

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？

國 枝 繁 樹¹⁾

1. はじめに

我が国の財政の持続性につき、一部には巨額の財政赤字にも関わらず、国債金利は低位にあることから、財政再建の緊急性を認めない議論が存在する。

我が国の公債残高は、増加を続け、現在ではGDP比で200%を超える水準に達している。

それにもかかわらず、国債金利は2015年1月まで低下を続けてきた。国債の中でも短期のものについては、マイナス金利となるケースも出ている。2015年1月中には1年以下の債券で金利がマイナスとなっていたのみならず、2年国債の金利もマイナスに転じ、国債金利が最も低下した時期の1月20日には、 -0.035% という金利水準となった。同日には、5年国債金利も 0% （一時的には -0.005% ）になっていた。

その後、国債金利は上昇したものの、歴史的に見れば低い金利水準に留まっている。

このように、国債金利が低位にあることから、財政再建の緊急性は低いとの主張も見受けられる。しかし、そうした主張の多くは、国債の低金利の理由についての十分な考察に基づくものではない。

国債が低金利を続ける要因の分析としては、Tokuoka (2010)、Hoshi and Ito (2014) 等が存在する。これらの論文で強調されているのは、我が国の豊富な民間貯蓄（家計貯蓄および企業貯蓄）と投資家のホームバイアスを背景に、日本国債の大部分が国内の投資家によって保有されていることから、大量の国債残高に

1) 本稿は、國枝 (2014) を最新のデータ等を踏まえ、改訂したものである。國枝 (2014) に関し、貴重なコメントをいただいた全国銀行協会金融調査研究会第2研究グループのメンバーに感謝したい。なお、本研究は、日本学術振興会の科学研究費補助金（公共と市場のリスク・マネジメント：アジアの公共の在り方についての研究（24330100））の助成を受けている。ここに厚く感謝したい。

もかわらず、国債金利が低い水準におさまっていることである。しかし、ライフサイクル仮説に従えば、少子高齢化の進展に伴い、家計貯蓄の減少が予想され、また企業投資が回復すれば、企業貯蓄も減少していくことに鑑みれば、このまま、国債の累増が続けば、国債消化の大部分を国内投資家に依存し続けることは難しく、海外の投資家に国債を購入してもらうためには、高い金利が必要となること、これらの論文で指摘されている。

こうした点に加え、国債金利の動向については、次の要因も重要であり、本稿においては、これらの要因について考察を行なう。

第一に、特に、最近の国債相場においては、投資家のリスクに対する態度の変化により国債金利の変動が生じていることに留意する必要がある。例えば、日本経済新聞は、2015年2月18日の債券市況につき、「18日の国内債券市場で長期金利の指標となる新発10年物国債利回りは上昇（価格は下落）した。前日比0.030%高い0.415%で取引を終えた。日経平均株価が大幅に上昇したことで投資家のリスク運用意欲が高まり、相対的な『安全資産』とみなされやすい日本国債の売りを誘った。」（同紙2015年2月19日朝刊）との解説を行っている。こうした見方に従えば、国債の低金利は、我が国の財政赤字が深刻でないことを意味しているのではなく、投資家自身のリスク回避度、そして投資家の考える経済リスクの確率とそのダメージの予想の大きさを反映したものということになる。

しかし、グローバル化し、複雑化した現在の世界経済においては、思わぬリスクが顕在化し、投資家の考える経済リスクの確率とそのダメージの予想も変動する。例えば、リーマンショック後から2012年後半までは、欧州の債務危機の可能性が懸念され、米国においても議会での対立から官庁の閉鎖が起きる「財政の崖」問題が生じたため、投資家のリスク回避の運用スタンスが高い状態が続いた。その後、2012年末には、欧州の債務危機が一段落し、米国も「財政の崖」を乗り切ったことから、投資家のリスク回避の運用スタンスが低下し（リスクオン）、債券から株式へのシフトが起こる「グレート・ローテーション」への期待が集まった。しかし、2013年夏以降、FRBの量的緩和縮小（テーパーリング）で新興国経済に悪影響が及ぶとの懸念が生じ、投資家が再びリスクオフに移行するなど、投資家のリスク運用に対するスタンスは大きく変動している。また、我が国にお

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（11）

いては、2011年に東日本大震災が発生し、自然災害が経済に与える深刻な影響が改めて認識された。

こうしたリスクの存在を明示的に考慮したモデルとしては、Barro（2006、2009）のrare disasterモデルがある。本稿では、rare disasterモデルの枠組みにおいて、発生確率とそのダメージについての推計が存在する大震災のリスクを用いて、我が国のリスク・プレミアムの説明が可能なことを示す。

