

長期金利の異変は一時的か**ー オオカミ少年のもう一つの教訓**

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

5月以降、日米欧の長期金利が不安定な動きをみせている。特に日本国債のリスクの話をするると決まって受けるのがオオカミ少年という指摘である。しかし今オオカミ少年から学ぶべきは「どれだけ嘘をつかれても脅威に対しては常に備えておくべき」という大人に対する教訓である。

オオカミがいつ来るかは筆者にもわからないが、これまで日本国債を支えてきた国内ファイナンスの構造が今後急速に変化することは強く認識すべきである。急激な高齢化に伴って家計貯蓄率はマイナス時代に突入しており、家計が大量の国債を吸収することは出来なくなっている。今は家計に代わって企業と日銀が政府の資金不足を補っているが、企業貯蓄が国債ファイナンスの担い手になるのは明らかに健全な姿とは言えない。異次元緩和による日銀の国債購入は財政ファイナンスに等しい状況を作り出しているが、国債残高を維持し続けることは副作用があまりに大きい。

打ち出の小槌が存在しないことが明らかになった以上、国債累増による返済能力の低下というリスクに真正面から取り組まなくてはならない。その一歩がプライマリー・バランスの黒字化である。

■ 長期金利の異変 ～オオカミ少年のもう一つの教訓

日米欧の長期金利が5月以降、不安定な動きをみせている。特に一時0%目前まで急降下したドイツの長期金利の跳ね上がりは大きく、6月3日には0.9%近くまで上昇した。欧州のデフレ懸念を背景に大量に積み上がった「ドイツ国債の買い、ユーロ売り、原油先物売り」のポジションが、5月の独CPIをきっかけに急激に巻き戻されたとみられる。ドイツの金利反転とともに日米の国債市場も売り圧力が強まり、ボラティリティが大きく上昇した。量的・質的緩和政策(QQE)導入以降、国債市場は世界的に流動性が低下しており、長期金利は一方向に振れやすくなっている。長期金利の下方トレンドが崩れ、新たなトレンドが形成されつつあるとすると、日本の長期金利も上昇圧力を受けることは間違いない。

このように言うと、決まってオオカミ少年という指摘を受ける。国債暴落説はこれまで何度も囁かれてきたテーマだが、実際に暴落が起きなかったことでオオカミ少年と言われるようになった。しかしオオカミ少年の教訓は2つある。1つは「何度も嘘をつくとも本当のことも信じてもらえなくなる」という少年に対する教訓、もう一つは「どれだけ嘘をつかれても脅威に対しては常に備えておくべき」という大人に対する教訓である。日本国債に関しては2つめの教訓が重要である。過去に起きたかどうかと今後起きる可能性(リスク)は別次元であるが、しばしば両者が混同されて議論されることが問題の本質を見えづらくしている。心理学用語でいう「ヒューリスティックの罠」に陥らないよう、ゼロベースで考える必要がある。

■ 縮まるオオカミとの距離

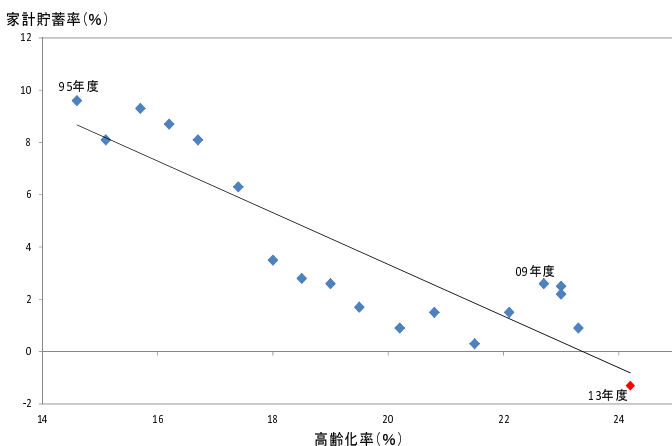
オオカミがいつ来るのかは筆者にもわからない。しかしその距離は着実に縮まっていると言える。筆者が改めて強調したいのは、これまで日本国債を支えてきた国内によるファイナンス構造が変化しつつある点にある。

不安定性増す国内ファイナンス**～家計貯蓄率マイナスの意味**

13年4月以降、日銀が行っている異次元緩和とは、民間銀行が日銀に預けている準備預金を増発することで国債を大量に購入するというものである。日銀のバランスシートで説明すると、日銀が民間銀行から大量購入した国債は、資産側に計上されると同時に、民間銀行が日銀に預けている当座預金として負債側に同額が計上される。

