

アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか

中島 将隆

1 アベノミクスの二つの側面

安倍首相が気迫をこめて主張する「大胆な金融政策」によって、市場には金融緩和の期待が高まった。金融緩和の期待によって短期間に円高が急速に是正された。衆議院解散時点の昨年十一月一六日には一ドル八一円一二銭だった為替レートが、安倍政権が発足する十二月二六日には八六円三五銭、黒田日銀総裁の就任による日銀新体制が発足する一三年三月二一日は九五円八四銭となった。金融緩和の期待だけでこれほどの円高是正は、長く歴史に残る記録だろう。

円高是正によって株価も好調で、この間、日経平均株価は九〇二四円から十二月二六日には一万二三〇円となり、三月二一日には一万二六三五円となった。円高是正によって輸出が拡大し、輸出産業の収益向上は株価の上昇となり、株価の上昇は企業財務や年金運用など資産運用にも追い風になっている。

金融緩和の期待によって円高是正と株価が上昇に転じ、デフレ脱却の期待が高まってきた。各種のアンケート調査でも景気回復の期待が高まっている。金融緩和の期待から「大胆な金融政策」の実行、そして、「民間投資を喚起する成長戦略」というアベノミクスは、日本経済に明るい希望の灯をともしている。

だが、他方で、安倍政権の成立と共に財政は一段と悪化した。昨年八月に内閣府が発表した試算によると、二〇一三年度の基礎的財政収支は二五・四兆円の赤字であった。ところが、二月二八日に政府が経済財政諮問会議

に提出した資料では、二〇一三年度の基礎的財政収支は三三・九兆円の赤字で、財政状態は昨年よりも更に悪化している。

悪化した原因は、昨年末に成立した安倍補正予算で緊急経済対策費として一〇兆円強が計上され、財源として六兆二九五三億円の国債が増発されたからである。これによって、二〇一五年度までに基礎的財政収支の赤字を一六兆円にまで圧縮する、という国際公約を実現することが難しくなってきた。こうした財政悪化によって財政健全化の立法措置が必要になってきたが、安倍首相は立法措置を一度は約束したものの、三月七日の衆議院予算委員会で見送ると答弁した。アベノミクスの「機動的な財政政策」は、ただでさえ危機的状況のある財政を更に悪化させている。

アベノミクスには二つの側面があり、円高是正とデフレ脱却という光の側面、財政悪化という影の側面をもっている。

アベノミクスの光と影は、日本の国債相場に如何なる影響を与えるだろうか。安倍政権の誕生から今日まで僅か数ヶ月で、アベノミクスの具体的な政策はこれからであり、この問題を現時点で議論するのは早計かもしれない。しかし、アベノミクスに対する期待は絶大で、期待だけで潮目が変化した。それだけに、影の部分にも注意深い検討が必要である。

この問題を考えるには、まず、財政危機の続く中で、なぜ日本の国債相場はこれまで安定してきたのか、国債相場を支えてきた条件の分析である。次に、アベノミクスは、従来の条件をどのように変化させるか、条件変化は国債相場に如何なる影響をあたえるか、この二つの視点から検討する必要がある。小論では、この視点から検討すべき要点のみを整理してみたい。

2 国債相場はなぜ安定しているか

日本の財政は、今日、危機的状況である。諸外国と比較すると、二〇一三年の政府債務残高の対GDP比はアメリカ一三%、ドイツ八六・二%に対して、日本は実に二二四%と最悪の状態である。また、純債務残高の対GDP比をみても、アメリカ九〇・一%、ドイツ四九・七%に対して、日本は一四四・三%となっている。日本の財政状態は、南欧諸国だけでなく先進国と比較しても遥かに悪い。にもかかわらず、日本の国債相場はアメリカ国債、ドイツ国債と並んで、世界で最も安定している。

財政危機と言われながら、なぜ、日本の国債相場は安定しているのだろうか。この問題については証研レポート一六七三号「日本の国債相場を支えているものは何か」（二〇一二年八月）で検討した。ここでは、広く一般に受けいれられている通説だけを検討してみよう。通説では、国債が国内資金によって消化され外国資金に依存していないこと、政府債務残高が家計部門の純貯蓄の範囲内に留まっていること、この二つの要因で相場が安定している、というものである。

