

リサーチ TODAY

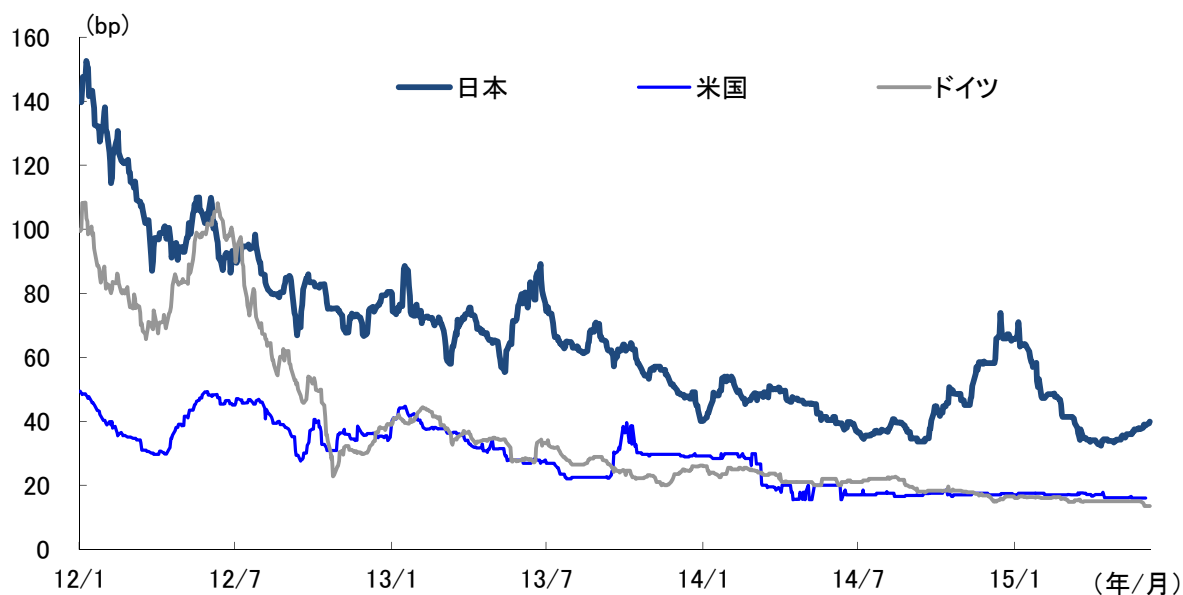
2015年6月18日

PB 黒字化未達でも国債暴落はないが良い金利上昇はある

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表は日本国債のCDSプレミアムの推移を示したものである。その水準は2009年頃までは欧米と同等の水準にあったものの、2011年3月の東日本大震災以降は、欧米より高めとなっている。このところ日本のCDSプレミアムに若干上昇の気配はあるが、基本的には落ち着いた水準にある。昨年末に、消費税率引上げが2017年4月まで先送りされたので、財政規律への不安からCDSプレミアムがもっと上昇してもおかしくないが、現実には財政への不安が市場では話題になりにくい。これは今日、日銀が月次発行量を超えるほどの国債購入を行い、国債市場が市場機能を半ば喪失した「官製相場」になっているためだろう。日本の経常収支のマイナス転落不安が後退したため、財政規律への不安は残存するものの、日本国債の暴落につながる「悪い金利上昇」は生じにくくなった。今後の課題は、むしろ日銀が出口に向かうときに不可避免的に生じうる「良い金利上昇」にいかに向き合うかであろう。

