

日本の財政を見る眼

ソブリンリスクに対する対応と国債投資の考え方



金融研究部門 主任研究員 千田 英明
chida@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本のソブリンリスクが騒がれているが、具体的にどのような状態なのか。これまでも様々な視点から議論されてきているが、一般企業の財務諸表として馴染みのある貸借対照表及び損益計算書を用いて整理してみた。財政状態が良くないのに、何故国債は買われるのか、どのような人達が買っているのか、日本経済全体の資金の流れをストックとフローの視点から考える。その結果、個人や企業といった民間部門が政府債務を買い支えている構造が見えてくる。しかし、その状況は変化しつつあり、今後は海外も含めた資金フローを注意深く見ていく必要があることが分かる。

2—日本の財務諸表を一般企業として見ると、完全に債務超過である

国の財政を見るときは、一般的に直近の歳入と歳出を比較する場合や負債総額がGDP対比でどうなっているかなどを見る場合が多い。しかし、企業の財政状態を知りたいければまず貸借対照表を見ないだろうか。貸借対照表はいわゆるストックの状態であるため、返済余力があるかどうかなど安全性を判断するために利用される。それに加えて収益性（フローの状況）を知るために損益計算書を見ないだろうか。ストックの状態が悪くても、フローの状況が良く将来ストックの状態が改善されると見込まれば、その企業に投資しても大丈夫と判断されるだろう。逆にストックの状態が良くても、フローの状況が悪ければ投資を見合わせることもあるかもしれない。このように、貸借対照表及び損益計算書は企業の財政状態及び経営成績を判断する際になくてはならない基本的な資料である。それと同じ考え方で、日本の貸借対照表及び損益計算書を見るとどうなるだろうか。

図表1は平成23年3月末時点の日本の一般会計及び特別会計を合算した貸借対照表である。これを見ると、負債が資産を大幅に超過しており、一般企業では完全に債務超過の状態であることが分かる。資産と負債の差額は純資産の部に相当すると考えられる。それがマイナスということは、仮に国が株式を発行していたとすれば、その株式はとっくに価値がなくなっているということだ。

しかし、ストックの状態が悪くてもフローの状況が良く、毎年多くの利益を上げていざいれ債務超過が解消される見込みであれば、企業に対してお金を貸してくれる先があるかもしれない。そこで、国の損益計算書（図表2）を見てみると、費用が収益を大幅に上回り債務超過を解消するどころか毎年多くの新しい債務が積み上がっていることが分かる。貸借対照表及び損益計算書を見る限り、日本の安全性及び収益性には大きな問題があり、一般企業であればお金を貸してくれる先はほとんどない状況であると考えられる。

図表1：貸借対照表（一般会計・特別会計）
 <平成23年3月31日>

（単位：兆円）

（資産の部）		（負債の部）	
現金・預金	16	政府短期証券	91
有価証券	89	公債	759
貸付金	148	借入金	23
運用寄託金	116	預託金	6
固定資産	183	公的年金預り金	124
出資金	57	その他	40
その他	16		
資産合計	625		
		負債合計	1,043
資産・負債差額	418		
合計	1,043	合計	1,043

（資料）財務省
 （留意事項）資産には、公共用財産や出資金のように売却処分して、現金化することなどが基本的に予定されていないものが相当程度含まれていること、また、資産計上額は現金による回収可能性を表すものではないことに留意が必要です。