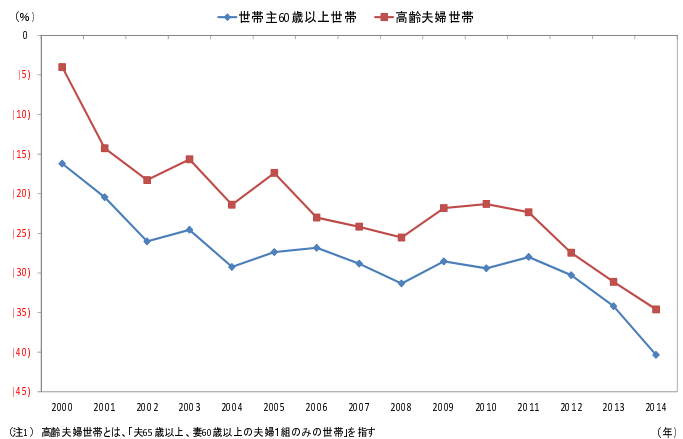
重要な点は、民間銀行が保有している当座預金の資金源となっているのが、家計や企業が銀行に預けている預金という事実である。預金が順調に集まっている限り、民間銀行を介した日銀の国債購入というシステムは回り続ける。足元、銀行預金は前年比3%程度で増加しており、金融機関はそれを見合いに日銀の国債購入に応じてきた。預金が順調に集まっている限り、このシステムは順調に機能する。しかし、人口の高齢化で預金の取り崩しが増えることで、今後、預金を資金源とする国債購入の歯車が狂う可能性が高まっている。

2013年度の家計貯蓄率が調査開始以降初めてマイナスになったことが話題となった。高齢化が社会全体の貯蓄率を押し下げる要因となっている（図表1）。世帯主65歳以上の高齢世帯は全世帯の4割に達しており、うち約7割以上が無職世帯である。高齢無職世帯の黒字率は支出が収入を上回るマイナス状態にあり、マイナス幅は年々拡大傾向にある（図表2）。支出が収入を上回った部分の殆どは預貯金の取り崩しによって補われている。高齢化率が高く人口減に苦しむ地方の場合、すでに個人預金の伸び悩みが起きており、地銀再編を促す一因にもなっている。



(出所)「国民経済計算年報」内閣府、「日本の将来推計人口」国立社会保障・人口問題研究所より作成

図表2 高齢無職世帯の黒字率の推移



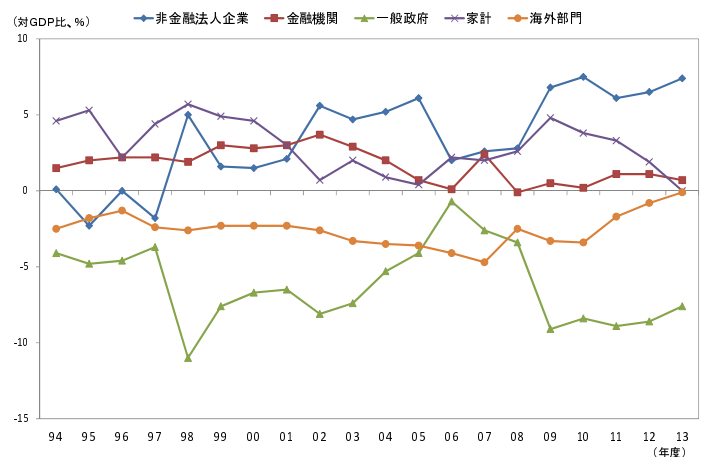
(注1) 高齢夫婦世帯とは、「夫65歳以上、妻60歳以上の夫婦1組のみの世帯」を指す
 (注2) 黒字率=(可処分所得-消費支出)÷可処分所得
 (出所)「家計調査」総務省

～頼りにならない企業貯蓄

先のように、家計貯蓄率がマイナス状態となれば、毎年新たに発行される大量の国債を家計の貯蓄が吸収することは出来ない。家計、企業、政府など部門別の貯蓄・投資バランス（資金過不足）をみると、ここ数年、家計部門に代わって巨大な財政赤字を補っているのは企業部門である（図表3）。家計部門の余剰資金が金融部門を通じて企業部門に流れるという教科書的な構図と今の日本経済の姿は大きく異なっている。

