

KAMIYAMA Reports vol. 97

日本国債の返済リスクが低い、つまり 価格低下リスクが限定的である理由

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ そもそも国債の返済リスクが社債より低い理由：徴税権
- ・ インフレで金利が上昇・価格が下落するとしても限定的
- ・ 株式などと組み合わせる資産として日本国債は有用

そもそも国債の返済リスクが社債より低い理由：徴税権

日本の財政は、世界的に見て良い状態ではない。しかし、国が返済を先延ばししたり踏み倒したりして、国債を保有する投資家が損失をこうむる可能性は大変低い。そもそも日本の財政が維持可能だとみられる理由は、2016年5月24日付 KAMIYAMA Reports「日本の財政維持は可能」で説明したとおりだが、今回はもう少し分かりやすい話をしていきたい。

国債の返済が滞るリスクが低い理由は、国の徴税権にある。このことは十分に知られていないと思うが、考えてみれば当たり前のことだ。会社が発行する社債であれば、返済できなくなった時に社員からお金を徴収したりすることはできないし、そのこと自体があり得ない。しかし、国は存続するために税を増やすことができる。会社が倒産したり、住宅ローンや消費者ローンの借りすぎで家計の資金繰りが困難に陥ることと、国の財政が厳しくなることは、まったく別の問題なのだ。まずは、国債が特別な存在であることを知っておきたい。

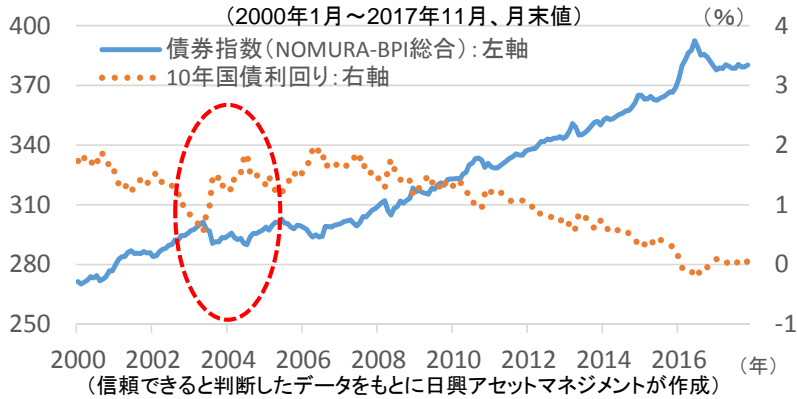
それでも、世界的にみれば、政府の利払い遅延は時々起こっていた。その背景には、政府の徴税能力や国民の納税意識に問題がある。徴税権があっても、実際に税務署がきちんと機能していなかったり（仕事をしない）、国民の納税義務に対する意識が低い国では、税金を国債の返済に充てることができなくなってしまうからだ。

しかし、日本の場合、税務署を通じた徴税能力は非常に高い。世界的にみて、給与からの源泉徴収がこれだけしっかり行われているケースは少ない。多くの国民が自分がどの程度の税金を支払っているのかをよく考えていないのに、税金が適切に徴収されているという状態だ（ある意味奇妙だが）。また、国民は税金の支払い意志を強く持っている。このことは、消費税率の引き上げにすんなりと同意したことで分かる。民主党政権時に、当時の野田首相が消費税率引き上げを解散の条件として、当時の安倍自民党総裁が受け入れたことを思い出して欲しい。それまで消費税増税に反対していた政党（当時でいえば自民党）が、消費税率引き上げを掲げて票を伸ばしたとみられるケースは見当たらない。将来の社会保障への不安に対して、国民は（選挙を通じて）増税での対応におおむね同意したのだ。先進国・新興国ともに税負担は大きな政治問題であるが、これほどすんなりと増税を認める国民は、それほど多くないように思える。もちろん、その後の安倍政権は次の消費税増税（8%から10%）を先送りすると公約した選挙にも勝ったのだが、最近の総選挙では2019年10月の増税を国民に約束した状態で勝利した。つまり、日本政府の徴税能力がギリシャなどに比べて高いことに加え、国民が社会保障等の負担に対して増税での対応を受け入れる傾向にあることが、日本国債の信用度の高さの裏づけともいえる。

