

## 2 長期金利の安定と財政再建

財政悪化がもたらすリスクの一つに、長期金利の上昇が指摘される。その一方で、日本は財政状況が突出して悪いにもかかわらず、長期金利の低位安定は継続している。以下では、「政府の利払負担はどう推移してきたか」「我が国の長期金利はなぜ安定しているのか」「各国の財政再建から何を学ぶか」といった論点を検討する。

### (1) 政府の利払負担はどう推移してきたか

まず、財政収支と長期金利の関係を概観し、両指標に相関があることを確認する。その上で、日本において利払負担の増加が財政を圧迫する形での悪循環が生じなかった様子を振り返ってみよう。

#### ● 財政赤字拡大は長期金利を上昇させる傾向

財政赤字の拡大は、債券市場における需給悪化を通じ、長期金利の上昇要因となり得る。また、マーケットが財政赤字のファイナンスに対して疑念を持つようになれば、それはリスクプレミアムとしてさらに長期金利を引き上げる要因にもなり得る。ここでは、実際にそうしたことが起きているか、OECD諸国の財政状態と長期金利の関係をプロットして確認してみよう(第1-3-10図)。

第一に、財政収支と長期金利には負の相関が観察される。OECD諸国を対象に、80年から2009年における両指標の関係をみると、財政赤字が大きい国あるいは時期ほど長期金利は高くなる傾向がある。したがって、財政状況の悪化は長期金利を上昇させるリスクがあると考えることができよう。

第二に、長期金利のばらつきは財政赤字国ほど大きい傾向が見られる。例えば、財政黒字国の場合、長期金利は高くても15%程度であるが、財政赤字国では長期金利の高低に大きな幅があり、ばらつきが大きい。これは、財政赤字国の場合、長期金利に対してリスクプレミアムが存在することを示唆している。この点は後述する。

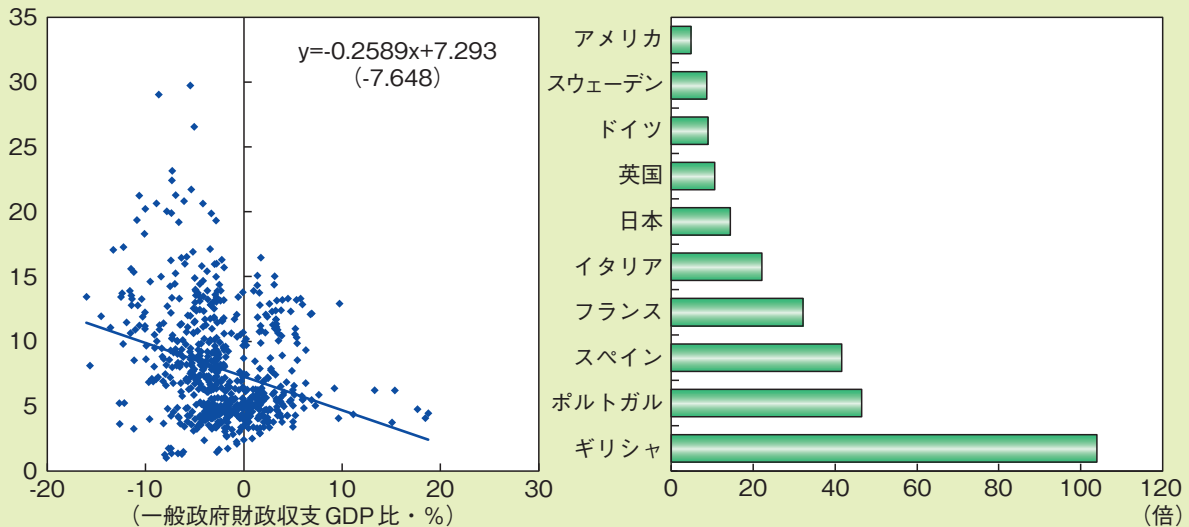
第三に、リスクプレミアムの一つの指標として、各国のソブリンCDSスプレッドの変動幅を見ると、リーマンショック前と比べて各国ともスプレッドが拡大している。なかでも、財政問題がEU首脳会議等で取り上げられたギリシャなどのCDSスプレッドが大きく拡大している。ソブリンCDSの取引については、特に、日本やアメリカ、英国等では市場参加者が少なく、必ずしも各国の財政状況を正確に反映した取引となっているわけではないことに留意する必要があるが、市場は財政悪化に対し、デフォルトリスクを含めたリスクにプレミアムを要求

## 第1-3-10図 財政悪化リスクと長期金利

## 長期的に見れば、財政収支と長期金利に負の関係

## (1) 財政収支と長期金利 (80年～2009年) (2) CDSスプレッドの変化

(長期金利・%)



(備考) 1. OECD, Stat, Bloombergにより作成。  
 2. 横軸には政府純貸出 (Government net lending) を使用。  
 3. OECD加盟30か国のうち、政府純貸出又は長期金利の計数を入手できない国を除く (年によって異なる)。  
 4. 括弧内はxの係数のt値。  
 5. CDSスプレッドは5年物。2010年6月平均÷2007年平均で算出。

し、警告を発していることは事実である<sup>29</sup>。

## ●日本は債務残高の規模に比べ利払負担は低水準

それでは、日本の財政リスクはどの程度と見るべきなのであろうか。財政収支の悪化が長期金利の上昇につながると、今度は長期金利の上昇が利払費の増加等を通じて、財政状況をさらに悪化させる可能性がある。こうした悪循環がまさに財政悪化のリスクである。ここでは、日本の財政状態と利払負担について他のG20諸国と比較することを通して、日本の財政リスクについて見てみよう (第1-3-11図)。

