



三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部長
中塚 伸幸

市場は財政赤字を見逃さない

◆長期金利は本来、財政状況を反映する

財政赤字が拡大すれば国債発行額が増え、金利に上昇圧力がかかる。それが債券市場のシンプルな需給バランスだ。ただ、日本はGDPの2倍を超す政府債務を抱え、かつ、毎年多額の財政赤字で国債発行額を増加させながらも、長期金利は低い水準が続いてきた。日銀が異次元緩和政策のもとで大量に国債を購入して金利を抑えてきたからである。

しかし昨年以降、日銀は政策を転換し、正常化を進めている。このため長期金利の指標である10年国債の金利は緩やかながらも上昇傾向にある。長期金利は、政策金利に連動する短期の金利に、将来のさまざまなリスクの反映である「タームプレミアム」を上乗せしたものとされるが、前者の政策金利が予想インフレ率の高まりを背景に引き上げられていることに加えて、後者のタームプレミアムについても、債券市場の需給（すなわち財政の状況）や米国の通商政策の不確実性などを織り込んで徐々に拡大しているのが現状だ。

◆米国では債券市場による警告が顕著

米国の債券市場をみると、こちらは将来リスクをより敏感に反映して、タームプレミアムが大きく動いている。4月上旬にトランプ大統領が「相互関税」を発表した際は、これによる経済の混乱を嫌って米国債が売られ、金利が急騰した。想定を超える金利の上昇に衝撃を受けて、政権は「相互関税」の発動直後に90日間停止へと方向転換せざるを得なくなった。債券市場による警告が政策の見直しを促したといえる。

さらに足もとでは財政赤字への懸念が長期金利を押し上げる要因となっている。トランプ政権は現在、一期目の2017年に導入し、今年末で期限を迎える減税策を恒久措置とすることを柱とした財政法案の成立を目指している。期限切れとなる予定だった減税を継続するのでその分、歳入は減少し、さらに新たな減税策も追加される。このため、その財源として、低所得者向け公的医療保険の縮小などの歳出削減策も盛り込んではい

るが、それでも財政赤字の拡大は避けられず、債券市場はこの点に懸念を示している。「相互関税」発表後に上昇した長期金利は、90 日間の停止措置を好感していったんは低下したが、足もとでは再び上昇に転じている。

◆消費税減税は必要か

日本でも、参議院選挙を前にして、消費税減税の議論が高まっている。ただ、日本の場合は、こうした財政の動向が債券市場に与えるインパクトは限られ、米国ほど顕著な動きにはなっていない。しかし、将来的には油断は禁物だ。

消費税による税収は今年度の政府予算で 25 兆円を見込み、地方の消費税収も含めると合計で 30 兆円を超す。仮に、税率を 10%から 5%に減税した場合は 15 兆円の減収になり、また食品の税率をゼロにした場合は 5 兆円の減収になる。一方で、政府の社会保障支出は 38 兆円にのぼり、今後も拡大が続く。消費税はそれを支えるきわめて重要な税収であり、代替財源がなければ減税で財政収支は悪化する。期限を区切って減税したとして、それを元に戻せる保証はない。期間限定だったはずのトランプ政権一期目の減税が恒久化されようとしていることから、その難しさはうかがえる。

ただし、米国はそれでも、歳出カットなど財源を確保しようとする姿勢は見せている。こうした財政規律への一定の感度は日本も見習ったほうがよい。金利水準が高い米国では、すでに利払い費が防衛費を上回る事態になっており、財政赤字が金利を上昇させ、利払い増加で赤字がさらに膨らむという悪循環への警戒感も強い。債券市場がバランスーとしてそれなりの役割を果たしている。日本においても、金融正常化が進むなかで、債券市場がいつまでも財政赤字に寛容であるわけではないことを肝に銘じておくべきだろう。

～ 調査部発表の経済レポートはこちら ～
<https://www.murc.jp/library/economyresearch/>

本情報の無断複写複製（コピー）は、特定の場合（許可をとった公知の事実）を除き著作者・当社の権利侵害になります。本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。意見・予測等は資料作成時点での判断で、今後予告なしに変更されることがあります。【三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング】