

なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか

中島 将隆

1 政府債務危機と逆転した国債相場の二極分解

世界経済は、今日、世界同時金融危機から先進国の政府債務危機へ、新たな危機に直面している。特に欧州の政府債務危機は金融機関の危機に発展し、金融機関の危機は銀行の資本不足と流動性不足となり、この危機が世界経済を悪化させている。負のスパイラル、負の共振現象が生じ、第二のリーマンショックの再来か、と世界中が固唾を呑んで次なる変化を見守っている。

政府債務危機は欧州だけでなく、すべての先進国が直面し、ことに日米の政府債務危機は欧州よりも更に深刻である。図表1によって欧州と日米の政府債務を比較すると、日本の政府債務残高の対GDP比は世界最悪であり、財政赤字もリーマンショック以前は世界最悪であった。現在でも財政赤字は南欧諸国の水準で、IMFの世界財政の見直しによると、財政赤字は今後、更に拡大すると推計されている。

米国についてはどうか。米国の債務残高対GDP比はアイルランドやポルトガルと大差なく、ドイツ・フランスよりは遙かに悪い。財政赤字は日本と同様、世界最悪である。

欧州をみると、南欧諸国は債務残高・財政赤字はともに悪化しているが、日本と比較すれば未だ良好である。ドイツ・フランスは債務残高・財政赤字ともに他国よりも健全で、経済成長率も高い。図表1の指標をみる限り、日米の政府債務危機は欧州の政府債務危機よりも深刻な状況にある。

政府債務危機が続くと、国債に対する信認に失われるから、国債相場は下落する。日米の政府債務は欧州より深刻だから、教科書通りに理解すれば、日米の国債相場が下落し、その次に欧州の国債相場の下落となる。少なくとも、日米と比較して欧州の国債相場は安定しているはずである。

ところが、現実には、日米の国債相場は堅調で、欧州の国債相場は下落している。教科書的理解とは逆の相場展開となっている。図表2を参考にしながら、日米と欧州の国債相場の動きを検討しよう。

日本の政府債務は世界最悪だが、一〇年物国債の利回りは世界最低の水準（価格は世界最高）で、かつ、長期金利は低下している。日本の長期金利は過去二〇年近く一貫して低下が続いている。今年の後半、外国資金が日本国債市場へ流入したが、この影響は限定的で、一割を割っていた長期金利が僅かに上昇しただけであった。米国も日本と同様で、今年八月には米国国債はデフォルトリスクに直面し国債価格付けが初めて引き下げられたが、国債相場に何の影響もなく、予想に反して米国国債利回りは低下（価格は上昇）を続けている。日米の国債相場は、政府債務危機に直面しながら、活況を呈している。

欧州についてはどうか。欧州の場合、南欧諸国とドイツ・フランス、加えてイギリスの三つのグループに分類

図表1 ユーロ圏と日・米の政府債務比較

(いずれも%、02~06年は平均値、11年は見通し)

	財政収支		債務残高	成長率
	02~06年	11年	11年	11年
ドイツ	▲3.3	▲1.3	81.7	2.9
フランス	▲3.2	▲5.8	85.4	1.6
スペイン	0.6	▲6.6	69.6	0.7
イタリア	▲3.6	▲4.0	120.5	0.5
ポルトガル	▲3.9	▲5.8	101.6	▲1.9
アイルランド	1.2	▲10.3	108.1	1.1
ギリシャ	▲5.9	▲8.9	162.8	▲5.5
米国	▲3.7	▲10.0	100.0	1.6
日本	▲6.1	▲7.2	233.1	▲0.4

(注) 網かけは欧州財政ルールの「合格」圏。財政収支・債務残高は対GDP比率、経済成長は実質。2011年秋の欧州委見通しから。日米の債務残高はIMFの予測。▲はマイナス

(出所) 日本経済新聞 2011年11月27日

して検討する必要がある。三つのグループは国債相場の動きが異なるからである。

南欧諸国の国債相場下落はギリシャ財政危機の顕在化した時から始まる。二〇一〇年四月二三日、ギリシャ国債が暴落した。第一次ギリシャ危機の発生である。ギリシャ国債はデフォルトリスクに直面し、この時点からギリシャに対する金融支援策、欧州中央銀行（ECB）による国債買取政策、ギリシャ危機がユーロ圏諸国へ波及することを阻止する対策、銀行に流動性を供給する支援策が登場してくる。だが、ギリシャの財政危機は南欧諸国へ波及し、一月にはアイルランド危機、二〇一一年四月にはポルトガル危機、二〇一一年七月には第二次ギリシャ危機が発生した。この過程で、スペイン・イタリア国債も下落し、イタリア国債の利回りは二〇一一年一月九日、危機ラインと言われる七%を超過するに至った。

