

長期金利の上昇リスクについて

目次

- I. はじめに
- II. 期待潜在成長率および期待インフレ率の上昇による金利上昇
- III. 日本の財政の持続可能性
- IV. 財政リスクプレミアムによる金利上昇
- v. 終わりに

受託運用部 共済資金運用グループ 主任調査役 小川 雅久
 主任調査役 明神 勝
 日本郵政グループ 調査役 本間 文明
 企画管理グループ 和田 健太郎

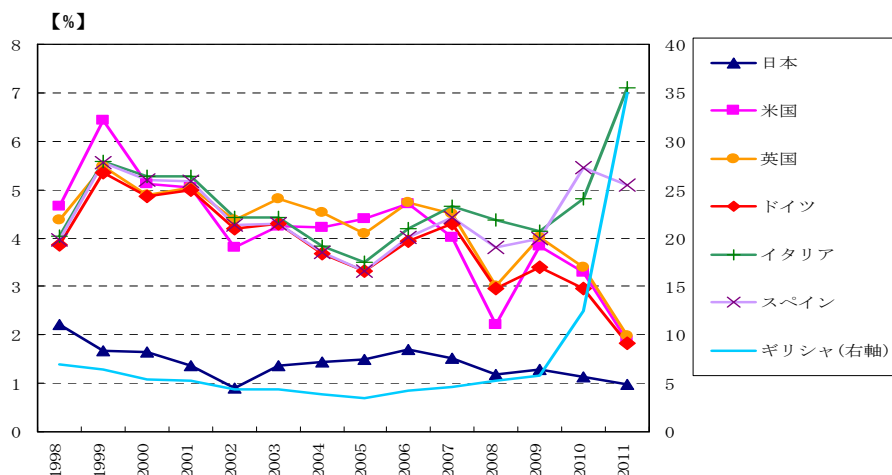
I. はじめに

日本の長期金利(10年債)は1%前後の低位で推移する状態が続いており、この金利水準は、主要先進国と比較してもかなり低い水準にある。

欧州債務問題を受けて資金の逃避先となっていることや、盛り上がり欠ける資金需要、長期にわたるデフレ環境の継続などがその要因と思われる。一方、悪化の一途をたどる財政状況、新興国の経済成長をもたらす資源価格の上昇など、中期的な長期金利の上昇を誘発するリスクも山積している。

そこで今回は、長期金利に影響を与える期待潜在成長率、期待インフレ率、財政リスクプレミアムについて検討を行い、今後の長期金利の上昇リスクについて考察を試みた。

図表 1: 主要国金利のグラフ



出所: BLOOMBERG

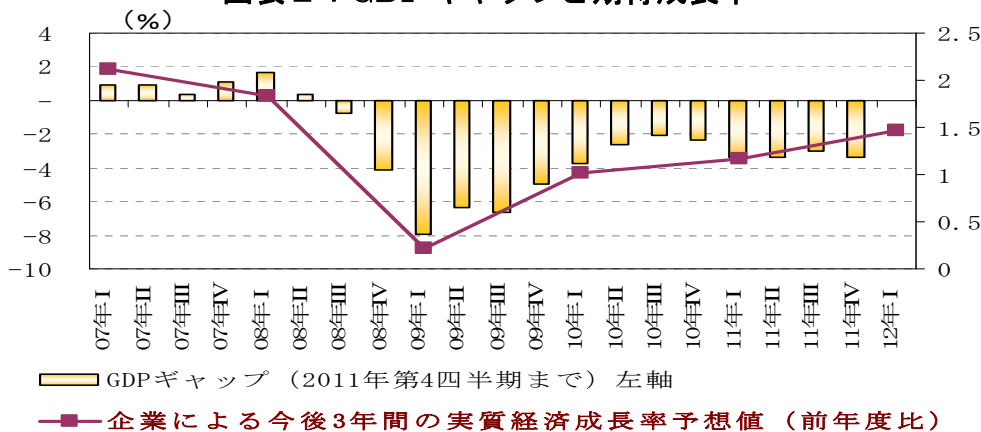
Ⅱ. 期待潜在成長率および期待インフレ率の上昇による金利上昇

1. 期待潜在成長率について

リーマン・ショックによる世界的な景気後退を受けて、日本経済は、2008年半ば以降、供給能力過剰の状態に陥り、需給ギャップがマイナス圏で推移している。内需の自律的な成長を促すような、目立った牽引役は見当たらず、長期的な円高トレンドの進展もあり、国際競争環境が厳しさを増すなか、当面は外需の伸びにも多くを期待しにくい。

図表2の折れ線グラフは、企業の考える今後3年間の実質経済成長率の予測値であるが、2008年度の極めて低い水準から幾分上向いてはいるものの、低空飛行を脱したとは言えない状況にある。このような企業による日本経済の成長見通しの動向を踏まえると、設備投資や雇用を大幅に増やすような行動を取ることは考えにくく、期待潜在成長率の上昇が近い将来に起こる可能性は低いと思われる。

図表2：GDPギャップと期待成長率

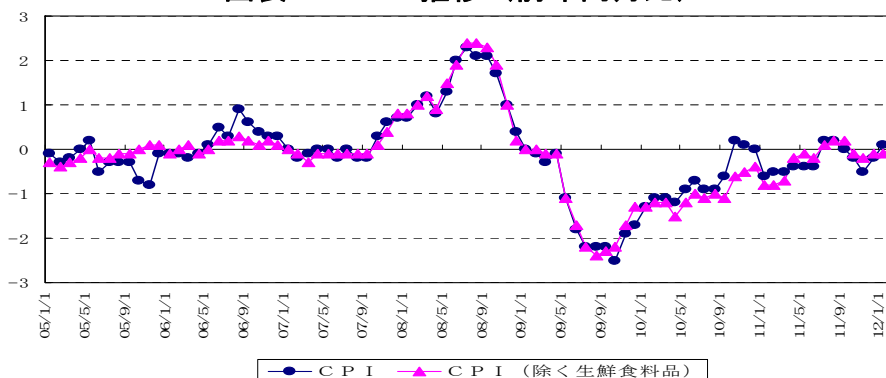


出所：内閣府

2. 期待インフレ率について

消費者物価指数(CPI)は、2008年に原油価格等国際商品価格の高騰を受け、非耐久消費財を中心として、上昇したものの、リーマン・ショックの影響を受けた需要減少により2009年夏に大きく落ち込んだ後、最近では概ねゼロ%近傍で推移している。それでは、今後の物価の見通し、つまり期待インフレ率はどの程度であろうか。

