

「悪い上昇」が懸念される日本の長期金利

～ 財政赤字拡大と経常黒字縮小で強まる金利上昇リスク～

< 要旨 >

このところ景気は持ち直しに転じたもののデフレ懸念は依然として根強い。こうしたマクロ経済環境の中、長期金利は低水準ながらも過去の金利低下局面と比べるとあまり下がっていない。いわゆる「悪い金利上昇」が起きている可能性がある。

13カ国のパネルデータを使って長期金利関数を推計すると、短期金利の上昇や名目経済成長率の拡大が金利を上昇させる要因になるほか、財政収支の悪化も金利上昇要因となることがわかる。また、経常黒字国と経常赤字国に分けて推計すると、財政収支の悪化がもたらす金利上昇圧力は経常黒字国で小さく、経常赤字国で大きいこともわかる。

日本の財政は構造的な赤字体質となっているのに加え、大規模な経済対策実施の影響で財政赤字は大きく拡大する見込みである。また、経常収支の黒字幅は、交易条件の傾向的な悪化と世界経済の成長率鈍化の影響でかつてに比べ大きく縮小した状態がしばらく続くと予想される。財政赤字の拡大に経常収支の黒字幅縮小が加わって、日本の長期金利は「悪い上昇」のリスクが高まっていると考えられる。

悪い金利上昇がもたらす支払利息の増加は、それ自体が財政収支を悪化させ金利の水準をさらに引き上げる要因となる。また、財政再建に向けた取り組みの効果を減殺することにもなる。赤字の累積で政府の金融負債残高が突出して多い日本は、長期金利上昇がもたらす悪影響が先進国の中で最も大きいと言える。険しい道であっても財政再建に向けた取り組みに早急に着手することが政府には強く求められる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鶴田 零 (rei.tsuruta@murc.jp)

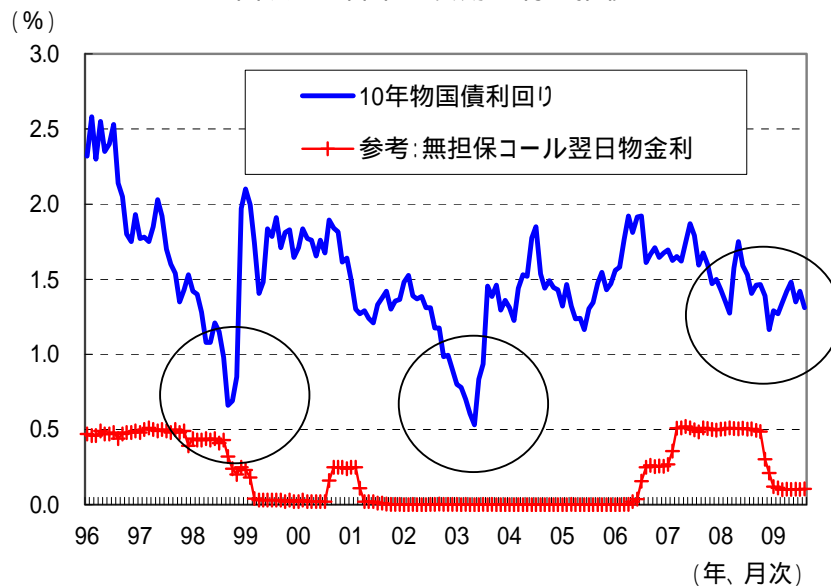
1. 長期金利を決定する要因は何か

(1) あまり下がっていない日本の長期金利

日本経済は昨年度の後半に深刻な危機を経験した後、このところ持ち直しに転じているが、依然としてデフレ懸念は根強い。こうしたマクロ経済環境の中、日銀の政策金利の誘導目標は0.1%とゼロ近傍にまで引き下げられているが、長期金利の推移をみると、低水準ながらも過去の金利低下局面に比べるとあまり下がっていない(図表1)。長期金利は、1998年や2003年に1%を大きく割り込んだが、今回の景気悪化局面では1.2%程度までの低下にとどまっている。一般に、景気の悪化や物価の下落は長期金利を低下させる要因となる。こうした要因のみで長期金利の水準が決まってくるわけではないものの、未曾有の金融・経済危機の最中であっては長期金利の水準がもっと低下していてもおかしくはない。

かつてない大型の経済対策実施のため財政収支は大幅な赤字となり、今年度、来年度と国債の大量増発が計画されている。財政収支の悪化がリスクプレミアムとなって長期金利の水準を引き上げる、いわゆる「悪い金利上昇」が起こっている可能性がある。本稿では、長期金利に影響を与える要因を明らかにしたうえで、日本の長期金利に「悪い上昇」リスクが高まっている可能性について検討していきたい。

