

2021年4月22日

日医総研リサーチエッセイ No. 104

## 国債発行はどの程度まで可能なのか

### —社会保障との関連として—

原 祐一

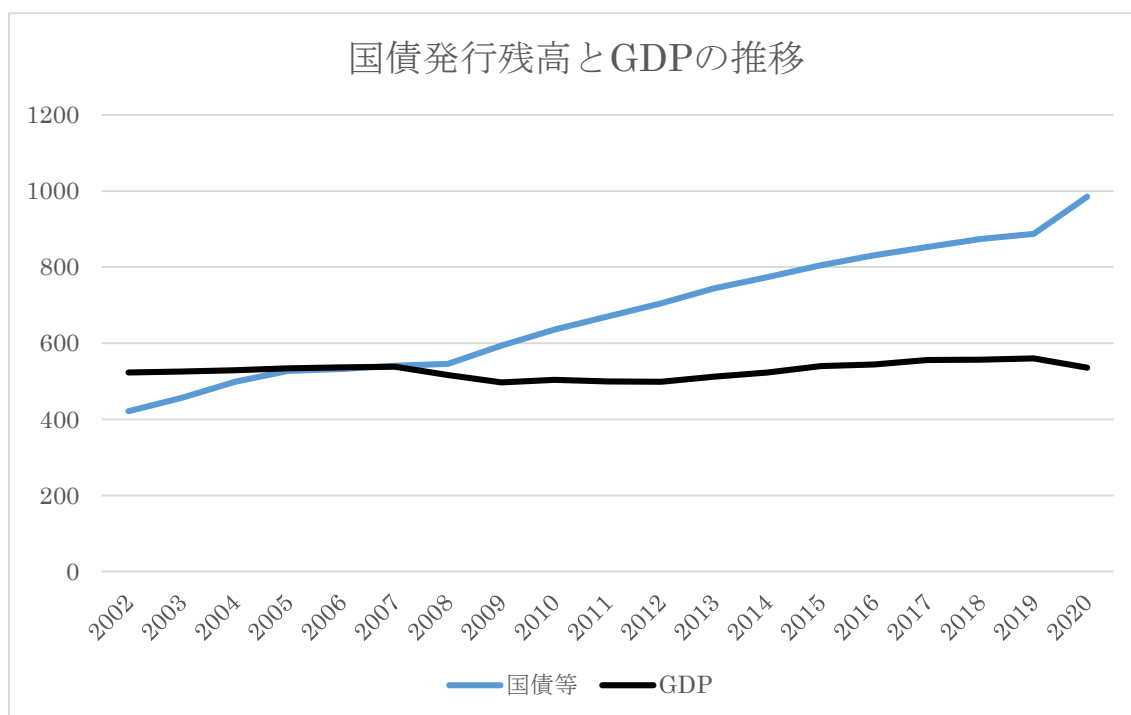
#### 概要

1. 日本国政府は国債および借入金残高は令和2年12月末で1200兆円を超え、GDP（国内総生産）の2.2倍に増加してきた。以前より国債発行残高が増えるとハイパーインフレーションや国家破綻が起きるとする人もいたが、いまだそのような事態は起きそうにない。
2. 国債には自国通貨建国債と外国通貨建国債（共通通貨建国債）があり、所有者に内国人と外国人がいる。
3. 世界には多くの通貨があるが信用度の高い通貨から低い通貨まで様々である。信用度の指標の一つには対外純資産がある。
4. 政府が国債を発行する理由は消費と投資を行うためである。
5. 国債発行上限はその額やGDPとの比率ではなく、インフレ率で決まる。
6. 2002年の格付け機関による日本国債のレーティング引き下げの際に財務省が行った反論において、財務省自身が先進国の自国通貨建国債のデフォルトはあり得ないと主張している。

