NAD Monthly Report.

Market Flash

日本の財政は大丈夫か！？　No2
～日本国債の金利上昇～

2025.10

日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.

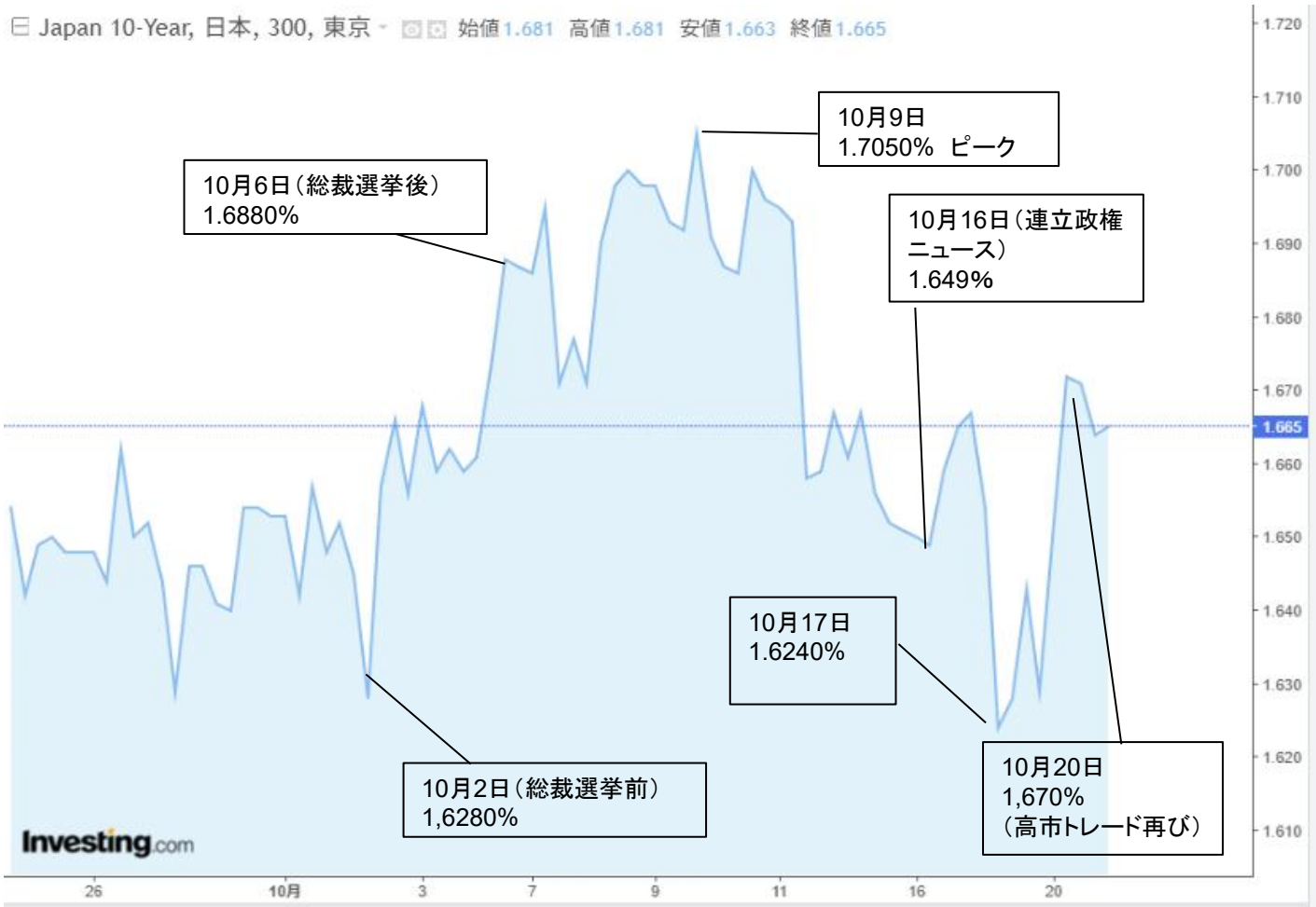
Market Flash

2025.10

～高市トレードはどうなるか？～

自民党の総裁選挙により日本国債市場にも大きな影響が出ている。総裁選挙前の10年物国債金利は1.6280%水準で推移していたが、高市氏が新総裁に選出された後の10月6日には1,6880%、更に10月9日には1.7%を超える水準まで金利が上昇した。これは高市氏が経済拡大を重視し、財政出動による景気刺激策への期待感が高まったからである。財政出動により財政健全化が後退するとの思惑からの金利上昇である。30年国債は3.29%と過去最高を更新した。
しかし、その後、公明党が連立政権を離脱したことから一気に政局不安が表面化、高市トレードが巻き返され、更に、日本維新の会との連立政権のニュースが流れた10月16日には1.6490%、17日には1.6240%にまで低下した。これは、維新の会は財政健全化を重視していることから一旦高市トレードが巻き返されたものである。
連立政権発表後は、再び高市トレードへの期待感から株式市場は10月20日には1600円以上急上昇して49000円を突破している。10年物国債も再び金いr上昇し1.670%水準まで上昇した。

政局はこれで落ち着いたわけではなく、高市政権も短命で終わる可能性もあり、また、国民民主党の動向などもまだまだ注目される。そうした中、日本国債に対する信用は不安定であり、短命政権が続くようであれば、フランスと同様に、国債の格付けが引き下げられるリスクもある。今後の国債市場動向からも目が離せない状況が続くであろう。



本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～高市トレードはどうなるか？～

自民党と日本維新の会は連立政権の設立で正式合意

＜政策合意内容＞

【経済政策】

・食料品に限り、2年間消費税を免除することを視野に法制化を検討する
・物価高対策としての2万円給付は行わない
・給付付き税額控除の導入については、早急に制度設計をすすめ、その実現を図る

【企業・団体献金の規制強化】

・自民党は「禁止より公開」、維新は「完全廃止」を主張し、課題意識は共有しつつも、現時点では最終結論に至っていない
・政党の資金調達のあり方について議論する協議体を臨時国会中に設置し、第三者委員会でも検討を加え、再来年9月の高市総裁の任期中に結論を得る

【議員定数の削減】

・1割を目標に衆議院議員定数を削減するため、臨時国会において議員立法案を提出し、成立を目指す

【副首都構想】

・副首都構想については、臨時国会中に両党による協議体を設置した上で、早急に検討を行い、来年の通常国会で法案を成立させる

【社会保障政策】

・OTC類似薬など自己負担の見直しなどを進めるとともに、社会保障全体の改革を推進することで、現役世代の保険料率の上昇を止め、引き下げていくことを目指す。社会保障改革に関する両党の協議体を定期開催する

