

2011年の貿易収支（通関ベース）は大震災によるサプライチェーンの寸断や原発事故による原油輸入増加に加え、世界経済の減速もあり1980年以來31年ぶりの赤字となった。また、円高や原発事故による電力供給不安等を背景に国内製造業の海外移転が加速することで経常収支が赤字に転じるとの見方が一部にあり、これまで国債の安定消化に寄与してきた民間部門の貯蓄減少による財政リスクの拡大が懸念されている（図1）。このため、ギリシャをはじめとした欧州重債務国と同様に、日本の長期金利も上昇するのでは、との懸念が台頭していることから、以下では、日本国債を取り巻く環境を振り返ることで先行きの長期金利の行方を考察する。

長期金利は期待成長率と期待インフレ率及びリスクプレミアム（≒債務不履行リスク）で決定されるが、まず初めにリスクプレミアム要因について検証する。

リスクプレミアム（≒債務不履行リスク）要因は「資金繰り」リスクと「支払い」リスクで構成される。

前者の「資金繰り能力」は経常収支と対外純資産の関係で確認できる。図2は縦軸に経常収支対GDP比率、横軸に対外純資産対GDP比率をとり、各国をプロットしたものである。国際収支の発展段階説によれば、南欧のような「2、成熟した債務国」に位置する国は、対外純債務でかつ国内資金が不足している結果、国債の新規発行や元利金支払いのファイナンスは海外資金に依存している。このため、資金繰りリスクが顕在化したギリシャ、ポルトガル等では11年以降、長期金利が上昇している。一方、日本は、経常収支が黒字でかつ対外純資産を膨大に抱える「5、成熟した債権国」に位置している。このため、交易条件の悪化（円高や原発エネルギー代替コストの上昇）や世界経済低迷（外需減速）、海外移転の進展（海外生産比率上昇）等の悪材料が重なり経常収支が赤字に転落した場合でも、対外純資産の取り崩しによって財政ファイナンスが可能であり、日本の「資金繰り」リスクが短期的に表面化する確度は極めて低いものといえる。

また、後者の「支払い能力」は、将来の租税収入に依存する。図3を見ると、日本の純債務比率は110%程度と先進国内で高水準で

ある一方、負債の返済原資となる国民負担率（租税負担率と社会保障費率の合計）は40%程度と国際的に低く、将来的な増税余地の大きさが支払い能力に対する懸念を軽減しているといえよう（図3）。そこで支払い能力の懸念を払拭するために、どの程度の増税が必要か、以下では簡単に試算する。まず、日本の政府純債務比率をAAA格付けの英国・ドイツ並みまでに引き下げることを目標とすると、政府純債務比率を50%程度引き下げる必要がある。消費税率10%の引き上げは政府純債務比率を1年間5%程度削減することに相当することから、消費税率を欧州主要国と同程度の15%へ引き上げれば、日本の政府純債務比率は10年程度で欧州主要国並まで低下する。1月に閣議報告された「社会保障・税一体改革素案」によれば、消費税率は現行の5%から14年4月に8%、15年10月に10%へ引き上げられる予定である。消費税率引き上げが実現した場合、英国・ドイツ等AAA格付の財務水準までには至らないものの、日本の支払い能力を改善させ、市場の「支払い能力」に対する懸念を払拭することに繋がる。

以上より、市場の一部で懸念されているリスクプレミアム拡大による長期金利の上昇シナリオは実現性に乏しいといえる。

また、リスクプレミアムの縮小に資する消費税率引き上げの経済への影響も考慮する必要がある。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデルによれば、消費税率を（現行の5%から8%へ）引き上げた場合、実質可処分所得の減少を通じ実質GDPは減少する（1年目0.45%、2年目1.05%縮小）。

したがって、消費税率の引き上げによる内需縮小はデフレギャップを拡大させることで、今後5年間の我が国の名目経済成長率見通し1.0%（内閣府の企業行動に関するアンケート調査）を更に押下げることになる。その結果、長期金利の構成要因である期待成長率や期待インフレ率の重石となり、長期金利の上昇を限定的なものにする。

ただ、上記で確認してきたように、リスクプレミアムの縮小や、期待成長率、期待インフレ率低下の主要因は、政局に左右される消費税率引き上げである。したがって、長期金利動向を見渡す上で、消費税法案を巡る与野党の攻防に注目したい。