## 1. 国債発行の現状

日本の国債および借入金残高は令和 2 年 12 月末で 1200 兆円を超え、GDP（国内総生産）の約 2.2 倍となっている（政府債務には、普通国債、財政投融资特別会計国債、交付国債等、および借入金、政府短期証券がある。以下、借入金、政府短期証券を除き、国債等を表す）。以前より国債の発行増加によるハイパーインフレーションや国家破綻などの懸念が示されていた。国債発行残高はこの 20 年で 2.5 倍以上になっているが、ハイパーインフレーションや国家破綻などは全く起きそうになく、いまだにデフレ（物価下落）が続いている。

図 1  
国債等発行残高と GDP の推移



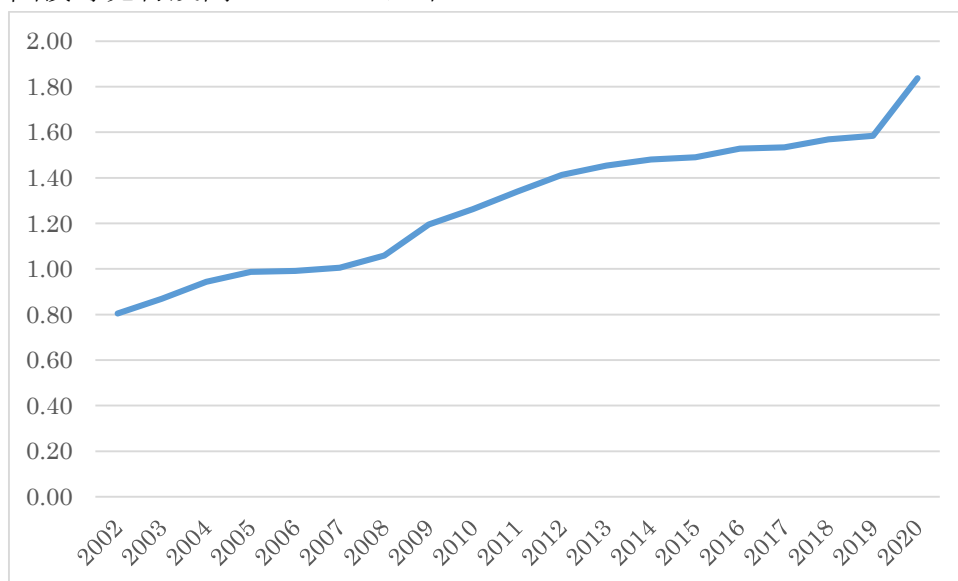
財務省 HP ([www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/index.htm](http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/index.htm))

内閣府 HP

([www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/kakuhou/files/2019/2019\\_kaku\\_top.html](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kakuhou/files/2019/2019_kaku_top.html))