ドイツ・フランス等ユーロ圏のコア国については、南欧諸国と異なる動きを示す。コア国の国債相場は二〇一一年一月から急激に悪化する。イタリア国債の暴落に連動して、わずか数週間でもコア国の国債相場は下落し、世界経済を震撼させることになった。

イギリスは欧州圏ではあっても、国債相場に変動はない。そればかりではない。ドイツ国債が下落していく過程で、一月二四日、イギリス国債の利回りがドイツ国債の利回りを下回った。国債価格はドイツ国債よりイギ

図表2 急騰したユーロ圏の10年物国債利回り

単位：%

	昨年11月末	今年11月	
		18日	25日
ドイツ	2.6	1.9	2.2
フィンランド	2.9	2.6	2.9
フランス	3.1	3.4	3.6
オーストリア	3.2	3.4	3.8
ベルギー	4.0	4.8	5.8
スペイン	5.5	6.4	6.7
イタリア	4.6	6.6	7.3
▼非ユーロ圏			
英 国	3.2	2.2	2.2
米 国	2.8	2.0	1.9
日 本	1.1	0.9	1.0

(出所) 日本経済新聞 2011年11月26日

リス国債が高くなった。

以上の事実から、次の点を考えてみたい。まず、なぜ、ユーロ圏のコア国であるフランスやドイツ国債が急落したか、という点である。特にドイツの場合、なぜ超健全財政国のドイツ国債が急落したのか、という点である。ギリシャ国債の相場下落については前回のレポートで検討したので省略する（証研レポート一六六一号「ギリシャ財政危機から何を学ぶか」）。

次に、なぜ、欧州の国債相場下落は連動するのか、という点である。ギリシャ国債の下落は南欧諸国の国債下落と連動し、フランス国債の下落はイタリア国債の下落と連動していた。特に、イタリア国債の下落とフランス国債の連動がなぜ生じたのか、たどってみる。

最後に、財政危機が最も深刻である日米の国債相場が、欧州国債と対照的に、なぜ安定しているのか、考えてみたい。

2 なぜ欧州の国債相場は急落したか

(1) EU包括戦略三つの合意

イタリア国債の利回りが危機ラインを突破し、コア国の国債相場が下落したのは、ユーロ圏・EU首脳会議の合意内容が市場の信認を得られなかったこと、ユーロ圏では意志決定のメカニズムが機能していないこと、この二つに起因する。

二〇一一年七月、ギリシャ第二次危機が発生した。ギリシャは七月に支払う国債償還資金の調達が不可能になったからである。ギリシャ危機を支援するため、更に危機が他国へ波及することを阻止するため、七月二一日、

ユーロ圏一七カ国首脳会議は総額一〇九〇億ユーロの第二次金融支援、EU・IMFの公的支援、欧州安定基金（EFFSF）機能の拡充、民間投資家もギリシヤ国債損失額の二二%を自発的に負担する、という合意がなされた。

この合意には二つの問題があった。一つは、ユーロ圏メンバー一七カ国全員の合意が必要であり、合意に長時間を要した点である。七月二一日の合意は、最後に残ったスロバキアの合意を得る一〇月一二日まで待たねばならなかった。ユーロ圏では意志決定のメカニズムが機能していない。二つには、合意の内容に市場が失望した点である。市場は抜本的な対応策を期待したが、その期待が裏切られた。その結果、ギリシヤ第二次危機は南欧諸国へ波及し、イタリアやスペインの国債相場は下落していった。

七月の支援策を補強するため、一〇月二七日、EU・ユーロ圏首脳会議は包括的戦略で合意した。合意内容の主要点は次の通りである。⁽¹⁾

・ギリシヤ支援

民間銀行によるギリシヤ債務の損失負担については、七月合意の二二%から五〇%へ拡大する。民間銀行は損失負担を自主的に受け入れる。

・欧州安定基金（EFFSF）の強化

七月合意では融資能力は二五〇〇億ユーロから四四〇〇億ユーロに拡大したが、一〇月合意では元手を増やさず一兆ユーロ規模に拡大する。債務保証と特別目的会社活用⁽²⁾の二案併用で、実質一兆ユーロ規模に拡大する。中国の参加、IMFの協力を期待。

