

国債市場に関する調査研究

平成 30 年度

一般財団法人 ゆうちょ財団

国債市場に関する調査研究

平成30年度

一般財団法人 ゆうちょ財団

《 はじめに 》

日本では、2017年に公的債務残高が224%（対GDP比）まで大きくなり、先進国のなかで最悪となっている。財政再建がかなり前から叫ばれているが、歳出削減、税收増などの対策を掲げるも、結局赤字拡大の結果となっている。

中央銀行である日本銀行は物価上昇率2%増を目標として2013年に「異次元緩和」を実施した。当初、日本銀行は数年で目標を達成できるとしていたが、目標を達成できないまま、日本国債の保有率が50%近くまで上がった。この状況が長期化すれば、「異次元緩和」の副作用が懸念される。

この調査研究では、日本国債市場の現状、日本銀行の金融政策運営等を詳細に調査し、今後の国債市場および財政運営の展望を示した。

なお、みずほ総研の野口雄裕上席主任エコノミストには、全面的に協力いただきました。さらに、政策研究大学院大学教授の井堀利宏先生、および駒澤大学経済学部教授の代田純先生には、有益なご示唆をいただきました。御礼申し上げます。

《 構 成 》

1. 国債市場の現状

- (1) 日銀金融緩和下の国債市場
- (2) 主要投資家の動向

2. 日銀金融政策の現状と展望

- (1) 異次元緩和の市場・経済への影響
- (2) 異次元緩和の副作用と政策展望

3. 財政運営と国債市場

- (1) 財政運営の展望とリスク
- (2) 財政再建に向けた対応策
- (3) 財政の安定化に向けて



1. 国債市場の現状

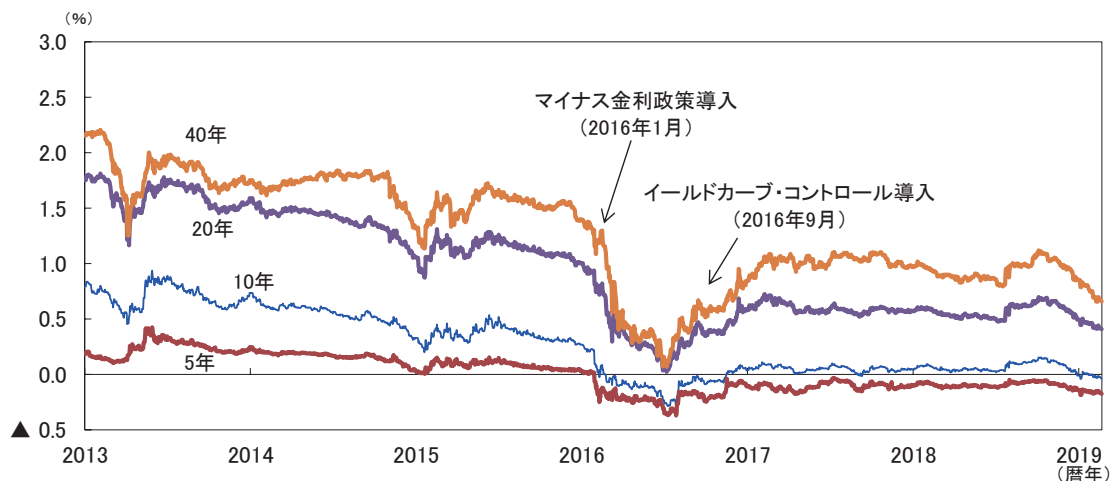


(1) 日銀金融緩和下の国債市場

国債利回りは、2013年の日銀の大規模金融緩和のもとで、低位で推移している

国債利回りは、2013年の日銀の大規模金融緩和のもとで低位での推移が続いている。2013年当初は10年国債利回りは1.0%近辺であったが、その後緩やかに低下、2016年のマイナス金利政策導入時には、▲0.3%まで下がった。しかし、イールドカーブ・コントロール政策導入後は、0.15%近辺まで上昇する結果となった。2019年に入るとは世界経済の下振れ懸念を背景とする海外金利低下などから10年国債利回りは再びマイナス圏に低下した。数年は現状のような0%近辺での動きとなろう。現状では、金利正常化の道筋は立っていない。

【 国債利回りの推移 】

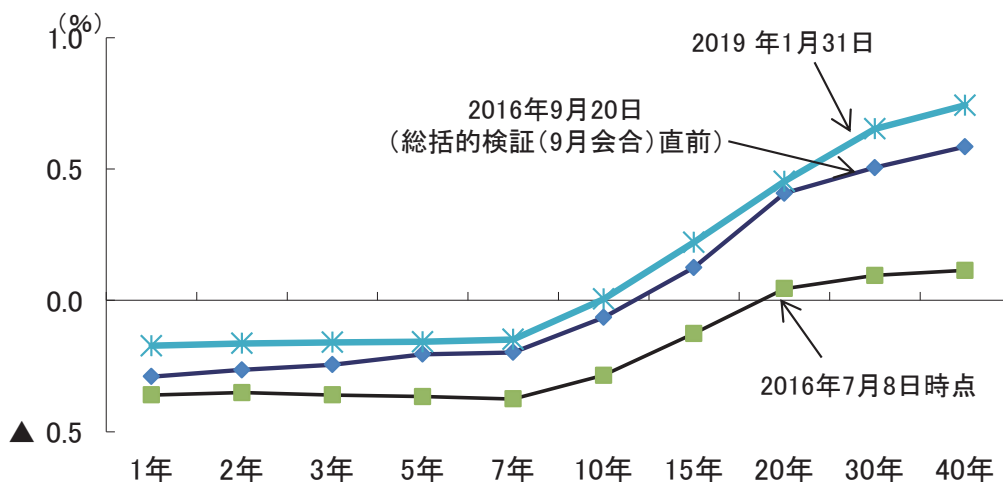


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

イールドカーブはスティーピング化しており、2016年からはやや金利上昇

イールドカーブの形状は、国債を運用する投資家にとって重要である。10年国債利回りはマイナス金利深掘り観測から2016年7月に一時▲0.3%まで低下したが、その後、総括的検証を踏まえたイールドカーブ・コントロール導入でイールドカーブはスティーピング(イールドカーブの傾きが大きくなる)した。2019年1月現在では、2016年7月時点よりイールドカーブは0.3%程度上昇し、ややスティーピング化した。最も注目される10年債利回りは0%近辺で推移しており、2016年7月の▲0.3%より上昇しているが、経済環境次第で再びマイナスになる可能性は否定できない。

【 イールドカーブの変化 】

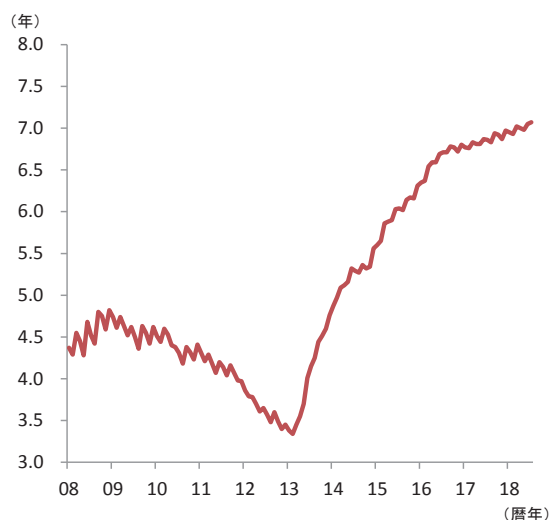


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

国債市場での存在感を高める日銀、保有割合は50%

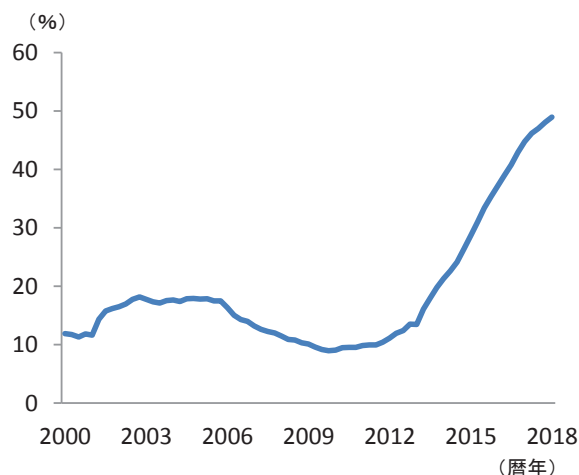
日銀は2013年に導入した量的・質的金融緩和において、国債を大規模に買入るとともに、買入れ対象年限を長期化している。量的・質的金融緩和導入前は短期ゾーンの国債買入れが中心であったが、量的・質的金融緩和においては全ての年限の国債を買い入れた。デュレーションは7年程度に伸びる結果となった。国債発行残高に占める日銀保有割合は50%に迫る状況となり、フローに加えストック効果が国債利回りを大きく押し下げる結果となった。現在は、ステルス・テーパリングにより日銀の日本国債購入量が減少しているため、保有割合のカーブの上昇具合はやや鈍っている。

【日銀保有国債のデュレーション】



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【国債発行残高に占める日銀保有割合】

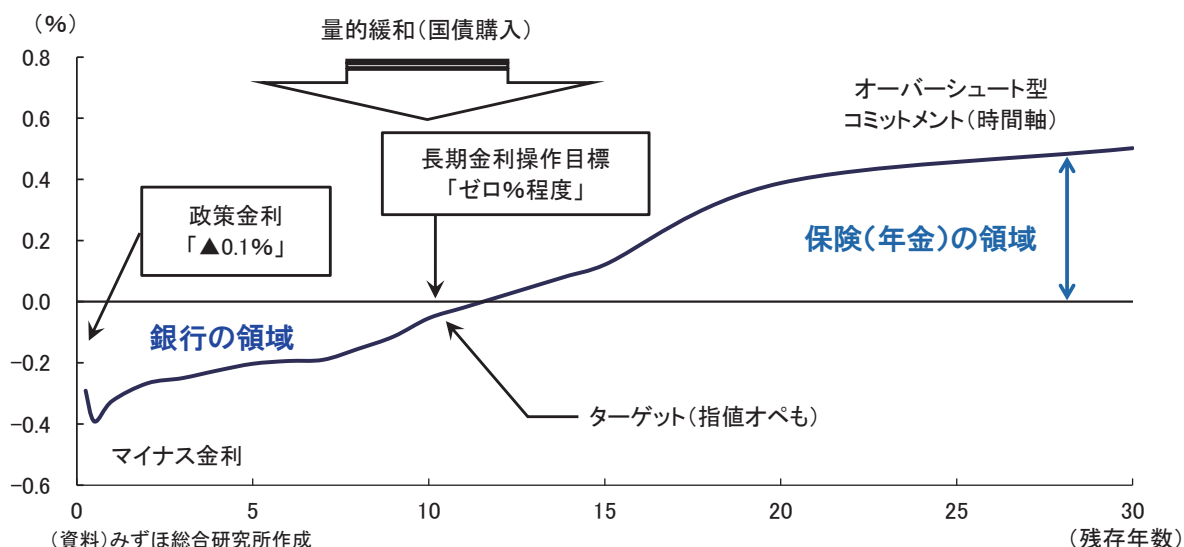


(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

イールドカーブ・コントロールは海外景気拡大の追い風に依存した政策

日銀は2016年9月の総括的検証を踏まえイールドカーブ・コントロール政策を導入した。量の拡大から金利に政策をシフトし、短期戦から長期戦となった。中央銀行による長期金利のコントロールに懐疑的見方もあったが、指値オペの活用により長期金利をコントロールする目論見である。日銀は、イールドカーブ・コントロール政策で景気回復時の金利上昇を抑制するとともに、海外との金利差拡大による円安⇒景気拡大に期待している。景気拡大の追い風がなければ政策効果が期待しにくい。つまり、2013年当初目論んでいた数年での金利正常化の見通しは立っていない。

【日本銀行のイールドカーブ・コントロールのイメージ】

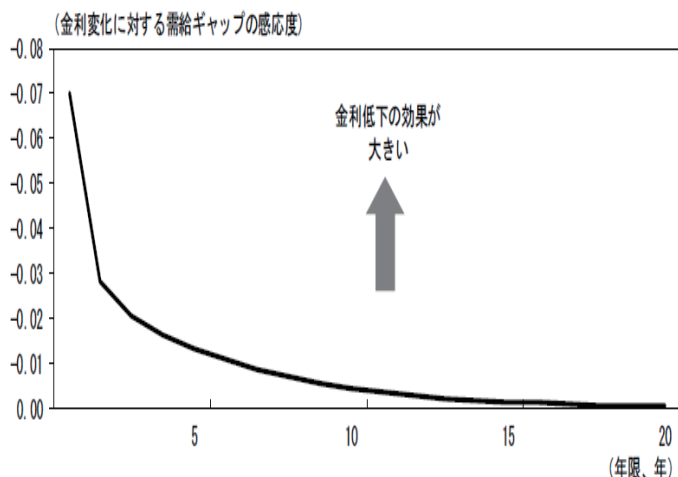


(資料) みずほ総合研究所作成

日銀は短中期ゾーンを中心に金利引き下げを狙っている

日銀は総括的検証(2016年9月)で、短中期ゾーンの金利低下による金融緩和効果が相対的に大きいとの分析を示す。一方、超長期ゾーンの金融緩和効果は短中期ゾーンより低く、超長期ゾーンの金利上昇は許容するスタンスを取っている。今後、景気下振れ懸念が後退する局面では、超長期ゾーンの金利上昇を進める可能性がある。日本国債の5年債と30年債利回りの相関は低く、短中期ゾーンを低位に抑制し、超長期ゾーンの金利を引き上げる対応は可能と考えているが、2018年までの動きではツイスト的動き(5年金利下落、30年金利上昇)は出ていない。

【金利低下が需給ギャップに与える影響】



(資料) 日本銀行「総括的検証(2016年9月)」

【5年債と30年債利回りの相関】

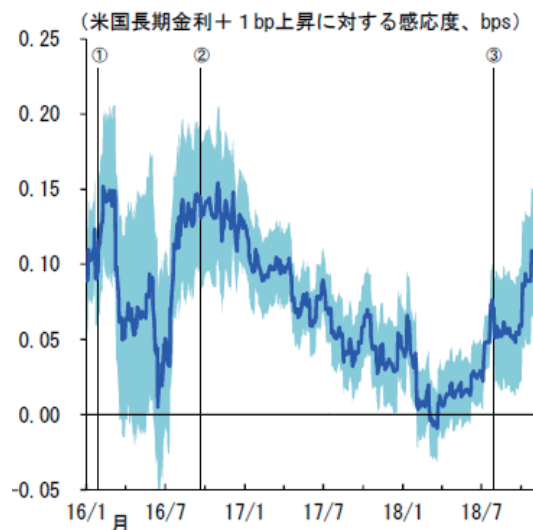


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

国債市場の流動性低下が金融機関を困惑させている

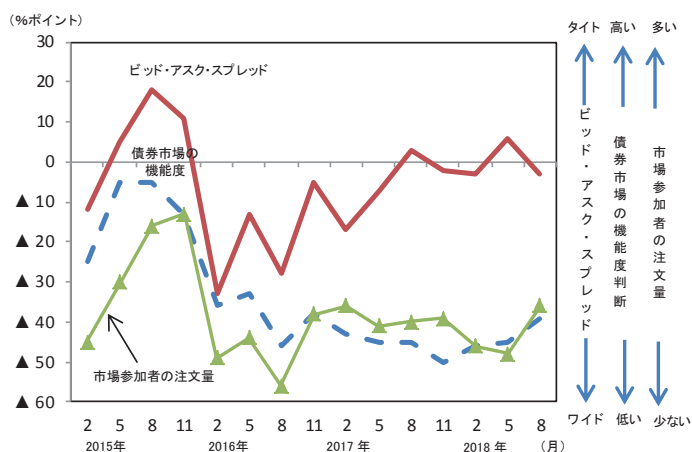
日銀の大規模国債買入れにより、国債市場では売買高が減少するなど流動性が低下している。米長期金利に対する国債利回りの感応度が低下するなど、市場の機能度低下が懸念される。証券会社などの市場参加者は困惑している。日銀が2015年3月より国債オペ先を対象に開始した債券市場サーベイでは、債券市場の全体的な機能度を示す指標はマイナス金利政策導入で悪化している。2018年7月の政策修正で持ち直すも、依然機能度が低いとの評価は変わらない。

【米長期金利に対する国債金利の感応度】



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【債券市場サーベイ】

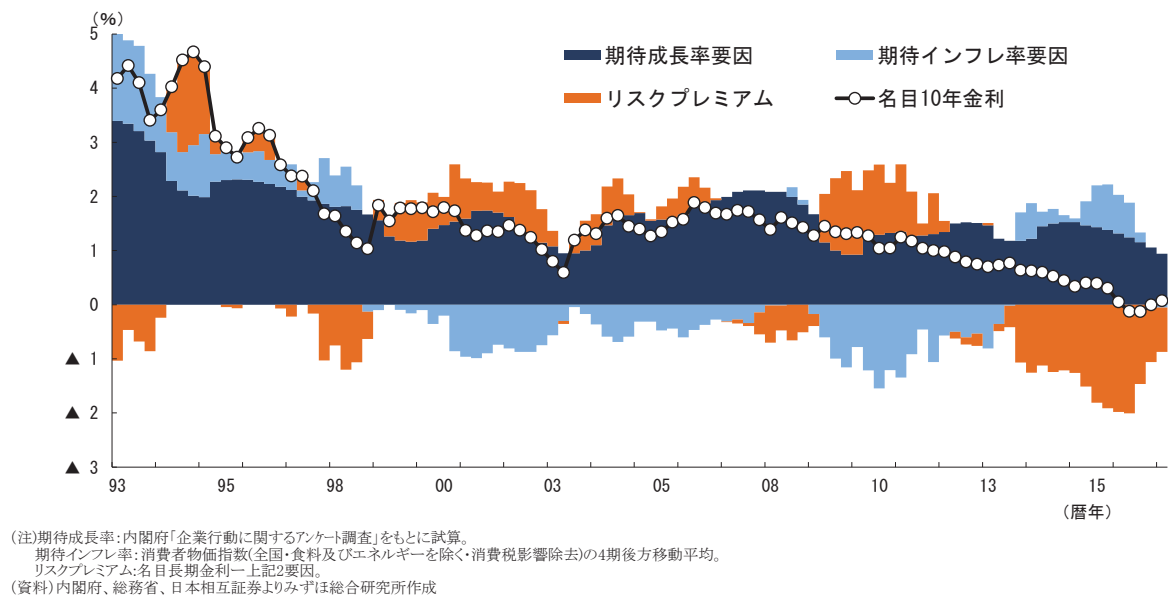


(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

財政悪化に対する国債市場の警鐘機能が喪失している

また、財政悪化に対する国債市場の警鐘機能が喪失した状況となっている。財政悪化にも関わらず、リスクプレミアムは日銀の量的・質的金融緩和でマイナス圏に低下しており、これも市場参加者にはマイナスの影響となっている。格付けがA+の日本国債利回りがAAAの米国国債より3%も低いのは奇妙な現象だ。市場参加者の関心は日本経済のファンダメンタルズよりも日銀の金融政策運営に集中しており、ファンダメンタルズを踏まえた適正な金利水準を市場が判断できなければ、**将来の金融政策出口局面で金利が乱高下するリスクが懸念される。**

