

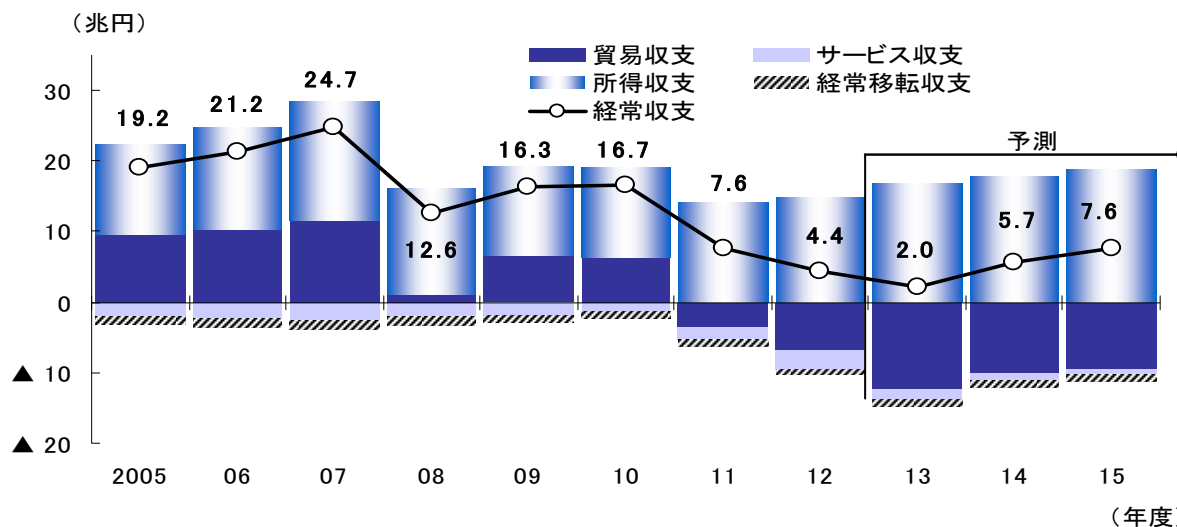
今度こそ日本国債は大丈夫？ 経常収支に注目

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

筆者はかねてから、政府債務が1000兆円を超える日本の国債が暴落しないで済んでいるのは、大前提として日本では経常収支の黒字が保たれ国内で国債のファイナンスが可能となる環境にあることに加え、国内で日本国債や政府に抱く国民の暗黙裡の信認が続くからと考えてきた¹。日本が大幅な財政赤字ながら経常収支が黒字である構造について、筆者が長年用いてきた喩えは、「家(日本)としては借金がないが」(経常収支、対外バランスは黒字だが)、「同じ家のなかでお父さん(国)がお母さん(投資家)から借金をする」(国内で財政赤字がある)と説明し、そこで「お母さんがお父さんの返済に向けた姿勢に心配になってきた」(国の財政規律への姿勢に市場が疑問視)ことへの不安を指摘してきた。そこには「同じ家のなかでも信頼関係(愛)」が不可欠とした。ただし、経常収支が黒字であれば「同じ家のなかでの不安」と言われていたが、仮に経常収支が赤字になれば「同じ家」とは言っていられなくなり、国債市場の安定の大前提が崩れ、大きな危機につながる。

下記の図表は日本の経常収支の推移とその見通しである。2010年度までは10兆円を超える黒字であった経常収支が2013年度には2兆円程度まで縮小することが見込まれ、今後、経常収支の赤字転落も危惧されている。みずほ総合研究所では、当面は通年で経常収支が赤字になることを見込んでおらず、経常収支は2013年度を底に緩やかな回復に向かうと展望している²。ただし、今後、経常収支の黒字縮小が市場マインドに与える影響には大きな警戒が必要と考えている。

■ 図表：日本の経常収支の推移とその見通し



(注) グラフ中の数値は経常収支黒字額。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」等よりみずほ総合研究所作成