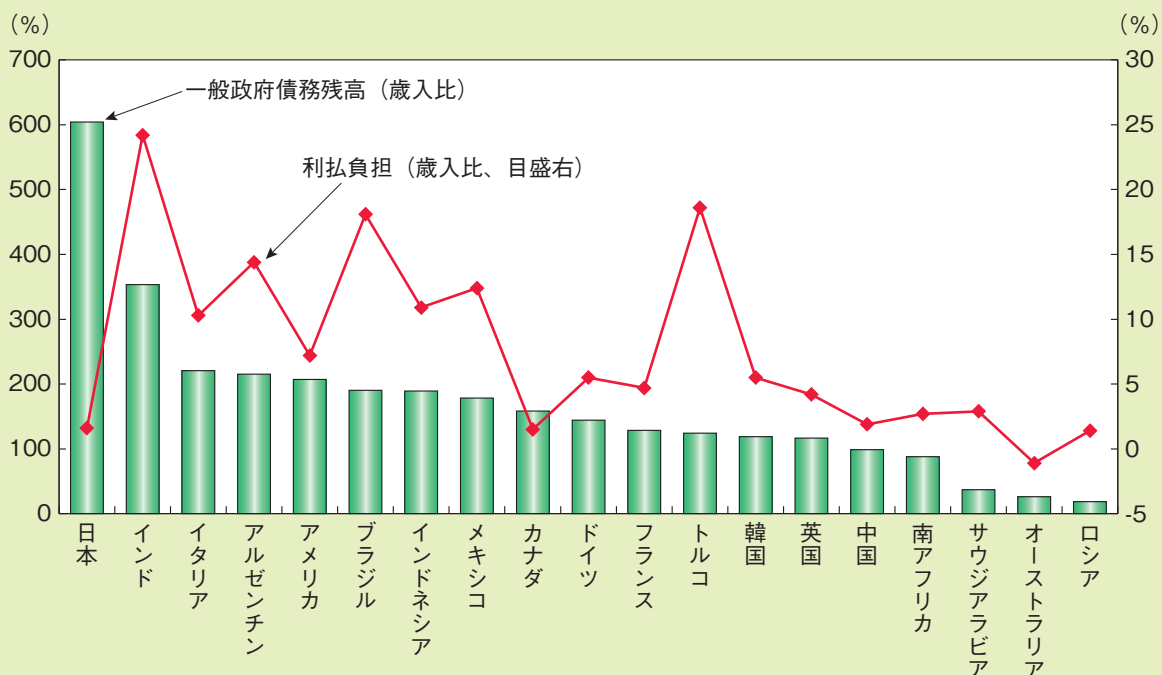
第一に、日本の政府債務残高はG20諸国中、突出して大きい。債務残高は毎年の財政赤字の累積であり、過去からの赤字が積み上がって現在の債務残高ストックになる。財政面における過去からの負の遺産が日本では突出して大きい。

第二に、日本は債務残高が大きいだけでなく、返済能力も現時点では小さい。ここでは、債務残高の歳入比を各国で比較している。いわば、過去の赤字で積み上がった債務残高に対する返済能力を示しているとも考えられる。現在の歳入構造のままでは、こうした膨大な債務残高を返済する能力は乏しいといわざるを得ない。

注 (29) 日本やアメリカ、英国等と比べ、ギリシャやポルトガルなどの大陸欧州諸国やエマージング諸国のソブリンCDS取引は市場に厚みがあり、財政リスクプレミアムが反映されやすいとの指摘もある (篠・高橋 (2010))。

第1-3-11図 政府債務残高と利払負担 (G20)

日本の政府債務規模は突出しているが、利払負担は低水準



(備考) 1. IMF, "The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009" により作成。  
 2. 2007年の値。利払費は利子受取を除いた純利払費。

第三に、しかしながら、日本の利払負担比率（歳入比）はG20諸国中カナダと並び、最も低く抑えられている。債務残高の規模が突出する一方、利払負担は低水準に抑えられており、日本の財政がいかに低金利の恩恵を受けてきたかが示されている。対照的に、ブラジルやメキシコ、トルコといった新興経済国では、債務残高の水準は日本より遥かに低いが、利払負担比率は日本を大きく上回っている。

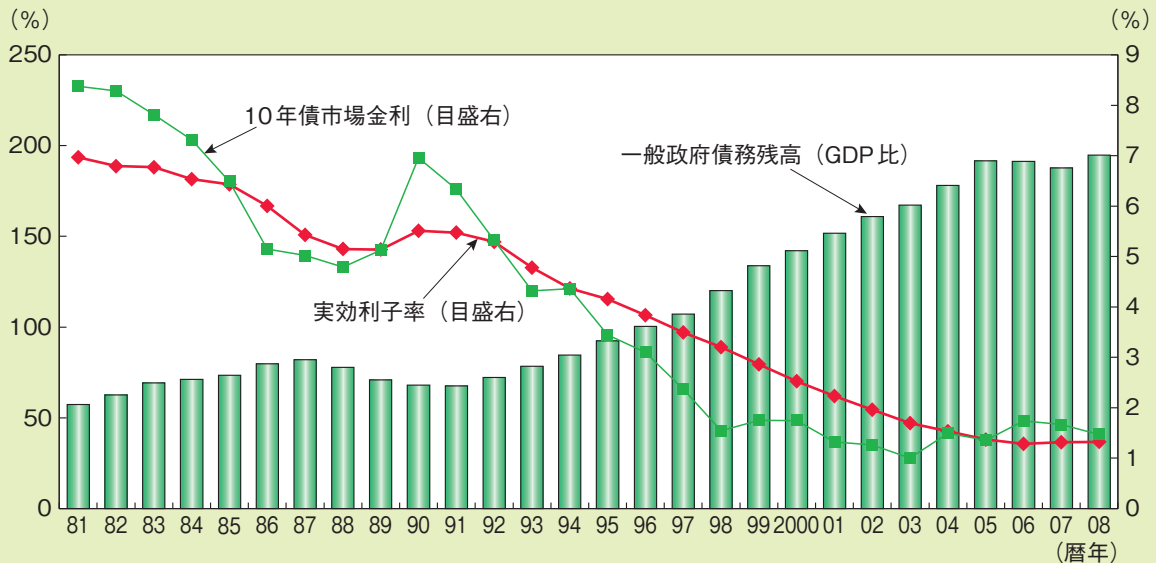
●日本の利払負担は低金利とともに低下

日本の利払負担の低さはどこからきているのだろうか。債務残高の増大と利払負担の抑制が両立するためには、金利水準の低下が必要条件となる。さらにいえば、この場合の金利水準とは、10年債などの市場金利だけでなく、過去の債務構造を反映した実効金利水準である。そこで、日本が直面した債務残高に対する実効金利水準を見てみよう。ここでは、「国民経済計算」を用いて、一般政府における各年度の利子支払について、前年末時点の債務残高で除すことによって、実効利率を算出した。結果を見ると、次の点が指摘できる（第1-3-12図）。

