

経済再生と財政の持続可能性の両立に向けた日本の現状と課題

2013 年度予算政府案

江夏 あかね

要 約

1. 2013年度予算政府案は、現政権発足後約1ヵ月という短期間で策定されたものの、財政規律や財政の持続可能性を意識した内容となった。特に、国債管理政策で示された国債整理基金残高の圧縮による借換債の発行抑制やカレンダーベースの国債における平均償還年限の長期化は、借換債の増加を通じた将来の利払費の増大圧力を軽減させるといった意味で評価に値する。
2. しかしながら、日本においては、G7諸国の中でも突出した債務残高（対GDP比）を抱える上、税収が大幅に伸びることを期待できない中、財政の脆弱化・硬直化のペースが加速している。このような中、日本ソプリンの信用力は依然として下方圧力に晒されているのは言うまでもない。
3. 日本政府が「経済の再生と中長期的に持続可能な財政の双方を実現する道筋」を適切かつ明確に示せるか、が日本ソプリンの格付けの下方圧力から払拭するために不可欠になると考えられる。特に、日本の場合、（1）硬直化した歳入・歳出構造の是正（社会保障の見直しや税制改革等）、（2）民間需要主導による実質成長の実現、（3）全要素生産性（TFP）の引上げ等を通じた付加価値の向上、などを踏まえた包括的な政策を迅速かつ効果的に講じることがカギになると予想される。

2013 年度予算政府案の注目点

2013 年度予算政府案が 2013 年 1 月 29 日、閣議決定された。予算政府案は、近年では前年の 12 月下旬頃までに閣議決定に至るのが通例であるが、2013 年度分に関しては衆議院解散、総選挙及び政権交代等を背景に、2013 年 1 月下旬のタイミングで公表され、同年 2 月 28 日に国会提出された。2013 年度予算政府案は、2012 年度補正予算と一体的なものとして「15 ヶ月予算」として編成されている。

2013 年度の一般会計¹予算の歳入歳出予算総額は、前年度(当初)比 2 兆 2,776 億円増(同

¹ 一般会計(国): 国の基本的かつ一般的な収入、支出を経理する会計。歳入には、一般税収などが計上され、歳出には社会保障関係費、公共事業費、防衛費、文教予算、各省庁の人件費、事務費などが計上される。

2.5%増)の92兆6,115億円と、過去最大の規模となった。予算規模の拡大は、基礎年金の国庫負担分を2分の1に維持するための経費の計上や社会保障関係費の増加が主因となっている。

2013年度予算政府案の主な注目点は、(1)4年ぶりに税収が公債金を上回る状態を回復したこと、(2)国債発行予定額と財政の持続可能性の確保が意識された国債管理政策、(3)当初予算上でのプライマリー・バランスの赤字の圧縮、が挙げられる。本稿では、これらの注目点を分析した上で、日本の国(ソブリン)が抱える財政等の課題について論考する。

1. 4年ぶりに税収が公債金を上回る状態を回復

2013年度予算政府案の一般会計の歳入において最も注目されるのは、「過去3年間続いた公債金が税収を上回るという異常な姿を脱し、税収が公債金²を上回る状態を回復³」したことである(図表1参照)。2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻を背景とした金融危機に伴う経済低迷の下、税収が大きく落ち込む一方で、大型の経済対策が講じられたこともあり、2009年度第2次補正予算以降、公債金が税収を上回る構図となっていた(図表2参照)。

図表1 2013年度一般会計予算フレーム(億円)

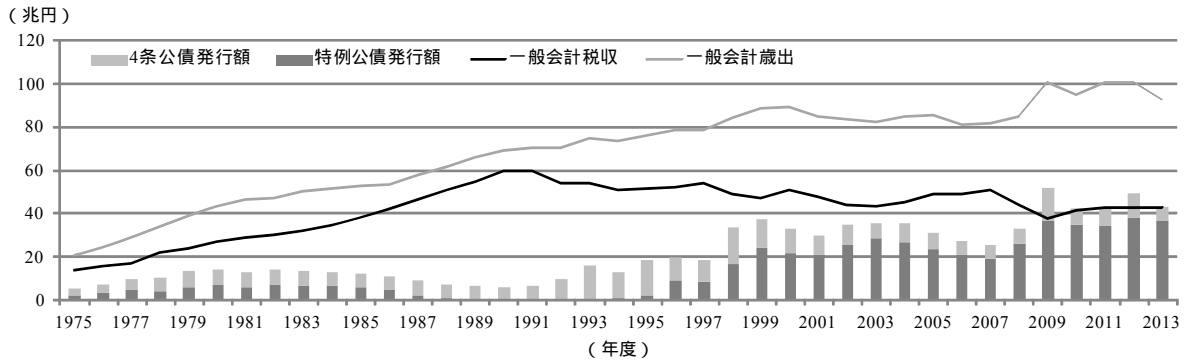
	2012年度 予算(当初)	2013年度予算		備考
			2012→2013	
(歳入)				
税収	423,460	430,960	7,500	
その他収入	37,439	40,535	3,096	・ 剰余金受入(東日本大震災復興特別会計繰入に活用)2,200億円を含む
公債金	442,440	428,510	-13,930	・ 公債依存度46.3% (2012年度47.6%:基礎年金国庫負担2分の1ベース)
うち4条公債(建設公債)	59,090	57,750	-1,340	
うち特例公債(赤字公債)	383,350	370,760	-12,590	
年金特例公債金	-	26,110	26,110	
計	903,339	926,115	22,776	
(歳出)				
国債費	219,442	222,415	2,973	
基礎的財政収支対象経費	683,897	703,700	19,803	・ 2012年度予算683,897億円に、2013年度において歳入を確保して増額する経費(年金差額分25,970億円、復興特会繰入及びB型肝炎訴訟費用などの増3,471億円)を加えると713,339億円 ・ 復興特会繰入12,462億円(2012年度5,507億円)を含む
うち社会保障関係費	263,901	291,224	27,323	
うち地方交付税交付金等	165,940	163,927	-2,013	・ 地方税、地方交付税等の地方一般財源総額につき2012年度と同水準を確保
うち経済危機対応・地域活性化予備費	9,100	-	-9,100	
計	903,339	926,115	22,776	・ 基礎的財政収支(プライマリーバランス) -23.2兆円 (2012年度:-24.9兆円:基礎年金国庫負担2分の1ベース)

(出所) 財務省「25年度予算のポイント」2013年1月29日、1頁
(http://www.mof.go.jp/budget/budger_workflow/budget/fy2013/seifuan25/01point.pdf)

² 公債金: 租税及びその他収入で賄えない歳入不足について、国債によって資金調達を行って得た国の収入。

³ 財務省「平成25年度予算のポイント」2013年1月29日、2頁。

図表2 一般会計税収、歳出総額及び公債発行額の推移



- (注) 1. 2011年度までは決算、2012年度は補正後予算案、2013年度は政府案による。
 2. 一般会計基礎的財政収支(プライマリー・バランス)は、「税収+その他収入-基礎的財政収支対象経費」として簡便に計算したものであり、SNAベースの中央政府の基礎的財政収支とは異なる。
 (出所) 財務省理財局「我が国の財政事情(平成25年度予算政府案)」2013年1月、2頁
 (http://www.mof.go.jp/budget/budger_workflow/budget/fy2013/seifuan25/04zaisei.pdf)