・欧州銀行の資本増強

七月合意では銀行資産を狭義の中核的自己資本の比率で5%を基準に再評価。一〇月合意で9%基準に引き上げる。来年六月までに資本増強。試算では資本増強に一〇六四億ユーロが必要。

一〇月二七日の包括的合意は国債相場を安定させ、金融危機の発生を抑制し、危機の連動を阻止するためであった。ところが、現実には、皮肉なことに合意の意図とは逆の構図が展開されることになった。

(2) なぜ、イタリア危機が発生したか

イタリア国債の利回りは、一月九日、危険水域とされる7%を上回った。一〇年債利回りは前日の6%台後半から七・四%台へと上昇し、二年債は七・五%、七年債は七・七%台まで急上昇した。⁽²⁾ 7%が危機ラインと言われるのは、財政不安国の一〇年物国債利回りが7%を超えるとギリシャ・アイルランド・ポルトガルにみられたように、国債利回りは急騰してきたからである。⁽³⁾ その後、イタリア国債の利回りは下落することなくほぼ同一の水準で推移し、一月二五日の二年物落札利回りは七・八%となり、一〇月実施分の四・六%と比較して大幅に上昇している。⁽⁴⁾

なぜ、一月に入って利回りが急上昇し、国債価格が暴落したのだろうか。もともとイタリア国債の利回りは他の南欧国債と同様の動きを示し、欧州中央銀行(ECB)は二〇一一年八月八日からイタリア国債の買い支えを開始していた。⁽⁵⁾ 一月から急上昇したのは、まず、「イタリアは次のギリシャ」だと市場が予想したかである。一〇月二七日の包括的合意で、ギリシャ支援のため民間銀行は「自発的」にギリシャ国債の損失を50%負担す

ることになった。民間銀行は保有国債をヘッジするため保険の一種であるCDSでカバーする。ところが、ギリシャ国債については、国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）は、ギリシャ国債については債務削減があくまで投資家の自発的参加であるから、CDS支払の条件に該当しないと表明した。⁽⁶⁾「次のギリシャはイタリア」と市場が判断すると、ギリシャ国債と同様、イタリア国債のヘッジ手段がなくなる。

「次のギリシャはイタリア」となれば、問題含みの国債が売却される。図表3をみると、ソブリンCDS残高のトップはイタリアである。イタリア国債に対する市場の不信によってCDS残高がトップとなっている。このCDSが保険機能を果たさないとすれば、イタリア国債の市場利回りが急上昇するのも不思議ではない。イタリアの財政改革が不十分と市場が判断しているから、イタリアは「次のギリシャ」とされたのである。⁽⁷⁾

次に、包括的合意によって、銀行資産を狭義の核心的自己資本比率で九%を基準に再評価することになった点である。七月合意の五%から九%に引き上げると、銀行は資本増強せねばならず、試算では約一〇六四億ユーロが必要とされている。資本増強に向けて、まずは、問題含みの国債が売却されることになる。

図表3 ソブリンCDS残高のトップはイタリア
(単位：億ドル)

順位	国名	グロス	ネット	契約数
1	イタリア	3,091	208	9,651
2	ブラジル	1,786	177	11,909
3	スペイン	1,698	166	7,668
4	トルコ	1,431	44	9,068
5	フランス	1,354	237	7,197
6	メキシコ	1,294	86	9,713
7	ドイツ	1,188	195	4,451
8	ロシア	1,134	45	8,593
9	ギリシャ	743	35	4,404
10	英国	726	125	4,999
11	ポルトガル	680	55	3,858
12	ハンガリー	662	25	5,676
13	韓国	644	50	7,333
14	日本	643	90	6,442
15	中国	616	96	7,210

(注) 11月4日時点。上位15カ国を掲載。グロスは「売り」と「買い」を合計した値。ネットは「売り」と「買い」を相殺した値

(出所) 草野豊己「ドイツの銀行を直撃するソブリンCDS危機」『エコノミスト』2011年11月29日

更に、欧州の証券決済機関であるLCHクリアネットがイタリア国債の取引に必要な証拠金を引き上げた点である。LCHクリアネットが証拠金引上げを表明した後、一〇年債利回りが危機ラインを突破した。証拠金は決済不履行の事態に備えて清算機関が取引参加者に求めるもので、トリプルA国債との利回りが一定の限度を超えると追加証拠金抽出が必要となってくる。イタリア国債の取引に必要な証拠金が引上げられると、一時的な負担の増加が生じる。これを嫌った投資家が保有国債を一齐に売却し、その結果、国債暴落に拍車をかけた。⁽⁸⁾