第一に、実効利率は、債務残高の増加にもかかわらず低下傾向にある。91年以降、政府債務残高は増加基調にあるものの、実効利率はほぼ一貫して低下を続けている。10年債市場金利（流通利回り）の推移を合わせてプロットすると、実効利率は市場金利におおむね沿った形で低下していることが分かる。日本の財政が、利払負担という点において、いかに低

## 第1-3-12図 政府債務の実効利子率

債務残高の増加にもかかわらず、低金利によって利払負担は低下傾向



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、OECD.statにより作成。  
 2. 一般政府債務残高はSNAベースによる一般政府の負債残高(年末値)。  
 3. 実効利子率は各年の利子支払を前年末時点の負債残高で除して算出。

金利に支えられてきたかが明確に示されている。

第二に、10年債市場金利に比べると、実効金利の動きはなだらかである。これは、実際の利払負担は債務残高を構成する国債の満期構成などに依存するため、市場金利の変動の影響が直ちに利払負担に反映されるわけではないことによる。ただし、市場金利と実効金利はおおむね連動しており、市場金利が上昇すればいずれ実効利子率も上昇する可能性が高いことには留意する必要がある。

第三に、低水準ではあるものの、実効利子率は2006年以降、下げ止まりが見られる。2006年に市場金利が上昇したことが影響しているが、他方で、ゼロ金利制約もあって金利の引下げ余地が限られていることも事実である。今後、少なくとも当分の間は債務残高の累増が続く可能性が高いことを考えれば、金利引下げ余地が限られるなか、実効利子率をこれ以上引き下げることは困難であろう。この意味でも、今後の財政リスクとして、長期金利の動向を意識する必要がある。

## (2) 我が国の長期金利はなぜ安定しているのか

日本の財政は金利の低下によって、その悪化リスクが軽減されていると考えられる。しかし、世界的に見ると、財政悪化が進むと長期金利は上昇する傾向が観察される。それでは、なぜ日本は財政状況が他国に比べて突出して悪いにもかかわらず、低金利が継続しているのだら

うか。日本の長期金利が低位安定を続ける要因について、国際比較をしつつ、複数の視点から検討してみよう。

### ●日本の長期金利は景気の弱さと物価上昇率の低さで押し下げられている

最初に、日本の長期金利は経済成長率等の一般的な経済要因では説明できないほど低いのか、という点を確認する。このため、データの入手可能なOECD28か国について、名目長期金利の水準を、①名目短期金利要因、②実質経済成長率要因、③物価上昇率要因、④財政収支要因で説明する式をパネル推計し、各国の長期金利の要因分解を行った。日本の特徴について、アメリカ、英国を比較しつつ、見てみよう（第1-3-13図）。なお、各国固有の要因（固定効果要因）については、各国それぞれの定数項として表している。

第一に、日本の長期金利の水準は、短期金利の低さとともに、経済成長率と物価上昇率が低いことで押し下げられている。この傾向は、90年代と2000年代において顕著に見られる。また、短期金利の低さそのものが、景気の弱さや物価上昇率の低さを反映した中央銀行の政策を表していると考えれば、日本の長期金利の低さは景気の弱さと物価上昇率の低さでその多くが説明できることになる。

第二に、その一方で、日本においては、財政赤字による長期金利の引き上げ寄与が他国よりも大きい。アメリカや英国が90年代や2000年代に財政収支改善を実現したのに対し、日本の財政赤字は拡大基調で推移した。その結果、2000年代において、財政赤字による長期金利の押し上げ要因が顕著に拡大している。

第三に、各国とも80年代から2000年代にかけて長期金利の水準が低下しているが、その要因は異なる。短期金利の低下は各国共通している一方、経済成長率と物価上昇率の低下が主たる抑制要因になっているのは日本だけといってよい。