【憲法】

・憲法改正については、緊急事態条項について改正を実現すべく、臨時国会中に両党の条文起草協議会を設置し、来年度中に条文案の国会提出を目指す

【インテリジェンス政策】

・スパイ防止関連法制について、今年検討を始めて、速やかに法案を策定し、成立させる

【外国人政策】

・ルールや法律を守れない外国人に対しては厳しく対応することが、日本社会になじみ貢献している外国人にとっても重要、という考え方に基づき、内閣の司令塔機能を強化し担当大臣を置く

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～高市トレードはどうなるか？～

（野村総研木内氏の見解）
新政権下で早期に実現される経済政策は限定的で多くの政策実現には時間を要す
物価高対策としての2万円給付は行わないとの合意がなされた。既に与野党間で合意されているガソリン暫定税率廃止以外、即効性のある物価高対策は現状では見通せない。

食料品の消費税を2年間ゼロ%とすることの検討も合意内容には含まれたが、実現するとしても数年かかる。年間5兆円の財源確保が難しい中、財政規律を重視する日本維新の会が、無理に消費減税を進めない可能性がある。給付付き税額控除の導入についても、高市氏自身が2～3年かけて検討するとしており、直ぐに実施されるものではない。

社会保障政策では、日本維新の会は一人当たり6万円の社会保険料引き下げと、その財源として年間4兆円の医療費削減を公約にしている。OTC類似薬などを保険適用から外すことについては、既に今年の春の段階で自民党も日本維新の会との協議に応じており、実現可能性はあるだろう。しかし、後期高齢者の医療保険の自己負担を原則1割から3割負担に引き上げることは、自民党は簡単には受け入れられないだろう。さらに、日本維新の会が掲げる保有資産も含めた負担能力に応じて医療費の自己負担を増やすという考えも、実現にはかなりの時間がかかる。両者が連動している医療費の削減と社会保険料引き下げの2つの施策は、高市政権の下で一定程度実現する方向と見たいが、その規模は日本維新の会が掲げる公約よりもかなり小さくなるとみる。

副首都構想についても両党間で前向きな議論がなされるだろうが、計画策定には数年かかるのではないか（コラム「日本維新の会の『副首都構想』は実現するか？：費用は4.0～7.5兆円との試算も」、2025年10月20日）。財源確保が難しいことが明らかになると、首都機能の移転の規模も縮小されていく可能性がある。

このように、新政権下で早期に実現される経済政策は限定的で、多くの政策は実現までに時間がかかるだろう。また、基本的には日本維新の会は小さな政府を掲げる保守政党であり、財政健全化を重視する。さらに、日本銀行の独立性を尊重する。この点で、積極財政政策と金融緩和継続を掲げる高市氏の経済政策に歯止めをかけ、いわゆる高市カラーを弱めることになるだろう。

高市氏の経済政策では、積極財政、金融緩和継続というアベノミクス第1の矢、第2の矢を継承する政策で、一方の日本維新の会は、財政健全化を重視しつつ、成長戦略と社会保障改革を両立させるのが基本姿勢である。教育・子育て支援などの重点分野には支出を集中する一方、歳出改革も進める。財政支出全体の拡大には慎重であり、プライマリーバランス（基礎的財政収支）の黒字化を目指すとしている。また、金融政策については先般の参院選挙の日本維新の会の公約では言及されてはいないが、日本銀行の独立性を尊重しつつ、金融政策の正常化（利上げなど）を容認する姿勢、と考えられる。

こうした日本維新の会の財政政策、金融政策の姿勢は、赤字国債の発行も辞さないとする高市氏の財政政策、日本銀行の利上げを好ましく考えない金融政策の考え方とは異なるものだ。自民党と日本維新の会との連立は高市氏のやや極端な財政、金融政策を弱めることになろう。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

