

調査レポート

日本経済ウォッチ (2012年4月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 原発全停止で今夏の電力供給は足りるのか～
2. 景気概況 p.2
～ 景気は緩やかに持ち直している～
3. 今月のトピック: 日本の国債の暴落リスクについて p.3～18
～ 暴落リスクは小さいものの、ゼロではない～
 - (1) 悪化が続く日本の財政状況
 - (2) なぜ、国債は売られないのか？
 - (3) なぜ、国債暴落リスクが懸念されているのか？
 - (4) 国債暴落のリスクが小さい理由
 - (5) 絶対に暴落しないとは言い切れない理由

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎、鶴田 零 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

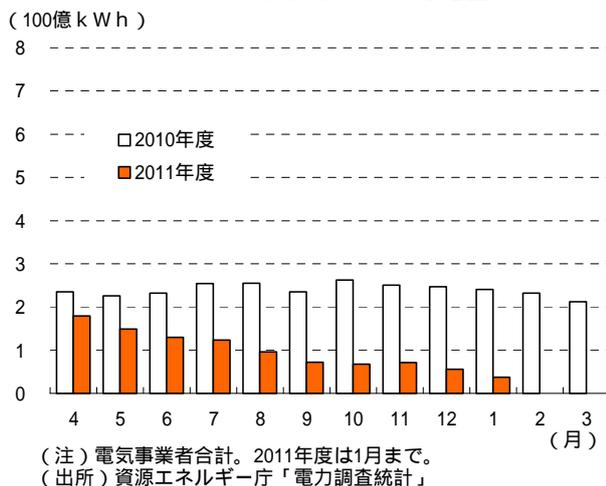
1. 今月のグラフ ～原発全停止で今夏の電力供給は足りるのか～

2012年4月現在、日本で稼働している原発は54基中1基のみだが、原発停止による電力の供給不足が経済活動に深刻なダメージを与えているわけではない。原子力が使えなくなった分を火力でまかなっていることと、節電などで電力需要自体が減少しているためだ。今年1月の電気事業者の原子力による発電量は、設備稼働率がすでに1割程度にまで低下していたため、前年同月比200億kWh減の40億kWhにとどまった(図表1)。これに対して、火力による発電量は前年同月比140億kWh増の700億kWhに達した(図表2)。原子力による発電量の減少分と火力による発電量の増加分の差額である60億kWhが、節電などによる電力需要の減少分とみなせる。

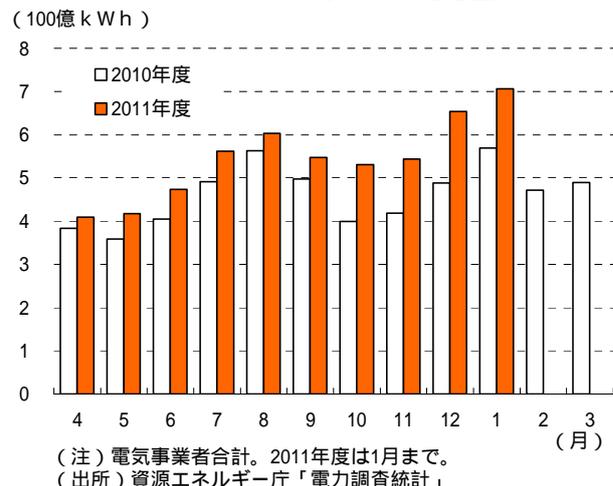
停止している原発の再稼働ができなければ、5月初めにはすべての原発がストップすることになる。全原発が停止したままの場合、電力需要がピークに達するこの夏を乗り切ることにはできるのだろうか。ここで、昨年8月の発電実績を振り返ってみると、火力による発電量は600億kWhであり、原子力による発電量は100億kWhであった。先にみた通り、1月の火力による発電量は700億kWhだったので、原子力が全て停止することによって失われる電力供給は、火力による発電を1月並に増やすことでカバーすることが可能だと考えられる。また、1月の火力発電の設備稼働率は、北海道電力では83%と高水準だったが、東京電力は73%、中部電力は64%、関西電力は68%にとどまっている。稼働率引き上げによって発電量をさらに積み増す余地もありそうだ。

もっとも、電力不足回避には節電による需要量削減が大前提となる。昨夏は関東を中心に節電が行われたが、猛暑になって冷房用需要が増加するリスクを考慮すると、今夏は関東で行われたのと同じような節電を全国規模で行い、さらに需要量を減らすことを考えておくべきだ。火力発電に要するランニングコストは原子力に比べ割高であり、電気料金の上昇は避けられない。無駄な電力を極力使わないことは費用負担の増加を抑制することにもつながる。エネルギー価格が高騰している折、仮に原発が再稼働したとしても、この夏に向けた節電の準備を今から始めておくことは決して無駄にはならない。(鶴田 零)

図表1 原子力による発電量



図表2 火力による発電量



2. 景気概況 ~ 景気は緩やかに持ち直している ~

外需の動きは弱いものの、内需が底堅く推移しており、景気は緩やかに持ち直している。

3月調査の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIが-4と12月調査と同水準にとどまった。輸出の動きが弱いことに加え、為替円安が依然として輸出企業の業績を押し上げるには至っていないことが、製造業の景況感が足踏みする原因となったと考えられる。中でも、原油価格などの上昇によって交易条件が悪化している化学、鉄鋼などの素材業種が前环比5ポイントの悪化となり、自動車、電気機械などの加工業種の同2ポイントの改善を相殺した。一方、大企業非製造業の業況判断DIは5と前环比1ポイント改善した。内需の底堅さを反映したものと思われ、通信やサービス関連業での改善が目立っている。

実際に外需の動きをみると、2月の実質輸出が前月比+0.3%と、ほぼ横ばいの動きにとどまっている。自動車の輸出は堅調であるが、その他の業種では改善が遅れている。

2月の鉱工業生産指数は前月比-1.2%と3ヶ月ぶりにマイナスとなった。ただし、製造工業生産予測指数によれば、3月、4月とも増加する見込みであり(それぞれ前月比+2.6%、+0.7%)、持ち直しの動きは続いていると判断される。1月までの出荷の内訳をみると、輸出が横ばいで推移しているのに対し、国内向けが持ち直しており、最近の生産、出荷の好調は内需によるところが大きいことがわかる(輸出動向から判断すると2月も同様の傾向が続いている可能性が高い)。このため、最近では輸出依存度(出荷に占める輸出の割合)の水準が徐々に切り下がっている。

個人消費は緩やかに持ち直している。2月の家計調査の実質消費支出(二人以上の世帯)は、うるう年の効果もあって前月比+2.3%と高い伸びとなった。また、3月の自動車販売台数(除く軽)は、前年が震災の影響で落ち込んだ反動もあって前年比+82.0%と大幅に増加した。うるう年の影響や震災の反動増などを除いても、個人消費の底堅さは維持されている。また、百貨店売上高が不振であるが、これは厳冬の影響によって春物衣料の販売が不振であるためである。一方、2月の1人当たりの現金給与総額が前年比+0.9%と9ヶ月ぶりに増加に転じるなど所得も下げ止ってきた(うち所定内給与は同+0.7%とおおよそ4年ぶりに増加)。