イタリア国債が危機ラインを突破したのは、イタリアの財政改革に対する市場の信頼が失われていること、その上で一〇月二七日の包括的合意がイタリア国債相場を下落させたと思われる。

(3) なぜフランス国債へ波及したか

一月一日付のフィナンシャル・タイムズは、「次はフランスか」として、次のように報じている。「イタリアの国債取引が実質的に機能不全に陥った一〇日、『次はフランスか』との問いが投資家たちの口に乗った。数か月前には思いも寄らなかった事態に投資家はイタリア、スペインの国債に続き仏国債も処分すべきか苦悶する」。

フランス国債は一月から下落を続けている。前掲の図表2をみると、前年十一月の国債利回りは三・一%であったが、今年の一十一月八日には三・四%となり一週間後の二五日には三・六%に上昇している。

フランス国債が下落したのは、まず、南欧諸国への投資残高が主要国の中でドイツと並んで巨額であること、とりわけイタリアへの投資は群を抜いて巨額だ、という点にある。図表4をみると、南欧諸国に対する主要国の投資合計は三万一千八億三億ドルだが、その中でフランスの投資額は八千九百八億ドルと最大である。イタリアに対

する投資額をみると主要国合計は一万一四五一億ドルだが、フランスの投資額は五〇七八億ドルと群を抜き、イタリアに対する投資総額のほぼ半分をフランスが占めている。南欧国債が下落し、かつ、一月になってイタリア国債が急落すれば、フランス国債に対する市場の信認が低下するのも当然であろう。財政赤字が拡大し、経済成長率も低下しているからである。

次に、一〇月の包括的合意に基づいて銀行資産

図表4 主要国銀行によるPIIGS・主な中東欧諸国への投融資残高

(1999年末時点、億ドル)

		投融資の出し手								
		フランス	ドイツ	英国	オランダ	米国	日本	オーストリア	合計※ 主要24カ国	
PIIGS・中東欧諸国の投融資受入額	PIIGS	ポルトガル(ユーロ)	449	474	256	141	47	43	29	2,509
		イタリア(ユーロ)	5,078	1,897	765	691	532	544	255	11,451
		アイルランド(ユーロ)	521	1,838	1,727	282	571	217	78	6,477
		ギリシャ(ユーロ)	788	450	154	122	166	67	48	2,170
		スペイン(ユーロ)	2,112	2,380	1,100	1,197	580	284	88	9,257
		PIIGS 5カ国計	8,948	7,038	4,000	2,433	1,896	1,155	498	31,863
		中東欧諸国	ポーランド(ズロチ)	305	618	31	352	130	49	137
	チェコ(コルナ)	341	121	26	47	24	7	597	1,786	
	ハンガリー(フォリント)	111	319	21	35	38	17	370	1,398	
	ルーマニア(レイ)	143	46	1	83	12	0.2	422	1,097	
	中東欧4カ国合計	901	1,104	78	518	204	74	1,525	7,116	

(注) 1. () 内は使用通貨

2. ※は、BISに国別の投融資残高を報告している24カ国

(出所) 日本経済新聞 2010年6月8日

に対する自己資本比率を9%にすると、フランスの銀行には巨額の資本不足が生じる点である。ギリシャ国債の損失負担を50%とすると、図表5でみるように、フランス主要銀行には巨額の資本不足が生じる。イタリア国債の保有額は他を圧しているから、銀行の資本不足は途方もなく拡大する。

フランス国債相場の下落は、財政赤字が拡大している中で、南欧諸国の投資残高が他の主要国より大きいこと、イタリア国債が危機ラインに達したこと、こうした要因を反映している。

(4) なぜ、ドイツ国債が札割れになったか

一月二三日、ドイツ国債の入札に札割れが生じた。応札額に対して募集額が下回ったのである。翌日の二四日、ドイツ国債利回りといギリス国債の利回りが逆転し、ドイツ国債価格はイギリス国債価格を下回った。ドイツ国債の札割れと利回り逆転は、ついに欧州債務危機がコア国へ波及したとして世界に衝撃を与えた。一月二五日の日本経済新聞はロンドン発のニュースを詳細に報じているので、以下、概要を紹介する。

ドイツ政府が二三日実施した一〇年物国債の入札は、六〇億ユーロの募集に対して応札が三九億ユーロに留ま

図表5 自己資本比率9%に対する資本不足額

(ギリシャ国債50%カットの場合)