Market Flash

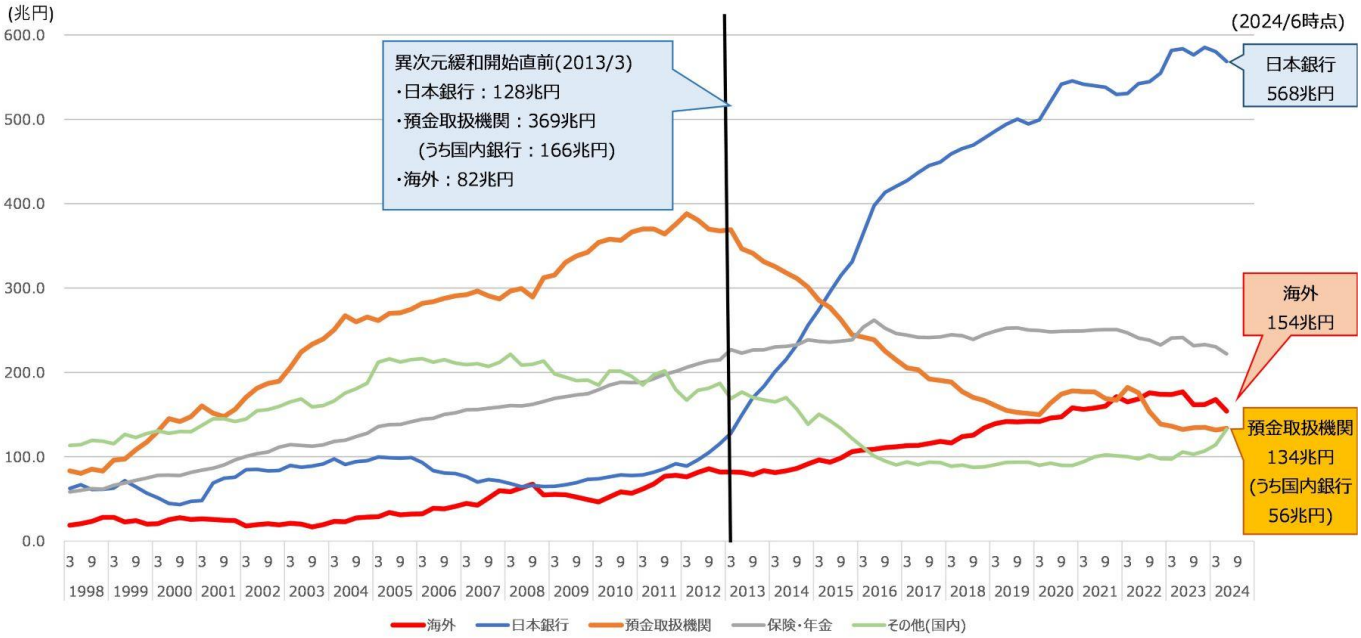
2025.10

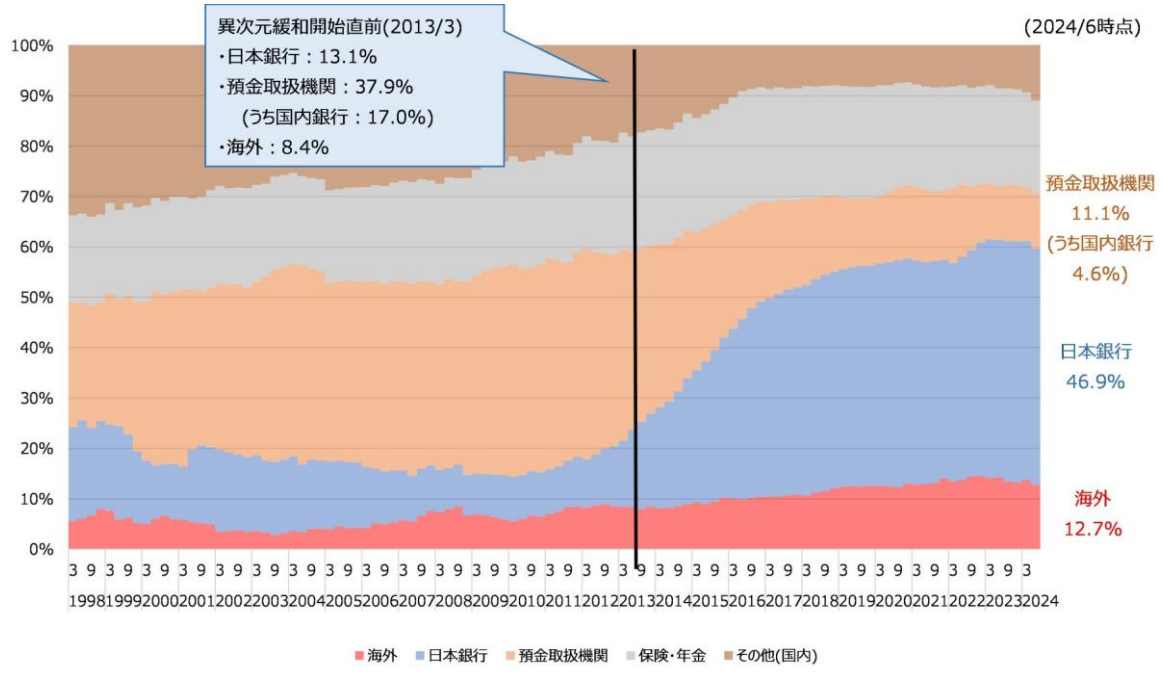
～日本の財政は大丈夫か！？～

今月は日本国債市場の特徴と日本財政についての問題点、日本財政に対する財政健全派とMMT派の論点を整理してみた。

１．日本国債の投資家の特徴

日本国債市場の安定性を支えてきた最大の要因の一つは、厚い国内投資家基盤である。国債の9割以上が国内で消化されてきたという事実は、国際的にも稀有な事例であり、これが「日本はデフォルトしない」との議論を下支えしてきた。しかし近年、日銀の出口戦略、銀行・保険会社のリスク管理強化、海外投資家の存在感拡大などにより、この需給構造は大きな転換点を迎えている。





本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～日本の財政は大丈夫か！？～

（1）国内投資家の役割

日本国債の主要な保有主体は、銀行、保険会社、年金基金、そして日本銀行である。銀行は国債を「安全資産」としてバランスシートに組み込み、保険会社や年金基金は長期の負債に対応するために超長期国債を中心に保有してきた。これらの機関投資家は規制環境と資産運用戦略の両面から国債需要を支えており、その安定性が日本国債の低金利を長らく保証してきた。

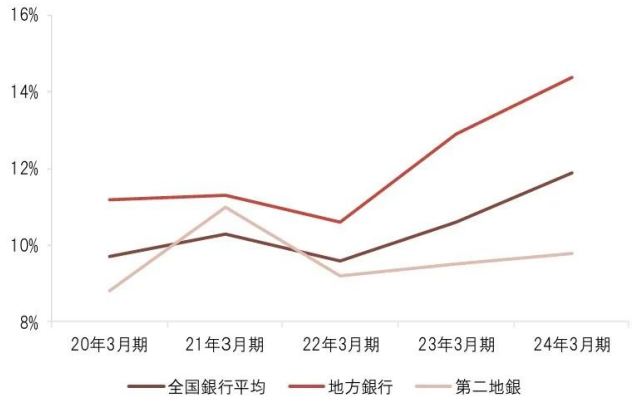
国内投資家の特徴をまとめると次のようになる
- 銀行・信用金庫など金融機関：自己資産運用や担保需要のために大量保有。特に地銀は国債に大きく依存
- 生命保険会社・損害保険会社：長期負債にマッチするため、長期・超長期国債を主に保有
- 年金基金（GPIF含む）：国民年金・厚生年金の運用において国債を安全資産として活用

しかし、マイナス金利政策下での収益悪化や、国際的な自己資本規制の強化により、銀行や保険会社は国債への過度な依存を見直し始めている。特に金利上昇局面では、保有国債の含み損拡大が自己資本に直撃するため、リスク回避的な行動を強めざるを得ない。このため、従来の「安定消化メカニズム」は揺らぎつつある。

＜金融機関の制約＞

第一の制約がIRRBB（バンキング勘定における金利リスク）規制である。これは、金利変動時でも企業価値の下落幅が資本の一定割合以内に収まるよう、金利リスクを抑えることを求めるものだ。国内基準行ではこの比率を20%以内、国際基準行では15%以内に抑える必要がある。国内銀行平均値は2024年3月末時点で12%程度まで上昇しており（下の左図）、これらを元に試算される追加の国債購入余力は100～150兆円程度とみられている。この規制が導入されていなかった頃の銀行保有額の最大値（2013年3月の317兆円）の2分の1以下しか保有できないという計算である。一方で、内閣府の中長期の経済財政見通し（過去投影ケース）によれば、国債の増加幅は2034年までで約189兆円と、これを大きく上回る可能性がある。さらに、銀行の抱える国内債の含み損の問題もある。金利の上昇に伴い、地域銀行では、国内債券の含み損は大幅に拡大しており、2025年3月末時点で2.6兆円に達している（下の右図）。仮に、5年国債利回りが１.5%に上昇すれば、含み損は3.4兆円、純資産比で約10%（税効果考慮後）に達する可能性がある。