図表1. 日本の長期金利の推移



(出所)日本相互証券「主要レート推移」、日本銀行「金融経済統計月報」

(2) 長期金利関数の推計

長期金利は一般にどのような要因で変動するのであろうか。長期金利は、概念的には期待実質成長率、期待インフレ率、リスクプレミアムの合計であると考えられている。この

概念をもとにして、OECD加盟 13 カ国のパネルデータを使って長期金利関数を推計した（図表 2）。なお、リスクプレミアムについては様々な考え方があるが、ここでは財政の状況がリスクプレミアムに相当すると考えた。

推計結果からは、短期金利の上昇や名目 GDP 成長率の拡大が長期金利の押し上げ要因となる一方、財政収支の改善（黒字の拡大・赤字の縮小）は長期金利の押し下げ要因となることがわかる。具体的には、短期金利が 1%ポイント上昇した場合、長期金利は 0.678%ポイント上昇し、名目 GDP 成長率が 1%ポイント拡大した場合、長期金利は 0.118%ポイント上昇する。一方、財政収支（名目 GDP 比）が 1%ポイント改善すると、長期金利は 0.146%ポイント低下する。財政収支の係数の符合がマイナスであることは、財政収支の悪化がリスクプレミアムとなって長期金利の水準を押し上げることを示唆している。

図表 2 . 長期金利関数の推計結果

$$\text{長期金利}(\%) = 0.678 * \text{短期金利}(\%) + 0.118 * \text{名目GDP成長率}(\%) - 0.146 * \text{財政収支(名目GDP比, \%)} + \text{各国定数項}$$

(37.840) (5.659) (-7.928)

(注)

オーストラリア、カナダ、ドイツ、イギリス、スペイン、フィンランド、フランス、イタリア、日本、韓国、ノルウェー、スウェーデン、米国の 13カ国について、1981年から2007年のパネルデータを使って推計(データの出所はOECD、IMF)。

各国ごとの異質性を考慮して固定効果モデルを用いた。

自由度修正決定係数=0.926、()内はt値。各国定数項は以下の通り。

	各国定数項
オーストラリア	1.969
カナダ	1.932
ドイツ	1.804
イギリス	1.381
スペイン	1.742
フィンランド	2.134
フランス	2.077
イタリア	1.575
日本	1.095
韓国	2.246
ノルウェー	2.522
スウェーデン	2.340
米国	1.968

2 . 日本の長期金利水準は他国に比べなぜ低いのか

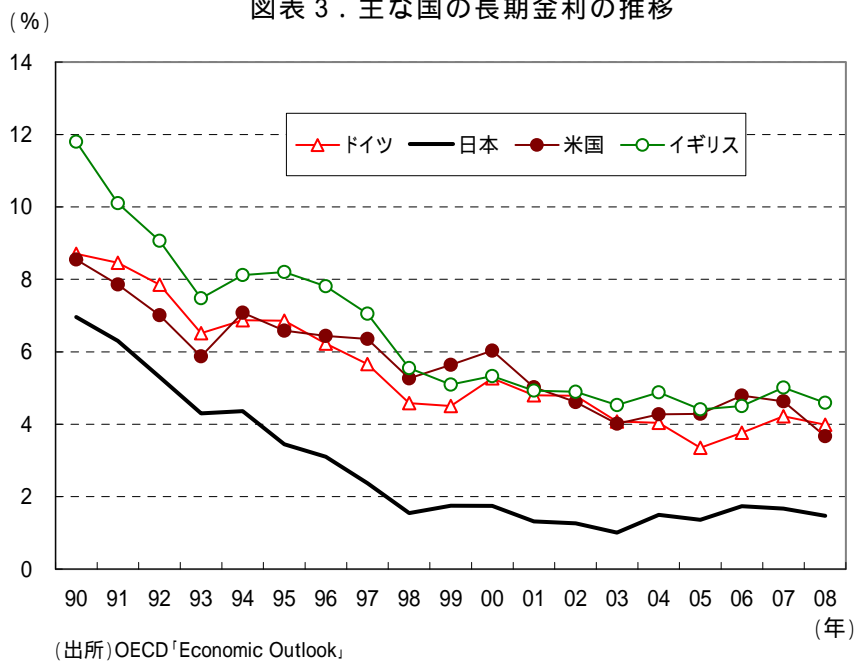
(1) 長期金利の要因分解

日本の長期金利の水準は他国に比べるとかなり低い。1990 年以降で見ると、ドイツ、米国、イギリスと比べ平均的に 3%ポイント強、日本の長期金利の水準は低くなっている（図表 3）。日本の長期金利の水準が他国より低い理由を調べるために、前掲の長期金利関数の推計結果を用いて各国長期金利の要因分解を行うと、日本では財政収支要因の押し上げ幅は他国より大きいのが、短期金利や成長率要因の押し上げ幅は他国よりかなり小さいことがわかる（図表 4）。短期金利は中央銀行の政策金利の影響を強く受け、政策金利は物価や景

