

「入札ショック」の意味するもの

—日本国債市場の現段階—

木村 佳弘

後藤・安田記念東京都市研究所 研究室長

ギリシャ政権交代 —財政再建の「経済的帰結」

2015年1月25日、40歳になったばかりのアレクシス・ツィプラス党首は、居並ぶ支持者や全世界のテレビカメラの前で、誇らしげに右腕を掲げた。2009年の総選挙では5%の得票を得るのみだった急進左派連合(SYRIZA)が、いまや36%の支持を獲得し、ギリシャの政権党へと躍り出た。対照的に、2009年に44%の得票を得て政権を担当した全ギリシャ社会主義運動(PASOK)は5%にまで残落した。ギリシャ債務危機は、1974年のメタポリテフシ(民政移管)以来、40年にわたり二大政党の一翼を担ったPASOKを直撃した。

SYRIZA政権は、当然ながら資本市場から警戒的に監視されている。EUROSTATから2014年におけるEU28カ国の国債利率平均利率を見ると、

1月の2.9%から12月には1.5%まで低下した。ところが、ギリシャ国債は、1月の8.2%から、9月には5.9%まで低下したものの、SYRIZA政権誕生への警戒感から、12月には8.4%まで急上昇した。

ただし、国債利子率の上昇は、現在のギリシャ財政に直接は影響しない。債務危機以来、ギリシャは、欧州連合(EU)、欧州中央銀行(ECB)、国際通貨基金(IMF)、いわゆる「トロイカ」体制による金融支援を受けている。2012年の債務買入¹により、EU/EFSF(欧州安定化基金)は161.1億ユーロを、ECB/NCB(各国中央銀行)は45.3億ユーロを、IMFは22.1億ユーロを保有した。総債務287.5億ユーロのうち、実に79.4%がトロイカに保有されたことになる。満期も最長で30年(2042年)まで延長されると共に、償還期限の平準化も図られた。こうした金融的支援により、政府歳入に占める利払い費²は、2011年の17.3%から2012年には11.5%まで減少した。

しかし、トロイカ体制は手厚い金融支援の一方で、PASOK政権に対し、財政健全化を強く要求した。IMFのWorld Economic Outlook Databaseから、2009年と2013年におけるギリシャ財政の主要計数を比較してみよう。まず、国内総生産が2331億ユーロから1820億ユーロ(△511億ユーロ、△21.9%)に減少する中で、一般政府総歳出は1180億ユーロから859億ユーロ(△321億ユーロ、△27.2%)まで削減された。ところが、一般政府総歳入は、付加価値税率の引き上げなどを

きむら よしひろ

2004年東京大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。2005年東京市政調査会(現・後藤・安田記念東京都市研究所)研究員、2012年同主任研究員を経て、2014年より現職。

著書に『危機と再建の比較財政史』(ミネルヴァ書房、2013年、共著)、『雑誌『都市問題』にみる都市問題Ⅱ 1950-1989』(岩波書店、2013年、共著)、「アメリカ連邦政府の財務諸表—予算会計と財務会計の相違を意識して」(『都市問題』第105巻第6号、2014年)など。

通じ、948億ユーロから801億ユーロと、147億ユーロの減少(△15.5%)にとどまった。経済が縮小する中での増税である。これほどの努力を積み上げても、純政府債務残高は2632億ユーロから3090億ユーロに増加した。純政府債務残高対GDP比は、前述のGDP減少の影響もあり、125.1%から192.0%へと激増したのである。

ギリシャの現状を示すデータには、慄然とする事実が並ぶ。OECDのNational Accountsから2008年と2013年を比較すると、雇用者報酬は3割近く減少、農山漁村に至っては半減した。7割減少した建設投資はアテネオリンピック会場を廃墟へと追いやった。失業率は8%から25%に激増した。若年層失業率は、EUROSTATによれば、2014年には6割を超えた。SYRIZA政権の誕生は、金融支援の前提となる財政健全化のみを遮二無二追い求めたトロイカ体制による社会破壊の「経済的帰結」だった。一方、トロイカ体制を支える欧州連合加盟国の国内政治は、「ショービニズム(排外主義)」に席卷されている。自国外への資金供与に鋭い批判を加える政治勢力の増殖は、欧州先進国政府の寛容を蝕んでいる³。

