体として下落する傾向にあり、またクラウディング・アウトも起こっていない。これはどうしてであろうか。本論文では、1990年代以降の国債発行額の推移と財政赤字のマクロ経済への影響を反映する長期金利の動向に焦点をあて、これらの問題を検討していく²⁾。

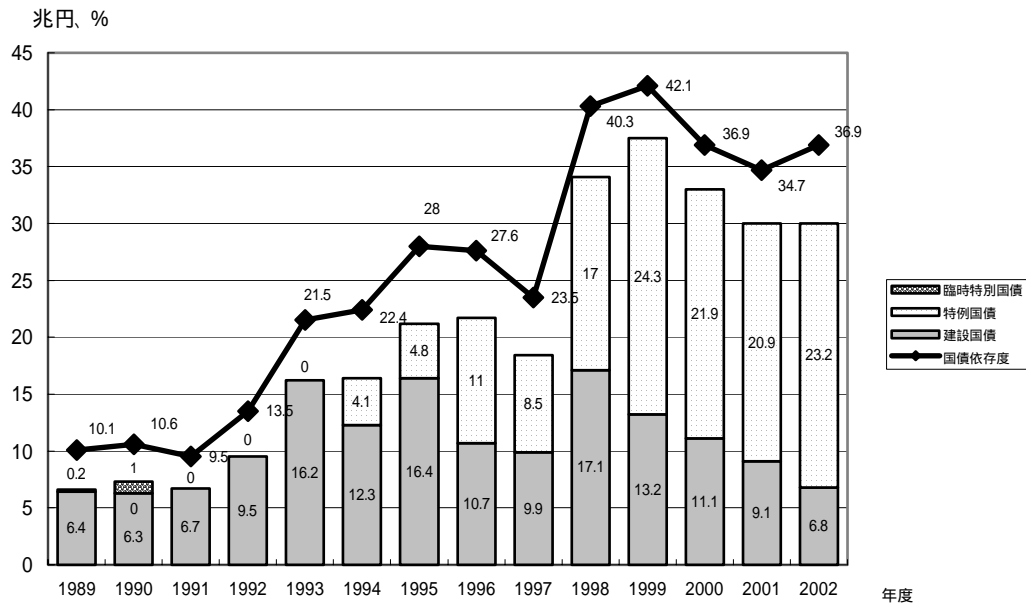
本論文の構成は次のようになっている。まず、2章では日本経済の歩みと国債発行額の推移をみる。3章では、長期金利の動向を分析する。最後に4章では、今後の国債暴落の可能性を推察する。

2 国債発行額と日本経済

1990年代は、日本経済にとって「失われた10年」だったと言われる。この時代の政府は、財政再建と景気対策という二つの政策目標の間で大いにゆれてきた³⁾。

1980年代後半に発生したバブル経済が崩壊した後、景気の低迷がおこると、まず政府は従来どおり、ケインズ型の景気刺激策である積極的な財政政策を展開した。バブル経済時代には6兆円強しか発行されてこなかった国債も、1993年度からは積極的に発行されるようになった（図1）。翌年度には、阪神淡路大震災対策としての特例国債が発行され、さらにこの年から3年間に渡って、減税対策の特例国債が発行される。しかし、その効果はな