【 長期金利の変動要因 】

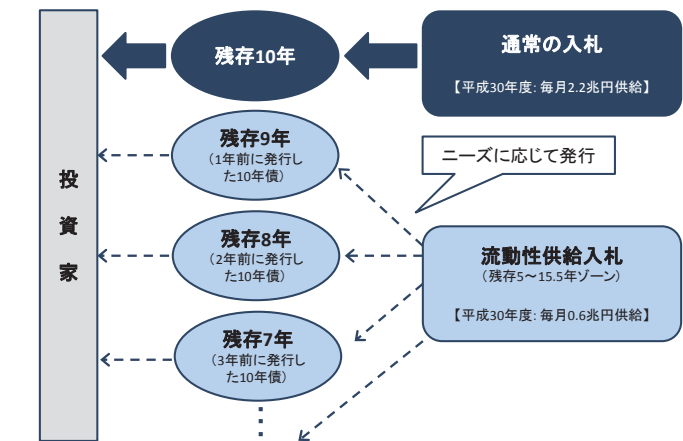


財務省は流動性維持に注力し、ある程度の流動性を確保している

財務省は2016年4月に流動性供給入札を導入し、市場で需給がタイトとなった銘柄を追加的に発行することにより、需給の不均衡を解消し、市場機能向上を企図している。また、日銀は保有する国債を金融機関など市場参加者に一時的かつ補完的に供給する制度(国債補完供給制度)を拡充し、流動性の低下に対応しており、かろうじて国債市場の取引が繋がっている状況である。

【 流動性供給入札のイメージ 】

【 通常の入札と流動性供給入札の違い 】



	通常の入札	流動性供給入札
入札参加者	金融機関等 239社	国債市場 特別参加者 21社
発行銘柄	1銘柄	対象ゾーン内の 全銘柄
入札方法	価格の高いもの から落札	市場価格との差が 大きいもの(価格の 高いもの)から落札

(資料)財務省より、みずほ総合研究所作成

(資料)財務省より、みずほ総合研究所作成

日銀は7月会合でイールドカーブ・コントロールの弾力化を決定し、国債市場正常化を狙う。

日銀は2018年7月の金融政策決定会合で国債市場の機能度低下に対応すべくイールドカーブ・コントロールの柔軟化などの措置を決定し、10年国債利回りを0%程度で推移するよう長期国債の買入れを行う方針を維持する一方、金利変動幅の上限を＋0.1%程度から＋0.2%程度に拡大させた。利回りがより変動し易くなるようにすることで、市場機能の改善を図った。ただし、これは2018年7月のことで、最近の政策対応である。

【 7月会合での主な決定事項 】

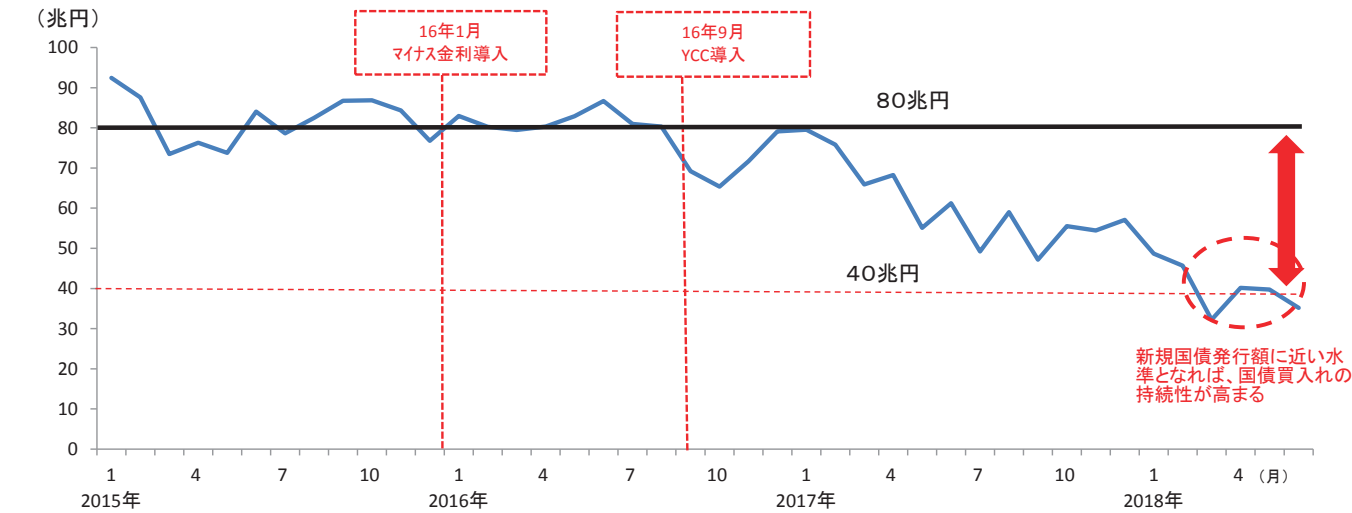
・政策金利のフォワードガイダンス	2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。
・イールドカーブ・コントロールの柔軟化	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。
・資産買い入れ	ETFおよびJ-REITについては、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。
・政策金利残高の見直し	マイナス金利が適用される政策金利残高を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる。

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

国債買入れは年80兆円の目途を大きく下回り、日銀の保有国債の増加が緩やかに

イールドカーブ・コントロール導入による政策の量から金利へのシフトに伴い、日銀の国債買入れ額は年換算ペースで30兆円前後の水準まで低下している。日銀が国債買入れ増加額の目処としている80兆円の半分以下に減少させている。これまでの年間保有増加額80兆円ペースでの買入れは、金融機関の担保としての国債需要などもあり持続性が懸念されていたが、現状の水準は国債の新規発行額に近く、持続的に行うことが可能な水準と思われる。このまま30兆円程度が続く、もしくはさらに購入額が減少すれば、国債市場正常化の道筋が見えてくる。これをステルス・テーパリング(減額を発表せずに実施)と呼んでいる。

【 日銀の国債買入れ増加額 】



(注) 年換算ペース (3カ月移動平均)
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

統合バランスシートで見ると、金融緩和は国債をベースマネーに転換する結果に

国と日本銀行の統合バランスシートで見ると、日銀の大量国債買入れによって統合バランスシートに生じた変化は、国債のベースマネーへの転換となった。国の発行国債の長期国債が日銀の資産になったことで国の債務が短期化された。統合ベースの政府債務が短期化されたことで、将来の利上げ時の財政への影響が拡大されているとの見方もある。統合バランスシートでは異次元緩和時よりベースマネー増加、負債超過も増加しており、バランスシートも膨張している。

◆国のバランスシート

(兆円)			
資産		負債	
資産	672.4	国債	917.5
負債超過	520.8	その他	275.7
計	1,193.2	計	1,193.2

◆日銀のバランスシート

(兆円)			
資産		負債・純資産	
国債	349.2	ベースマネー	371.0
社債	3.2	引当金	4.3
金銭の信託	9.2	その他	26.8
その他	44.1	純資産	3.5
計	405.6	計	405.6

(注) 日銀の負債のうち引当金の金額は債券取引損失引当金と外国為替等取引損失引当金の合計。統合バランスシートでは、日銀の保有国債と国の国債債務、日銀の政府預金債務と国の資産、日銀の純資産と国の負債超過を相殺して計算

(資料) 財務省、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

◆統合バランスシート(2016年3月末)

(兆円)			
資産		負債	
資産	710.1	国債	568.3
		ベースマネー	371.0
負債超過	517.3	その他	288.0
計	1,227.3	計	1,227.3

国の負債と日銀の資産で国債を相殺

負債超過は増加

量的緩和で国債がベースマネーに転換

◆黒田緩和前の統合バランスシート(2013年3月末)

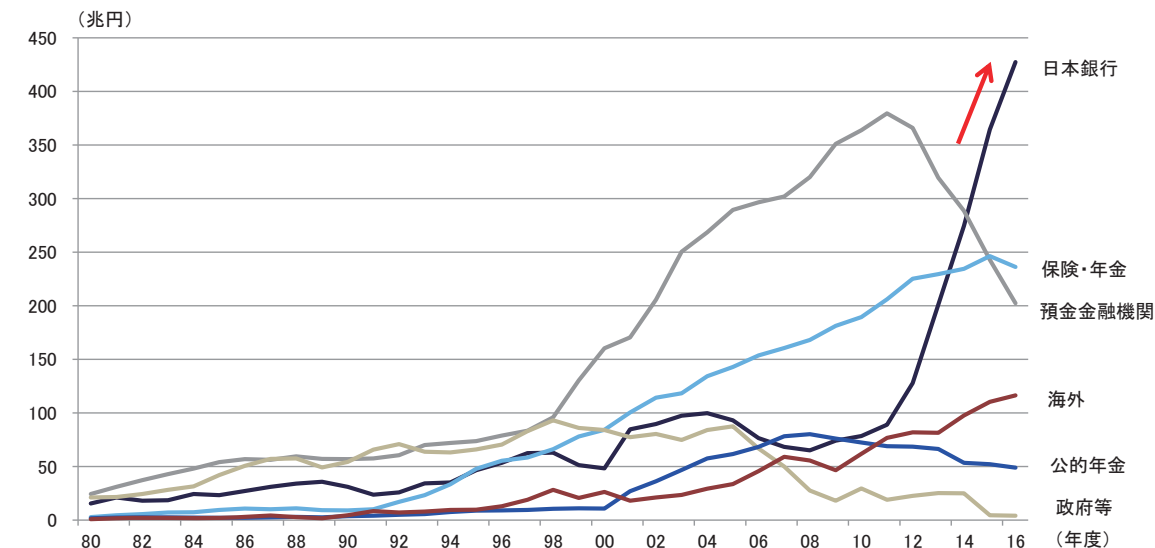
(兆円)			
資産		負債	
資産	678.2	国債	701.8
		ベースマネー	141.5
負債超過	473.7	その他	308.5
計	1,151.9	計	1,151.9

(2) 主要投資家の動向

主要投資家の国債保有残高推移(日銀が国債保有NO.1に)

バブル崩壊後の1990年代に金融機関は国債保有残高を拡大したが、2013年の量的・質的金融緩和以降は、日銀の国債保有残高が急拡大している。国債の最大保有者は金融機関から日銀になった。また、**海外投資家の日本国債保有額および保有比率は緩やかに増加し、100兆円、10%を超えた。**一方、生保、年金の保有比率は低金利下で伸び悩んでいる。この結果、**日銀の国債保有額は400兆円を超え、国債全体の50%近くにまで膨張した。**

【日本国債の保有残高推移】

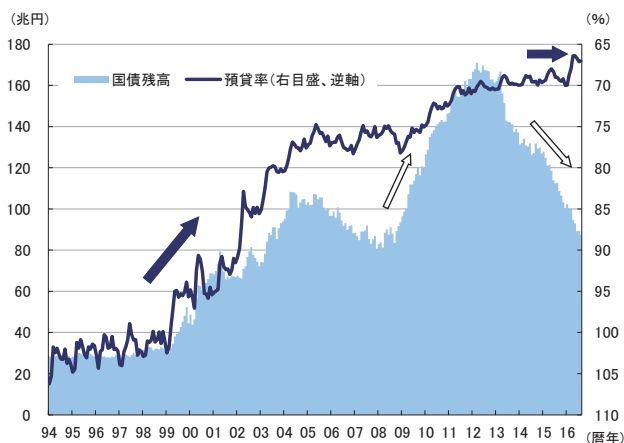


(注) 国債・財投債と国庫短期証券の合計。政府等は一般政府と公的金融機関の合計から公的年金を控除した数字。
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

金融機関は日銀に国債を大量売却したが、90%程度国内投資家が保有

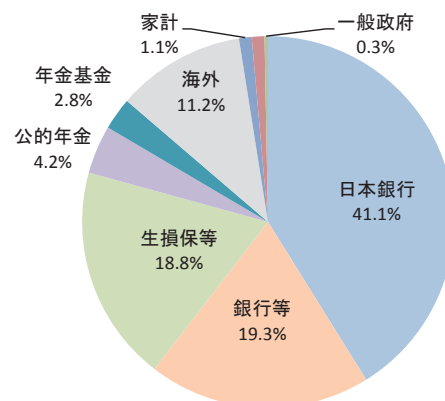
金融機関の預貸率はバブル崩壊後の企業の債務圧縮で低下し、余剰資金による国債買入れが政府債務増加をサポートする結果となった。足元は、日銀の国債購入で金融機関の保有国債残高は減少しているが、依然として**日本国債の約9割は日銀を含む国内投資家によって保有されている状況である。**

【預貸率と国債保有残高の推移】



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」より、みずほ総合研究所作成

【国債及び国庫短期証券の保有者内訳】

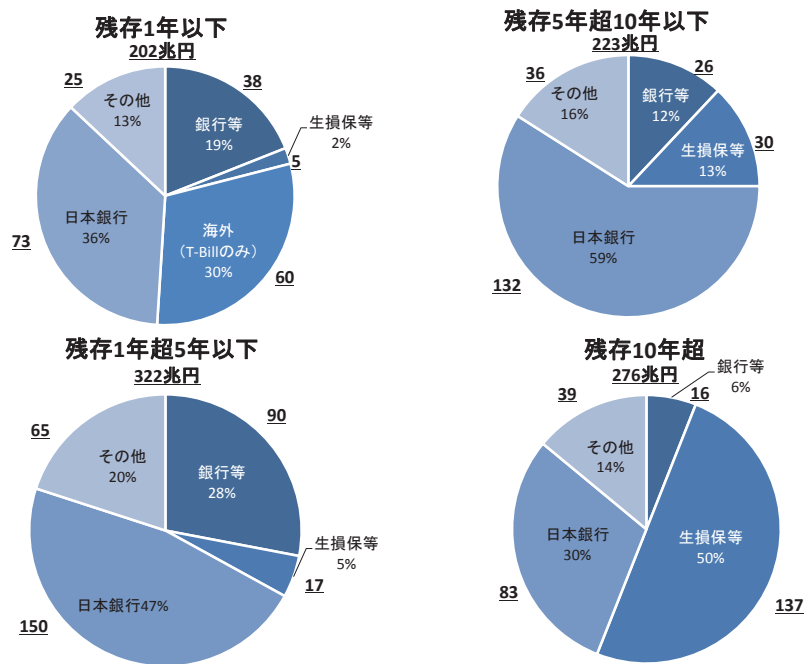


(注) 2017年12月末
(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

年限別国債保有状況

年限別では、金融機関は短中期債、生損保は超長期債、海外投資家は短期債中心に保有している。残存10年超では、生損保等の保有率が50%を超えるが、残存10年以下では、日銀が最大の保有シェアとなった。

【年限別国債保有状況】

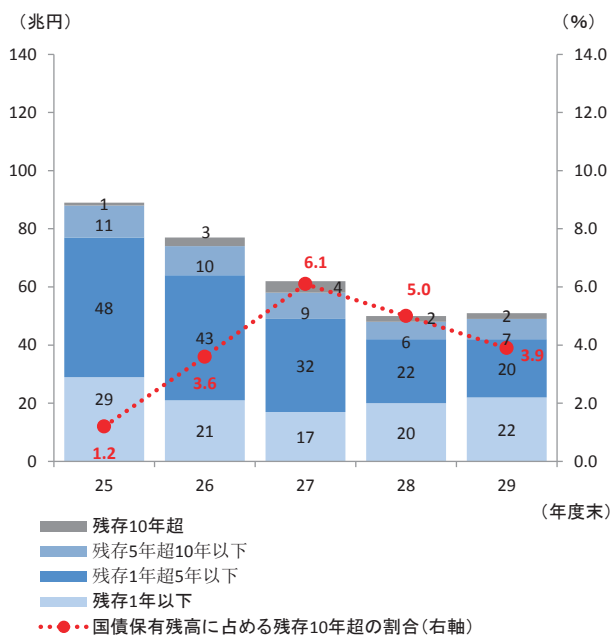


(注)残存1年超においてはその他に海外が含まれる。
(資料)財務省より、みずほ総合研究所作成

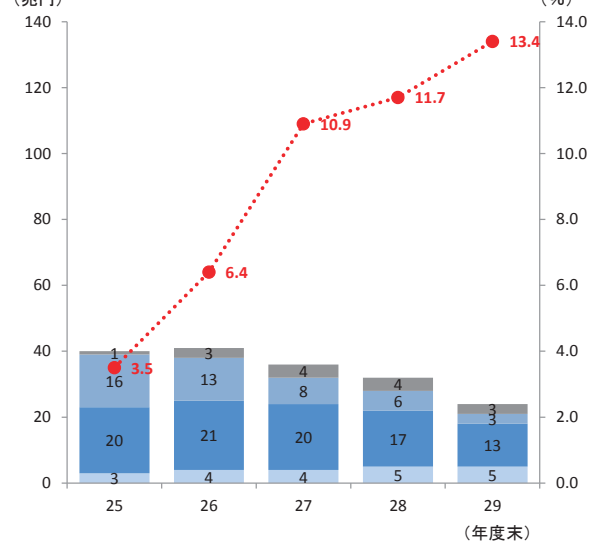
都市銀行は国債保有年限を短期化、一方、地方銀行は長期化

金融機関は残存5年以下の国債を中心に保有している。日銀への国債売却により残高は減少傾向となったが、都市銀行は足元残高減少が一服しており、地方銀行は低金利長期化の中、残存10年超の国債保有割合を高めた結果となった。