2013年度当初予算の税収に焦点を当てると、前年度(当初)比7,500億円増(同1.8%増)の43兆960億円とされた。税収の前年度比増の内訳としては、(1)2012年度補正予算に係るものがプラスで約0.26兆円、(2)経済成長⁴等による自然増によるものがプラスで約1.2兆円、(2)制度改正⁵によるものがマイナスで約0.4兆円、(3)2013年度税制改正⁶によるものがマイナスで約0.24兆円、などとなっている。経済成長等による自然増が見込まれる背景としては、現政権が取り組んでいる経済政策等(いわゆるアベノミクス)が挙げられる。2012年12月26日に発足した現政権は、(1)大胆な金融政策、(2)機動的な財政政策、(3)民間投資を喚起する成長戦略、といった「三本の矢」を同時展開し、「強い経済」を取り戻すことを最重要課題として掲げており⁷、その成果が税収増につながることを期待されている。

一方、公債金に関しては、同1兆3,930億円減(同3.1%減)の42兆8,510億円となった。その結果、歳入に公債金が占める割合である公債依存度は前年度の47.6%⁸から、46.3%に低下することとなった。

ようやく税収が公債金を上回る構図になったという意味では、財政規律確保に向けた1歩を踏み出したと言える。しかしながら、(1)税収が公債金を上回るのは僅か2,450億円である上、年金特例公債金を加えた場合、税収が公債金を上回らない状況となること、(2)

⁴ 2013年度の政府経済見通し(対前年度比増減率)は、実質GDPが+2.5%、名目GDPが+2.7%とされている。(出所:閣議了解「平成25年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」2013年1月28日、1頁)

⁵ 2011年度に行われた法人税率の引き下げが2012年4月1日以後に開始する事業年度であったことから、2013年度にその影響が平準化することになる。

⁶ 閣議決定「平成25年度税制改正の大綱」2013年1月29日、82頁。

⁷ 首相官邸「日本経済再生に向けた緊急経済対策」。

⁸ 基礎年金国庫負担2分の1ベース。

経済成長見通し等が実態と乖離した場合、税収が公債金を上回る構図とならない可能性もあること、(3)2012年度補正予算(一般会計の規模は10兆2,027億円)において、5兆2,210億円もの公債金が計上されていること、(4)一般歳出に占める社会保障関係費が54.0%⁹に達していること、からも明らかなように、財政面の問題の解決には時間を要する可能性が否めない。

2. 国債発行予定額と財政の持続可能性の確保が意識された国債管理政策

2013年度においては、年金特例公債(2兆6,110億円)が皆増という形で計上されたものの、財政投融资特別会計国債(財投債)、特例公債等が前年度比減となったことを受けて、国債発行総額は前年度当初比3兆6,861億円減(同2.1%減)の170兆5,452億円と計上された(図表3参照)。

図表3 2013年度国債発行予定額(発行根拠法別発行額、億円)

区分	2012年度当初	2012年度補正後		2013年度当初		
	(a)	(b)	(b)-(a)	(c)	(c)-(a)	(c)-(b)
建設国債	59,090	114,290	55,200	57,750	-1,340	-56,540
特例国債	383,350	380,360	-2,990	370,760	-12,590	-9,600
小計	442,440	494,650	52,210	428,510	-13,930	-66,140
年金特例公債	-	25,842	25,842	26,110	26,110	268
一般会計分計	442,440	520,492	78,052	454,620	12,180	-65,872
復興債	26,823	24,033	-2,790	19,026	-7,797	-5,007
財投債	150,000	150,000	-	110,000	-40,000	-40,000
借換債	1,123,050	1,110,741	-12,309	1,121,806	-1,244	11,065
うち復興債分	34,488	25,130	-9,358	36,690	2,202	11,560
国債発行総額	1,742,313	1,805,266	62,953	1,705,452	-36,861	-99,813

- (注) 1. 各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。
 2. 2013年度について、市中からの買入消却について、総額2.7兆円程度を上限に実施(具体的な実施方法は、四半期毎に市場の状況を見ながら決定)。
 3. 2013年度における前倒債の発行限度額は20兆円。
 (出所) 財務省「平成25年度国債管理政策の概要」2013年1月29日、2頁
 (http://www.mof.go.jp/jgbs/topics/press_release/jgbpress13.pdf)

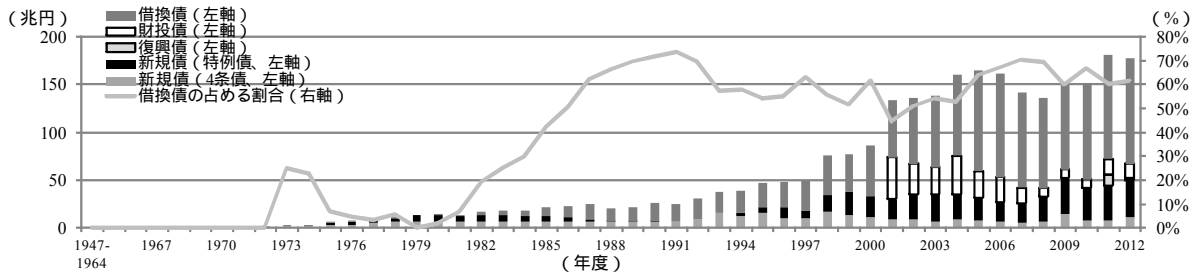
2013年度の国債管理政策は、全般的に、財政の持続可能性の確保が意識された内容となった。主な注目点としては、(1)国債整理基金残高圧縮による借換債の発行抑制、(2)平均償還年限の長期化、(3)物価連動債の発行再開、が挙げられる。

1) 国債整理基金残高圧縮による借換債の発行抑制

2013年度の国債管理政策の中で最も注目されるのが、国債整理基金残高圧縮による借換債の発行抑制である。借換債は、国債発行総額の7割弱を占め、その割合が足元で高止まりする傾向にある(図表4参照)。

⁹ 一般歳出は、基礎的財政収支対象経費から地方交付税交付金等を除いたもの。(出所:財務省「25年度予算のポイント」2013年1月29日、5頁)

図表4 国債発行額の推移



- (注) 1. 国債発行額は、収入金ベース。2010年度までは実績、2011年度は4次補正後、2012年度は補正後、2013年度は当初。
2. 1965年度に発行された歳入補填のための国債の発行額は、便宜上、特例債の欄に記載している。
- (出所) 財務省理財局『債務管理レポート2012—国の債務管理と公的債務の現状—』2012年、92頁及び123頁、財務省「平成25年度国債管理政策の概要」2013年1月29日、2頁に基づき、野村資本市場研究所作成（http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2012/saimu.pdf、http://www.mof.go.jp/jgbs/topics/press_release/jgbpress13.pdf）

2013年度の国債管理政策においては、「従来、国債整理基金残高により備えてきたオペレーショナル・リスク（大規模災害やシステム障害等により借換債発行ができない事態）に対しては、日本銀行からの一時借入からの対応が可能になったことを踏まえて、基金の残高を当該一時借入の対象外である国債入札の偶発的な未達に備えた水準まで圧縮することとし、圧縮分を国債償還に充てることにより、借換債の発行を抑制」¹⁰すると説明された。この措置を通じて、国債整理基金残高は、2012年度末の10.2兆円から、2013年度末には3兆円にまで圧縮される見込みとなった¹¹。一方、借換債の発行額は、前年度とほぼ同水準を維持することが可能となった。