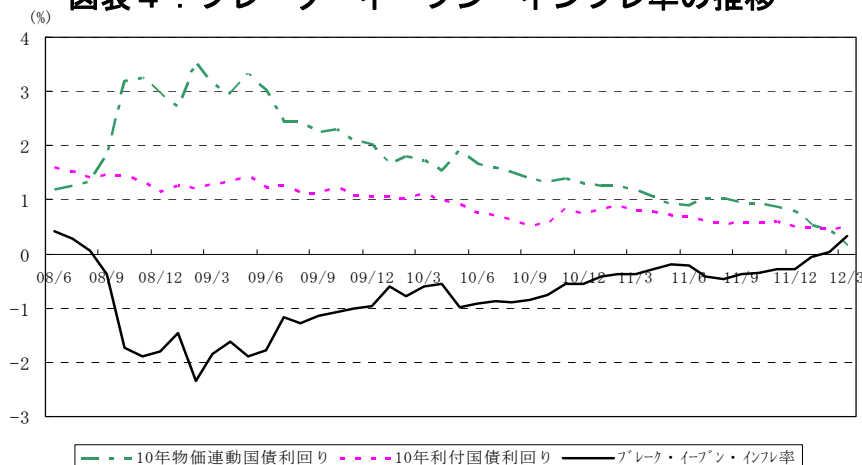
図表3：CPI推移 (前年同月比)



出所：総務省統計局

長期固定利付国債の利回り(名目長期金利)と長期物価連動国債の利回り(実質長期金利)の差を $[1 + \text{実質長期金利}]$ で割った値は、ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)と呼ばれ、理論上は、市場が織り込んでいる期待インフレ率と解釈できる。図表4に示している通り、BEIは2009年以降上昇傾向にあり、今年2月には、3年5ヵ月ぶりにプラスとなった。

図表4：ブレイク・イーブン・インフレ率の推移

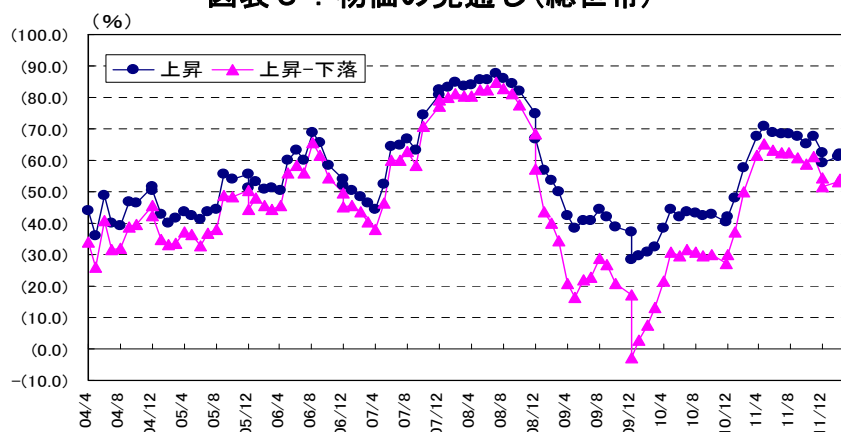


出所：BLOOMBERG

ただし、物価連動国債は2009年度以降、新規発行が停止している上、財務省による買入償却や日銀による買取を受けて、市場での流通量が少なく、需給がタイト化している。このことが同国債の利回り低下に貢献している度合いは少なからずあると思われるが、BEIの上昇を期待インフレ率の上昇のみによって説明するのは難しいと思われるが、大まかな傾向として、リーマン・ショック直後の極めてデフレ色の強い状況を脱し、期待インフレ率はここもやや上向いているとの見方はできよう。

また、期待インフレ率の代用変数として、内閣府が出している消費動向調査の物価の見通し(総世帯、上昇見通しの比率から下落見通しの比率を差し引いた数値)を見てみると、図表5に示している通り、2009年12月を底として、先行き物価上昇見通しを持つ世帯の割合が増えており、先程のBEI同様、デフレ気味の状況を出発点としながらも、期待インフレ率が幾分上向いていることを示唆している。

図表5：物価の見通し(総世帯)



出所：内閣府

3. 期待潜在成長率および期待インフレ率の上昇による長期金利上昇の可能性

しかしながら、ここもとの期待インフレ率の上昇が、長期金利の上昇につながっていないことは、期待インフレ率の上昇による長期金利の上昇圧力が、それ以外の要因によって相殺されていることを示唆していると思われる。つまり、将来の消費税引き上げ見通しや原油等資源価格の上昇見通しによって、期待インフレ率が上向く一方、期待潜在成長率は低下しており、この結果名目ベースでの経済成長率に変化が生じていない可能性が考えられる。

即ち、有効需要の増加を伴わない要因によって、期待インフレ率が上向いたとしても、それによって期待潜在成長率へ悪影響が出るならば、長期金利が大きく上昇する状況には、なりにくいということであろう。

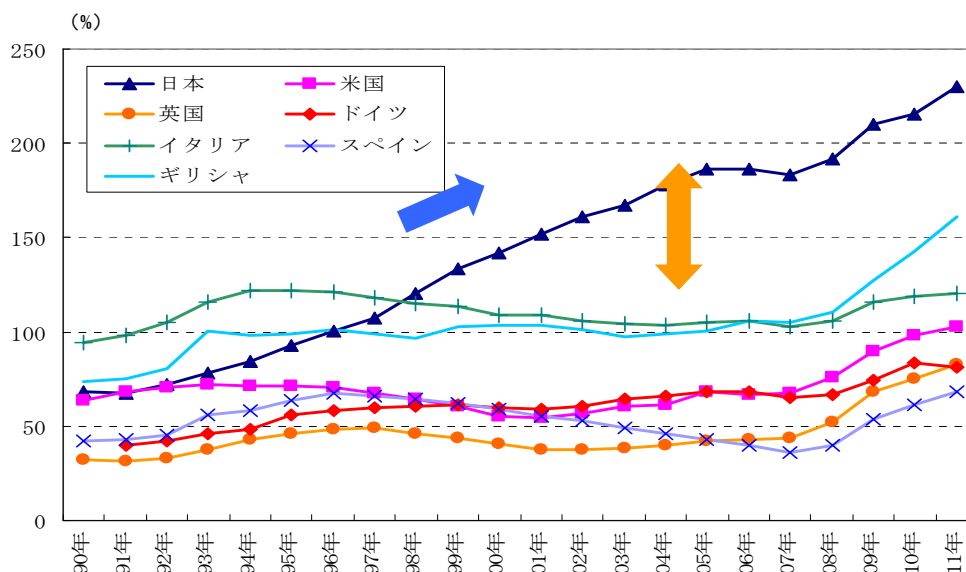
Ⅲ. 日本の財政の持続可能性

次に長期金利に影響を与える財政リスクプレミアムについて考えてみたい。その上で、まず日本の財政状況が持続可能なのかについて考察する。

1. 日本の政府債務残高

まず、政府債務の大きさを考えてみる。国と地方を合わせた長期債務残高は、平成23年度末の実績見込みベースで903兆円、平成24年度末の予算案ベースで940兆円(財務省公表データ)と1,000兆円も目前である。国家の財政健全度を計る上でのストックの指標として一般的に債務残高の対GDP比が用いられるが、図表6を見ると、1990年代後半に財政の健全化を着実に進めた他の先進国と比較して、日本は急速に悪化しており、財政の行き詰まりにより国債価格が急落したギリシャをも凌ぎ、最悪水準となっている。