事実を確認してみよう。財務省が四半期ごとに公表する「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」（平成二四年一二月末現在）をみると、普通国債・財投債・借入金・政府短期証券・政府保証債務の合計は一〇四二・六兆円となっている。家計部門の純資産については、日銀の資金循環統計の速報によると、一一五五・二兆円である（平成二四年一二月発表）。この数字でみるように、政府債務残高は家計部門の純資産の範囲内に留まっている。家計部門の純資産は銀行や機関投資家を經由して国債投資に向かう。通説では、国債は国内の貯蓄資金で消化されている、従って、国債相場は安定している、というものであった。

貯蓄資金による国債消化は、なるほど、国債相場が安定している理由の一つであることに間違いはない。しか

し、通説では、なぜ国内資金が国債投資に向うか、その点の説明ができない。国債は愛国心で消化されているのではない。銀行や機関投資家は投資対象として国債投資に向かう。すなわち、国債に投資しても大丈夫だという信頼があるから国債投資に向かうということ、「市場の信頼」に基礎を置いていること、この点に格段の注意を払う必要がある。ギリシャ債務危機に端を発した欧州債務危機を振り返ってみると、「市場の信頼」が失われた時点で国債は暴落した。また、「市場の信頼」が回復すると国債相場も安定的に推移するようになった。欧州債務危機は「市場の信頼」が如何に重要であるか、この点を明確に示すものであった。

では、国債に対する「市場の信頼」は何に基づくのだろうか。

3 国債に対する「市場の信頼」は何に基づくか

(1) 担保力に対する市場の信頼

国債は政府の借金である。従って、国債に対する市場の信頼は、償還の確実性に対する信頼に他ならない。ギリシャ国債が二〇一〇年四月二三日、突如として暴落したのは、翌月に満期を迎える国債の償還が困難となったからである。

では、償還の確実性とは、具体的に何を指すのだろうか。償還の確実性に対する定量的指標は存在しない。少なくとも、今日までの研究では、定量的指標は発見されていない。財政赤字の対GDP比や政府債務残高の対GDP比は、財政危機を示すものではあっても、償還の確実性の指標ではない。これらの指標で説明することはできないことは、日本の国債相場をみれば明らかだ。

国債は政府の借金だが、この借金は租税によって担保されている。従って、償還の確実性は担保力に依存して

いる。担保力とは債務返済能力であり、償還の確実性を保証するものに他ならない。国債に対する市場の信頼は、まず、担保力に対する信頼に依存している。

担保力を数値化することは困難である。しかし、担保力を推定することは可能である。諸外国と比較し、また、税制政策の推移を辿ると、比較によって推定できる。

日本の担保力を推定すると、まず、社会保障の国民負担率が著しく低い点である。今日の財政危機を招いている大きな原因は社会保障関係費の急増だが、諸外国と比較して日本の国民負担率は著しく低い。OECD三二ヶ国の中で、日本の国民負担率は下から六番目の最低グループに属している。日本の年金制度や医療制度を国際比較で考えると、社会保障の国民負担率を引上げる余地があることを示している。

次に、日本の消費税率は世界で一番低い。社会保障関係費は負担の公平性から考えると、消費税収入をこの分野に充当することが最もふさわしい。日本の場合、消費税を引上げる余地があると言える。

更に、バブル崩壊後、累進税率がフラット化され、加えて、減税政策が行われてきた。累進税率のフラット化は高額所得者ほど有利な減税政策であった。また、大幅な特別減税、恒久的減税が相次いだ。今日、所得税や相続税など累進税率の見直しを検討されているが、これは増税政策ではなく、過去の大幅な減税政策の見直しに過ぎない。

このように、日本の社会保障の国民負担率は低く、消費税は世界最低水準で、累進税率はフラット化している。すなわち、日本には国民負担率の引上げ、消費税率の引上げ、累進税率の是正、これを可能にする余地が残されている。