筆者はグローバルな国債市場の状況を、市場評価を各国が競い合う「ソブリン・ワールドカップ」としてきた。そこでの評価軸は基本的に経常収支である。原発への制約と、その結果生じている化石燃料の輸入増加、加えて円安の下での輸出の伸び悩みによって、2014年度の日本の貿易収支が2013年度と同様に大幅な赤字を続けることに留意が必要だ。これまでの国債市場の安定は、経常収支の黒字を大前提にした上で、下記の図表に示されるような、日本国債や政府に抱く国民の暗黙裡の信認に依存すると考えてきた。先の「お父さんとお母さんの喩え」では、下記の信認で「お互いの信頼関係(愛)」が保たれてきた。

■図表:日本の投資家が抱く暗黙の信認3条件

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ① 日本はいずれ成長軌道に戻る ② 経済成長路線に戻ることを展望し、増税の租税高権を行使する決断を政府が行う ③ 政府には決断を実行できるガバナンスが存在する |
|---|

(資料) みずほ総合研究所

ただし、以上のそれぞれの項目について多くの不安が伴うのも事実である。まず①の日本が成長路線に戻ることに不安に加え、図表の②③に示した増税への道筋に対しても不確実性が存在する。また、昨今、日本の政治課題とされる多くの事柄は、結局、国債の信認に影響することに留意が必要だ。

①の成長についてはアベノミクスの持続性が問われるが、その成長戦略に関しては、TPPも含め海外の成長期待を取り込む戦略への姿勢が鍵を握る。欧米への成長期待が大幅に低下するなか、アジア太平洋地域は世界のなかで最も注目される地域であり、太平洋地域全域にわたる地政学的環境にも大きな影響を与えうる。また、法人税の実効税率引下げに向けた姿勢を安倍政権が示したことは重要であるが、実際に引下げが実現できるかが問われている。2014年4月の消費増税の決断を行ったことは、先に示した暗黙裡の信認の②と③の項目の信認を高めるものとなる。ただし、2015年10月に8%から10%への引き上げを実行できるかが新たに問われる。財政を巡る環境が厳しいなかで、日本の国債市場の安定は政府が財政規律への一定の姿勢を示していること(市場への愛)を市場参加者が評価することにある。国家をゴーイング・コンサーンとすれば、完全な債務償還の議論よりも、返済姿勢を一定の時間軸の中でいかに現実的に示すことができるかが国債評価に肝要となる。今回、消費税率を8%に引上げることはゴールではなく、あくまでも段階的な姿勢を示す一里塚に過ぎない。今後も常に姿勢(愛)を示し続けられるかが問われる。

2014年後半に向けて想定しうる国債市場のリスクシナリオは、①経常収支の減少が続き、回復の兆しがみえないこと、②消費税率の8%から10%への引上げが困難になる状況に陥り財政規律への姿勢が問われることにある。そうした場合には、先に示した国債市場の安定の前提が揺ぐことになる。また、格付け会社の日本国債格下げ論や海外を中心としたファンド等による売り仕掛けの動きも生じて国債市場の不安が再燃する。これまでは、①と②が重なるようなイベントにはならなかった。しかし、今後、このような最悪の事態になれば、本当に日本国債は大丈夫かとの不安も惹起されることに警戒が必要だ。ギリシャをはじめとした欧州債務危機は経常収支問題だった。今日の新興国問題も、結局は経常収支問題である。日本国債が不安視されるとしたら、やはり経常収支が問題になると展望されるだけに、経常収支の動向に注目が必要だ。経常収支の赤字化は国債の海外投資家依存を高めるが、その場合には利回りにリスクプレミアムが加わり金利の底上げにつながりうる。

¹ 「国債暴落—日本は生き残れるか」(高田創 2013年9月 中央公論新社)

² 「2013・14・15年度内外経済見通し」(みずほ総合研究所『内外経済見通し』2014年2月18日)