ここで、国債整理基金の仕組みを明らかにした上で、日本銀行からの一時借入の法的枠組み等及び今回の決定に関する意味合いを考察する。

A. 国債整理基金の仕組み

日本の国債に関して、一般会計及び全ての特別会計¹²で発行される国債及び借入金の償還は、国債整理基金を通じて行われている。そして、償還財源については、各特別会計の債務については毎年度所要額が各会計から国債整理基金特別会計¹³に繰り入れられる一方、一般会計の債務については一定のルールに従った財源の繰入れが行われる仕組みになっている（図表5参照）。国債の償還のために毎年一定の金額を積み立てる減債制度は、日本においては、1906年に開始され、1967年度の国債整理基金特別会計法の改正を通じて現行の

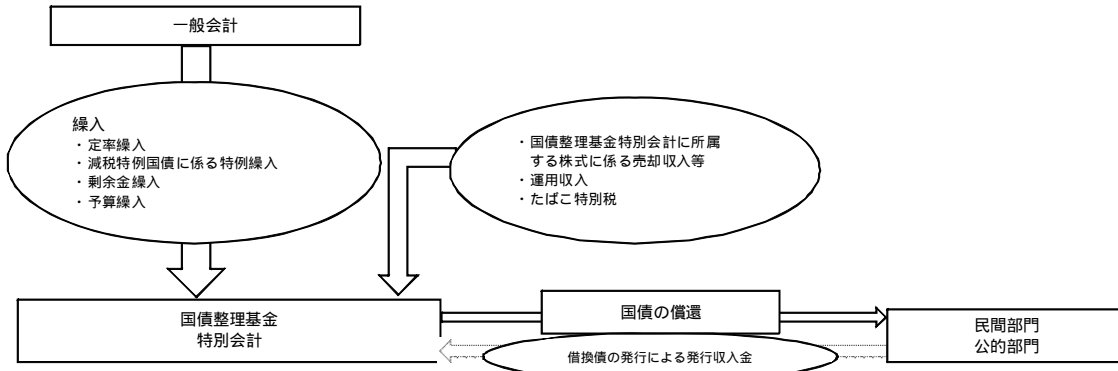
¹⁰ 財務省「平成25年度国債管理政策の概要」2013年1月29日、1頁。

¹¹ 2013年度末の基金残高の3兆円は1日当たりの利付国債の最大入札額が目安とされている。

¹² 特別会計（国）：特定の事業や特定の資金を運用する場合等に設置され、個別に経理を行う。

¹³ 国債整理基金特別会計：一般会計又は特別会計からの繰入資金等を財源として公債、借入金等の償還及び利子等の支払いを行う経理を一般会計と区分するために設置された特別会計。

図表5 減債制度の仕組み



(注) 1. 一般会計の負担に属する公債等の減債制度。

2. 国債整理基金特別会計に所属するJT・東京メトロ株式に係る売却収入等は、復興債の償還財源に充てられる。

(出所) 財務省理財局『債務管理レポート2012 国の債務管理と公的債務の現状』2012年、57頁
(http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2012/saimu.pdf)

仕組みが確立された¹⁴。このような減債制度は現在、英国、ドイツ、フランスには存在していないほか、米国には存在しているが、現実的には機能していないとされている¹⁵。

一般会計から国債整理基金に繰り入れられる建設国債及び特例国債に関する償還財源には、(1)定率繰入(前年度期首国債総額の100分の1.6〔60分の1〕)(2)減税特例国債に係る特例繰入、(3)剰余金繰入(一般会計上における決算上の剰余金2分の1以上)、(4)予算繰入(必要に応じて予算で定める額)がある。定率繰入の繰入率が100分の1.6(60分の1)とされているのは、建設国債及び特例国債の償還については、借換債を含めて、全体で60年で償還し終えるという60年償還ルールが採用されていることが背景である。

一般会計から国債整理基金に繰り入れられる償還財源に加えて、1985年度の国債整理基金特別会計法の改正により、政府保有株式のうち国債整理基金特別会計に帰属することとなった株式も償還財源に充当される。ただし、財政状況が厳しい場合や低迷する株式市場への悪影響等が勘案される場合には、定率繰入や上述の政府保有株式の売却が停止されることとなっている。

国債整理基金の役割としては、(1)国債の大宗を占める建設国債及び特例公債を60年償還ルールに従って償還するため、将来の償還財源を一時的に積み立て、確実な償還を行うこと、(2)確実な償還を担保することにより、国債に対する信認を堅持すること、が挙げられる¹⁶。そして、副次的な役割としては、(1)国庫の資金繰りへの寄与、(2)オペレーショナル・リスクへの備え、(3)一般会計の決算上の不足への補填、が挙げられる。

¹⁴ 永廣顕「公債と公債管理政策」金澤史男編『財政学 初版第5刷』有斐閣、2011年、143頁。

¹⁵ 永廣顕「公債と公債管理政策」金澤史男編『財政学 初版第5刷』有斐閣、2011年、143頁。

¹⁶ 財務省理財局『債務管理レポート2012 国の債務管理と公的債務の現状』2012年、63頁。

B. 日本銀行からの一時借入の法的枠組み

2013年度国債管理政策において、基金残高の大幅圧縮が可能となったのは、日本銀行からの一時借入が可能となったことが主因である。

財政法第5条は、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引受させ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」として、中央銀行の引受による公債の発行を原則的に禁止している。この規定は、「市中消化の原則」と呼ばれている。中央銀行引受の原則禁止は、「通貨供給量の増加と結びついてインフレーションを発生させ、また公債の発行を安易にして、財政節度を保ちにくくするから」¹⁷である。

ただし、市中消化された公債を日本銀行が民間金融機関から買切りの方式で買い入れることは可能となっており、これは、日本銀行の「国債買切りオペレーション」と呼ばれる¹⁸。そして、日本銀行が保有する国債のうち償還期限が到来したものに関しては、財政法第5条の但し書きにある「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない」との規定に基づき、特別会計の予算総則¹⁹に記載され、国会の議決を経た範囲内に限り、国による借換えに応じることが可能である。これは、「日銀乗換」と呼ばれるが、「日銀保有公債の借換えであり、通貨供給量の増加とむすびついてインフレーションを発生させる危険がない」²⁰ため、認められている。具体的には、日本銀行が保有する国債が満期償還を迎えると、1年間に限って現金償還を延長し、現金の代わりに割引短期国債（Treasury Bill、TB）を発行し、これを日本銀行が引き受けるというものである。

また、財政法第7条は「国は、国庫金の出納上必要があるときは、財務省証券を発行し又は日本銀行から一時借入金をなすことができる」と規定し、日本銀行法第34条第4項はこれを受けて「財務省証券その他の融通証券の応募又は引受け」を日本銀行が国との間で行うことができる業務として規定している。この規定に基づき、政府が為替介入を実施するときに外国為替特別会計が発行する融通証券を日本銀行は引き受けている。その意味では、日本においては中央銀行から政府に対する短期の資金繰りの支援は、従来から実施されている。政府短期証券（Financing Bill、FB）は、融通証券の別称で、国庫金の短期の資金繰り若しくは特別会計の一時的な資金不足のためのものであるが、一般会計と一部の特別会計のみ発行可能で、国債整理基金特別会計では、法律上FBを発行することができない。そのため、すべての特別会計で活用が可能な一時借入を通じて日本銀行から資金繰り