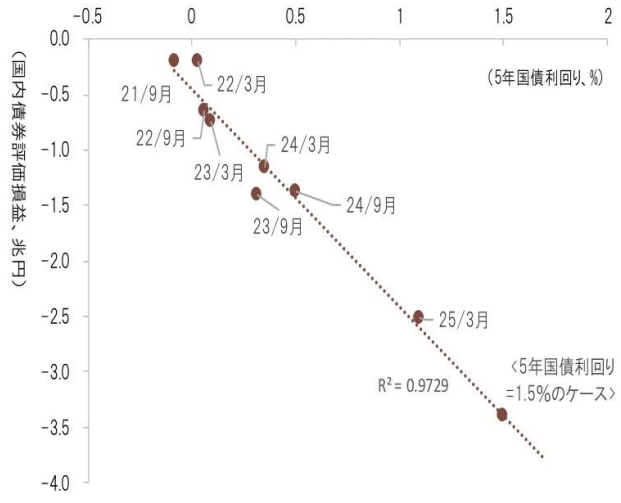
邦銀のIRRBB規制：金利変動時の企業価値変動幅の資本に対する比率　年度、2020年3月期～2024年3月期



出所：各行資料、全国銀行協会、各種ウェブサイト。地方銀行、第二地銀は国内基準行を対象としている。複数の金利変動シナリオの中で最も影響が大きい値をとる「重要性テスト」を基に試算

：地域銀行（第一、第二地銀）の国内債券含み損益

半期、2021年9月末～2025年3月末



出所：全国銀行協会、銀行開示資料、ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成。上場する地域銀行のみを対象とし、国債残高の変動を調整している。R^2値は、決定係数

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～日本の財政は大丈夫か！？～

2）日本銀行の存在とその縮小

2013年以降の異次元緩和によって、日銀は国債の最大の保有主体となった。ピーク時には発行残高の約50%を日銀が保有し、事実上「国債の買い手最後の砦」として機能していた。これにより市場は安定し、政府は巨額の国債を低コストで発行できた。しかし、出口戦略の進展に伴い、日銀は国債購入を縮小し、2025年以降は売却も開始している。

日銀の政策転換は国債需給に大きな不確実性をもたらし、金利上昇圧力の一因となっている。

日銀の保有比率縮小は、二つのリスクを伴う。第一に、需給の空白を埋める投資家が存在しなければ、利回りが急騰する可能性がある。第二に、日銀の国債保有が減少することで、金融政策と財政政策の一体性が弱まり、財政運営がより市場の規律に晒されることになる。

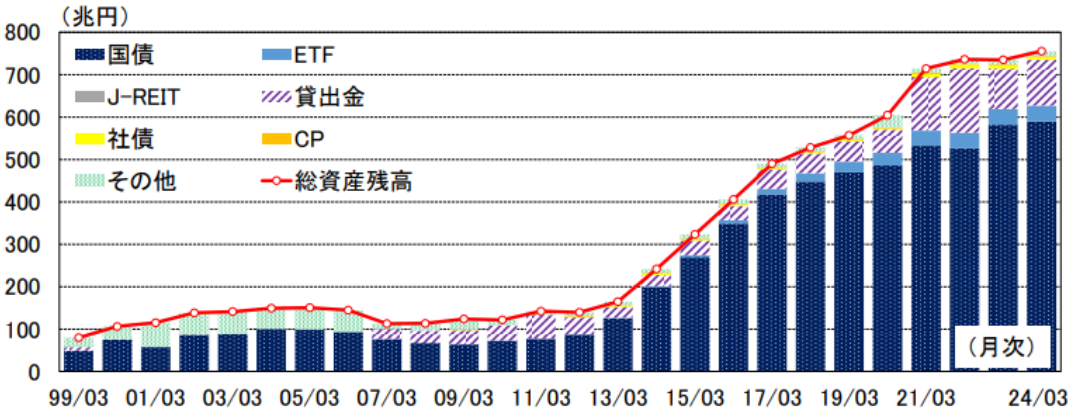
ここで財務省が作成した関連資料をいくつか掲載する

日金の金融資産の急増ぶりは国際的にみても異常な状況といえる

日銀のBS　巨大なBSを抱えた状態で利上げ

- 600兆円近い国債に加えて、満期のないETFやJ-REITを保有
- 前回（2006年）の量的緩和からの出口とは異なる

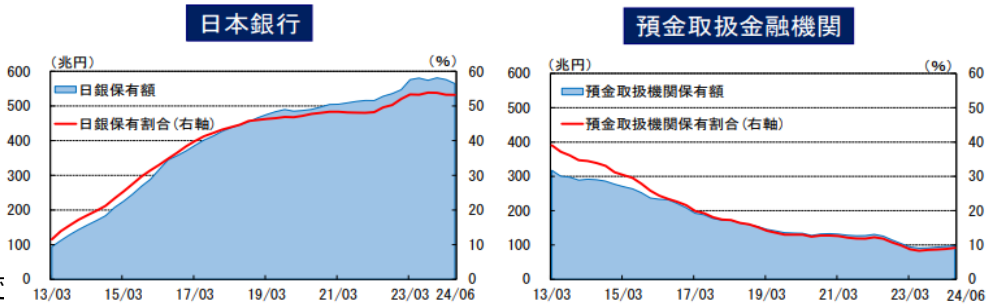
この日銀の買い入れに甘んじた形で財政運営されていることは政治的にも問題があるのではないだろうか



一方で、銀行など金融機関の保有率の低下が顕著である10年以上にわたって減少してきていることの問題点として国債を扱うディーラ人材の育成が全く行われていないことが、今後金融機関が国債保有を増やしていくに当たっての大きな課題となるのではないだろうか

