

国債残高伸びが13年振りの急低下

発表日：8月29日(火)

～プライマリーバランス黒字化の前に元本返済が進む～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

通念として、プライマリーバランスの赤字を解消しなければ、国債残高を大きく減らせないという思い込みがある。しかし、データを確認すると、国債・FB残高は伸び率が3.8%まで鈍化(普通国債の伸び率4.7%)し、10年債残高はあと一步で至上初のマイナスに転じようとしている。これは、準備金12兆円の取り崩しと税収見通しの上振れという追い風が吹いたことによる。国債残高の将来見通しも、あと僅かの努力で名目成長率の範囲に残高増加率を抑え込めるチャンスが見えてきた。

長期国債残高は過去最低の伸び率

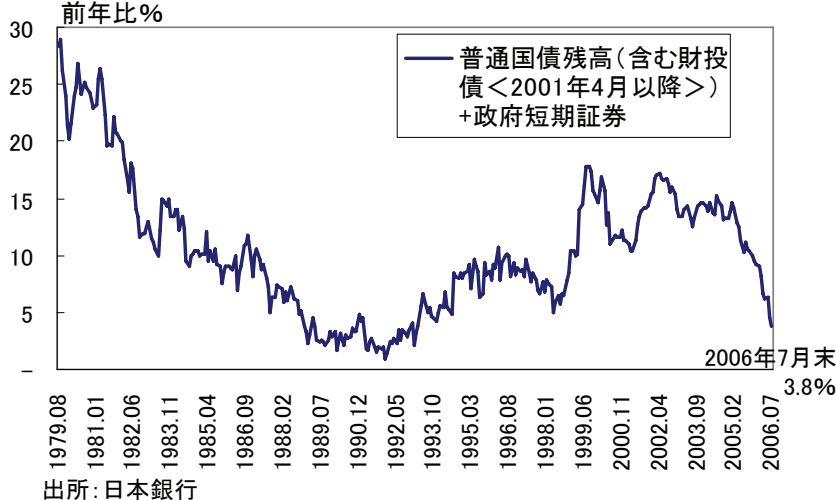
国債発行残高は、当面、増加トレンドが続くと信じられている。ところが、日銀統計では、普通国債(含む財投債)と政府短期証券(FB)を合計した残高をみると、直近の2006年7月末の残高の伸び率が急低下し、前年比3.8%とおよそ13年半振り(1993年2月以来)の低さになっている(図表1)。普通国債残高は前年比4.7%であり、長期国債*に至っては前年比0.2%と統計の遡及可能な1979年以来過去最低の伸び率にまで低下した(図表2)。

※日銀統計の区分では、長期債は10年債と6年債が該当。ただし、6年債の発行は2000年を最後に行われていない。現在、長期債残高を構成するのはすべて10年国債(財投債、個人向け国債<変動金利分>、物価連動債を含む)である。

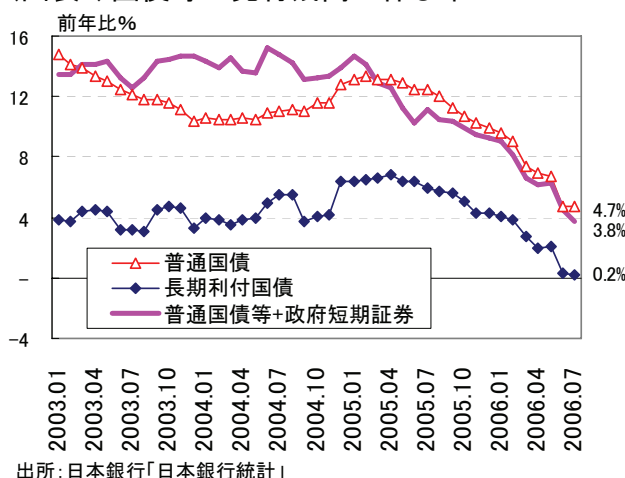
多くの人は、2011年度のプライマリー・バランス(基礎的収支、以下PBと略す)に均衡するまでは、元本部分の削減が無理**であり、残高の増加率は大きく鈍化しないと信じ込んでいる。2006年度のPB赤字は当初計画で△11.2兆円であり、2005年度決算の△12.5兆円よりも僅かしか減少しない計画である(図表3)。経済財政諮問会議の議論では、PBが均衡しても金利上昇によって残高が増加する可能性もあるので、将来必要とされる増税幅はPB赤字よりも大きくなると考えられてきた。

今、自民党総裁選を前にポスト小泉候補の財政運営に関する見解の相違も、歳出削減によって増税は極力回避できるという見方と、将来の金利上昇リスクを勘案して消費税率を引き上げていくべきだとする見方に分かれている。今、国債残高が大きく鈍化していることは、将来の財政再建論議に一石を投じることになりそうだ。