図表6：政府債務残高の対GDP(名目)比率



出所：IMF データより作成

これは、欧米の先進国が、財政赤字が野放図に拡大することを防ぐための仕組みが導入されているのに対し、日本は1年限りの特例公債法が毎年制定される形で赤字国債が発行されてきたことが一つの要因と言える。例えば、達成できているかは別として、EU加盟国は曲りなりにも安定成長協定によって財政赤字の対GDP比を3%以内に抑制することが義務づけられており、米国でも多くの州が財政均衡を義務づける憲法を制定するなど、政治的な思惑により財政支出が拡大し過ぎることに対して警鐘を鳴らす仕組みがある。

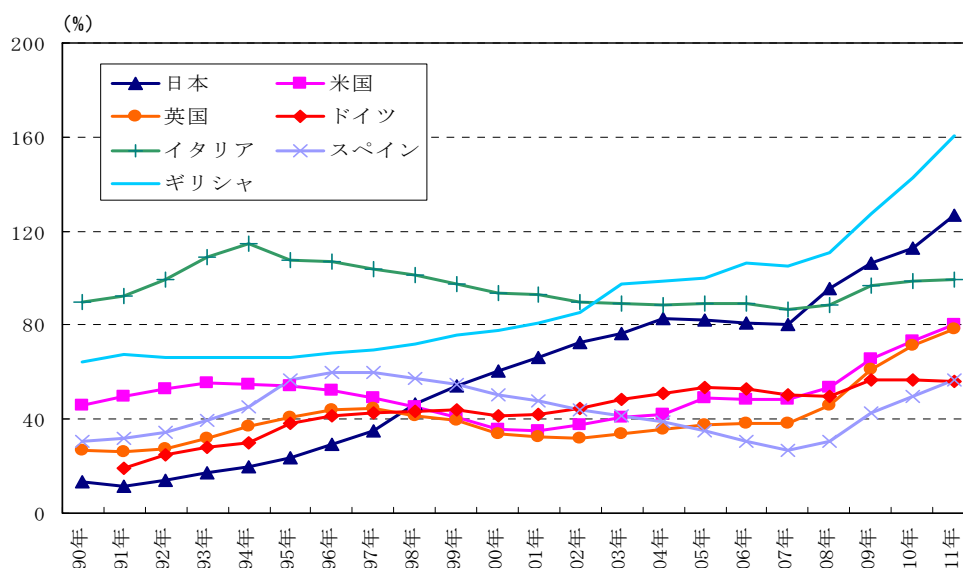
日本においても1990年代後半に財政再建路線を推し進めようとした時期もあったが、その後の景気悪化もあり、景気対策への支出が膨らんだことなどから、2000年以降、政府債務が急速に拡大していった。

もっとも、政府債務の大きさだけで財政状況を判断するのは、日本のバランスシートを負債サイドからしか見ていないことからフェアとは言えない。そこで、政府の総負債残高から政府の保有する金融資産等を差し引いた、純債務残高の対GDP比を見たものが図表7のグラフである。

資産サイドを考慮すると政府債務比率はギリシャを下回っていることが解る。また、図表6では200%を越えていた政府債務比率が120%程度の水準まで下がり、他の先進国との開きも小さくなる。

しかし、主要先進国の中では長期にわたりイタリアが日本を上回る状況が続いていたが、リーマン・ショック後の日本の財政出動により、この5年程度の間で逆転する状況となっている。このようにバランスシートの資産サイドを加味したとしても、ストックベースから見た日本の財政状況が厳しいことは疑いようのない事実と思われる。

図表7：政府純債務残高の対GDP(名目)比率



出所：IMF データより作成

2. 日本のプライマリー・バランス

プライマリー・バランス(以下 PB)とは、政策的な支出を税収等でどの程度賄えているかを示す指標のことを指す。財政健全度を計る指標として、政府債務の対 GDP 比率がストックの財政状態を表すのに対し、この PB からはフローの財政状態を見ることができる。以下のドーマーの定理によると、PB が均衡している状態においては、国内の成長率が金利よりも高ければストックの債務残高対 GDP は発散しないということになる。PB を均衡したとしても利払い費分だけ債務残高は増えてしまうが、まずは PB を均衡化させていくことが重要とされている所以である。