国債保有割合　預金取扱金融機関の保有比率は9%

- 預金取扱金融機関の国債保有額は異時点緩和下で3分の1に減少
- 2013年3月末から24年6月までに220兆円減少し、現在は100兆円を下回る



（注1）国債と財投債の合計。短期国債は含まない。
（注2）預金取扱金融機関にはゆうちょ銀行が含まれる。
（資料）日本銀行「資金循環統計」より作成

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

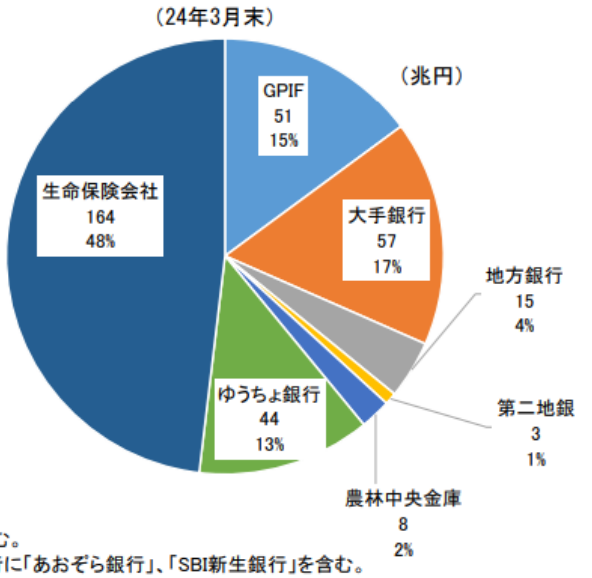
～日本の財政は大丈夫か！？～

日銀に変わる担い手はそれぞれ問題を抱え存在不在といわざるを得ない
そこで重要となってくるのが、海外投資家の存在である

これから先５年にわたって、日銀の保有減少にともなって、どの程度海外投資家の比率が上昇していくのか、これは今後の国債市場のボラティリティに大きく関連することであり、海外投資家の増加は市場のボラティリティ上昇に結び付いくと予測され市場のかく乱要因になりかねない点は注意すべきだろう

国債保有構造　日銀に代わる国債の担い手は？

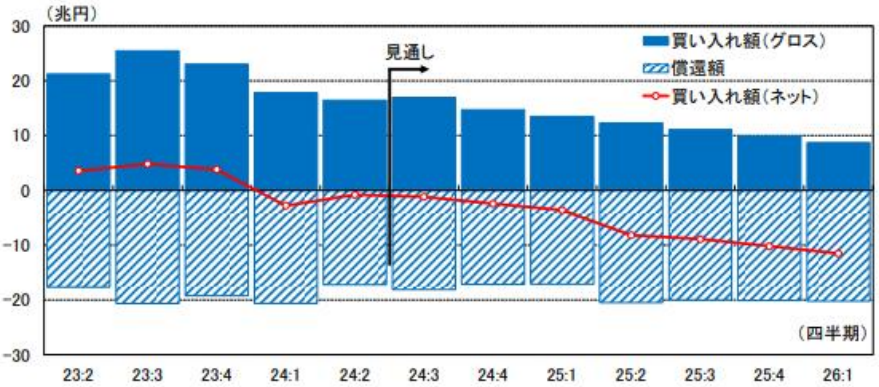
預金取扱金融機関と機関投資家の国債保有状況
（短期国債を含む）



（注1）「国債」は「国庫短期証券」を含む。
（注2）「大手銀行」は「都市銀行」の5行に「あおぞら銀行」、「SBI新生銀行」を含む。
（注3）各行ディスクロージャー誌等から国債保有残高を合計したため、日本銀行「資金循環統計」とは必ずしも一致しない。
（資料）各行ディスクロージャー誌、QUICK

金融政策　日銀のBSはすでに縮小が始まっている

（資料）日本銀行「2024年7月金融政策決定会合での決定内容」より抜粋



本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

（3）海外投資家の役割と限界

海外投資家は日本国債の保有比率において依然として小さいが、その動向は市場に大きな影響を与える。日本国債は流動性が高く、信用リスクが極めて低いため、国際的には「安全資産」の一つとみなされている。しかし、海外投資家は為替リスクとヘッジコストの影響を強く受ける。円金利が上昇しても、為替ヘッジを考慮すると利回りの魅力は限定的となり、必ずしも安定的な需要を提供する存在とはならない。

また、海外投資家の保有比率が上昇すると、国債市場は国際資本移動の影響を受けやすくなる。米国や欧州の金利変動、為替レートの急変動、国際的リスクオフの動きが、日本国債利回りに直接的に反映されるようになる。このことは、日本の国債市場をこれまで以上にグローバルな金融環境に依存させることを意味する。

＜海外保有比率増加がもたらすリスク＞

こうした異次元緩和措置の終了と国内における消化余力を踏まえると、今後は海外が重要な引き受け手になっていく可能性が高い。日本ではこれまで海外保有比率は徐々に上昇しているものの、国債金利に大きな影響を与えていたわけではない。そこで、海外保有比率と金利の関係性の手がかりを探るために代表的な実証研究をみてみると、先進国を対象とした研究、新興国を対象とした研究、双方を含む研究など、さまざまな実証研究があるが、全体としてみると、国債の海外保有比率が上昇すると、金利を押し上げる方向に働くことを確認している研究が多い。例えばIchiue and Shimizu（2015）は先進10か国を対象としたデータを用いて、政府債務の増加がすべて海外からの借入で賄われる場合、国内からの借入で賄う場合と比べてフォワード実質金利の上昇は約3倍になるとしている。Agca and Celasun （2012） は新興国を中心とした15か国を対象として、国債の海外保有比率と企業の借入コストの関係を分析し、対外政府債務が1標準偏差増加すると、企業の借入コストは9%上昇するという結論を得ている。

ただしEbeka and Lu（2015）の研究では、国債の外国人保有率が高まると、ボラティリティは高まるものの、利回りは下がる傾向があると指摘している。しかしながらこの研究についても、財政状態が悪い中で外国人保有比率が上昇すると、むしろ利回りが上がると結論付けている。また、外国人保有比率とボラティリティが連動しているため、外国人保有比率が高まることは、金利リスクを高める点を指摘できる。

最近の研究で興味深いのがMatsuoka（2022）である。Matsuoka（2022）は、先進11か国・新興14か国を対象とした実証分析によって、民間海外主体の国債保有率が20%を超えると長期金利が非線形に上昇することを指摘している。

日本において、国債の海外保有比率の上昇が金利の上昇につながっているわけではない。しかし既存の実証研究をみると、海外保有比率の上昇は、金利水準の上昇やボラティリティの拡大をもたらす可能性がある。また最近の実証研究によると、海外保有比率が20%を超えると、金利への影響が非線形に大きくなるという指摘もある。

