

膨らむ財政赤字と金利上昇懸念

経済調査部 鳶峰 義清

急増が見込まれる財政赤字

世界的な景気の急失速を受けて、各国政府は財政出動による景気対策を充実させている。その規模は国によってまちまちではあるものの、相応の景気押し上げ効果が期待される。

一方で、景気対策によって各国の財政状況は大幅に悪化することが避けられない情勢だ。米予算教書によれば、2009 財政年度（2008 年 10 月～2009 年 9 月）の米連邦政府の赤字は、およそ 1 兆 7 千億ドル、GDP 比で 12.3%もの戦後最大となる単年度赤字の計上が見込まれている。日本でも、昨年度の二度にわたる補正予算で計上された景気対策を加え、GDP 比で 2%を上回る規模の景気対策が策定されている。2009 年度の国債の新規発行額は 44 兆円、GDP 比では 9%を超える見込みで、米国ほどではないにせよ過去最高規模の赤字が見込まれる。

これまでは国債の消化に大きな問題なし

財政赤字の拡大が直接影響を及ぼすのが債券相場だ。日米の債券利回りを見ると、昨年 12 月を底にいずれも上昇に転じている。しかし、金利上昇の背景には、金融市場の混乱沈静化に伴う投資家のリスク許容度の回復と（安全性の高い国債から、株などのリスク性資産への資金フローに伴う金利上昇）、景気回復期待が挙げられる。実際の財政悪化の影響は、国債の入札状況を見ることで確認できる。財政赤字額は、そのまま新規の国債発行の増加に繋がるためだ。この点に関しては、少なくとも日米では極端に国債の入札が悪化したことは今のところ確認できない。ただし、イギリスでは 40 年物国債の入札で札割れ（落札額が入札額に達しないこと）が生じた。

これまでのところ、大半の国で国債の需給が崩れるような事態は生じていないものの、将来

についても問題が生じない——とは言い切れないようだ。

問われる財政効果

一時的に国債の発行が急増しても、投資対象として魅力的なものであれば、市場で消化される。しかし、景気が回復すれば投資家のリスク許容度が上がるため、国債の利回りもある程度上昇しないと魅力が薄らぎ、買い手不足によって債券需給が悪化、金利が予想以上に上昇してしまうリスクが出てくる。そうなれば、回復し始めた景気が再び失速しかねない。こうした事態を避けるためには、各国中央銀行の非伝統的な緩和措置、すなわち国債の買い入れ継続や、低金利政策の継続などが必要となろう。

ただし、これは短期的な解決策にすぎない。より長期的には、大幅に悪化した財政状況が、再び改善するかどうか問われることになる。すなわち、財政改善が見込まれないようだと、国債発行は増え続ける（財政赤字の発散）リスクが高まる。そうなると、国家財政の破綻が意識され、国債を買おうとする投資家が出てこなくなり、金利が急騰する恐れも出てくる。

こうした事態を避けるためには、足元で採られた景気対策が効果を上げ、景気が回復軌道に乗り、税収の増加によって財政赤字が抑制しやすくなる環境を作り出すことが必要となる。

こうした長期的なリスクを見極められるのは未だ先のことではあるが、各国で採られている景気対策は、概ね来年中にはその効果が切れる。したがって、1 年を経て景気が十分に回復してこないようだと、財政状況の更なる悪化を背景に、金利に財政破綻リスクというリスクプレミアムが付加されることになろう。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）