

財政再建のためのマイナス金利

発表日：2016年10月19日（水）

～円資金運用は長い「冬の時代」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）

9月の政策変更は、必ずしも金融機関の運用難を解消するものではないようだ。むしろ、長期金利ゼロ・ターゲットは将来の国の利払費を極力抑え込んで、国債運用のインカムゲインを乏しくさせるものになるだろう。日銀が出口を探ろうとすれば、まず長期金利ターゲットを放棄して、政府に保有国債を買入れてもらい、繰上げ償還することになる。

本当の狙いは何処？

黒田総裁の任期は2018年4月。あと残り1年半を残して、総括的な検証を行った。筆者は、そこでワールドカーブ・コントロールを打ち出した本当の狙いは、国の利払費を先々まで最小限に抑えることではないかと考えている。

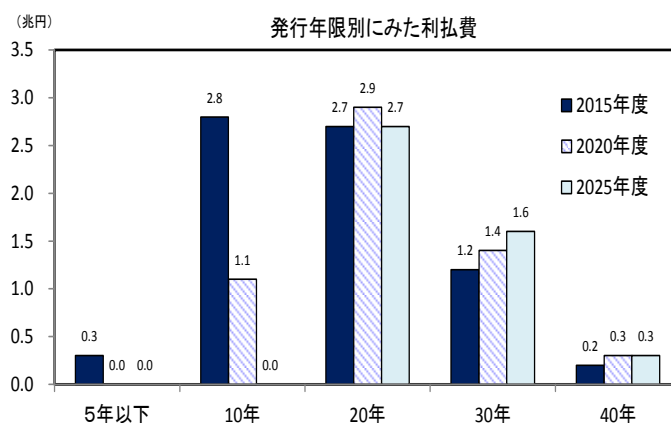
建前は、長期、超長期の金利まで下がると金融機関の体力を奪うから、長期金利を0%にする目標（金利ターゲット）を設けて、超長期金利のプラス金利を保証すると読める。しかし実際は、プラス金利の超長期国債を金融機関が一斉に買いに来るからプラス金利であっても、金利水準はかかなり低くなるだろう。

2016年度の20・30・40年債の市中消化額は、25.8兆円。その金利が平均0.5%だとすると、年間利払費は1,290億円と計算できる。この利払費は、民間金融機関の金利収入でもあるから、今後も金融機関の体力が奪われる状況は本質的に変わらない（図表1）（注1）。

2020年度の利払費は、今後の金利水準を短期・中長期をゼロ、超長期金利が現状並みと仮定すると、現在の約10兆円（2016年度予算ベース）から、5.7兆円まで減少する可能性がある。

黒田総裁にすれば、自分の退任後、長期、超長期金利まで低位に抑えることができ、政府の財政再建に大きなメリットを残すことができる。これが、後々、「黒田総裁の遺産」と言われることだろう。

（図表1）利払費の見積り



（注1）筆者試算。2017年度以降の発行額は2016年度と同じと仮定

（注1） マイナス金利の考え方

10年以下の金利がマイナス金利であっても、利払費はマイナスにならず、ゼロになると考えた。これはクーポン・レートが最低0%とみるからである。政府が国債をマイナス金利で調達すると、国債で調達できる金額が大きくなる。借換えをする場合は、所要の国債償還費が減少して、政府予算の国債費（利払費+国債償還費）も少なくなる。

2020年度以降の財政再建

将来の金利コストが累積的に軽減されるとすれば、2020年度以降の財政再建のイメージも大きく変わってくる。

従来は、2019年10月に消費税率が予定通りに10%に引き上げられることができて、ようやく基礎的財政収支（国・地方のプライマリー・バランス）の赤字縮小に何とか目処がつくことが皆の念頭にあった。あと少しで黒字化できるから、次は増えていく税収で、利払費を賄えばよい。具体的に、利払費に対応する国債発行は数年後は10兆円以上と漸次増えていくとみられてきた。

少し丁寧に説明すると、プライマリー・バランスの黒字化は、政府債務の元本返済の増加ペースをゼロにして、国債発行額を金利分の借換えに限定するという意味合いである。この段階では、政府債務残高は借換えのための金利分によって増加が続く。その次の段階として、財政収支が金利分をすべて賄えるくらいに改善すれば、はじめて政府債務残高が減っていく（図表2）。

財務省の2025年度までの仮定計算^(注2)によれば、利払費の見通しは2020～2025年度まで約15～22兆円に増えていくというものである（図表3）。この見通しによれば、政府債務残高を減らすまでの道のりは著しく遠いように見える。