図 2

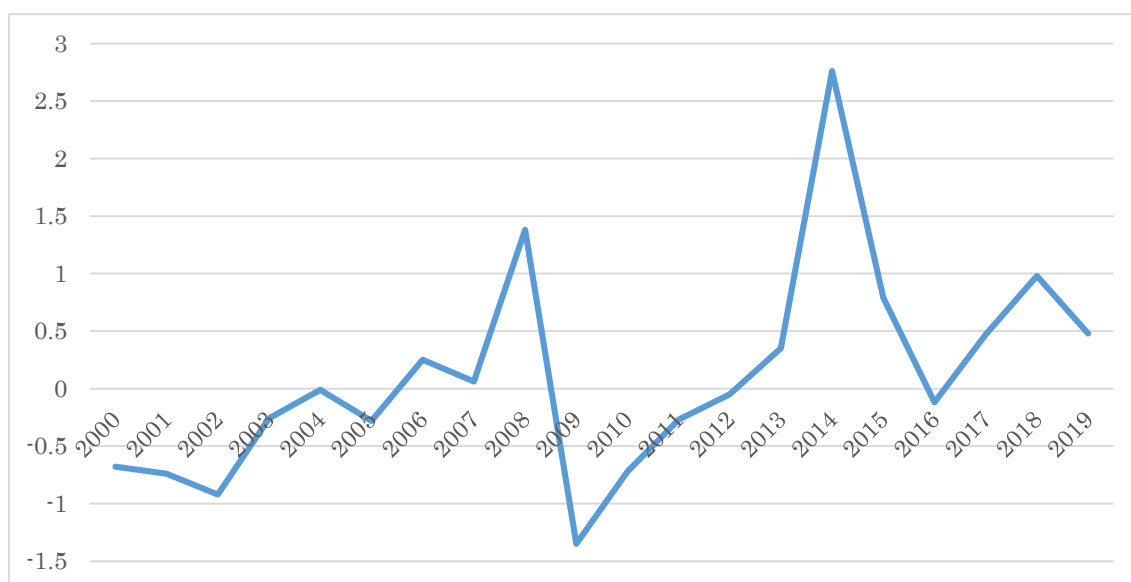
国債等発行残高と GDP の比率



財務省 HP、内閣府 HP より作成

図 3

日本の消費者物価指数



総務省統計局 HP ([www.stat.go.jp/data/cpi/1.html](http://www.stat.go.jp/data/cpi/1.html))

2008年、2014年に消費者物価指数は上昇しているが、これは消費税増税の影響である。

とは言っても、過去には国債の返済ができずにハイパーインフレーションが起きた国や国家破綻をした国もある（近年では 2014 年アルゼンチン、2012 年ギリシャ、1998 年ロシアなど）。では、どうして破綻する国としない国があるのかを考えていきたい。

以下、国債の種類、海外と取引の資産の内訳を見ながら、日本の国債の将来について考察する。

## 2. 国債の種類 ―自国通貨建国債と外国通貨建国債―

国債は発行には自国通貨建国債と外国通貨建国債（共通通貨建国債）がある。例えば、日本国政府が「日本円」と書いている国債を発行したら「自国通貨建国債」、「米ドル」と書いている国債を発行したら「外国通貨建国債」となる（ちなみに、現在、日本国政府は「外国通貨建国債」を発行していない。また、内国債という言葉があるが自国通貨建国債と同義で使われることが多い）。また、発行された国債を所有している主体が国内の人や法人の場合、および海外の人や法人の場合がある。これらより、国債は4つのパターンがあることになる。

パターン1 主に自国通貨建国債、所有者も主に内国人

パターン2 主に外国通貨建国債（共通通貨建国債）、所有者は主に内国人

パターン3 主に自国通貨建国債、所有者は主に外国人

パターン4 主に外国通貨建国債（共通通貨建国債）、所有者も主に外国人

自国通貨の発行権限は政府と中央銀行にあるので、政府に自国通貨が足りなくなるということはありえない。一方、外国通貨建国債と共通通貨建国債は政府や中央銀行に外国通貨や共通通貨の発行権限がないため、返済資金が足りなくなるということはありえる。したがって、国債の償還ができなくなるという事態は、外国通貨建国債・共通通貨建国債を発行した場合しかありえないことになる。

自国通貨建国債を外国人が保有している場合はどのようになるのか。この場合も自国通貨の発行権はその政府にあるので、国債償還の原資が足りなくなるということはありえない。外国通貨建国債と共通通貨建国債を自国民が持っている場合には、自国政府や自国民が外国通貨や共通通貨を入手できる限り、資金繰りはつくが一般的にこのような状況は想定しづらい。

上記の状況を具体的に考察する。

### (1) 日本

日本国政府が発行している国債は原則として、日本円建国債である。上記で言う自国通貨建国債となる。また、所有者は約13%が外国人・外国法人・外国政府であるが、これは日本国内の資金が足りなくなり、外国人や外国政府が所有しているわけではない。外国人（企業）や外国政府は日本円で資金決済をする場合もあるため、日本円を保有する必要があるが、預金で持つよりは金利が付き、信頼の最も高い国債で保有しているに過ぎない（財務省 HP : [www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2020/saimu2020-1-4.pdf](http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2020/saimu2020-1-4.pdf)）。

## (2) 米国

米国連邦政府が発行している国債（発行残高 約 21 兆ドル：約 2300 兆円）は原則として、米ドル建国債である。上記で言うと自国通貨建国債となる。また、多くの連邦政府債が外国の所有となっているが、このことが理由で米国連邦政府が破綻することもない。なぜなら、米ドルの発行権は米国連邦政府が持っているため、米ドルが足りなくなるということはありません。ちなみに、米国連邦政府発行の国債の保有国の 1 位は日本国（1.1 兆ドル）、2 位中華人民共和国（1.1 兆ドル）である。外国人（企業）、外国政府が米ドル債を保有している理由も日本の時と同様に、米ドルで決済が必要なことが多いからである。