図1 国債発行額(新規)の推移



(注) 1. 国債発行額は、2000年度までは実績、2001年度は2次補正予算ベース、2002年度は当初予算ベース。

2. 国債依存度は、2000年度までは実績、2001年度は補正予算ベース、2002年度は当初予算ベース。

(出所)財務省

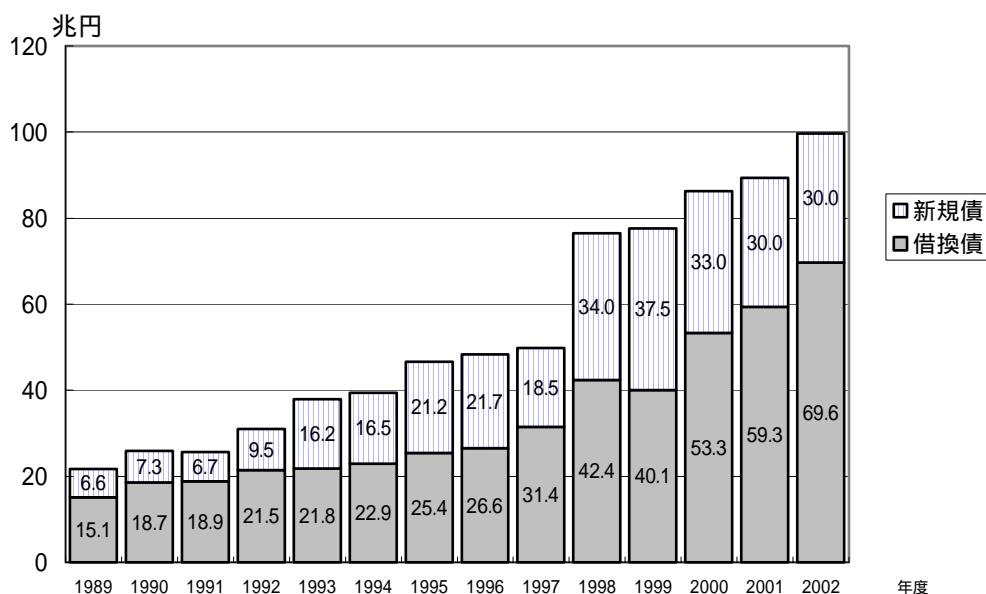
かなか表れず、財政赤字が累積していくこととなる。1995年後半になると、ようやく財政政策の効果も出てきて、景気は回復の兆しを見せ始めることとなる。

そこで、当時の第二次橋本政権は、景気対策から財政再建へ政策をシフト、転換する。1997年4月以降、消費税の税率を3%から5%に引き上げ、また財政構造改革法の導入などの政策により、財政赤字の削減のための財政引き締めを行ったのである。しかしながら、1997年11月におこった三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などの主要金融機関の相次ぐ破綻による金融システム不安やアジア諸国の為替・株の暴落によるアジア経済の混乱のため、景気が低迷し始め、1998年度当初予算が成立した5月にはすでに補正予算を組むという異例な事態となってしまった。

1998年7月に小淵政権が誕生すると、当時の大蔵大臣、宮澤喜一は、財政構造改革を放棄し、ケインズ型の積極的な財政政策を推し進めることとなる。小淵政権後の森政権も、同様のスタンスで政策を継承した⁴⁾。その結果、新規の国債発行額は、1998年度には34.0兆円、1999年度には過去最高の37.5兆円に達し、これに伴い、国債依存度も、1998年度には40.3%、1999年度には過去最大の42.1%を記録したのである⁵⁾。にもかかわらず、景気回復への道は険しく、財政の累積赤字は増える一方となっていく。

1992年夏から2000年秋まで、政府の経済対策は実に11回に渡り、事業規模は計127兆円、補正予算による国債発行額は467兆円にも達することになる。これだけのケインズ型の積極的な財政政策を行ったにも関わらず、約10年間の平均経済成長率は1.4%にとどまる一方、国と地方の長期債務は2.6倍にも膨らんでしまったのである。

図2 国債発行額(新規・借換)の推移



(注) 2000年度までは実績、2001年度は2次補正予算ベース、2002年度は当初予算ベース。
(出所)財務省

2001年4月に発足した小泉政権は、新規の国債発行額30兆円という公約のもと、国債発行額を抑制してきた。実際に、2001年度は見込みではあるが国債発行額30兆円の枠が守られた。しかしながら、2002年度は、10月現在、すでに2兆円程度の収支不足が予想されており、それを賄うための新規国債の発行を容認せざるを得ない事態となっている⁶⁾。