公共投資も増加してきた。SNAベースの公共投資は10~12月期まで2四半期連続で前期比減少しているが、公共工事請負額が被災地を中心に増加テンポを速めており、1~3月期は前期比で大幅な増加が見込まれる。

今後も、政策効果に支えられて自動車の生産・販売増加が続き、公共投資が増加してくるため、景気は内需を中心に持ち直しの動きが続くと見込まれる。円高の一服、米国経済の持ち直しなど輸出環境も好転しつつある。ただし、欧州の財政金融危機の行方、原油価格など国際商品市況上昇が世界経済に及ぼす影響などの懸念材料は残っている。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：日本の国債の暴落リスクについて

～暴落リスクは小さいものの、ゼロではない～

欧州の債務問題は、ギリシャへの第2次支援の決定、債務減免交渉の合意を受けて、目先の危機的な状況が後退した。今回の危機の高まりを受けて、ユーロ圏だけではなく、米国や英国でも財政再建に向けた動きが強まりつつある。一方、日本ではようやく消費税増税関連法案が国会に提出されたが、その行方は依然として不透明な部分もある。

こうした中で、ギリシャやイタリアといった財務危機国のように、日本の国債には暴落のリスクはないのだろうか。これまで、リスクが指摘されながらも、大きな問題が発生していないが、今後も国債は安定的に消化されるのだろうか。今回は、日本の国債の暴落リスクについて考えてみた。

(1) 悪化が続く日本の財政状況

まず日本の財政の状況をみると、悪化に歯止めがかかっていない。毎年の新規国債の発行額は、景気対策、震災復興、社会保障費の増大などから高水準が続いており、震災対応のために補正予算が組まれたこともあって2011年度は55.8兆円（復興債13兆円も含む）と過去最高額を更新した（図表1）。

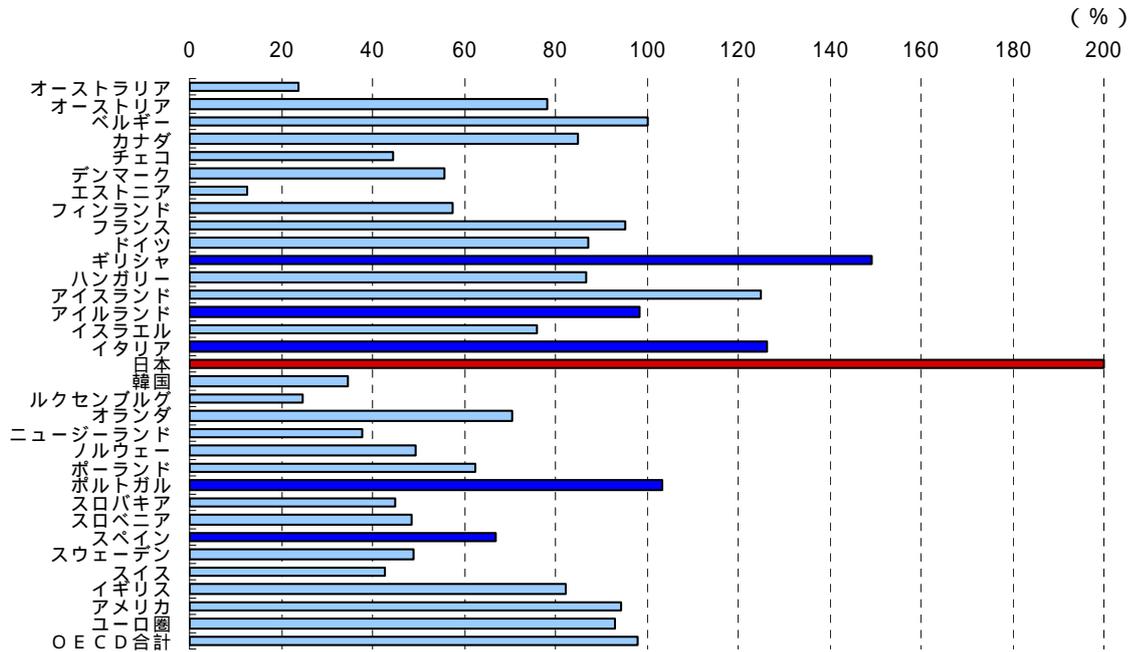
図表1. 毎年の新規国債発行額は高水準のまま



毎年増加が続いた結果、国債残高は700兆円弱まで拡大しており（図表2）、地方も合わせた長期債務残高は2011年度末で900兆円を超えたと見込まれている。

他国との比較においても日本の財政状況の悪さは際立っている。まず、毎年の一般政府の財政収支の対名目GDP比をみると（図表3）、ギリシャ、ポルトガル、スペインといった欧州の財務危機国や米英と比べると低水準にとどまっており、日本だけが突出して悪い

図表4．他国との比較 ～ 政府債務残高対名目GDP比（2010年）



(出所) OECD Economic Outlook 90 database.

(2) なぜ、国債は売られないのか？

これほどまでに悪化した日本の財政状況であるが、これまでのところ欧州のように財務危機に見舞われる気配はない。これにはいくつかの理由が挙げられる。

まず、国内の資金需要が弱く、金余りの状態が続いていることがある。国内銀行では国内の余剰資金が預金に流入し、預金残高が順調に増加する半面、貸出が伸び悩んでおり、預貸率の低下が続いている(図表5)。このため、銀行は余剰資金を国債投資に振り向けており、ここ数年で国債への投資残高が100兆円近くも増加している(図表6)。