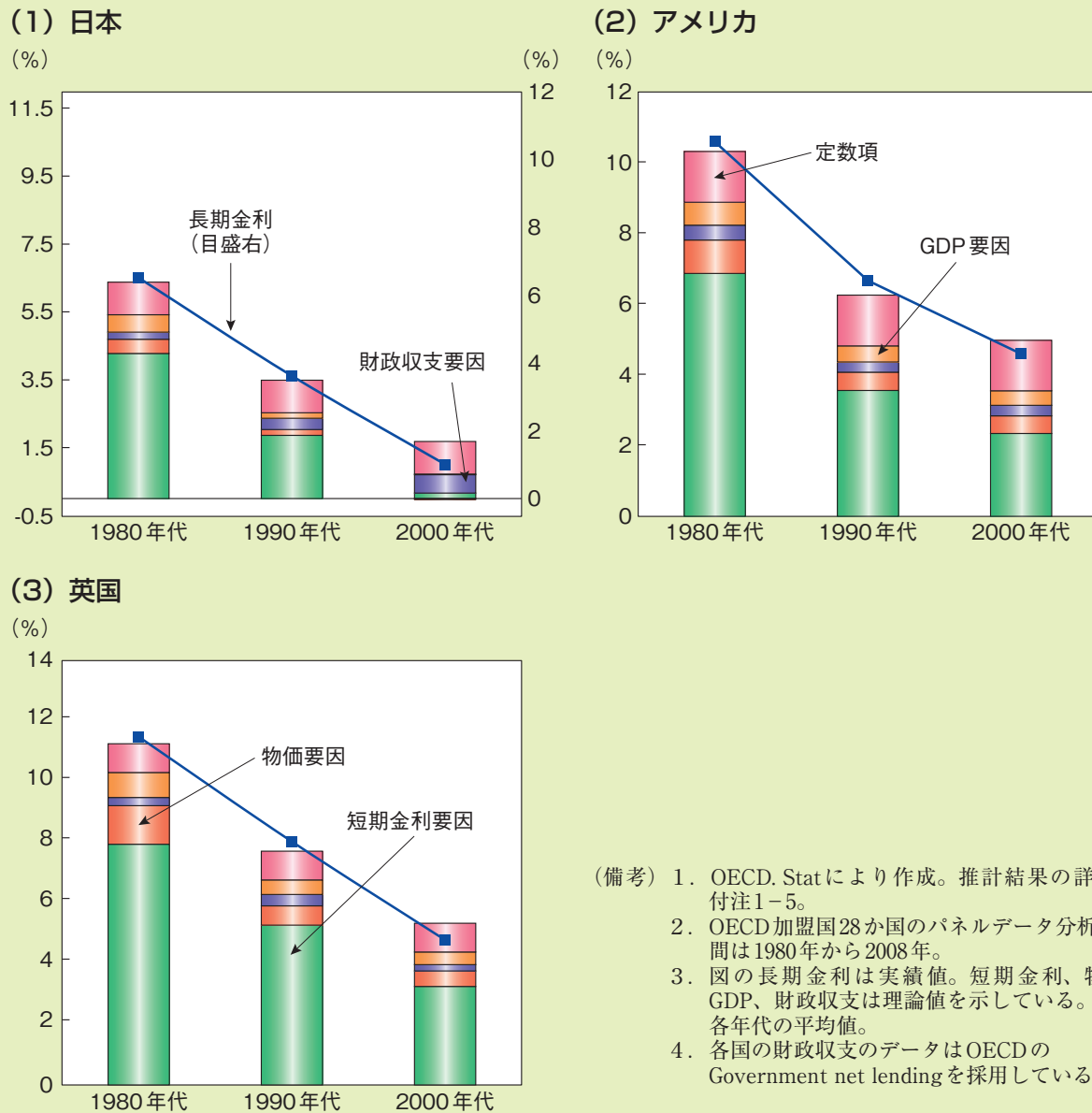
財政状況の悪化にもかかわらず、日本の長期金利が低位安定している背景には、①短期金利の低さ、②実質経済成長率の低さ、③物価上昇率の低さといった背景がある。その一方で、近年の財政赤字の拡大が、他国に比して大きな長期金利の押し上げ要因になっていることには注意する必要がある。今後、景気の持ち直しが続いていけば、長期金利に対して上昇圧力が生じる可能性が高い。しかし、同時に長期金利の上昇はそれ自体で景気を押し下げる要因ともなり得る。景気の持ち直しとともに財政健全化努力を行うことが、長期金利の安定を持続させるためには重要である。

### ●潤沢な国内貯蓄は財政リスクプレミアムの抑制要因

財政赤字の拡大は長期金利の上昇圧力となっている。その要因の一つに市場における国債需給の悪化懸念がある。しかし、国内に潤沢な貯蓄があれば、財政赤字のファイナンスに対する懸念が生じないことも考えられる。この点を検討するため、前項の分析を貯蓄超過国（経常黒字国）と貯蓄不足国（経常赤字国）に分け、財政収支の長期金利に与える影響が変化するか見

第1-3-13図 長期金利の要因分解

日本の長期金利は、短期金利・成長率・物価上昇率の低さから抑制される一方、財政赤字の拡大は押上げ要因



てみよう (第1-3-14図)。

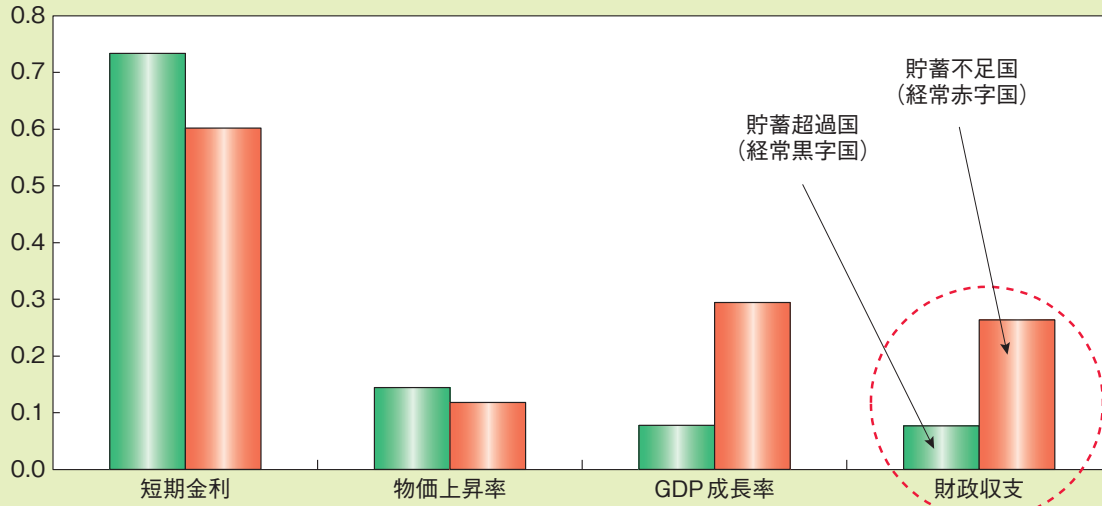
第一に、日本を含む貯蓄超過国 (経常黒字国) は、貯蓄不足国に比べ、財政収支が長期金利に与える影響度合いが小さくなる。長期金利に与える影響を推計された係数で比較すると、貯蓄超過国の財政収支の係数は、貯蓄不足国に比べて3分の1程度となっている。これによれば、例えば、貯蓄超過国と貯蓄不足国の財政赤字が同率程度で拡大したとしても、その長期金利に与えるインパクトは、貯蓄不足国の方が3倍程度大きいことになる。潤沢な国内貯蓄が長期金利を抑制する要因になっていることがうかがわれる。