【国債保有残高の推移(都市銀行等)】



【国債保有残高の推移(地方銀行等)】

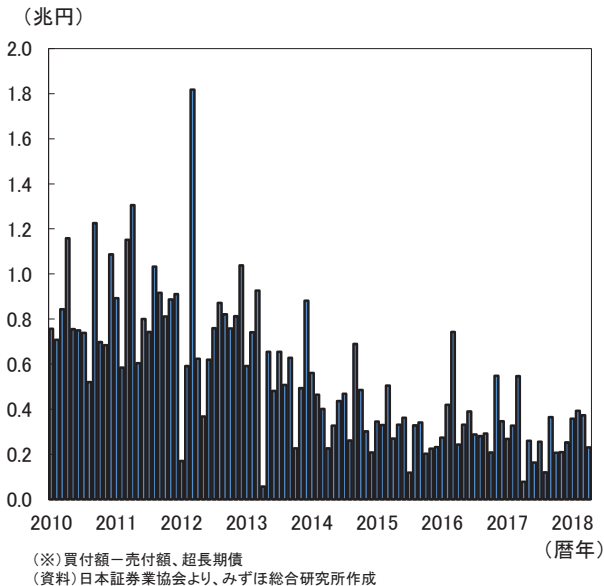


(資料)財務省

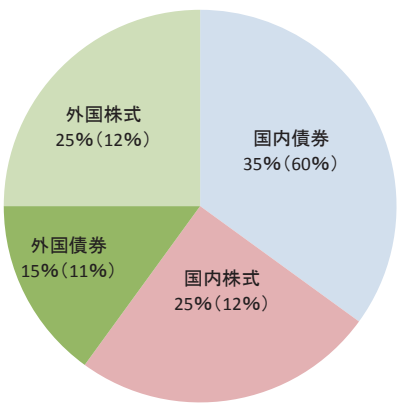
生命保険会社、年金はリスク資産運用を拡大、安全資産と見られる国債残高を減少

生命保険会社は超長期債中心に運用資産残高を積み増すも、低金利下、超長期債買い越しペースは鈍化している。外債投資を拡大するとともに、不動産投資などにも注力している。主要年金基金(GPIF主導)は国内債券の利回り低下を受け、基本ポートフォリオを見直し、主に株式比率を中心に保有比率を引き上げた結果、株式・債券比率は50%・50%となった。

【 生命保険会社の超長期債買い越し推移 】



【 基本ポートフォリオ 】



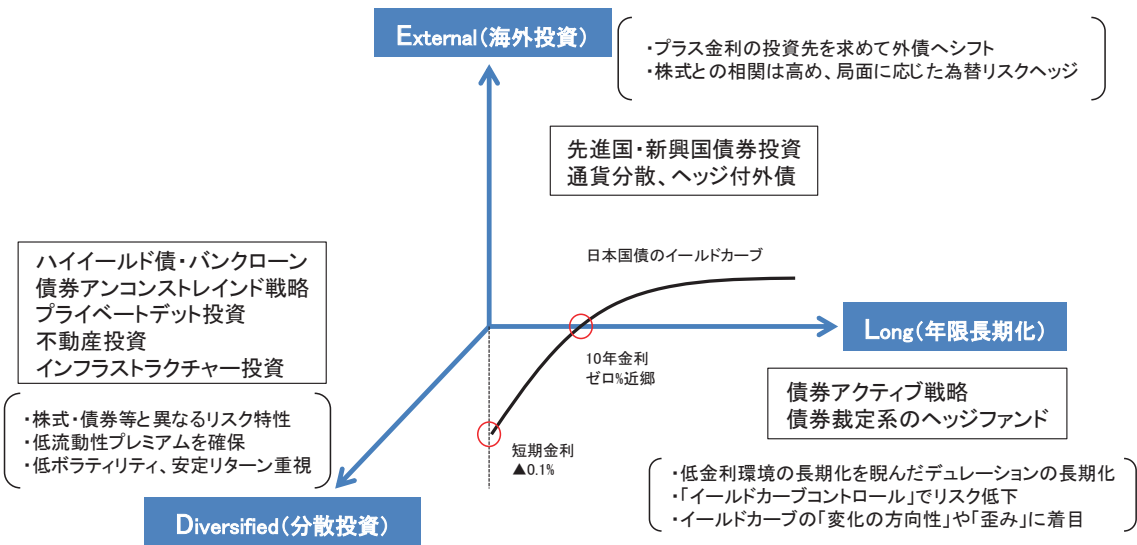
(注) カッコ内は2014年10月見直し前
(資料) GPIFホームページより、みずほ総合研究所作成

超低金利下での資産運用－「LED戦略」

国内投資家は、超低金利下のもと、①運用期間の長期化(Long)、②海外投資の拡充(External)、③投資対象の拡充(Diversified)という運用方針となっている。

- － 運用期間の長期化: 金利水準の高い長期、超長期の分野にデュレーションを延長
- － 海外投資の拡充: 高い利回りが期待できる海外の市場を狙う
- － 投資対象の拡充: 金利以外の多様なリスクテイク

【 LED戦略の方向性 】

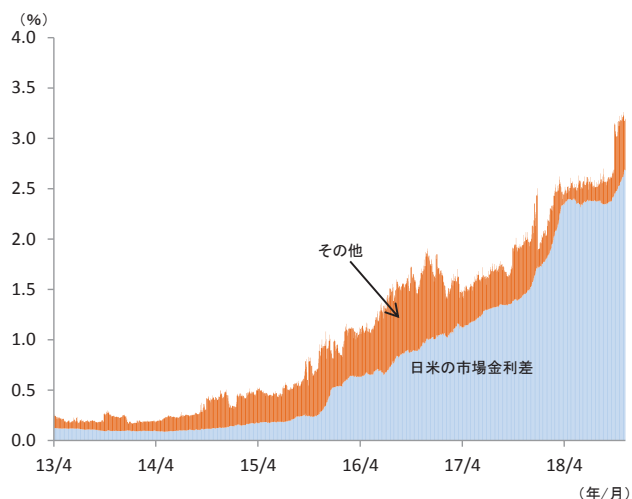


(資料) みずほ総合研究所

ドル調達コストの上昇と対外中長期債投資

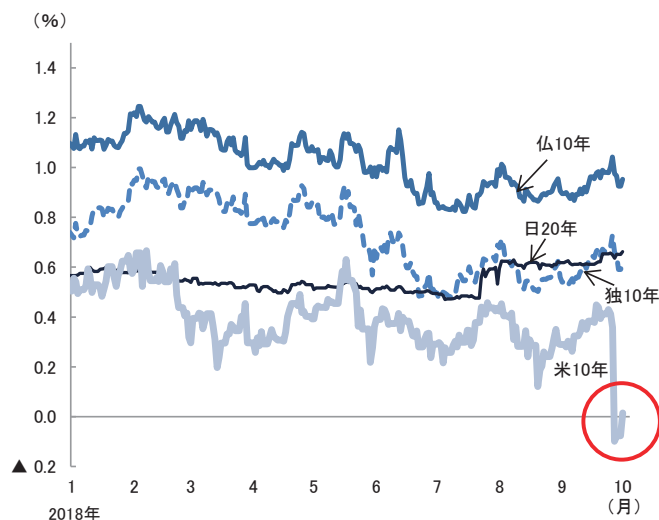
米国の利上げや規制強化などを受け、ドル調達コストが上昇傾向で推移。生保や年金などの投資家から見たヘッジコスト勘案後の外債利回りを押し下げる要因になった。ヘッジ付きの米10年国債利回りがマイナス圏に低下する結果になった一方で、ドルを保有する海外投資家にとっては、円調達コストの低下から円債投資を拡大する要因になった。

【ドル調達コスト】



（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【ヘッジ付き外債利回り（国債利回りードル調達コスト）】

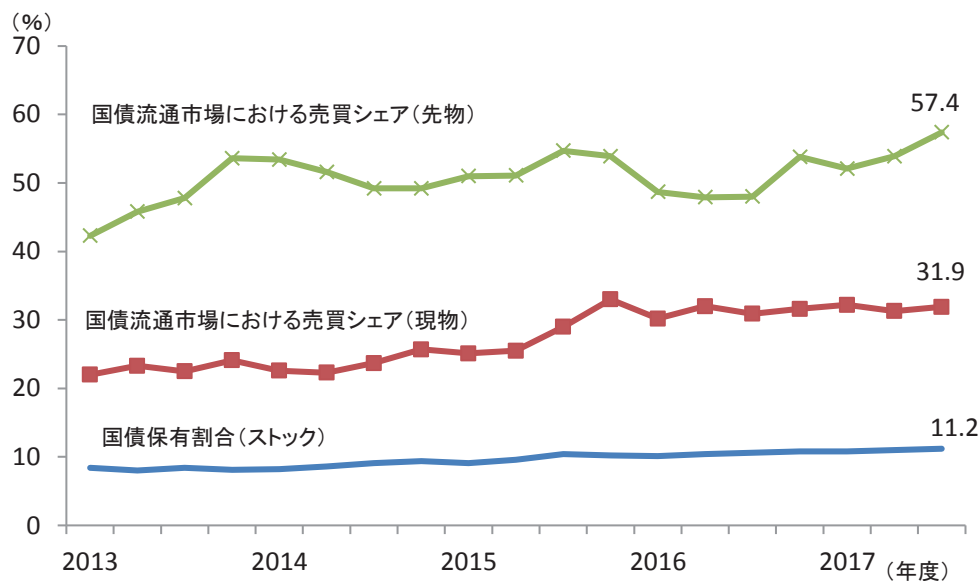


（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

海外投資家の日本国債投資～先物市場では存在感がある

海外投資家の日本国債投資は増加しているものの、ストックベースの保有割合は約11%と低位で推移している。一方、流通市場における海外投資家の売買シェアは30%、先物市場の売買シェアは60%に迫る状況となっている。

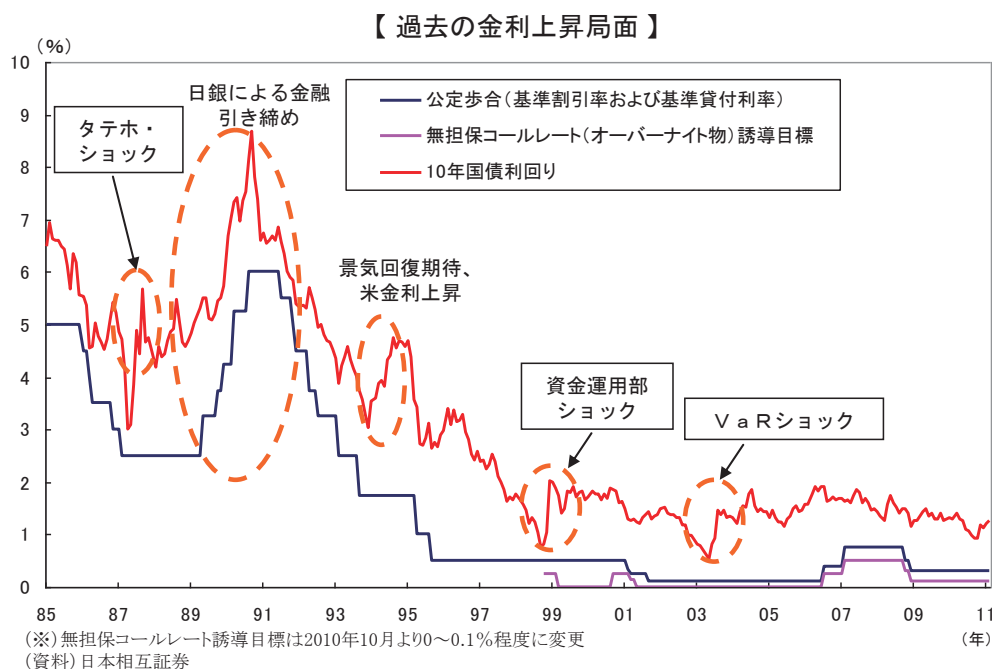
【海外の国債等保有割合、売買シェアの推移】



（資料）財務省より、みずほ総合研究所作成

過去の金利上昇局面～国内投資家中心の保有構造によるリスク

日本国債市場は過去に一時的な金利急上昇局面を経験している。特に、1990年9月には一時8%超の高金利となった。市場参加者が国内投資家中心であり、同様のリスク管理を行っていたことなどが、市場変動を高めた要因との見方もある。海外投資家など投資家層の拡大は、財政が悪化する我が国にとって重要な検討課題となっている。

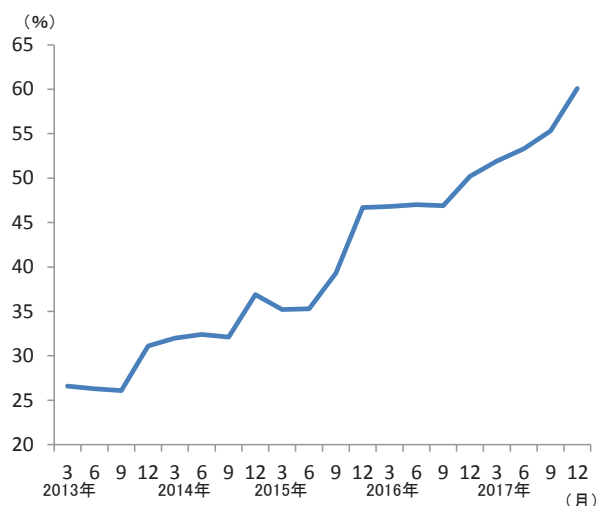


海外投資家比率拡大のリスク要因

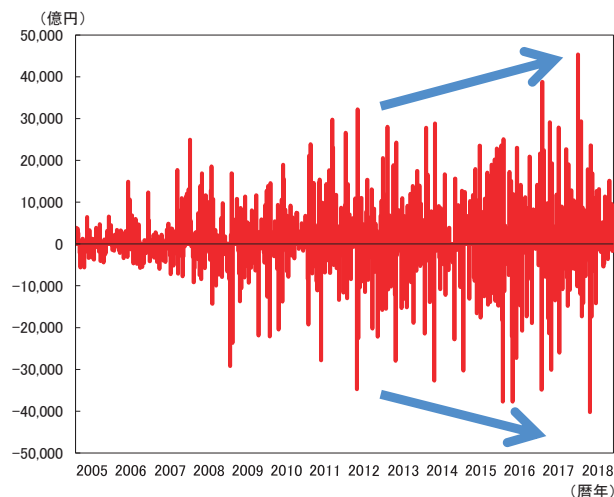
ただし、投機的な海外投資資金の流入拡大は将来の金利変動リスクを高める可能性がある。

- － 足元では円調達コストの低下に伴う海外からの投機的な強い資金が短期国債投資を後押ししていると見られる。
- － 短期債の売買変動幅は拡大傾向。将来の利上げ局面や日本政府の財政運営に対する信認が低下する局面で、海外投資家の日本国債売りが金利上昇を加速させるリスクが懸念される。

【海外投資家の短期国債保有比率】



【対内短期債売買動向】



まとめ

○日銀金融緩和下の国債市場

- ・日銀の金融緩和政策のもと、国債利回りは低位での推移が続く。10年国債利回りは2016年のマイナス金利導入後、一時▲0.3%まで低下し、その後2017年、18年にかけて上昇したが、2019年には再びマイナス圏まで低下した。
- ・日銀の大規模な国債買入れにより、国債市場では売買高が減少するなど市場流動性が低下している。米国債利回りなど海外金利の動きへの感応度が低下するなど、市場の機能度低下が懸念される状況となっている。
- ・財務省は国債市場の流動性を維持するため、市場で需給がタイトとなった銘柄を追加的に発行する流動性供給入札を導入した。日銀はイールドカーブ・コントロールの柔軟化を実施し、金利変動幅拡大を狙っているが日銀介入以前の状態には程遠い。

○主要投資家の動向

- ・金融機関はバブル崩壊後、企業向け貸出の減少にあわせ国債投資を拡大してきた。足元では日銀の金融緩和により国債保有残高が減少している。日銀の保有シェアが最大となる一方、保険、年金の比率は低金利化で伸び悩んでいる。日本国債の約9割を国内投資家が保有する状況となっている。
- ・低金利が継続し、ドル調達コストが高止まりする中、国内投資家の運用環境は厳しい状況が続く。地方銀行では保有年限の長期化、生保や年金はポートフォリオにおける株式や外国債券の比率を拡大している。
- ・足元では、海外投資家の円債投資が拡大している。投資家層の多様化は国債管理政策面でプラスと考えられるが、投機的な資金流入が進めば、将来の金利変動リスクを高める可能性がある。



