

国債利回り上昇で「日銀が信用失墜、国債も  
円相場も暴落する」というトンデモ論を斬る  
～政府債務の長期的持続可能性の条件を考える～

「責任ある積極財政を推進する議員連盟」

2023年3月1日15:00～16:00pm

於：衆議院議員会館会議室

竹中正治

龍谷大学、経済学部教授

京都大学博士(経済学)

takenaka1221@yahoo.co.jp

1、「インフレで国債利回りが上昇すると日銀が債務超過になり、信用失墜で円債も円相場も暴落する」？

2、「国債発行残高(グロス)は1026兆円(2022年度末見込み)国債利回りが平均1%上昇すると、利払いだけで年間10兆円余の負担が増え、政府債務は雪ダルマ式に膨張する」？

3、「大きすぎる政府債務が民間の投資をクラウドディングアウトしている」？

# 1、「インフレで国債利回りが上昇すると日銀が債務超過になり、信用失墜で円債も円相場も暴落する」？

- ①国債利回り上昇で日銀の債券保有に巨額含み損 ○
- ②日銀債務超過 ×
- ③日銀信用失墜 ××
- ④円債も円相場も暴落 ××

## ①日銀が保有する短期から長期までの国債残高は564兆円 (2022年12月末時点)

日銀の雨宮正佳副総裁が国会で今年2月2日に明らかにした試算によると、市場利回りが1%上昇した場合の含み損は28.6兆円、2%で52.7兆円(この試算から逆算できる日銀の保有国債の平均残存期間は5年強)。(債券価格と利回りは逆に動く)

国債利回り1%の上昇で、日銀の自己資本(4.7兆円)、株式等の含み益(14.7兆円、2022年3月時点)の合計を越える含み損が生じる。

②しかし日銀は償還期日まで保有の国債は時価評価の適用からはずしているので、決算上債務超過にはならない。

「決算上債務超過にならなくても、時価評価すれば債務超過ということが日銀の信用失墜を招かないか？」

### ③日銀の信用失墜？

#### そもそも「信用失墜」とは何か？

信用失墜とは、債務者が債務の返済(マネーの支払い)をできなくなる、あるいは「できなくなるのではないか」と懸念されること。

ところが日銀のバランスシートの最大の負債(債務)は、(a)民間銀行が日銀においている当座預金残高(525兆円、2023年1月末)と(b)日銀券発行残高

日銀が債務超過であるかどうかに関わりなく、民間銀行は自行の日銀当座預金から他行の当座預金に振り替え、決済できる。また民間銀行は当座預金残高を何の制約もなく日銀券に換えて引き出せる。

(a)+(b)の残高は「ベースマネー」と呼ばれている。つまり日銀の負債サイドは「マネー」そのものであり、その支払い不能を案じること自体がナンセンス。民間経済主体と政府・中銀の根本的な違いがわかっていない。

2、「国債発行残高(グロス)は1026兆円(2022年度末見込み)国債利回りが平均1%上昇すると、利払いだけで年間10兆円余の負担が増え、政府債務は雪ダルマ式に膨張する」

政府債務の大小は名目GDPとの比較で判断するのが常識  
政府債務の対GDP比率が上がり続ける場合は、長期的に持続不能であり、債務比率が横ばい、あるいは低下するなら持続可能と判断できる。