第二に、貯蓄不足国の長期金利は景気状況により大きく反応する。経済成長率要因について

第1-3-14図 貯蓄超過・不足国における金利決定要因の違い

貯蓄不足国は財政赤字による金利押し上げ効果が大きくなる傾向

(長期金利への影響、%ポイント)



	短期金利	物価上昇率	GDP成長率	財政収支
経常黒字国	0.73 (18.95)	0.14 (2.27)	0.08 (2.15)	0.08 (4.40)
経常赤字国	0.60 (14.89)	0.12 (2.20)	0.29 (6.39)	0.26 (6.67)

- (備考) 1. OECD. Statにより作成。推計結果の詳細は付注1-5。  
 2. サンプルの28か国のうち、経常収支黒字国と赤字国それぞれ7か国ずつでのパネルデータ分析。期間は80年から2008年。括弧内はt値。  
 3. 経常黒字国は推計期間中8割以上の年が経常黒字の国、経常赤字国は同8割以上が経常赤字の国と定義した。  
 経常収支黒字国：ベルギー、デンマーク、日本、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、スイス。  
 経常収支赤字国：オーストラリア、ニュージーランド、ポーランド、ポルトガル、スペイン、英国、アメリカ。

比較すると、長期金利に与える影響は貯蓄不足国の方が貯蓄超過国よりも3倍程度大きい。

第三に、短期金利や物価要因については、貯蓄超過国・不足国ともに、大きな違いは見られない。

以上の結果を踏まえると、潤沢な国内貯蓄を有する国では、長期金利の動向が景気状況や財政状況に左右される程度は低い傾向にある。我が国の場合、国内の貯蓄超過の存在によって、財政状況が悪化しても長期金利が低く抑えられている面があると考えられる。しかしながら、今後さらに高齢化が進展すると、これまでのような貯蓄超過が続かない可能性も高い。長期金利の先行きについて楽観することはできない。

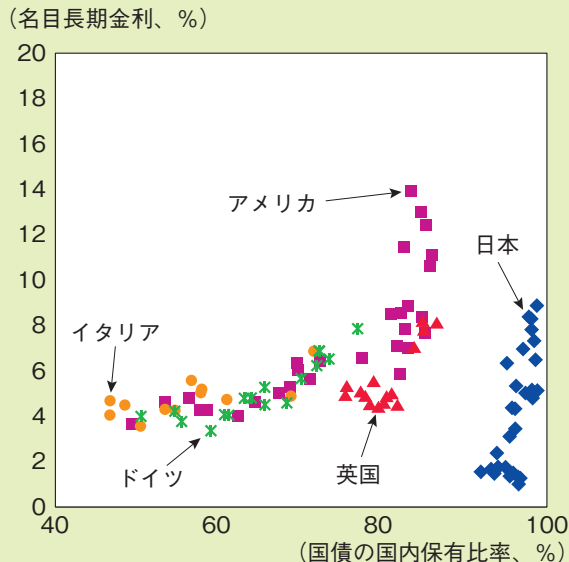
● 国債の国内保有比率と長期金利の関係は不明確

日本の長期金利の低さの要因として、国債の国内保有比率の高さが指摘されることがある。確かに、日本における国債の国内保有比率は9割を超え、5割程度のアメリカや6割程度の英国など欧米諸国に比べると高い。しかし、その一方で、国内の貯蓄超過と国債の国内保有比率の高さは連動している可能性が高く、必ずしも国内保有比率の高さそれ自体が長期金利を押下

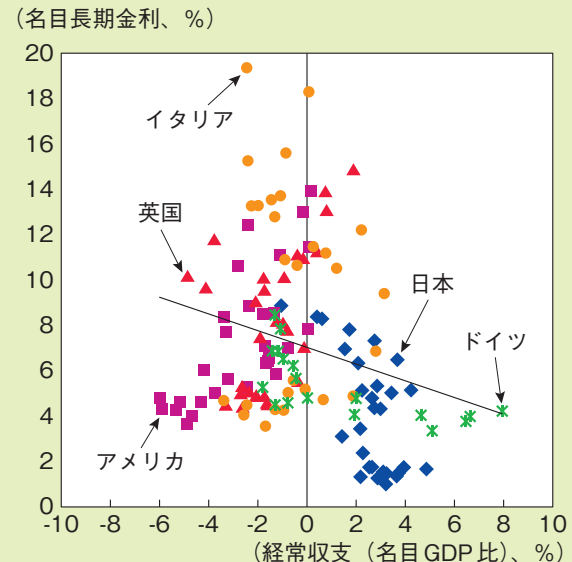
## 第1-3-15図 国債の国内保有比率と長期金利

## 国債の国内保有比率と長期金利の関係は不明確

## (1) 名目長期金利と国債の国内保有比率



## (2) 名目長期金利と経常収支対名目GDP比率



- (備考) 1. 国債の保有比率は各国資金循環統計により作成。ただし、ドイツは国債保有比率が入手できないため、一般政府債務の国内保有比率を利用。  
 期間は日本、アメリカは80年から2008年まで、英国は87年から2008年まで、イタリアは97年から2008年まで、ドイツは92年から2008年まで。
2. 経常収支対名目GDP比率はOECD.Statにより入手。  
 期間は日本、アメリカ、英国、イタリアは80年から2008年までドイツは91年から2008年まで。
3. 経常収支対名目GDP比と名目長期金利の傾向線は以下のとおり。  
 $Y = -0.368X + 7.029$  ( $t = -3.00$ )