ここで注意すべきなのは、海外の銀行においても、規制やリスク管理の枠組みが適用されるため、国債の保有余力には限界があるという点である。バーゼル規制上、自国通貨建ての国債は格付けにかかわらず信用リスクをゼロにすることができるが、外国通貨建ての国債の場合はそうならない。つまり円建て国債を保有するハードルは海外銀行の方が高いと言える。そうした点を踏まえると、国債の海外保有比率が上がるから金利が上昇するというよりも、海外保有比率を高めるためには金利を上げないと購入してもらえないという逆の因果になっている可能性もある。

日本銀行の国債保有残高の減少が見込まれるなかで、こうしたリスクにも配慮した財政運営が求められる。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～日本の財政は大丈夫か！？～

２．日本国債の非常事態（日経新聞など）

これまで見てきたような日本国債の投資家の変化が今実際に市場を揺るがしている。まさに日本国債が「非常事態」に直面しているのである。買い手不在による超長期国債の需給の緩みから、財務省は極めて異例といえる国債発行計画の変更に踏み切った。量的・質的緩和政策からの転換を図る日本銀行も、市場の安定に配慮して国債買い入れの減額幅を圧縮する。一時的な混乱なのか、それとも構造的崩壊の始まりなのか！？

非常事態宣言は6月23日に財務省が発表した国債発行計画の変更が起源である。超長期債と呼ばれる20年債、30年債、40年債の発行を「市場のニーズを踏まえ、7月より直ちに減額」すると発表したのだ。
通常、国債の発行計画が見直されるのは、補正予算など政府の財政事情によるものだ。しかし今回は、マーケット側の事情を受けて、年度途中で計画を修正するという極めて異例の措置となった。

具体的には、償還までの期間が10年を超える超長期債の発行計画を圧縮する。20、30、40年物の国債について7月から1回あたりの起債額をそれぞれ1000億円ずつ減らす。
超長期債の金利上昇（価格は下落）を踏まえ、短期の資金調達に比重を移す。

20年債、30年債、40年債の新たな月次額はそれぞれ9000億円、7000億円、4000億円となる。40年債は隔月で発行している。

減額分は中・短期債で補う。2年債のほか1年、6カ月の割引短期債について10月から1回あたりの額を1000億円ずつ増やす。
定期的な入札にかける額は年間で171兆8000億円と、当初計画比で5000億円減らす。金利上昇で売れ行きが好調な個人向けを5000億円上積みし、国債の発行総額は据え置く。

2025年度の国債発行計画を修正する

調達方法		当初	変更後	増減
定期的な入札		172.3兆円	**171.8**	▲0.5
うち	減額(40年債、30年債、20年債)	24.6	**22.3**	▲2.3
うち	据え置き(10年債、5年債、その他)	75.7	75.7	―
うち	増額(2年債、割引短期国債)	72	**73.8**	+1.8
個人向け		4.6	**5.1**	+0.5
合計		176.9	176.9	―

(注)▲はマイナス

更に9月に入って2四半期連続で減額案が示された。
財務省は24日、国債の主な買い手である証券会社などが集まる国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー、PD）会合を開いた。過去に発行した債券を追加で販売する「流動性供給入札」のうち、償還までの期間が10年を超える超長期ゾーンの発行を減らす案を示した。
償還まで「15.5年超39年未満」の国債発行額を7～9月の1回あたり3500億円から10～12月は同2500億円に減らす案を示した。「1年超5年以下」を1000億円増額し、国債発行総額は変えない。多数の参加者から支持する声があった。

市場からは年度途中に2四半期連続で発行額を減らすのは異例との声が上がる。ある市場関係者は「財務省が本気で金利上昇に歯止めをかけようとしていることの表れだ」とみる。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～日本の財政は大丈夫か！？～

<生保ショック>

年限10年を超える超長期国債の金利上昇が収まらない。主要な買い手である生命保険会社が買い控えており、「生保ショック」とも呼べる現象が起きている。

背景を探ると、2025年度決算で金融庁が新しく導入する健全性規制と無関係ではない。

経済価値ベースのソルベンシー・マージン比率規制、通称ESR。万が一の場合でも生保が契約者に保険金を支払う余力を持たせる健全性規制だが、25年度（26年3月期）決算から全ての生保会社に適用するこの規制に設計者自ら「誤作動」を指摘する声が出ている。

「一般消費者の判断や生保のリスク管理行動をミスリードし、規制の趣旨を損なう可能性がある」。ESRを設計した金融庁主催の有識者会議メンバー、明治大学の松山直樹教授が金融庁にこんな改善要望を出した。

問題視したのは新規制に書き込まれた「大量解約リスク」だ。

大量解約とは金利ある世界の到来で、ほかの金融商品の魅力が相対的に高まり、解約が大量に発生するリスクを指す。新規制では、金利上昇をきっかけに解約する割合を個人契約の場合、30%と設定し、団体年金の場合、50%とした。過去、日本で起きた大量解約は2000年に破綻した千代田生命で起きた前年度比20%減少が最大だった。

大量解約は預金でいう取り付けと同じで、健全性を維持する上で外せない流動性要素だが、それを自己資本に換算するのは至難の業だ。いくら積んでおけば流動性危機を回避できるのかも科学的根拠はない。

健全性規制で先行する銀行は自己資本とは違う別規制を用意し仕組みが違う。

これが超長期債買い控えの背景にあるというのが設計者の問題意識だ。超低金利時代に購入した超長期国債は多額の含み損が発生している。超長期債は買い手が主に生保しかいない流動性の乏しい商品だ。

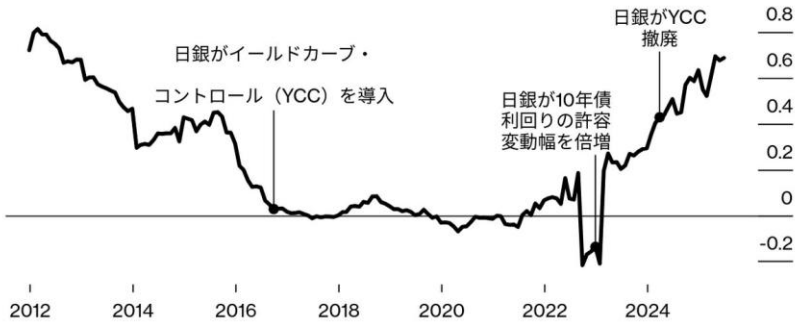
本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