日本の国債相場に対する「市場の信頼」は、まず、以上にみた国民の負担能力、担保力に依存していると思う。

(2) 財政再建に対する市場の信頼

国債に対する市場の信頼は、もう一つ、財政再建に対する市場の信頼に依存している。いわば危機管理能力に対する信頼である。担税力があっても徴税能力がなければ、国債の担保とはならない。日本の政治システムは安定しており、いよいよとなれば、財政再建に取り組む能力がある、行政システムには徴税能力がある、と市場は信頼している。こうした財政再建に対する信頼が、国債に対する市場の信頼を支えている。

この具体例は、前政権の野田内閣による消費税の引上げである。これまで、消費税の引上げは、いわばタブーであった。国民的人気の高かった小泉内閣でさえ、消費税引上げには封印してきた。ところが、野田首相は「消費税引上げに政治生命をかける」と言明して、消費税引上げに取り組んだ。今日の財政危機を招いている最大の要因は、少子高齢化による社会保障費の膨張である。このため、「税と社会保障の一体改革」として消費税を社会保障に充当する目的税とした。消費税引上げの世論調査では、驚くべきことに、引上げ賛成が反対を上回った。国民は野田首相の危機意識を共有したからである。

「一体改革法」成立過程の国債相場の動きをみると、国債に対する市場の信頼は財政再建に依存していることを示している。消費税の引上げは、成立の直前になって与党内の反対、与党と野党の意見調整が困難となり、法案成立が困難な局面を迎えた。この事態を注目していた市場は、法案成立が困難というニュースが流れると、国債相場は下落していった。ところが、与野党の妥協で法案が成立すると、国債相場は再び安定した。財政再建に市場は敏感に反応したのである。財政再建の青写真が相場安定に如何に重要か、法案成立過程が如実に示した。

国債に対する市場の信頼は、以上にみるように、担税力と財政再建に対する信頼、この二つに依存している。

4 アベノミクスは国債に対する「市場の信頼」を強固にするか

(1) 「大胆な金融政策」と「成長戦略」は市場の信頼を強固にする

① 経済成長は国家債務危機を回避する最良の手段

円高是正とデフレ脱却、これが安倍政権による経済政策の最大の課題である。この課題を実現するため、短期政策として「大胆な金融政策」、中期的には「機動的な財政政策」、長期政策として「成長戦略」をあげ、これを三本の矢としている。三本の矢によって名目3%以上の経済成長を達成し、物価の引上げ目標を2%と設定している。

デフレ脱却と経済成長は国家債務危機を回避する最良の手段である。デフレから脱却しない限り財政再建は困難である。デフレから脱却し経済成長を軌道に乗せれば、担税力は強化され、国債に対する市場の信頼は強固になる。前述した国債相場安定に関する通説は、デフレを前提にした説明であり、通説からは財政危機脱出の出口がみえてこない。せいぜいのところ、皆さん、もつと貯蓄に励もう、ということしかない。

② 「大胆な金融緩和政策」と「経済成長政策」

従来の枠組みを超えた「大胆な金融緩和」の主張によって、まず、市場に金融緩和の期待が高まった。期待の高まりによって短期間に円高は劇的に是正され、円高是正と共に日経平均株価も上昇し、デフレ脱却の期待が高まってきた。景気の見通し、日銀の短観、銀行融資拡大の兆し、いずれも明るいニュースである。

「大胆な金融緩和」を実行する新日銀体制は、三月二一日に発足した。四月初めに開催される第一回の政策会合では、従来の枠組みを超えた大胆な量的緩和政策が登場してくる。新日銀総裁は「物価目標を達成するため、

出来ることはなんでもやる」と明言している。期待から実行へ、「大胆な金融緩和と政策」は本番を迎える。

金融政策はデフレ脱却の短期的処方すぎない。「民間の投資を誘導する成長政策」が重要である。このため、規制改革は「デフレ脱却の一丁目一番地」と位置付けられている。また、三月一五日に安倍首相は党内の反対を制してTPP参加を表明した。規制改革とTPP参加は成長政策の要となる。