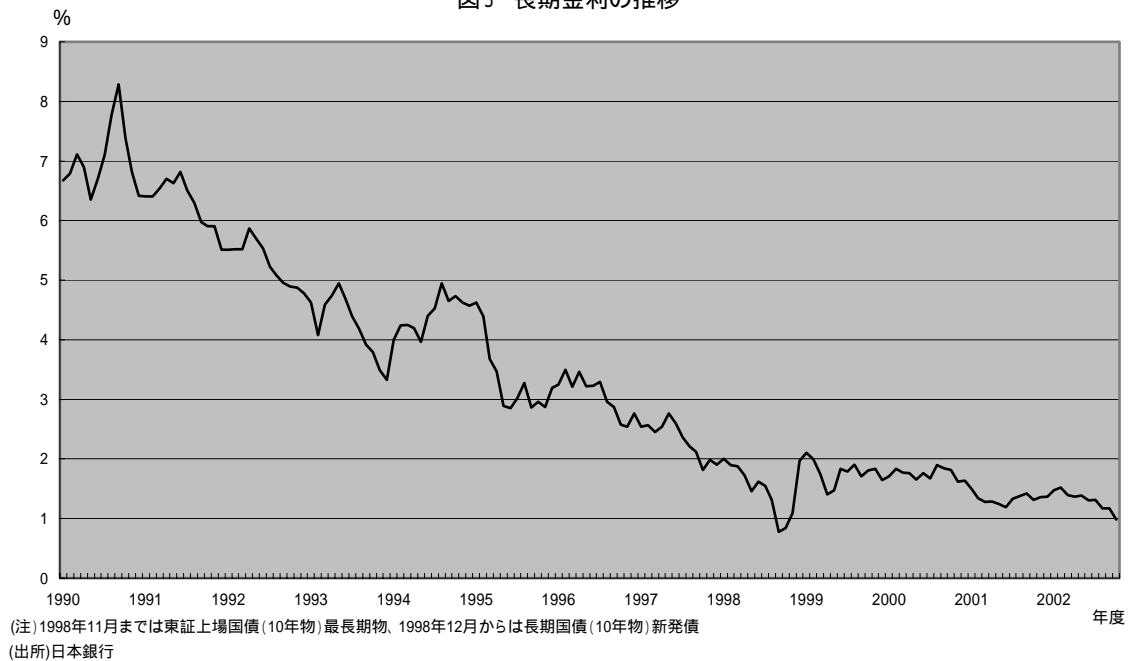
一方、その裏では、借換債が増加の一途をたどっている(図2)。借換債とは、すでに発行している国債(既発債)の償還資金を調達するために発行されるものである⁷⁾。借換債の発行額は、1999年度は40.1兆円だったのが、2000年度には53.3兆円、2001年度には59.3兆円(見込)、2002年度は69.6兆円(予定)とかなりのペースで増えてきている。そのため、新規・借換合計の国債発行額となると、1999年度は77.6兆円、2000年度には86.2兆円、2001年度には89.3兆円(見込)、2002年度は99.6兆円(予定)となり、新規の国債発行額の状況とは違い、右肩上がりが増えてきていることがわかる。

その結果、国債残高の累積はますます進み、2002年度末の国債残高は一般会計収入の約9年分に当たる約414兆円にもなり、GDPとの比率でも約83%になる見込みである。このように、日本経済の財政状況はますます悪化してきていることがわかる。

このような状況が含む多くの問題のうち、とくに重要な点を二つ挙げると、

- (1) 国債の償還・利子支払い等に当てられる国債費が、予算編成の自由度を小さくすること
 - (2) 新規債・借換債を問わず、国債の発行額が増えれば増えるほど、日本経済のパフォーマンスの如何により、国債暴落の可能性が増えること
- である。以下では、(2)に関して検討を加えていきたい。

図3 長期金利の推移



3 長期金利の動向

本章では、1990年代以降の長期金利の動向を見る(図3)。長期金利とは、残存期間が最も長い10年国債、つまり一番最近発行された10年国債の最終利回りのことで、財政赤字によるマクロ経済への影響が最も反映される指標である。

実際の長期金利(債券価格)の決定は、市場における需要と供給の関係により、売り手と買い手が判断する債券の現在価値と売買数量が均衡するところで行われる。例えば、債券の売り物が多くなれば、均衡するまで長期金利が上昇(債券価格が下落)し、逆の場合は長期金利が低下(債券価格が上昇)する。市場参加者は、将来の金利の変化に対する期待や他の金融商品(短期金融商品、株式、外貨資産等)などを勘案して行動する。

