

## 政府債務残高は1,000兆円に接近

発表日：2012年9月13日（木）

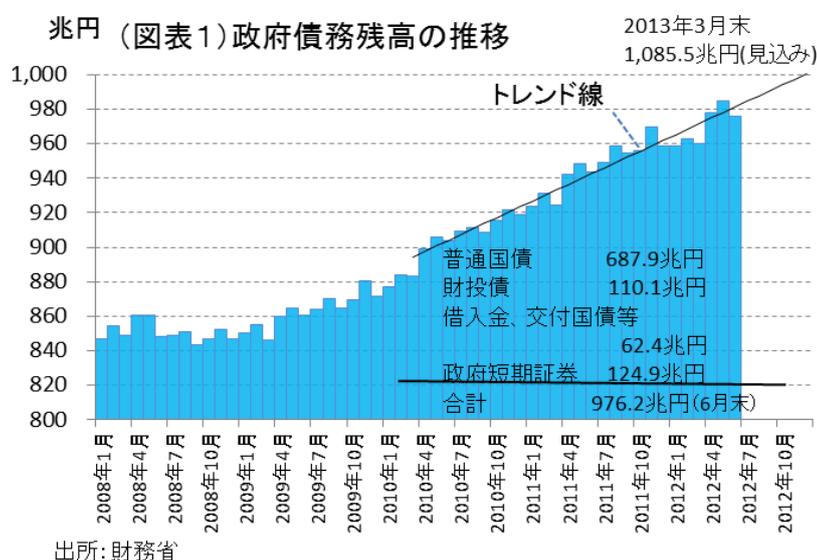
～国内銀行資金による吸収は永遠に続くのか～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

政府債務残高は、6月末時点で976兆円と大台の一步手前にやってきている。筆者は、債務規模だけで危険だと即断すべきではないと考える。むしろ、今後、債務コントロールの努力がうまく成功を続けられるかどうかにかかっているとみる。国債消化の側からみれば、国内銀行の国債購入の持続性が鍵になろう。先行きの懸念材料は、2013年からの公的年金改革で報酬比例部分の支給開始年齢が引き上げられて、家計貯蓄率が低下することである。

### 管理された政府債務

政府債務残高<sup>\*</sup>は、2012年6月末時点で976.2兆円と、1千兆円の大台を超えることが目前に迫っている。政府の年度末見込みでは、2013年3月末には1,085.5兆円をその大台を超える見通しである（図表1）。政府債務残高が膨らむと、「高所恐怖症」に陥りそうだが、国債発行の消化がうまくいけば問題ないという見方もある。確かに、残高よりも、残高の増加ペースが、税収や名目経済成長ペースを上回り続けられないことが重要である。そうしたマクロ環境の下、発行市場における需給バランスを崩さずに安定消化可能できるかどうかが問われる。



<sup>\*</sup>政府債務には様々な区分がある。政府＝中央政府ないし国として、地方を加えて、国・地方とする区分もある。ここでは、地方を加えず、中央政府の分だけを政府債務とした。政府債務は、普通国債、財投債、借入金、政府短期証券（FB）などで構成されている。なお、国・地方の2012年度末の見通しは940兆円程度とやはり1千兆円の大台に接近している。

ここ数年の政府債務残高の伸び率を確認しておく、リーマンショック前の2007年から2009年までは伸び率が、ゼロないしマイナスという時期もあった（図表2）。当時は、埋蔵金を使って返済を進めることが当時は可能だった。特に、2008年度は借換債の発行が集中する時期だったので、政府は財政投融资特会の金利変動準備金を9.8兆円取り崩して、国債発行残高の圧縮を行った。金利変動準備金の扱いについては、2010年度までに多めになっている部分をすべて取り崩す方針を決めている。2012年度の方針でも、基金残高を活用して買入消却を行うことを、2011・12年度でそれぞれ3兆円程度としてい



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。

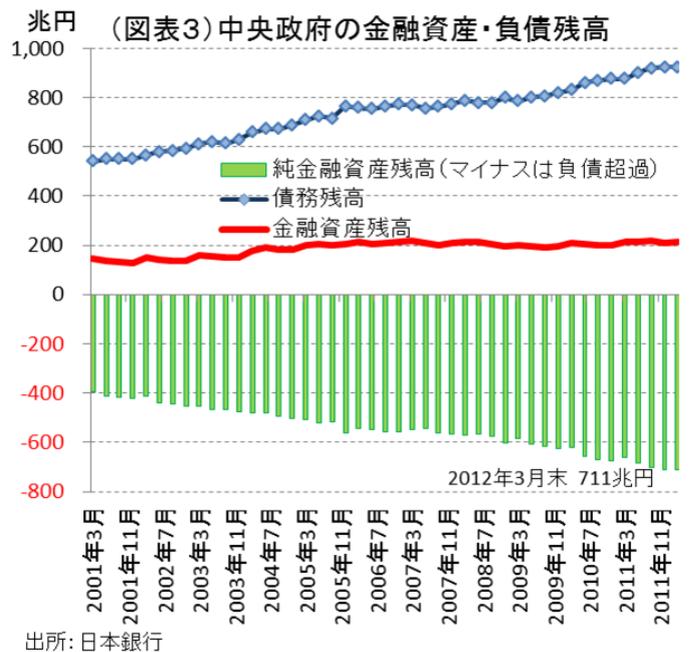
る。今後、特別会計の運用・調達の利回りのギャップから生じる資金余力が蓄積し、それが買入消却に回される扱いになったとしても、2009年以前のように政府債務残高をマイナスまで圧縮することは期待しにくいだろう。