第二に、国債は典型的な安全資産であり、容易に担保に供しうる等の利点から、コンビニエンス・イールド（希少性プレミアム）を有している。このことも、国債金利の低下に資しているが、その規模については議論がある。また、最近の日本銀行の量的・質的金融緩和による大量の国債購入が国債の希少性を増し、その結果、コンビニエンス・イールドが増加している可能性がある。しかし、国債金利の形成においてコンビニエンス・イールドが重要な役割を果たしているのは安全資産だからであり、財政の持続可能性に深刻な懸念が生じれば、コンビニエンス・イールドは失われ、国債金利の急上昇を招きうる。

第三に、最近では、政策的に国債金利を低く抑えようとする「金融抑圧」の可能性についても議論されている。既存文献で指摘されているホームバイアスの中には、単なる投資家の国内資産志向だけではなく、各種の規制に基づく国債需要も含まれている。国債保有を促すような各種の規制も、金融抑圧の一種とする見方がある（Reinhart et al. (2011)）。国債の低金利を理解するためには、そうした金融抑圧についても考察する必要がある。この点については、Tokuoka (2010) 他の文献も論じているが、最近の動きとその考えられる影響につき概観する。

第四に、過去には、中央銀行が財政の持続可能性確保のために、低金利を維持することがあった。我が国においても、既に1999年の経済戦略会議答申でそうした政策が明示的に提案されている。最近では、財政再建のあり方につき、プライマリー財政黒字の実現ではなく、経済成長率を下回る金利実現で公債のGDP比率を引き下げればよいとする主張もなされている。しかし、こうした主張には経済学的に見て大きな問題がある。

本稿においては、国債の安全資産としての側面に着目しつつ、リスク回避、コンビニエンス・イールド（希少性プレミアム）、各種の金融抑圧、中央銀行によ

る低金利維持等の国債金利の決定要因につき論じ、「国債金利は現在低いから、財政再建を急がなくてもよい」とする主張の誤りを明らかにしていく。

2. リスク回避と安全資産としての国債

(1) 株式収益率と国債金利の関係

財政政策の持続可能性や厚生上の評価を考える際には、国債金利の決定要因を知ることが重要である(Bohn(1996))。一般に、株式収益率と国債金利の間には、次のような関係が成立している。

株式収益率－国債金利

$$= (\text{純粋な}) \text{株式リスク} \cdot \text{プレミアム} + \text{コンビニエンス} \cdot \text{イールド} (\text{希少性プレミアム}) \quad (1)$$

(1) 式のうち、コンビニエンス・イールド(希少性プレミアム)は、国債が単なる安全資産のみでない特別な価値(コンビニエンス)を提供している場合に生じる。例えば国債が担保として広く用いられるなど、容易に流動性を確保することを可能にすることが保有者に評価されれば、その分、国債価格が高くとも(すなわち、国債金利が低くとも)、国債を保有することになる。なお、コンビニエンス・イールドは、いわゆる金融抑圧(financial repression)による規制によって人為的に国債保有のインセンティブがもたらされた場合にも生じうることに留意する必要がある。(金融抑圧については後述する。)

他方、(純粋な)株式リスク・プレミアムは、リスク資産である株式と安全資産である国債のリスクの違いに対応して要求される収益率が異なることによって生じる。

現実の株式リスク・プレミアムの推計としては、米国についてはMehra and Prescott(2003)が6.9%とするなど、約7%の株式リスク・プレミアムを想定するエコノミストが多い。我が国については、Mehra and Prescott(2003)が3.3%と低い数値を推計する一方、山口(2007)が7.3%、Barro(2009)が8.9%と推計するなど、サンプルの対象期間の違い等を反映してかなりのばらつきがある。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（13）

（ただし、これらの推計は、コンベニンエンス・イールドの存在は無視して、株式収益率と国債金利の差を推計したものである。）

株式リスク・プレミアムは、理論上、投資家のリスク回避度が高い、または予想されるリスクが大きい場合に、大きくなる。しかし、個人の効用最大化の標準的モデルでは、リスク回避度が非常に高くない限り、現実の株式リスク・プレミアムを説明できない。これは、Mehra and Prescott（1985）により「株式リスク・プレミアム・パズル」と呼ばれ、現在に至るまで経済学者による活発な議論の対象となっている。