1990年10月から1993年末にかけての長期国債の流通利回りは、一時的に強含みの時期が何度かあるが、基本的に低落傾向にあった。1994年に入ると、短期金利の先安感の後退、アメリカの金利上昇、円安、一部の経済指標の好転、債券の需給悪化懸念などを受けて上昇し、4%台後半を推移することになる(経済企画庁(1994))。1995年3月以降、金融緩和基調を背景に長期金利は急落し、しばらく3%前後で推移することになるが、その後は1998年秋まで低落傾向が続くことになる。

そのような中、1998年4月、格付機関のなかでも最も影響力の大きいとされるムーディーズが、日本国債の格付け見通しをネガティブに変更した。しかし、その後も長期金利は、下落する傾向にあり、同年9月には過去最低の0.78%をつけることになる。同年11月、それまでAaaという最高級の格付けだった日本国債は、とうとうAa1に格下げされたの

である。

国債の格付けは、その国の信用リスク、つまり「その国が借金を確実に返せるか」を示している指標であるから、金融市場においては大変重要視されている。一般的に、国債の格付けが下がると、国債価格が下落し、長期金利が上昇するという傾向がある。実際に、このときも長期金利が急激に上昇し、1999年1月には2.1%になった⁸⁾。

しかしながら、この長期金利の急激な上昇は、ムーディーズの格下げだけが影響だろうか。1999年版の『経済白書』において、経済企画庁はこの現象の理由を「景況感の好転（過度の悲観論の後退）、国債の需給悪化懸念、財政赤字の拡大に伴う将来インフレ・リスクについての懸念の高まり、安全資産選好の落ち着き（flight to quality 要因の弱まり）」などと指摘している。また、国債発行増（利付国債シ団引き受け分）による上昇分と金融市場の落ち着きを反映した安全資産選好要因の弱まりが長期金利の大きな押し上げ要因で、実体経済面の下げ止まりもある程度の押し上げ効果をもった、とも分析している⁹⁾。この他に、当時の大蔵省理財局、通称資金運用部の国債購入の減少や大型の景気対策の決定による国債増発予想の高まりも、長期金利の押し上げ要因になった可能性があるとしている¹⁰⁾。

さらに、1999年2月以降の分析として、2000年版の『経済白書』での経済企画庁の分析をまとめると次のようになる。1999年2月から5月にかけて、長期金利は下落するが、これは金融当局によるゼロ金利政策の実施、財政当局による国債の年限別発行額の振替え等の結果だと考えられる。その後、補正予算に伴う国債大量発行懸念や景気回復期待の高まりを背景に再度上昇するが、その後やや低下し、2000年7月に至るまでは安定的に推移している。

2000年8月になると、日本銀行がゼロ金利政策を解除した影響で、若干長期金利が上昇したが、その後はアメリカのナスダック市場の下落や日本国内の政治不安などによる株価下落への不安から、投資家が株式投資から安全資産である国債投資に乗り換えたことなどにより、長期金利は低落傾向にあった。2001年7月からは、株価急落を受けた景気対策のために国債を増発するのではないかという懸念が広がったことや、その後為替相場が円安方向にふれたことなどから、やや上昇傾向になる。その後、2002年2月末に日本政府が総合デフレ対策を決定したのを受けて、徐々に下がり続け、11月現在のところ1.0%前後を推移している¹¹⁾。

4 国債暴落の可能性

一般的に考えられている国債暴落（長期金利の急上昇）のシナリオとは、財政が悪化したために、経常収支赤字も拡大して海外からの信用が低下、資金が国外に逃げ始め、国債からも海外資金が逃避する。その結果、国債暴落というものである。ところが、日本においては、深刻な財政赤字を抱えているにも関わらず、経常収支が大幅な黒字であり、1400兆円もの個人金融資産があることや貯蓄率が非常に高いことから、未だに国債暴落が起こっていない¹²⁾。また、1991年7月以降、計9回に分けて下げられ続けてきた公定歩合が、

表1 取引主体別国債保有比率(%) (2001年度末現在)

