

「百年に一度」といわれる大きなショックであったリーマンショック後の急激な経済情勢の悪化の後、政府による累次の経済対策もあり、我が国経済は緩やかに持ち直してきたものの、財政赤字は大きく拡大した。こうした中で、2011年3月に東日本大震災が発生し、政府は震災からの復旧・復興に、一段の財政出動を通じて取り組んでいる。このための財源は、復興特別増税等により中長期にわたり確保されるが、現時点では、財政赤字の更なる拡大要因となっている。そして、これらの財政赤字により、政府債務残高は大きく増加し、我が国の財政リスクに対する金融市場参加者の関心も高まってきている。

しかしながら、我が国の財政は、リーマンショック以前から、歳出と税収の乖離が大きく、それが政府債務残高の累増をもたらすという構造的な問題を抱えている。すなわち、歳出面では高齢化の進展により社会保障費が一貫して増加する一方、歳入面では景気の低迷や累次の減税政策により税収が低迷している結果、多額の公債発行で歳入不足を賄う状況に陥り、言わば、将来世代のポケットに手を突っ込んで社会保障制度等を支える「いびつな構造」が続いている。先行きについても、持続的かつ安定的な財政や社会保障制度の運営を行っていくには、厳しい状況にある。

こうした中、ヨーロッパでは、リーマンショック以降の財政収支の悪化等から、2010年5月のギリシャの財政危機（ギリシャ政府は2010年4月EUとIMFに金融支援を要請）に端を発した欧州政府債務危機が発生し、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債利回りは上昇した。2011年8月以降、ギリシャ国債のデフォルト懸念を契機として、各国の政府債務残高の大きさや財政収支の悪化等が強く意識され、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインを中心に国債利回りが一段と上昇した。この間、我が国の財政リスクについても金融市場参加者の関心が高まり、国債利回りが上昇するか（財政リスクの伝播の可能性）が注目された。

そこで、本章では、まず、我が国の国債利回りは、低位で安定していることを確認し、その背景を国際資金移動や金融規制等の観点から探る。次に、人口動態に焦点を当てて我が国財政の現状と政府債務残高の変動要因を分析する。加えて、財政支出の増加の主要な要因となっている社会保障費に焦点を当てて、社会保障制度の持続可能性を財政面と制度面から分析する。

## 第1節 グローバル化と財政リスク

リーマンショック以降、世界的に、景気低迷による財政出動や金融機関への公的資金注入等から財政収支が悪化する国が増加した。ヨーロッパでは、2010年4月以降、GIIPS諸国（ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン）を中心に財政リスクが強く懸念され、こうした国々の国債利回りは大きく上昇した。この間、我が国については、財政状況の悪化などを背景として、格付会社3社による格下げ<sup>1</sup>を受ける中であっても、国債利回りの上昇はみられなかった。また、堅調なファンダメンタルズを有し、流動性が高いこと等を背景として安全資産とみなされているアメリカやドイツの国債は、資金の逃避先となったことから、国債利回りが低下した<sup>2</sup>。

こうした状況を踏まえて、第1節では、この間の先進国の国債利回りと財政リスクプレミアムの一つの指標であるソブリンCDSスプレッドの動向を見る。次に、①外国資本流入の急激な停止・流出（sudden stop）が実体経済や財政に及ぼす影響が大きかったことや、②資金の逃避先となった国では外国からの資金流入により国債利回りが低下したことを踏まえて、国際資金移動に焦点を当てて分析する。加えて、リーマンショック以降、先進国では、金融規制の変更等から金融機関等による国債保有が増加するなど、国債に対する強い需要から、実質金利が低下していると指摘されている。実質金利がマイナスの場合には実質的な政府債務残高の削減が可能であることを踏まえて、金融機関行動の背景を分析する。