多くの人が共通して認識しているのは、政府の財政再建が2020年初頭には政府債務の増加傾向に歯止めをかける計画である。これは、基礎的財政収支を2020年代初頭には黒字化して、政府債務の元本部分の増加に歯止めをかけられるという政府の公約である。消費税率の引き上げも、この計画に沿ったものとして捉えられている。金融関係者の多くが抱えている観測も、債務管理が行き届いた市場の下で、極めて大きな波乱を避けながら、何とか「財政の持続可能性」を保ってほしいという見方でほぼ一致している。

その点、最近の大きな波乱といえば、2011年の東日本大震災であった。事前には、復興対策のための資金調達が膨らむことが避けられず、財政再建の脅威になるという見方があった。その後、補正予算では11.6兆円の復興債発行が決まったが、前倒債の発行によって資金調達が平準化されて、需給面への影響は起きなかった。復興債の償還財源も、他の国債とは別に、復興増税で収支をバランスさせる扱いにして、財政の持続性維持を担保する工夫も加えられた。

**(参考) ネットでみた政府債務残高**

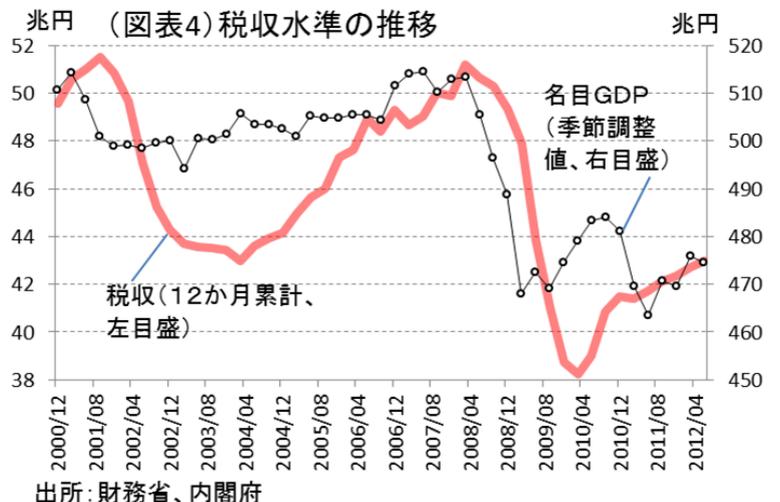
政府の債務負担は、金融資産を差し引いた純債務残高でみるべきだという指摘が頻繁に聞かれる。これは、正論である。しかし、四半期データの日本銀行「資金循環勘定」で、中央政府のネット債務残高を調べると、2012年3月末までほぼ一貫して増加しており、純債務残高でみたからと言って、特段楽観的に解釈できる根拠は見当たらない(図表3)。むしろ、金利上昇リスクに対しては、グロスの政府債務残高が問題になる。長期金利が上昇すると、長期債務残高に対して利払負担が生じる。



**負担能力と対比した政府債務**

政府債務の重みに関しては、残高を減らすという発想とは別に、返済能力を高めて凌ぐしかないという理解もある。すなわち、①日本の経済規模を膨らませ、②税収を増やし、さらに③税収の弾性値を引き上げていこうという考え方である。

まず、返済能力の源泉である税収の推移をみると、2012年7月までの累計値では対前年累計の前年比2.3%である。リーマンショック後は、堅調に税収が増えているとみることもできる(図表4)。2011年度決算(実績)の税収は44.6兆円であり、2012年度当初予算の42.4兆円の見通しを上回っている。このまま44.6兆円が前年比2.3%で推移すれば、予算の42.4兆円を計画比+3.26兆円上回るという予想もできる。ただし、リーマンショック以前は、一時、年間