③デフレ脱却下の国債相場

アベノミクスはデフレ脱却のため名目経済成長率を三%、物価目標を二%とした。国債に対する市場の信頼が維持される限り、デフレ脱却までの間、国債相場は安定する。

また、デフレ脱却までの間、名目金利が上昇し国債金利が上昇しても、国債暴落は生じない。なぜなら、実質金利は名目金利より低いからである。実質金利は名目金利からインフレ期待率を差し引いた金利である。従って、デフレが継続している間、実質金利は名目金利より低くなる。実質金利が名目金利より低ければ、それだけ企業の資金需要は高まり、税収は拡大する。名目金利上昇分だけ国債金利が上昇しても、国債利払費の財政負担増は税収拡大によって吸収される。従って、国債相場は下落しても国債暴落が生じるはずはない。

金融緩和による「財政の貨幣化」が問題となる時点は、デフレ脱却時点で国債買入れを継続する場合である。デフレ脱却時点で金融緩和と政策が出口に達すれば、「財政の貨幣化」は杞憂である。

以上にみるように、「大胆な金融緩和」と「経済成長政策」は、国債に対する市場の信頼を強固にし、名目金利が上昇しても国債暴落が生じることはない。

(2) 拡張的財政政策は「国債に対する信頼」を喪失する

① 選挙公約と施政演説にみる安倍政権の財政政策

アベノミクスの第二の矢は「機動的な財政政策」である。自民党の選挙公約や政策パンフレット、安倍首相の施政方針演説（二月二十八日）から、まず、その概要をみる。

第二の矢は、公共事業を中心とした拡張的財政政策である。選挙公約では「国民の生命と財産を守る国土強靱化の推進」のため、「国土強靱化基本法案」を速やかに成立させる、となっている。また、政策パンフレットでも、「国土強靱化基本法の制定による事前防災の制度化の実現」と記されている。国土強靱化基本法案の概要をみると、東日本大災害の復興や劣化した公共施設の補強だけでなく、「社会基盤の整備」などの公共事業が中心である。事業規模は三年間を国土強靱化集中期間（第一段階）とし一五兆円の追加投資と記され、総額は二〇〇兆円と言われている。国土強靱化基本法案の第七条では、「五年ごとに国土強靱化基本計画の見直しを行い、必要な変更を加える」、「実施に要する必要な資金の確保を図るため、毎年度、予算に計上する等その円滑な実施に必要な措置を講ずる」とされている。

安倍首相は選挙を通じて、建設国債の日銀引受発行に言及した。日銀引受については後日、発言を修正したが、建設国債の発行は「国土強靱化」の財源として言及したのである。政策パンフレットでは「新政権発足後、速やかに「第一弾緊急経済対策」を断行し、本格的大型予算と新年度予算を合わせ、切れ目のない経済政策を実行します」と約束している。

こうした内容をもつ「国土強靱化基本法案」は、近く国会に提出予定である。「機動的な財政政策」とは「国土強靱化」であり、具体的には、「国土強靱化基本法案」である。

②安倍内閣の成立と共に財政は一段と悪化

安倍政権の成立と共に財政は一段と悪化している。昨年八月に内閣府が発表した試算によると、二〇一三年度の基礎的財政収支は二五・四兆円の赤字であった。ところが、二月二十八日に政府が経済財政諮問会議に提出した資料では、二〇一三年度の基礎的財政収支は三三・九兆円の赤字で、財政状態は昨年度よりも更に悪化している。

悪化した原因は、昨年末に成立した安倍補正予算で緊急経済対策費として一〇兆円強が計上され、財源として六兆二九五三億円の国債が増発されたからである。第一次緊急経済対策、これが危機的状況にある日本の財政を更に悪化させた。