日本の財政破たん？ ——「格付け」変更の影響と背景

ギリシャと同じように、日本が「財政破たん」するのではないか？ その懸念を叫んだのは、民主党政権の管直人元首相である。管は、2010年6月11日の所信表明演説で「ギリシャに端を発したユーロ圏の混乱に見られるように、公的債務の増加を放置し、国債市場における信認が失われれば、財政破たんに陥るおそれがあります」と述べ、マニフェストに記載の無かった消費税増税路線へと舵を切った。

この発言は手がかりになる。まず、日本は「公的債務の増加を放置」しているだろうか？ OECD Economic Outlook 96 Databaseにアクセスしたギリシャ債権団からすれば、先進国最大の粗政府債務残高(2014年対GDP比230.0%)を抱える日本

政府は、少なくともギリシャのように、社会を破壊してまで財政収支を改善する意志はないと感ぜらるう。

では、国債市場における信認は失われているだろうか？ 2014年12月、格付け会社のMoody's、Fitchは、安倍政権による消費税増税10%の延期を受けて、格下げを相次いで発表した。ギリシャ債務危機が、ゴールドマン・サックスによる不透明なデリバティブ取引の計上を嫌った格付け会社による格下げに端を発したことを踏まえれば、格下げは日本の債務危機の始まりのはずだった。しかし、日本相互証券によれば、長期金利は引き続き低下し、2014年12月1日に1.50%だった40年もの国債金利は、2015年1月20日には1.12%まで低下した。格付け会社の格付け変化に、国債市場はまったく反応しなかった。

背景を少し考えてみよう。まず、日本とギリシャでは債務保有構造が大きく異なっている。内閣府⁴によれば、債務危機以前のギリシャでは、総債務のうち7割は欧州投資家など国外の投資家が保有していた。一方、日本銀行(以下、日銀)「資金循環統計」によれば、過去35年まで遡っても、外国人が国債・財融債を保有する比率は1割を超えたことがない。

次に、経常収支黒字、対外純資産、外貨準備の存在を挙げることができる。前述の内閣府の分析によれば、ギリシャを含む債務危機に陥った国々は、2000年～2004年以降、対GDP比で4%以上の経常収支赤字に陥った。IMFのBalance of Payments Statisticsによれば、ギリシャの外貨準備高は2007年にはほぼ払底していた。一方、日本は、東日本大震災以降、貿易収支こそ赤字基調が定着したものの、経常収支は2015年時点においても黒字を維持している⁵。外貨準備高は2014年12月末現在で1兆2600億ドルを維持し、対外純資産⁶に至っては、2011年3月末の255兆円から、2014年3月末には325兆円へと増大している。

さらに、世界的な現象として観察できる、民間企業の内部留保(Company Saving)の蓄積⁷は、日本の非金融法人企業にも該当する。財務省「法人企業統計調査結果」(平成26年12月1日)によれ

ば、金融業・保険業を除く自己資本比率は、1976年に15%程度に過ぎなかったが、2014年には40.0%にまで積みあがった。自己資本の一部は、貯蓄性資金や国債などの債券投資に姿を変える。特に、バブル崩壊・アジア通貨危機以降の流動性危機に備え、企業は換金性の高い流動性預金を確保するようになった。「資金循環統計」によれば、1987年には28兆円に過ぎなかった流動性預金は、2012年には131兆円に達した。内部留保の一部が流動性預金に姿を変え、金融機関による国債引受を支えたのである。国外の格付け会社による格付け変化の影響から、日本国債はひとまず遮断されていると言って良い。