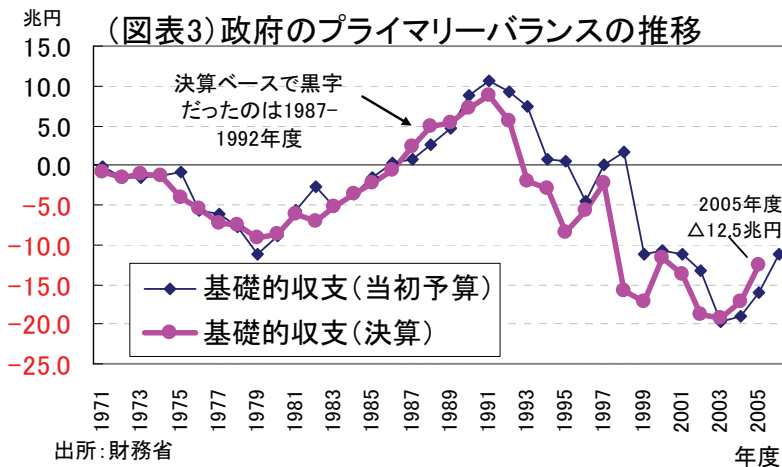
(図表1) 普通国債(財投債を含む)+FBの残高伸び率
前年比%



(図表2) 国債等の発行残高の伸び率
前年比%



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



※※プライマリーバランスとは、財政赤字から国債費を差し引いたもの。財政赤字を国債費の水準まで減らしたときPBは均衡する。このとき、新規国債発行額は、利払費の借り換えのレベルまで引き下がり、国債発行残高の伸び率は利払費の増加ペースまで低下する。

PB=財政赤字-国債費
 =新規国債発行額-国債返済額-利払費
 =国債純増額-利払費

PB=0 の場合

利払費=国債純増額

PBの均衡は、借金の利息分だけ国債発行で賄っている状態になるので、債務が自己増殖しなくなり、緩やかな債務持続性の条件を満たしたことになる。

準備金の取り崩しと税収増加

では、なぜ国債・FB発行残高の伸び率はここにきて大きく鈍化しているのか。最も大きいのは、財政投融资資金特別会計の準備金23.7兆円のうち半分の12兆円を、一般会計の償還原資として国債整理基金に繰り入れ、定率繰入を含めて2006年度の償還額を20.45兆円にしたことが大きい。準備金23.7兆円は、日銀の超低金利政策の影響もあって、財投特会内に過去から金利上昇に備えて計上していた額が節約されて積み上がったものだ(2004年度末20.3兆円→2005年度23.7兆円)。2006年度のPB赤字が△11.2兆円だったので、12兆円の準備金取り崩しがあると、形式上、PB黒字化されたと同じ状況になる。つまり、国債の元本返済が1992年度以来進むのである。

また、債務圧縮には、税収が計画を上振れたことの寄与もある。2005年度の一般会計の税収は、当初予算ベースでは44.0兆円であったが、決算段階では49.1兆円まで改善している(図表4)。年度内に+5.1兆円の税収増があったことは、政府が資金繰りのために発行しているFB発行環境に影響したと考えられる。例えば、2006年6月は前年度の法人税収が入ってくるタイミングであるが、その直後の2006年7月のFB償還額は43.0兆円と過去最高を記録し、FB発行残高の伸び率を前年比△2.2%減少させている(図表5)。中長期債の償還は3・6・9・12月と季節的に集中するが、2005年度下期は長期・中期債がともに償還額が増え、2006年6月の償還額の規模は過去最大になった。このまま9月に大量償還を迎えると、10年債は至上初めて残高がマイナスに転じる可能性がある。

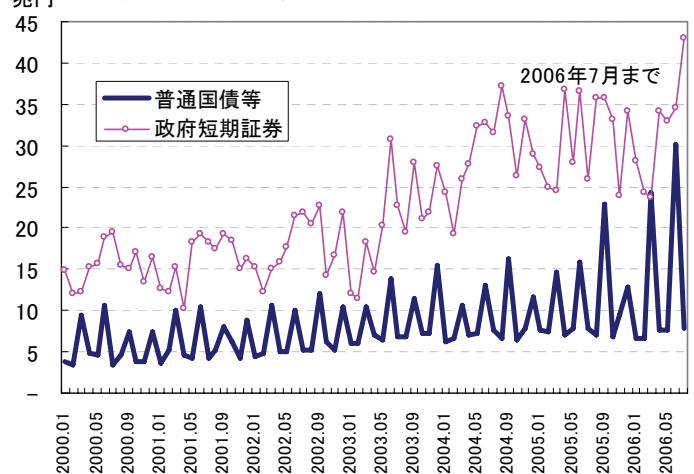
なお、2006年度の税収見通しは、当初予算ベースで45.9兆円であり、前年度決算49.1兆円を大きく下回っている。2006年度の税収が前年並みを確保できただけで3兆円前後の増収が見込まれる。この効果は2006年度のPB赤字△11.2兆円を△8兆円前後にまで縮減させると見込まれる。

(図表4) 税収の推移

年度	税収(当初予算)	税収(決算)	年間修正額
1997	57.8	53.9	-3.9
1998	58.5	49.4	-9.1
1999	47.1	47.2	0.1
2000	48.7	50.7	2.1
2001	50.7	47.9	-2.8
2002	46.8	43.8	-3.0
2003	41.8	43.3	1.5
2004	41.7	45.6	3.8
2005	44.0	49.1	5.1
2006	45.9		