図表2：損益計算書（一般会計・特別会計）
 <平成22年4月1日～平成23年3月31日>

（単位：兆円）

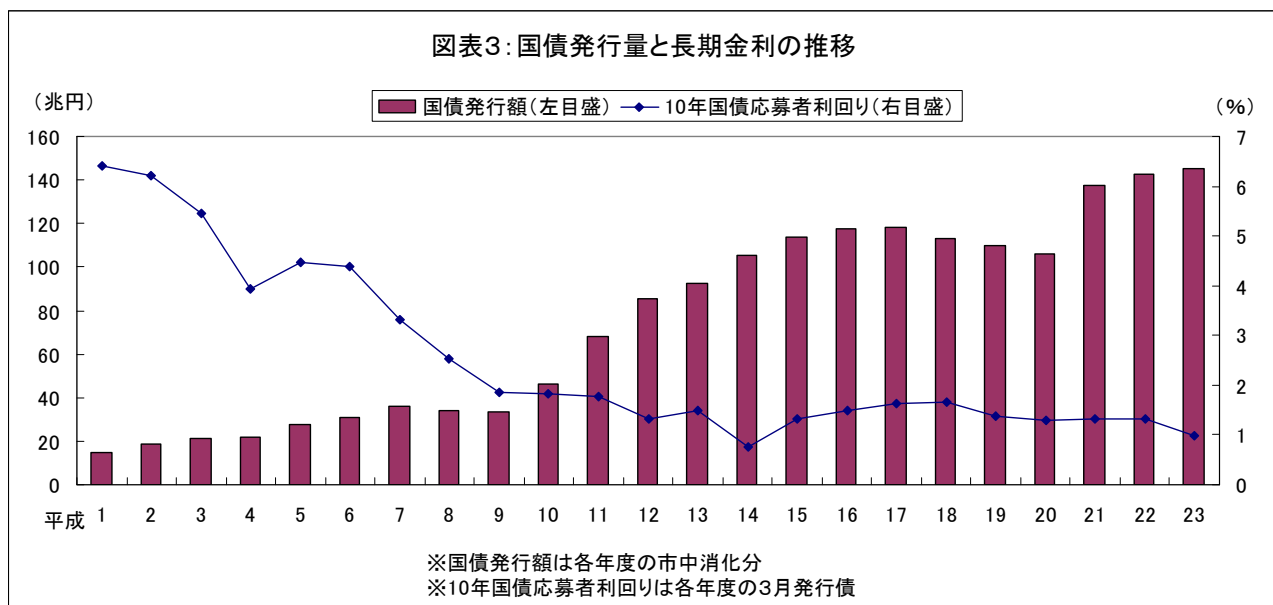
（業務費用計算書）		（資産・負債差額増減計算書より）	
人件費	5.2	租税等収入	43.7
社会保障給付費	45.3	社会保険料	38.3
補助金等	42.5	その他	10.2
地方交付税交付金等	19.6		
利払費	9.6	財源合計	92.2
その他	11.6		
費用合計	133.8	財源不足	41.7
合計	133.8	合計	133.8

（資料）財務省

3—何故デフォルトしないのか

既に大幅な債務超過状態となっており、毎年支出の多くを借金で補うという状況がいつまでも続くはずはない。一般企業であればただちにデフォルトする状態である。それでは日本の国債は何故デフォルトしないのだろうか。それは、お金を貸してくれる人がいるからということであろうか。

一般企業では黒字倒産ということが発生し得る。利益は上がっているのに、資金繰りがつかず倒産してしまうのである。その一方で、逆に赤字が続いていても資金繰りの目処さえつけば倒産しない。日本の場合、大幅な財政赤字を抱えているにもかかわらず、非常に優れた資金調達力を有していることが特徴だ。毎年大量の国債を発行しても、低金利で円滑に消化することが出来ている（図表3）。このように円滑な資金調達ができる限り、いくら赤字が続いても倒産することはない。では、何故日本の国債はこのように買われ続けるのだろうか。



4—国債が購入される理由

何故国債は買われるのか。それを説明する考え方の一つに、国には一般企業にない特別な権利があり、それを当てにして国債は購入されている、というものがある。つまり、日本の貸借対照表には一般企業には存在しない、国特有の仮想資産のようなものが存在していると考えられる（図表4）。