■ **ドーマーの定理 (プライマリー・バランスの均衡条件)**

$(r-n) B/Y+(g-t)=0$

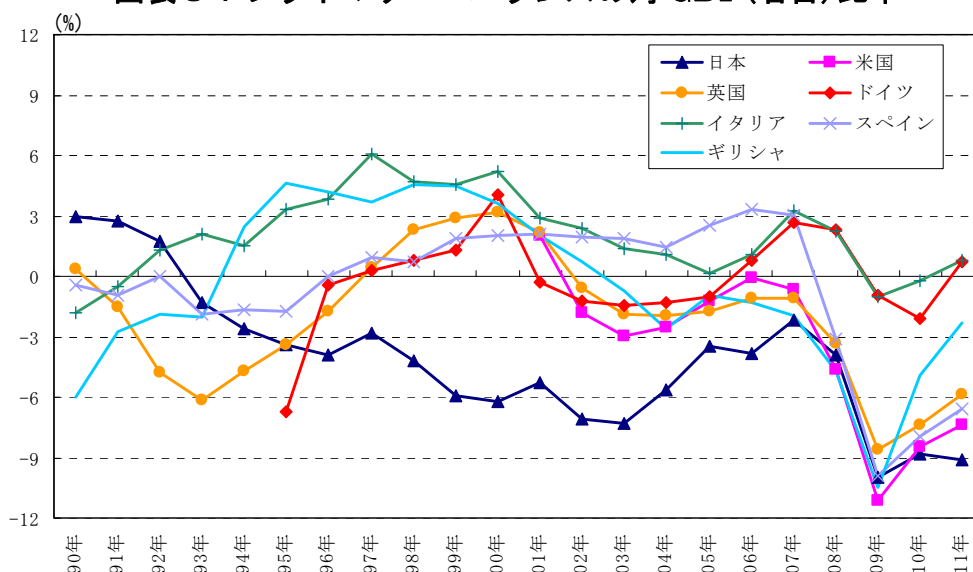
r : 利子率 n : 成長率 B : 公債残高 Y : GDP

g : 利払い費を除いた歳出/GDP 比 t : 税収/GDP 比

g-t : プライマリー・バランス

日本の PB の状態を見てみると、図表 8 が示すとおり、バブル経済崩壊後の 1993 年度以降、一度も黒字となったことはなく恒常的な赤字が続いている。他の先進国では、PB が赤字になっても短期間のうちに修正を図るような財政運営を行っているが、日本の場合はそうした傾向がみられない。1990 年以降では、橋本政権や小泉政権下での財政構造改革により、一時的に PB が改善した局面もあったが、失われた 20 年といわれる経済情勢を背景とした税収の伸び悩みや、景気対策としての公共投資の増加、社会の高齢化による社会保障費の増大、リーマン・ショック後の財政出動などにより、再び PB の赤字は拡大し、足元では先進国の中で最低の水準となっている。

図表 8 : プライマリー・バランスの対 GDP(名目)比率



出所：IMF データより作成

3. 財政の持続性

図表9は過年度の一般会計予算・決算を見たものである。平成21年度にはリーマン・ショック後の世界的な金融不安に対応するため、2度にわたる補正予算を組んだ結果、歳出は100兆円を超えた。その後も東日本大震災への対応予算として4回の補正予算が成立するなど大型予算・決算が続いている。

図表9：過年度の一般会計予算・決算

(単位:兆円)

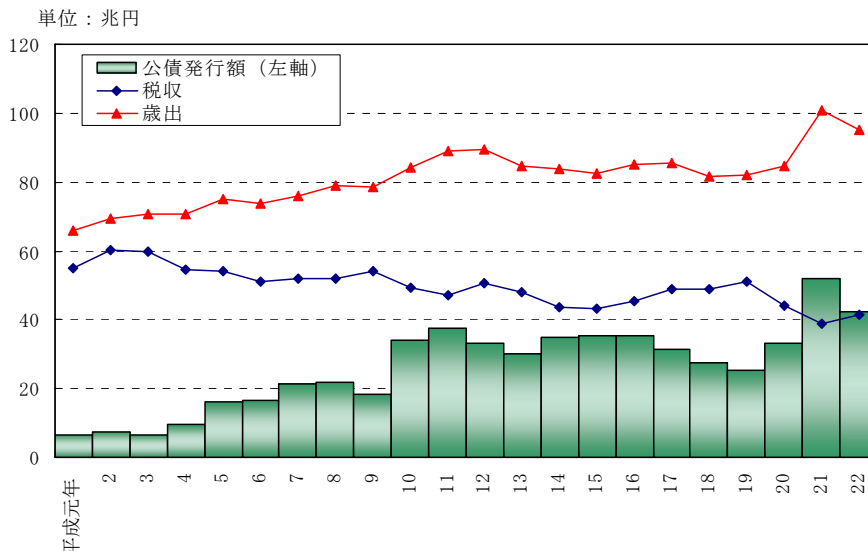
区分		平成20年度	平成21年度	平成22年度	平成23年度	平成24年度
		決算	決算	決算	当初予算	当初予算
歳入	税収	44.3	38.7	41.5	40.9	42.3
	公債金	33.2	52.0	42.3	44.3	44.2
	その他収入	11.8	16.4	16.7	7.2	3.7
	合計	89.2	107.1	100.5	92.4	90.3
歳出	国債費	19.2	18.4	19.5	21.5	21.9
	地方交付税	15.7	16.6	18.8	16.8	16.6
	一般歳出等	49.8	66.0	57.0	54.1	51.8
	(うち社会保障関係費)	22.6	28.7	28.2	28.7	26.4
	(うち公共事業関係費)	6.9	8.4	5.8	5.0	4.6
	合計	84.7	101.0	95.3	92.4	90.3
	公債依存度(%)	39.2	48.5	42.1	47.9	49.0

出所：財務省公表データより作成

しかし、こうした大型予算の財源としての税収については、リーマン・ショック以降の景気悪化等により伸び悩んでおり、特に平成21年度以降は4年連続で公債金(借入)が税収を上回る状況となった。

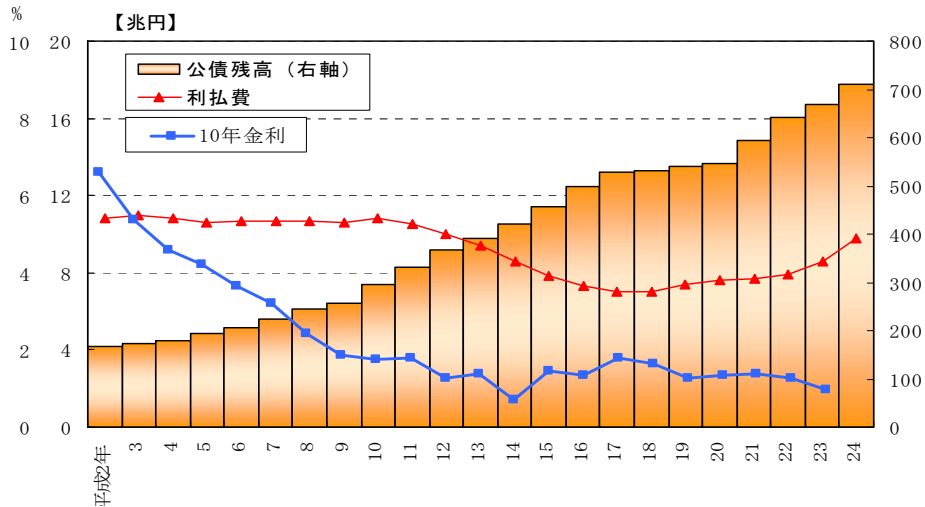
加えて、財政赤字の累積により、歳出項目である国債費は緩やかに増加し、平成23年度予算で20兆円を突破。国債費は、主に借入金の債務償還費と利払費に分けられるが、利払費については、金利の低下が続いているにもかかわらず、平成18年度を底に増加に転じており、今後の金利動向次第では、利払費の大幅な増加が懸念される状況となっている。