## (3) ユーロ諸国

ドイツ、フランス、イタリアなどのユーロ諸国（19 カ国）が発行している国債は原則として、ユーロ建国債となる。上記で言うと共通通貨建国債である。共通通貨であるユーロの発行権はヨーロッパ中央銀行にあり、各国政府にはないので、国債の返済原資であるユーロ現金が各国政府になくなる可能性がある。2009 年から 2015 年にかけてギリシャ危機があったが、このような危機が起きた理由はギリシャ政府発行の国債が共通通貨ユーロであったためである。

## (4) その他（例えば、アルゼンチン）

アルゼンチンの通貨はペソであるが、アルゼンチン政府は多量の米ドル建国債を発行している。なぜ、アルゼンチン政府はペソ建国債ではなく、米ドル建国債を発行しているのでしょうか。ペソは国際決済通貨ではなく、海外取引（貿易）には米ドル（もしくはユーロ、円）が必要だからである。アルゼンチン政府は時折デフォルトするが（ちなみに、2014 年に続き 2020 年に 9 度目のデフォルトを宣言している）、これはドル建て国債の返済原資である米ドルがアルゼンチン政府の手元になくなるからである。アルゼンチン政府は自国通貨であるペソはいくらでも発行できるが、米ドルを発行することはできない。また、対外純負債国でもあるので、国際金融市場においてペソの信用は低いため、外貨とは簡単に両替できないためである。

### 3. 通貨の信用度と対外純資産

では、通貨の信用度とは何によって判断されているのであろうか。各国の通貨がどの程度信頼があるのかということについて、「対外純資産」という数字が根拠になることが多い。すべての国は外国との取引をしており、この対外取引の結果として、プラスになっているのかマイナスになっているのかが、通貨信用度の非常に重要な指標になる。さらに、プラスになって蓄積されている資金を運用して利益を上げることもある。モノの貿易だけではなく、著作権や通信、金融、旅行、エンターテインメントの興行などモノではないサービスの取引もある。

すべての国において同じであるが、外国との資金のやり取りは 4 つに分類される。

表 1

1. 貿易収支	モノの貿易に伴う収支。日本はおおむね黒字であるが、原油などの値段が上がった年には赤字になることもある
2. サービス収支	サービスの取引に伴う収支。日本はおおむね赤字であったが、訪日客の増加、日本製品の特許の増加などで黒字になりつつある
3. 第一次所得収支	外国にある資産の配当や利子。日本の対外純資産は世界一のため、この 35 年は常に黒字である
4. 第二次所得収支	国際援助など。日本は援助することはあっても、援助されることはないので、常に赤字であるが、全体に占める比率は小さい
合計：経常収支	この 40 年は常に黒字である

対外純資産とは、この経常収支の過去からの合計値であり、2019 年度末で約 364 兆円となっている。全世界の中で、外国に持つ資産額としては世界一であり、対外純資産が第一次所得収支を生み続けるので、日本の経常収支が赤字になることは考えにくい。

世界中の投資家は、この対外純資産額を通貨の信用度の指標としてみることも多く、日本国政府が国債を GDP の 2 倍以上発行しても日本円が円安基調にならない理由として上げられることが多い。

表2 日本の対外資産、対外負債、対外純資産

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
資産	583	659	798	930	938	986	1,013	1,018	1,097
負債	317	360	472	579	611	650	684	678	733
純資産	266	299	326	351	327	336	329	340	364

単位：兆円

財務省HP ([www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/2019.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/2019.htm))



#### 4. 国債を発行して何をするのか

国債を発行すると政府にお金が入ってくる。政府は預金をするためにお金を集めているわけではないため、集めたお金は支払いに使う。支払先は一般的には企業である。したがって、国債を発行した額分のお金は民間企業に支払われることになり、国債を発行すればするほど民間（金融機関、一般企業、個人など）の預金額は増えることになる。逆に、国債を償還すると民間から預金額が減ることになる。