それを決める要因は3つ

①プライマリーバランス

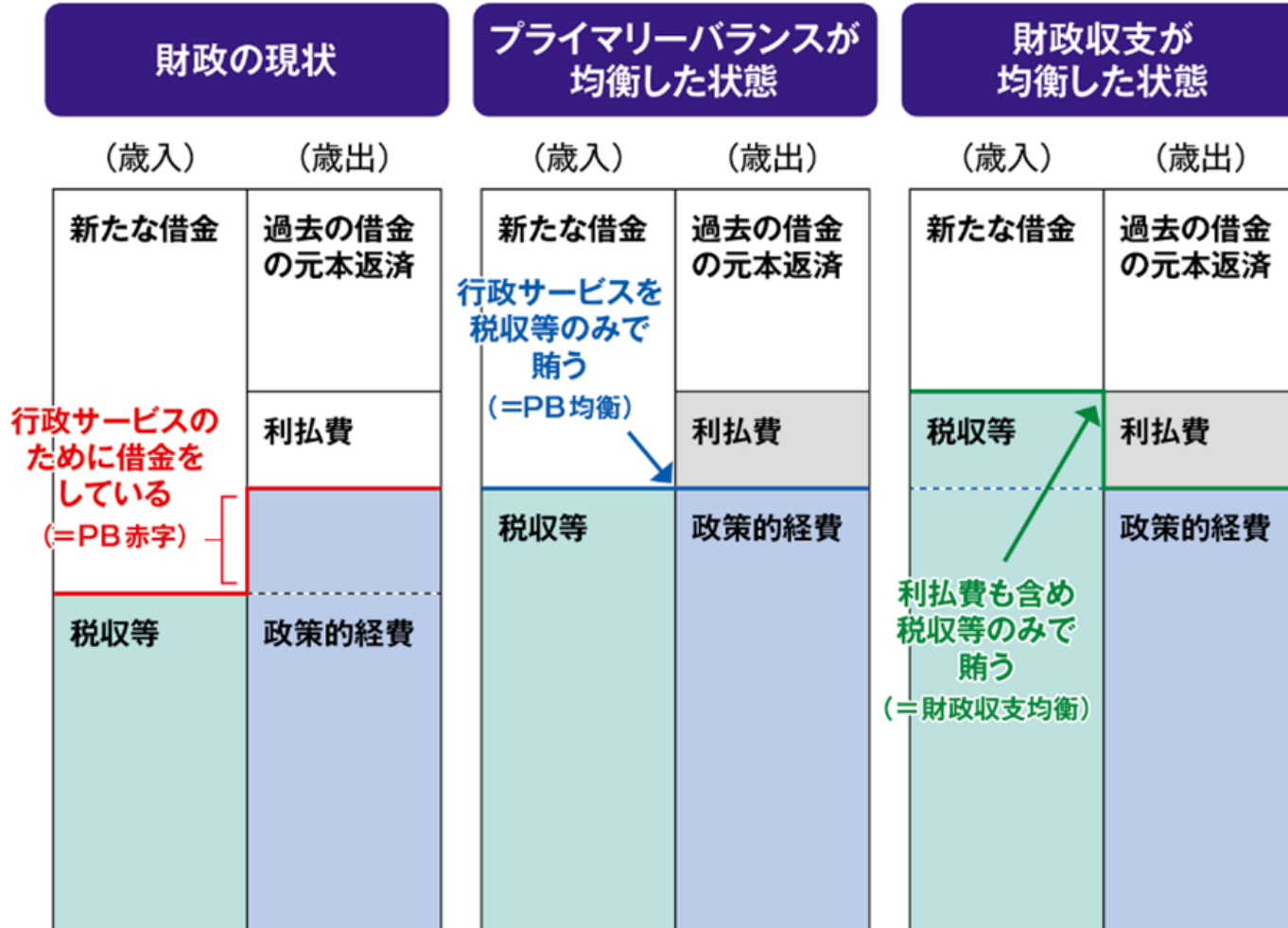
②名目成長率

③国債平均利回り

財政論における「ドーマーの条件」

# プライマリー・バランスと財政収支

図は財務省サイト「財政を考える～参考資料3、プライマリーバランスとは何か～」より



## 例:名目GDP100兆円、政府債務100兆円

(a) 名目成長率(2%) = 国債平均利回り(2%)

10年後の名目GDP:121.9兆円 (=  $100 \times 1.02$  の10乗)

政府債務:121.9兆円

**政府債務比率100%**

(b) 名目成長率(3%) = 国債平均利回り(2%)

10年後の名目GDP:134.4兆円 (=  $100 \times 1.03$  の10乗)