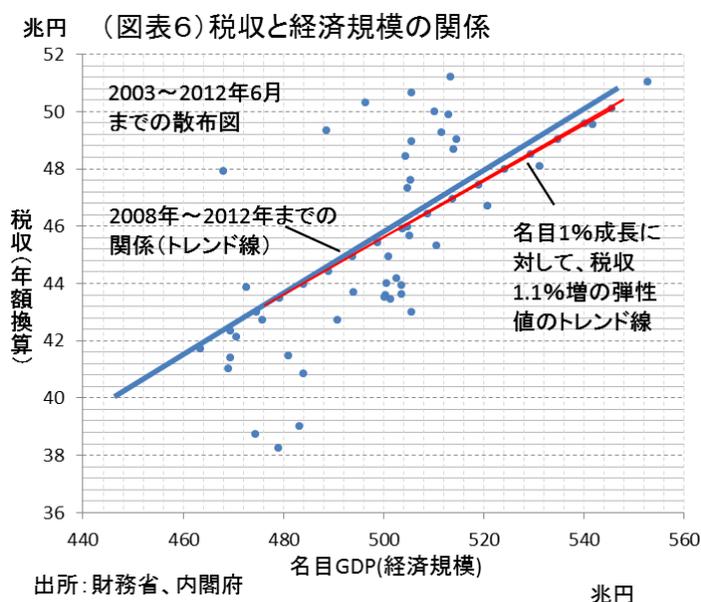
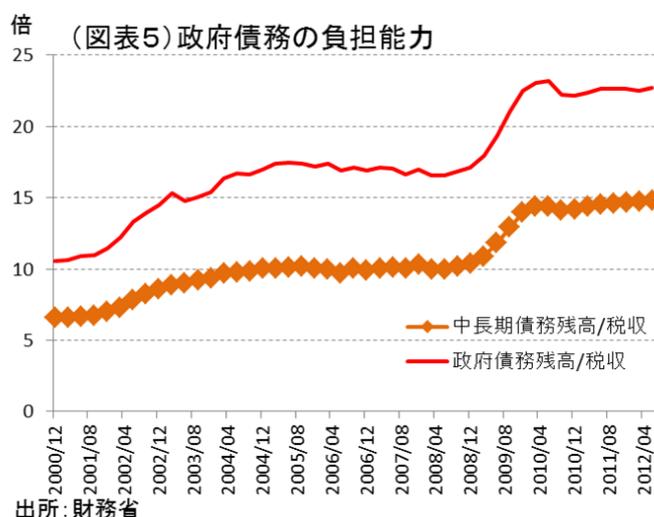


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

51兆円ペースまで税収は増えた。それに比べると、現在の税収水準はまだ回復途上にあり、以前の▲1割の低いレベルまでしか回復していないという解釈もできる。

次に、税収と政府債務の倍率で比較すると、長期債務残高/年間税収額の対比では、リーマンショック後は一旦倍率が上がったところから横ばいで推移している(図表5)。これは、2003~2008年にかけての長期債務の支払能力が、リーマンショックに伴う税収水準の低下によって落ちたまま回復していないことを示している。

税収の水準を引き上げるには、経済規模を膨らませることが不可欠である。政府は、消費税率の引き上げの前提条件として、2011~2020年度の期間において、成長率の平均が名目3%にすることを努力目標にしている。この数字が達成されれば、経済規模を膨らませるとともに、消費税以外の所得税・法人税の増収にも大きく貢献すると考えられる。税収の弾性値には、景気拡大が長期化するほど高まるような性格がある。例えば、企業収益が黒字の期間が長期化するほど繰越欠損金を抱えて法人税を支払わない企業が減っていき、法人税収が伸びやすい。所得税であれば、勤労者の所得水準が上がるほど適用される限界税率が高くなる効果が見込める。



なお、従来までの名目 GDP に対する税収の弾性値については、政府は1.1で置いている。実際にデータを調べようとしても、安定的な関係を見出せず、正確な弾性値をはじき出すことは困難であった。過去数年間は、税収も名目 GDP もプラス・マイナスの伸び率を交互に繰り返して、弾性値=税収の変化率/名目 GDP の変化率を単純に計算できないからだ。そこで、次善策として税収が弾性値1.1で増えているトレンド線と、実際の税収と名目 GDP の散布図の傾向線を比べてみた(図表6)。すると、2008~2012年のトレンドは、1.1の弾性値をごく僅かに上回るような格好になっていた。今のところ、景気情勢が不安定な中では、政府が置いている1.1の弾性値は当たらずとも遠からずの数字とみてよいだろう。