「入札ショック」の背景

その日本国債市場を揺るがしたのは、2015年2月2日に起こった10年利付国債の入札不調、いわゆる「入札ショック」である。

日本相互証券によれば、2月1日時点での10年もの国債利回りは0.285%であったことを押さえておく必要がある。2日、財務省は表面利率0.3%の10年利付国債を入札に付した。これに対し、市場参加者側からの募入平均価格は99.87円(0.313%)であったものの、最低落札価格は99.42円(0.360%)であった⁸。平均落札額と最低落札額の差は「テール」(しっぽ)と呼ばれる。「テール」の広がりを見た市場参加者は一斉に国債売りに転じ、その日のうちに10年物国債流通利回りは、最低落札価格の水準(0.365%)まで上昇した。

「入札ショック」の意味を知るためには、その直前に起こっていた日本国債市場を取り巻く環境の変化を理解することが欠かせない。まず、日本国内の国債保有構造の劇的な変化を確認しよう。従来、日本国債は、政府・民間双方の国内の金融機関(中でも郵便貯金)や年金・共済資金など、国内の貯蓄性資金による保有を特徴としていた。ところが、「資金循環統計」によれば、日銀の国債保有は2009年の51兆1705億円を底に、2014年第3四半期には232兆9063億円まで膨らんだ。

中でも、2012年第3四半期から2014年第3四半期の変化は注目に値する。国債・財融債の発行残高は65兆5669億円も増えたにもかかわらず、日銀以外の金融機関は45兆9477億円の国債を放出した。さらに、非金融法人企業(△2兆8988億円)、社会保障基金(△4兆2247億円)、家計(△6兆1762億円)も軒並み国債を放出した。反対に、日銀は、実に127兆9813億円の国債を保有したのである。

日銀の国債保有は、1999年以降続いている金融政策の一環としての国債買入(「量的緩和」)政策の結果である。日銀が金融機関から保有する国債を買入れると、日銀当座預金勘定に、日銀券と並ぶベースマネーである預金通貨が供給される。これにより信用創造(=企業・個人向け貸出の増加)を狙う。さらに、国債金利に連動する諸金利(特に企業・個人向け貸出金利)の継続的低下(「時間軸効果」)を通じ資金需要を呼び起そうとしている。

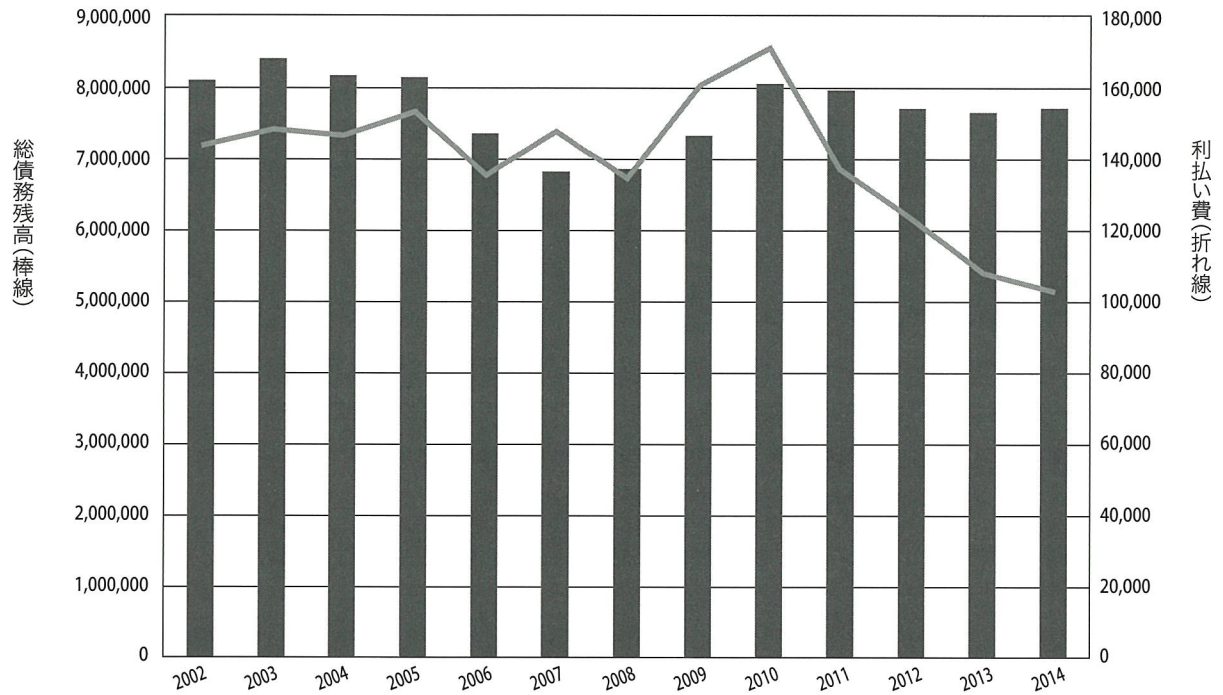
しかし、日銀による国債保有は、財務省にとって、財政政策(国債費上昇の抑制)を意味する。日銀による国債買入は、市場に残存する国債価格の上昇(利率の低下)に繋がる。

