

## 財政悪化懸念と長期金利の動向

研究員 寺林暁良

近年、日本の財政悪化が長期金利の上昇につながることを懸念する論調がみられる。そこで本稿では、最近の長期金利の動向などをもとに、こうした懸念に対する一つの見方を示す。

### 1 内閣府による試算と財政悪化懸念

昨年6月、財政悪化を食い止めるために「財政運営戦略」が閣議決定された。これは、プライマリー・バランスの赤字をGDP比で2015年度までに半減し、20年度までに黒字化するとの目標を掲げたものである。

しかし、これをもとに内閣府が行った試算では、年ごとの財政赤字幅は縮小するものの、公債等残高は増え続け、23年度には1,400兆円を超えるとされる(第1図)。

1,400兆円といえば、過去10年にわたる家計の金融資産残高の水準である。日本国債の約7割は国内金融機関が保有しているが、その原資の大部分は家計の預貯金である。そのため、公債等残高が家計金融資産の水準に近づくことは、国内金融機関が国債保有の余力を失い、現行のような低コストでの国債発行が

難しくなることを意味する。また、東日本大震災に対する復興財源確保のため、新規国債発行が必要になるとの観測も根強い。

政府は現時点で約600兆円に上る資産を保有しており、その動向についても考慮する必要はあるが、以上のことから中長期的な財政悪化懸念が高まっていることも確かであるといえよう。

ただし、金融市場がこれを材料視しているかということ、そうとはいえない。中長期的には大きな問題ではあるが、ただちに金融市場に影響をもたらすとは見なされていないためである。

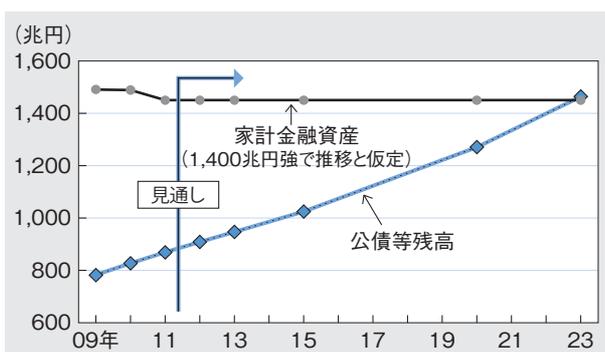
### 2 長期金利の動向

一般に趨勢的な長期金利の水準は、①期待インフレ率、②期待潜在成長率、③リスクプレミアム(将来の不確実性)によって決まるといわれる。現在の日本はデフレ圧力が強く、潜在成長率も高くないが、財政破綻懸念などでリスクプレミアムが高まれば、長期金利は大きく上昇することになる。

しかし、10年度中の長期金利(新発10年国債利回り)は、1%前後という低水準で推移している(第2図)。長期金利の変化は、世界的な経済・金融の動向で説明できるものがほとんどであり、日本の財政悪化懸念を強めるようなイベントが金利上昇要因となるケースはあまり見られなかった。

例えば、米国の格付会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が1月に日本国債を「AA」から「AA-」に格下げし、同ムーディーズも4月に「Aa2」の格付見通しを「安定

第1図 公債等残高と家計金融資産の推移



資料 内閣府『経済財政の中期試算』(H22.6/22、「成長モデル」)、資金循環統計から筆者作成

**第2図 長期金利の動向**

資料 Bloombergから筆者作成

的」から「ネガティブ(近く格下げを行う可能性がある)」としたが、いずれも金利上昇の大きな要因とはならなかった。

また、民主党代表選に積極財政派とされる小沢一郎氏が立候補した9月には、1.2%まで上昇する場面があったものの、この上昇幅も限定的であるうえ、選挙終了後は再び低下している。

そして、3月11日の東日本大震災後も、新規国債発行による財政悪化懸念が高まったものの、大幅な金利上昇は見られていない。

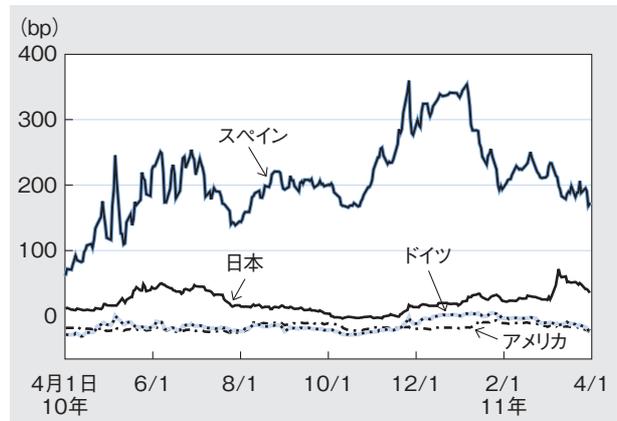
以上のことから、財政悪化懸念はすでにリスクプレミアムに反映されており、長期金利はその上で低水準を保っているといえる。

**3 ソブリンCDSの動向**

長期金利とともに国債の信用力を示す指標として注目されるのが、ソブリンCDS(国債のクレジット・デフォルト・スワップ)である。

ソブリンCDSとは、国債の信用保証を扱うデリバティブ(金融派生商品)の一種で、その保証料は、一般に信用力の高い国ほど低下し、低い国ほど上昇する。

10年度中の日本5年国債のCDS保証料は、50~120ベーシスポイント(bp)での推移となった(第3図)。これは、米国やドイツなどの先進国と比較すると多少高いものの、スペイン

**第3図 5年国債CDS保証料の動向**

資料 第2図に同じ

などの財政懸念国と比較するとかなり低い。また、財政支援を受けたギリシャ(4月1日現在で1,023bp)などと比較するとはるかに低い。

日本債のCDSのほとんどは、日本国債保有者の約6%に過ぎない外国人投資家によって取引されているといわれるため、信用力の実態を表しているかには注意すべきだが、金融市場が日本の財政悪化リスクを限定的とみているという一つの判断材料にはなるだろう。

**4 まとめ**

中長期的にみると、財政悪化は着実に進行しており、景気の低迷や震災の影響による税収減、震災復旧のための歳出増が予想されるなか、現行の財政運営戦略より一歩進んだ具体策が示される必要があると思われる。

ただし、現行の金利やソブリンCDSの動向、各イベントに対する市場の反応を見る限り、想定される当面の財政悪化懸念は金融市場にすでに織り込み済みであり、これを理由に国債金利が急上昇するような状況が数年内に起こるとは考えにくい。

現時点では、中長期的な財政見通しと金融市場の短期的動向を直接的に関連づけて議論する時期ではないといえるだろう。

(てらばやし あきら)