政府債務:121.9兆円

**政府債務比率90.7%** (=  $121.9/134.4$ )

(c) 名目成長率(2%) = 国債平均利回り(3%)

10年後の名目GDP:121.9兆円 (=  $100 \times 1.03$  の10乗)

政府債務:134.4兆円

**政府債務比率110.2%** (=  $134.4/121.9$ )



# 名目GDP成長率と国債平均利回りの関係に関する過去の議論

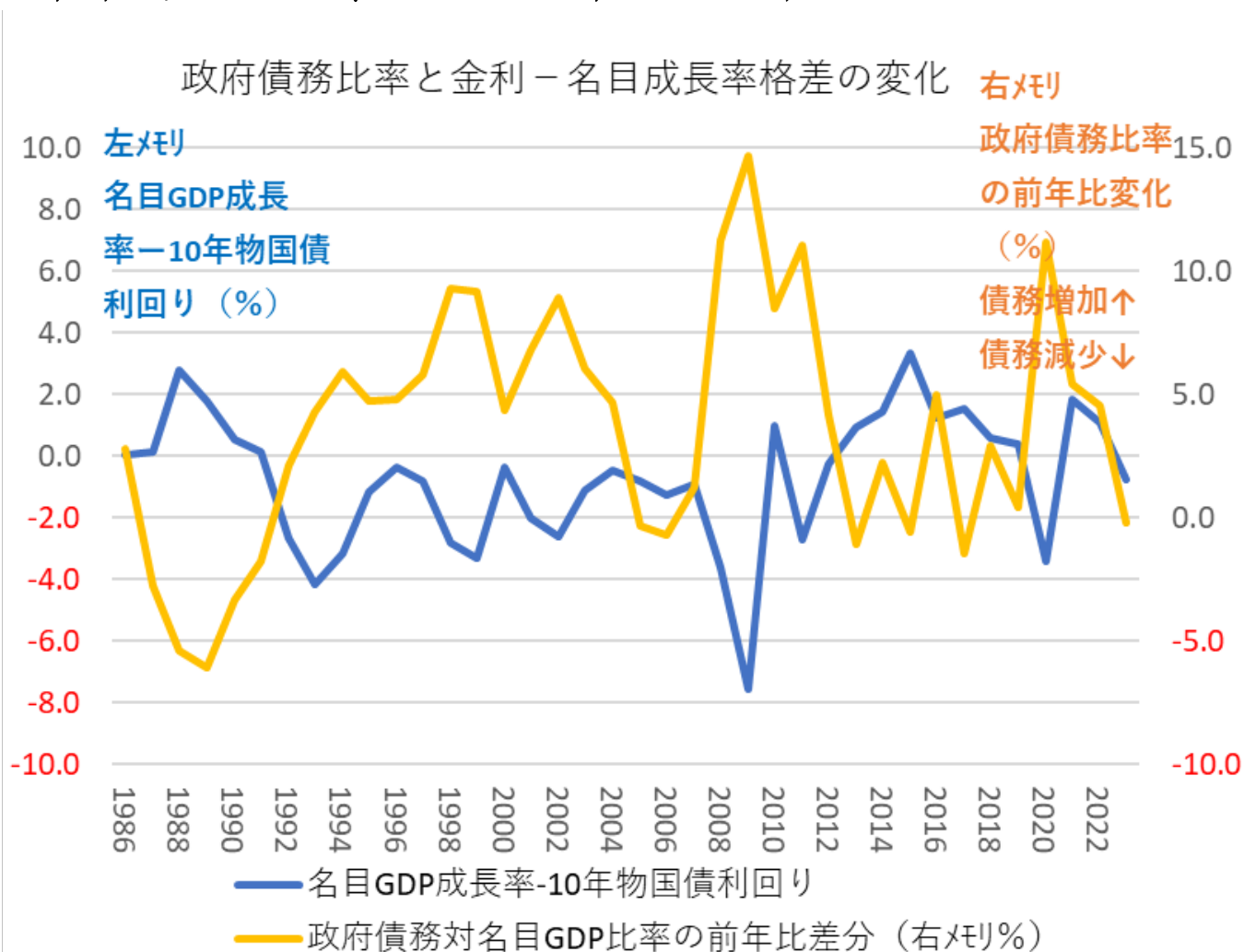
小泉政権時代の経済財政諮問会議で、当時の竹中平蔵氏（総務相）と与謝野馨氏（経済財政・金融相）、吉川洋氏（東京大学教授）との間でちょっとした論争があった。