家計部門に代わって企業部門が国債の国内ファイナンスの担い手になるというのは明らかに健全な姿とは言いがたい。企業部門の資金余剰は内部留保（利益剰余金）の増加としてバランスシートの資本の部に計上される。内部留保の一部は土地や建物・設備となり、残りは現預金として銀行部門に流れている。しかし、企業にとって現預金とは、運転資金や成長資金等への活用を目的とするもので、家計部門の現預金とは性質が異なる。設備投資など成長資金として活用される場合は資金余剰も急速に縮小することになる。

図表3 部門別の資金過不足状況



(出所)「国民経済計算」内閣府

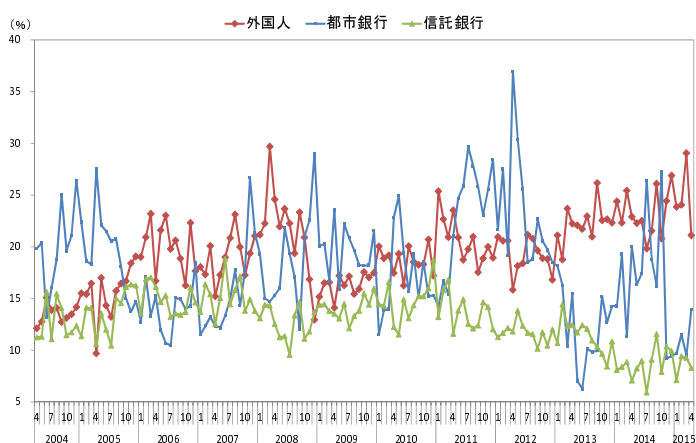
～存在感高まる海外投資家

家計貯蓄は高齢化でマイナス状態、企業貯蓄もサステナブルでないとすれば、国債のファイナンスを国内貯蓄のみで賄うというシナリオはもはや描けない。

国内ファイナンスが脆弱となると必然的に存在感が高まってくるのが海外投資家である。ストック面で見ると、海外投資家による日本国債の保有シェアは長期国債で5%程度、短期国債を合わせても1割程度である。このため、ストック面からは海外投資家の行動はそれほど強く意識されてこなかった。しかしフロー面でみると状況は大きく異なる。日本国債に関する海外投資家の売買シェアは2割を超えており、大手投資家として相場形成に影響のある都市銀行を上回る規模となっている。デリバティブ市場になるとこの傾向はより鮮明となり、国債先物市場における海外投資家の売買シェアは2014年に5割を上回った。これまでも海外投資家は日本の財政悪化を材料に先物市場で売り仕掛けをしてきたが、相場を崩すには至らずオオカミ少年と言われてきた。大きな理由は国債残高の9割を国内勢が所有していることにより、現物市場を崩すことが出来なかったからである。

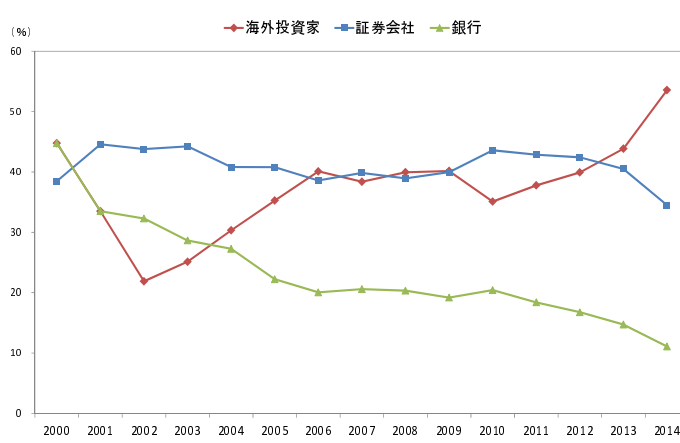
では今後も外国人投資家はオオカミ少年と言われ続けるのだろうか。筆者は今後も外国人投資家の売り仕掛けは失敗するとの見方はあまりに楽観的ではないかと考えている。外国人投資家の現物市場でのプレゼンスの高まり、国内預金減少による銀行の国債購入余力の低下等により、国債市場のボラティリティは確実に高まる方向にある。ボラティリティが高まれば、03年のVaRショックのように、市場リスクの増大を前に金融機関はポジションを減らさざるを得ない。