2. 日銀金融政策の現状と展望

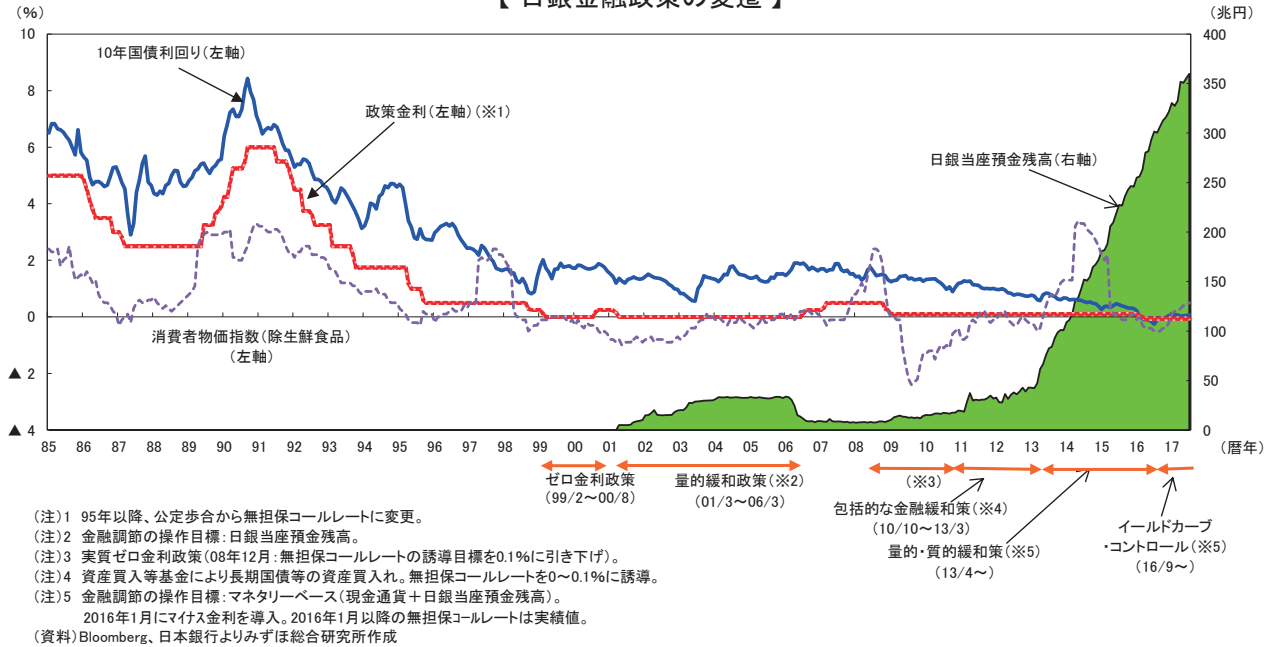


(1)異次元緩和の市場・経済への影響

日銀のデフレとの戦いは1990年代後半から20年以上続く

日銀は1990年代後半以降のデフレ状況に対し、デフレ脱却のためゼロ金利政策や量的緩和政策などあらゆる手段で対応している。消費者物価は一時的に上昇するも、長続きせず、原油価格等の下落により再び下落基調にある。これにより日銀は、将来物価上昇率2%目標を見直す可能性もある。

【日銀金融政策の変遷】

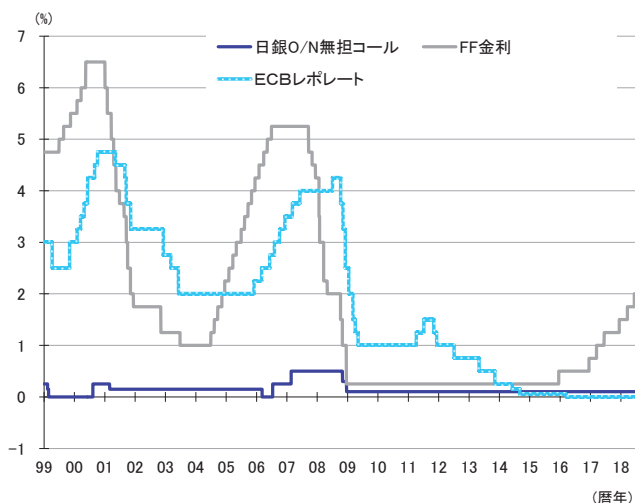


欧米に比べ日銀の慎重なスタンスがデフレ脱却を遅らせたとの見方もある

FRB、ECBはリーマン・ショックに対応し早期に大規模な政策金利の引き下げを実施した。一方、日銀の政策金利引き下げはFRB、ECBよりも遅いタイミング(2008年10月)で実施している。利下げ余地が限定的な中、利下げを慎重に判断したと思われる。

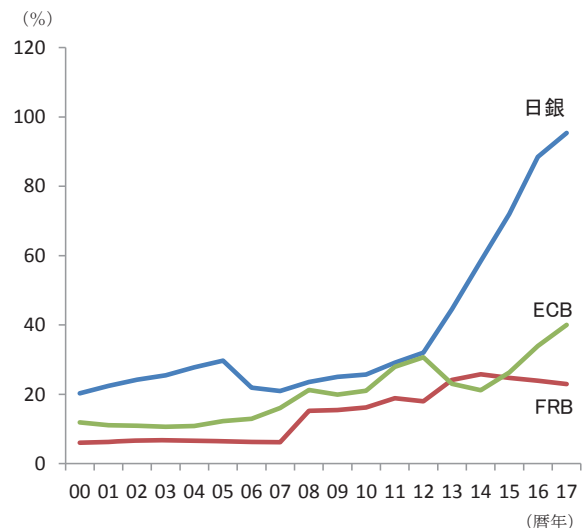
2013年4月に導入した量的・質的金融緩和政策においては日銀のバランスシートを急速に拡大させた。名目GDP対比でのバランスシートの規模は欧米を大きく上回る状況となった。このことは、FRB、ECB並みのバランスシートに戻すのに困難が伴うことを示している。

【日米欧政策金利の推移】



(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【日米欧中銀のバランスシート(対名目GDP比)】



(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

アベノミクスが金融緩和策の転換点に

日銀は2013年1月に政府・日銀の共同声明を発表した。物価目標2%を導入し、政府と連携しデフレ脱却を企図している。共同声明では、政府と日銀の役割分担を明示しており、政府の役割は、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みの具体化、持続可能な財政構造を確立するための取り組みの推進」となっている。

日銀は当初物価目標導入に否定的であったが、政府の強い要請を受け導入した。日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展を物価目標達成の条件として示した。その後は物価目標2%達成に政策を縛られる結果となったが、**現在2019年1月では2%目標を見直す可能性も否定できない。**

【 政府・日銀の共同声明 】

日本銀行	・物価安定の目標(消費者物価の前年比上昇率で2%)の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。 ・その際、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面からの不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく
政府	・我が国経済再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力に推進する ・政府は、日銀との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する

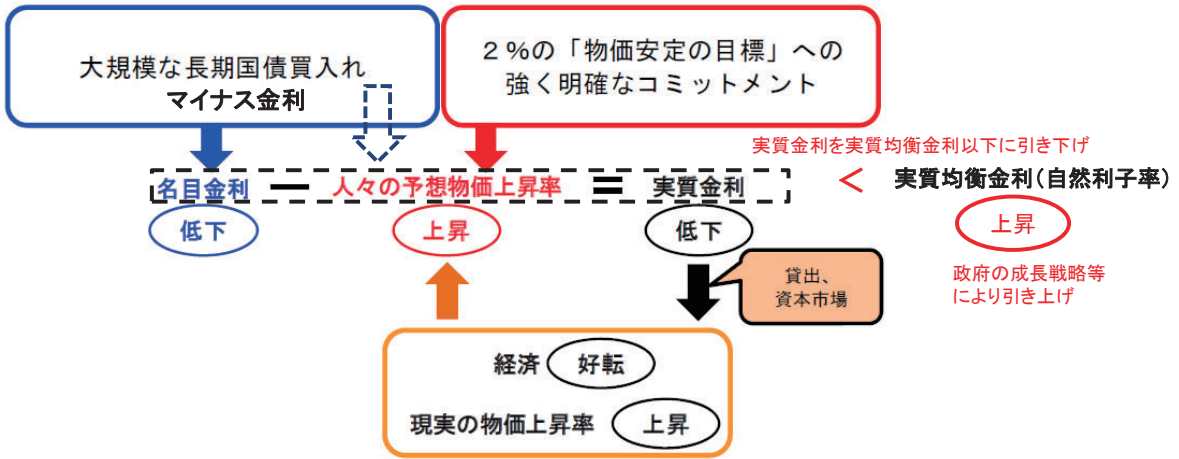
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

量的・質的金融緩和政策のメカニズム

量的・質的金融緩和政策においては、大規模な長期国債買入れに加え、物価目標達成への強いコミットメントを示すことにより実質金利を押し下げること、経済を活性化し、物価引き上げを企図している。

日米金利差拡大による円安進行により企業収益を引き上げることにより、**賃上げ⇒販売価格引き上げ⇒物価上昇の好循環を狙う。**しかし、円安進行などの外部要因によってのみしか正常化への道筋は示せない状態となっている。

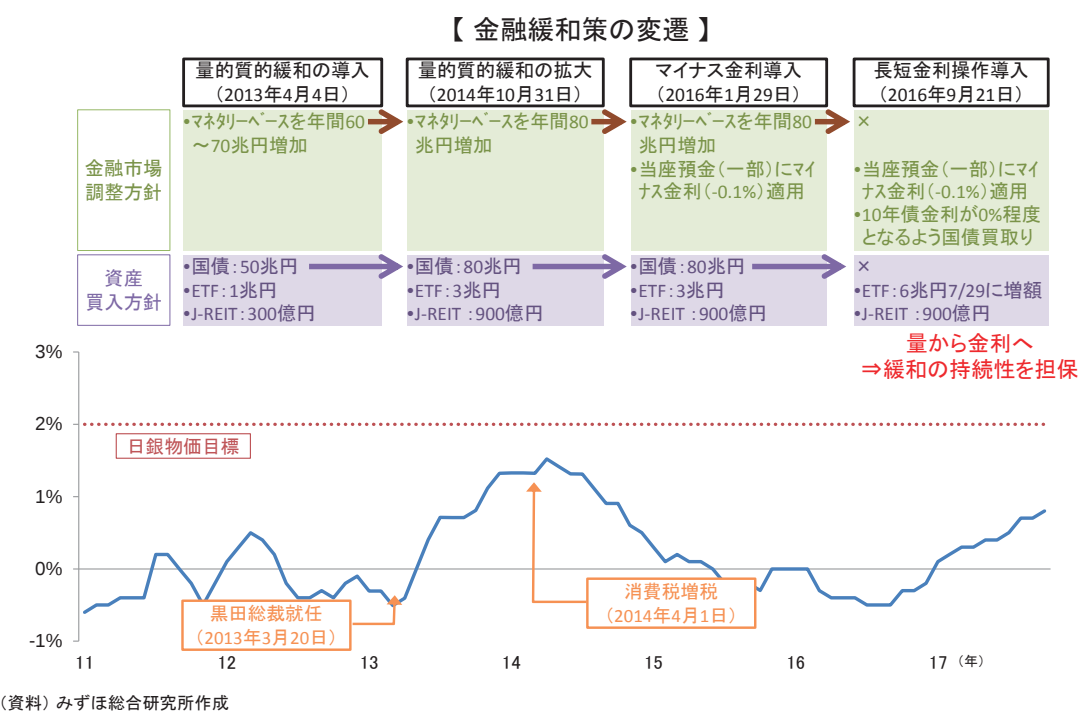
【 量的・質的金融緩和政策のメカニズム 】



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

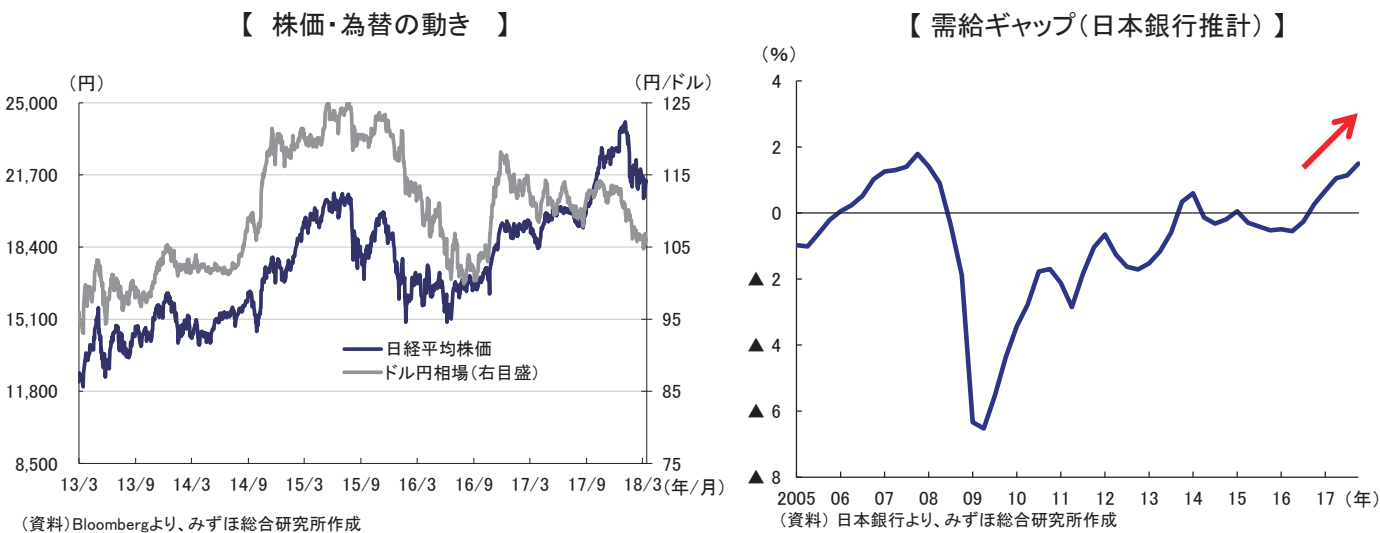
異次元緩和は短期戦から長期戦へ

日本銀行は、当初、2年程度での物価目標達成ができると宣言した。しかし、消費者物価は一時1%台半ばまで上昇するも、その後は原油価格の下落などを受け低下する結果となった。2016年9月のイールドカーブ・コントロール導入により政策の重点を量の拡大から低金利維持に転換している。



アベノミクスの5年間、円安・株高の好循環に

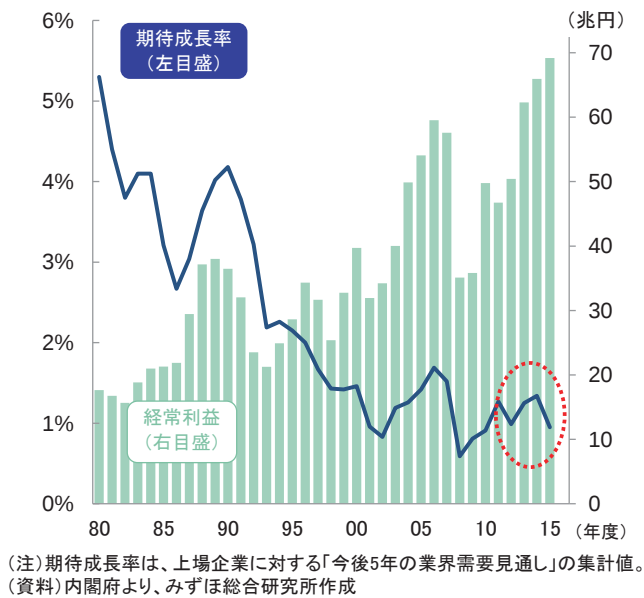
物価目標は達成できていないものの、2013年3月以降に市場環境は大きく変化した。
・為替市場では超円高の状況が転換し、海外投資家の買いなどで株価も上昇した。バブル崩壊後の悪循環の源であった、資産デフレと超円高からの脱却に成功した。
需給ギャップがプラス幅を徐々に拡大し、この点では日本経済はデフレから徐々に脱却しつつある状況となっている。



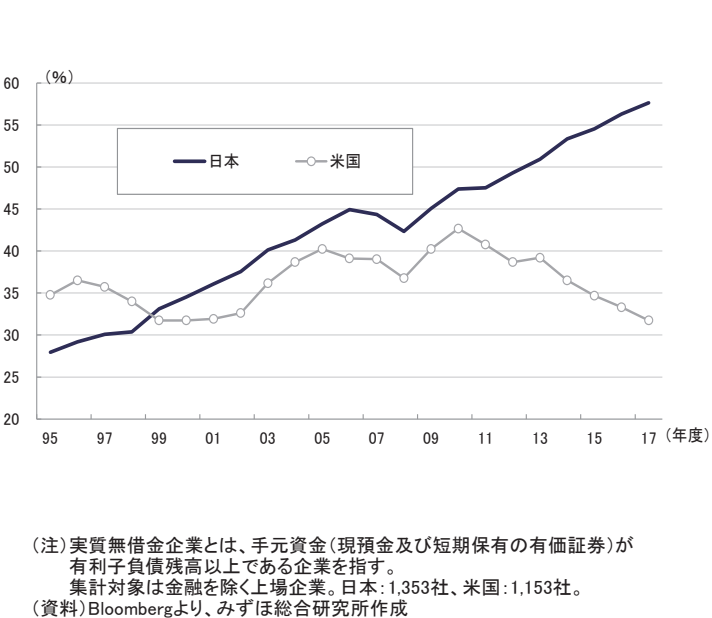
企業収益は高まるも、期待収益が高まらない中、賃上げの動きが進まず

円安進展などにより企業収益は拡大したが、企業の期待成長率が高まらない中、設備投資は力強さに欠け、賃金の上昇も限定的となっている。上場企業の半数以上は実質無借金状況となり、金利引き下げによる設備投資押し上げ効果が期待できない状況となっている。

【 企業収益と期待成長率 】



【 日米の実質無借金企業比率推移 】



総括的検証(2016年9月)では、「適合的期待形成」で物価が上昇しにくいと分析

総括的検証では、物価目標2%実現を阻害した要因として、①原油価格下落、②消費増税後の需要の弱さ、③新興国経済の減速に加え、デフレが長期化したことでデフレマインドが染みつき、インフレ期待形成における適合的要素が海外よりも日本が高いと分析している。

【 総括的検証における分析 】

(1)「量的・質的金融緩和」のメカニズム	・「量的・質的金融緩和」により実質金利が低下。実質金利は自然利子率を十分下回り、金融環境は改善。
(2)2%の実現を阻害した要因	・①原油価格下落、②消費増税後の需要の弱さ、③新興国経済の減速等により、適合的要素が強い予想物価上昇率が弱含みに転じた
(3)予想物価上昇率の期待形成メカニズム	・マネタリーベースと予想物価上昇率は、短期的というよりも、長期的な関係を持つ。マネタリーベースの長期的な増加へのコミットメントが重要
(4)マイナス金利と国債買入れによるイールドカーブの押し下げ	・中央銀行がイールドカーブ全般に影響を与えるうえでマイナス金利と国債買入れとの組み合わせが有効
(5)イールドカーブ引き下げの効果と影響	・経済への影響は、短中期ゾーンの効果が相対的に大 ・イールドカーブの過度な低下、フラット化は、金融機能の持続性への不安感を高め、マインド面を通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性