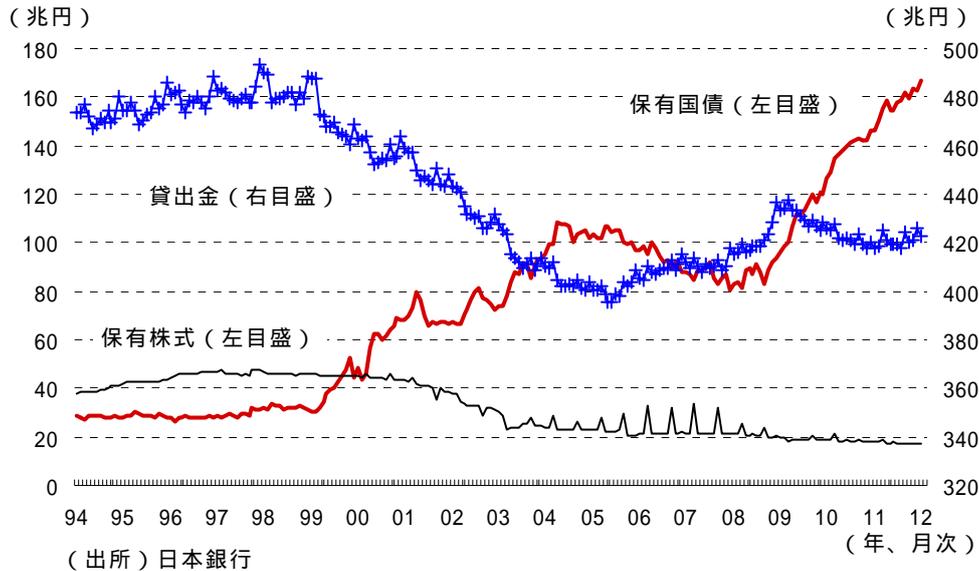
図表5．国内銀行の預貸率推移～低下基調が続く



(出所) 日本銀行

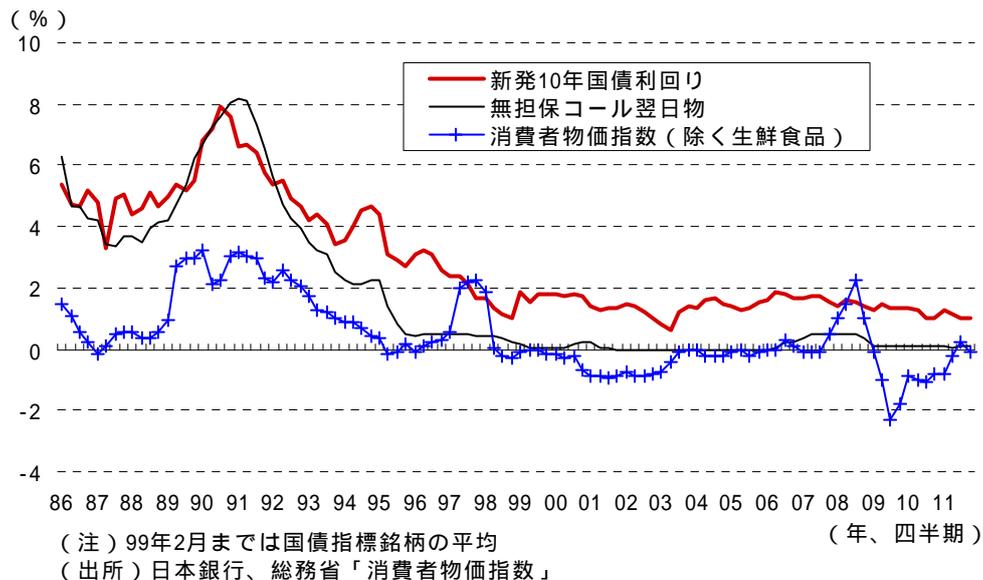
(年、月次)

図表6．膨らむ銀行の国債への投資残高



次に、物価の安定と低金利政策の長期化が挙げられる。名目長期金利は、一般的に、期待成長率 + 期待インフレ率 + リスクプレミアムで決定されると考えられるが¹、長期間にわたって実際の物価が低水準で推移していることから、期待インフレ率についても低い状態が続いていると考えられる(図表7)。また、こうした物価の低位安定(もしくはデフレ)を受けて政策金利がほぼゼロの状態が足元でも継続しており、低水準の短期金利が長期金利の水準の押し下げに寄与していると考えられる。

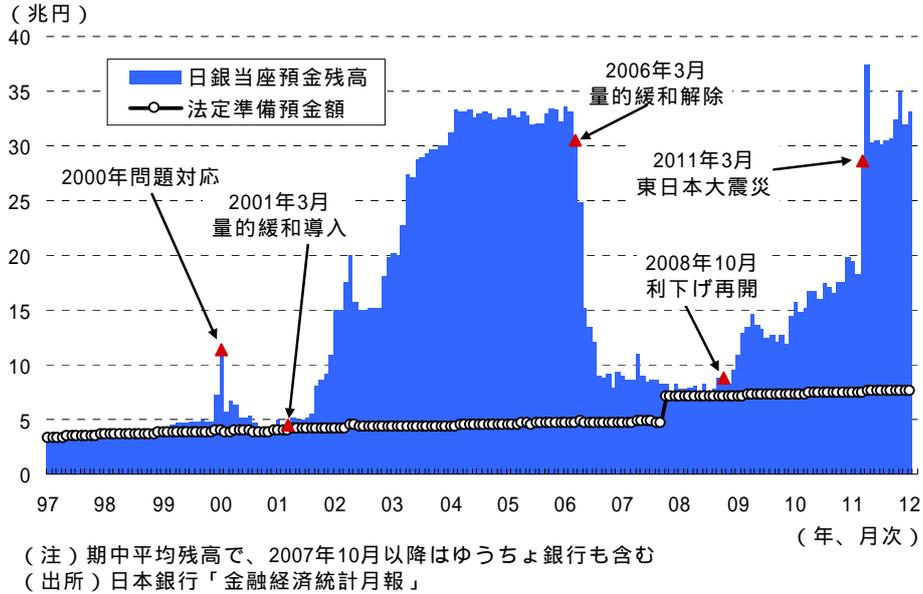
図表7．デフレと低金利政策の長期化



¹ 名目長期金利 = 期待潜在成長率 + 期待インフレ率 + リスクプレミアムとの考え方もある。

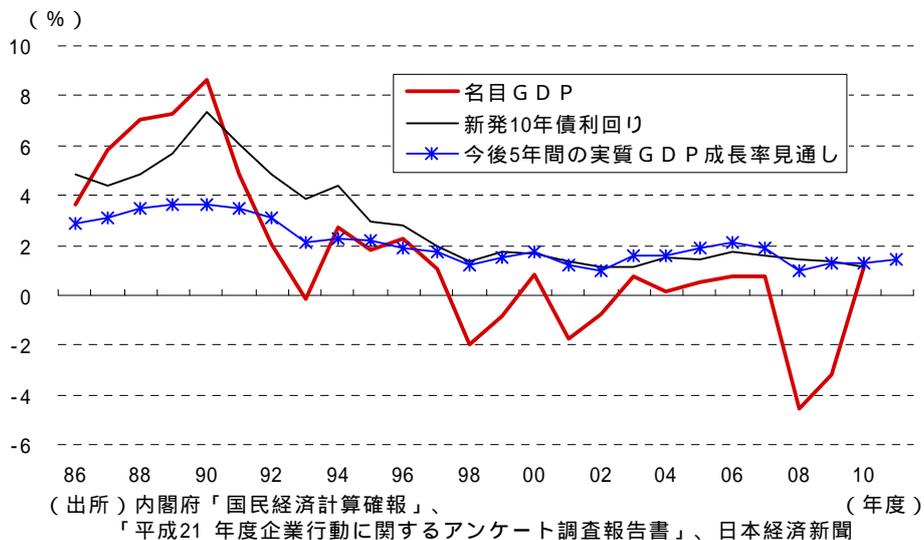
なお、日本銀行は包括的な金融緩和政策を一段と強化しており、市場から国債などの買取額を増やしている。この結果、金融市場に対して潤沢な資金供給が続いており、日銀当座預金残高は量的緩和導入時に匹敵する金額にまで膨らんでいる（図表8）。