インフレで金利が上昇・価格が下落するとしても限定的

国債の返済能力について、思いのほか問題がないことが分かったとして、次は、インフレ、金利上昇の時期に国債の価値が低下する(金利が上昇すれば債券価格は下落する)のではないかという懸念だ。今後、経済環境がますます良くなり、需要と供給が引き締まって、2020年ごろにかけて本格的なインフレが起こる、と想定して話を進めてみる。最初に、金利上昇と債券価格の動きを比較してみよう。

金利と債券の動き: 金利上昇時に注目



2000年以降でもっとも急激に金利(10年国債利回り)が上昇した時期は2003年5月(0.54%)から2004年7月(1.859%)にかけてで、1.319%ポイントの上昇だった。同じ期間の代表的な債券指数のリターンは▲3.8%だった。(左図赤枠)

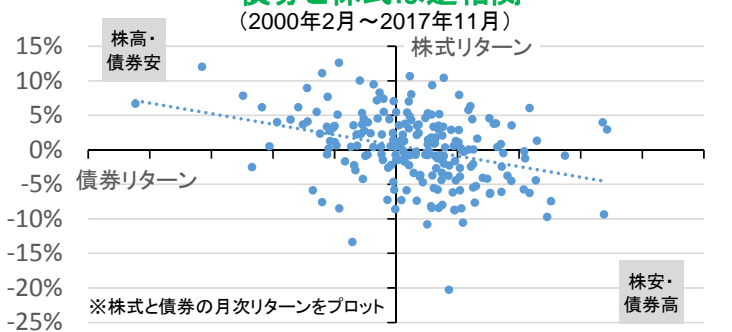
ただ、長い期間で見ると、金利上昇の割には、債券指数のパフォーマンスは比較的安定していることが分かる。これは、債券のクーポン支払いが金利上昇期には高くなりやすいことに依存しているからだ。それゆえ、金利水準によって債券価格への影響が異なってくる。

そこで、2000年から2017年までの期間で、利回りの変化と債券リターンの動きを回帰分析で計測してみた。すると、1%の利回りの上昇で、債券価値が4.9%下落することが分かった。統計結果は必ずしも将来の動きを約束するものではないが、目安として、現在ほぼ0%の国債利回りが今後緩やかに1%に上昇したとしても、国債の価格低下は感覚よりも小さい(債券指数のデレージョンから推定する8%下落に比べて小さい)のではないだろうか。また、長期的にみれば、金利上昇後に保有する債券のクーポンが高くなる傾向にあるので、価格変動の影響は徐々に小さくなると考えてよいだろう。

株式などと組み合わせる資産として日本国債は有用

さて、日銀の政策(インフレ率2%目標)は継続すると予想されるので、遅かれ早かれ(2020年ごろか)インフレ目標に近づく可能性がある。そうなれば、国債利回りも最終的に2%に近づく日が来よう。

債券と株式は逆相関



その際、クーポン収入が増えるとしても、ある程度の債券リターンのマイナスはやむを得ない。それでも、なぜポートフォリオに国債を組み入れた方が良いのだろうか。それは、どのようなシナリオでも結果は不確実だからだ。将来の世界経済を正確に当てることができるならば、複数の資産を組み合わせたポートフォリオを持たなくても、高リターンの資産に集中投資すればよい。しかし、当てることができないので、資産は幅広く持つべきなのだ。

ここで大事なことは、債券は資産価値を維持するために大事な資産クラスであり、株式のリターンと逆方向に動く傾向にあるということだ。回帰分析からは、債券が4.9%下落する時に株式は15%程度上昇する傾向がみられ、その変化が債券の3倍程度であることも覚えておきたい。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official