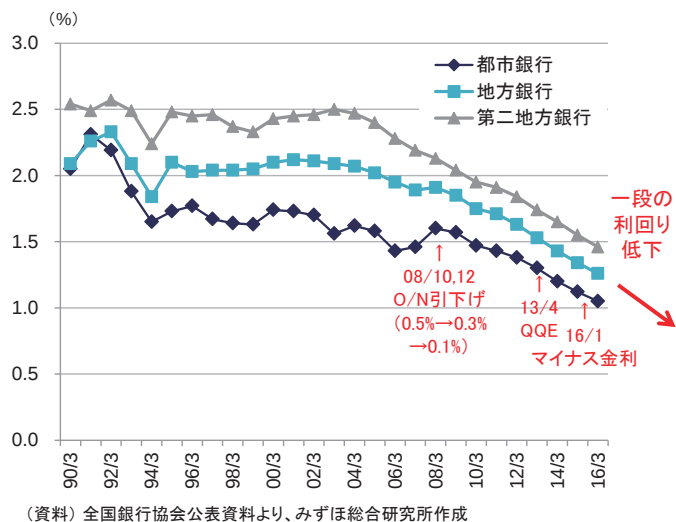
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

(2) 異次元緩和の副作用と政策展望

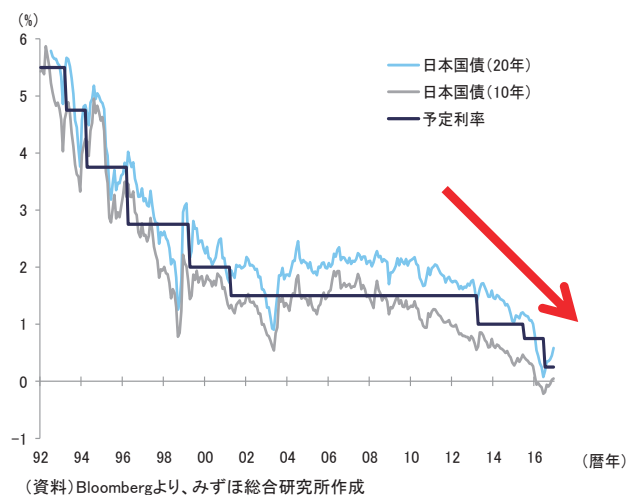
マイナス金利で「水中生活」が続くと、邦銀は収支下振れの消耗戦に

日銀の金融緩和による様々な副作用が懸念されている。低金利や貸出競争激化に伴う預貸金利回り差の縮小が、金融機関収益を下押しが懸念され、日銀は「現段階では金融仲介機能に問題はないものの、影響は累積的に高まる」との見方を示す。低金利は、年金生活者を中心に利息収入の減少など様々なデメリットとなっている。大手生保は予定利率引き下げに加え、一時払い終身保険の販売停止や、保険料の引き上げを実施した。

【 預貸金利回り差の推移(業態別) 】



【 国内大手生保(個人保険)の標準利率 】



低金利による財政規律喪失が懸念。ただし現状では財政運営への信認は維持

安倍政権がこれまで2度にわたり消費増税先送りするも、政府の債務格付けはA格を維持している。格付会社は政府の財政運営を注視しつつも、消費増税先送りによる景気下振れ回避を重視しており、S&Pは格付見通しをポジティブに変更した。(2018年4月)格付けよりもCDSプレミアムのほうが財政悪化に対応する反応は早い、現状ではCDSプレミアムが低下傾向にあり、信認が揺らいでいる様子はない。

【 主要格付会社による日本国債格付け 】

(2018年11月26日現在)

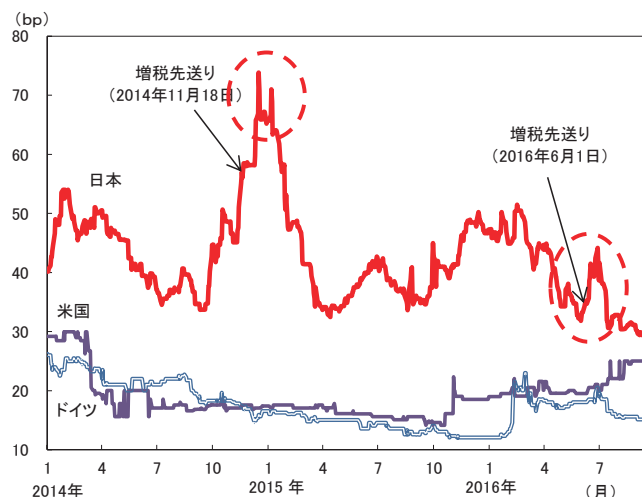
Moody's	S & P	Fitch
1998/11 Aaa	2001/2 AAA	2000/6 AAA
2000/9 Aa1	2001/11 AA+	2001/11 AA+
2009/5 Aa2	2007/4 AA	2002/11 AA
2001/12 Aa3	2002/4 AA-	2012/5 AA-
2002/5 A1	2011/1 A+	A+
2014/12 A2	2015/9 A	A
2007/10 A3	A-	A-
2015/4 A-		

【見通し】

Moody's	S & P	Fitch
安定的	ポジティブ	安定的

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

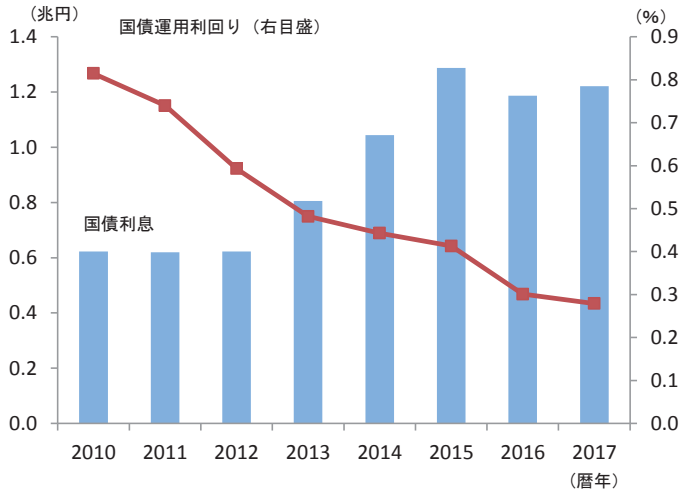
【 CDSプレミアム 】



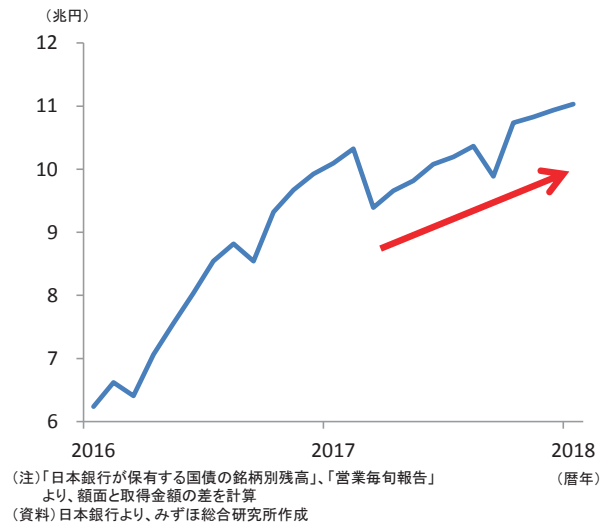
日銀は高価格で国債を購入したことによって償却費増→財務悪化

日銀が保有する国債の運用利回りは低下傾向で推移している、国債買入れにおいて高価格で買い入れていることによる償却費負担も利回りを押し下げる要因になっており、ひいては日銀そのものの財務を悪化させている。

【日銀の保有国債運用利回り】



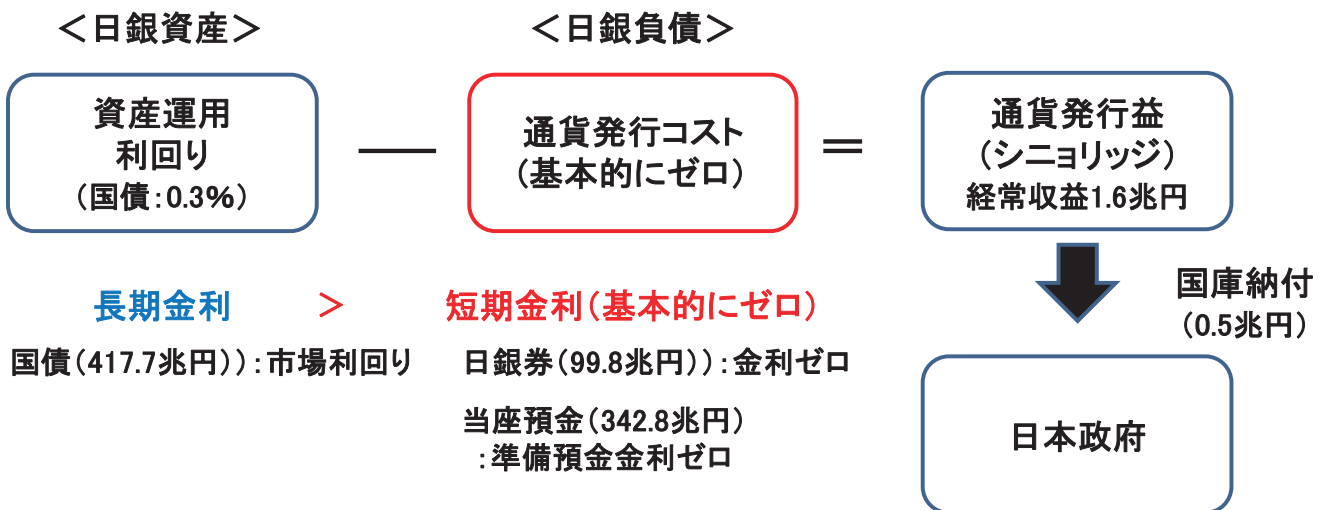
【日銀の国債償却費推計】



日銀の収支悪化は国庫納付金の減少を通じ国民負担となるリスクを孕む

日銀は、ゼロコストの日銀券を発行、または当座預金として預かり、その見合いとして国債等の資産を買い入れている。国債等の資産運用益から通貨発行コストを差し引いた差額が通貨発行益となり、その一部を国庫に納付している。**日銀の財務悪化は、国庫納付金の減少を通じ、国民負担につながる可能性がある。**

【シニョリッジの概念図】

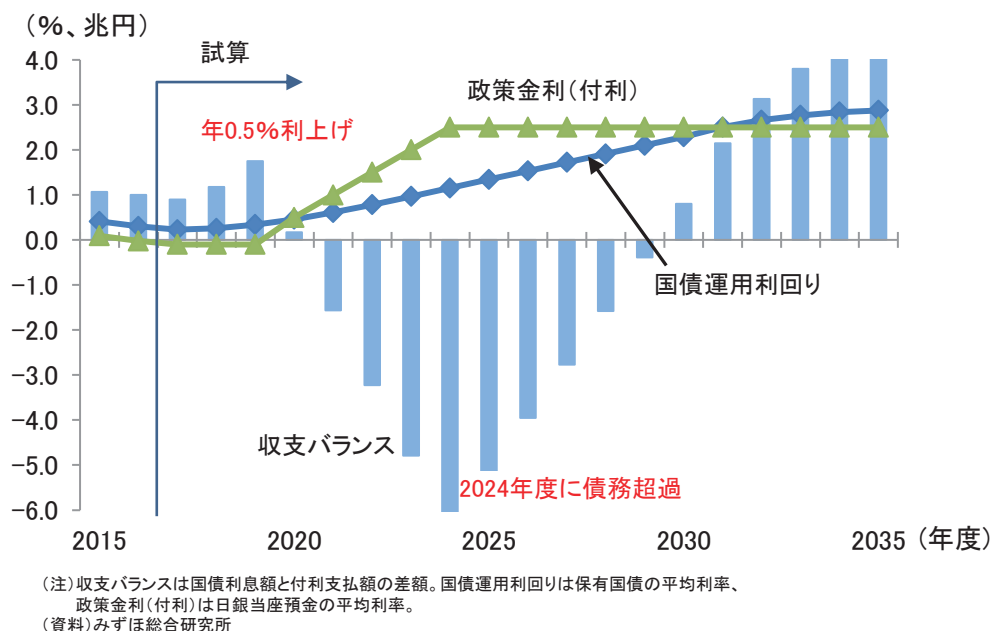


(注) 数字は2016年度。
(資料) みずほ総合研究所作成

バランスシート拡大により、将来の利上げ時に日銀が債務超過となるリスクを指摘

バランスシートが拡大した状況で出口政策を進める（金利を上げる）と、日銀が債務超過となる可能性がある。2020年度以降、年間0.5%のペースで利上げを実施（2024年度の政策金利は2.5%と想定）した場合、収支バランスは2021年度から2029年度まで赤字となり、累計額は30兆円に拡大し2024年度に債務超過になると試算されている。下図の資産によると債務超過解消に数年を要す。

【 利上げによる日銀収支への影響 】

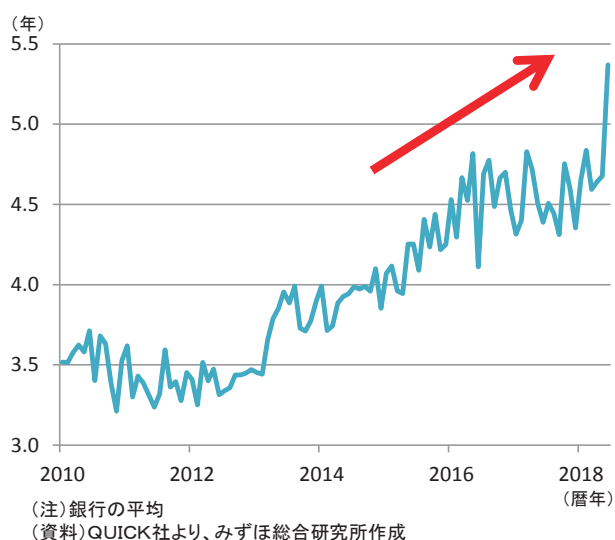


将来の金利上昇による影響が高まる懸念

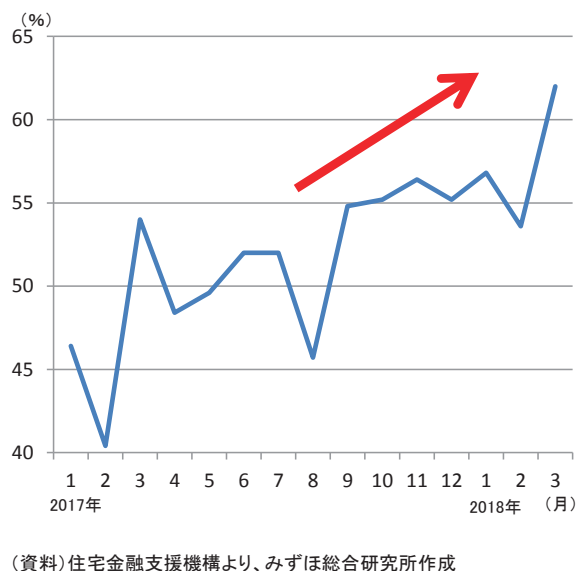
低金利長期化を前提とした金融機関や企業、家計の動きが将来の金利上昇による影響を高めることが懸念されている。

- 金融機関は保有債券のデュレーションを長期化しており、将来の金利上昇による損失リスクが高まる状況となっている。
- 家計の住宅ローンの借り入れにおいても、変動借入の割合が高く、将来の金利上昇時の家計の利払い負担増加が懸念されている。

【 金融機関の保有債券のデュレーション 】



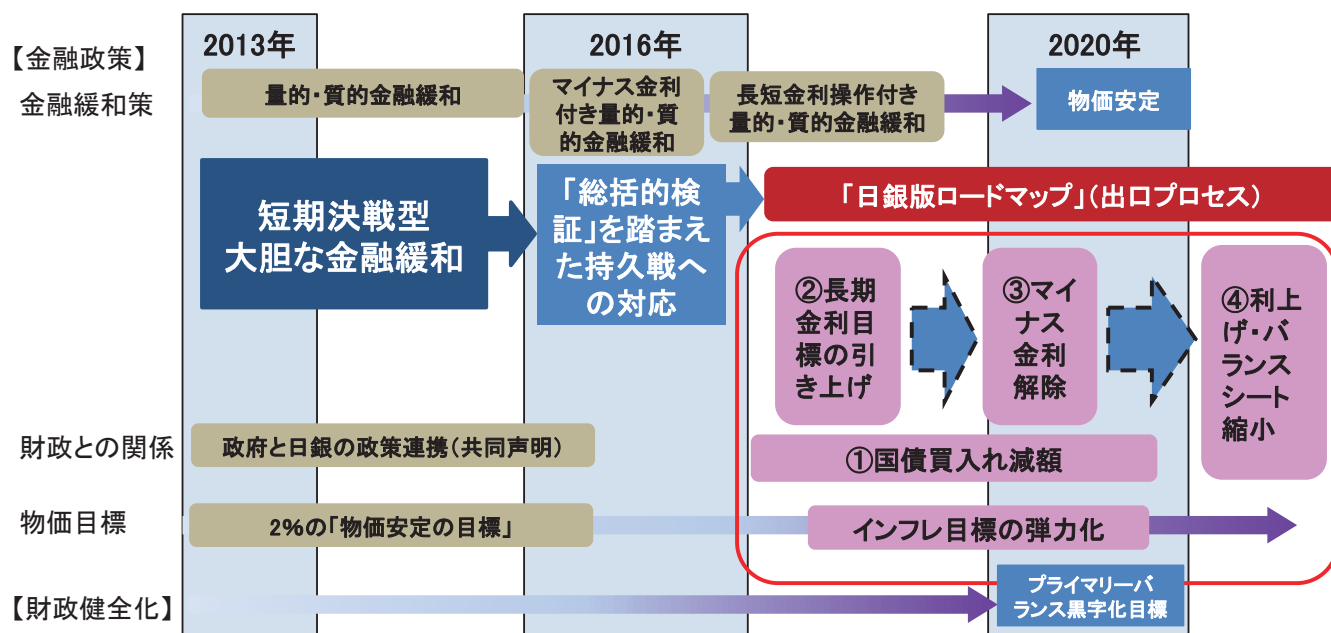
【 住宅ローンにおける変動借入の割合 】



出口に向けたロードマップ

日銀金融政策の出口に向けたプロセスは、①国債買入れ減額、②長期金利目標引き上げ、③マイナス金利解除、④利上げ・バランスシート縮小の4段階と考えられているが、**現状では①から②に進む環境が整っていない**。