図表10：一般会計税収・歳出と公債発行額の推移



出所：財務省公表データより作成

図表 11：日本の利払費と公債残高

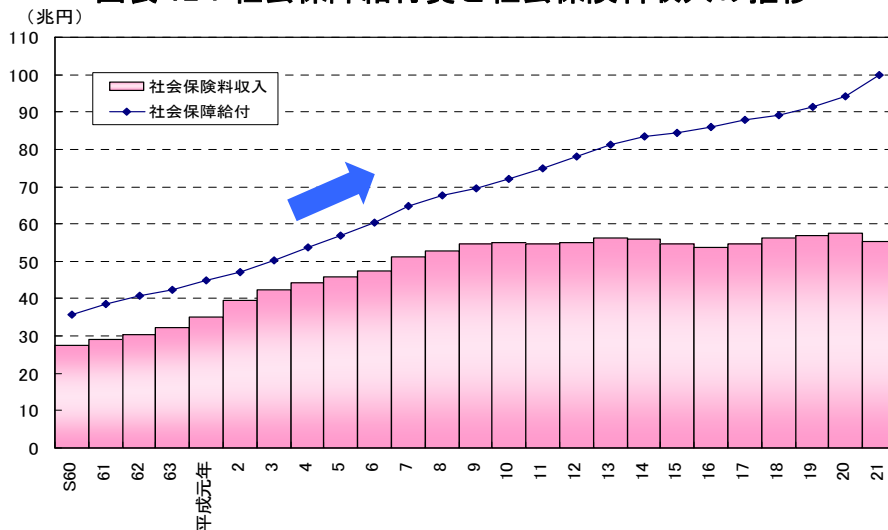


出所：財務省公表データより作成

さらに、今後の増加が懸念されるのが、社会保障関係費である。社会保障関係費は、平成24年度予算では26.4兆円と一般歳出の約半分を占める。社会保障関係費は、大きく年金・医療・介護の3つに分かれるが、このうち特に今後増大すると想定されるのが年金・介護の分野である。図表12は社会保障給付費と社会保険料収入の推移を示しているが、少子高齢化の進行により、社会保障給付費の伸びが社会保険料収入の伸びを上回り、社会保障関係費が急速に増加して推移することは避けられない状況である。

特に、今年からは団塊の世代が65歳以上となり年金給付の対象となることから、社会保障費が今後1兆ずつ増加し、数年後には30兆を突破する見込となっている。

図表 12：社会保障給付費と社会保険料収入の推移



出所：財務省、国立社会保障・人口問題研究所より作成

このように、国債費や社会保障関係費の増加が懸念される中、景気回復やデフレ脱却が進まず、政府債務残高が一本調子で膨らみ続ける場合、財政の持続可能性について極めて大きな不安が残る。

IV. 財政リスクプレミアムによる金利上昇

こうした日本の財政悪化に対する懸念は、10年程前から声高に叫ばれ、その度に長期金利の暴騰、日本国債の暴落が起きるといわれてきた。しかし、実際にはそのような金利の大幅上昇は起きず長期金利は低位で安定してきた。

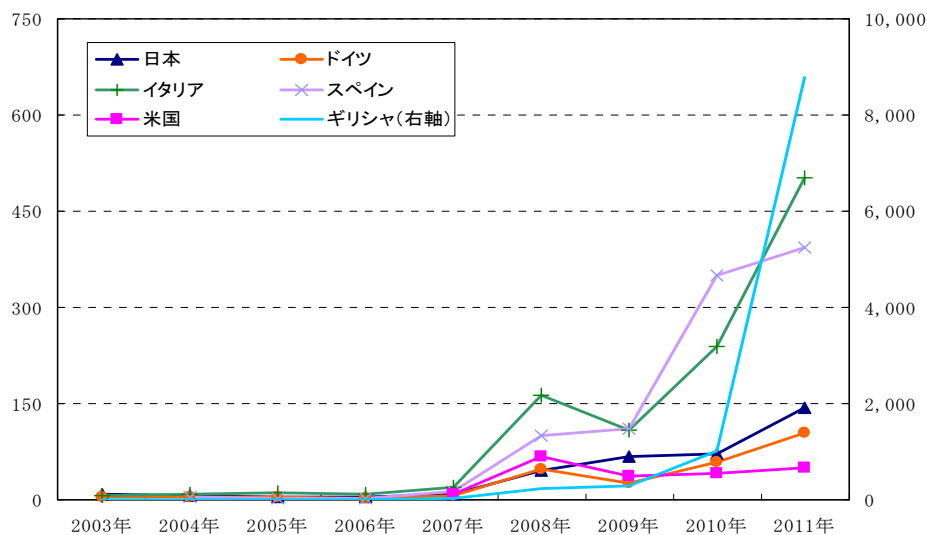
ではなぜ、財政リスクプレミアムの拡大により、欧州の財政悪化国のように金利が上昇する事態となっていないのかについて検討を行いたい。

図表 13 は、主要先進国の CDS スプレッドを比較している。国債の CDS とは国債のデフォルトに対する保険料率のようなもので、各国の財政状況を市場メカニズムで測った客観的評価と言え、日本の CDS は米国やドイツなどと比較するとやや高い水準にある。しかし、GDP 比の政府債務残高が 200% を超え、先進国の中で最悪の水準にある日本において、一定程度の財政プレミアムを反映し、CDS の水準はやや高い水準にあるものの、ギリシャなどの欧州の財政悪化国のように、急上昇する展開には至っていない。

このことから、財政リスクプレミアムはそれほど大きなリスクとして懸念されていないように思われる。

この要因として、日本における国債の需要動向を見てみる。

図表 13：主要国の CDS スプレッドの推移



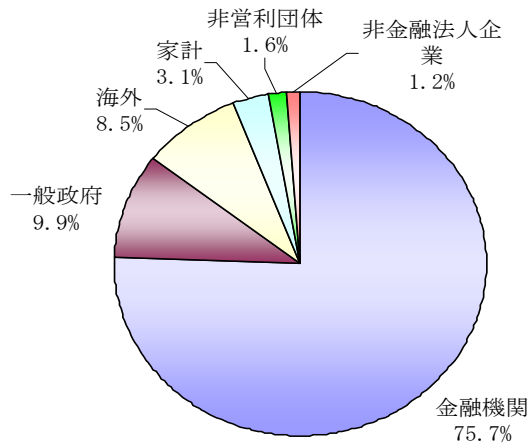
出所：Bloomberg より作成

1. 国内での安定的な国債消化

図表 14 は、日本国債の投資家の割合を示したものであるが、約 76% を国内金融機関が占め、海外投資家の保有比率は 8.5% に過ぎないことが分かる。つまり、日本国債の 90% 以上が国内で保有されているのである。財政が行き詰ったギリシャの場合は、海外投資家が国債の約 4 分の 3 を保有するなど、国債を発行するにあたり国内資金のみでファイナンスすることは難しく、海外資金が買い続ける必要があった。一方、日本国債の場合