竹中氏は、名目GDP成長率と国債平均利回りは、緩和的な金融政策の効果も加えれば、長期的には同じ水準になることを前提に、PMバランスが黒字化すれば政府債務比率は低下し、財政は改善すると説いた。

一方、与謝野氏と吉川氏は、長期国債利回りは名目GDP成長率よりも高いのが常態であり、財政改善のためにより厳しい条件が必要だと説いて、議論になった。

参照「経済財政諮問会議、議事録、2005年12月26日

# 名目GDP成長率と国債平均利回り、政府債務比率の変化の実際 (2000～10年平均: -1.8%、2011～22年平均: +0.5%)

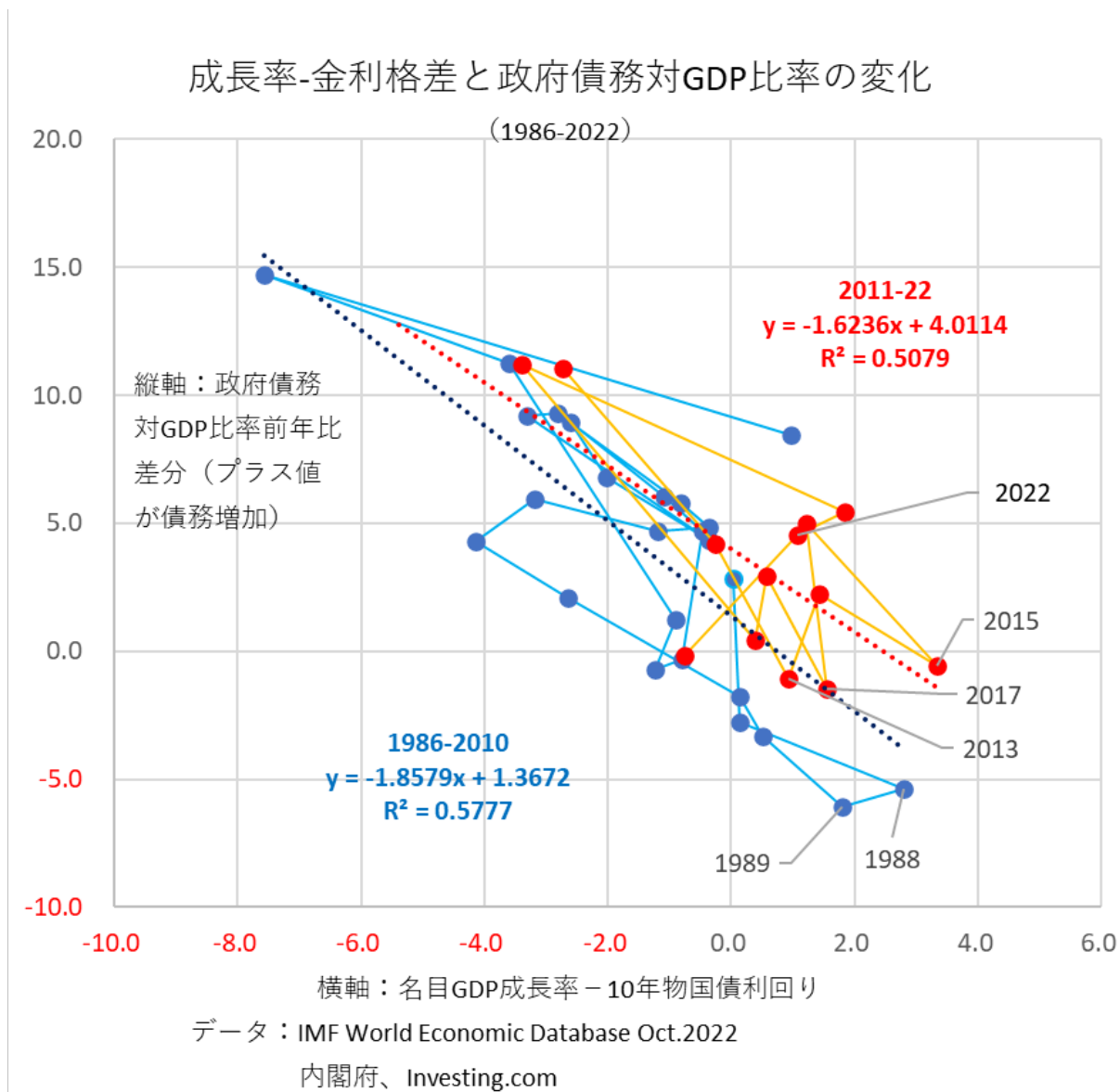


データ：IMF World Economic Outlook Database Oct.2022

Investing.com

# 前ページデータの単回帰図

## 相関係数マイナス0.7以上の高い負の相関関係



**1980年代後半:**この時期は国債利回りも高かったが、名目GDP成長率はそれ以上に高く、かつPMバランスは若干ながら黒字だったため、政府債務比率が低下した。

**2013～17年(アベノミクス・景気回復期):**PMバランスは若干の赤字だったが(GDP比率で2～3%)、デフレ脱却で名目成長率がある程度回復すると同時に日銀の長期国債大規模購入が利回りを低下させたので、政府債務比率の推移はほぼ横ばいになった。

**リフレ政策の主効果:**景気刺激的な財政政策で名目GDP成長率を高めながら緩和的な金融政策で国債利回りを抑制気味に操作する→民間の投資と消費を押し上げる。

**リフレ政策の副効果:**「名目GDP成長率 > 国債平均利回り」で政府債務比率を安定化させる。

3、「実証分析でも、巨額な政府債務を抱える国では経済成長が低迷する傾向があることは確認されている。・・・政府債務が増大すれば、民間投資に向かう資金はおのずと減少する。その削減は、持続的な成長を実現するために不可欠といえる。」