図表4 国債現物市場の投資家別シェア



(出所)「投資部門別売買状況」東京証券取引所

図表5 国債先物市場の投資家別シェア



(出所)「投資部門別売買状況」東京証券取引所

日銀の出口戦略の難しさ

このように日本国債のマネーフローに構造的な変化が起きている。そうした中でも国債市場が安定性を維持しているのは、異次元緩和によって日銀が国債を大量に買入れているからである。異次元緩和を続ける限り、日銀は買入れた国債の満期が来ても、引き続き借り換える（日銀乗換）ことで国債の残高を維持している。したがって、異次元緩和によって日銀が買入れた国債は「日銀が保有している限り」返済負担が生じないことになる。日銀が直接国債を引き受けて財政赤字を埋めることを一般に財政ファイナンスと呼ぶ。異次元緩和における国債の購入はあくまで金融機関を通じて行っているが、国債を保有し続ける限り、実態上は財政ファイナンスが行われていることに等しい。

日銀が買入れた国債をどうするかという出口戦略が内外で盛んに議論されている。一部には、買入れた国債を日銀乗換によって保有し続ければよいという極端な見方もある。確かに満期を迎えた国債の資金で新たな国債を買われれば、元本に相当する返済負担は生じないことになる。しかし、日銀が買入れた国債残高を

将来にわたって維持するという事は、日銀の政策の自由度を著しく奪うことになる。インフレになった場合、日銀は買い入れた国債を売りオペに出すことで市中の過剰な通貨を吸収できるが、国債残高を維持するとなると、こうした手段が使えなくなる。売出手形オペや超過準備への付利水準の引き上げなど他の手段もあるが、こうした手段はあくまで、国債残高を徐々に減少させるプロセスの中で副次的に取りうる選択肢の一つであり、300兆円近い国債残高を維持するために取る手段とは言い難い。

■ 改めて、なぜ財政再建が重要なのか

追い貸しシステムは続かない

2015年度の国債の発行額は当初予算で37兆円、年度末の残高は807兆円と見込まれている。国債残高の累増が止まらない状況に対し、「国債発行は国の借金だが同時に国民の金融資産でもあるため、差し引き純資産は変わらない」などの論理を引き合いに、こうした現状を正当化する向きもある。上述のように、日銀が買い入れた国債残高を将来にわたって維持し、長期金利をゼロに近い状態に抑えておけば事実上ゼロコストで資金は回るだろうという理屈である。

たしかに赤字企業でも銀行が追い貸しに応じ続ければこの企業は倒産を免れる。しかも金利減免措置をすれば企業は金利負担も生じない。あるべき論はさておき、ネズミ講のようなシステムでも持続可能なシステムであれば政策手段として完全に排除すべきではない。銀行が金利減免付き追い貸しを続けることが可能であれば、このシステムは持続可能と言える。追い貸し分は同時に銀行の資産に計上されるため全体で純資産は変わらない、となる。しかしながら、問題は銀行本体がこうした追い貸しを続けていけるかどうかにある。

仮に世の中に国債しか金融資産がないとすると、国内の資金が増加し続ける限り国債も買われ続ける。つまり、フローである貯蓄がプラスである限り、新規に国債を発行しても国内でファイナンスが可能となる。しかし先にみたように、日本の人口動態を考えれば、未来永劫、貯蓄が増え続け、家計は資産を取り崩さず預金のまま置いておく、こうした状態が非現実であることは明らかである。問題は追い貸しシステムにあるのではなく、追い貸しを続けるための前提が揺らいでいることにある。

プライマリー・バランスの黒字化が急務

追い貸しシステムも持続可能性が高ければ「打ち出の小槌」になり得るが、「高齢化による貯蓄率の低下→預金減少→銀行部門の国債購入余力の低下」という不可逆な現象によってその夢は打ち碎かれる。日銀が国債を売却せずに追い貸しシステムを維持しようとしても、今度は景気が回復した際の引き締め手段（売りオペ）がなくなること、インフレを制御できなくなるリスクに直面する。

追い貸しシステムが持続不可能ということは、これまでに負った返済負担から逃れることはできないことを意味する。高率のインフレによる実質債務の削減という策を取りたくなければ、「返済能力の低下」という本質的な問題に真正面から取り組む以外ない。そのためには、まずは政府債務の増加を食い止める必要がある。そのための基準がプライマリー・バランスの黒字化である。政府は2020年までの黒字化を目指しているが、それまでに預金がピークを迎える可能性もある。2020年までに少なくとも財政健全化の目途を付けておく必要がある。