

(証券市場)：国債の大量発行と一般債への影響

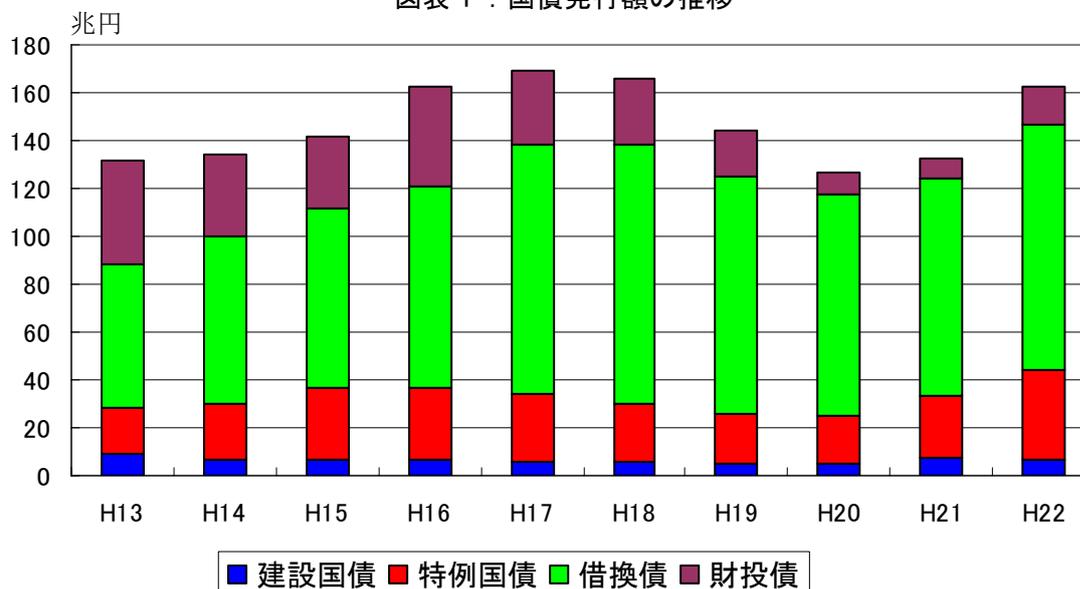
民主党政権下で、国債の発行額が大幅に増加している。自民党政権のツケも残っていたのであるが、景気悪化に対応した様々な施策の影響も大きい。財政プレミアムの拡大による「悪い金利上昇」は、国債以外の一般債についても、需給関係に悪影響を及ぼしかねない。

平成 22 年度予算を見ると、小泉政権において新規国債発行額を 30 兆円以内に抑えようと苦闘していたのが、遠い過去となってしまったかのように映る。今年度予算では、図表 1 にあるように、建設国債と特例国債とを合わせた金額が 44 兆円と過去に例のない規模（当初予算ベース）へ膨れ上がっている。しかし、図表でわかるように、この数値は借換債や財投債を含んでおらず、国債発行額全体の一部でしかない。国債の借換・償還は、あくまでも借金をする側で作った「60 年償還ルール」に基づくものである。収入を大きく超える新規の借金を行う状態は、家計なら間違いなく破綻に至るだろう。

国債の大量発行が民主党政権による様々なバラ撒き政策の結果のみであると断ずるのは、酷であろう。過去の自民党政権における財政支出の影響が残っており、特に、利払費を含む国債費の大きさは、民主党政権に罪がないと言って良い。長期的には、民主党の企図する生産年齢人口を増加させることが「国力」に繋がるのであり、若年層拡大に向けた施策は必須である。ところが、想定していた歳出削減が思うように進まず、性急に歳出を要する施策を実行していることが、結果的に、新規国債発行額を過去最大にまで膨らませているのである。

短期的な課題と中長期的な目標とのバランスを考慮し、国民経済及び国家財政を破綻させないよう維持するのは政府の責務である。しかしながら、緊縮財政は選挙に向かない。「コンクリートから人へ」を標榜した民主党政権でも、結局、国家財政の健全性確保という目標は、短期的な景気回復・デフレ脱却・政権支持率向上のために、後順位とされているのが実状であろう。