財務省には、国債価格のさらなる上昇(長期金利の低下)を望む切実な理由がある。財務省「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」(平成26年1月)によれば、消費税が10%に増税され、経済成長率は3%を維持し、10年もの国債金利が2.4%で据え置かれるとの仮定を置いた場合でも、利払い費は2014年度には10.3兆円、2023年度には実に26.7兆円にまで増加する。国債費(利払い費+元本償還)を少しでも緩和するためには、発行利率自体の低下に加え、満期構成の長期化を希求せざるを得ない。

事実、2000年代において、財務省は一貫して満期構成の長期化に取り組んできた。2004年には平均残存期間5.1年⁹だった国債満期は、2014年9月には7.9年¹⁰にまで長期化していた。特に、10年超の国債は、2004年には発行残高の11.8%から2014年9月には26.7%まで増加した。

通常、債券利率は満期の長さに比例して上

図1 各年度「仮定計算」による「2014年」の総債務残高と利払い費(単位:億円)



出所: 財務省「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」各年度版。

昇する(順イールドカーブ)。したがって、長期債の発行が増えるほど、物価上昇目標を掲げた日銀による「量的・質的金融緩和」を通じた国債買入は、財務省にとって福音となる。日銀が長期国債の買入に積極的¹¹な姿勢を見せれば、国債利子率の「落下」はさらに進む。格付け会社が格下げを発表した後にも国債利子率は低下し、2014年12月17日、遂に1年もの国債はマイナス金利を記録した。

量的緩和を通じた利払費への恩恵は、「仮定計算」自身から確認できる。2002年度から2014年度までの「仮定計算」に描かれた「2014年度の資金繰り」をプロットした図1を確認すると、年度末公債残高に関する想定は2006年の水準とほぼ同程度なのに対し、利払費見込みは、量的緩和の影響が見られる2010年以降に急減した。試みに総債務残高に占める利払い費の比率を計算すると、2010年の2.13%から、2014年には1.34%まで低下している。