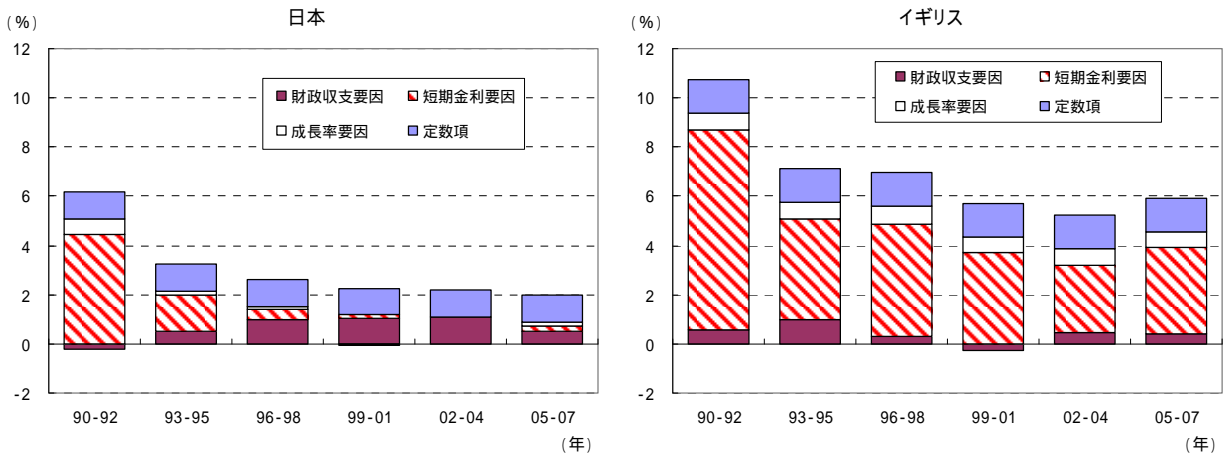
気の動向に応じて決められることから、総じてみると名目ベースでほとんど経済成長しなかったことが日本の長期金利の水準を他国に比べ低くしていたと考えられる。財政収支の悪化をもたらす金利上昇を、弱い経済成長力と弱い物価が見えにくくしていると言える。

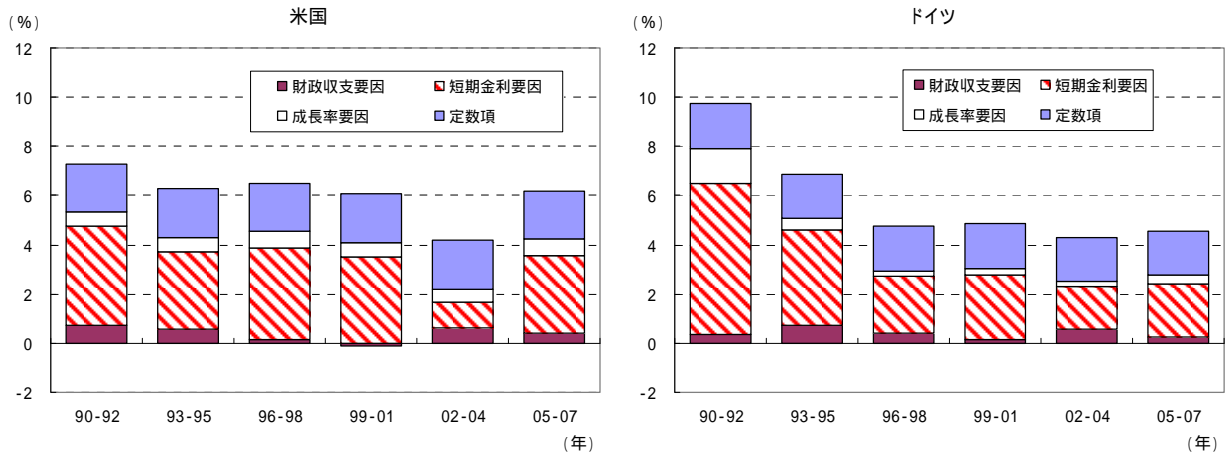
また、推計結果からは、成長率や財政収支などの説明変数以外の各国独自の要因をあらわしている定数項は日本が最も小さいこともわかる(図表2の各国定数項を参照)。日本の定数項が他国に比べ小さい背景には、特に2000年代前半については日銀による量的緩和策や時間軸効果で長期金利に下げ圧力がかかったこと、国内資産への投資を愛好するホームバイアスが日本では比較的強いこと、などの要因があったと考えられる。こうした日本独自の要因も日本の長期金利の水準を他国に比べ低めに抑えた可能性がある。