¹⁷ 持田信樹『財政学』東京大学出版会、2009年、234頁。

¹⁸ ただし、日本銀行では、銀行券発行残高を長期国債買切りの上限とする、いわゆる「銀行券ルール」を確立している。このルールは、日本銀行に国債価格維持、あるいは政府債務のマネタイゼーションの意図がないことを明確にし、金融政策の信認を確保していくことにつながると解釈されている。（出所：白塚重典「わが国の量的緩和政策の経験 中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」『フィナンシャル・レビュー』第99号、財務省財務総合政策研究所、2010年2月、55頁）

¹⁹ 予算総則：歳入歳出予算等に関する総括的な事項のほか、公債発行の限定額、財務省証券及び一時借入金の最高額、その他予算の執行に関して必要な事項などを定めている。

²⁰ 持田信樹『財政学』東京大学出版会、2009年、234-235頁。

支援を享受するという形になった。

ただし、諸外国においては、日本で見られるような政府が中央銀行から資金繰り支援を受ける仕組みは短期を含めてほとんど存在しない。これは、歴史的に中央銀行による財政ファイナンスがインフレをもたらした事例が複数存在しているからと解釈される²¹。特に、ドイツで1920年代前半に起きたハイパーインフレは、1923年のライヒスバンクの政府短期証券引受が発端となったと指摘されている²²。

例えば、欧州連合(European Union、EU)においては、EU機能条約第123条²³を通じて、欧州中央銀行(European Central Bank、ECB)及び加盟中央銀行が政府への信用供与等を行うことを禁じている。一方、米国においても、連邦準備法第14条(b)1を通じて、連邦準備銀行は米国連邦政府の直接債務もしくは保証された債権・債券等に関しては、オープン市場を通じてのみ購入・売却可能と規定されている²⁴。

このような背景を踏まえて、今般示された日本銀行からの一時借入をめぐり、日本銀行により厳格な規定が示されている。具体的には、「大規模な災害、電子情報処理組織の故障等の事由により、政府(政府短期証券の発行が認められていない特別会計であって、大規模かつ頻りに民間からの資金調達を実施しているものに限る。)が既存の対民間債務の借換えのために予定していた民間からの資金調達を行うことができず、政府内において採り得る手段を講じてもなお、当該債務を返済できない事態にある場合」²⁵といった非常時に限って実施される旨が規定されている。

また、日本銀行からの一時借入に関する国の予算上の取扱いは、予算総則において限度額が規定されることになる²⁶。すなわち、予算に関する国会の議決を経て初めて、限度額内で活用することが可能になる。

なお、一時借入の金利に関しては、市場実勢金利を採用することとされた。具体的には、概ね3ヵ月の国庫短期証券(Treasury Discount Bills、T-Bill)に政府の短期借入れの入札金

²¹ 例えば、1920年代前半のオーストリア、ハンガリー、ポーランド、ドイツのハイパーインフレ、第2次世界大戦後1950年頃までの日本のインフレは、いずれも中央銀行の財政ファイナンスが原因になっていることが指摘されている。(出所：Masaaki Shirakawa, “The Importance of Fiscal Sustainability: Preconditions for Stability in the Financial System and Prices”, *Financial Stability Review* No.16, Banque de France, April 2012, p.176.)

²² 藤木裕「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」『金融研究』第19号第2号、日本銀行金融研究所、2000年6月、41-42頁。

²³ “Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as ‘national central banks’) in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments.” (Article 123 (1) of the Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union)

²⁴ “(excerpt) Notwithstanding any other provision of this chapter, any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market.” (Section 14 (b) 1. of the Federal Reserve Act)

²⁵ 日本銀行「対政府取引における非常時の一時貸付けに関する特則」2013年1月25日。

²⁶ 財政法第7条第3項においては、「財務省証券の発行及び一時借入金金の借入の最高額については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない」と規定されている。一方、特別会計に関する法律第15条第2項においては、「前項の規定による一時借入金、融通証券及び繰替金の限度額については、予算をもって、国会の議決を経なければならない」と規定されている。

利のスプレッドを上乗せさせた利率とする旨が記されている²⁷。

C. 国債整理基金残高圧縮と日本銀行による一時借入の対応の仕組みに関する意義

2013年度の国債管理政策に示された国債整理基金残高圧縮と日本銀行による一時借入の対応の仕組みに関しては、財政及びファイナンスの観点から主として2つの意義があると考えられる。

1点目として、今般示された措置は、国債整理基金の残高を大きく圧縮することになったものの、借換債の発行抑制を通じた将来の利払費の軽減の観点から意義があったと考えられる。

国債整理基金は、前述のとおり、国債の確実な償還、国債に対する信認の確保及びオペレーショナル・リスクへの備えといった大切な役割を担っている。加えて、現在の状況では、60年償還ルールに従って償還の進んだ国債の残高に占める割合が高くなるにつれて、定率繰入額のみでは償還財源が不足し、その他の繰入でも足りない局面で、基金残高を償還に回す必要が出てくると考えられる²⁸。その意味で、2013年度の国債管理政策で、借換債の増加基調を軽減するために、国債整理基金の残高を財源として活用せざるを得なかったことは、国の財政の厳しさを改めて露呈していると言える。

一方で、上述のとおり、諸外国においてもそもそも減債基金が存在していなかったり形骸化しているケースが多い。さらに、仮に国債整理基金の残高が高水準であったとしても、歴史的な低金利が継続している現状に鑑みると、国債整理基金の余裕金の運用において大きく利益を享受するようなシナリオが顕在化することは期待できないと考えられる²⁹。すなわち、国債整理基金の残高縮減及び借換債の発行抑制を通じて、国の貸借対照表の規模は縮小し、将来の利払費の軽減という意味で財政の効率化が一定程度図られたと解釈される。

2点目として、1日当たりの利付国債の最大入札額に対応する分(3兆円)は残高として保持されることになるものの、仮に、特別な事象が起き、国債整理基金残高以上のキャッシュ・アウトのニーズが発生した場合に、日本銀行からの一時借入で、予定通りに国債償

²⁷ 日本銀行「対政府取引における非常時の一時貸付けに関する特則」2013年1月25日。

²⁸ 60年償還ルールでは、毎年度残高の100分の1.6を一般会計から国債整理基金に、定率繰入している。仮に600億円を10年国債で5回借換えした場合、最初の10年は600億円の残高に対して100分の1.6を乗じた数値を繰り入れ、10年後には600億円の6分の1に当たる100億円を償還する。そして、その次の10年は500億円の残高に対して100分の1.6を乗じた数値を繰り入れることになる。しかし、その後10年が経てば同様に600億円の6分の1に当たる100億円を償還することになるが、償還原資となる定率繰入は当初の10年よりも残高が小さいことから規模が小さくなっている。そして、この傾向は、最終的に60年が到来するまで続くことになる。このように、償還の進んだ国債の残高に占める割合が高くなるにつれて、定率繰入額のみでは償還財源が不足する状況となるのである。

²⁹ 国債整理基金の余裕金は、国債整理基金特別会計法第4条に基づき、国債整理基金の資金繰りを見極めながら運用している。運用に当たっては、円滑な国債償還を図るため、換金の確実性や安全性を第一とし、併せてできるだけ効率的かつ有利な運用となるよう努めているとされ、具体的には、日本銀行との間で国債の売戻条件付買入取引、政府短期証券の引受・買入、買入消却のための国債の保有等により運用している。(出所：財務省理財局『債務管理レポート2004 国の債務管理と公的債務の現状』2004年、26頁)