図表8．日銀当座預金残高は量的緩和導入時の水準に匹敵



さらに、名目長期金利が期待成長率 + 期待インフレ率 + リスクプレミアムで決定されるとの前提に立てば、期待成長率の低さが続いていることも理由として挙げられる。企業の期待成長率²（今後5年間）の推移をみると、90年代半ば以降は1%代後半から2%程度で安定しており、実際の名目GDP成長率も何度かのマイナス成長の時期を含めて低水準で推移している（図表9）。

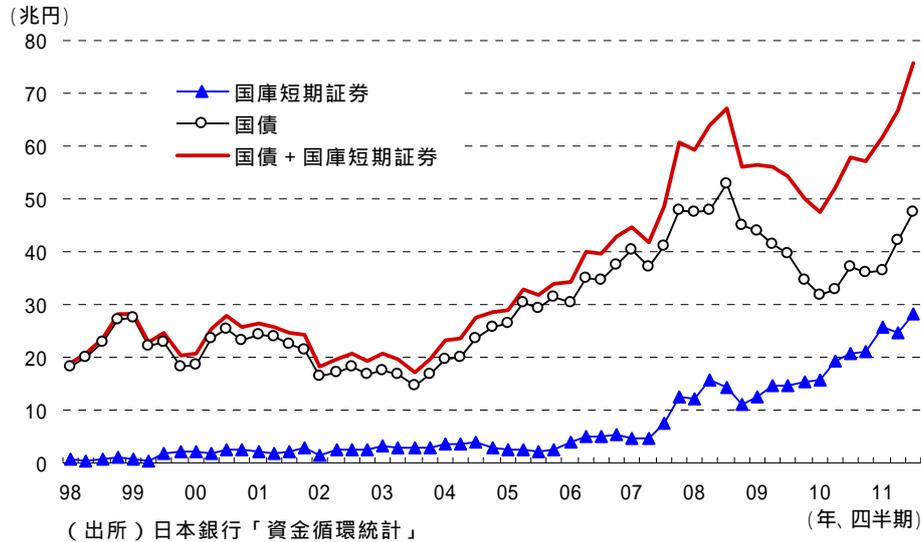
図表9．低水準が続く期待成長率



² 名目GDP成長率の調査期間が短いこと、名目と実質の調査結果に大きな開きがないことから、ここでは実質GDP成長率の見通しで代用した。

また、このところユーロ圏の債券から資金が流出する一方で、円資産に資金が流入するなど、安全資産として日本国債の評価が高まっている。海外からの国債への投資残高をみると、国庫短期証券を中心に増加が続いている（図表 10）。

図表 10．海外からは国庫短期証券を中心に資金が流入

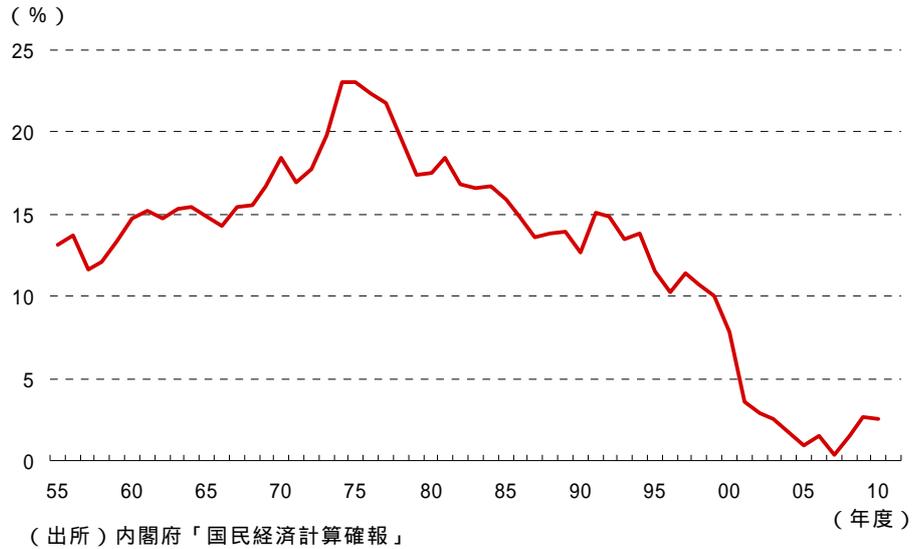


（ 3 ）なぜ、国債暴落リスクが懸念されているのか？

以上見てきたように、これまでは長期間にわたって安定が続いてきた日本の国債市場であるが、それでも価格が暴落するリスクを指摘する意見は根強い。財務状況のひどさを鑑みれば、いつ暴落してもおかしくないとの見方は必ずしも的外れなものではないであろう。

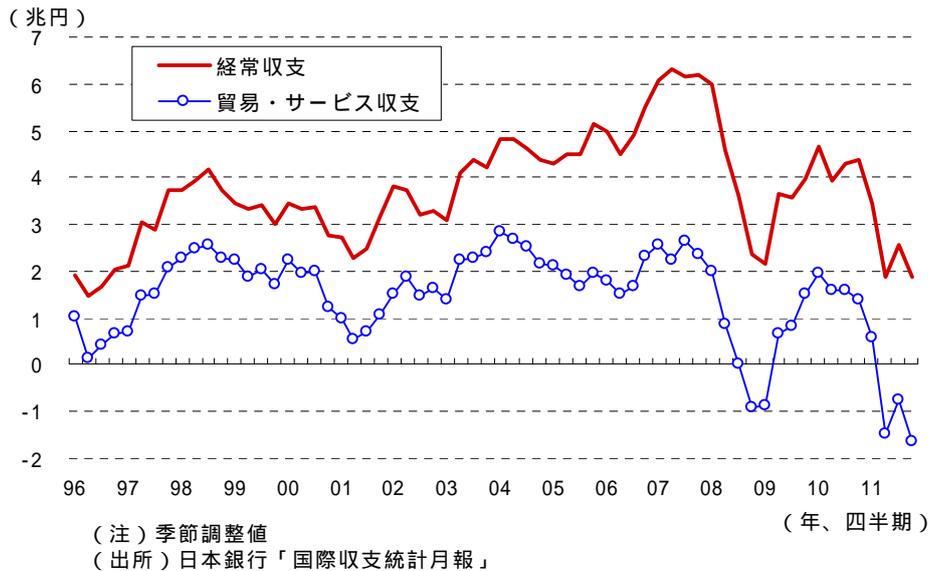
財務状況以外の理由でも国債暴落リスクが指摘されているが、以前から根強くあるのが、家計の貯蓄が減ると誰が政府の赤字をファイナンスするのかという懸念である。少子高齢化の進展に伴って貯蓄を取り崩す家計が増えるため、家計の貯蓄率は今後も低下が続き、いずれはマイナスになると予想されている。家計の貯蓄は、図表 5、6 で見たとおり、銀行預金を通じて国債の購入に回っているが、預金を取り崩されれば国債が売却されるという考え方である。