国名	銀行名	ギリシャ国債の保有残高	不足額
フランス	BNPパリバ	50	▲13
	クレディ・アグリコル	7	▲46
	ソシエテ・ジェネラル	27	▲45
ドイツ	ドイツ銀行	15	▲16
スペイン	サンタンデール	2	▲116
	BBVA	1	▲33
イタリア	ウニクレディト	6	▲56

(注) 単位は億ユーロ、▲は不足。欧州銀行監督機構(EBA)と各行決算資料。10年末時点。自己資本への影響はSMBC日興証券が試算。保有国債の損失処理後も、リスク資産は不変として算出

(出所) 日本経済新聞 2011年10月28日

った。札割れはドイツでは日常的だが、不足額が全体の三分の一というのは異例のことであった。入札の不調によって、一時、ドイツ国債とイギリス国債の利回りは逆転した。従来、投資家は債務不安の強い南欧諸国の国債を売却し、その資金でドイツ国債を購入していた。ところが、一月中ごろからドイツ国債の利回りが徐々に上がり始めると、従来の南欧国債売り・ドイツ国債買いが、南欧国債売り・ドイツ国債も売り、と投資行動に大きな変化が生じるようになった。

こうした変化の背景は、ユーロ圏国債の全体に対する債務不安が広がっているからだ。域内の大国であるイタリアとフランスの国債価格が下落基調となったにもかかわらず、効果的な対策が打たれていない。各国の利払いコストは上昇し、財政を圧迫する。この状態が続けば財政悪化が嫌気され、更に国債が値下がりして利払いコストが膨らむ悪循環に陥りかねない。二四日に売却された国債はドイツ国債だけでなく、フランス・フィンランド・オランダなどトリプルAの国債が売却され、最上級の国債価格が下落した。ユーロ存続のリスクを市場が意識し始めたからである（日本経済新聞一一月二五日 ロンドン発ニュースの概要）。

一月二五日付のフィナンシャル・タイムズも、日本経済新聞のニュースと同じ内容で、札割れは「欧州最強のドイツでさえユーロ圏をのみ込む危機から無縁ではいられないことを意味する」と報じている。

ドイツ国債が札割れしたのは、ドイツの政府債務が悪化したからではない。ユーロ圏の国債相場を支えるシステムが不十分であり、意志決定のメカニズムが機能不全になっているからである。

ユーロ圏の国債相場を支えるため、様々の提案がなされている。まず、欧州中央銀行（ECB）の機能拡大である。ECBがユーロ圏の国債買入を開始したのはギリシャ危機が顕在化した二〇一〇年五月一〇日からであっ

た。その後、イタリア国債など南欧諸国の国債を買い入れていた。とはいえ、ECBは最後の貸し手としての機能を果たしていない。ドイツの反対にもよるが、根底にはユーロ圏は単一国家ではなく「準国家」であり、バジヨットの『ロンバート街』で展開した普遍的なルール、危機に際して中央銀行は最後の貸し手として機能すべきだというルール、このルールを適用することが困難であるからだろう。ECBの機能拡大は、「準国家」をいかにして「単一国家」に近づけるか、この点に依存しているのではないだろうか。

次の提案は、欧州安定基金（EFSF）のファンドを拡大し、この資金で市場から国債を吸収する提案である。包括的合意によるファンドの増強は一兆ユーロだったが、この規模ではイタリア国債を吸収できない。二兆強ユーロに増強すれば可能となるが、このファンドをどのように調達するか、課題は多い。

更に、「ユーロ共同債」の発行も検討課題となっている。共同債の発行は南欧の賛成、フランスの前向き検討、ドイツの大反対、各国の財政事情を反映して重点の置きどころに違いがある。共同債発行に意見の相違はあるが、ユーロ圏の弱点が金融と財政の分離している点にあるから、この弱点を克服するには、まず、共同債発行が金融財政一体化の一里塚になるはずだ。

金融と財政の一体化に向けての動きは、今日、財政規律の強化という形で進められている。そして、リスボン条約の改正を目指す、という点でも合意が形成されつつある。一月八・九日に開催されるEU首脳会議では、これらの提案が検討されることだろう。

欧州国債の下落は、単に財政赤字の拡大と政府債務増大だけでなく、ユーロ圏の枠組みの弱点と矛盾、意志決定のメカニズムが機能不全に陥っていること、この点に起因している。従って、問題は財政改革に加えて、ユーロ圏の弱点をどのように克服するか、意志決定のメカニズムを如何にして構築するか、この点に依存している。