【アベノミクスにおける金融財政政策のロードマップ】

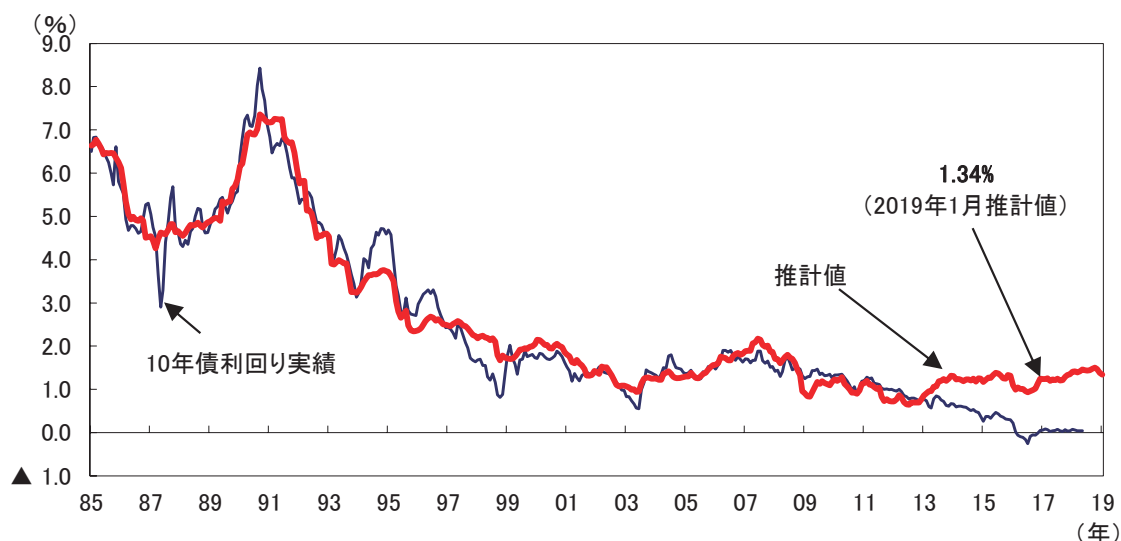


(資料) みずほ総合研究所作成

バランスシート縮小の必要条件は財政健全化の道筋が描けていること

日銀が国債保有額を減額した場合、長期金利が急上昇するリスクが懸念されている。**財政健全化の道筋が描けていることが、バランスシート縮小の必要条件である**。日銀の量的・質的金融緩和開始(2013年4月)前のデータによる推計を行うと、10年国債利回りの推計値は1.34%。日銀の緩和がなければ10年国債利回りが1%台半ばに上昇する可能性もある。

【10年国債利回りの推計値】



(注) 以下の推計式により算出。推計期間: 1985年1月～2013年3月 $adj-R^2: 0.98$ ()内はt値
 $10\text{年債利回り} = -5.7 + 0.20 * (\text{米10年債}) + 0.66 * LN(\text{日経平均}) + 0.76 * \text{無担保コールレート}$
 (-7.5) (10.7) (7.7) (40.6)

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

まとめ

○異次元緩和の市場・経済への影響

・日銀は2013年の量的・質的金融緩和において、大規模な長期国債買入れに加え、物価目標達成への強いコミットメントを示すことにより実質金利を押し下げ、経済を活性化するとともに物価引き上げを企図した。

・しかし、大規模な金融緩和によっても物価目標2%の達成は見通せず。一方、円安進行により企業収益は拡大し、賃上げも進んだが、**消費者物価は目標に届かなかった**。日銀は原因として、「原油価格の急落や、人々の間にデフレマインドが染みついている」ことを、物価目標達成の阻害要因として示した。2019年1月現在では、日銀は物価目標2%を見直す可能性もある。

○異次元緩和の副作用と政策展望

・金融緩和長期化による副作用として、金融仲介機能への影響が懸念されている。預貸金利回り差の縮小が金融機関収益を下押し、低金利長期化は生保・年金の運用環境悪化を通じ家計資産形成上マイナスの影響を与えた。日銀は、現状では金融仲介機能に問題はないものの、影響は累積的に高まるとの見方を示した。

・日銀の出口政策に向けたプロセスは、①国債買入れの減額、②長期金利目標引き上げ、③マイナス金利解除、④利上げ・バランスシート縮小の順。国債買入れ減額は既に着手するも、**バランスシート縮小は財政健全化の道筋が見通せるまで困難である**。



3. 財政運営と国債市場



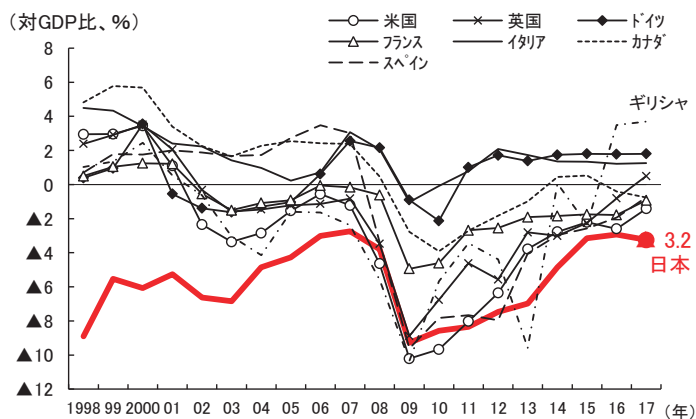
(1) 財政運営の展望とリスク

先進国最悪の状況にある日本財政

日本の財政は先進国最悪の状況となっており、プライマリー・バランス(※)は赤字継続となっている。公的債務残高のGDP比で見ると、**経済破綻したギリシャや経済長期低迷のイタリアを大きく上回る水準となっている。**

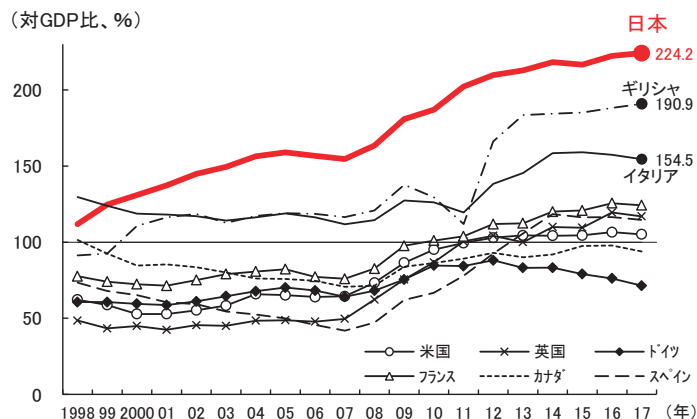
(※) 基礎的財政収支: 借入金を除く税金などの歳入と歳出の差

【プライマリー・バランスの国際比較】



(注) 2017年はOECDによる予測値。
(資料) OECD "Economic Outlook No.104" (2018年11月)より、みずほ総合研究所作成

【公的債務残高の国際比較】

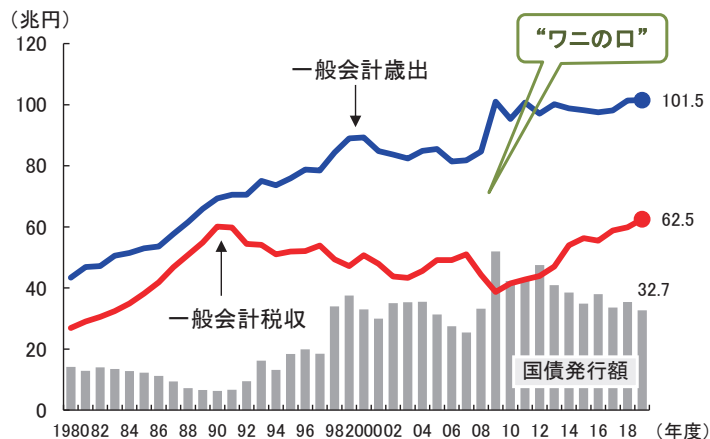


(注) 2017年はOECDによる予測値。
(資料) OECD "Economic Outlook No.104" (2018年11月)より、みずほ総合研究所作成

バブル崩壊後の税収減や景気対策を受け国債発行残高が急増

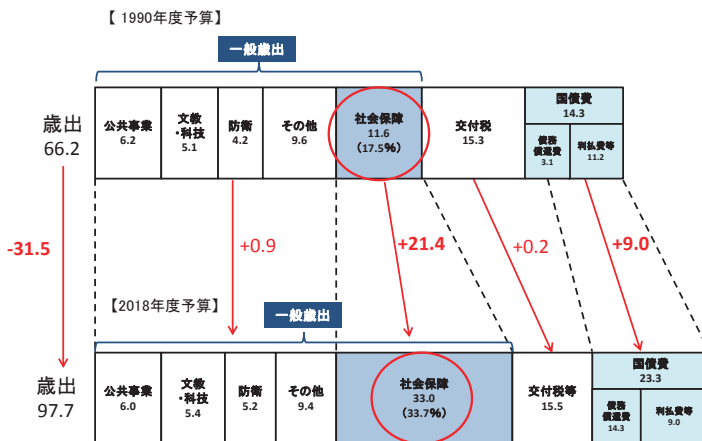
バブル崩壊後に税収が減少する一方、景気対策や高齢化に伴う社会保障費の増加から歳出が拡大傾向にある。**国債発行額は1990年代後半以降大きく増加したままとなっている。**

【歳入・歳出の推移と国債発行額】



(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

【歳出構成比の変化】

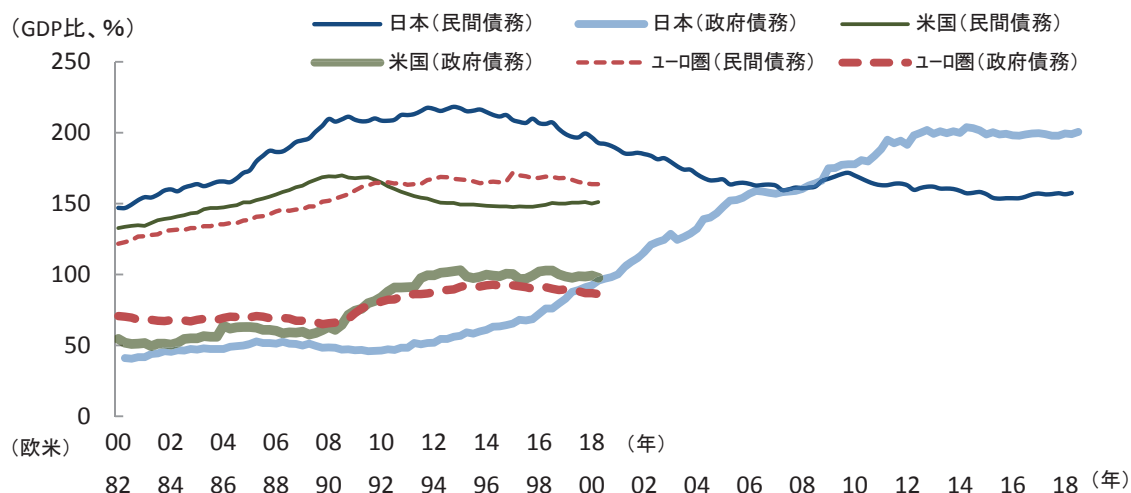


(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

政府債務の増加は民間債務の肩代わりによるもの

日本においては、政府債務残高が拡大する一方、民間債務残高は減少している。政府が民間債務の肩代わりをしたことで、財政状況が悪化する結果になった。民間セクターの負担は大幅に軽減し、上場企業の半分以上が実質無借金の状況となっている。

【日米欧における民間と政府の債務残高対GDP比の推移】

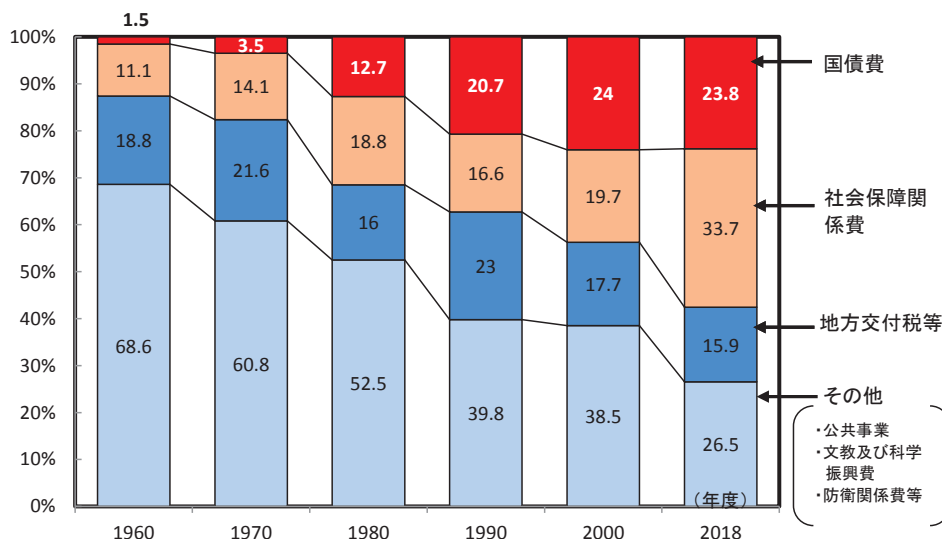


(注) 1997年以前の日本の政府債務(GDP比)は、日本銀行および内閣府の統計より作成。それ以外はBISの推計。
(資料) BIS、日本銀行、内閣府

財政悪化が政策の自由度を奪うリスク

国債費、社会保障関係費の増加が続き、歳出に占める割合が高まれば、他の必要と考えられている政策的な支出が圧迫されるリスクが懸念されている。

【一般会計歳出に占める国債費の割合】



(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

金融政策は手詰まり。財政への依存度が高まるリスク

今後の景気下振れ時の金融政策面での対応余地は限定的となっている。株価急落時はETFの買入れ増額、円高急進に対してはマイナス金利の深掘りが考えられるが、副作用を踏まえ慎重に判断すると思われる。財政への依存度が高まることが懸念される。

【金融政策の選択肢】

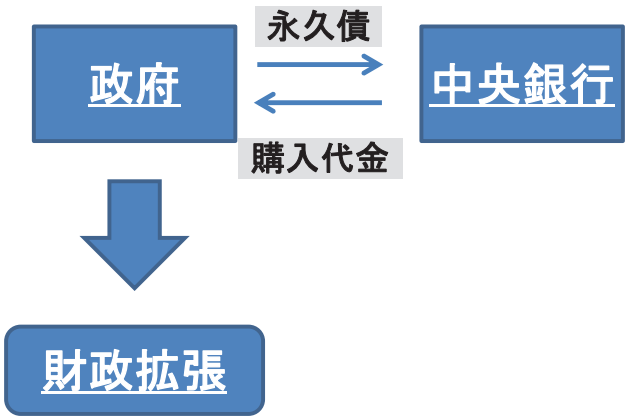
政策手段		蓋然性
マイナス金利の深掘り	・マイナス金利幅を拡大。円高が急激に進行する場合の選択肢 ・長期金利の更なる低下による生保・年金の運用悪化、預貸金利回りの縮小による金融機関収益への影響が懸念	低
貸出支援基金の貸出金利をマイナスに引き下げ	・貸出支援基金の貸出金利をマイナスに引き下げることで、金融機関の収益下振れ懸念に対応するとともに、マイナス金利深掘り余地を確保 ・既存の貸出金利の引き下げ要請につながるリスクがあり、政策効果を副作用が上回る可能性	低
イールドカーブ・コントロールにおける操作目標年限の長期化	・イールドカーブ・コントロールにおける操作目標年限を現状の10年から20年に長期化することで、イールドカーブ全体の利回りを押し下げを強める ・更なる金利押し下げによる景気や物価押し上げ効果は不透明。また、超長期債利回りの引き下げは年金や生保の運用にマイナス ・金利低下により円に対する需要を押し下げれば、為替への効果が期待	有
ETF買入れの拡大	・ETF買入れ増加額を現状の年間6兆円から増額。株価急落時の下支え策としての効果が期待 ・しかしながら、市場機能を歪める、日銀の損失リスクを高めるなどの副作用が懸念	有
国債買入れの拡大	・景気下振れ、物価押し上げ効果は不透明 ・国債の増発がなければ、政策の持続性なく、大幅な拡大は困難 ・財政ファイナンスとの見方を強めるリスク	有

(資料) みずほ総合研究所作成

景気下振れ時に、ヘリマネなどの議論が再度盛り上がる可能性も

今後の景気下振れ時に、金融・財政政策を一体的に運用する「ヘリコプターマネー」政策の議論が盛り上がる可能性がある。「ヘリコプターマネー」論者の主張は、中央銀行が買入れた国債を永久に保有し続け、将来の公的債務の返済に伴う増税負担等を回避することである。財政悪化による人々の将来不安を軽減し、財政政策の浸透力を高める効果が期待される。バーナンキ元FRB議長やターナー元FSA長官が提唱している。