図表 11. 家計の貯蓄率の低下



一方、このところ急速に高まっている懸念が、経常収支が赤字化（資本収支が黒字化）した場合、海外から必要な資金を調達できるかという懸念である。海外経済の減速によって輸出が伸び悩む半面、LNGなど発電用燃料の輸入数量増加に加え、国際商品市況の上昇によって輸入価格も上昇しており、貿易収支の赤字基調が定着している（図表 12）。依然として所得収支は大幅な黒字を維持しているため、経常収支は黒字の状態が続いているが、貿易収支の赤字幅が拡大すれば経常収支も赤字に転じる可能性はある。

図表 12. 貿易収支の赤字化と経常収支赤字化の懸念



(4) 国債暴落のリスクが小さい理由

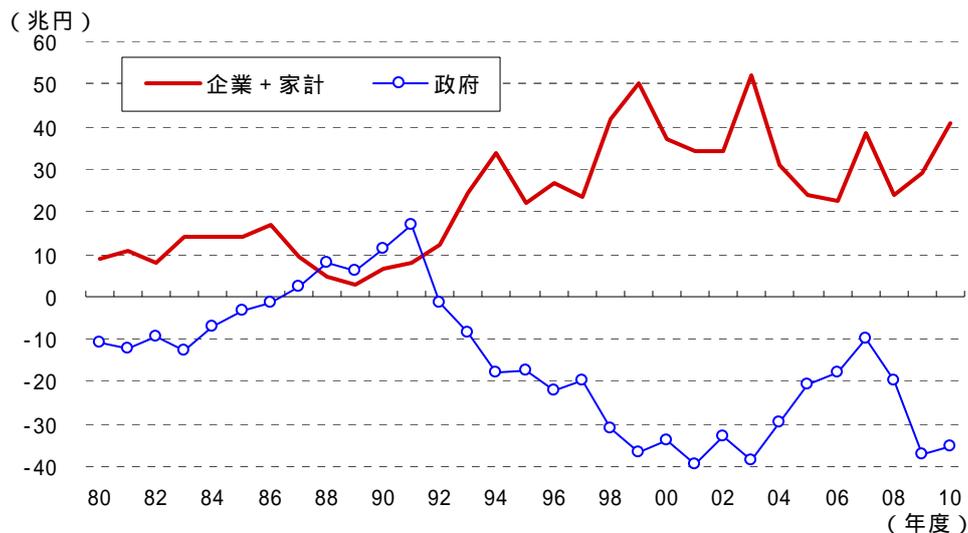
もっとも、実際には国債が暴落する可能性は現時点では小さいと考えられる。その理由はいくつか考えられが、主なものとしては以下の通りであろう。

第一に、国内の資金余剰状態は当面続く可能性が高い。企業の金余り状態が続いているため、家計の貯蓄率の低下（資金余剰額の減少）にもかかわらず、企業と家計を合計した民間部門の資金余剰額は高水準で安定して推移しており、資金需給面からは国債暴落のリスクは小さいであろう（図表13）。

そもそも、家計の貯蓄率が赤字に転じること自体は、国債が消化されなくなるという懸念とは直接は関係がなく、高齢化の進展という象徴的な意味合いしか持っていない。なぜなら、家計の貯蓄率の低下の原因は、高齢化要因だけではなく、金利低下による受取利息の減少、賃金低下による家計の所得の減少の要因もあるためである。これらの要因は、企業側から見れば、支払利息の減少、固定費である人件費の減少であり、企業の資金余剰の要因となっている。家計から企業に所得が移転しているため、国内の資金過不足を考える場合には、家計だけでなく、民間部門全体で考える必要がある。

第二に、所得収支の黒字が続くため、経常収支が赤字化する可能性は当面はないと考えられる³。国内で資金が余剰となっていれば海外に資金が流出している状態であり（資本収支が赤字）、経常収支は黒字となる（経常収支 + 資本収支 = 0）。先に指摘したとおり、国内の資金余剰状態は当面続く可能性が高いため、経常収支が赤字化し、海外からの資金流入に頼らなければ国債を消化できないという懸念は当分ないであろう。

図表13. 企業も加えた民間では大幅な黒字が続く

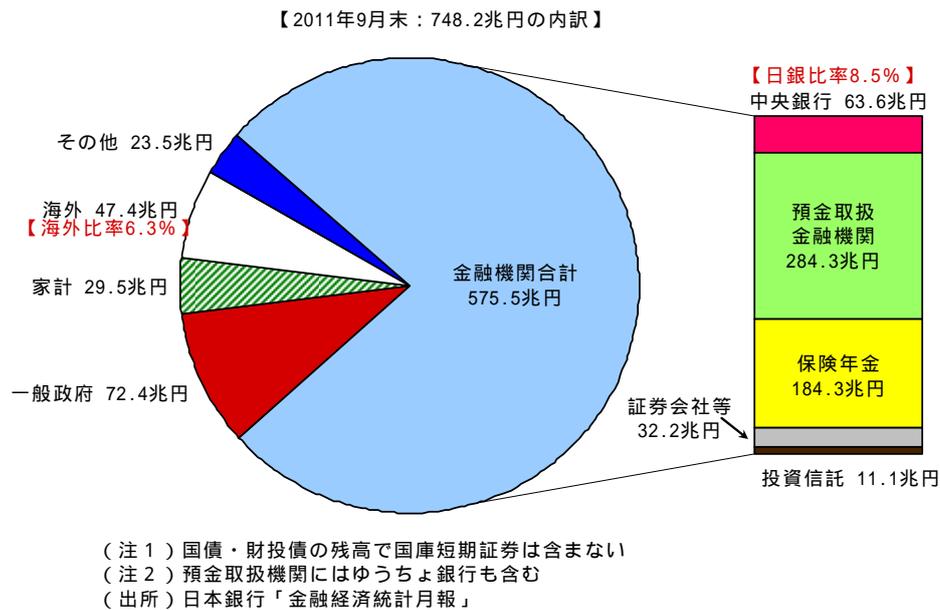


(注) 特別会計（埋蔵金）から中央政府への積立金繰入れなどの調整は全て実施
(出所) 日本銀行「資金循環統計」

³ 経常収支が当面黒字を維持できるであろう点については、当社調査と展望「経常収支の長期展望」で詳しく説明してある。(http://www.murc.jp/report_pdf/20120323_175029_0943565.pdf)