■図表：CDSプレミアム推移



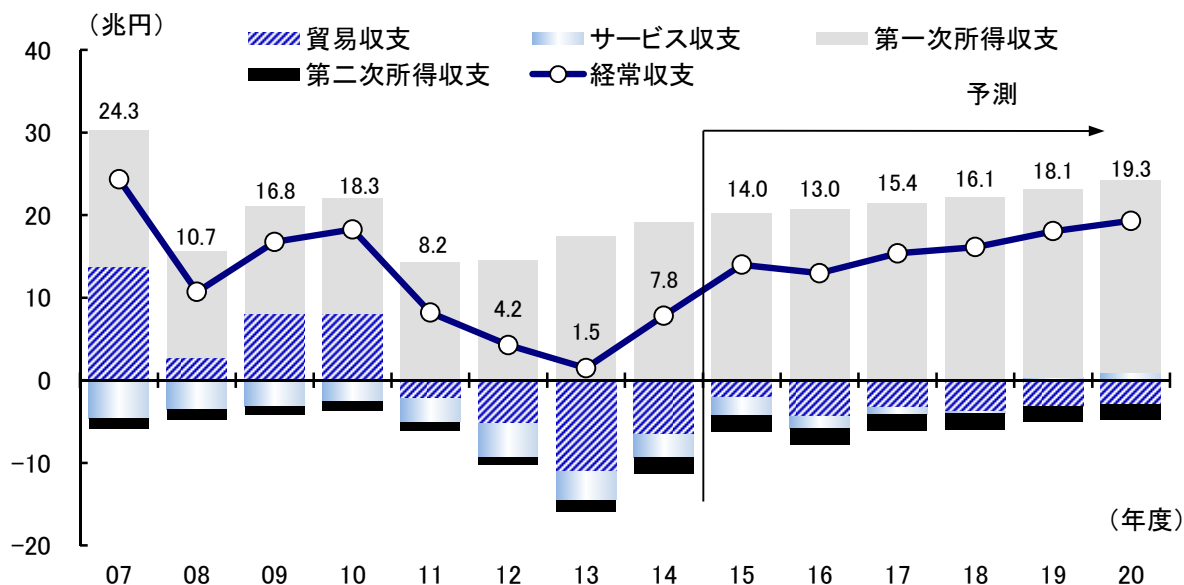
(注) 5年物 CDS

(資料) Datastream

日本はGDP債務比率でみた財政赤字の水準が世界最悪にもかかわらず、経常黒字国として国内で資金調達が完結できることが、国債市場の安定を支える大きな要因だ。日本は高水準の外貨準備を抱えるので、経常赤字でもその赤字を外貨準備の取り崩しでまかなうことができるが、国債市場の安定は持続的な調達力への信認による。日本について、経常赤字が定着し、海外に資金調達を依存することが前提との認識が市場に定着すれば、少なくともその調達にはプレミアムが付き、今日のような極端な低金利は維持でき

ない。下記の図表は当社の経常収支の見通しだが、2014年度以降、改善基調に戻ったことは低金利維持の決定的に大きい要因だ。

■図表：日本の経常収支の見通し



(注) グラフ中の数値は経常収支黒字額。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」等よりみずほ総合研究所作成

日本の国債を巡る環境について長らく筆者は、日本に「家」としての債務はないが、同じ「家」のなかで、「お父さん」が「お母さん」からお金を借りているようなものだとした。ここで「お母さん」は「お父さん」の完全な債務返済までを望むものではないが、「最低限の愛の証」としてせめて「返済に向けた素振り」、「姿勢」を財政規律で見せることを望んでいるとした。その最低限の信認、「市場への愛」の観点からも、政治的に決断されている2017年4月の税率引上げは、最低限必要なことというのが筆者の基本的認識だ。国債が暴落しないているのは、以下のような日本の国債や政府に国民が抱く暗黙裡の信認に依存する。

政府は2020年のプライマリーバランス(PB)黒字化を目標に掲げているが、その実現は容易ではない。それでは、2020年のPB黒字化が実現できないと国債暴落になるかという、必ずしもそうでもないだろう。これまでも赤字拡大でも国債暴落にならなかったのだから、2020年にPB黒字化が実現できないだけで国債が暴落することもない。ただし、PB黒字化を志向するとする政府の一貫した「姿勢」を市場は評価していることから、安易にその旗を降ろすべきでないだろう。日本のように国内でファイナンスができる状況においては、極論すれば、国債の償還をする必要はなく、常に借り換えができればいい。市場で安定が保たれてきたのは、財政の余力への期待、財政の「姿勢」への期待があるからだ。今後は「麻醉」がかかった金融市場の「麻醉」が解かれるタイミングが問題になる。それは、アベノミクスの進展により企業が前向きに転じた時で、「手術」がうまくいった時である。その時には、「良い金利上昇」にいかに対処するかが課題になる。今後の数年間はそうした避けて通れないシナリオを視野に含める必要があるだろう。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。