【ヘリコプターマネーの概念図】



(資料) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

【ヘリコプターマネーの効果】

メリット	・中央銀行によるファイナンスにより政府は大量の国債発行が可能 ・財政悪化による人々の将来不安を回避し、財政政策の浸透力を高める効果 ・中央銀行が国債保有を続けることで、出口戦略実施の際などの金利上昇リスクを回避
デメリット	・政府の財政規律が低下する可能性 ・財政拡張方向からの転換が困難となる可能性。物価目標達成後も財政拡張を続ければ、ハイパーインフレのリスクが高まる

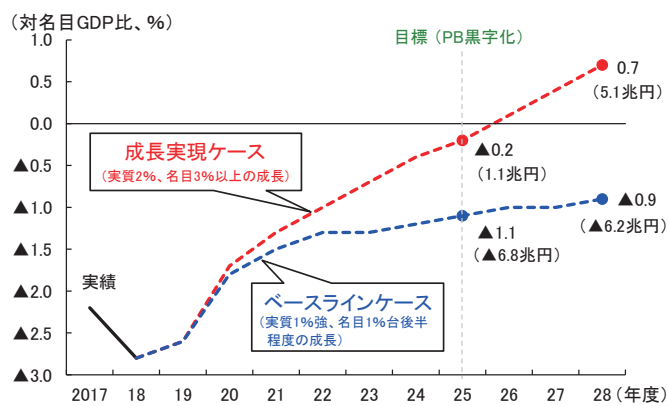
(資料) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

(2) 財政再建に向けた対応策

政府はプライマリー・バランス黒字化を企図

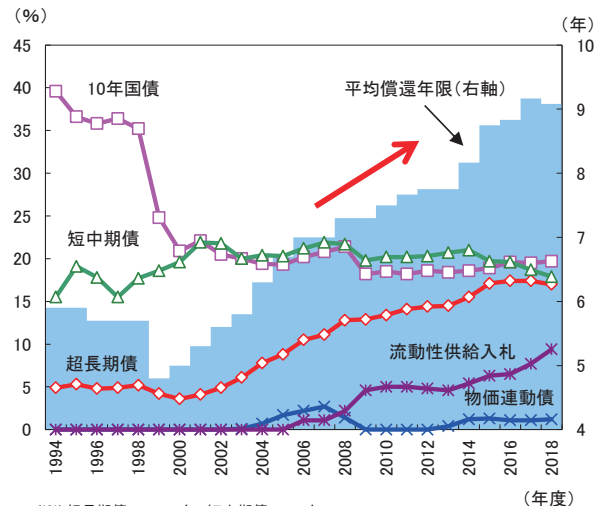
政府は財政悪化を回避するため、プライマリー・バランス黒字化を企図するも、現状では展望できていない。2019年1月に策定された財政健全化計画では、**プライマリー・バランス(基礎的財政収支)黒字化は実質成長率1%強が前提のベースラインケースでは展望できていない**。国債管理政策においては、低金利下で超長期債の発行を増額し借換債の発行抑制を企図した。その結果、平均償還年限は長期化した。

【プライマリー・バランス(基礎的財政収支)の見通し】



(注) 復旧・復興対策の経費及び財源を除いたベース。
(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2019年1月30日、経済財政諮問会議提出資料)

【国債発行計画: 平均償還年限の推移】



(※) 超長期債: 20~40年 短中期債: 2~6年
(資料) 財務省よりみずほ総合研究所作成

政府は各種取得支援策により消費増税の影響軽減に取り組む

政府は、財政再建に向けて消費増税が不可欠であると考えており、各種所得支援策により増税の影響軽減に取り組んでいる。消費増税による所得押し下げ効果は、2014年増税時に比べ大幅に縮小すると試算している。消費税率引き上げ幅の違いに加え、軽減税率、教育無償化、ポイント還元等の各種所得支援策が影響していると考えられている。加えて、軽減税率の導入には体感物価の上昇を抑制する効果もある。軽減税率は購入頻度が高い食品等が対象であり、体感物価上昇による節約志向の強まりを抑え、消費低迷を回避する要因になろう。

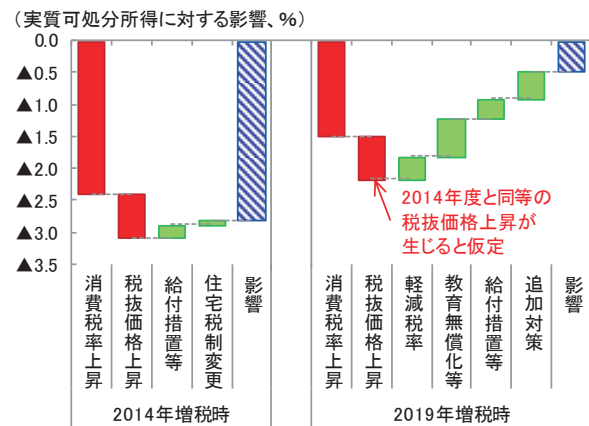
【増税後の所得支援策】

2014年度増税時		規模
給付措置等		0.6兆円
住宅ローン減税等		0.2兆円
合計		0.8兆円

2019年度増税時		規模
軽減税率		1.1兆円
幼児・高等教育無償化		1.8兆円
子育て層支援、保育士・介護人材処遇改善		
年金生活者支援給付金、社会保障充実等		1.0兆円
ポイント還元、プレミアム付き商品券		0.6兆円
住宅・自動車取得支援(減税・給付金)		0.7兆円
合計		5.2兆円

(注) 対策規模は平年度化した値。その他、財務省は防災・減災、国土強靱化のための公共投資(2019年度1.3兆円)も消費増税対策の一部としている。
(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

【実質可処分所得への影響】

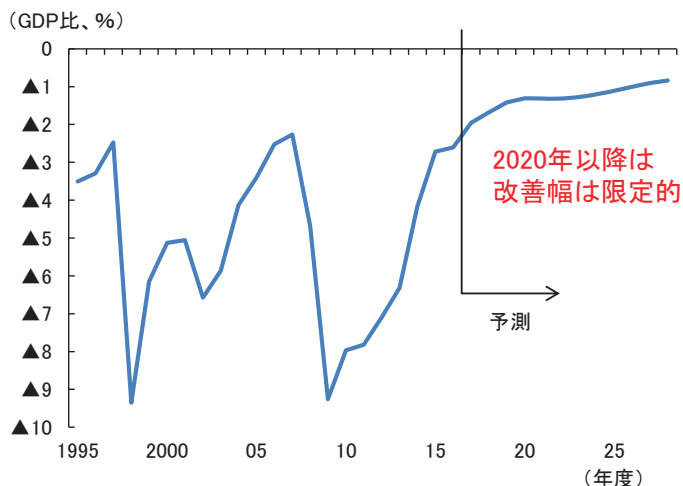


(注) 1. 物価指数は家計最終消費支出デフレーター(除く帰属家賃及びFISIM)。
2. 影響は平年度化した値。
3. 追加対策はポイント還元、プレミアム付き商品券、住宅ローン減税延長、すまい給付金拡充、住宅ポイント、自動車税減税。
(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

プライマリー・バランスは改善見通しも黒字化へのハードルは高い

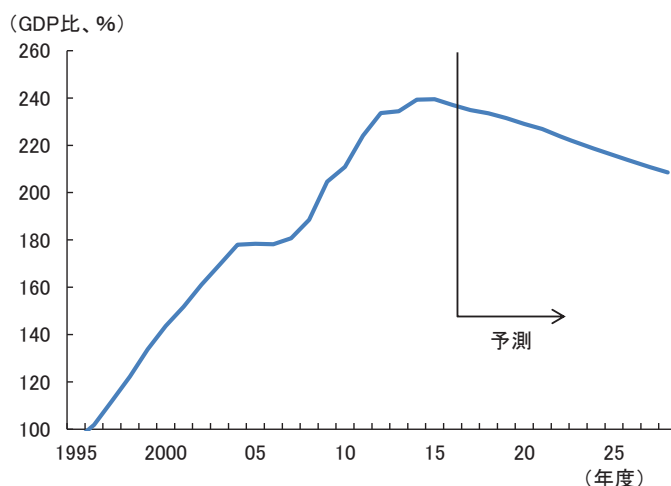
みずほ総合研究所の見通しでは、消費増税などにより2020年度頃までプライマリー・バランスは改善するものの、その後は高齢化に伴う医療・介護支出の増大(政府消費の増加)などを受け、対GDP比の赤字の改善幅は限定的と予想している。しかし、名目成長率の高まりや、金利が予測期間中盤までほとんど上昇しないことを受け、債務残高のGDP比は緩やかに低下する見通しである。ただし、極めて高水準での推移が続くと試算されている。財政改革に向け実効性のある取り組みが不可欠となっており、この点からプライマリー・バランス黒字化のハードルは高い。

【プライマリー・バランスの推移】



(注) 社会保障基金も含んだSNAの一般政府ベース。
(資料) 内閣府「国民経済計算」などより、みずほ総合研究所作成

【政府債務残高の推移】



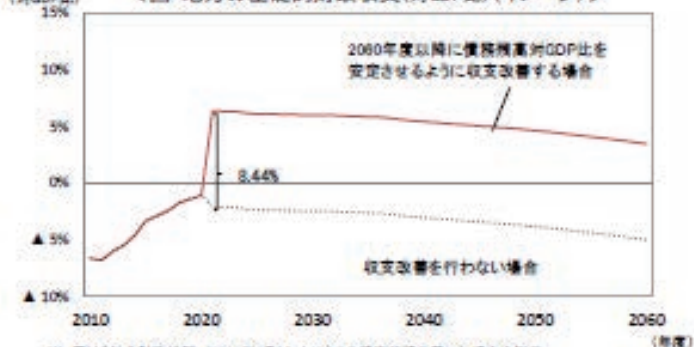
(注) 社会保障基金も含んだSNAの一般政府ベース。
(資料) 内閣府「国民経済計算」などより、みずほ総合研究所作成

財務省は債務残高対GDP比安定化のため大幅な収支改善が必要と試算

財務省が2016年度に行った試算(政府債務の長期予測)によると、2021年度から2060年度までの間、収支改善を行わず、現行の制度・施策を前提とした場合、国・地方の債務残高対GDP比は急速に膨張(発散)する。2060年度以降に債務残高対GDP比を安定させるためには、2020年度時点で対GDP比6.74%~8.44%の収支改善が必要である。つまり、プライマリー・バランスの黒字化が急務である。

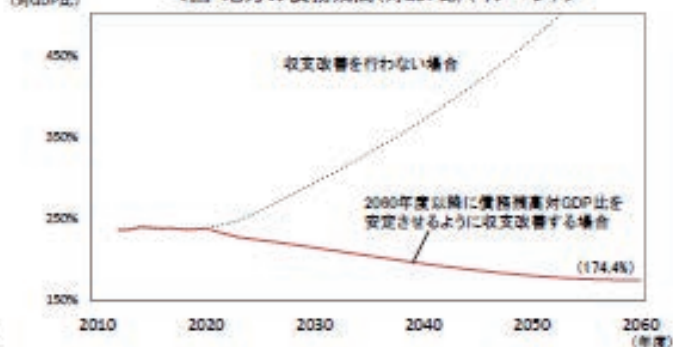
【わが国の財政に関する長期推計(現行制度を前提)】

＜国・地方の基礎的財政収支(対GDP比)(イメージ)＞



※ 図は「年金財政検証」(2014年8月)シナリオEの経済前提を用いた場合を示す。

＜国・地方の債務残高(対GDP比)(イメージ)＞

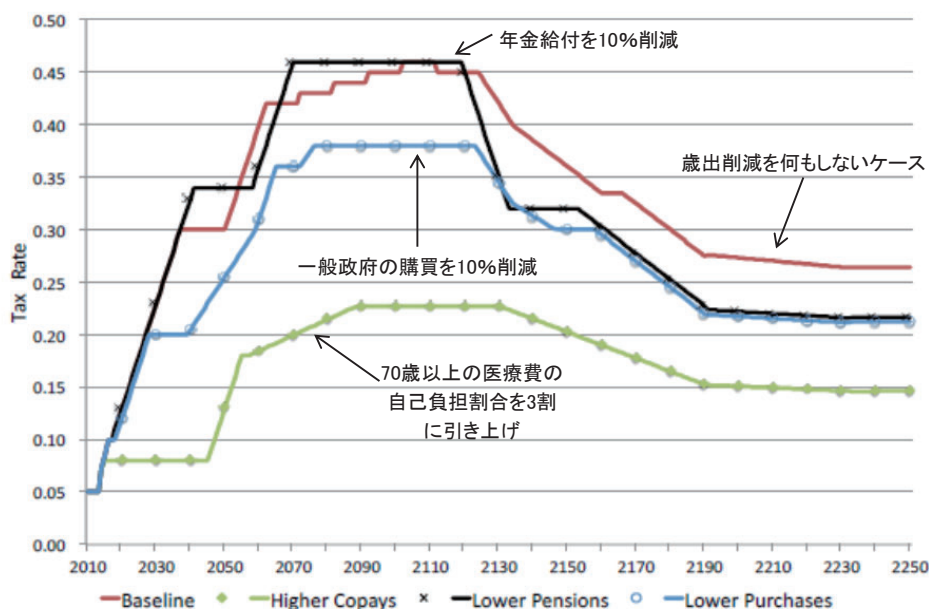


(資料) Braun and Joines(2014)

増税により財政再建を行うには大幅な税率引き上げが必要との分析

アトランタ連銀のBraun氏と南カリフォルニア大学のJoines氏の研究シミュレーションでは、歳出削減をしない場合に必要な消費税率は21世紀後半に45%と試算。その後は世代交代による若返りにより26～27%に落ち着くとの試算がある。年金給付を10%削減すると最終的な税率は20%強、政府の一般的な支出を10%削減すればピーク時の税率は36～37%、**70歳以上の医療費の自己負担割合を3割に引き上げればピーク時の税率は23%程度に収まる。**

【日本経済に必要な消費税率】

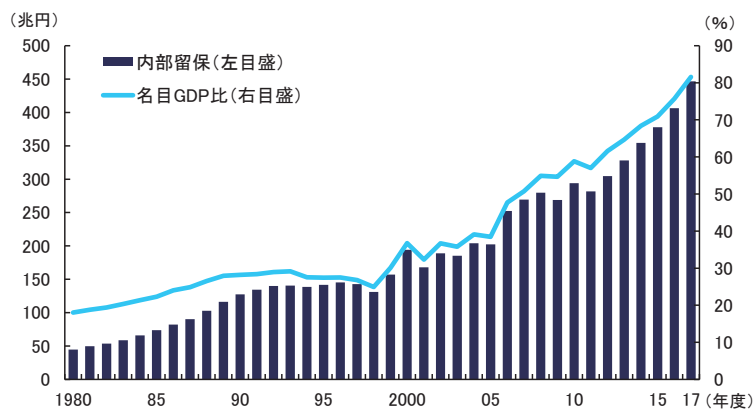


(資料) Braun and Joines (2014)

企業の留保資金への課税との意見も

2016年度に実施された法人税率引き下げの検討プロセスでは、賃上げや投資を促すための内部留保課税の議論が一部で顕在化した。利益への二重課税、経営の自由度を損なうなどの問題点も指摘されるが、賃金・投資動向次第で議論が再燃する可能性がある。

【企業の内部留保とそのGDP比の推移】

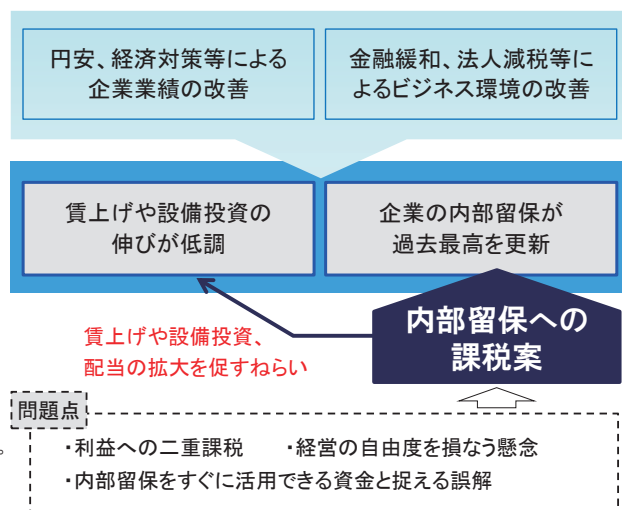


(注)1. 全規模・全産業ベース(金融・保険業を除く)。内部留保=利益準備金+積立金+繰越利益剰余金。

2. 名目GDPは、1993年度までは2000年基準、1994年度以降は2005年基準。

(資料)財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

【企業の内部留保を巡る議論】



(資料)各種資料・報道等より、みずほ総合研究所作成

財政規律維持のための仕組み作りが重要に

○ 健全化目標・歳出抑制ルール・チェック機関などで財政規律を維持する必要がある。

- ・ 短期・中期・長期の財政健全化計画の策定、目標の明確化とその定期的なチェック **運用**
- ・ 歳出におけるシーリングやペイ・アズ・ユー・ゴー原則（歳出を拡大する際には別の歳出減か増税で財源を手当て）の設定と、その徹底 **制度**
- ・ 独立的な監視機関を設置するなど、政府や国会をチェックする仕組みを導入 **機関**

【 各国で運用されてきた財政規律維持のルール 】

【財政収支】	〔運用例〕	【歳出・歳入】	〔運用例〕	【債務ストック】	〔運用例〕
名目的な財政収支の均衡	米国 ドイツ	歳出に上限 (名目GDP比など)	スウェーデン ニュージーランド	総公的債務残高<グロス> (名目GDP比など)	EU各国
構造的財政収支の均衡 (景気調整済み財政収支)	オランダ スイス	歳出に上限 (ゼロ・シーリングなど)	日本 米国	純公的債務残高<ネット> (名目GDP比など)	英国 オーストラリア
景気循環を通じての 財政収支の均衡	英国 オーストラリア	歳入に上限 (名目GDP比など)	オーストラリア	総債務と純債務の両方 (名目GDP比など)	ニュージーランド
基礎的財政収支の均衡 (プライマリー・バランス)	日本	ペイ・アズ・ユー・ゴー原則 (歳出増には、別の歳出減か 増税で対応)	米国 日本(ただし不徹底)		
財政赤字の下限設定 (名目GDP比など)	EU各国 日本				