図表 1：国債発行額の推移



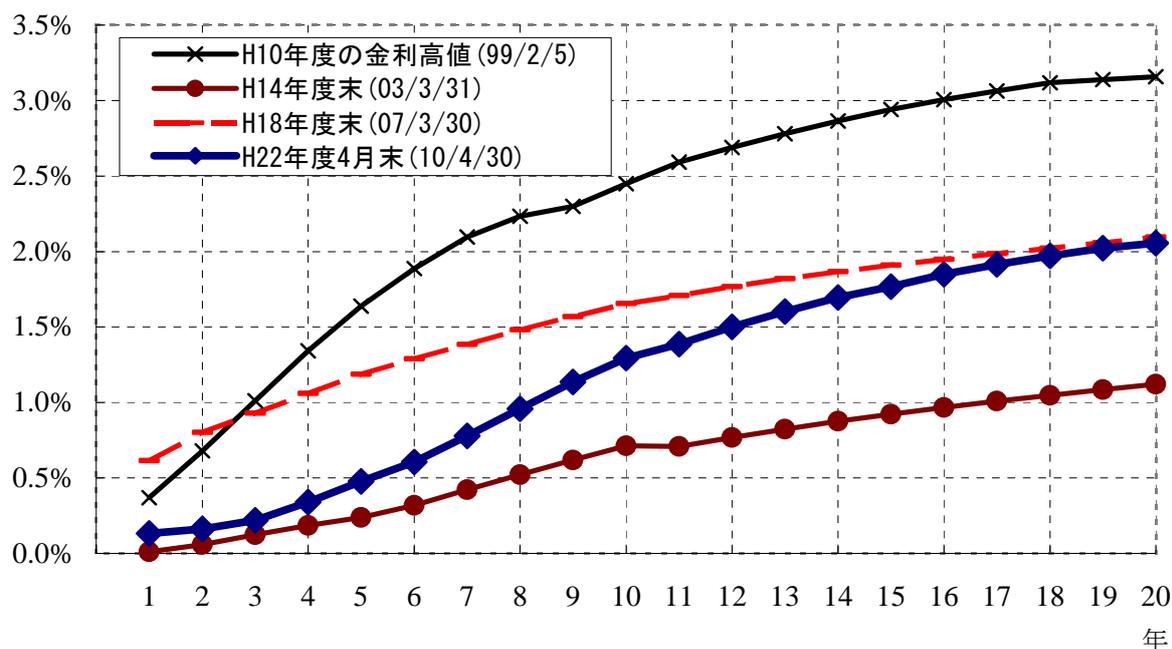
(出所)：財務省発表数値をグラフ化 いずれも当初予算ベースの数値

国債発行残高の増加は、ギリシャやポルトガル等の財政問題もあって、再び日本でも意識されるようになってきた。財政プレミアムの拡大による「悪い金利上昇」の場合は、景気の自律的な回復による「良い金利上昇」とは異なり、様々な一般債に悪影響が生じるだろう。図表2は、過去において「悪い金利上昇」の一つとされる「資金運用部ショック」後の金利の高値を示している。「悪い金利上昇」の場合、政府によるサポートに必要な意思と能力の双方が毀損されてしまう可能性は高く、明示的に元金金の支払いを保証している政府保証債に直接の影響が及ぶし、“暗黙の政府保証”が存在すると考えられるセクターについても影響は不可避である。

一般債の中で“暗黙の政府保証”が存在すると考えられているものでも、まず、政府関係機関の発行する財投機関債は、国によるサポートの期待可能性が低下し、より発行体そのものの財務内容・収益性が問われることになるだろう。地方債も、同様に、地方交付税等の補給金への依存が低下するため、個々地方公共団体の信用力が重要視されることになる。そもそも政府財政の悪化が顕著となる過程では、地方分権化の推進によって国と地方公共団体との関係は変化する可能性があり、現在の地方財政制度が維持されているかも怪しい。更には、公的資金の注入期待を前提とした金融機関の信用力も見直されることになるだろう。

これらの債券への影響は、「悪い金利上昇」による利回りアップに加えて、国のサポート低下見通しによるスプレッドの拡大の結果、二重の意味での金利上昇となる。低金利に喘いできた投資家にとって、新規に購入する債券の利回り上昇は歓迎できるが、保有債券の時価が下落するため大きな影響が生じてしまう。緩やかな金利上昇が望ましいとは投資家の誰もが願うことではあるが、過去の事例を見る限り、金利の上昇局面は短期間で、かつ、大幅なものとなることが多い。政府による財政規律の維持に淡いながらも期待し、「悪い金利上昇」が激烈な展開で生じないことを祈るしかないだろう。

図表2：「資金運用部ショック」の金利高値とその後のイールドカーブ比較



(出所) : ニッセイ基礎研究所

(徳島 勝幸)