### 1 国債利回りと財政リスクプレミアムの動向

欧州政府債務危機を背景として、2010年4月以降、GIIPS諸国を中心に国債利回りが大きく上昇（債券価格は下落）した。こうした背景には、GIIPS諸国で、リーマンショック後に財政状況が悪化する中、外国資本流入の急激な停止・流出による影響もあって実体経済が一段と悪化し、財政破綻懸念が高まったことがある。他方、アメリカやドイツの国債は、安全資産とみなされ、資金の逃避先として買われ、利回りは低下（債券価格は上昇）した。我が国の国債利回りは低位で安定して推移した。

以下では、こうした違いに着目し、この間の先進国の国債利回りと財政リスクプレミアムの推移を確認する。

注 (1) スタンダード&プアーズは、2011年1月27日に、日本財政赤字は今後とも拡大を続けるとの見通しから、AA格からAA-格に引き下げた。ムーディーズは、2011年8月24日に、高水準の政府債務残高に加えて、震災の経済への影響（地震・原発問題に対する歳出の増加懸念）等を理由として、Aa2格からAa3格に引き下げた。フィッチは、2012年5月22日に、財政再建ペースが緩慢である等を理由として、AA-格からA+格に引き下げた。  
 (2) ドイツの短期国債は、ユーロ圏への投資資金の逃避先として投資され、マイナス金利がみられた。

### ● GIIPS 諸国の国債利回りは上昇した一方、米独等の国債利回りは低下

2010年4月以降、ギリシャの財政破綻懸念などを発端として、GIIPS 諸国の国債利回りは大きく上昇した。こうした背景には、リーマンショック後の景気低迷を受けた財政出動や金融機関への公的資金注入等によるGIIPS 諸国の財政状況の悪化に加え、信用収縮（デレバレッジ）による外国資本流入の急激な停止・流出等が実体経済の悪化を助長したことがある。外国銀行によるGIIPS 諸国向け与信は、ギリシャとアイルランドを中心に、リーマンショック後に急激に減少した。加えて、これら諸国の国債の外国投資家保有比率も低下し、国債利回り上昇の要因になったと見られる<sup>3</sup>（第3-1-1図（1）（2））。

2012年入り後には、①ギリシャ国債の債務削減が秩序だって実施されたことや、②ECBによるLTRO（Long-term refinancing operations＜3年物無制限資金供給オペレーション＞）の実施等により、懸念されていた大規模な金融機関の破綻は回避されたことなどから、GIIPS 諸国の国債利回り上昇に一定の歯止めがかかった。しかしながら、5月のギリシャの総選挙の後、政権が発足できず再選挙となるなど、ギリシャの財政健全化への姿勢に懸念が生じたことから、ギリシャを含む南欧諸国の国債利回りが上昇した。先行きについても、ギリシャにおいて政府が欧州委員会、ECB、IMFに対して約束した財政再建策を予定通り実施できない可能性や、スペインにおける銀行部門の不良債権問題の救済から財政状況が悪化する可能性などの潜在的懸念が指摘されている。

この間、堅調なファンダメンタルズと高い流動性を有するアメリカ、ドイツ等の国債は、資金の逃避先として需要され、利回りは低下した。特に、ドイツの国債利回りは、短期債を中心に、短期金利の将来予測であるOISレートを下回って推移し、投資家のリスク回避姿勢が強まる中で短期金利の将来予測値を下回った水準でも需要されたことがうかがわれる（第3-1-1図（3））。

我が国の国債は、2011年中に相次いで格下げを受けたが、そうした中でも、利回りは低水準で安定して推移している。

### ● ソブリンCDSスプレッドは拡大

金融市場で評価される財政リスクプレミアムを見る指標として、ソブリンCDSスプレッドが代表的なものであるが、その他に、ドイツ国債利回りをリスクフリーレートとしてユーロ圏の各国国債を比較した対独国債スプレッド等がある。ただし、各国比較をする場合には、通貨毎にインフレ率、経済成長率等の実体経済の違いから政策金利の見通しが異なり、イールドカーブの水準、形状が異なるため、「同一通貨建て」のソブリンCDSスプレッドや、「同一通貨建て」の金利体系に変換した国債利回りを見る必要がある<sup>4</sup>。