（2）Rare Disasterモデルでの「株式リスク・プレミアム・パズル」の説明

① Rare disasterと株式リスク・プレミアム・パズル

株式リスク・プレミアム・パズルの有力な説明はいくつか存在するが、その一つがrare disasterモデルである。Rietz（1988）は、rare disaster（戦争、災害、恐慌等）の可能性を投資家は勘案しており、最近の株価変動のみをリスクと認識すると、リスク・プレミアムが過小評価されてしまうと指摘した。特に、欧州諸国や日本と異なり、戦争による経済に対する深刻な影響を受けなかった米国においては、過小評価のおそれは強い。Rare disasterモデルは、発表直後は必ずしも高い評価を受けなかった（例えば、Mehra and Prescott（2003））が、Barro（2006）は、新データを用いてrare disasterモデルの有効性を示した。リーマンショックの発生により、経済的なrare disasterの発生が現実的な仮定と認識されてからは、rare disasterモデルに注目が集まり、現在もさらに多くの研究が進められている。

Barro（2006）の基本的なrare disasterモデルにおいては、次のモデルを想定している。まず、経済に、ルーカス・ツリー1単位が存在し、每期、果実 Y_t を提供すると仮定する。 Y_t は次の式に従って、変動する。

$$\log Y_{t+1} = \log Y_t + g + u_{t+1} + v_{t+1} \quad (2)$$

ここで、 g ：rare disasterを考慮しない成長率トレンド

u ：景気変動分のショック（i.i.d. $N(0, \sigma)$ ）

v ：rare disaster（発生確率 p ）の発生によるショック

(発生時には、b (GDP比率) だけ経済は収縮)

大災害まで考慮した成長率のトレンド g^* は以下ようになる。

$$g^* = g + 0.5\sigma^2 - p \times Eb \quad (3)$$

他方、家計については、以下の Epstein and Zin (1989) および Weil (1989) に基づく EZW 効用関数を想定する。

$$U_t = \frac{\left\{ C_t^{1-\theta} + \frac{1}{1+\rho} [(1-\gamma)E_t U_{t+1}]^{\frac{1-\theta}{1-\gamma}} \right\}^{\frac{1-\gamma}{1-\theta}}}{1-\gamma} \quad (4)$$

θ : 異時点間の消費の代替弾力性 (IES) の逆数

γ : 相対的なリスク回避度

ρ : 時間選好率

この場合、株式収益率 r^e および債券の安全利子率 r^f はそれぞれ次の (5) 式および (6) 式で示される (Barro (2006))。

$$r^e = \rho^* + \gamma g^* - 0.5\gamma(\gamma-1)\sigma^2 - p[E(1-b)^{1-\gamma} - 1 - (\gamma-1)Eb] \quad (5)$$

$$r^f = \rho^* + \gamma g^* - 0.5\gamma(\gamma+1)\sigma^2 - p[E(1-b)^{-\gamma} - 1 - \gamma Eb] \quad (6)$$

(ここで $\rho^* = \rho - (\gamma - \theta) \left\{ g^* - 0.5\gamma\sigma^2 - \left(\frac{p}{\gamma-1} \right) [E(1-b)^{1-\gamma} - 1 - (\gamma-1)Eb] \right\}$)

(6) 式より、安全利子率 r^f は、次の場合に小さくなることがわかる。

- a. 想定される rare disaster の規模 b と発生確率 p が大きい場合
- b. 相対的なリスク回避度 γ が大きい場合
- c. 時間選好率 ρ が小さい場合

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (15)

従って、欧州の債務危機の拡大や米国の財政の崖でのデフォルトの発生等の経済的な rare disaster が生じる可能性が高くなった場合 (発生確率 p の上昇) やリーマンショック後のように経済的な rare disaster の発生時の経済的なダメージの規模が想像以上に大きいことが認識された場合 (rare disaster の規模 b の増加に対応) には、安全資産としての国債への需要が高まり、国債金利が低下することになる。また、投資家自身が金融危機等で大きな損害を被り、リスクを取る余力が小さくなってしまった場合等は、投資家の相対的なリスク回避度 γ が増加することを意味し、やはり国債金利の低下につながる。