は国内金融機関が安定的に国債を買い続けているため、海外から国債に対し高いプレミアムを求められない上、国内でリファイナンスが続けられる限り国債のデフォルトは起きない。財政赤字が拡大しても、国内金融機関により安定的に消化され続ける限りは、財政危機は起きないという点が日本とギリシャとで大きく異なるのである。

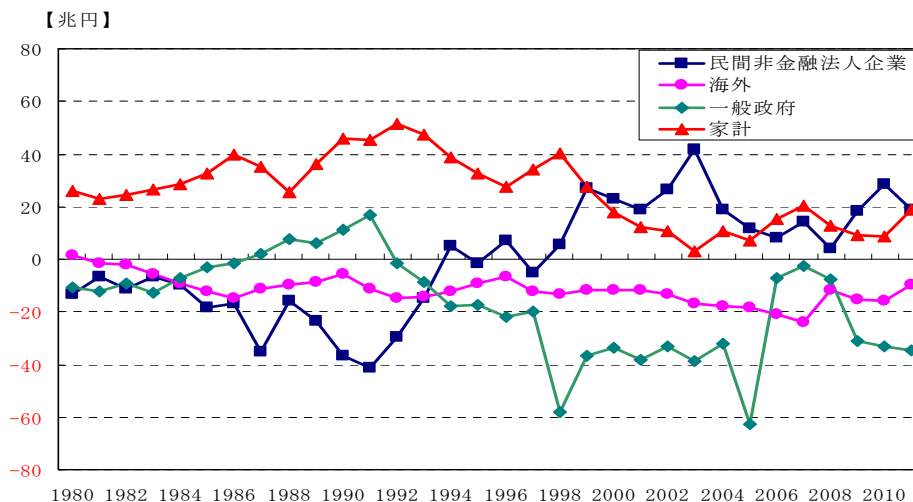
図表 14：日本国債の保有投資割合



出所：日本銀行公表データより作成

日本国債の安定消化に寄与しているのは、金融機関とりわけ銀行であるが、銀行による国債の購入が増えたのは、我が国における資金不足主体の変化によるところが大きい。図表 15 は主体別の資金過不足状況を示しているが、1980年代は民間法人企業部門の不足額が大きく、国内の企業は銀行への借り入れに依存していた。しかし、1990年代から着実に民間法人企業の資金不足が解消され、むしろ手元流動性を厚くし資金余剰主体に転じた一方で、政府部門の資金不足は顕著になっている。

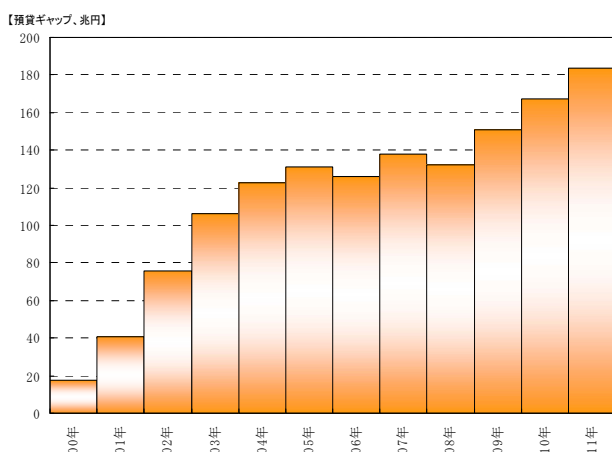
図表 15：主体別資金過不足



出所：日本銀行公表データより作成

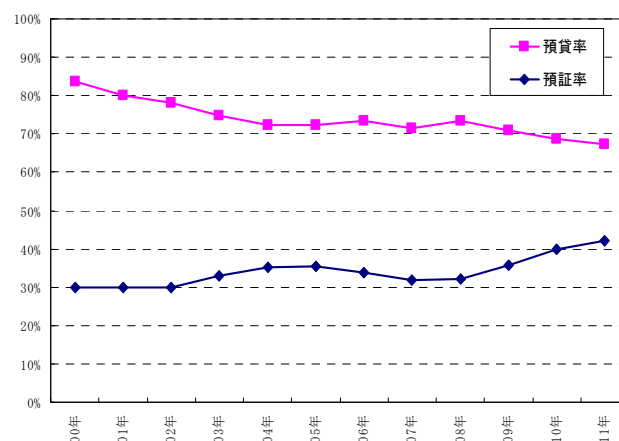
図表 16 は銀行の預貸ギャップ（預金－貸出）、図表 17 は預貸率および預証率の推移を見たものである。2000 年以降、銀行の貸出に対する預金が大幅に拡大している。資金余剰主体になった民間法人企業の借り入れ需要が低下する中、銀行は預貸ギャップを埋める手段として国債購入を行ってきた。言い方を代えれば、銀行が貸出による信用リスクを取るよりも、金利リスク（市場リスク）を取るビジネス展開を図ってきたことが、国債の金利安定に寄与しているといえる。

図表 16：銀行の預貸ギャップの推移



出所：日本銀行公表データより作成

図表 17：預貸率、預証率の推移



2. 民間部門の貯蓄超過と経常収支および対外純資産の黒字

国債が国内の資金で安定消化されている、つまり民間部門の貯蓄で財政赤字を補える状況をマクロ経済学の理論から考えると、IS(貯蓄・投資)バランスの構造式により、経常収支が黒字であることを意味している。

また、日本の個人金融資産は 1,500 兆円にもものぼるが、図表 18 の家計の純金融資産と政府債務の関係が示すとおり、これまでは家計純金融資産が政府債務を安定的に上回っていた。このように民間部門の貯蓄残高が継続的に政府債務の残高を上回る状況からは、対外純資産も黒字と考えられる。