ここでは、ソブリンCDSスプレッドは、リーマンショック以降、流動性の問題や投資家の

#### 注

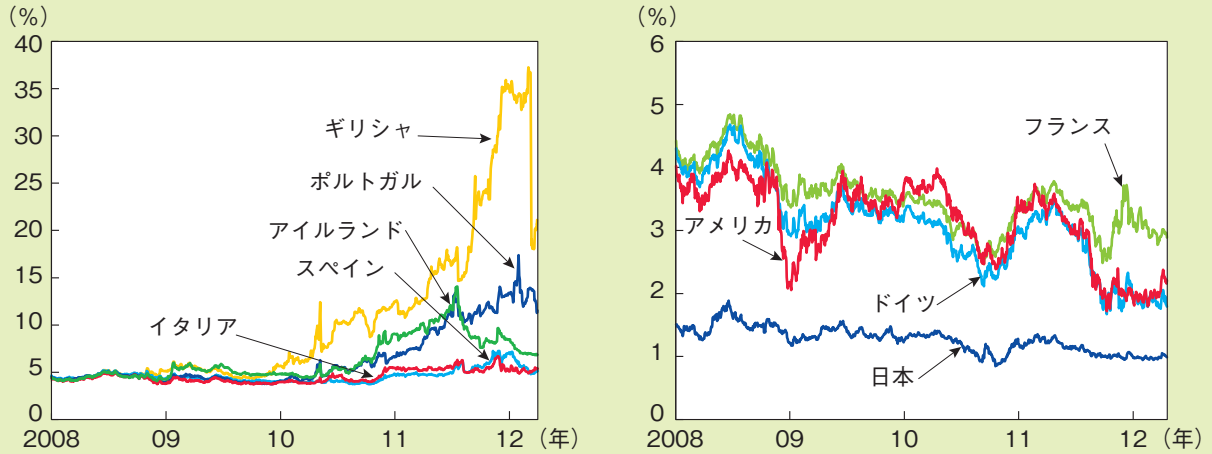
(3) 詳細は、内閣府（2011）「日本経済」第3章を参照。

(4) 「同一通貨建て」の金利体系に変換した国債利回りの分析については、（付注3-1）を参照。

第3-1-1図 各国国債利回りの推移

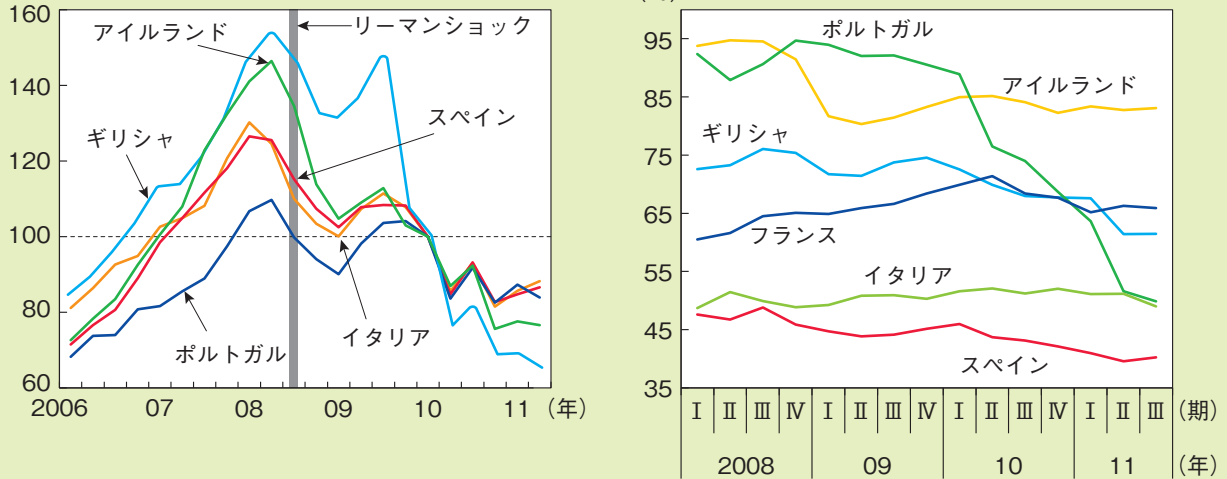
GIIPS諸国の国債利回りは上昇した一方、アメリカ、ドイツ等の国債利回りは低下

(1) 主要国長期金利（10年国債利回り）の推移（左図：GIIPS諸国、右図：日米独仏）

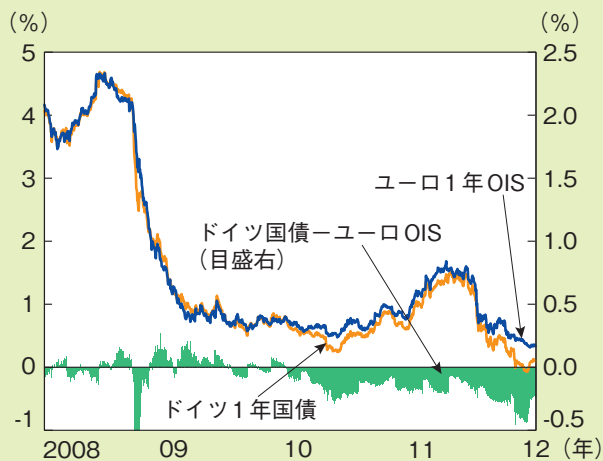


(2) 左図：GIIPS諸国の対外与信、右図：GIIPS諸国の国債海外保有比率

(2010年3月末=100)



(3) ドイツ国債利回りとユーロOISレート



(備考) 1. Bloomberg、BIS、各国統計により作成。  
2. (2) 右図について、アイルランドは中央政府の長期債のみ。



偏り<sup>5</sup>等から、ファンダメンタルズから乖離した価格決定がなされているとの指摘はあるものの、各国通貨を「同一通貨建て」で見た財政リスクプレミアムの指標が限定的であることから、その動向を見る<sup>6</sup>。