では、同じ欧州の一員でありながらイギリス国債が安定しているのは何故か。イギリスはEUの一員ではあってもユーロ圏の国ではない。ユーロ圏の外部に居るから、ユーロ圏のもつリスクから解放されているので、国債相場は安定しているのであろう。

3 アメリカ国債の流動性を支える国際通貨ドル

アメリカ国債は、二〇一一年七月、デフォルトリスクに直面した。リーマンショック後、公的資金による銀行救済が行われ、財政赤字が急膨張した。その結果、国債発行額は憲法によって規定される債務上限に達し、八月二日までに債務上限を引き上げなければ、国債の利払いも不可能になる、という事態を迎えるに至った。財政赤字の削減を求める共和党の要求、増税に反対する茶会党の運動によって、債務上限の引き上げ法案は難航し、全世界の緊張が続いた。

二〇一一年八月二日、債務上限を引き上げる米債務法案が成立した。デフォルトリスクは回避されたのである。だが、格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ（S & P）は、九〇年間トリプルAを維持してきた米国国債の格付けをダブルA格に引き下げた。引下げ理由について、S & Pは「米政権と議会が合意した財政健全化計画が、政府の中期的な債務構造の安定に不十分と判断した」⁽⁹⁾からと述べている。

国債の格付けが引き下げられたにもかかわらず、ドル買がつつき、国債相場は安定的に推移している。世界最大の債券ファンドを持つ米運用大手ピムコは、米国債を売却して投資判断を誤った。ピムコの最高投資責任者であるビル・グロス氏は、米国債売却で異例の「敗北宣言」⁽¹⁰⁾を行った。

なぜ、アメリカの債券王と言われるピムコのグロス氏は判断を誤ったのか。ドルの相対的地位は低下しても、

国際通貨ドルの地位に変化はない、という点を看過したからである。世界経済に占めるアメリカの地位に変化がなければ、そして、市場流動性が高く厚みの深い国債市場がある限り、ドルの基軸通貨としての地位は変わりない。ドルが国際通貨である限り、双子の赤字が継続しても、貿易赤字で流出したドルは再びアメリカに還流してくる。ドルの流動性に変化がなければ、米国債がデフォルトすることはない。

格付け会社 S & P は米国債の格付けを引き下げたが、ムーディーズはトリプル A を維持している。この相違について黒沢氏は、基軸通貨国の特権とドルに対する信頼のとらえ方の違いにあるとして、次のように述べている。「S & P の格下げは、このドルに対する『信頼』に変化が生じたと思われる。一方、ムーディーズは『信頼』は堅持されており、当時議論されていた議会における政府債務上限の引き上げの遅れという技術的問題をクリアすれば、従来通りトリプル A であると判断したのである⁽¹¹⁾」。

アメリカの国債市場は規模が巨大で、インフラ整備によって国債の流動性が高い。ドルが基軸通貨としての地位を維持している限り、アメリカ国債に対する市場の信頼は維持されるだろう。

4 なぜ日本の国債相場は安定しているか

(1) 担保能力に対する市場の信頼

日本の政府債務は世界最悪であった。格付け会社は日本国債の格付けを引き下げている。にもかかわらず、なぜ、日本の国債相場は安定的に推移しているのだろうか。

最大の要因は、担保能力に対する市場の信頼である。国債は租税の先取りであり、国債償還は租税で担保されている。日本の場合、この担保能力がある、という点である。まず、日本の消費税は世界最低水準であり、消費

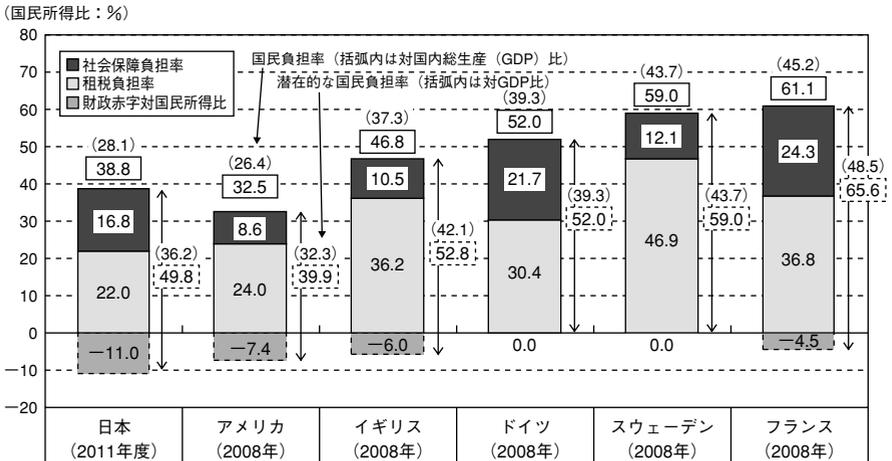
税の引き上げ余地が残されている。次に、累進税率のフラット化を是正することが可能である。所得税や資産税率は、平成元年以降、著しくフラット化がすすめられたが、この減税政策を見直すことができる。また、給与所得者・自営業・農家の所得捕捉を公平にする、いわゆるクロヨン問題の是正も担保能力を高めることになる。