（2012年2月16日記）

図1：経常収支の推移

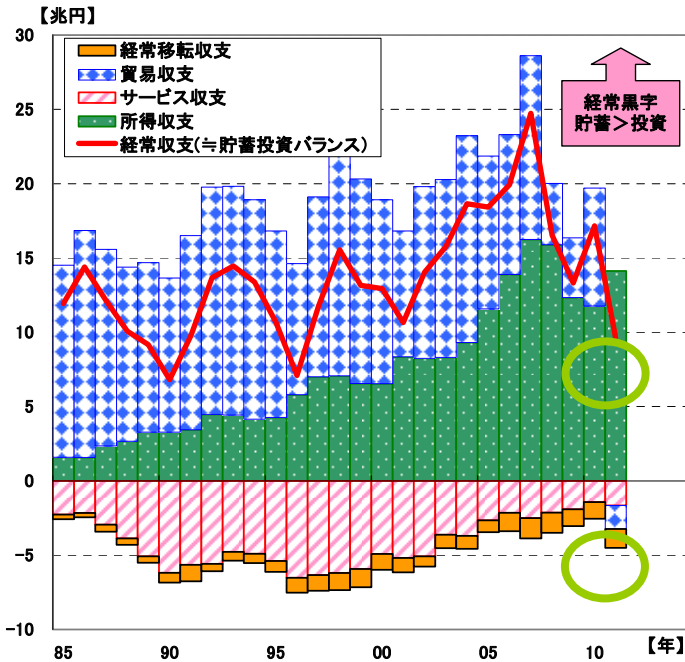
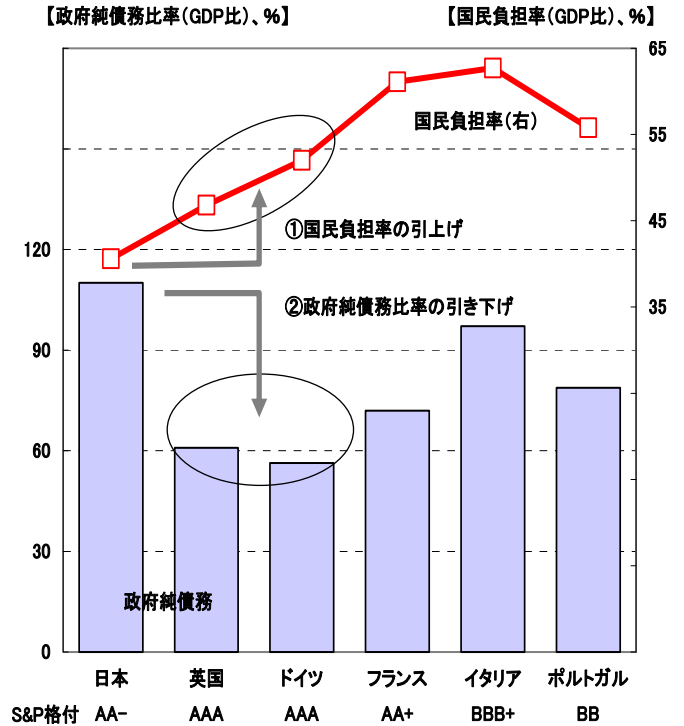


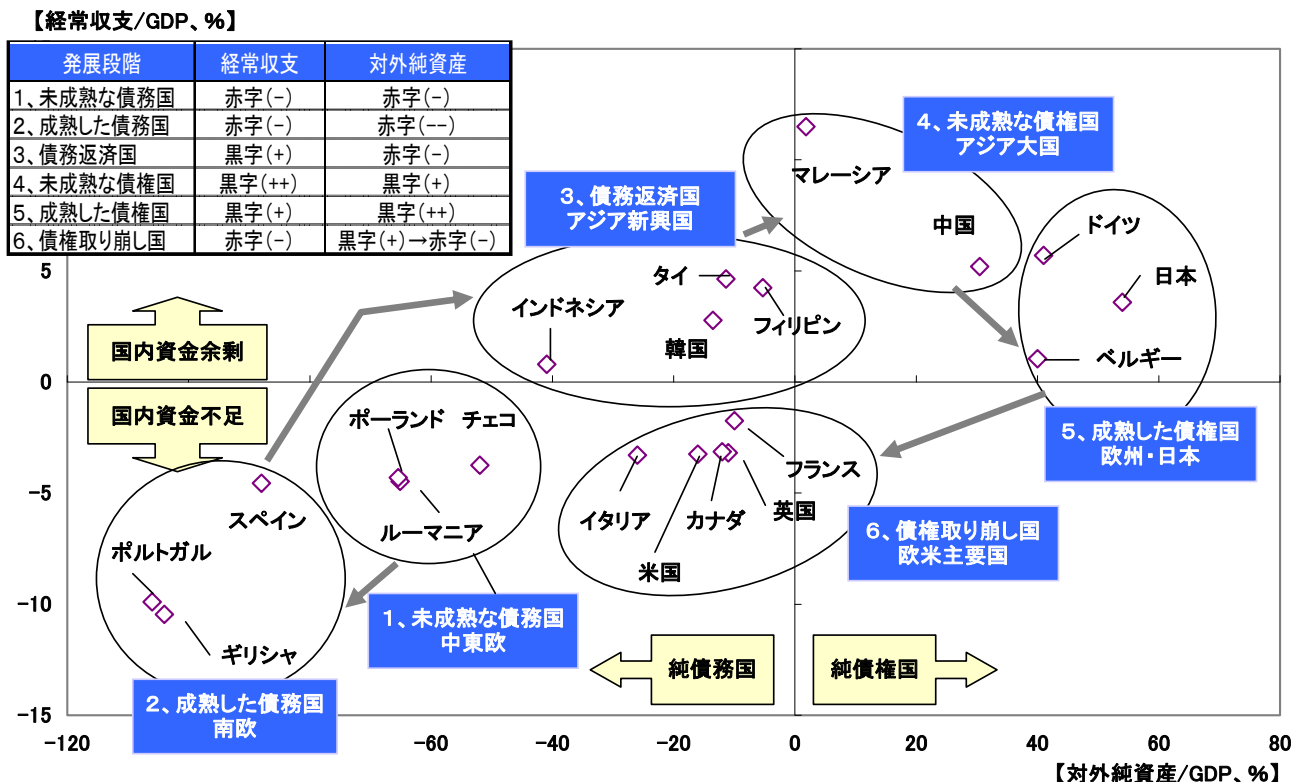
図3：政府純債務比率と国民負担率



出所：EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

出所：Bloomberg、財務省、OECD より三菱UFJ信託銀行作成

図2：経常収支と対外純資産



出所：IMF より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）