ソブリンCDSスプレッドの動向の全体的な特徴として、以下の点が指摘できる（第3-1-2図）。

第一に、ソブリンCDSスプレッドは平穏な時期と急激に変化する時期がある。例えば、2000年代前半にはどの国のソブリンCDSスプレッドも極めて低い水準で推移している。こうした財政リスクプレミアムの低下には、世界的な景気拡大や安定的な国際金融市場という背景もあったが、各国の財政リスクが十分に意識されていなかった可能性もある。

第二に、リーマンショック時には、実体経済及び国際金融市場の大きな変動を受けてソブリンCDSスプレッドは急激に拡大した。さらに、2011年夏から秋にかけての欧州政府債務危機時には、GIIPS諸国のソブリンCDSスプレッドは大きく拡大している上、財政状況が相対的に良いオーストラリアやドイツ等のソブリンCDSスプレッドも大きく拡大した。後者のオーストラリアやドイツ等については、金融市場における各国の財政リスクプレミアムに対する見方が不安定化する中で、ソブリンCDSスプレッドがファンダメンタルズを大きく上回った面があると考えられる。

第三に、我が国のソブリンCDSスプレッドは、リーマンショック以降、我が国の財政状況の悪さが意識されたために、拡大したと考えられる。2011年末では、先進国の中では、GIIPS諸国とフランスに次ぐ水準となっている。