図表3. 主な国の長期金利の推移



図表4. 主な国の長期金利の要因分解





(2) 経常収支黒字国と赤字国での違い

さらに、前掲の長期金利関数での説明変数以外で長期金利に対して大きな影響を与える要因として経常収支が挙げられる。経常収支が黒字であれば、政府部門が赤字の穴埋めをするために国債を増発しても、国内の民間部門（家計や企業）にそれを引き受ける余地が大きく、金利は上昇しにくいと言える。逆に経常収支が赤字だと、国内の民間部門だけで財政赤字を引き受けることが難しくなるために資金需給が逼迫し、金利は上昇しやすくなると考えられるからだ。

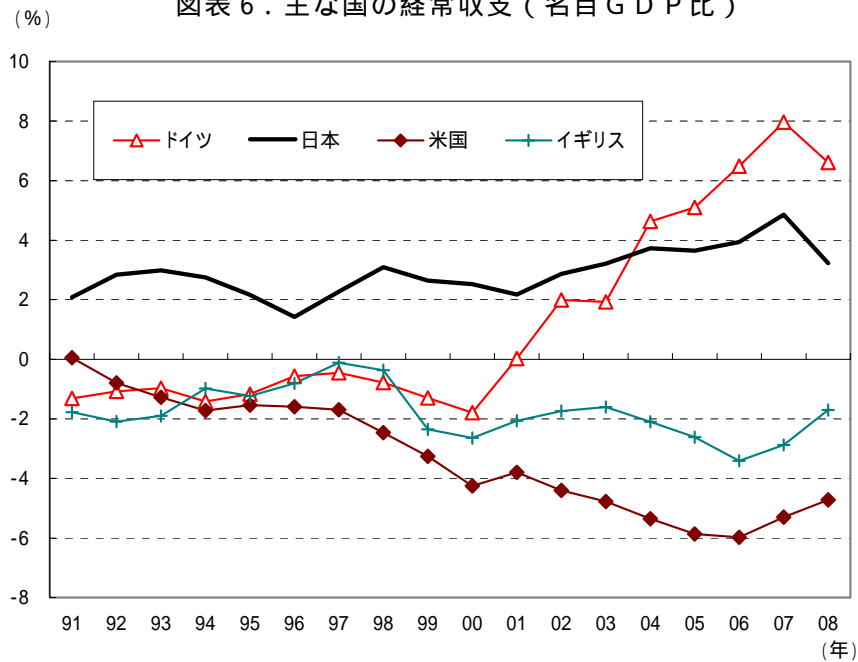
実際、長期金利関数の推計で用いた 13 カ国について、経常収支黒字の 5 カ国と経常収支赤字の 5 カ国に分けてそれぞれ同じような推計を行うと、財政収支の係数は、経常黒字国の場合は -0.074 となり、経常赤字国の場合の -0.269 に比べておよそ 3 分の 1 の大きさとなった（図表 5）。この結果は、同じ程度の財政赤字であっても、経常黒字国では経常赤字国に比べて長期金利の上昇圧力が小さくなることを意味している。日本の経常収支黒字幅は他国に比べて大きく（図表 6）、財政収支の赤字が長期金利を押し上げる効果を抑える要因となった可能性が高いと言えるだろう。

図表 5. 各説明変数の係数の違い（経常黒字国・赤字国）

	短期金利	名目GDP変化率	財政収支(GDP比)
経常黒字国	0.660(24.821)	0.061(2.072)	-0.074(-3.002)
経常赤字国	0.660(21.597)	0.116(2.904)	-0.269(-8.156)
13カ国	0.678(37.840)	0.118(5.659)	-0.146(-7.928)

前掲の長期金利関数を、経常黒字国と経常赤字国に分けて推計。()内はt値。
 経常黒字国は、ドイツ、フィンランド、日本、ノルウェー、スウェーデン。
 経常赤字国は、オーストラリア、イギリス、スペイン、イタリア、米国。