還を実施することが可能か（すなわち、タイムリー・ペイメント性が確保されるか）は論点として存在する。

しかし、前述の通り、一時借入の限度額が国債整理基金特別会計の予算総則に規定される。つまり、2013 年度予算が成立すれば、限度額内であれば機動的に借入れを実施することが可能であり、限度額が適切に設定されていれば、タイムリー・ペイメント性も引き続き確保され、国債の信用力には基本的には影響が及ばないと解釈される。

このように、今般示された措置は、国債の信用力への影響が及ばない形で財政の効率化が図られたという観点から評価される内容と言える。加えて、日本銀行による厳格な規定や一時借入金枠に関して国会のプロセスが必要であることから踏まえると、財政規律の維持は可能と考えられる。しかしながら、諸外国においても例がないとみられるこの仕組みに関して、不必要なヘッドライン・リスク、それに伴う市場の混乱を喚起しないためにも、制度の透明性の維持に加えて、国民、国内外の金融市場に対して、制度の仕組みや運用状況等を継続的に説明するといった説明責任（アカウンタビリティ）の発揮が不可欠であると考えられる。

2) 平均償還年限の長期化

毎月の入札を通じて発行されるカレンダーベースの市中発行額の平均償還年限は引き続き長期化した。平均償還年限は、2005 年度には 6 年 8 ヶ月であったのが、2013 年度には 7 年 11 ヶ月が見込まれている（図表 6 参照）。

図表 6 カレンダーベース市中発行額の平均償還年限



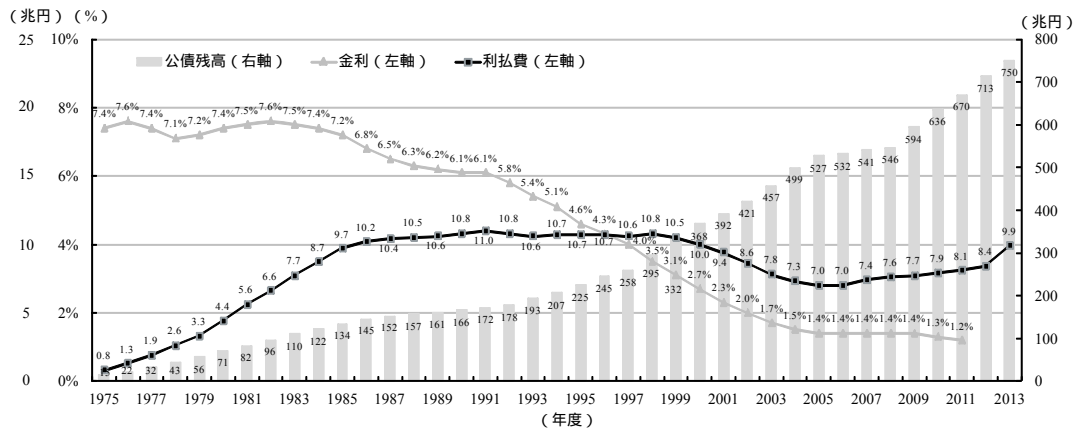
（注）2011 年度までは実績。

（出所）財務省「平成 25 年度国債管理政策の概要」2013 年 1 月 29 日、6 頁

（http://www.mof.go.jp/jgbs/topics/press_release/jgbpress13.pdf）

近年の日本ソプリンの財政構造の特徴としては国債を大量発行しても、低金利の恩恵を受けて公債費負担が比較的軽い状況が維持されてきたことが挙げられる(図表7参照)。特に、過去に高い金利水準で調達した国債が償還を迎える一方、低金利で借り換えることが可能であることは、国債残高の増加ほどに利払費が嵩まなかった要因の1つと考えられる。しかし、仮に金利が上昇した際に借換ニーズが相当規模になっている場合、このような財政の構図が崩れることは否めない。その意味では、金利水準が低いうちに、平均償還年限をある程度長期化させることには大きな意義があると考えられる。

図表7 利払費と公債残高



- (注) 1. 利払費は、2011年度までは決算、2012年度は補正後予算案、2013年度は政府案による。
 2. 公債残高は各年度3月末現在高。ただし、2012年度末は補正後予算案に基づく見込み。2013年度末は政府案に基づく見込み。
 3. 2011年度、2012年度及び2013年度の公債残高は、東日本大震災からの復興のために実施する施策に必要な財源について、復興特別税の収入等を活用して確保することとし、これらの財源が入るまでの間のつなぎとして発行した復興債を含む(2011年度末: 10.7兆円、2012年度末: 11.2兆円、2013年度末: 12.2兆円)

(出所) 財務省「我が国の財政事情(平成25年度予算政府案)」2013年1月、6頁
 (http://www.mof.go.jp/budget/budger_workflow/budget/fy2013/seifuan25/04zaisei.pdf)

なお、2013年度には、平均償還年限の長期化等も見据え、30年債について現行の年間8回から毎月発行に移行し、市場育成を目指すとされた(図表8参照)。国債が30年債の毎月発行を予定していることは、地方債・政府保証債・財投機関債といった国債と比較的連動する傾向が見られる債券にとっても、投資家が金利・クレジット・スプレッドを見極める際のベンチマークが提供されることを意味する。確かに最近の金利形状を見ると、超長期の年限において他の年限に比して傾斜が急になっている。しかし、発行体の資金調達年限の多様化の一環として、30年債の発行が有効な選択肢になる可能性もあると考えられる。

図表 8 カレンダーベース市中発行額

区分	2012年度当初		2012年度補正後			2013年度当初			
	(1回あたり)	(年間発行額; a)	(1回あたり)	(年間発行額; b)	(b)-(a)	(1回あたり)	(年間発行額; c)	(c)-(a)	(c)-(b)
40年債	0.4×4回	1.6	0.4×4回	1.2	-	0.4×4回	1.6	-	-
30年債	0.7×8回	5.6	0.7×8回	5.6	-	0.5×4回 0.6×8回	6.8	1.2	1.2
20年債	1.2×12回	14.4	1.2×12回	14.4	-	1.2×12回	14.4	-	-
10年債	2.3×12回	27.6	2.3×10回 2.4×2回	27.8	0.2	2.4×12回	28.8	1.2	1.0
5年債	2.5×12回	30.0	2.5×10回 2.7×2回	30.4	0.4	2.7×12回	32.4	2.4	2.0
2年債	2.7×12回	32.4	2.7×12回	32.4	-	2.9×12回	34.8	2.4	2.4
1年 割引短期国債	2.5×12回	30.0	2.5×12回	30.0	-	2.5×12回	30.0	-	-
6ヵ月 割引短期国債		0.9		-	-0.9		-	-0.9	-
10年 物価連動債	実務的な検討を進め決定		実務的な検討を進め決定				0.6	0.6	0.6
流動性供給 入札	0.6×12ヵ月	7.2	0.6×12ヵ月	7.2	-	0.6×12ヵ月	7.2	-	-
計	149.7		149.4			-0.3	156.6	6.9	7.2

- (注) 1. カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ額を定めた入札により定期的に発行する国債の4月から翌年3月までの発行予定額の総額をいう。
2. 40年債については、5月・8月・11月・2月の発行を予定している。
3. 30年債については、5月・8月・11月・2月に0.5兆円、その他の月に0.6兆円の発行を予定している。
4. 物価連動債については、償還時の元本保証を設けた新たな商品性により発行を再開。具体的な再開時期等については市場関係者を交え検討。
5. 流動性供給入札の具体的な実施方法は、四半期毎に市場の状況を見ながら決定。