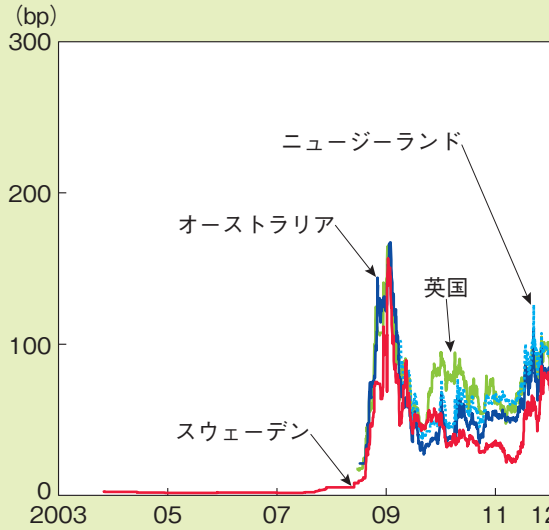
このように、我が国は、財政リスクが意識されるが、国債利回りは低位で安定している。以下では、その背景を国際資金移動や金融規制等の観点から分析する。

- 注**
- (5) ソブリンCDSについては、例えば、国内金融機関がソブリンCDSの売り手となる場合、当該国の財政が破綻した際に、国内金融機関も破綻するリスクが高いことなどから、買い手にとってリスクヘッジの意味をなさない。そのため、ソブリンCDS市場は外国人投資家が主導する市場となっており、国内投資家中心の国債市場とは異なる構造となっている。このため、我が国のソブリンCDSは、国債のヘッジ目的ではなく、投機目的の市場参加者が多いものと思われる。
  - (6) ソブリンCDSスプレッドには、財政リスク（信用リスク）プレミアムの他、流動性リスクプレミアム、カウンターパーティリスク（取引相手が契約で決められた通りに支払いなどを行わないリスク）等が含まれているなど、財政リスクプレミアム以外の要因も含まれていることに留意する必要がある。