政府も消費を行うが（政府の消費を政府最終消費支出と言う）、政府が消費すると民間の売り上げになり、経済循環の第一歩になる。個人が消費をして財布からお金がなくなることとは意味が全く違う。

#### 5. 国債発行はどの程度まで可能なのか

以上のことをまとめると、国債発行上限はその額や GDP との比率ではなく、インフレ率ということになる。インフレが過度に進めば（諸説あるが 2 - 4% のインフレは適切なインフレ、それ以上が過度のインフレ）、そこが国債発行の上限になる。

物価がインフレになるかどうかは、原則として需要と供給のバランスで決まってくる。また、インフレは通貨高・通貨安によっても変動してくるため、国内要因だけではなく、対外純資産や経常収支の変動によっても上下してくる。

ちなみに、インフレになり金利が上がるとすでに発行されている国債の利払い費用が増え、財政が悪化するという意見が散見されるが、すでに発行されている国債の金利は固定金利で決まっており、利払いが増えるということはない（2021年1月発行の10年国債の表面利率は0.1%、実質利回りは0.022%）。

一方、市場金利が上昇してくれば、国債の市場価格が下がることになる。そこで、国債の市場価格が下がると、国債を多量に保有している日本銀行が債務超過になるという意見もあるが、日本銀行は簿価会計を採用しているので、市場価格が下がっても債務超過になることはない。

## 6. 補論 一国債格付けに関する財務省の反論―

各種の金融商品の格付けを行う機関があり、全世界の金融商品の評価を行っている。スタンダードアンドプアーズ、ムーディーズ、フィッチなどの機関である。これらの格付け機関は主に民間企業の債権の格付けを行うことを主な仕事にしていたが、近年においては各国の国債の格付けも行うようになった。

以下の文章は、2002年に格付け機関が日本国債の格付けを引き下げた時に財務省が行った反論である。この文章を読む限り、財務省も先進国の自国通貨建国債のデフォルトはあり得ないと考えていることが分かる。

1. 貴社による日本国債の格付けについては、当方としては日本経済の強固なファンダメンタルズを考えると既に低過ぎ、更なる格下げは根拠を欠くと考えている。貴社の格付け判定は、従来より定性的な説明が大宗である一方、客観的な基準を欠き、これは、格付けの信頼性にも関わる大きな問題と考えている。

従って、以下の諸点に関し、貴社の考え方を具体的・定量的に明らかにされたい。

(1) 日・米など先進国の自国通貨建て国債のデフォルトは考えられない。デフォルトとして如何なる事態を想定しているのか。

(2) 格付けは財政状態のみならず、広い経済全体の文脈、特に経済のファンダメンタルズを考慮し、総合的に判断されるべきである。

例えば、以下の要素をどのように評価しているのか。

- ・マクロ的に見れば、日本は世界最大の貯蓄超過国
- ・その結果、国債はほとんど国内で極めて低金利で安定的に消化されている
- ・日本は世界最大の経常黒字国、債権国であり、外貨準備も世界最高

(3) 各国間の格付けの整合性に疑問。次のような例はどのように説明されるのか。

・一人当たりのGDPが日本の1/3でかつ大きな経常赤字国でも、日本より格付けが高い国がある。

・1976年のポンド危機とIMF借入れの僅か2年後(1978年)に発行された英国の外債や双子の赤字の持続性が疑問視された1980年代半ばの米国債はAAA格を維持した。

・日本国債がシングルAに格下げされれば、日本より経済のファンダメンタルズではるかに格差のある新興市場国と同格付けとなる。

2. 以上の疑問の提示は、日本政府が改革について真剣ではないということでは全くない。政府は実際、財政構造改革をはじめとする各般の構造改革を真摯に遂行している。同時に、格付けについて、市場はより客観性・透明性の高い方法論や基準を必要としている。

[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/other/other/rating/p140430.htm](https://www.mof.go.jp/about_mof/other/other/rating/p140430.htm)