げているわけではないとも考えられる。この点を確認するため、国債の国内保有比率と長期金利の相関を調べてみよう。ここでは、国債の国内保有比率のデータが入手可能な日本、アメリカ、英国、ドイツ、イタリアの5か国で比較する(第1-3-15図)<sup>30</sup>。結果として、次の点が指摘できる。

第一に、国債の国内保有比率と長期金利に明確な関係は見られない。例えば、ドイツやイタリアはアメリカよりも国債の国内保有比率が低い、長期金利はアメリカよりも低い傾向にある。

第二に、国債の保有構造は、経済構造や国債市場構造など各国固有の要因が反映されている可能性を考え、各国それぞれの時系列に着目して国内保有比率と長期金利の関係を見ても、明確な相関は観察されない。日本は他国よりも突出して国債の国内保有比率が高いが、常に長期金利が最も低いとはいえない。また、アメリカについては、国債の国内保有比率は50%程度から80%程度まで年によって変化しているが、国内保有比率が高い時期の方が長期金利は高い傾向さえ見られる。

注 (30) ただし、ドイツにおいては、データの制約から、一般政府ベースの債務国内保有比率を利用。



第三に、他方、長期金利と国内の貯蓄過不足の関係を見ると、貯蓄超過国（経常黒字国）ほど金利が低い関係が認められる。日本やドイツのような経常黒字国は他国に比べて長期金利が低い傾向にあり、ここで対象とした5か国においても、前項の分析で見たように、潤沢な国内貯蓄が長期金利の抑制要因になっていることが示唆される。長期金利が国債の需給に影響されると考えれば、長期金利の抑制に重要なのは貯蓄という資金フローが潤沢にあることであり、発行済の国債を誰が保有しているかというストック面での保有構造とは直接的な関係が薄いと理解できよう。

### (3) 各国の財政再建から何を学ぶか

財政再建は世界各国共通の課題となっている。その際、財政再建を何から始め、どのように行うか、といった点が戦略的に重要な論点となる。ここでは、OECD諸国において、これまで財政再建を行った国と時期を特定し、それらの共通項を抽出することで、財政再建の教訓を得ることを試みる。

#### ●財政再建においては緩やかなペースであっても努力を継続することが重要

まず、OECD諸国の財政再建の持続性と収支改善ペースを確認しよう。ここでの目的は財政再建の長さや強さを確認することである。なお、財政再建期間については、先行研究を参考に、構造的基礎的財政収支（景気循環要因を除いた基礎的財政収支の潜在GDP比）が1年で1%ポイント以上改善するか、2年間で1%ポイント以上改善し、その初年度に0.5%ポイント以上改善した場合を財政再建開始期と定義し、構造的基礎的財政収支が悪化するか、改善幅が0.2%ポイント以下にとどまるとともに更に翌年悪化した場合を財政再建の終期と定義した<sup>31</sup>。

第一に、財政収支の改善ペースは緩やかであっても財政再建を長く継続できれば、財政収支の改善幅は大きくなる傾向が見られる（第1-3-16図（1）（2））。財政再建期間は平均で2.3年間にとどまっており、財政再建が1年間で終了する国も多い。財政再建を成功させるためには、緩やかなペースであってもとにかく継続することが重要である。

第二に、財政再建期間の持続性と景気状況に明確な関係は見られない（第1-3-16図（3））。一般に、景気が悪化し、財政出動が求められれば、その時点で財政再建期間が終了する可能性は高い。また、景気状態が良好であるほど、財政再建への国民の理解が得られやすく、財政再建が継続しやすいことも考えられる。しかし、OECD諸国の財政再建例をデータとして集約すると、必ずしも、景気状況と財政再建期間の長さに関係があるとはいえない。ここでは、景気状況を表す指標として失業率を用いているが、失業率が改善しているからといって、財政再建が持続的となるわけではない。むしろ、失業率が悪化しても、財政再建を止めない例

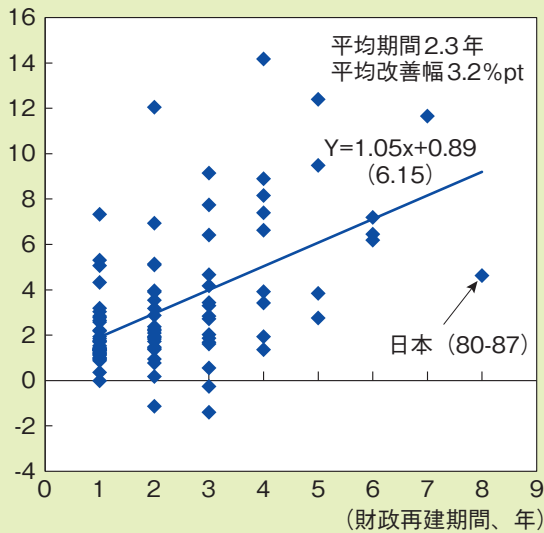
注 (31) Guichard et.al (2007) . 定義に該当する国と時期は付注1-6参照。

## 第1-3-16図 財政再建の持続性と収支改善ペース

財政再建成功の鍵は継続性  
緩やかなペースであっても長期間行うことが重要

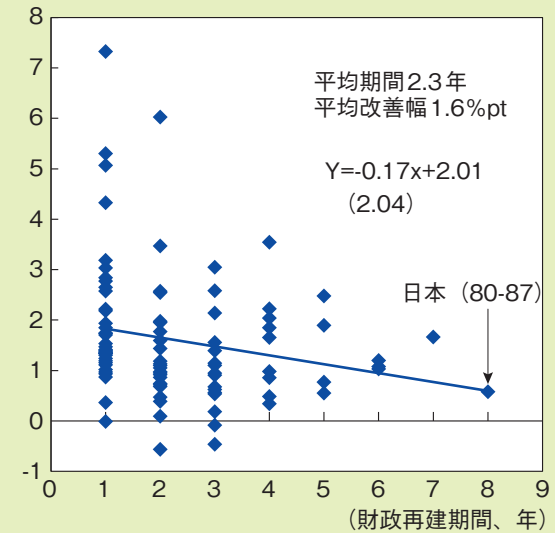
## (1) 財政再建の持続性と収支改善幅

(財政収支改善幅 (GDP比)、%ポイント)