(出所) 財務省「平成25年度国債発行計画」2013年1月29日、3頁
(http://www.mof.go.jp/jgbs/topics/press_release/jgbpress13.pdf)

3) 物価連動債の発行再開

2013年度国債管理政策においては、物価連動債について、「償還時の元本保証を設けた新たな商品性により発行を再開」と示された。ただし、「具体的な再開時期については市場関係者を交え検討」とされている。

物価連動国債とは、物価の動向に連動して想定元金額が増減する国債で、日本においては、2004年から発行されていたが、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻等を契機に、流動性が大きく低下したことから、現在は発行が停止されている。しかし、2012年2月より財務省は市場関係者を交えた「物価連動債の発行再開に関するワーキング・グループ」を開催し、発行再開時の商品性について、既発債から変更する事項として償還時の元本保証(フロア)を設定し、償還時の連動計数が1を下回る場合、額面金額にて償還するといった方向性を検討した³⁰(図表9参照)。なお、諸外国の物価連動国債を見ると、英国のように元本保証がないタイプと、米国、ドイツ、フランスのように元本保証があるタイプが存在する³¹。

³⁰ 財務省「『物価連動債の発行再開に関するワーキング・グループ』第1次報告(案)」2012年3月、1頁。

³¹ 齋藤通雄「物価連動債の発行再開に向けて 海外投資家ニーズに応えると同時に国内需要喚起も期待」『金融財政事情』第63巻第17号、金融財政事情研究会、2010年4月30日、39頁。

図表 9 発行再開時の物価連動債の商品性

項目	詳細
1. 満期	10年
2. 概要	表面利率は固定（利率は、0.1%刻み） ただし、元金額が物価の動向に連動して増減
3. 連動する物価計数	全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数 以下「CPI」という）
4. 物価が下落した場合の元本保証（フロア）	償還時の元本保証を設定（17回償以降）
5. 利払い頻度	年2回
6. 各利払額	$\text{額面金額} \times \underbrace{\frac{\text{利払い時のCPI}}{\text{発行時のCPI}}}_{\text{連動係数}} \times \text{表面利率} \times \frac{1}{2}$ <p style="text-align: center;">↓ 想定元本</p>

- (注) 1. 連動係数の桁数については、当面従来通りの小数点以下3桁とするものの、日次の連動係数の推移を滑らかにしたいという要望を踏まえ、新日銀ネットの全面稼働開始に合わせて円滑な移行が可能なタイミングで、これを5桁に拡充する。
2. リオープン時の価格競争入札における応募価格の入力方式についても、当面従来通り連動係数積算後の価格を入力することになるが、市場慣行に合わせ連動係数積算前の価格を入力する方式に変更して欲しいという要望を踏まえ、新日銀ネットの全面稼働開始以降可及的速やかに入力方式の見直しを検討することとしている。

(出所) 財務省理財局『債務管理レポート2012 国の債務管理と公的債務の現状』2012年、17頁
(http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2012/saimu.pdf)

一般的に、物価連動国債に関する発行のメリットとしては、(1) 国債利払いコストの低減、(2) 期待インフレ率の測定、(3) インフレ抑制的な財政政策運営³²、(4) 投資家にとっての新たな資産クラスの出現、が挙げられる³³。

上記のメリットに加えて、現在のタイミングで物価連動国債の発行再開を視野に入れることは、投資家層の確保・拡大の観点から大きな意義があると考えられる。

日本国債の保有者構造を見ると、欧州周辺国を中心としたソブリン危機等を背景として、海外投資家の占める割合が2010年半ば頃から基本的には増加傾向にあり、2012年12月末現在、全体の約8.7%が海外投資家によって保有されている（図表10参照）。しかし、物価連動国債に限って見れば、海外機関投資家の需要が中心³⁴となっており、発行再開のタイ

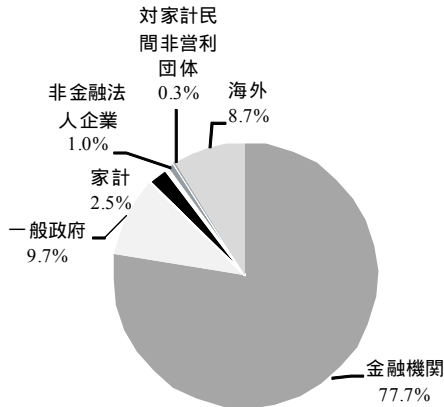
³² インフレは債権者から債務者への強制的な富の移転を伴うが、物価連動公債に関する債権者・債務者関係においては、債券の元本がインフレに連動するため、富の移転が起きないと考えられる。そのため、固定利付国債と異なり、物価連動国債においては債務者である政府にとってインフレを起こすモチベーションが発生しないことを意味する。（出所：安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月、7頁）

³³ 安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月、7-8頁。

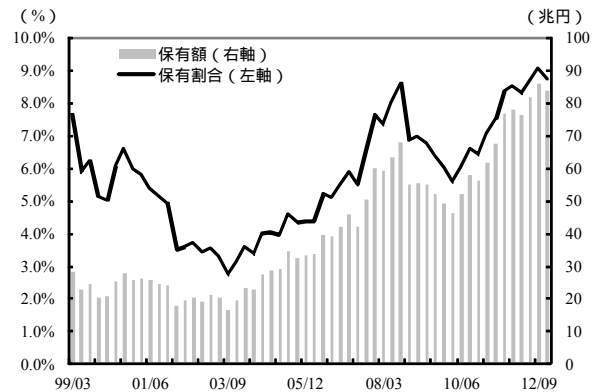
³⁴ 日本において、国内機関投資家よりも海外機関投資家の需要が中心である要因の1つとして、「公的年金が手厚いわが国において、インフレヘッジは国の運営する公的年金にまかされてきたという歴史」が挙げられている。（出所：安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月、1頁）

図表 10 日本国債の保有者構成及び海外投資家の日本国債保有割合の推移

日本国債の保有者構成 (2012年12月末)



海外投資家の日本国債保有割合の推移



(注) データは、速報ベース。国債は、国庫短期証券及び国債・財融債の合計。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>)

ミング等に対する関心が高い³⁵。その意味では、仮に物価連動国債の発行が再開されれば、海外投資家による日本国債への需要をさらに喚起するポテンシャルがあると考えられる。

海外投資家のみならず、国内投資家にとっても、物価連動国債への注目が高まる可能性もある。これは、2014年4月に消費税率の5%から8%への引上げを控えている上、日本銀行により消費者物価2%上昇を目指す「物価安定の目標」が導入された³⁶からである。このような状況下、物価連動国債が発行再開されれば、国内投資家にとっても、将来の物価上昇に対応した商品として物価連動国債への投資妙味が増す可能性がある。

3. 当初予算上でのプライマリー・バランスの赤字の圧縮

日本においては現在、財政健全化目標のうち、収支(フロー)目標として、2015年度までに国・地方の基礎的財政収支(プライマリー・バランス、PB)の赤字の対GDP比を2010年度の水準から半減し(目標水準3.2%)、2020年度までに国・地方のPBを黒字化すること、が掲げられている(図表11参照)。このような中、2013年度予算政府案においては、国の一般会計のPB赤字に関して、2012年度の24.9兆円(対GDP比5.2%)から、2013年度においては23.2兆円(対GDP比4.8%)と、前年度比1.7兆円減(同6.8%減)改善する見込みが示された³⁷。