第1に、国には徴税権がある。国の主な収入は税金であるが、その税収をいくらにするかは基本的には国が決めることになる。収入が少なくなったのであれば、国は税率を上げて税収を増やすことが出来るはずである。第2に、国に帰属する天然資源などが返済原資になることもあるだろう。日本近海には海底資源の存在が確認されており、これが将来の宝の山になるというものだ。第3に、通貨発行権がある。中央銀行は紙幣を印刷して、それで国債を償還することが可能である。国の債務を新たな

通貨を発行することにより返済するのである。国はこのように様々な特権を有しているため、その信用力を背景に一般企業とは異なり債務超過になっても投資してくれる人は存在すると考えられる。

しかし、これらの考え方もよくよく見てみると疑問がわいてくる。例えば、徴税権については、足下の政局の混乱ぶりを見ても分かる通り、現在の日本で税率を上げることは非常に困難な状況となっている。また、天然資源についても、現在の日本にはあまり期待できないと考えられる。海底資源は、必ずしも容易に開発できるものでないためだ。さらに、通貨発行権については、資産の裏付けがないまま通貨を発行すると、物に対する通貨の価値が落ちてしまい、その結果として物の価値が通貨に対して上昇するインフレーションが発生してしまうというリスクがある。インフレーション発生によってその国の通貨への信認が失われてしまうと、外貨に交換することは従来の交換レートでは出来なくなってしまう。そうすると外貨を容易に調達することは出来ず、外貨建債務はデフォルトしてしまう可能性が高い。こうした理由から、日本銀行は資産の裏付けがない通貨発行はしていない。そもそも中央銀行が政府から独立しているのは、政府が自分達の都合だけで勝手に通貨を大量発行し、インフレーションを起こさないようにするためである。(明治10年西南戦争時、政府は莫大な通貨を発行し、日本経済は激しいインフレーションに見舞われた。その結果、明治15年日本銀行が創設され、通貨を独占的に発行することになった。) また、現在は廃止されているが平成9年までは「最高発行額制限制度」が設けられていて通貨発行額の上限を設定していた。