第三に、外国人の国債保有比率が低いことが挙げられる。国債・財投債（国庫短期証券は除く）の保有シェアをみると、2011年9月末時点で海外投資家の保有比率は6.3%にとどまっている⁴（図表14）。第二の理由とも重なるが、そもそも国債の消化は、今でも海外からの資金流入に頼っていない状態にある。今後、海外投資家からの資金流入が減少したとしても、国内での消化が十分に可能であると考えられる。

図表14．低い国債の海外保有比率

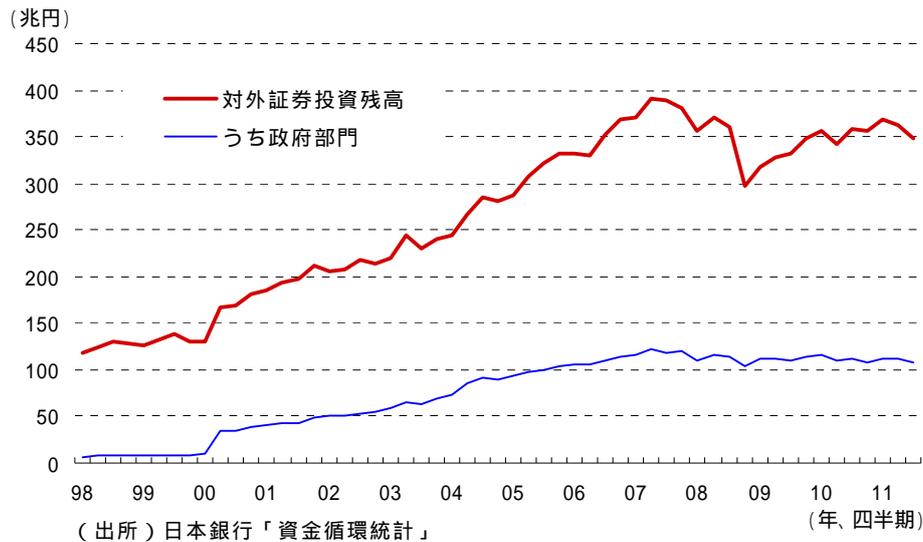


以上のように、いずれの理由も国内で資金が余剰になっていることが国債安定の原因となっている。国内資金は当分余剰が続くため、その意味では国債は安定的に消化される可能性が高いであろう。ただし、余っているお金が、必ずしも国債に振り向けられるとの保証がないのも確かである。それでは国内の余剰資金以外に国債を支える要因は何かあるだろうか。

まず、海外に投資した資金が国内に還流してくる可能性がある。国全体の対外証券投資残高は政府（外貨準備運用分）を除いても、250兆円程度のストックがある（図表15）。このため、国債の利回りが上昇し、国内の証券投資が有利と考えれば、金融機関を中心に国内に資金を還流させることも考えられる。経常収支が赤字になった場合でも、海外投資家の資金を呼び込む形で資本収支を黒字化させなくても、海外証券投資の資金を国内に還流させれば資本収支は黒字化するのである。

⁴ 海外投資家の保有シェアは5%と指摘されることが多いが、足元ではやや上昇している。この傾向は国庫短期証券において顕著であり、国庫短期証券を含んだベースでは2011年9月末のシェアは8.2%まで上昇している。

図表 15 . 高水準を続ける証券投資残高

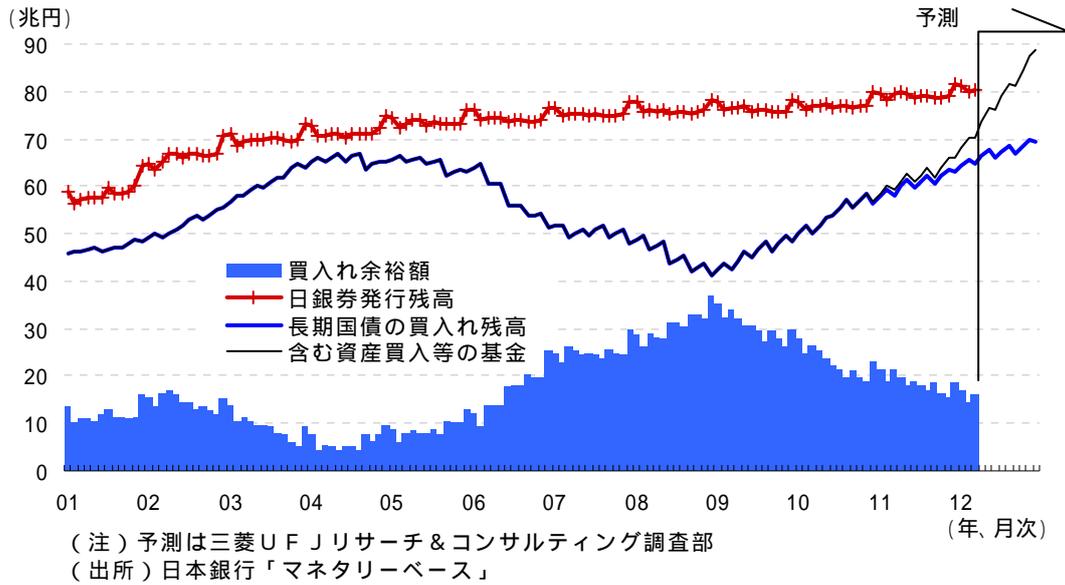


また、日本銀行による国債の購入は需給にとってプラスであり、今後も国債価格を下支えする可能性が指摘される。

日本銀行は、現在年間 21.6 兆円（月間 1.8 兆円）の長期国債の買い切りを行なっているが、買い切った長期国債の残高は日銀券発行残高の範囲内に収めるという自主ルール（日銀券ルール）を設定している。しかし、日銀券の増加ペースが遅いことから、日銀券ルールの余裕枠も徐々に縮小してきている（図表 16）。このため、ルールを頑なに守ろうとすると、将来的には買い切り額の縮小が必要となってくる。