A B =B-A

(図表5) 普通国債と政府短期証券の償還額



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

国債管理政策の意義

2006年度に国債の償還財源を、財投特会からうまく捻出できたが、こうした離れ業は何回も期待できる訳ではない※※※。増してや、これで将来の増税が全く要らなくなったとか、財政危機が去ったと早合点するのはよろしくない。

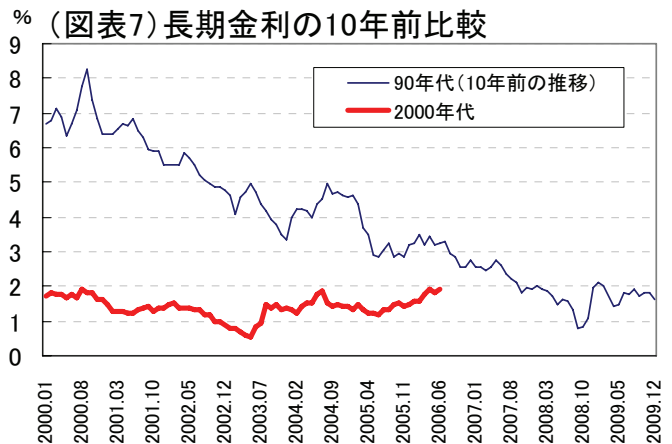
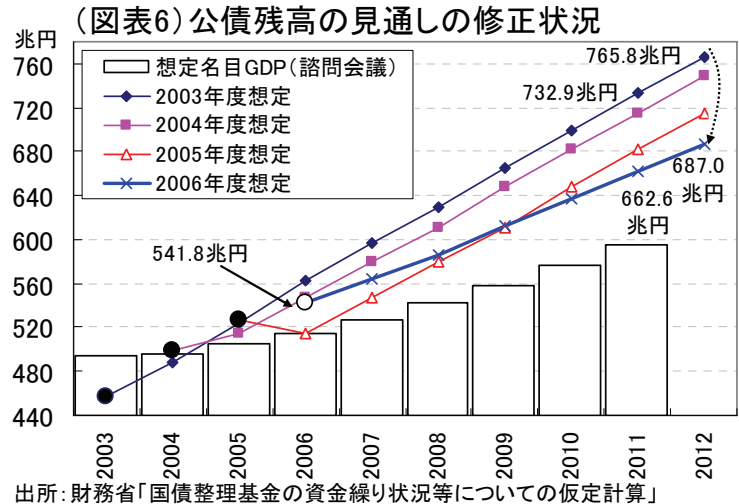
とはいえ、将来の国債残高の累増をかなり効果的に抑えたことは確かである。例えば、財務省は「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」として、先行き14年間の公債残高の展望を毎年リバイスしているが、その経年変化をみると2006年の改定分では過去の見通しに比べて大幅に公債残高を下方修正させている（図表6）。

2011年度末の公債残高は、662.2兆円とその時点の名目GDPの1.11倍にまで債務負担が抑えられる見通しになっている。債務管理の考え方として、名目成長率の範囲内に公債残高の伸び率を抑え込めば、公債の対名目GDPは低下するので、そこで債務の持続性維持の条件が確保されたとみなすことができる。2008～2011年度の見通しでは、公債残高の伸び率が4%前後に対して名目成長率は3%強と、あと僅かな成長加速で持続性の条件が達成されるまでできている。

中長期的な視野でみると、2006年度に元本部分の増勢を一時的に止めたことで、国債管理政策の意義が高まったと認識する方がよい。仮に、元本部分が大幅に拡大しているときはいくら国債管理に力を尽くしたところで焼け石に水になる。今は、ボリュームの拡大が一服しているからこそ、国債発行の期間構成を思い切って変化させることができる。

折りしも、金利はこれから上昇局面を迎えると予想される。また、過去10年間で金利水準が低下してきた効果は剥落し、今後は金利負担の増加を免れられない局面にも差し掛かっている（図表7）。すでに、利払費の金額は2005年度から増加に転じている。そうした中では、国債管理政策は、金融資産の取り崩しや保有資産売却を通じて債務圧縮を進める余地を探りつつ、償還期限の長い債券発行を増やすデュレーション長期化の戦略が望ましい。この点については、すでに政府は2005年度から20・30年債発行を増やし、国債の平均償還年限は7年0か月（2006年度計画）と長期化させる構えを採っている。政府が過度の楽観に流されずに、財政再建に取り組む姿勢を堅持し続ければ、財政リスクは低減していくだろう。当面は、財務省の国債管理政策の手腕が試されると言えそうだ。

※※※政府債務のうち、FB発行残高が肥大化した背景には、2003年の為替介入の資金をFB発行で賄ったことがある。この部分の債務削減を大きく進めるにはバランスシートの資産側にある外貨準備を売却しなくてはならない。しかし、そうした反対売買がなかなかできないので、FB残高の早急な圧縮は見込みづらい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。