以上の通りどれも日本の場合は効果があまり期待できない状況であり、この考え方に立って今後も日本の国債は大丈夫と考えるのは少し危険である。

図表4: 貸借対照表(一般会計・特別会計)
 <平成23年3月31日>

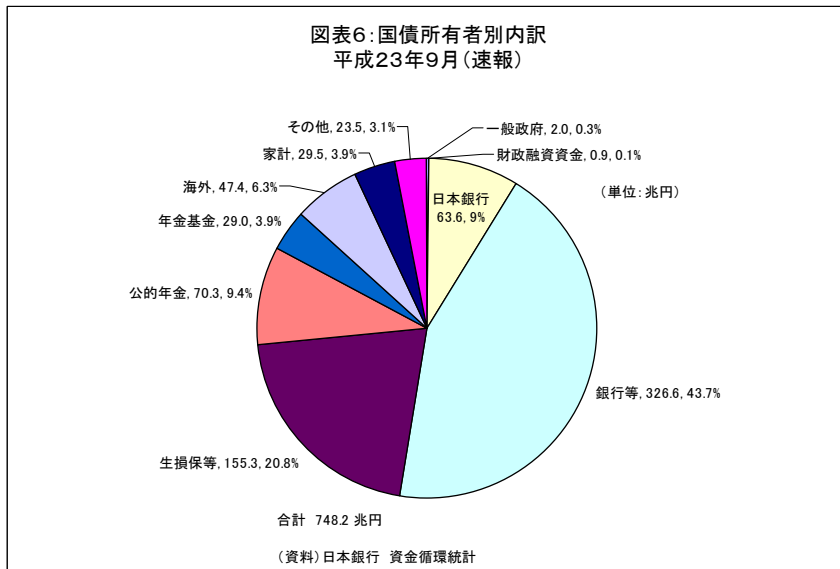
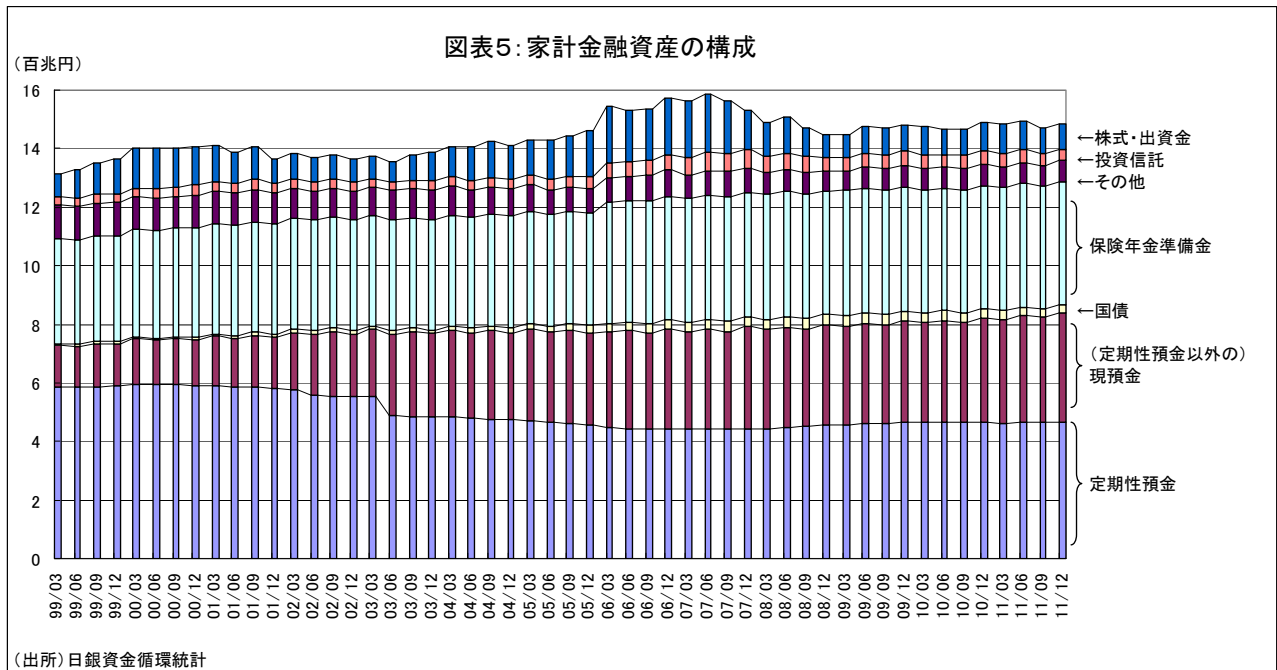
(単位:兆円)

	(仮想資産) 徴税権 通貨発行権 天然資源 など		
資産	625	負債	1,043
資産・負債差額	418		
合計	1,043	合計	1,043

5—誰が国債を購入しているのか

「日本の財政は危ないが、国債は日本人が買ってほとんど国内で消化されているから安心だ。日本の国債は800兆円発行されているが、個人金融資産は1400兆円あるからまだ余裕がある。」といった意見がある。しかし、当然のことながら個人金融資産は全額が国債に投資されている訳ではない。例えば、減ったとは言え今でも100兆円は株式に投資されている。また、個人は負債も抱えている。