図表 6 . 主な国の経常収支（名目 GDP 比）



(出所)OECD「Economic Outlook」

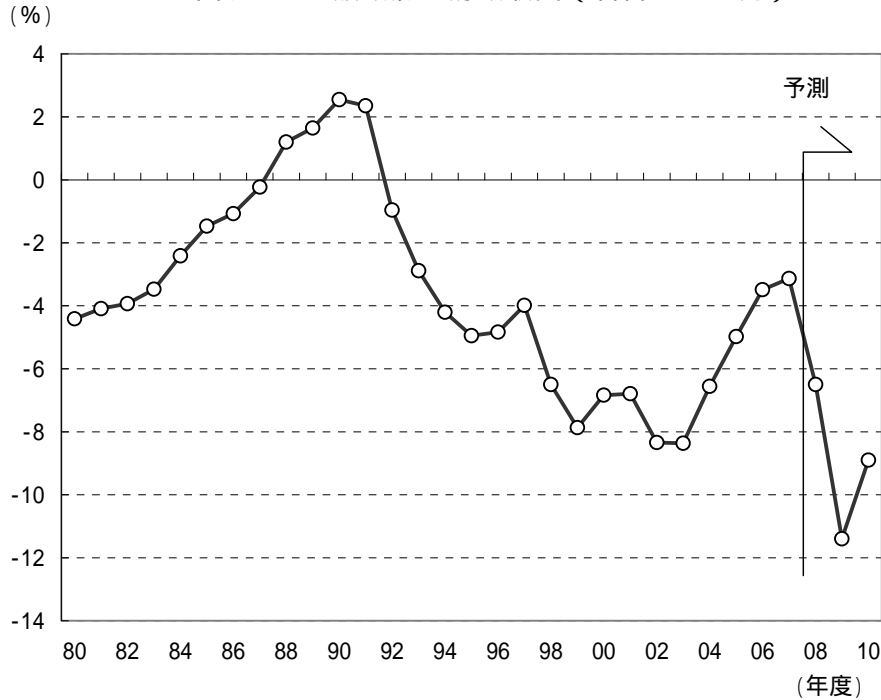
3 . 日本の長期金利は上昇しやすくなっている

物価の上昇や経済成長率の拡大で長期金利が上昇するのは自然であり、企業や家計の所得を増やし、ひいては政府の収入増加を伴うものだと考えればそれほど大きな問題ではない。問題なのはこうした物価や経済成長率以外の要因で長期金利が上昇してしまう場合である。これまでみてきたように、財政収支の悪化は長期金利を引き上げる要因になると考えられるが、そこに経常収支の悪化が加わってくると長期金利はさらに上昇しやすくなる可能性が高い。経済危機への対応もあって日本の財政赤字は大幅に拡大し、世界経済の低迷を受けて日本の経常黒字は縮小している。こうした状態は今後もしばらく続くと見込まれ、日本の長期金利はこれまでに比べて上昇しやすくなっていると考えられる。以下では、日本の財政収支、経常収支の先行きについて検討していきたい。

(1) 財政収支の悪化

まず、日本の財政状況についてみてみよう。一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金）の収支はバブル経済が崩壊した後の 1992 年度から赤字が続いており、2002 年度から 2007 年度にかけての過去最長の景気回復期においても黒字化しなかった。さらに、2009、2010 年度は大型の経済対策の実施もあり大幅な財政赤字となる見込みである（図表 7）。