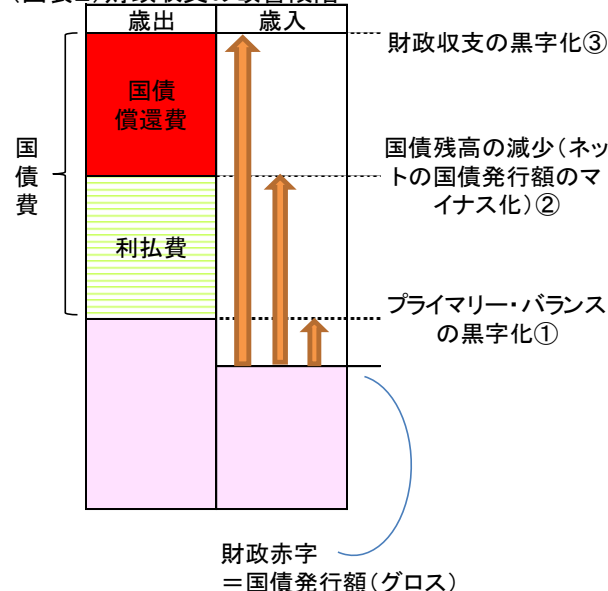
おそらく、黒田総裁のお陰で、2020年度以降、利払費は、仮定計算よりも大きく減額されて、国債発行額も同様に減るだろう。万一、プライマリー・バランスが黒字化できなくても、2025年度までの政府債務残高は増加ペースが著しく低下すると予想される。逆に、財政再建に熱心な取組みを2020～2025年度にかけて時の政権が行えば、ネットの国債発行額（新規国債発行額－償還額）をマイナスにすることも可能になるかもしれない。見方を変えれば、黒田総裁は、プライマリー・バランスを黒字化した2020年度以降の財政再建を大きく進めることに貢献したという評価ができる。

日銀の出口戦略

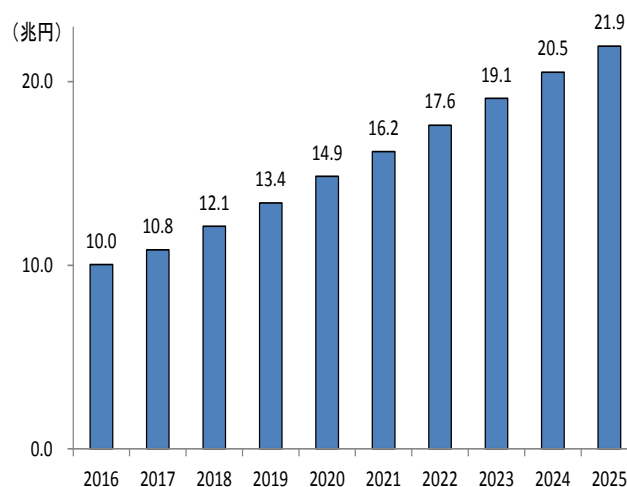
一方、9月の総括的な検証で日銀が政策の枠組みを変えたことで、日銀の出口戦略はますます描きに

(注2) 財務省のHPにある「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（2016年2月分）より。

(図表2) 財政収支の改善段階



(図表3) 2025年度までの利払費の見通し



(出所)財務省

くくなった。流通市場でマイナス金利になった国債を購入して、それらを償還時まで保有すると、巨大な損失が生じる。しかも、政府が発行する国債は、市中消化された分を片端から購入する状況が半永久的に続く。財政再建のために犠牲になるのは日銀である。

今後、年間 80 兆円の購入ペースが多少減ったとしても 2020 年度近くには、担保需要分や長期運用分以外はすべて国債を日銀が抱え込むことになる。ならば、日銀が長期国債の保有を減額する出口戦略はどのように展望されるのだろうか。

筆者の予想では、日銀の出口は政府が財政再建を果たした後になるとみる。プライマリー・バランスが黒字化して、その後で国債発行額をネット減額できた位から、政府が日銀の保有国債を繰上げ償還することができそうだ。政府が減額できる国債発行分を、日銀に対して保有国債の買入れに割り当てる。つまり、日銀のバランスシートが小さくなるのは、そこからであろう。

しかし、長期金利のターゲットを 0% に定めていると、日銀の保有国債は減らせない。だから、財政再建の途上で長期金利ターゲットを停止する可能性がある（イールドカーブ・コントロールも停止）。これは、事実上のテーパリングと言える。

視点を変えて、金融機関の金利収入はいつになれば大きく増えるのだろうか。国の利払費によって金利収入をまかなうことは、先々、かなり難しいという予想は成り立つ。一方、企業・個人向けの貸出金利に依存するのもまた不確実に思える。資金運用の「冬の時代」は、10 年以上先まで覚悟しなくてはならないのだろうか。