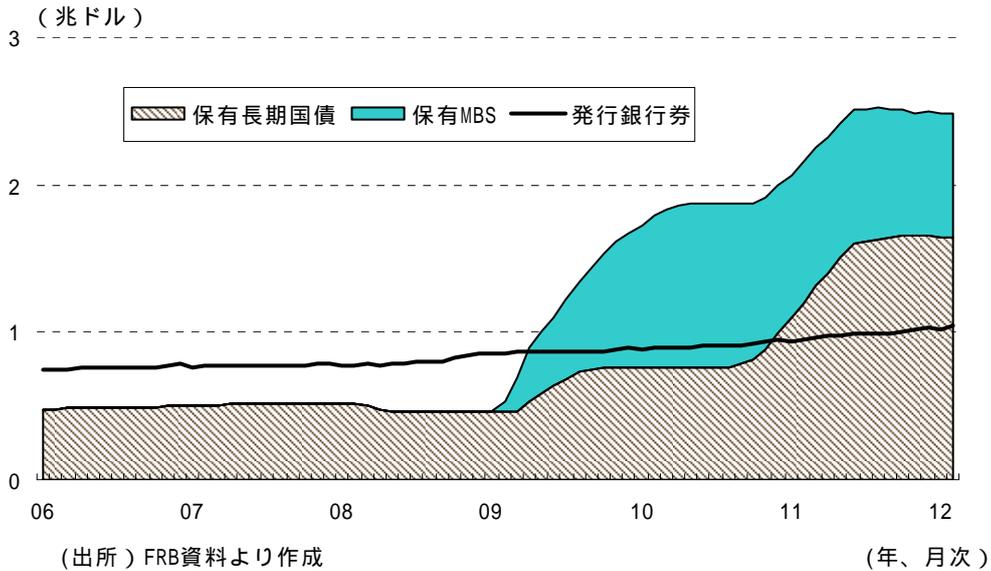
しかし、このルールは実質的にはすでに放棄されているとみなすことができる。現在日本銀行は、金融緩和を強化するために、資産買入等の基金を 65 兆円設定しているが、このうち長期国債の買い取り枠が 19 兆円である。2012 年 2 月末時点で 5.8 兆円が購入済みであるため、2012 年 12 月までで 13.2 兆円が購入される予定である。この 19 兆円の枠は日銀券ルールとは別枠とされているが、仮に資産買入等の基金にもルールが適用されると考えると、近いうちに上限を突破することは確実である。

図表 16 . 増加する日銀の国債買い切り残高



日銀券ルールを導入は、通貨価値を維持するためのものである。すなわち、中央銀行による財政赤字の無制限のファイナンスの思惑が金融市場において発生することを阻止することを意識したものと思われる。しかし、国債の買い切りを増やし中央銀行のバランスシートを拡大させることと、ハイパーインフレの思惑が高まって通貨価値が下落することとの間に深い因果関係がないと金融市場が考えていることが、リーマンショック以降に採られた欧米各国の金融政策の結果から明らかになってきた。たとえば、FRBが保有していた長期国債は、2008年までは発行銀行券以下であったが、QE1、QE2を導入する過程において、保有長期国債と保有MBSの合計額が、発行銀行券を大きく上回った。特にMBSは長期国債よりもリスクが高いが、それでも金融市場でインフレ懸念（通貨価値の下落懸念）が高まるなどの問題は生じていない。日本においても、国債価格が暴落した局面では、日本銀行が日銀券ルールを越えて国債を買い切っても金融市場で大きな問題は生じないのではないか。

図表 17 . F R B のバランシシート ~ Q E 1、Q E 2 で拡大



(5) 絶対に暴落しないとは言い切れない理由

それでは、将来にわたって、日本の財政状況の悪化が続いたとしても、国債が暴落するリスクは小さいままなのであろうか。

そもそも、暴落をどういう状態が定義することは難しいが、欧州の財務危機国のように短期間のうちに金利が 7% 程度まで急上昇すると考えれば、過去の日本にはそうした局面は見当たらない。ただし、低金利が定着する一方で、財政状況が悪化してきた 90 年代半ば以降にしばってみると、金利が短期間のうちに急上昇した局面は 2 回ある (図表 18)。ここでは、その 2 回の金利急上昇局面で何が起きていたのか振り返ってみたい。

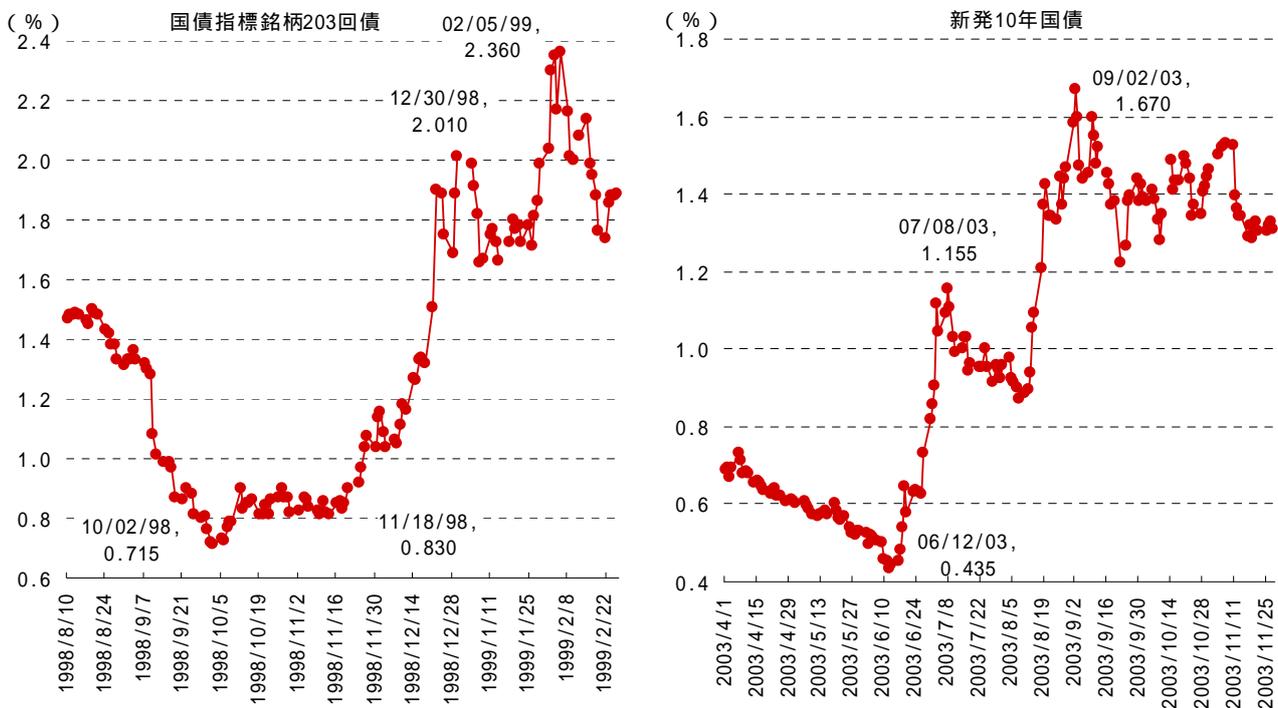
図表 18 . 10 年国債利回りの長期推移



最初に金利が急上昇（国債急落）した局面は 98 年冬であり、この時は 10 年債（国債指標銘柄 203 回債）が 98 年 11 月の 0.83% から 99 年 2 月の 2.36% まで 3 ヶ月で約 1.5% 上昇した（図表 19）。旧大蔵省の資金運用部が国債の引き受けを急減させるとの報道をきっかけに国債が急落した、いわゆる「資金運用部ショック」と呼ばれる局面である。この当時は金融機関の破綻が続いた金融危機の局面にあり、景気は低迷していたが（景気の谷は 99 年 1 月）、総事業規模 17 兆円超の緊急経済対策の発表と国債大量発行の思惑、ムーディーズによる国債格付の引き下げ（A a a から A a 1）なども国債の売り材料とされた。