図表7. 一般政府の財政収支（名目GDP比）

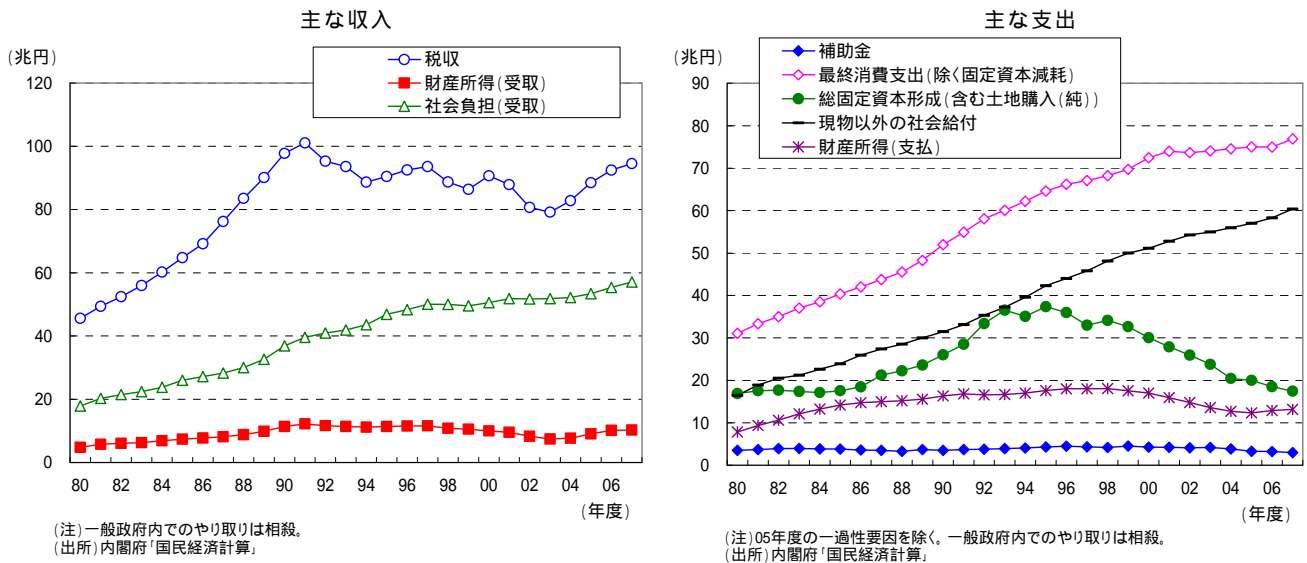


(注) 1. 一過性の資本移転等の要因を除く。
 2. 予測は、内閣府「中長期の道ゆきを考えるための機械的試算」の中の「世界経済順調回復シナリオ」から抜粋。
 (出所)内閣府「国民経済計算」

財政収支の内訳をもう少し詳しくみてみよう（図表8）。一般政府の収入は、年金・健康保険料などが含まれる「社会負担（受取）」は緩やかながらも増加が続いているが、「税収」は経済成長率の鈍化や景気対策のための減税などが影響して、均してみるとほとんど伸びなくなっている。この結果、収入全体で見ると年平均0.6兆円の増加にとどまっている（税収が年平均0.4兆円の減少、保険料が年平均1.1兆円の増加など。1992年度から2007年度までの平均値。以下同じ）。一方、一般政府の支出は、地方を中心に公共投資の削減がなされてきたため「総固定資本形成」が1995年度をピークに大きく減少しているが、年金の支給などが含まれる「現物以外の社会給付」、医療・介護保険の一般政府負担分やその他の行政サービスにかかる費用の合計である「最終消費支出」は増加が続いている。支出全体で見ると、年平均2.3兆円（年金・医療などの社会保障関係費が年平均2.7兆円の増加、公共投資が年平均0.7兆円の減少など）の増加となる。トータルすると一般政府の収支は年平均1.7兆円ずつ赤字が膨らんでいることになる。

これまで削減を続けてきたため公共投資の水準はかなり低くなっており、追加的な削減余地は限られている。一方、少子高齢化社会への対応で年金や医療などの社会保障関係の支出は今後も増加基調が続くと見込まれる。現在の収入と支出の仕組みを維持したままでは一般政府の収支は構造的に均衡しない体質となっているのは間違いない。経済危機への対応という一時的な要因を除いたとしても、財政収支の赤字は拡大基調にある。

図表 8 . 一般政府の収入と支出



(2) 経常収支黒字の縮小

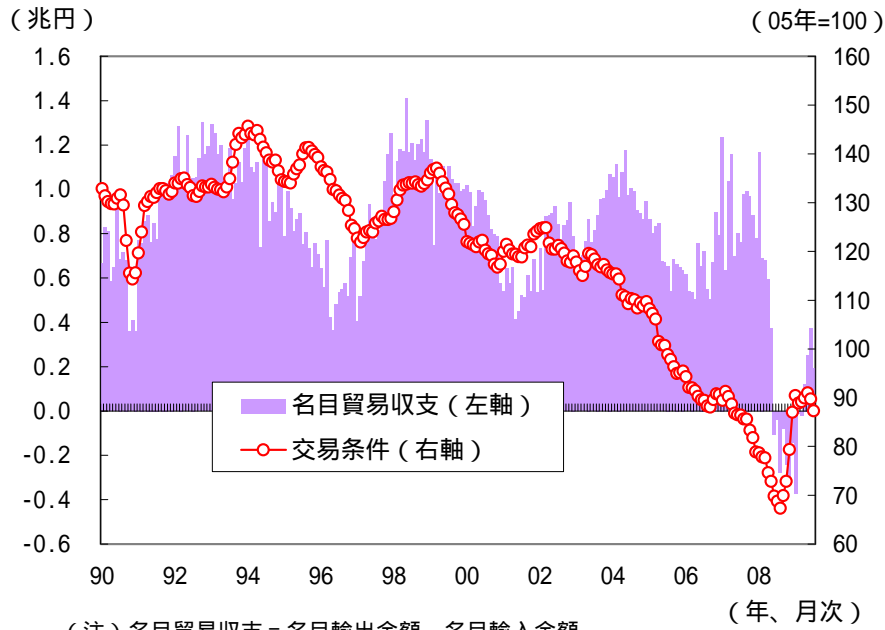
次に日本の経常収支の動向についてみていこう。

日本の交易条件（輸出物価 / 輸入物価）は、2007年から今年初めにかけて大きく変動したものの、均してみると2002年頃から傾向的な悪化が続いている。交易条件は名目貿易収支の動向と密接な関係がある（図表9）。交易条件の悪化は、高く買って安く売ることを意味しており、輸出数量と輸入数量に変化がなくても貿易収支を縮小させる要因になる。2002年から昨年の夏場にかけて、資源価格の上昇によって交易条件が継続的に悪化していた。それでも貿易黒字が高水準で維持されたのは、輸出数量が大きく伸びたためである。米国の個人消費を核にした世界経済の未曾有の高成長を背景に、自動車などの高付加価値品や高付加価値品を作るために必要な資本財や素材製品の輸出数量が大きく増加したのである。