預金取扱 機関	保険・ 年金基金	その他 金融機関	中央銀行	一般政府	海 外	家 計
28.8	21.9	21.3	15.5	5.7	3.5	2.6

(出所)日本銀行「資金循環勘定」

1995年9月から2001年2月まで0.5%に固定された後、さらに3回下げられたことや、株式市場が低迷していたことから、資金の運用先を安全資産である国債に求めたこともあげられる¹³⁾。この他に、債務不履行(=デフォルト)になった1998年のロシアや2001年のアルゼンチンなどのように、大量の対外債務を抱えていないことや国債を保有する海外投資家が少ないため、例え売却したとしてもそれほど大きな影響をもたらさないことなどがあげられる(表1)。つまり、これまでは日本経済の特殊性のおかげで何も起こらなかったともいえる。

2002年9月に国債の「未達」が起こった際も、日本独自のシステム、シンジケート団(シ団)引き受けに救われた感がある。今回も、結果的に未達分をシンジケート団に引き受けさせることができたこと、また未達の原因が事前に発表された日本銀行による銀行保有株式買い取りの決定にあると認識できたことから、大事には至らなかった¹⁴⁾。しかし、もしシンジケート団が未達分を引き受けられず、また原因もつかめなかったら、大変な事態となっていたかもしれない。国債暴落ともなれば金利が高騰し、これが為替市場や株式市場にも波及するためトリプル安になる可能性が極めて高い¹⁵⁾。また、これだけグローバルな経済になっていることから、その影響が海外に飛び火し、世界各国の経済に大きなダメージを与えることになるであろう。

国債暴落がおこる可能性は、日本経済の特殊性、特に、高い貯蓄率と経常収支の黒字が崩れ去ったときであろう。確かに、豊富な貯蓄が維持できれば、今後も国債を経済全体で飲み込んでいける可能性はある。しかしながら、貯蓄率の低下がおこった状況で、国債の増発を続ければ、長期金利の上昇およびクラウディング・アウトの可能性というのは否定できない¹⁶⁾。井堀(2000)は、長期的な視点から高齢化の進展と共に貯蓄率が低下する傾向があることを指摘している。実際に、貯蓄率はここ10年、右下がりの傾向にあり、2001年度は26.2%である。この水準は、前年度に比べ1.5%の減少であり、10年前と比べると約10%も減少している。諸外国に比べればこれでもかなり高い貯蓄率であろうが、この状況下での大量の国債発行は危険な領域に足を踏み入れてきているといえるかもしれない。また、国際的な視点から今後わが国の経常収支の黒字幅が減少し、赤字になるかもしれないことも挙げられる。実際に、ここ最近の傾向として、中国などからの輸入の増大により、純輸出が伸びない、もしくは下がる傾向にある。この傾向が顕著になっていけば、いつか

経常収支が赤字に転落してしまう可能性もあながち否定はできない¹⁷⁾。

これらとは別の視点の考え方として、公的債務が一定の閾値を超えて累積すると、不況期でも民間の経済活動が阻害される可能性があるというリカードの中立性命題を発展させたものがある（富田（1999））。もし公的債務がある閾値を超えて増加すれば、それを消費者や企業が将来の増税を現実的なものとして認識し、将来に備えて財政支出の拡大分とほぼ等しい分だけ貯蓄を増やすようになる。その結果、総需要は増えず、国債発行による財政政策は効かなくなるというものである¹⁸⁾。このメカニズムでは、公的債務の累積が民間貯蓄の増加を促すので、財政拡大をしても一向にデフレ・ギャップが縮まらない。そのため、不況は長期化し、経常収支も黒字のままで、長期金利も上昇しないという事態に陥ってしまうのである。これは、現在の日本の状況を説明するものであるかもしれない。

長期金利の上昇、すなわち国債価格の下落、ひいては国債暴落というシナリオは、日本経済において深刻な脅威となっているのは事実である。これまで見てきたように、1990年代の政府は、国債を増発することで積極的な財政政策を行ってきた。その結果、日本の多くの金融機関は大量の国債を保有しており、このような状況下で、もし長期金利が上昇、国債価格が下落することになれば、金融機関は多額の含み損を発生することになる。もしこのようなことになれば、最近の株安と不良債権処理に苦しむ金融機関は、どうすることもできなくなる。それだけでなく、この影響は借入れをしている企業にまでおよび、日本経済全体がさらなるデフレ・スパイラルに陥ってしまうかもしれない。このとき、その対策として、政府が財政政策を発動したとしても、長期金利の上昇によってさらに日本経済を苦しめる可能性があるのである。