³⁵ 安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月、1頁、齋藤通雄「物価連動債の発行再開に向けて海外投資家ニーズに応えると同時に国内需要喚起も期待」『金融財政事情』第63巻第17号、金融財政事情研究会、2010年4月30日、39頁。

³⁶ 日本銀行「『物価安定の目標』と『期限を定めない資産買入れ方式』の導入について」2013年1月22日。

³⁷ 一般会計(当初)ベース。いずれも年金国庫負担2分の1ベース。(出所:財務省「25年度予算のポイント」2013年1月29日、2頁)

図表 11 財政運営戦略：財政健全化目標（2010年6月22日閣議決定）

収支（フロー）目標	残高（ストック）目標
(1) 国・地方の基礎的財政収支（プライマリー・バランス） <ul style="list-style-type: none"> 遅くとも2015年度までに赤字対GDP比を2010年度から半減 遅くとも2020年度までに黒字化 	2021年度以降において、国・地方の公債等残高の対GDP比を安定的に低下させる
(2) 国の基礎的財政収支：上記と同様の目標	
(3) 2021年度以降も、財政健全化努力を継続	

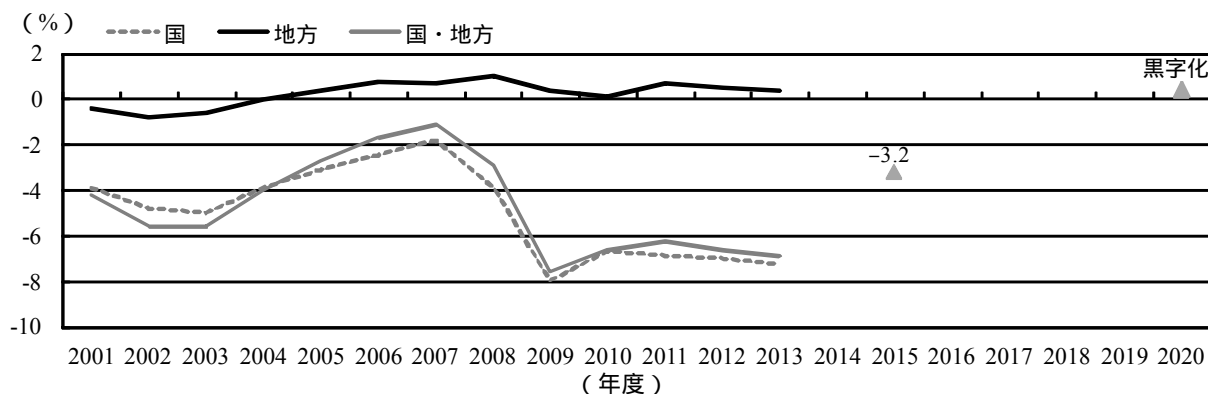
（注）内外の経済の重大な危機等により目標の達成等が著しく困難と認められる場合には、達成時期等の変更等の適切な措置。

（出所）財務省『日本の財政関係資料』2012年9月、29頁

（https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_2409.pdf）

しかしながら、2013年2月28日に開催された経済財政諮問会議では、財政健全化目標で参照されるSNAベースの国・地方のPB赤字が、2012年度の31.3兆円程度（対名目GDP比6.6%程度）から、2013年度には33.9兆円程度（対名目比6.9%）に悪化する見込みが示された³⁸（図表12参照）。PB赤字の拡大見込みは、「2012年後半における経済の弱い動きや『緊急経済対策』による歳出の増加」³⁹が背景とされている。

図表 12 国・地方のプライマリー・バランス（対GDP比）の推移【SNA】



（注）1. 2001年度から2011年度の財政収支及びプライマリー・バランスについては、内閣府「平成23年度国民経済計算」（2005年基準）より作成。2012年度、2013年度については内閣府推計値。

2. 2011年度から2013年度については、復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース。

3. 2015年度及び2020年度の数値は、プライマリー・バランスに関する財政健全化目標に基づく（2015年度までに国・地方のプライマリー・バランス赤字対GDP比を2010年度の水準から半減（目標水準-3.2%）、2020年度までに国・地方のプライマリー・バランスを黒字化）。

（出所）内閣府「国・地方のプライマリー・バランス等の推移」2013年2月28日、1頁、内閣府「足元の経済財政の状況について」2013年2月28日、2頁、より野村資本市場研究所作成

（http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2013/0228/sankou_02.pdf、

http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2013/0228/shiryo_01.pdf）

³⁸ 2011年3月に発生した東日本大震災に伴う復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース。（出所：内閣府「足元の経済財政の状況について」2013年2月28日、3頁）

³⁹ 内閣府「足元の経済財政の状況について」2013年2月28日、2頁。

国・地方のPBの推移をみると、バブル経済崩壊後の1992年度に赤字に陥り、2000年代前半に一旦回復基調に入ったものの、金融危機等に伴う実体経済の悪化及び相次ぐ経済対策を受けて2009年度に大きく悪化した。その後、2010～2011年度にかけて一旦改善傾向を示したが、2012年度からは数値が再び悪化しており、2015年度までのPB赤字(対GDP比)半減や2020年度までのPB黒字化といった財政健全化目標の達成に大きなハードルが存在していることが改めて浮き彫りとなった。

なお、国よりも地方のPBが比較的安定しているのは、(1)中央政府から地方交付税や国庫支出金等の財政移転が存在すること、(2)多くの地方公共団体が1990年代から財政健全化に取り組んできたこと、(3)中央政府の方が地方公共団体よりも、その時々的情勢に応じた財政政策をより大きく、かつ迅速に出動する傾向があること、等が背景と考えられる。

・今後の見通し 経済再生と財政の持続可能性確保の両立に向けて

2013年度予算政府案においては、現政権発足後約1ヵ月という短期間で策定されたものの、財政規律や財政の持続可能性を意識した内容となったと言えよう。特に、国債管理政策で示された国債整理基金残高の圧縮による借換債の発行抑制やカレンダーベースの国債における平均償還年限の長期化は、借換債の増加を通じた将来の利払費の増大圧力を軽減させるといった意味で評価に値する。

しかしながら、日本においては、G7諸国の中でも突出した債務残高(対GDP比)を抱える上、税収が大幅に伸びることを期待できない中、財政の脆弱化・硬直化のペースが加速している。このような中、日本ソプリンの信用力は依然として下方圧力に晒されているのは言うまでもない。

日本ソプリンの自国通貨建て格付け(2013年3月末現在)は、主要国際格付会社のうち、ムーディーズ及びスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が「Aa3/AA-」とし、フィッチは2012年5月22日に「A+」に引き下げている状況となっている⁴⁰。これ以上の格下げが起きた場合、日本国債の大部分を保有する国内投資家に対する直接的な影響はそれほど及ばないとみられるものの、海外投資家等に関しては、日本国債への投資や日本の企業・金融機関等の与信においてより厳しいスタンスで臨むことにもつながりかねないと考えられる。海外投資家の多くが懸念材料と考えるのは、格下げに伴う日本国債のパーゼルII若しくはパーゼルIIIの自己資本比率規制におけるリスク・ウェイトの上昇の可能性とみられる。

自己資本比率規制のリスク・ウェイトにおける日本国債の取扱いにおいて、標準的手法採用であれば、国内金融機関に関しては、円建てのエクスポージャーは、金融庁の告示に基づき、ゼロとされる⁴¹。しかしながら、海外においては、パーゼル委員会のルールに基づき、