次の金利急上昇局面は 2003 年夏であり、この時は 10 年債（新発 10 年国債）が 6 月に 0.43% と史上最低水準まで低下した後、9 月には 1.67% まで 3 ヶ月で約 1.2% 上昇した（図表 19）。この金利急上昇局面の当時の景気の状態をみると、すでに底打ちしていたが（景気の谷は 2002 年 1 月）、2002 年半ばからはいったん踊り場に入っていた時期であった。また、日経平均が 2003 年 4 月に 7,600 円強の水準まで下落するなど株価の低迷が続き、国債に買いが集中していた。このため、夏場以降に景気回復期待が高まり、株価が上昇に転じると、国債が一気に下落することになった。

図表 19．過去の国債急落局面

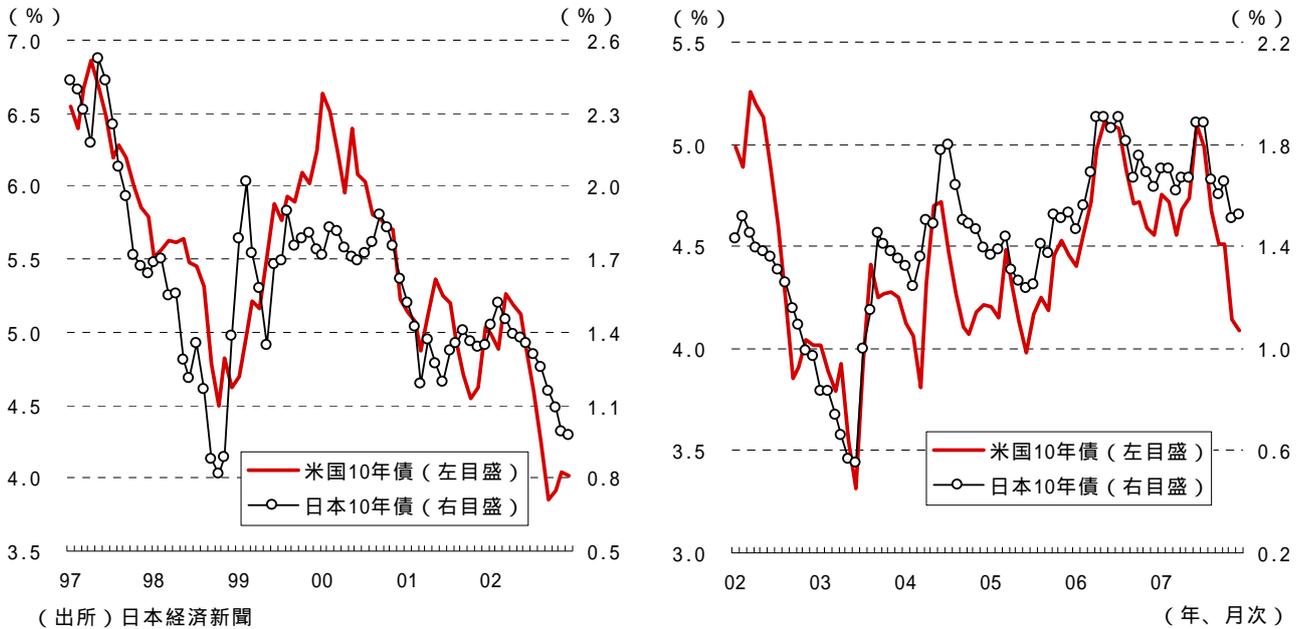


(出所) 日本経済新聞

これら 2 つの局面について、いくつか重要な共通点がある。一つは、同じタイミングで米国金利も急上昇している点である。両局面の日米長期金利の推移を合わせてみたのが図表 20 である。水準に違いはあるが、日本の長期金利が低下したタイミングでは米国の長期

金利も大きく低下しており、その後の急上昇のタイミングもほぼ一致するなど、両国の長期金利はおおむね連動して推移している。

図表 20．国債利回りの上昇局面では米債利回りも上昇



最近の動きをみても同様である（図表 22）。米国の 10 年債の利回りは 2% 強と、一時の 2% 割れの水準からは上昇しているが、それでも歴史的にみて非常に低い水準にあり、一方の日本の 10 年国債利回りも 1% 強と低水準で推移している。

図表 21．最近でも両国の長期金利は連動



さらに、もう一つ共通点が挙げられる。10年国債の利回りを株式の配当利回りと比較すると、98年冬、2003年夏とも、いったん配当利回りを大きく下回った後に長期金利が急上昇している点である（図表22）。配当利回りは、株式に対する投資収益率のうちインカムゲインに対する利益率である。確定利回りである国債の利回りと比較され、株価の割安・割高度合いを測る際に利用される。過去の動きをみると、両者はあまり乖離することはない。特に国債利回りの方が低い状態が長期間続いた例はない。

図表22．配当利回りと国債利回りの格差が拡大した状況が続く



これらの共通点を足元の状況に当てはめて考えてみよう。まず、今後も日米の長期金利が連動すると考えれば、米国の景気回復期待が急速に高まったり、追加金融緩和の可能性が大きく後退した場合に、米国の長期金利の上昇に合わせて日本の国債利回りも上昇するリスクがある。また、2008年秋以降、株式の配当利回りと長期金利の格差（イールドスプレッド）が拡大したままの状態が続いている。これは、国債が買われ過ぎか、株が売られ過ぎの状態を意味しており、株価が本格的な上昇局面に転じた場合には、国債から株に資金がシフトする形で格差が縮小する可能性が指摘される。

名目長期金利が期待成長率 + 期待インフレ率 + リスクプレミアムで構成されることはすでに述べたとおりであるが、懸念されるのが、いったん金利が上昇基調に転じたときに、リスクプレミアムの部分が急拡大したとの観測が金融市場で広がることである。

リスクプレミアムは計測が困難であるが、日本の国債についてはこれまでほとんどゼロであったと考えられるし、国内の金融市場がリスクプレミアムを意識したこともなかったと考えられる。しかし、期待インフレ率や期待実質GDP成長率に変化がない中で金利が上昇すれば、きっかけが何であっても、リスクプレミアムが上昇し始めたとみなされる可能性がある。欧州の財務危機国のような暴落のリスクは小さいにしても、米国金利の動向次第では、過去の2回の局面ほどの金利の急上昇があってもおかしくない。そのとき、金

融市場がリスクプレミアムの拡大を意識し始めれば、それが金利の一段の上昇につながる懸念は否定できないだろう。いったんリスクプレミアムが急上昇したとの観測が広がれば、たとえ国内で資金が余剰の状態にあっても、その資金が国債に回らない可能性が出てくる。

もっとも、リスクプレミアム拡大の観測が広がるのは、金利が実際に上昇した場合とは限らない。消費税の引き上げの延期・廃案といった財政再建策の遅れが意識された場合でも、その危険はある。

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。