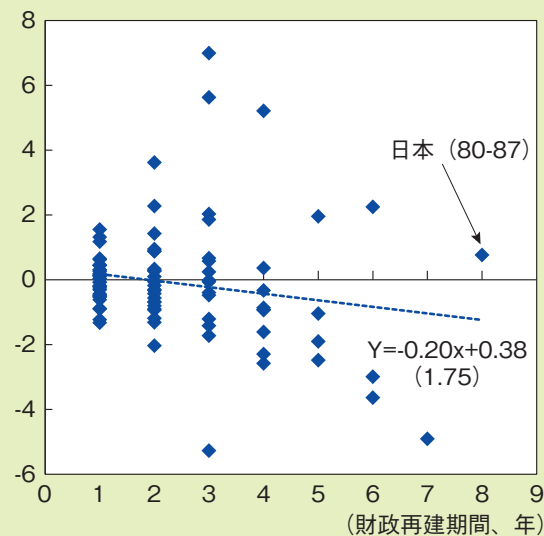
## (2) 財政再建の持続性と収支改善ペース

(年平均財政収支改善幅 (GDP比)、%ポイント)



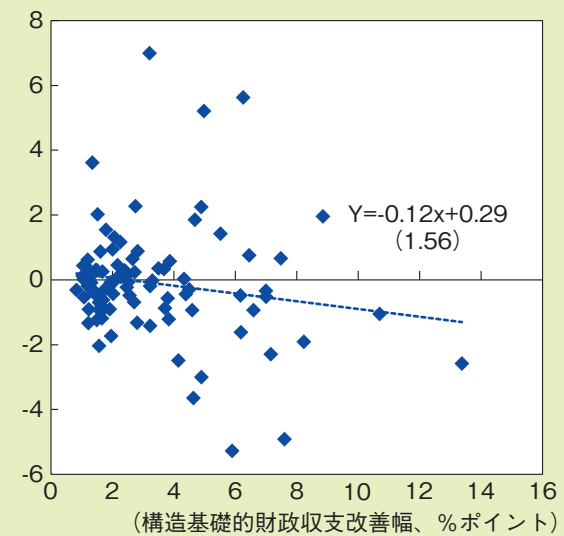
## (3) 財政再建の持続性と景気状況

(失業率変化幅、%ポイント)



## (4) 収支改善努力の規模と景気状況

(失業率変化幅、%ポイント)



(備考) 1. OECD, Statにより作成。

2. 財政再建期間については、Guichard et. al (2007) を参考に、構造基礎的財政収支 (潜在GDP比) が1年で1%ポイント以上あるいは2年間で1%ポイント以上 (ただし初年度に0.5%ポイント以上) 改善した時期を再建開始期とし、構造基礎的財政収支が悪化あるいは改善幅が0.2%ポイント以下にとどまりその後悪化した場合を再建終期とした。

3. 収支改善努力は財政再建期間における構造基礎的財政収支 (潜在GDP比) の改善幅。

4. 回帰式のカッコ内はxの係数のt値。点線はxの係数が5%水準で有意でないことを示す。

も多く見られる。また、1年限りで財政再建が終了した国においても、失業率が改善している場合も複数あり、必ずしも景気状況が悪化したために、財政再建が終了したというわけでもない。

第三に、財政再建の規模と景気状況にも明確な関係は見られない（第1-3-16図（4））。失業率が改善するなど景気が回復していれば、財政再建の規模を拡大することも考えられる。しかし、OECD諸国の過去の事例を見る限り、そうした景気状況に依存するような財政再建は行われていない。

財政再建成功の鍵はその持続性であり、そのためには緩やかなペースであっても長期間行うことが有効である。また、財政再建努力の継続性や規模と景気状況には明確な関係が見られず、景気が良いから（あるいは悪いから）、財政再建を行う（あるいは止める）というスタンスは、OECD諸国の過去の例からは一般的ではない。

### ●歳出を増加させるときには歳入増加努力も同時に行われる傾向

次に、財政再建の方法について見てみよう。ここでは、景気変動による受動的な変動の影響を除いた歳出と歳入（構造的経常支出・収入）の変動がそれぞれ歳出削減努力、歳入増加努力を表しているとみなし、それらと財政収支改善がどのような関係にあるかを確認する。結果を見ると次のような点が指摘できる。

第一に、歳出削減努力と財政収支改善には強い相関が見られる（第1-3-17図（1））。OECD諸国の過去の事例からは、歳出削減努力が財政収支の改善につながりやすい傾向が読み取れる。また、景気循環要因を除いた構造的経常支出を潜在GDP比で横ばいに保っている国・時期においても、財政収支の改善が見られる。加えて、歳入増加努力を行っている場合には、財政収支の改善がより顕著である。収支改善においては、歳出規模を抑制するとともに歳入増加を図る努力が重要である。

第二に、その一方で、歳入増加努力と財政収支の改善には明確な関係は見られない（第1-3-17図（2））。一つの可能性として、歳入増加努力は新規施策の実施等に伴う歳出増とセットで実行されることが多いため、歳入増加努力と収支改善の相関が見かけ上弱くなっていることが考えられる。この点を確認するため、歳入増加努力と構造的経常支出の増加の関係をみると、右上がりの傾向線が描ける。構造的経常支出が増加している国・時期においては、同時に歳入増加努力も行っている傾向が示唆される（第1-3-17図（3））。

第三に、歳出削減努力は景気状況に応じて行われる傾向がある（第1-3-17図（4））。景気状況と歳出削減努力の関係をプロットすると、歳出削減努力と景気状況には明確な負の相関が見られる。必ずしも因果関係を示すものではないが、景気が悪化し、失業率が上昇しているときほど、歳出削減努力は弱められる傾向にある。景気状況を見ながら、そのペースを柔軟に変更していることがうかがえる。なお、歳入増加努力と景気状況については、明確な関係は見られなかった。