■ IS バランス (投資・貯蓄バランス) の構造式

○支出面から見た GDP

$$GDP (Y) = 消費 (C) + 投資 (I) + 政府支出 (G) + 純輸出 (X-M)$$

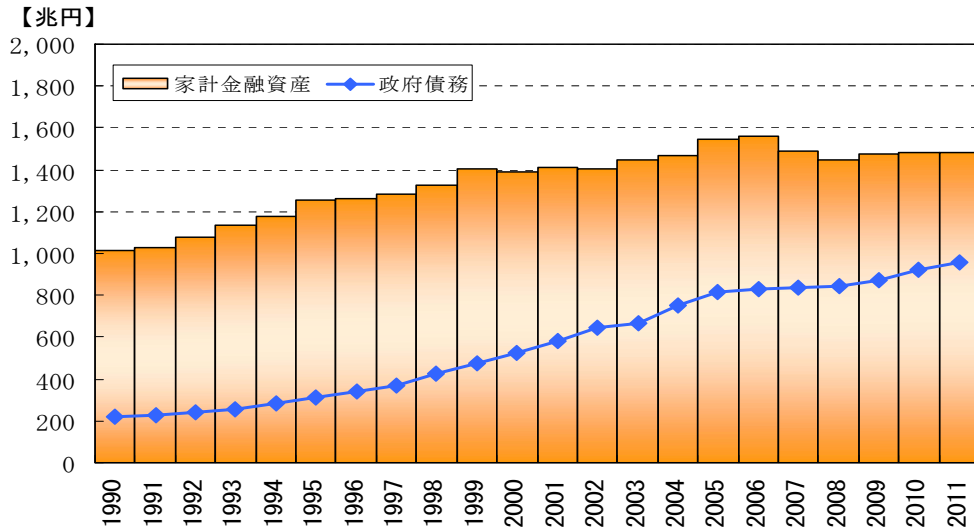
○所得面から見た GDP

$$GDP(Y) = 消費 (C) + 貯蓄 (S) + 税金 (T)$$

よって、純輸出を経常収支と考えると

$$経常収支 = 投資・貯蓄バランス (S-I) + 財政収支 (T-G)$$

図表 18：家計純金融資産と政府債務の推移

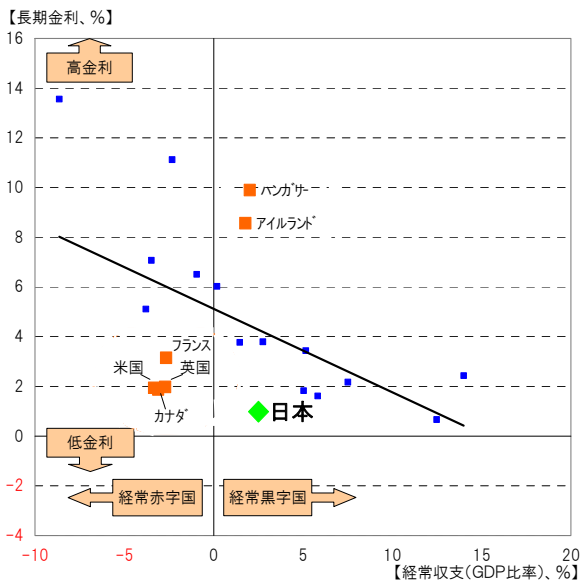


出所：日本銀行公表データより作成

実際に、2011年の日本の経常収支は約10兆円の黒字であり、2010年末の対外純資産も約250兆円(対外資産約560兆円、対外負債約310兆円)と世界一の対外債権を有している。そして、図表19、20が示すとおり、各国の経常収支や対外純資産と長期金利の間にはある程度の相関があることが分かる。

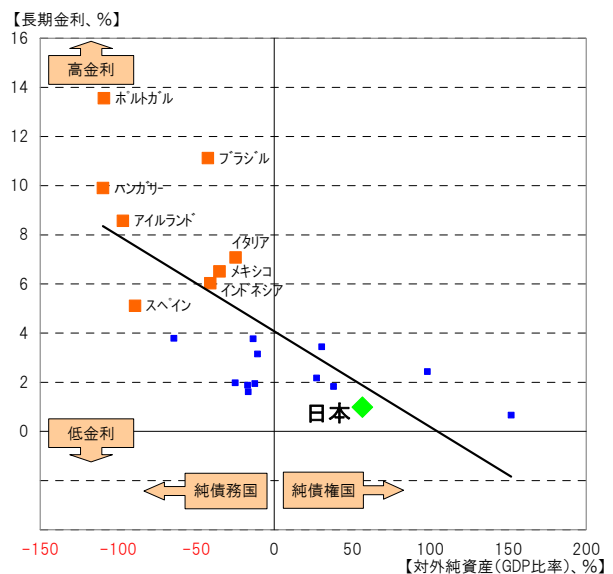
つまり、日本において財政悪化にも関わらず財政リスクプレミアムがそれほど顕在化していないのは、民間部門の潤沢な資金余剰がその背景と考えられよう。

図表 19：各国の経常収支と長期金利



出所：Eco Win より三菱UFJ信託銀行作成

図表 20：各国の対外純資産と長期金利



出所：Eco Win より三菱UFJ信託銀行作成

3. 財政プレミアム拡大による長期金利上昇の可能性

しかし、逆の観点から考えれば、経常収支が縮小するならば、民間部門の貯蓄超過では財政赤字をまかなえなくなっていくということ、さらには財政リスクプレミアムの拡大により長期金利が上昇する可能性があることを意味している。

よって、経常収支の動向を検討してみる。

(1) 最近の経常収支動向

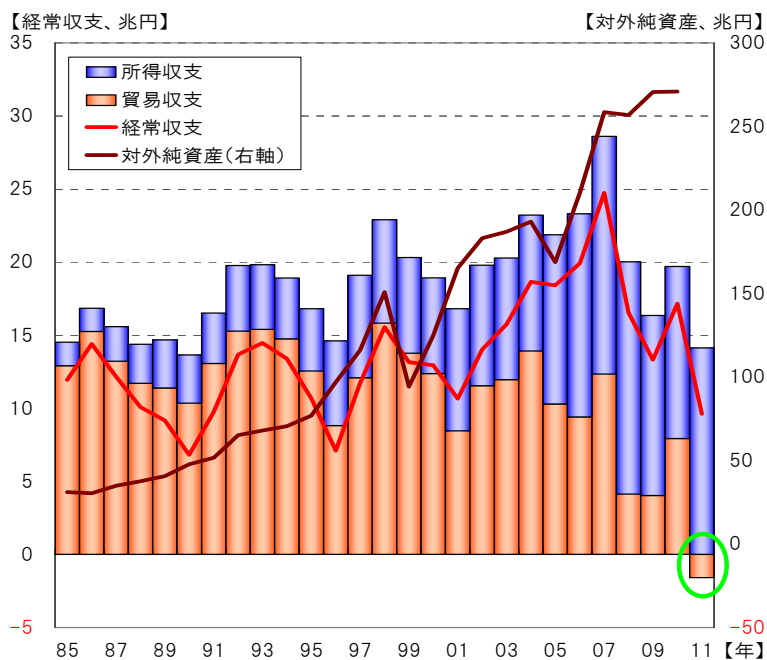
財務省が発表した 2011 年度の貿易統計速報(通関ベース)によると、輸出額から輸入額を引いた貿易収支は約 4 兆円の赤字となり、単年度の赤字額としては 1979 年度以降で最大となった。これは、円高が輸出競争力を弱める中、東日本大震災やタイでの洪水災害の影響を受けサプライチェーンが一時的に寸断されたことに加え、原発稼働停止に伴う代替燃料の輸入増などが影響したものである。