## 国債消化の主体

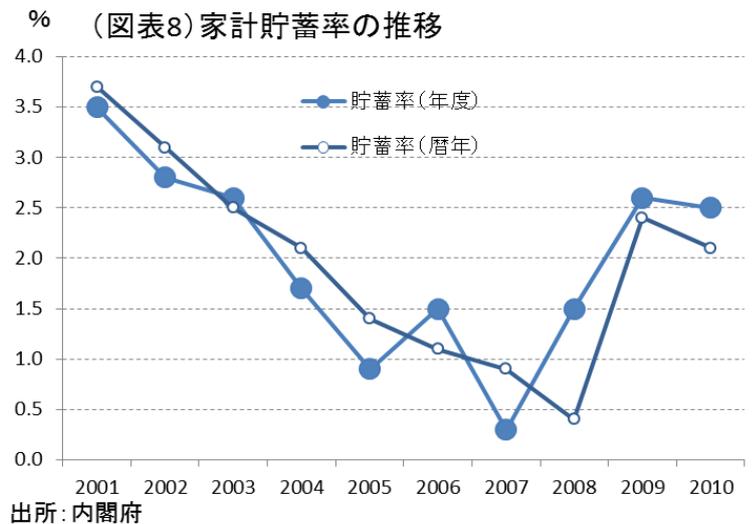
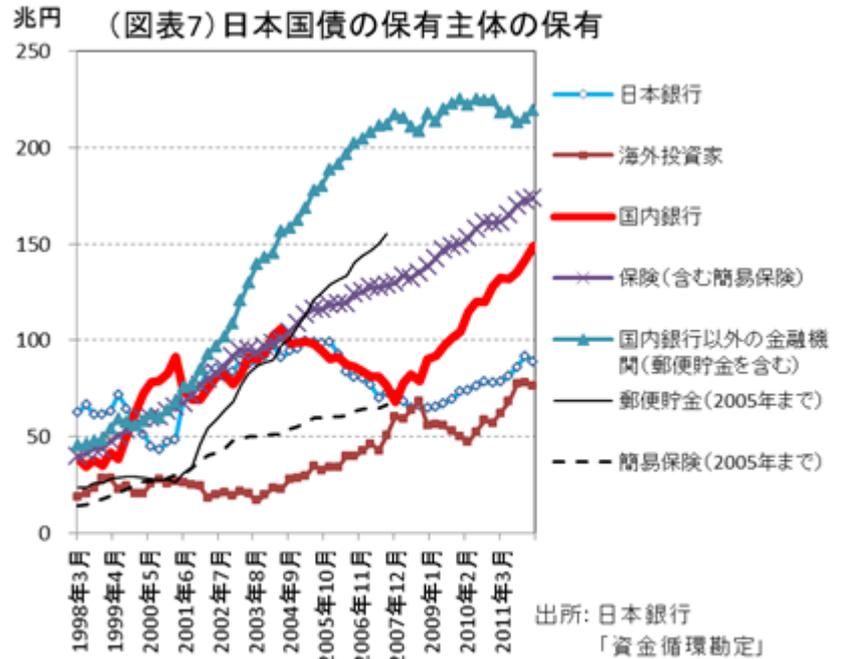
高水準の政府債務を維持し続けるには、安定的な国債消化が求められる。定期的な国債入札における順調な消化が、金利水準を安定させて、中長期的に利払費用を低減させる。これまでのところ、金融機関を中心に、日本国債の購入意欲は旺盛である。これは、国内銀行をはじめ、民間資金需要が低迷していることの裏返しとして、資金余剰が国債購入に向かっているという図式である。

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。見直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。

1998年以降の国債の主な保有主体の動向をみると、2001～2006年くらいまでは郵便貯金の保有意欲が特に強かったことが特徴的である（図表7）。それ以降は国内銀行の保有増加が目立っており、次いで日銀、保険、海外投資家の順でそれぞれに国債保有を増やしている。

今後の国債消化の中核として注目されるのは、やはり国内銀行の国債消化能力である。国内銀行は、家計から預け入れられた資金を国債消化の原資としてきた。フロー面では、家計が勤労所得などから貯蓄に回すペースが大きくなるほど、国内銀行の国債消化の能力も限界的に拡大するという構図である。

一方、最近の家計貯蓄率の動向は、一旦、2005年度・2007年度は1%を割り込むまで低くなった（図表8）。その後は、2009・2010年度になって、2%台を回復している。心配されるのは、今後、再び家計貯蓄率が低下していき、国内銀行などの資金余剰が減っていくことである。家計貯蓄率に関しては、当面、勤労者世帯は高水準を維持していけそうだと予想する一方、高齢世帯、特に高齢無職世帯の貯蓄取り崩しが貯蓄率の押し下げ要因として作用する可能性がある。2013年からは、公的年金の報酬比例部分の支給開始が60歳から65歳へと段階的に引き上げられるイベント・リスクが控えている。国内銀行の資金余剰の状態が、年金改革などで変化している可能性はしっかり注視する必要がある。「今までは大丈夫だったから将来もずっと」という発想に流されず、先行きの具体的なリスク要因をつぶさにみていくスタンスが重要だ。



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。見直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。