基礎的財政収支の悪化によって、二〇一五年度までに基礎的財政収支の赤字を一六兆円にまで圧縮する、という国際公約を実現することが難しくなってきた。二月二十八日の施政演説では「国・地方のプライマリーバランスについて、二〇一五年度までに二〇一〇年度に比べ赤字の対GDP比の半減、二〇二〇年度までに黒字化、との財政健全化の目標を実現します」と述べている。しかし、二〇一五年度までに一六兆円にまで赤字を圧縮するためには、現在の赤字が三三・九兆円だから、これからの二年間で一七・九兆円の財政収支改善が必要となる。二〇〇六年の骨太方針でさえ五年間で一六・五兆円の収支改善が目標であった（日経新聞 二〇一三年三月一日）。国際公約を実現するには、財政収支を改善する財政健全化法案が必要だが、次にみるように、この法案作成は見送られた。

③ 財政規律の弛緩

安倍政権の成立と共に財政規律も緩んできた。まず、財政健全化基本法の扱いである。選挙公約では次のように述べている。「平成二七年度（二〇一五年度）には、国・地方のプライマリーバランス赤字の対GDP比の半減（平成二二年度比）を実現し、平成三三年度（二〇二〇年度）までを中途に国・地方のプライマリーバランスを黒字化するとその目標を堅持します。そして、国・地方の債務残高対GDP比を二〇二〇年代初めには安定的に引き下げます。そのため、財政健全化に向けた中長期的な方針の下、五年を一期とする財政健全化中期計画を策定します」（政権公約 二九頁）。そして、「上記の方針を明記した「財政健全化責任法」と「財政再建のための公務員人件費等の歳出削減等に係る緊急措置に関する法律案（仮称）」をともに早期に成立させます」（政権公約 三〇頁）。

この政権公約に基づいて、二〇一三年三月四日、安倍首相は衆議院本会議で「長期的に持続可能な財政構造を確立するため、歳出・歳入両面の取り組みを進めなくてはならない。立法化を含めて検討する」（産経新聞 三月四日）と表明した。この時初めて、国会で財政健全化責任法の成立について言及した。

ところが、三月七日の衆議院予算委員会で財政健全化責任法の立法発言を軌道修正した。三月四日の発言について「一例として述べたが、現時点で法制化の具体的な検討は行っていない」（信濃毎日新聞 三月八日）と答弁し、立法化の約束を後退させた。

財政健全化責任法だけではない。消費税率の引上げについても、留保条件を付け始めた。改正消費税法の附則には景気弾力条項があり、消費税率の引上げ条件として、GDPの成長率が名目で三%、実質一%を目標とする、と明記している。ところが、安倍首相は三月二七日の参院財政金融委員会「景気に悪影響を及ぼすということ

になつてしまつては、(消費増税で税収増を目指すという)本来の趣旨に反する」と述べ、GDP成長率だけでなく他の経済指標を含めて総合的に判断する考えを示した(産経新聞 三月三一日)。

財政健全化責任法の見送りや消費税導入に留保条件をつける一連の対応は、財政規律の弛緩と指弾されても致し方ない。

財政悪化と財政規律の弛緩は、国債に対する市場の信頼を失うことになる。アベノミクスは、一方で円高是正とデフレ脱却、経済成長政策によつて担税力を強化し、国債に対する市場の信頼を高める。しかし、他方で拡張的財政政策によつて財政が悪化し、更に財政規律が弛緩すれば、市場の信頼は失われる。

④市場の信頼を如何にして獲得するか

財政再建と財政規律の維持は痛みが伴う。特に、選挙では痛みが伴う。しかし、国債に対する市場の信頼を失えば、国債相場が下落し財政危機が顕在化する。特に日本の場合、低利の国債が累増しているから、僅かの相場下落でも国債の評価損と売却損は大幅になる。赤字国債削減のため苦闘した大平正芳首相は、「国民が好まないことでも、やらねばならないときがある。それが政治というものだ」(『大平正芳 人と思想』四九六頁)と常に側近に話していた。また、「理を尽くして説得すれば国民は解つてくれる」(同上 四九七頁)という信念をもっていた。アベノミクスに求められるのは、赤字国債削減に苦悩した大平首相の財政思想である。この財政思想が共有されたとき、国債に対する市場の信頼は高まり、国債相場の安定を維持することが可能、と考える。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)