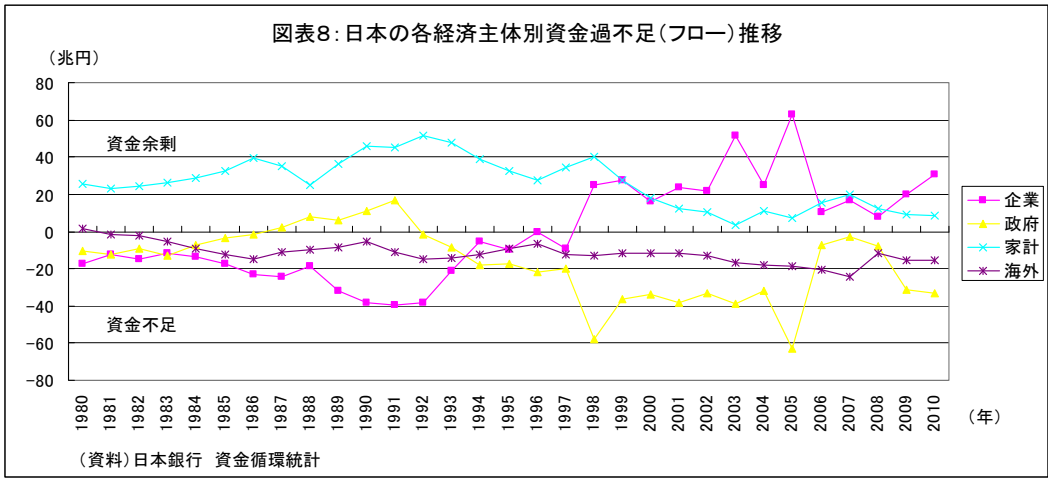
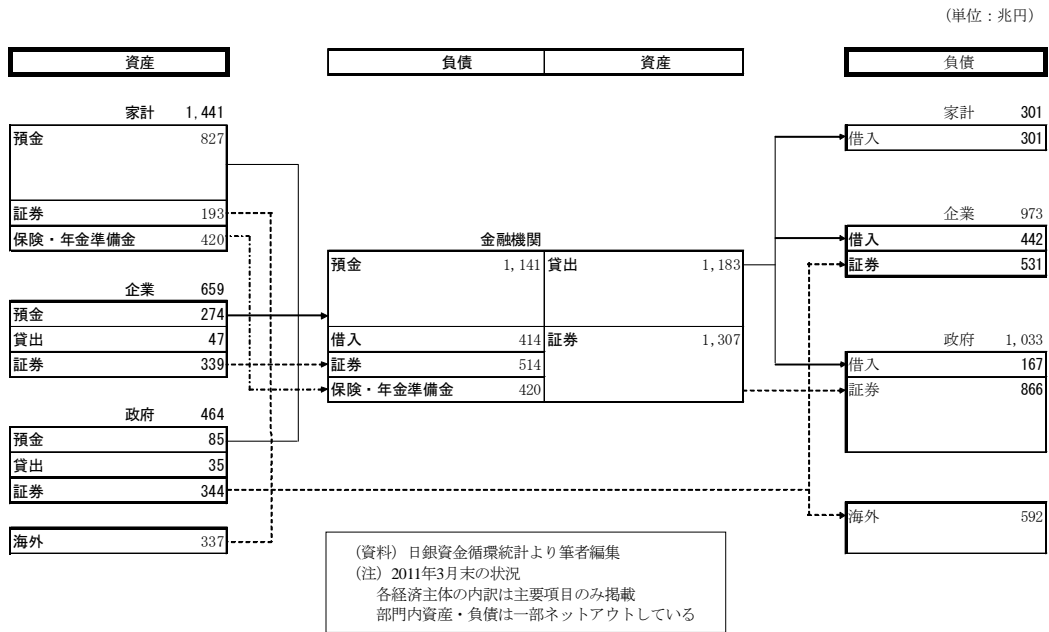
個人金融資産 1400 兆円のうち、直接国債に投資されているのは 30 兆円にも満たない（図表 5）。



一方、国債の保有者構造（図表 6）を見ると、ほとんどの国債は金融機関が保有していることが分かる。個人金融資産は半分以上が銀行預金であるため、個人は金融機関を通して国債を購入していると言えるかもしれない。しかし、銀行に預金をしている個人に、自分は国債に投資しているという認識があるとは思えない。恐らく、多くは自分の預金はペイオフの範囲内だから安心だ、といった認識で銀行に預けていないだろうか。ペイオフの範囲を超えていたとしても、それは国を信用して国債に投資しているという認識ではないであろう。個人から預かった預金を国債に投資するのか、企業や個人などに融資するのか、株式に投資するのか、といった判断は金融機関に任されていると考えるのが