⁴⁰ 格付け見通し(アウトルック)は2013年3月末現在、ムーディーズが「安定的」、S&Pが「ネガティブ」、フィッチが「弱含み」としている。

⁴¹ 「日本国政府及び日本銀行向けの円建てのエクスポージャーのうち円建てで調達されたもののリスク・ウェイトは、0パーセントとする。」(出所：金融庁「銀行法第14条の2の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準(平成18年金融庁告示第19号)」)

格付け若しくは輸出信用機関（Export Credit Agencies、ECAs）のカントリー・リスク・スコアの水準に基づき、リスク・ウェイトが決定される（図表 13 参照）。格付けに基づき、リスク・ウェイトを決定する際、日本ソプリンの場合、複数の外部信用評価機関（ECAI）が格付けを付与しているため、複数評価の基準が適用される。具体的には、当該金融機関が採用している適格格付機関の格付けに基づくリスク・ウェイトのうち、低いほうから 2 番目のものを適用することとなる。そのため、仮にフィッチ以外の主要国際格付会社のうち 1 つ以上が日本ソプリンの格付水準をシングル A 格に引き下げた場合、基本的には、リスク・ウェイトは 0% から 20% に上昇することになると解釈される（図表 14 参照）。仮に、このような事態が発生した場合、海外投資家が、投資の選択肢としての日本国債をより厳しく選別する可能性があると思われ。

図表 13 中央政府向け債権（抜粋）

A. 各債権										
1. 中央政府向け債権										
第53条 中央政府及び中央銀行向けエクスポージャーには、次表のとおりリスク・ウェイトを適用する。										
信用評価	AAA	AA-	A+	A-	BBB+	BBB-	BB+	B-	B-未満	無格付け
リスク・ウェイト	0%		20%		50%		100%		150%	100%
第54条	各国の裁量により、自国通貨建ての自国通貨で調達された中央政府若しくは中央銀行向け債権には、より低いリスク・ウェイトを適用することができる。この裁量が行使された場合には、他の監督当局も監督下の銀行に対し、当該通貨建ての当該通貨で調達された当該国の中央政府（若しくは中央銀行）向け債権に、同じリスク・ウェイトの適用を認めることができる。									
第55条	中央政府向けリスク・ウェイト付与については、監督当局の裁量により、輸出信用機関（ECAs）が中央政府に付したカントリー・リスク・スコアを利用することができる。リスク・ウェイトが適格となるためには、ECA はリスク・スコアを公表し、経済開発協力機構（OECD）方式に従う必要がある。金融機関は、自国の監督当局が承認した個別の ECA が発表したリスク・スコア若しくは「公的支援輸出信用アレンジメント」に加盟する ECA の合意に基づくリスク・スコアの使用を選択できる。OECD 方式は、最低輸出保険料と関連付けて 8 つのリスク・スコアに区分している。これらの ECA のリスク・スコアは、次表のとおりリスク・ウェイト分類に対応している。									
ECA リスク・スコア	0	1	2		3		4		6	7
リスク・ウェイト	0%		20%		50%		100%		150%	

（出所）Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework Comprehensive Version*, Bank for International Settlements, June 2006, pp.19-20、より野村資本市場研究所訳（<http://www.bis.org/publ/bcb128.pdf>）

図表 14 複数評価

第96条	ある特定の債権に対し、金融機関が選択した外部信用評価機関（ECAI）による評価が 1 つしかない場合には、その債権のリスク・ウェイトを決定する際にその評価が用いられる。
第97条	金融機関が選択した ECAI による評価が 2 つあり、異なるリスク・ウェイトに対応している場合には、高いほうのリスク・ウェイトを用いる。
第98条	異なるリスク・ウェイトに対応する評価が 3 つ以上ある場合には、最も低いほうから 2 番目のリスク・ウェイトを参照し、そのうち高いほうのリスク・ウェイトを適用する。

（出所）Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework Comprehensive Version*, Bank for International Settlements, June 2006, p. 29、より野村資本市場研究所訳（<http://www.bis.org/publ/bcb128.pdf>）

加えて、日本ソブリンの格付けが引き下げられた場合、過去の傾向を踏まえると、日本ソブリンと関係が深い発行体（典型的には地方公共団体・政府系機関、公益セクター、金融機関等）の格付けが同時に引き下げられることも想定される。そのような場合、（１）格付けが引き下げられた発行体の債券の流通市場でのクレジット・スプレッドの拡大や調達金利の上昇、（２）格付けが引き下げられた日本の金融機関・企業等に対する与信スタンスの変化、（３）海外投融資・貿易等におけるカントリー・リスク判断の変化、等といった間接的な影響が及ぶ可能性があると考えられる。

日本政府は今後、（１）日本経済再生本部に設置した産業競争力会議において、野心的な成長戦略を、2013年半ばを目途に策定、（２）経済財政諮問会議において、年央に新政権としての経済財政運営の基本方針（「骨太方針」）を取りまとめ、（３）経済再生に資する観点から積極的に規制を見直し、出来るものから実現する仕組みを設置、といったスケジュールを抱えている⁴²。

この中で、日本政府が「経済の再生と中長期的に持続可能な財政の双方を実現する道筋」を適切かつ明確に示せるか、が日本ソブリンの格付けの下方圧力から払拭するために不可欠になると考えられる。財政の観点からは、健全化の主な手段として、（１）歳出削減、（２）歳入拡大、（３）経済成長、（４）公的資産見直し、が挙げられる⁴³。この中では、経済成長による税収の自然増が最も政治的なプレッシャーが少ない解決策とも考えられる。しかしながら、仮に高い経済成長を実現し、税収が増加しても、社会保障関係費等に物価上昇の影響が及んだり、名目成長が国債金利を上昇させ、国債の利払費が増大するといった歳出へのネガティブな影響が及ぶ場合もある⁴⁴。さらに、国債金利の上昇は、国債の大部分を保有する国内金融機関にとっても時価評価の低下等の影響が懸念されることになる。このような状況に鑑みると、（１）硬直化した歳入・歳出構造の是正（社会保障の見直しや税制改革等）（２）民間需要主導による実質成長の実現、（３）全要素生産性（TFP）の引上げ等を通じた付加価値の向上、などを踏まえた包括的な政策を迅速かつ効果的に講じることがカギになると予想される。

⁴² 首相官邸「日本経済再生に向けた緊急経済対策」。

⁴³ 小池拓自「財政再建のアプローチを巡って 歳出削減・歳入拡大・経済成長」『レファレンス』第61巻第3号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2011年3月、41-42頁。

⁴⁴ 財務省「経済成長による財政収支の改善」。

《参考文献》

- ・ 安達茂弘・永田久美子「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」『PRI Discussion Paper Series』No.07A-9、財務省財務総合政策研究所、2007年6月
(http://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron173.pdf)
- ・ 江夏あかね『日本の復興と財政再建への道』学文社、2012年
- ・ 齋藤通雄「物価連動債の発行再開に向けて 海外投資家ニーズに応えると同時に国内需要喚起も期待」『金融財政事情』第63巻第17号、金融財政事情研究会、2010年4月30日、38-41頁
- ・ 白塚重典「わが国の量的緩和政策の経験 中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」『フィナンシャル・レビュー』第99号、財務省財務総合政策研究所、2010年2月、35-58頁
(http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list5/r99/r99_035_058.pdf)
- ・ 藤木裕「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」『金融研究』第19号第2号、日本銀行金融研究所、2000年6月、31-72頁
(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk19-2-2.pdf>)
- ・ 持田信樹『財政学』東京大学出版会、2009年