国債暴落は実際におこるかおこらないかはわからない。しかし、多くの不安要素があるのも確かである。この不安要素がシンクロナイズしたときに、日本経済が真の破局を迎える可能性がある。この危険性を回避するためには、不安要素を取り除き、それがシンクロナイズしないようにするしかないが、これは極めて困難な作業である。

日本政府は、これからの国債発行をどうしていくのかという国債管理政策を確立し、効果のある国債発行はどのようなものであるかを真剣に考え、実行していかなければならない。また、政策としても、これまでの従来型に囚われず、日本経済にとってよい方向に向かわせるような処方箋をいち早く見出すことが日本経済を救う道として重要となってくるであろう。

注

- 1) 開放経済下では、金利上昇圧力がかったとしても為替レートが増価するため、民間設備投資は抑制されないものの純輸出が減少するというルートを通して、財政政策の景気刺激効果が相殺されてしまうというマンデル・フレミング効果があるが、本論文では特に議論しない。富田（1999）にマンデル・フレミング効果に関する考察があるので参照されたい。

- 2) この問題を分析しているものとして、富田（2001）があげられる。富田（2001）は、1997年不況以降の分析が詳しい。
- 3) この時代の財政運営に関しては、井堀（2000）、小林・加藤（2001）などが詳しい。
- 4) 小淵政権に引き続き、森政権でも大蔵大臣は宮澤喜一であった。
- 5) 2000年度は若干抑えられて、新規の国債発行額が33.0兆円、国債依存度は36.9%となるが、依然高水準であった。
- 6) その後、補正予算が組まれることが確実となり、国債の発行額は5兆円程度増え、総額で35兆円程度になる予定である。
- 7) 1985年度に初めて、これまで発行した建設国債が満期となった場合の償還財源の調達を理由に借換債が発行された。その後、これを契機に国債は大量発行時代を迎え、規模的にも制度的にも急速に拡大していくことになる。
- 8) その後、ムーディーズは2000年9月、2001年12月に1段階ずつの格下げ、2002年5月には2段階の格下げを行い、現在は日本国債の格付けをA2にしている。この水準は、イスラエル、南アフリカ、ポーランドなどの国々と同格である。しかしながら、長期金利が上昇したのは、2001年12月の格下げのときにわずかであり、国債市場は格下げと金利上昇の直接的な要因は存在しない、との指摘もある（橋本（2002））。
- 9) シ団引き受けとは、確実に国債を消化するためにできたシステムで、銀行・生損保・証券会社などの金融機関で形成される国債募集引き受けシンジケート団が新たに発行される国債を引き受けることである。現在、1500弱の金融機関が参加しているが、参加メンバーは一定額を必ず引き受けなくてはならないので、不良債権に苦しみ金融機関にとっては大きな負担となってきている。
- 10) 資金運用部の国債購入の減少が大きな影響を与えたとの見方もある（井上（2000））。資金運用部の国債購入の減少は、貸し渋り対策としての政府系金融機関への貸出増加や地方公共団体の財源不足対策としての資金貸付、さらに郵貯の高利回り定期預金の大量満期などにより、資金運用部資金の資金余力の低下が生じたためである。旧大蔵省は1999年1月から資金運用部による国債買い切りオペを停止、1999年度予算において新規国債の引き受けも中止した。しかし、長期金利上昇のため、1999年2月には買い入れ再開している。
- 11) 図3には表れていないが、2002年9月、日銀が銀行保有株の買い取りという異例の政策転換を決めたことに反応し、それまで1.0%台強で推移していた長期金利は、一時1.2%台半ばまで急騰する。さらに、その後の10年満期国債の入札では、価格競争入札が導入されて以来の「未達」、つまり「売れ残り」が生じ、長期金利はさらに上昇して1.3%台になるが、あくまでこれは一時的な反応であった。
- 12) 2002年5月のムーディーズの格下げ後に、財政当局が「日本の国債の95%は国内で消化している。それに、1400兆円にのぼる個人金融資産と世界一の対外純資産残高など、政府の債務支払いの裏付けは十分にある」と発言したのは、このような背景からである。