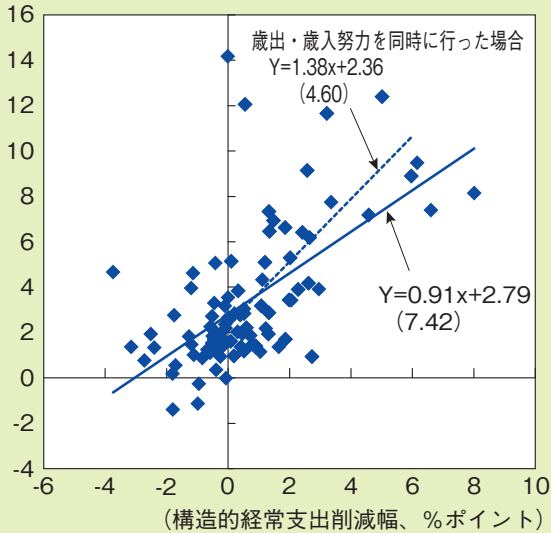
我が国の場合、前述のとおり歳入構造の脆弱性を克服するという課題を抱えている。OECD諸国の経験を参考に、歳出・歳入両面からバランスのとれた財政再建に取り組むことが重要である。

第1-3-17図 財政再建の方法

歳出を増加させるときには歳入増加努力も同時に行われる傾向  
 歳出削減努力は景気状況に応じて実施

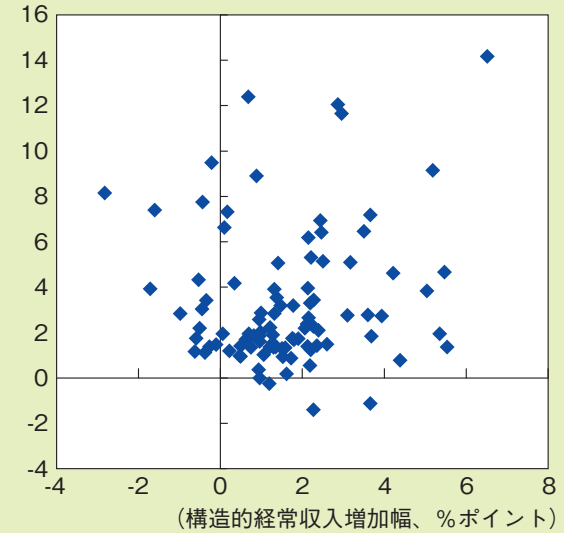
(1) 歳出削減努力と収支改善

(財政収支改善幅 (GDP 比)、%ポイント)



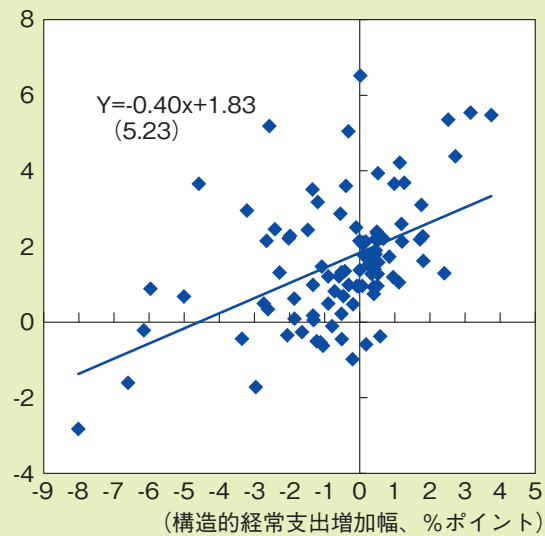
(2) 歳入増加努力と収支改善

(財政収支改善幅 (GDP 比)、%ポイント)



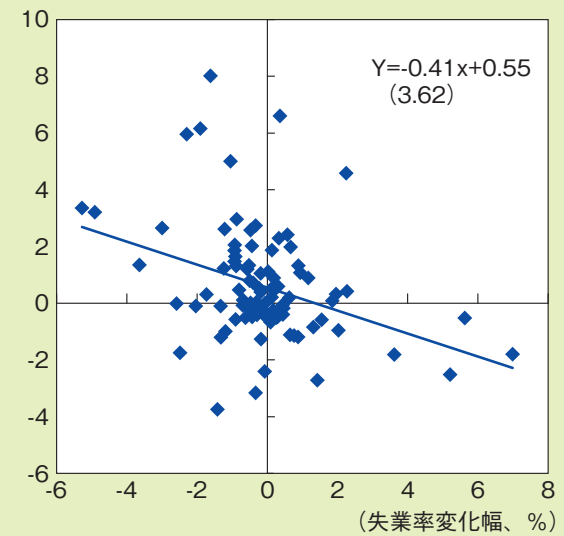
(3) 歳入増加努力と構造的経常支出増

(構造的経常収入増加幅、%ポイント)



(4) 歳出削減努力と景気状況

(構造的経常支出削減幅、%ポイント)



- (備考) 1. OECD, Statにより作成。  
 2. 財政再建期間については、Guichard et. al (2007) を参考に、構造的基礎的財政収支 (潜在GDP比) が1年で1%ポイント以上あるいは2年間で1%ポイント以上 (ただし初年度に0.5%ポイント以上) 改善した時期を再建開始期とし、構造的基礎的財政収支が悪化あるいは改善幅が0.2%ポイント以下にとどまりその後悪化した場合を再建終期とした。  
 3. 歳入改善・歳出削減努力は財政再建期間における構造的経常収入・支出 (潜在GDP比) の改善幅。  
 4. 回帰式のカッコ内はxの係数のt値。

●財政再建努力は長期金利の抑制要因に

財政再建が成功することによるメリットとは何であろうか。長期的には財政構造が柔軟性に富んだものになり、ニーズに則した財政運営ができるようになることが考えられる。他方、短