深刻な経済危機を経て、米国の個人消費という成長のけん引役を失った世界経済がかつてのような高成長を取り戻し、日本の輸出数量が再び急増する姿は当面描きにくい。中国を始めとした新興国のさらなる工業化は、一次産品の需給を逼迫させ日本の輸入価格を上昇させよう。その一方、日本が輸出する工業製品の価格引き下げ競争を激化させ、日本の交易条件を継続的に悪化させる要因になるだろう（図表10）。日本は交易条件悪化の打撃を輸出数量増で十分にカバーできない状況が続き、かつてのような高水準の貿易黒字を計上するのはかなり難しくなってくる。

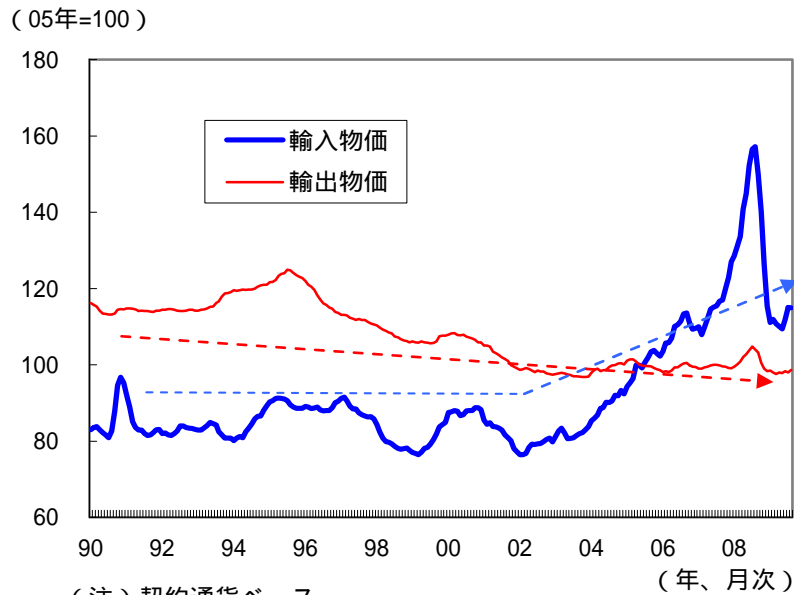
過去の貿易による利益の蓄積である対外純資産は膨大であり、所得収支黒字は今後も底堅く推移することが見込まれる。しかし、経常収支全体の黒字幅は、貿易収支の縮小によりピーク時に比べるとかなり縮小した状態が続くと見込まれる（図表11）。

図表 9 . 交易条件と貿易収支の推移



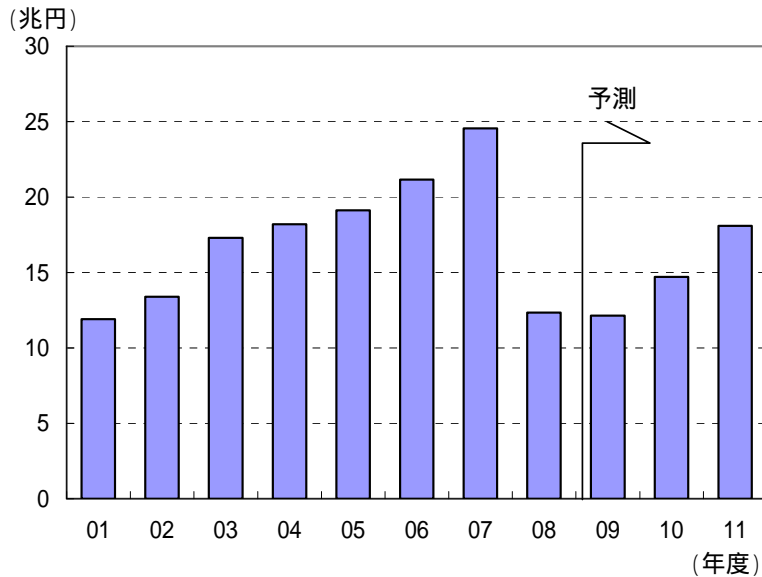
(注) 名目貿易収支 = 名目輸出金額 - 名目輸入金額
 交易条件 = 輸出物価 / 輸入物価
 (出所) 財務省「外国貿易概況」 日本銀行「物価指数月報」