租税に加えて、社会保障の国民負担率の引き上げ余地も残されている。図表6でみるように、社会保障制度が整備された国の中で、日本の国民負担率は一番低い。負担率を引き上げれば、租税によって補填される部分を少なくすることが可能である。

(2) 国内中心の国債保有構造と純個人金融資産

国債相場が安定している第二の要因は、外国資本に依存しなくとも国内資金によって国債消化が可能だという点である。国債消化の九四％は国内資金によるものであり、外国資金は五％強にすぎない。国内資金によって国債消化が可能となっているのは、政府債務残高が純個人

図表6 国民負担率の国際比較 (国民負担率=租税負担率+社会保障負担率)



(注) 1. 日本は2011年度(平成23年度)見通し。諸外国は2008年実績。
 2. 財政赤字の国民所得比は、日本及びアメリカについては一般政府から社会保障基金を除いたベース、その他の国は一般政府ベースである。

【諸外国出典】"National Accounts" (OECD)、"Revenue Statistics" (OECD) 等

(出所) 財務省『日本の財政関係資料』平成23年9月

金融資産の範囲内に納まっているからである。

この点に関しては、近い将来、国内資金による国債消化が不可能になる、という見方もある。少子高齢化が進むと個人貯蓄率が低下する、二〇〇八年には個人貯蓄率は二・二％に低下したではないか、という議論である。なるほど、以前には、個人貯蓄率は一〇％を超えていたが、近年、貯蓄率は低下を続けている。だが、貯蓄率は二〇〇八年の二・二％をボトムに、その後、急速に上昇している。図表7をみると、二〇一一年の個人貯蓄率は七・九％にまで急上昇している。米国や英国でも同様に貯蓄率は上昇しているが、日本の上昇は顕著である。貯蓄率上昇は、国民の危機管理能力の高さを示している。この危機管理能力が維持されるかぎり、国内資金による国債消化が可能であろう。

(3) 経常収支は黒字

第三の要因は、経常収支の黒字が続く限り、外国

図表7 家計部門の貯蓄率の推移

	日本	米国	英国	イタリア	ドイツ	フランス	スペイン
1993	14.2	5.8	10.8	19.5	12.1	15.5	15.5
1994	13.3	5.2	9.3	18.1	11.4	14.8	13.1
1995	12.6	5.2	10.3	17.0	11.0	15.9	17.5
1996	10.5	4.9	9.4	17.9	10.5	15.0	17.4
1997	10.3	4.6	9.6	15.1	10.1	16.0	16.0
1998	11.4	5.3	7.4	11.4	10.1	15.5	14.4
1999	10.0	3.1	5.2	10.2	9.5	15.2	12.7
2000	8.7	2.9	4.7	8.4	9.2	15.0	11.1
2001	5.1	2.7	6.0	10.5	9.4	15.7	11.1
2002	5.0	3.5	4.8	11.2	9.9	16.9	11.4
2003	3.9	3.5	5.1	10.3	10.3	15.7	12.0
2004	3.6	3.4	3.7	10.2	10.4	15.8	11.3
2005	3.9	1.4	3.9	9.9	10.5	15.0	11.3
2006	3.8	2.4	3.4	9.1	10.6	15.0	11.1
2007	2.4	2.1	2.6	8.4	10.8	15.5	10.7
2008	2.2	4.1	2.0	8.2	11.7	15.4	13.4
2009	5.0	5.9	6.0	7.1	11.1	16.2	18.0
2010	6.5	5.8	5.4	6.1	11.4	16.0	13.1
2011	7.9	5.5	4.6	6.0	10.9	15.4	11.1