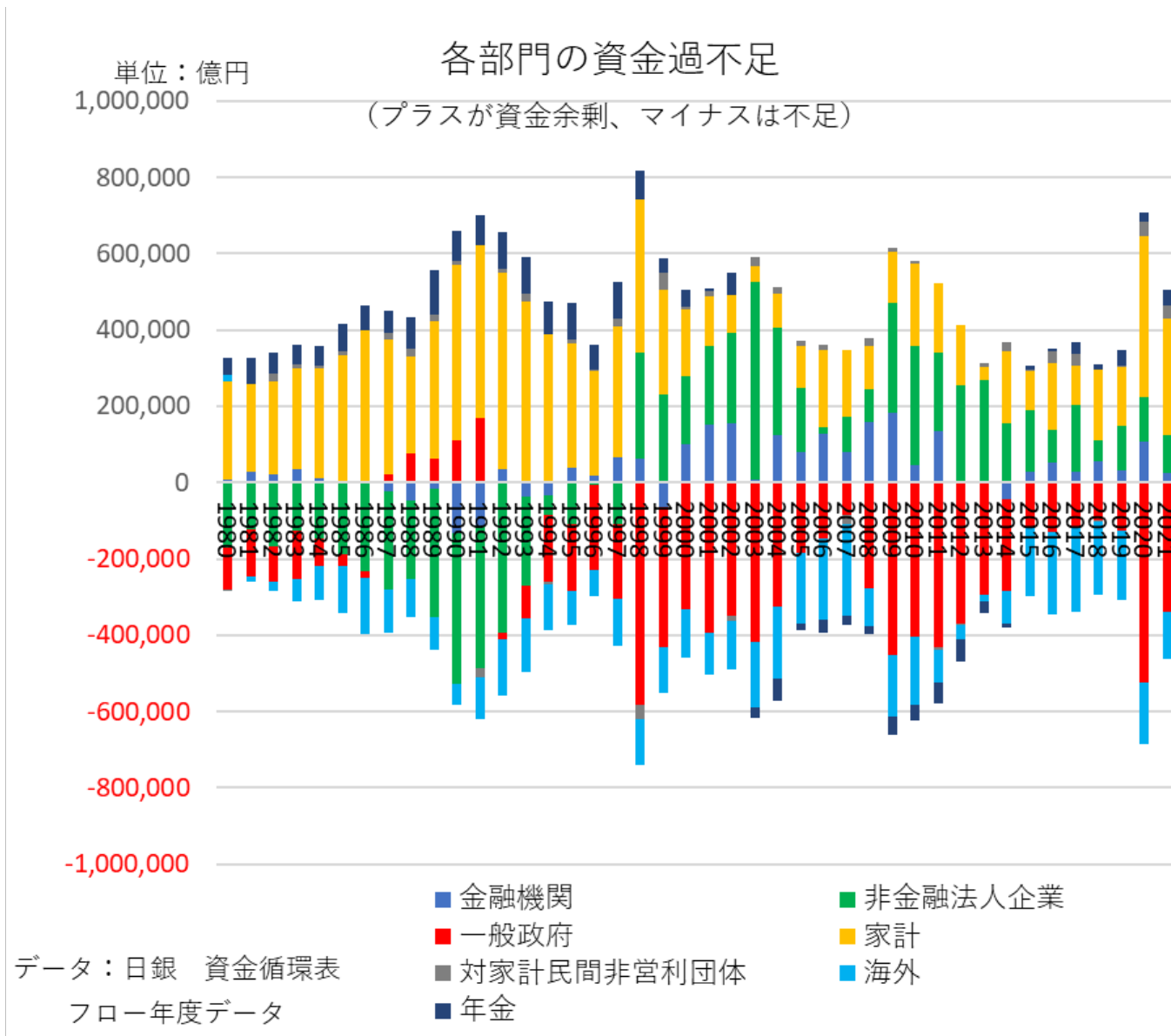
(福田慎一東京大学教授、日本経済新聞「経済教室」2023年2月6日)

果たして日本にクラウドイング・アウト論は適応できるか？否

日本については因果関係が逆ではないかと思う。そもそも日本政府の債務増加が民間投資の資金調達と競合するクラウドイング・アウトを起こしているのならば、国債利回りの上昇が起こるはずだ。

ところが10年物国債利回りは2013年のアベノミクス始動以前から1%を割れ込む低利回りが常態化していた。むしろ企業の投資意欲の減退こそが日本経済の成長率低下の主因だろう。