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

海外では独立財政機関を設置する動き

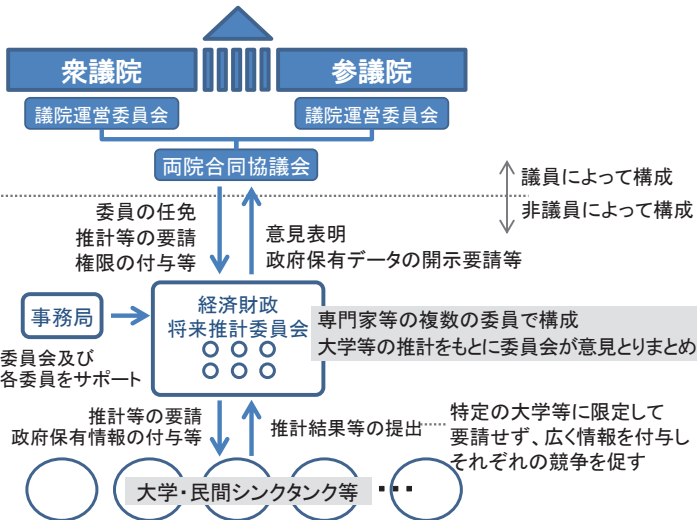
財政や社会保障に関する将来推計を行う独立財政機関の存在が財政再建を進めるうえで有効との見方もある。海外の主要国では近年、財政や社会保障に関する将来推計を行う第三者的な組織を創設する動きが活発化した。我が国でも2013年に、超党派有志の国会議員が、立法府に独立推計機関を設置するよう提言した経緯がある。

【 主要先進国の独立財政機関 】

	創設年	創設根拠	所属	マクロ財政分析	債務持続性分析	政府への助言機能
米国(CBO)	1975	法律	立法府	○	○	
オランダ(CPB)	1986	法律	行政府	○	○	
ベルギー(HCF)	1989	政令	行政府		○	○
韓国(NABO)	2003	法律	立法府		○	
スウェーデン(FC)	2007	政令	行政府	○	○	○
カナダ(BPO)	2008	法律	立法府		○	
英国(OBR)	2010	法律	行政府		○	
オーストラリア(PBO)	2011	法律	立法府	○	○	
アイルランド(IFAC)	2011	法律	独立			○
ポルトガル(CFP)	2011	法律	独立	○	○	
スロバキア(CBR)	2012	憲法	独立		○	
フィンランド(FPAO)	2013	法律	立法府	○	○	
フランス(HCFP)	2013	法律	司法			
イタリア(UPB)	2014	憲法	立法府	○	○	
スペイン(AIREF)	2014	法律	独立	○	○	○

(注) () 内は各国の独立財政機関の略称。
(資料) George Kopits, “The Case for an Independent Fiscal Institution in Japan”, IMF Working Paper WP/16/156, August 02, 2016

【 超党派国会議員による独立推計機関に関する提言 】



(資料) 東京財団「政策提言：独立推計機関を国会に」(2013年11月)

(3) 財政の安定化に向けて

日本の強みは完全なソブリンであること

日本は欧州債務国と異なり自国通貨を発行することで政府債務のマネタイズが可能で完全なソブリンとなっている。欧州債務国は独自の金融政策が行えず(副次的ソブリン)、通貨が統合されていることから通貨調整も不可能であった。また、経常収支が黒字であることも財政運営上の強みとなっている。米国は経常赤字であるが、ドルが基軸通貨であることから、ファイナンス力に強みがある。

【 ISバランスの4類型 】

	国内純貯蓄	財政収支	経常収支	備考
米 国	赤字	赤字	大幅赤字	「双子の赤字」だが、基軸通貨で、「full sovereign(完全なソブリン)」
日 本	大幅黒字	赤字	黒字	「full sovereign(完全なソブリン)」
2001年アルゼンチン等、途上国危機	赤字	赤字	赤字	通貨調整あり、ただし、「sovereign」自体に議論
欧州債務国	赤字	赤字	赤字	通貨調整困難で、「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」

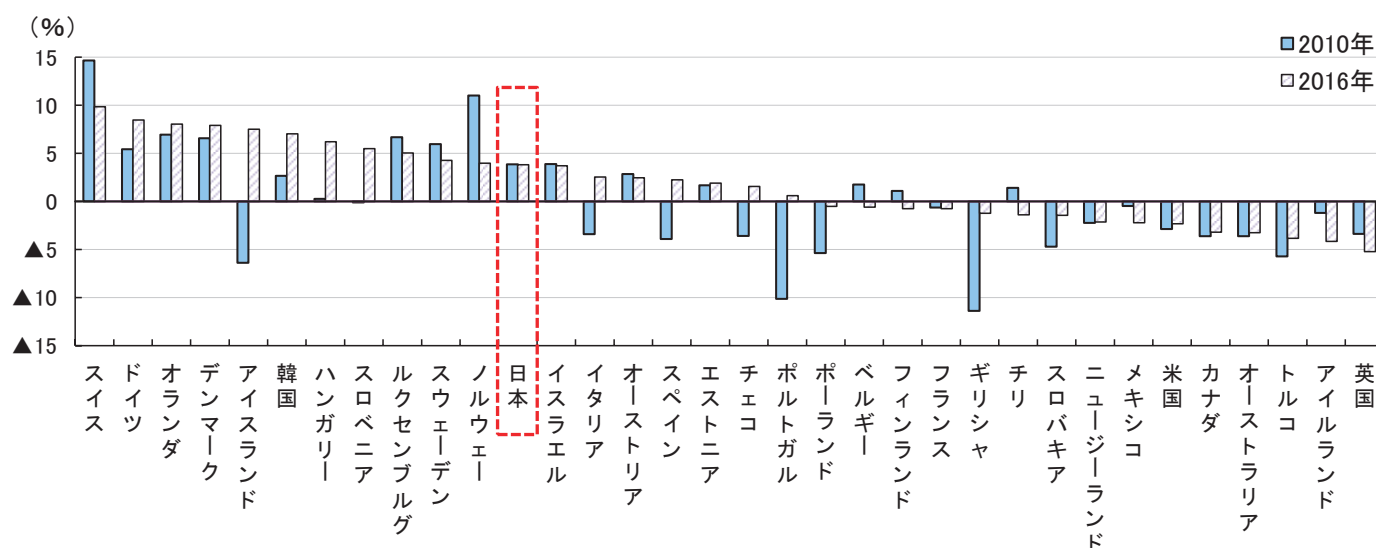
(注) ここでいう「完全なソブリン」とは、自国通貨を発行できる国・政府で、政府債務を自国でマネタイズして通貨調整を行うことも可能である。一方、「副次的ソブリン」とは、通貨を発行できない国・政府を指し、ユーロ加盟国はそれにあたる。ユーロ加盟国の場合、国債を発行しても、それを中央銀行が自由裁量でマネタイズすることができず、通貨調整も不十分にとどまる。

(資料) みずほ総合研究所作成

経常収支黒字も日本の強み

欧州債務国の問題は、財政赤字に加えて経常収支が赤字であったことである。日本は財政状況は厳しいものの、**これまで経常黒字を維持しており、国内資金で財政をファイナンスすることが可能である。**

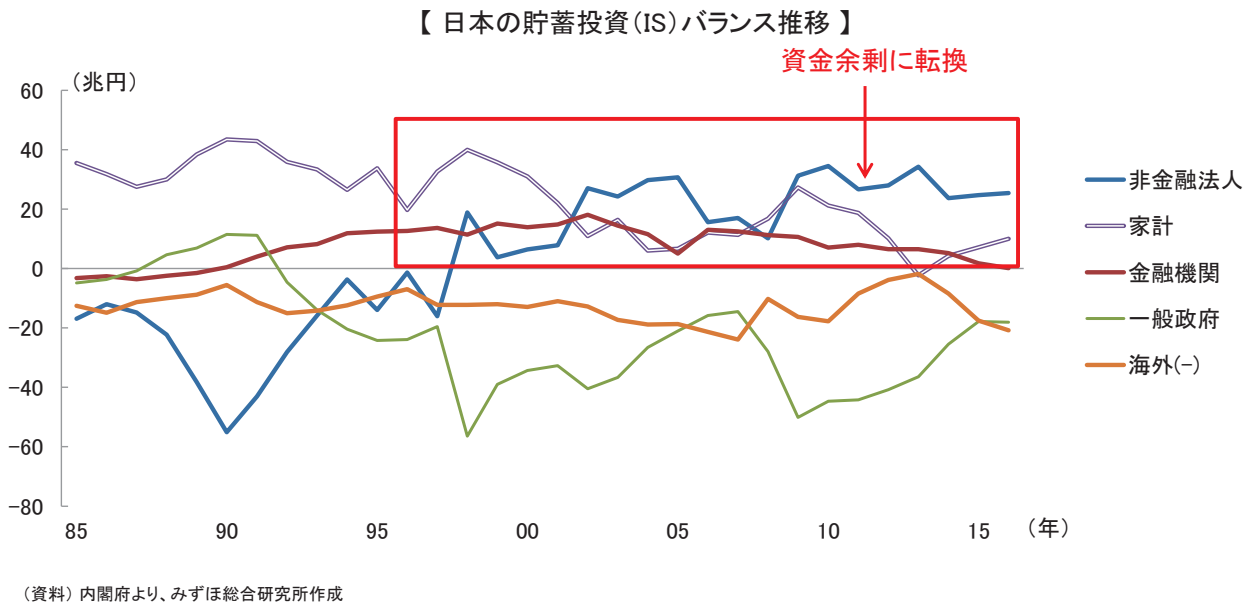
【 各国の経常収支(対GDP比、2010・2016年) 】



(資料) OECD "Economic Outlook No.99" より、みずほ総合研究所作成

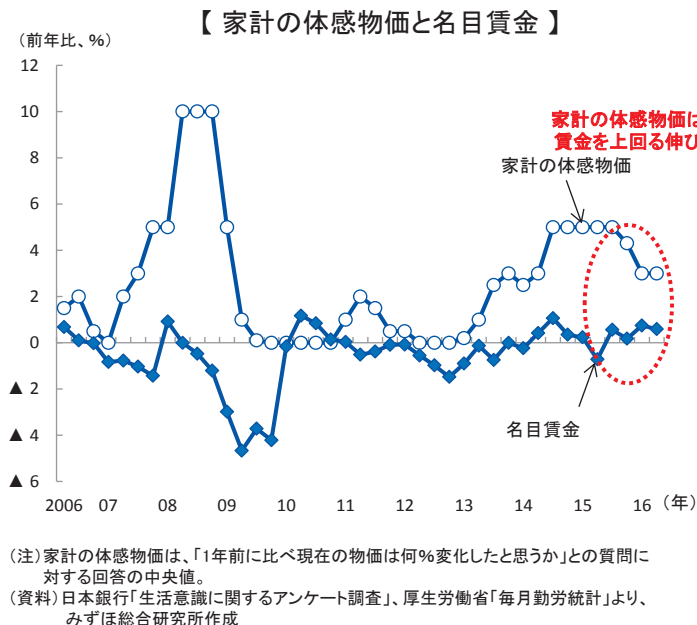
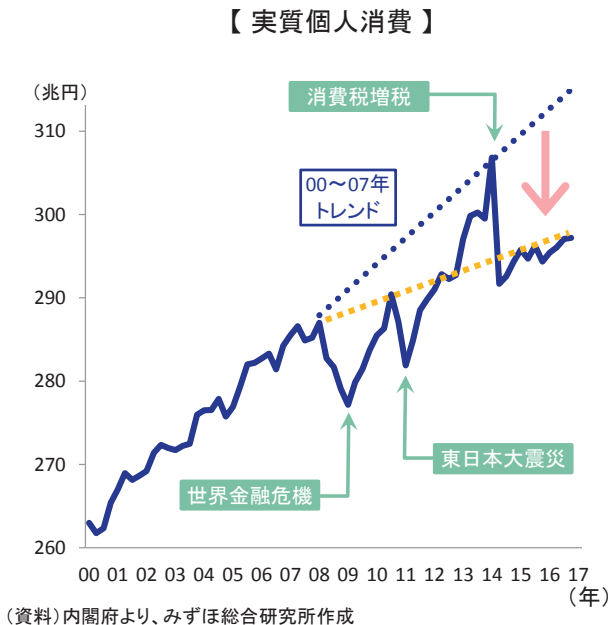
貯蓄投資バランスは家計、企業とも資金余剰

日本の貯蓄投資バランスは家計、企業とも資金余剰の状況。金融機関を中心とした投資家は国内に投資を集中させる傾向（ホームバイアス）があり、当面の国債発行を支える構造が維持される見込み。ただし、高齢化により家計の貯蓄率は低下しており、国内の貯蓄超過（＝経常黒字）をいつまで維持できるかがポイントになる。



個人消費は金融危機前のトレンドから下振れ

実質個人消費は金融危機前のトレンドから下振れた状況であり、賃上げは進むも、財政不安など将来不安が個人消費の回復の抑制要因になっている。金融緩和による円安進行により身近な生活必需品の価格が上昇し、家計が物価の上昇を意識し易い状況（体感物価の上昇）が生じ、賃金上昇の効果を打ち消す結果となった。また、社会保障負担の上昇も賃金上昇の効果を抑制する要因になっている。当面の国債消化に問題がなくても、家計などの不安を払拭するため、着実な財政再建への取り組みが求められる。

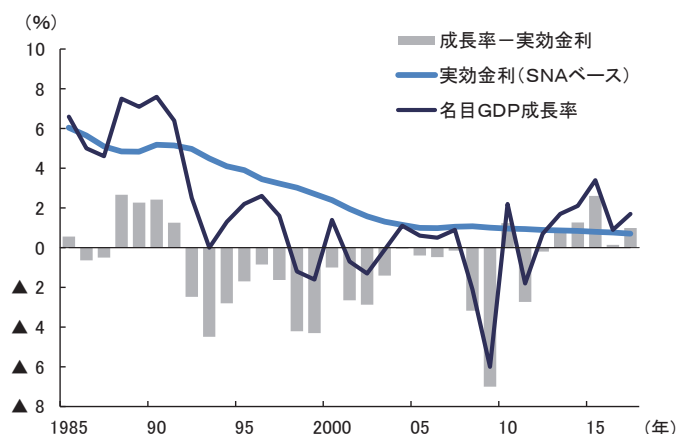


債務残高を安定化させるには、プライマリー・バランスの均衡が必要

当面の目標は債務残高の安定化にある。ドーマー条件によると、プライマリー・バランスの均衡に加え、「成長率＞金利」の状況が維持できれば債務が安定する。日本は金融緩和により足元成長率が金利を上回る状況であり、高成長かつ「成長率＞金利」が継続すれば、プライマリー・バランスが赤字でもストックの債務残高のGDP比が低下する可能性がある。

政府にとっては、日銀の金融緩和による低金利の長期間維持が財政再建を進めるうえでの必要条件となる。ただ、長期にわたって「成長率＞金利」を維持するのは困難である。日本の場合、成長率が1～2%程度しか期待できないため、金利を低く抑えることが重要となってくる。

【実効金利と名目成長率の推移】



(注) 実効金利＝一般政府の支払利子／一般政府の前年末負債残高により算出。
(資料) 内閣府「国民経済計算」等より、みずほ総合研究所作成

【ドーマー条件】

基礎的財政収支が均衡している場合 ($g_t = t_t$):

$i < g \Rightarrow$ 債務残高のGDP比は低下

$i > g \Rightarrow$ 債務残高のGDP比は上昇

$$d_t - d_{t-1} \approx \underbrace{gov_t - t_t}_{\text{基礎的財政収支 (GDP比) の変化}} + \underbrace{(i - g)}_{\text{金利と成長率の差}} \cdot d_{t-1}$$

d_t : 債務残高、 gov_t : 政府支出、 t_t : 税金 … 全て名目GDP比
 i : 名目利子率、 g : 名目成長率 … ともに一定と仮定

ただし、基礎的財政収支 ($gov_t - t_t$) が赤字でも、 $i - g$ が十分に大きければ、債務残高のGDP比 ($d_t - d_{t-1}$) は低下

(資料) みずほ総合研究所作成

まとめ

○財政運営の展望とリスク

- ・日本の財政は先進国最悪の状況。政府は消費増税などによりプライマリー・バランス黒字化を企図するも、高齢化に伴う医療・介護支出の増大などから、**目標達成のハードルは高い**。
- ・今後、財政悪化が政策の自由度を奪う懸念がある。また、金融政策の手詰まり感が強まる中、景気下振れ時には財政への依存度が高まる可能性がある。
- ・もっとも、日本や米国は欧州諸国と異なり自国通貨発行で債務をマネタイズできる強みを有するとともに、**経常収支黒字や日銀の金融緩和により財政悪化が危機につながりにくい構造となっている**。金融機関などの国内投資家は国内投資を中心に行う傾向があり、当面の国債消化を下支え。近い将来、財政悪化による金利上昇で経済が混乱するリスクは低い。ただし、現状のまま債務残高が増加を続ければ、家計や企業の将来不安は払拭できず、消費や投資活動が委縮することで、成長率が鈍化するリスクがある。また、海外投資家への依存度が高まっていけば、低金利での国債発行が困難となるリスクがある。

○財政再建に向けた対応策

- ・財政再建に向けた対応策は、①歳出の抑制、②増税等による歳入確保、③財政規律維持のための仕組み作りなどであるが、**財政再建に必要な歳出削減や増税を行うことは政治的に困難である**。ただし、財政再建に向け不要な歳出を抑制することなどにより、一歩ずつでも財政再建に向けた取り組みを行うことが、家計や企業の将来不安を払拭するうえで重要なポイントとなる。まずは債務残高安定化が当面の目標である。

国債市場に関する調査研究（平成 30 年度）

平成 31 年 3 月

編集・発行所 一般財団法人 ゆうちょ財団
ゆうちょ資産研究センター
〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町 3-7-4
TEL : 03-5275-1814
HP : www.yu-cho-f.jp/

印刷・製本 錦明印刷(株)

乱丁本、落丁本はお取替えます。