無難だ。個人金融資産がいくら潤沢にあっても、それが全て国債に投資されなければ、個人金融資産1400兆円と国債残高を比較する議論は意味がない。

図表7：各経済主体の金融資産と金融負債の関係



そこで、次に各経済主体別に資金のフロー及びストックがどのようになっているのかを見てみたい(図表7、図表8)。ストックの状況を見ると、資産側ではやはり家計の金融資産が最も大きく、負債側では政府の債務が最も大きい。金融機関を介して家計の金融資産が政府の債務を支えているという状況は間違いないようである。しかし、フローの状況を見るとその様相に変化が生じていることが分かる。家計は資金余剰であるが、その勢いは衰えてきている。代わりに増えてきているのが企業の資金余剰だ。

家計は高齢化の影響などで貯蓄を増やす能力が急激に落ちてきている。人口動態が急に変わることはないので、家計の資金余剰が減少する傾向は、今後も続く可能性が高いと思われる。中長期的には、資金不足に転落することも想定しなければならない。一方、企業の資金余剰(資金不足の解消)は急

激に進んでいる。これは、企業が設備投資を控え、余剰資金を銀行預金に滞留させたり、借金の返済に充てたりするためである。しかし、企業は営利法人であり資金余剰は一時的な状態で、いずれ資金を投資して更に収益力を向上することを目指しているのであろうし、そもそも景気回復の為に国を挙げて企業の投資を促進させなければならない。こうして考えると、これまで政府の資金不足を補ってきた家計や企業の資金供給力は低下し、今後は必要な資金供給主体を海外に求める必要性も出てくる。これまで、日本の国債は日本人が購入して、ほとんど国内で消化しているから安心だと言われてきた。しかし、海外の資金を求めなければいけない状況になると、国内で消化しているから安心とは言えなくなってくる。現在は海外部門が資金不足、つまり海外部門への投資超過が続いているが、これが資金余剰に転換するような状況になるのかどうか注視していく必要がある。

6—おわりに

格付投資情報センター（R & I）が「ソブリン格付の考え方」というレポートを公表している。それによると、ソブリンの発行体格付は、大きく分類して「財政状況」「資金調達構造」「経済基盤」「政治社会基盤」「政策運営力」の5つの評価項目によって判断しているとのことである。日本の場合、まず「財政状況」については、先に述べた通り非常に危険な状態であった。一方、「資金調達構造」については非常に安定している。しかし、今後も同様に安定するかどうか、資金フローを注意深く見ていくことが必要であった。「経済基盤」「政治社会基盤」「政策運営力」についても見ていく必要があるが、定性的な要素が大きいと考えられるため、ここではその紹介に留めておく。

図表9：R & Iのソブリン格付の考え方

評価項目	内容
財政状況	GDP対比の債務残高・財政収支、税制の適切性など
資金調達構造	国内資金の過不足（経常収支）、内外資金の利用可能性など
経済基盤	経済の規模、所得水準、経済成長力、資金供給機能など
政治社会基盤	民意を反映する政治体制、治安、国際関係など
政策運営力	課題の認識、政策遂行の環境など

これまで、リスクフリーと考えられてきた国債であるが、完全にそのように考えて良いかどうか不明な部分が多い。大幅な債務超過の現状を見せられると、誰もが不安になるだろう。GDP対比の債務残高は先進国の中ではずば抜けて高く、その差は更に広がる勢いである。一方で、現状のように資金調達が順調に行われている限りは全く問題ないようにも思われる。しかし、これまで資金余剰であった個人や企業が、今後もその状況が続けられるのかも不透明である。よって、今後は国内及び海外も含めた資金フローの変化を慎重に見ながら投資しなければならないだろう。