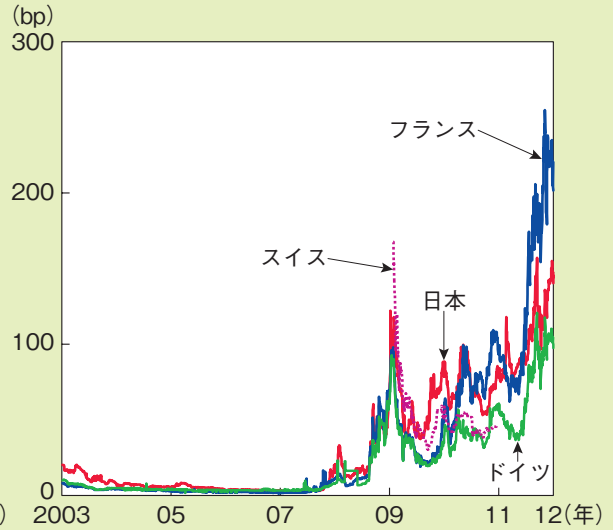
第3-1-2図 ソブリンCDSスプレッドの推移

ソブリンCDSスプレッドはリーマンショック後、上昇

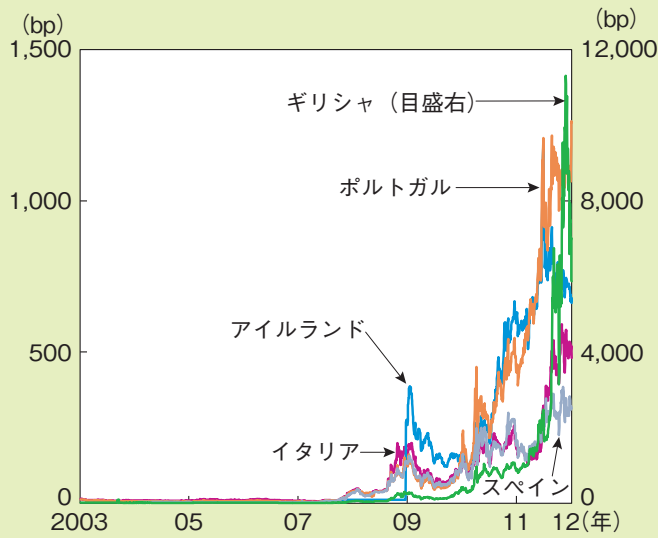
(1) 各国のソブリンCDSスプレッド①



(2) 各国のソブリンCDSスプレッド②



(3) GIIPS 諸国のソブリンCDSスプレッド



(備考) Bloombergにより作成。

## コラム

## 3-1 国債利回りとリスクプレミアム

国債利回りは、①短期金利の将来予測部分と②リスクプレミアム部分から構成される。前者において、政策金利を短期金利とすると、将来の政策金利の期待値は、先行きの経済環境（将来のインフレ率や需給ギャップ等）についての期待により決定される。他方、後者のリスクプレミアムは、デフォルトリスクを映じた財政リスク（信用リスク）プレミアムや、取引を行いたいタイミングで実際に執行することが可能かなどの流動性リスクプレミアム等により構成される。

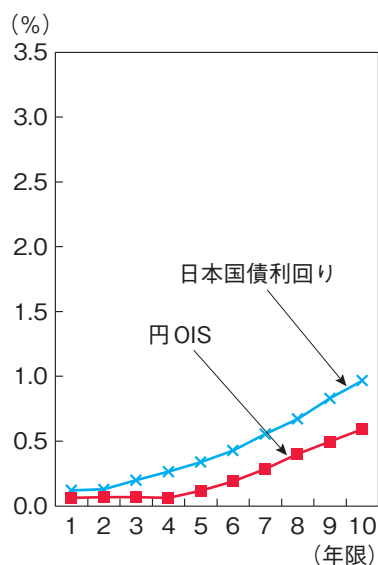
将来の政策金利の期待値を示す金融市場の取引レートとしては、OIS（Overnight Index Swap）レートが挙げられる。OISレートは、将来の金利（O/Nレート）の期間平均値であることから、財政リスクは含まれていない。もっとも、①中長期ゾーンのスポットレート（国債利回り等）と直接比較することができない点や、②中長期ゾーンの流動性が低い点、③中長期ゾーンでは、取引相手がデフォルトした場合に損害が発生するリスクであるカウンターパーティリスクが大きくなる点などに留意する必要がある。

我が国とアメリカ、フランスの国債利回りとOISレートを見ると、金利体系の違いを考慮する必要があるが、アメリカは国債利回りとOISレートの差が最も小さく、相対的にリスクプレミアムが最も低いことがうかがわれる。

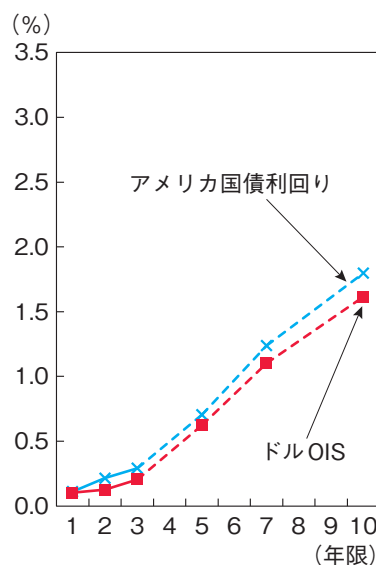
コラム3-1図 日米仏国債利回りとOISレート（2012年1月末）

アメリカの国債利回りとOISレートの差が最小

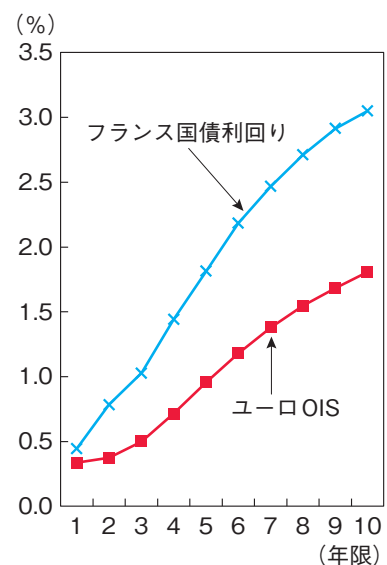
(1) 日本



(2) アメリカ



(3) フランス



(備考) 1. Bloombergにより作成。

2. アメリカについて、年限がないものは点線で接続した。