# 企業の投資意欲の減退こそが日本経済の成長率低下の主因



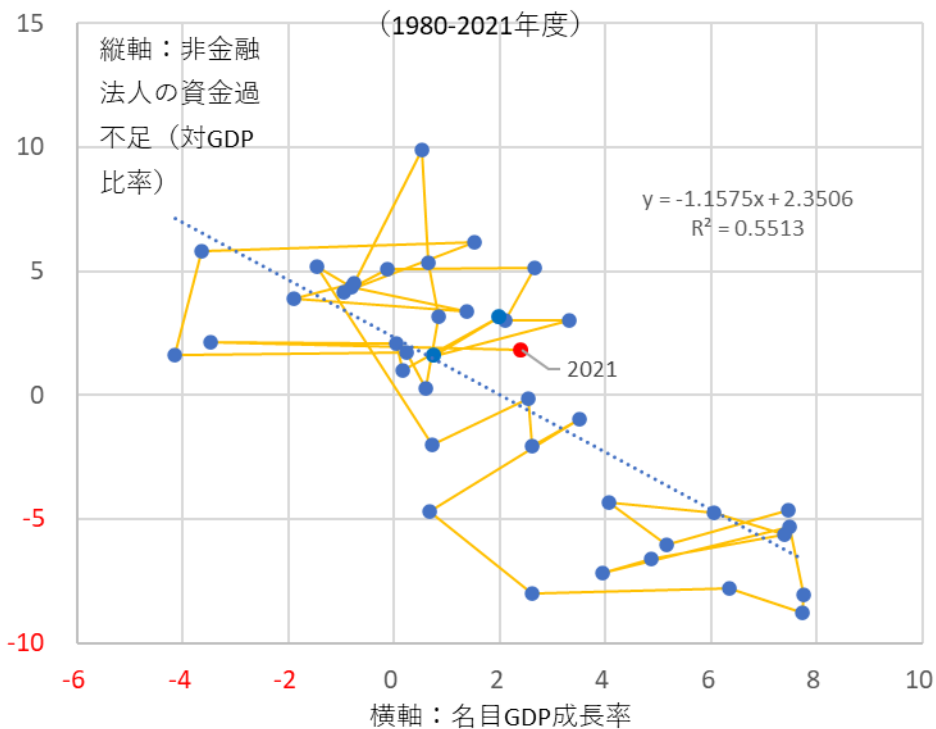
**趨勢的な変化:** 緑色の企業部門は90年代前半までは貯蓄不足(投資超過)だったが、90年代後半以降、貯蓄超過(投資不足)に転じた。その結果、民間部門全体では90年代後半以降、貯蓄超過幅が拡大し、それに対応するように赤色の政府部門の貯蓄不足(財政赤字)が拡大している。

**循環的な変化:** 企業の資金収支は名目GDP成長率の変化に対して有意な負の相関関係がある。特に企業が貯蓄超過、政府が貯蓄不足に目立って変化した時期は、1998年、2002年、2009年と深刻な景気後退期、あるいはその直後の時期だ。これを政府の財政赤字が企業の貯蓄を締め出した(クラウドアウトした)と考える人はいないだろう。

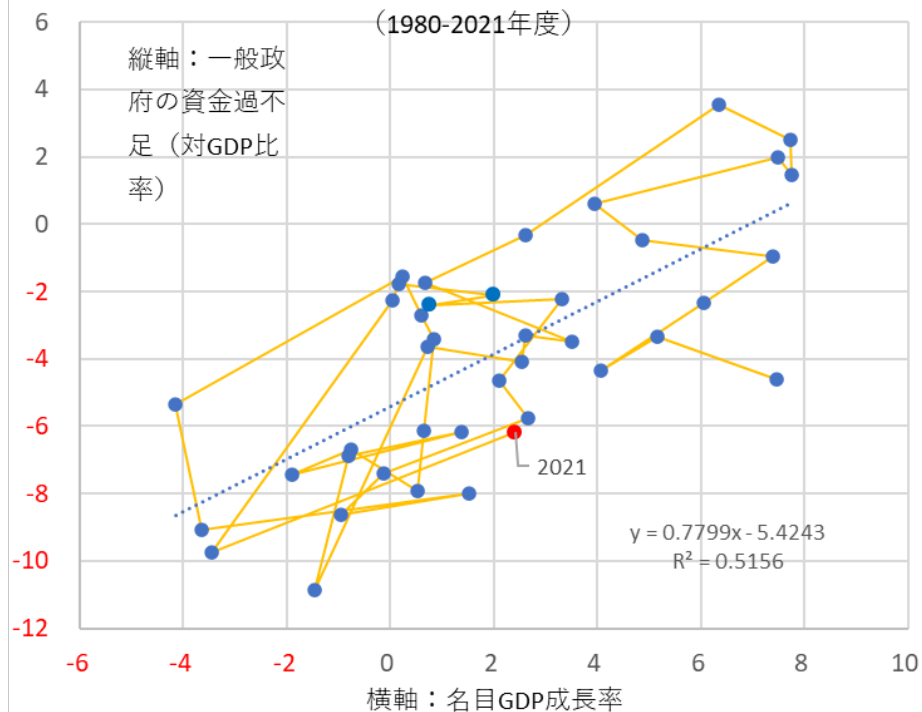
つまり景気が悪くなると(名目成長率が下がると)企業は投資支出を減らし、貯蓄超過方向(図表上プラス)に動く。両者の関係は負の相関。一方、政府は景気が悪くなると税収が減ると同時に景気対策の支出増加で財政赤字を広げる(貯蓄不足拡大、図表上マイナス)。両者の変化は正の相関。