図表 10 . 輸出入物価の推移



(注) 契約通貨ベース。
 (出所) 日本銀行「物価指数月報」

図表 11 . 経常収支の推移



(注) 予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング「経済見通し(09年9月)」による。
 (出所) 日本銀行「国際収支統計」

4 . 長期金利の上昇が財政再建をさらに困難に

財政収支が、大規模な経済対策実施のためだけでなく構造的にも赤字が拡大基調にある中で、これまで財政赤字による長期金利上昇圧力を緩和させてきた経常収支黒字がかつてのような水準にまで当分回復しないため、日本の長期金利は上昇しやすくなっている可能性が高い。前掲の長期金利関数を用いて、2007年度と比べ2010年度の長期金利がどの程度、財政収支の悪化で上昇するのかを簡単に計算してみる。2007年度の日本の財政収支(名目GDP比)は-3.1%だったが、2010年度になると財政収支は-9%程度にまで拡大する見込みであり(図表7)、長期金利を0.9%ポイント程度押し上げることになる(これに経常収支黒字幅の縮小が長期金利をさらに押し上げる要因として加わってくる可能性がある)。

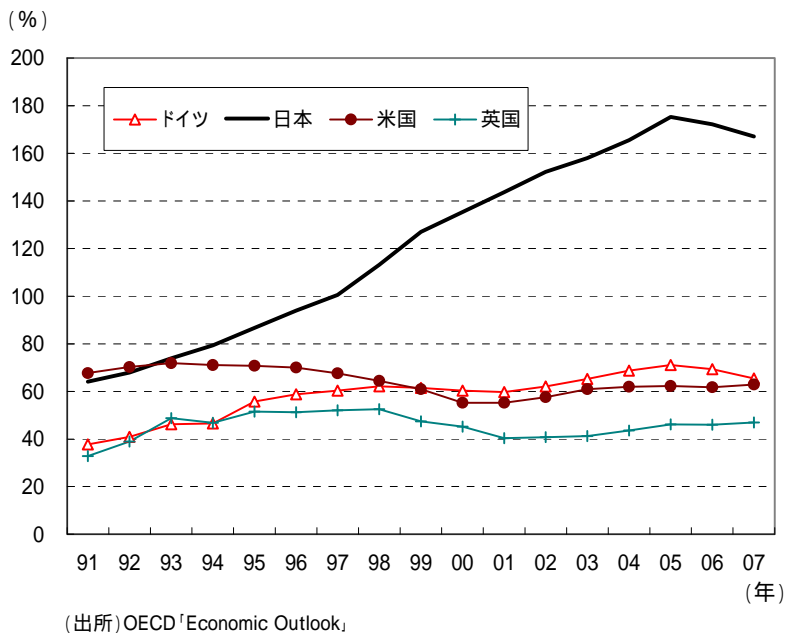
長期金利の0.9%ポイントの上昇で一般政府の支払利息は単純計算で年間8兆円程度増加すると見込まれる(2007年度末の一般政府の有利子負債残高は928兆円)。過去の低金利時代に発行した債券は満期が来た時点で高い金利の債券に置き換わるので実際の利息支払いは数年かけて増加するのだが、仮に置き換わるのに6年(普通国債の平均残存期間が6年程度であることから類推)かかるとすれば、年間平均1.3兆円ずつ支払利息が増加することになる。税金や保険料などの収入が年間0.6兆円しか増えない一方で年金や医療などの支出が年間2.3兆円も増加し、毎年の赤字額が1.7兆円ずつ膨らむ体質となっている日本の財政にとって、この1.3兆円の支払利息増加のインパクトは大きい。

悪い金利上昇がもたらす支払利息の増加は、それ自体が財政収支を悪化させ金利の水準をさらに引き上げる要因となる。また、税金や社会保険料などの収入の増強、社会保障給

付や公共投資などの支出の抑制といった財政再建に向けた取り組みの効果を減殺することにもなる。赤字の累積で政府の金融負債残高が突出して多い日本は、わずかな金利上昇に対して脆弱な財政構造となっており、金利上昇がもたらす悪影響が先進国の中でもっとも大きいといえる（図表 12）。悪い金利上昇が顕在化してからは財政再建はより困難になる。険しい道であっても財政再建に向けた取り組みに早急に着手することが政府には強く求められる。

（鶴田 零）

図表 12．主な国の一般政府の金融負債残高（名目 GDP 比）



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一した見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当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。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。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、弊社までご連絡下さい。