～日本の財政は大丈夫か！？～

世界的にもこの日本国債の金利上昇は注目されている
＜日本国債の乱、歴史的なボラティリティーにおびえる世界の投資家＞（Bloombergの記事より）
かつては平穏だった日本の国債相場のボラティリティーが歴史的な上昇を見せ、世界の債券市場を揺さぶっている。海外投資家も震源地の動向をもはや見過ごせず、影響力は着実に高まっている。
４月以降鮮明になった国内の新発20年、30年、40年など超長期国債利回りの上昇（価格は低下）は、世界的な財政赤字拡大への懸念と債券市場の混乱を増幅させた。ブルームバーグの分析によると、日本国債市場のボラティリティーは過去20年余りで最高水準に達し、米国債の円債に対する感応度も高まっている。
世界の債券は５月、米国の関税政策と政府債務の増加リスクが投資家心理を悪化させ、パフォーマンスは今年初めてマイナスとなった。特に日本は、最大保有者である日本銀行が国債買い入れを減らし、超長期ゾーンでは主要投資家の生命保険会社が慎重姿勢を維持するなど明確な買い手が不在。利回りはさらに上昇する恐れがあり、主要国で最悪水準の政府債務の負担が拡大する可能性がある。

インベスコのアジア太平洋フィクストインカム部門責任者、フレディ・ウォン氏は「日本国債利回りの上昇は、世界的に著しい波及効果をもたらしている」と指摘。日本の利回り上昇により、各国国債の相対的な魅力が低下し、「他の国債市場での売り圧力とボラティリティーの増加を招く」と懸念を示す。

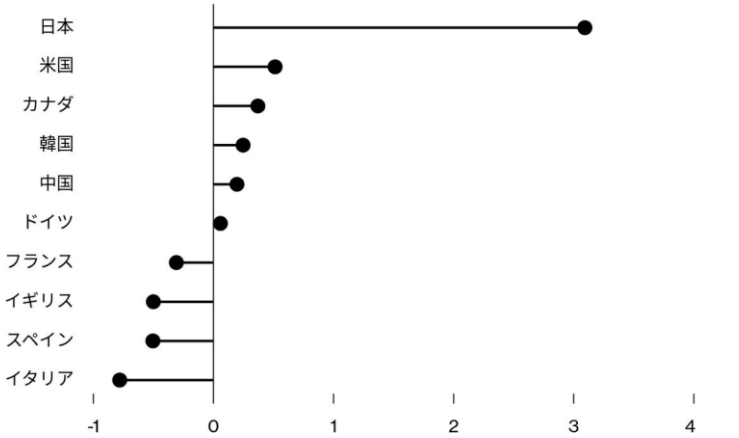
日本国債のイールドカーブの変化に対する米国債の感応度推移
米国債市場にとって日本の利回り曲線の重要性が増す



出所：ブルームバーグ
Note: *感応度はベータ値で、10年と30年債利回りの格差の月次変化で測定
Bloomberg

ブルームバーグの分析では、2022年に日銀がイールドカーブコントロール（ＹＣＣ、長短金利操作）政策の修正に着手して以降、米国債は日本の利回り曲線の変動に対する感応度を高めている。国内投資家が米国債の最大保有者である点と無関係ではない。

国債価格の後方60日ボラティリティー10年平均比
日本の債券市場が歴史的なボラティリティーに直面



出所：ブルームバーグ
備考：10年平均からの標準偏差（σ）による乖離を表示
Bloomberg

ファースト・イーグル・インベストメンツのポートフォリオマネージャー、イダナ・アピオ氏は「日本国債でこれほど大きな変動が見られるのは異例だ」と強調。日本の利回り上昇がニューヨークの取引時間に米国債利回りを押し上げる場面も見られ、「グローバル債券市場全体で相関関係と波及効果が表れている」と言う。

一連の動きは過去数年間とは全く対照的だ。ＹＣＣ政策の管理下にあった以前の日本国債市場は独自の領域を形成し、時には10年債が数日間も取引されないケースすらあった。
結果として、低水準にとどまる日本の金利が世界的な借り入れコストのアンカー役を果たしてきたが、金融正常化を進める植田和男日銀総裁の登場を機にその構図は大きく変わりつつある。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

これまで見てきたように、日本国債市場は日銀の政策転換期から大きく変貌しつつある。
プライマリーバランスも実現しない現状、将来にわたってこのまま大量の国債を発行し続けていいものか？
これについては財政健全派とMMT派（現代貨幣理論派）も主張は真っ向から対立する。

3．MMT派と財政健全派の考える日本財政と日本国債の発行

日本の政府債務残高は、GDP比で約260%と主要先進国の中でも突出して高い。しかし、この巨額の借金にもかかわらず、日本の長期金利は歴史的に低位にとどまり、物価上昇率も長らく低迷を続けてきた。通常なら「借金が多ければ金利が上がり、インフレが進む」という教科書的理解が成り立つはずだが、日本ではその構図が崩れている。
この現象をどう解釈すべきか。従来の「財政健全派」は、国債残高の膨張が市場の信頼を失わせ、将来の金利急騰や財政破綻につながると警告する。一方で、近年注目されている「現代貨幣理論（MMT）」は、通貨を発行できる政府に名目的な財政破綻はなく、真の制約はインフレに尽きると主張する。
以下では、MMTの基本的な立場と、日本財政に対する含意を整理する。

（1）MMT派の主張

現代貨幣理論（MMT）から見た日本財政の可能性―「借金＝悪」という常識を問い直す―

① 政府債務は「家計の借金」とは異なる

MMTの出発点は、「政府の財政を家計と同じに考えるのは誤りである」という前提である。家計や企業は、自ら通貨を発行することができず、収入を超えた支出は借金として返済義務を負う。しかし、政府は自国通貨の発行権を持ち、日銀を含めた統合的な金融システムを通じて円を供給することが可能だ。
したがって、日本政府が「円を返せなくなる」という事態は生じない。財政赤字は破綻の兆候ではなく、むしろ経済を支える仕組みの一部と解釈できる。

② 真の制約は「お金」ではなく「インフレ」

政府支出の限界は、資金の枯渇ではなく、経済全体の供給能力にある。労働力や生産設備に余裕がある段階では、政府支出を拡大してもインフレは起きにくい。しかし、生産能力を超えて需要を刺激すれば、物価上昇が加速する。MMTはこの「インフレこそが唯一の制約」だと強調する。
裏を返せば、失業や設備の余剰が存在する状況で財政赤字を抑制することは、利用可能な資源を放置し、国民生活の豊かさを犠牲にすることになる。