「入札ショック」の意味するもの

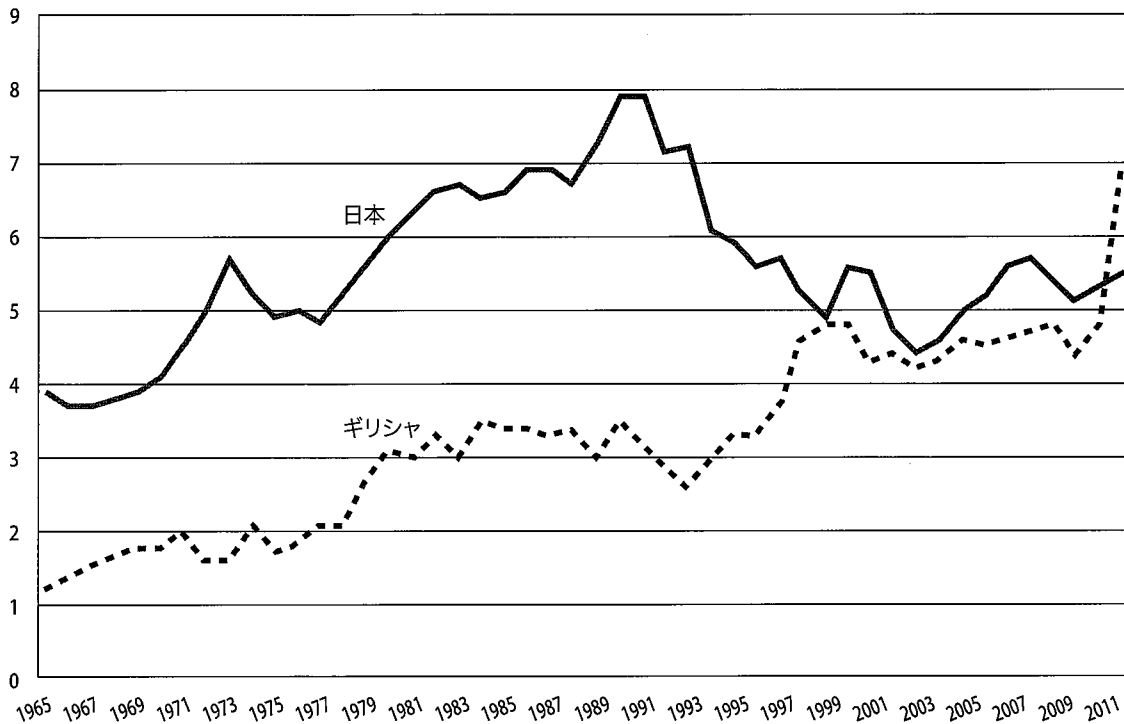
では、「入札ショック」に迫ろう。直接の切っ掛けは、2015年1月22日の金融政策決定会合後の

黒田日銀総裁の定例記者会見である。黒田総裁は、デフレマインドに戻ることは考えづらく、追加緩和の必要はないとの見解を示した。折しも原油価格下落による期待インフレ率の引下げが疑われた直後だっただけに、記者からは「物価上昇率2%」との整合性を問われた。2015年1月19日に0.2%を記録していた10年もの国債金利は、22日の発言以降、一時0.31%まで上昇した。

国債利子率の継続的低下(価格の上昇)期待は、入札に応じる金融機関にとっては、保有した国債の価格が確実に上昇することを意味した。しかし、追加緩和が期待できない中で、国債利子率がゼロ金利に限りなく近くなった。今や将来利子率の上昇(価格の下落)が予想されるならば、入札に応じる妙味は無い。その時、市場関係者は、過去一年間、日銀以外に、国債の積極的な買い手が存在していなかった事に気づいたのである。

中央銀行の機能には、伝統的な Lender of Last Resort (最後の貸し手機能)に加え、流動性危機時における Market Maker of Last Resort (最後の買い手機能)の存在が指摘される。MMLRは、一般的には流動性危機に陥った債券の買入を通じて、金融機関の手元流動性を確保し、金融システムの

図2 個人所得に対する税収 対GDP比(単位:%)



出所: OECD, Revenue Statistics

安定性を確保するための施策である。ところが、流動性を確保するための国債買入が、今や国債市場の不安定性——市場価格の乱高下 (volatility) ——に帰着したことを、2月2日の「入札ショック」は赤裸々に示した。「異次元緩和」の「副作用」——市場参加者間における、適正な長期金利についての共通の見解(価格発見機能)が破壊された国債市場の姿を、人々は目の当りにしたのである¹²。