# 名目GDP成長率と企業部門、政府部門の資金収支の変化は対照的

名目GDP成長率と非金融法人部門の資金過不足



名目GDP成長率と一般政府部門の資金過不足





ならば政府債務の積み上がりは問題がないか？  
実は問題である。

経済的に現在より将来豊かになるためには、広義の投資活動が欠かせない。これは単に設備投資や住宅建設のみならず、教育、科学・技術開発、新しいビジネスモデルによる新規事業など将来の経済的なアウトプットを豊かにする広義の投資活動だ。

現在生まれる総所得の中から、こうした広義の投資活動に割かれる比率が高いほど、経済成長率は高まる。その活動は、政府が補完・支援しながら、民間企業部門の投資が主軸になるはずだ。

こうした投資の活性化はアベノミクスの「3本の矢」のうち「成長戦略」が担う課題だった。ところが成長戦略が不発・不十分のまま、現状を維持するためだけに莫大な政府予算が投じられ、政府債務が累積してきた。

今後、脱デフレが定着すれば、名目GDP成長率3% (= 実質GDP成長率1% + インフレ率2%)、国債平均利回り1%程度で「名目GDP成長率 > 国債平均利回り」をとりあえず数年程度は持続できる順風が吹く。その間に実質GDP成長の向上のための投資活性化ができるかどうかが肝心。

## 参考一覧

竹中正治 「『金利上昇で日本銀行は破綻』という、メディアが騒ぐ『トンデモ論』を斬る  
～金融・財政の原則無視の俗説に騙されるな～(前編)」 現代ビジネスオンライン、2023年2月6日

竹中正治 「『国債利回り上昇に日本の財政は耐えられない』の短絡、嘘を暴く」  
～金融・財政の原則無視の俗説に騙されるな～(後編) 現代ビジネスオンライン、2023年2月6日

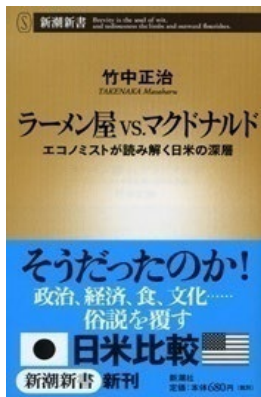
竹中正治 「インフレと金利上昇で『日本財政が破綻する』は本当か？」ダイヤモンド・オンライン、  
2023年2月28日

福田慎一 「財政政策と国債増発の行方(上)日銀依存の債務拡大 転機も」日本経済新聞「経済教  
室」2023年2月6日

植田和男 「自己資本と中央銀行」2003年度日本金融学会秋季大会、記念講演要旨、2003年10月  
28日

経済財政諮問会議、議事録、2005年12月26日

藤巻健史 「日本円の紙くず化は避けられない…『事実上の利上げ』の次に日銀を襲う『債務超過』  
という最悪の危機」プレジデント・オンライン、2022年12月28日



2008年9月(単著)  
新潮新書



2008年12月(単著)  
光文社



2009年9月(共著)  
PHP研究所

## 近年の著作



## 資産形成のための 金融・投資論

黄金の波に乗る知の技法



2010年2月(単著)  
日本経済新聞出版社



2012年2月(単著)  
晃洋書房



2013年5月  
光文社(単著)

2020年10月  
Kindle 500円