③ 政府赤字＝民間黒字の裏返し

MMTは「セクターバランス論」と呼ばれる考え方を重視する。経済は「政府」「民間」「海外」の三部門で構成され、三者の収支は必ず釣り合う。政府が赤字を出せば、民間や海外に黒字が生じる。
この視点に立てば、政府の赤字は必ずしも悪ではなく、民間部門に資金を供給し、投資や貯蓄の基盤を提供する役割を果たしている。特に日本のように長期的に需要不足が続いた国では、政府赤字が経済を下支えしてきた側面が大きい。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

④ 金利は中央銀行が管理可能

「国債が増えれば金利が上がり、利払いで財政が行き詰まる」というのは、財政健全派がよく持ち出す主張である。しかし、MMTはこれに異を唱える。国債の利回りは市場の力で一方的に決まるわけではなく、中央銀行が政策的に管理できると考えるからだ。

実際、日本銀行は2016年以降、イールドカーブ・コントロール（YCC）を通じて長期金利を事実上固定してきた。市場の動きに任せず、政策として金利を制御できることを示した例である。

⑤ インフレ時には課税で調整

では、財政支出が行き過ぎてインフレが進んだ場合、どう対処するのか。MMTは、税制を「インフレ抑制の装置」として用いるべきだとする。つまり、税は財源を確保するためではなく、景気過熱時に需要を冷ますための仕組みだと位置づけられる。

この発想は従来の常識とは逆転しているが、通貨発行権を持つ政府を理解する上では合理的な考え方だといえる。

⑥ 日本への示唆

日本は30年以上にわたり、デフレや低成長に苦しんできた。その間、政府債務は膨張したが、物価も金利も上昇しなかった。この経験は、MMTの主張を一定程度裏付けている。

現在の日本に必要なのは、赤字削減そのものではなく、完全雇用の実現と将来の成長基盤の整備である。医療・教育・環境・エネルギー分野への投資は、供給力を高めると同時に、インフレ制約に対応する有効な手段となる。

(2)財政健全派の主張

日本財政の持続可能性をどう守るか―財政健全派の視点から考える―

① 積み上がる債務と新たなリスク

日本の政府債務はGDP比260%を超え、先進国の中でも突出した水準にある。長期にわたる低金利とデフレ環境に支えられてきた結果、国債の利払い負担は比較的軽微にとどまり、直ちに危機が表面化することはなかった。

しかし、世界的な金利上昇圧力やインフレ再燃の兆し、さらには人口減少による国内貯蓄率の低下を考えれば、「いつまでもこの状況が続く」と楽観視することはできない。財政の持続可能性を確保するためには、長期的なリスクを直視し、規律ある運営を続けることが不可欠である。

② 利払い費の増大リスク

国債残高が膨張している現状において、最大の不安材料は金利上昇である。例えば、長期金利が1%上昇するだけで、利払い費は数兆円単位で増えると試算される。

これまで日本は超低金利環境に守られてきたが、米国を中心に世界の金融引き締めが進み、インフレ圧力が高まれば、日本も金利上昇から逃れることはできない。利払い費が膨張すれば、社会保障や教育、インフラ投資といった将来世代の成長を支える分野が圧迫されることになる。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。

③ 市場信認と金融安定の重要性

財政健全派が最も重視するのは「市場の信認」である。国債が安全資産として機能しているのは、投資家が日本政府の財政運営に信頼を寄せているからだ。しかし、その信頼は一度失われれば急激に揺らぐ可能性がある。

欧州債務危機の例が示すように、債務残高の水準そのものよりも、投資家の期待が崩れたときに金利は非連続的に急騰する。日本の場合も、海外投資家の保有比率がじわじわと高まる中で、為替や金利の変動リスクは看過できない。

また、日本銀行による大規模な国債買い入れは、市場の流動性を損ない、出口戦略を難しくしている。金融政策と財政政策が過度に結びつけば、中央銀行の独立性が揺らぎ、通貨の信頼低下を招きかねない。

④ 将来世代への負担と公平性

高齢化が急速に進む日本では、社会保障費の自然増が財政を押し上げる。これに国債費の増加が重なれば、将来世代が背負う負担はますます大きくなる。

財政赤字を「当面は大丈夫」と言って放置することは、世代間の公平性を損ない、若い世代にツケを回すことにほかならない。長期的な財政規律を回復することは、経済合理性だけでなく倫理的な観点からも重要である

⑤ MMTへの懸念

近年注目されるMMT（現代貨幣理論）は、「政府は自国通貨を発行できるから財政破綻しない」「真の制約はインフレだけ」と主張する。しかし、財政健全派はこの議論に強い疑問を呈する。

第一に、インフレが進んだ際に、政治が機動的に増税や歳出削減を行える保証はない。むしろ政治判断は往々にして後手に回る。第二に、通貨安を通じて輸入価格が上昇すれば、生活コストが直撃し、国民の実質所得が削られる。第三に、中央銀行が金利を永久に管理できるとする発想は、金融市場の信頼を軽視している。

MMTは理論的には一理あるものの、政治経済的な現実を無視していると考えざるを得ない。

⑥ 政策的含意：規律ある柔軟さを

財政健全派が提案する方向性は、単なる緊縮ではない。景気変動を踏まえて一定の柔軟性を持たせつつも、中長期的にはプライマリーバランス（基礎的財政収支）の黒字化を目指すことが重要だ。

あわせて、国債管理政策を高度化し、超長期債や物価連動債の活用、利払いリスク分散の仕組みを整える必要がある。社会保障制度の持続性を高める改革や、成長につながる投資の重点化も欠かせない。

結論：二重の視点が必要

MMTは「借金は無限に可能」と単純に主張しているわけではない。強調しているのは、政府の財政を家計と同じ論理で語るのは誤りであり、真の制約はインフレにあるという点である。

日本の現状を踏まえると、財政健全派が警告する「市場信頼の重要性」と、MMT派が訴える「インフレ制約」の双方を同時に意識する必要がある。経済政策においては、どちらか一方を全面的に採用するのではなく、両者の視点を統合しながら、現実に即した柔軟な枠組みを構築することが求められる。

今回の連立政権でいえば、高市氏はMMT派、維新の会は財政健全派といえよう。結論が示すようにどちらか一方を全面的に採用するのではなく、両者の視点を統合し現実に即した経済対策が講じられることを期待する。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがある。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりるが、正確性、完全性を保障するものではありません。