ただし、図表 21 が示すとおり、2011 年の貿易収支は赤字となったものの、所得収支が大幅な黒字となり、経常収支は黒字を確保した。日本は 1980 年代初頭より貿易収支の黒字が主導する形で経常黒字を維持してきたが、近年は貿易収支が悪化する中、対外純資産の累増に伴い、所得収支の黒字が経常収支の黒字を支える構造が定着している。

■ 経常収支の構造式

$$\text{経常収支} = \text{貿易収支} + \text{サービス収支} + \text{所得収支} + \text{経常収支移転}$$

図表 21 : 日本の経常収支などの推移



出所：Eco Win より三菱UFJ信託銀行作成

(2) 経常収支のシミュレーション

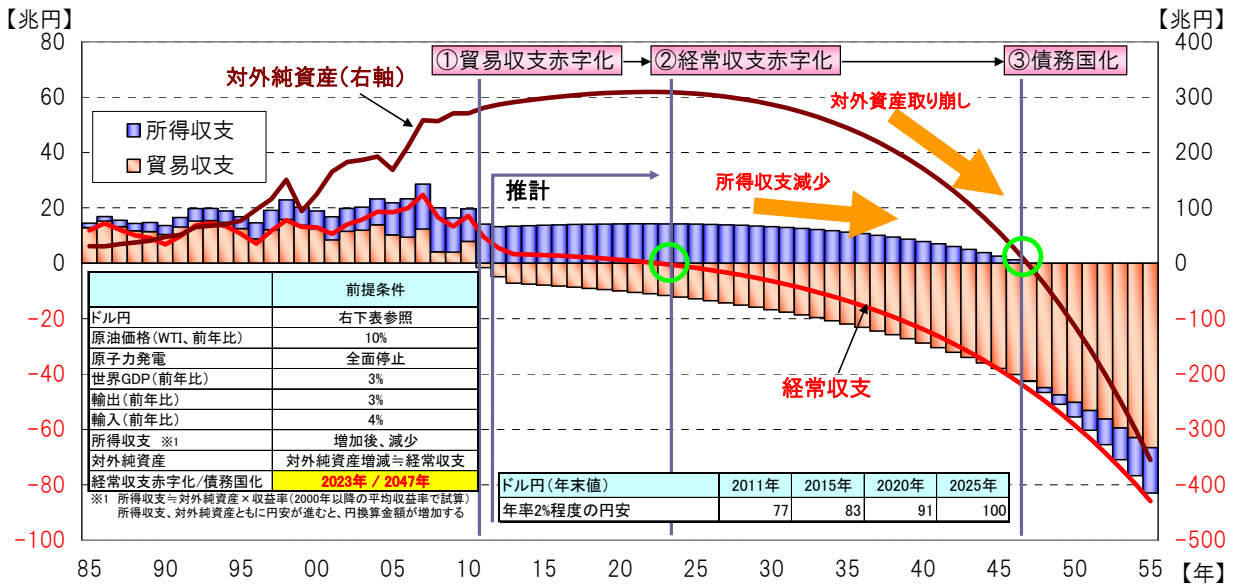
ただし、将来的に国のエネルギー政策として原発依存度を引き下げていくことが想定される中で、化石燃料の輸入に頼らざるを得ない状況においては、原材料コストや電力コストの増加を避けるために、製造業の海外シフトが更に進む可能性もある。

よって、輸入の伸びが輸出の伸びを継続的に上回った場合の経常収支および対外純資産の推移を試算してみた。輸出入を含めた前提条件は図表 22 に記載の通りである。

経常収支については、まず貿易収支の赤字化が定着した後、所得収支の減少を通して経常収支が赤字化する系譜を辿るが、経常収支が赤字に転じるのは 2023 年頃となる。また、対外純資産取り崩しにより対外純資産が枯渇するのは更に先の 2047 年頃である。

この試算からも、経常収支の赤字や対外純資産の減少が、国債の安定消化に支障をきたし、財政プレミアムの拡大を通じて、長期金利の上昇を促すといった事態を今すぐ織り込むような展開にはなりにくいのではないかと思われる。

図表 22：日本の経常収支・対外純資産の推計（シミュレーション）



出所：Eco Win より三菱 UFJ 信託銀行作成

V. 終わりに

これまで見てきたとおり、長期金利の決定要因である期待潜在成長率、期待インフレ率、そして財政リスクプレミアムからは、今後しばらくの間、長期金利が急騰するリスクは限定的であると思える。

しかし、一歩引いてこの状況を考えてみたい。民間部門の貯蓄超過が続くということは、貯蓄・投資バランス($S(\text{貯蓄}) - I(\text{投資})$)のプラスが継続するということである。これは貯蓄が伸びるか、投資が縮小すれば成立するわけであるが、仮に貯蓄はマイナス(=取り崩し)となるものの、投資がそれ以上にマイナス(=回収)となり、結果として($S - I$)がプラスとなることも有り得る。

日本の今後を考えた場合、高齢化の進展により家計部門における貯蓄は適宜取り崩されていくと思われる。一方、期待潜在成長率や期待インフレ率が高まらない状況が続くならば、投資の抑制と固定資本減耗の増加により、ネットの投資はマイナス(=回収)が継続することも考えられる。

このように、日本経済の活力低下の結果、民間部門の貯蓄超過が続き、財政リスクプレミアムが顕在化しないのであれば、長期金利が上がらないことを素直には喜べない。

内閣府は、「日本再生の基本戦略」(平成 23 年 12 月に閣議決定)で示された施策が着実に実施されるなど、成長戦略シナリオの下でのシミュレーションを「経済財政の中長期試算」として発表している。これによれば、相当な幅を持って理解される必要があるとの断りはあるものの、2020 年度の実質成長率は前年比 2.3%、消費者物価上昇率は同 1.8%、長期金利は 4.3% である。

次回執筆する機会に恵まれたときは、こうした“良い”金利上昇リスクを検討する必要性に迫られていることを切に願いたい。

(平成 24 年 5 月 17 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する公式見解ではない

【参考文献】

証券アナリストジャーナル、『特集 日本の財政リスクを考える』VOL. 49 NO. 11

高田創ほか[2010]世界国債暴落、東洋経済新報社

みずほ総合研究所編[2010]ソブリンクライシス、日本経済新聞出版社

財務省 日本の財政関係資料

三菱UFJ信託銀行 資産運用部[2012]国内債券：金利急騰はあり得るか

日銀 経済・物価情勢の展望(2012年4月)

内閣府 経済財政の中長期試算(2012年1月)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）