(出所) OECD Economic Outlook 89

資金を導入する必要がない、という点である。この点については、貿易収支の黒字は一貫して低下しているから、時を経ずして経常収支は赤字に転化するだろう、そして、国債消化も外国資金に依存することになる、という見方もある。

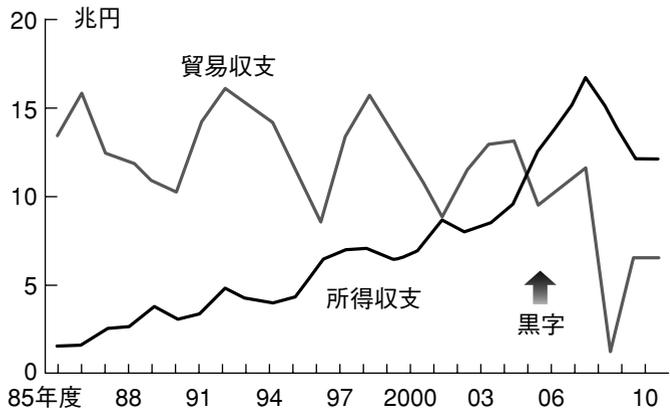
だが、この見方については、所得収支の増加という点を指摘せねばならない。図表8をみると、二〇〇五年を境にして貿易収支の黒と所得収支の黒が逆転していることがわかる。貿易収支の黒は減少傾向にあるが、代わって所得収支の黒が拡大し、経常収支の黒字が維持されている。日本は世界最大の債権大国であり、海外投資の対価が経常収支の黒字をささえている。急激な円高が進んでいるにもかかわらず、である。

5 要約すると

政府債務がなぜ膨張するか、この原因を分析することはそれほど困難な問題ではない。政府債務の累増は税収を上回る財政膨張の必然的な帰結である。

政府債務の累増は、政府債務危機を招く。だが、危機がどの時点で発生するかは予測不可能である。予測可能であれば国債暴落はあり得ない。また、危機の定量的指標もない。危機は突如として顕在化する。

図表8 貿易黒字を上回る所得収支の黒字



(注) 財務省「国際収支統計」
(出所) 日本経済新聞 2011年11月21日

ギリシヤやイタリアの債務危機は財政膨張の必然的な帰結であったが、危機は突然に顕在化した。ドイツは超健全財政国であるにもかかわらず、また、高い経済成長率を維持しているにもかかわらず、ドイツ国債は札割れし国債価格は下落した。フランス国債の急落は、保有するイタリア国債の下落が直接の原因である。欧州で共通している点は、市場の信頼が失われた時、政府債務危機が顕在化する、という点である。市場の信頼喪失、これがキーポイントとなっている。

日米の政府債務は世界最悪である。ところが、日米の国債相場は安定し、国債市場は安定している。市場が安定しているのは、アメリカの場合、ドルが基軸通貨の地位を保ち、基軸通貨国の特権を享受できるからであった。日本の場合、担保能力があること、国内資金で国債消化が可能になっていること、これが市場安定の秘密であった。

アメリカの国債相場はドル本位制によって維持されているが、ドルの信頼が低下すると、国債相場を支える拠り所が消滅する。アメリカの財政赤字の拡大は、ドルの信頼を低下させるだろう。日本の場合、担保能力があっても、財政改革がなければ、市場の信頼を失う。

欧州も日米も深刻な政府債務危機に直面している。共通の危機に直面しながら欧州の国債相場は下落し、日米の国債相場は安定している。この相違は、定量的な指標ではなく、市場が国債を信任しているか否か、この点に帰着していると思う。

注

(1) 日本経済新聞 二〇一一年一〇月二七日、二八日

- (2) 日本経済新聞 二〇一一年一月一〇日
- (3) 日本経済新聞 二〇一一年一月九日
- (4) 日本経済新聞 二〇一一年一月二六日
- (5) 日本経済新聞 二〇一一年一月一〇日
- (6) 日本経済新聞 二〇一一年一月二八日
- (7) 草野豊己「ドイツ国債の銀行を直撃するソブリンCDS危機」『エコノミスト』二〇一一年一月二九日を参照
- (8) 日本経済新聞 二〇一一年一〇月一〇日 一一月二八日
- (9) 日本経済新聞 二〇一一年八月六日
- (10) 日本経済新聞 二〇一一年八月三日
- (11) 黒沢義孝「デフォルト皆無という先進国格付けの神話は崩壊」『エコノミスト』二〇一一年一月二九日号

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)