国債買入による国債利回りの人為的「落下」は、国債金利に連動する諸金利である貸出市場の逆イールドカーブ(長短金利の逆転)を生んだ。日銀によれば、短期プライムレートは、2009年1月13日以降、1.475%で固定されている。ところが、長期プライムレートは、同日の2.25%から、2015年1月9日時点では1.05%まで低下した。国債買入により1年もの国債金利がマイナス付利になる状況下で、金融機関に資産として蓄積されている日銀当座預金(預金通貨)に対する付利0.1%は、貸し倒れリスクのない金融資産として魅力的になる。しかも、生命保険会社など、日銀当座預金を持たない金融主体による資金放出のため、コールレートは0.1%を下回る状況になっている¹³。かくして、企業向け

貸出を促すはずの国債買入は、日銀当座預金への滞留を生み出した。「資金循環統計」は、2013年第2四半期から2014年第3四半期における民間非金融法人企業による流動性預金の増加(7兆3794億円)は、民間金融機関からの借入増加額(4兆9312億円)を上回った。金融政策を通じた資金需要喚起の効果は、現時点では限定的である。

ギリシャと日本 ——「オオカミ少年」の叫び

最後に、菅直人の懸念について一言付け加えておこう。本稿で示したように、国債保有構造、経常収支、対外純資産、国内貯蓄構造など、ギリシャと日本の金融構造は大きく異なっている。しかし、脆弱な租税構造は奇妙なほど類似している。特に個人所得に対する課税の対GDP比をみると、1980年代まで日本はギリシャの倍以上の収入を上げていた。ところが、1990年を境に、日本の収入比率は激減し、2000年には、ギリシャの水準にほとんど収斂してしまった(図2)。リーマン・ショックから回復をはじめた2009年3月の景気の谷からは既

に6年の時を経ているにも関わらず、日本は、基礎的財政収支(プライマリーバランス)ですら13.4兆円の赤字を記録している。経済成長の果実を十分に吸収できない財政構造は、「オオカミ少年」の懸念を、少しずつ、確実に現実近づけて続けている。■

《注》

- 1 Zettelmeyer・Trebesch・Gulati (2013: 28 - 35)。
- 2 The World Bank, World Development Indicators (<http://data.worldbank.org/>)。
- 3 興味深いことに、SYRIZA 新政権自体も、国家保守主義の「独立ギリシャ人」(Anexartitoi Ellines) との連立政権である。
- 4 内閣府政策統括官「日本経済 2011-2012」(平成 23 年 12 月), 155 頁。
- 5 財務省「国際収支状況」。ただし、経常収支黒字幅は、2007 年の 24 兆円から、2014 年には 2 兆円まで減少している。
- 6 財務省「本邦対外資産負債残高の推移(平成 25 年末)」(平成 26 年 5 月 7 日)。
- 7 Karabarbounis・Neiman (2012)。

- 8 財務省「10 年利付国債(第 337 回)の入札結果」(平成 27 年 2 月 3 日)。
- 9 財務省『債務管理レポート 2014』, 161 頁。
- 10 財務省「普通国債残高の満期構成(平成 26 年 9 月末)」。
- 11 日本銀行「量的・質的金融緩和の拡大」(2014 年 10 月 31 日 日銀政策委員会金融政策決定会合決定)。皮肉なことに、消費税率 10%への引き上げによるショックを和らげるための金融緩和だった。
- 12 以後、10 年もの国債金利は乱高下を繰り返し、2015 年 3 月 10 日には 0.460%を記録している。
- 13 森田(2014: 62)。なお、予定討論者代田純専修大学教授の質問に対する森田氏の回答。

《参考文献》

- 森田京平「マクロの観点からとらえる日本の国債管理政策——焦点は経常収支から金融政策へ」『信用理論研究』第 32 巻第 5 号、信用理論研究学会。
- L.Karabarbounis,B.Neiman(2012), *Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving*, NBER Working Paper Series 18154.
- J. Zettelmeyer,C.Trebesch,M.Gulati(2013), *The Greek Debt Restructuring—An Autopsy*, CESifo Working Paper Series with number 4333.