う。しかしながら、2002年12月26日に発表された2001年度国民経済計算では、2001暦年末の個人金融資産は2000暦年末に比べ1.9%（金額で27.2兆円）減の1397.6兆円となっている。

- 13) 経済企画庁は1996年版の『日本経済の現況』において、財政赤字とクラウドイング・アウトの関係を考察している。その結果として、「1991年以來の景気後退を受けて、資金需要が低迷していたことを考えると、財政赤字がクラウドイング・アウトを生じさせていたとは考えにくい。また、国債と代替的な資産である株式や債券の価格が低迷したり、変動が激しい場合においては、国債は安全資産として投資家に選好されるとみられることから、国債の引き起こすポートフォリオ・クラウドイング・アウト効果は小さかったのではないかと指摘している。
- 14) シ団引き受けは、国債発行が増加する中で機関投資家の判断とは関係なく自動的に購入額が膨らむ問題点が指摘され、見直しが進められている。1989年に価格競争入札を導入して以来、価格競争入札分の比率を高めてきており、2002年4月には従来の60%から75%に引き上げたところだった。
- 15) 実際に原因等が判明した今回でさえ、未達が起こった日には、長期金利は終値で前日に比べて0.12%上昇した。また為替市場では、円の信認が低下したとして円安方向にふれ、株式市場も下げている。その後、しばらくはトリプル安の様相を呈した。
- 16) 2000年版の『経済白書』でも、「今後、景気の回復に伴って期待インフレ率が相応に上昇する一方で、大幅な財政赤字が継続し、国内の貯蓄超過幅が縮小した場合には長期金利が上昇する可能性がある」との指摘がある。
- 17) この他の可能性として、内閣府は2001年版の『経済財政白書』で、今後の財政赤字と国債残高の規模、中長期の財政運営方針によっては、市場が政府の償還能力を疑い、国債価格が急落して長期金利が急騰する可能性あるとしている。また、同書では、バブル崩壊後の財政の総合把握を考察しており、財政赤字の現状から維持可能性まで詳しい分析がなされている。同様の分析は、井堀（2000）も詳しい。
- 18) これは、「新しいクラウドイング・アウト」と呼ばれている考え方である（小林・加藤（2001））。

文献

- 石弘光 『財政構造改革白書』（東洋経済新報社、1996）
- 井上謙吾 『何が正しい経済政策か』（日本経済新聞社、2000）
- 井堀利宏 『財政赤字の正しい考え方』（東洋経済新報社、2000）
- 経済企画庁 『平成6年版 経済白書』（大蔵省印刷局、1994）
- 経済企画庁 『平成11年版 経済白書』（大蔵省印刷局、1999）
- 経済企画庁 『平成12年版 経済白書』（大蔵省印刷局、2000）
- 経済企画庁 『平成8年版 日本経済の現況』（大蔵省印刷局、1995）

小林慶一郎・加藤創太『日本経済の罨』（日本経済新聞社、2001）

富田俊喜『国債累増のつけを誰が払うのか』（東洋経済新報社、1999）

富田俊喜『日本国債の研究』（東洋経済新報社、2001）

内閣府『平成13年版 経済財政白書』（財務省印刷局、2001）

橋本孝平「日本国債の格下げ低下」『経済セミナー』8月号（2002）p.6-7

資料

日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>

財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>

内閣府SNAホームページ <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>

Abstract**Fiscal Policy and Long-term Interest Rate
Default Risk on Japanese Government Bond**

Masaaki KANEMOTO

In this paper, we show a transition of the amount of issue of government bond and a long-term interest rate after the 1990s. And we also discuss a default risk on Japanese government bond.

After the collapse of the bubble economy, Japanese government has adopted a positive fiscal policy. They have issued a lot of government bond during a long-term depression. As a result, the big problems of budget deficit and default risk have been in the news recently.

It is said that a lot of government bond generally causes a crowding-out effect and a rise of long-term interest rate. But they have not come into existence in Japan yet. Why? To conclude, we point out special circumstances of Japanese economy and a possibility of crowding-out effect without them.