また、(コンビニエンス・イールドは無視し、) 株式リスク・プレミアムは、株式収益率と債券の安全利率の差で決まるとすると、以下の式によって決定されることになる。

$$r^e - r^f = \gamma\sigma^2 + pE\{b[(1-b)^{-\gamma} - 1]\} \quad (7)$$

Barro and Ursua (2008) は、“rare disaster (大災害)” を消費または GDP が 10% 以上下落することと定義した上で、35 か国の 19 世紀後半以降のデータより、rare disaster の発生確率は $p=1.7\%$ であり、rare disaster における消費または GDP の下落割合の平均は $b=29\%$ (1 回のみ置き換えると、 b =約 40%) とした。この rare disaster の分布の下、Barro (2006, 2009) は、1 人当たり每期 Y_t の所得が生じる Lucas (1978) の tree モデルにおいて、Epstein-Zin-Weil 効用関数を用い、さらに、無リスク金利 (実質) 1%、実質成長率 (トレンド) を 2.5% とした場合、相対的なリスク回避度 $\gamma=4$ で、現実の株式リスク・プレミアムに近い値を導出可能であることを示した。

② Rare disaster モデルの日本への適用

國枝 (2011) および Kunieda (2014) は、Barro (2011) モデルを我が国に適用し、rare disaster を巨大地震による経済的被害に限定しても、株式リスク・プレミアムが説明可能になることを示した。

Kunieda (2014) は、具体的には、次の 2 つの巨大地震を想定する。

a. 首都直下地震

30年間の発生確率は70%とされており、これを単純化のため、ポアソン過程に基づき各年の発生確率を計算すると、 $p_1=3.9\%$ となる。(本来は、30年間の地震発生確率はBPT分布に基づく推計である。)また、首都直下地震による経済被害(内閣府(2013))の単純合計は、約95.3兆円(東京湾北部18時風速15m/sの場合)と推計されている。推計時点のGDP比較で $b_1=19.5\%$ となる。

b. 南海トラフ地震

30年間のM8~9の地震の発生確率は60~70%とされており、これを単純化のため、30年間の発生確率65%の場合を想定し、ポアソン過程に基づき各年の発生確率を計算すると、 $p_2=3.4\%$ となる。(本来は、30年間の地震発生確率はBPT分布に基づく推計である。)また、経済被害は、内閣府(2013)の基本ケースにおいては、単純合計で127.8兆円とされた。推計時点でのGDP比は $b_2=26.2\%$ となる。

また、他のパラメーターについては、Kunieda(2014)は次のような仮定(一部)を置いた。

表1 Rare disasterモデルによる推計におけるパラメーターの仮定

パラメーター	説明	仮定値
g	大災害を考慮しない成長率トレンド	2.5%、2.0%と1.0%
σ	大災害以外の要因の成長率の変動の分散	1.917%
θ	異時点間の消費の代替弾力性(IES)の逆数	0.668
ρ	時間選好率	5.0%

その結果、異なる相対的リスク回避度 γ を想定した場合の株式収益率 r^e 、安全利子率 r^f 、および株式リスク・プレミアム($r^e - r^f$)は以下のとおりとなる。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (17)

表2 株式収益率、安全利子率および株式リスク・プレミアムの推計

a. $g=2.5\%$ (Sakuragawa and Hosono (2010) の仮定) の場合

	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
株式収益率 r^e	6.3%	6.1%	5.9%	5.8%	5.6%
安全利子率 r^f	0.4%	2.2%	3.5%	4.4%	5.3%
株式リスク・プレミアム	5.9%	3.8%	2.4%	1.4%	0.4%

b. $g=2.0\%$ の場合

	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
株式収益率 r^e	5.9%	5.7%	5.6%	5.4%	5.3%
安全利子率 r^f	0.0%	1.9%	3.2%	4.1%	4.9%
株式リスク・プレミアム	5.9%	3.8%	2.4%	1.4%	0.4%

c. $g=1.0\%$ の場合

	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
株式収益率 r^e	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%
安全利子率 r^f	-0.6%	1.2%	2.5%	3.4%	4.3%
株式リスク・プレミアム	5.9%	3.8%	2.4%	1.4%	0.4%

このように、我が国においても、2つの巨大地震のリスクを勘案しただけで、後述のSakuragawa and Hosono (2010) の主張と異なり、それほど大きくないリスク回避度の下でも、株式リスク・プレミアムの相当部分を説明できることになる。これに加え、その他の巨大地震や自然災害、さらにリーマンショックのような経済的rare disasterのおそれもあることを考えれば、rare disasterモデルのカリブレーションによる我が国の株式リスク・プレミアムの推計値はさらに大きくなり、現実の株式リスク・プレミアムに近づいていくと考えられる。

③ 国債のデフォルトの可能性がある場合

これまでは、国債がデフォルトを起こすことはないとの前提で、国債金利は安全利子率と完全に一致する前提で議論を進めてきた。しかし、ギリシャの財政危機において見られたように、国債の償還が政治的・経済的に困難になった場合には、明示的な形でデフォルトが発生することがある。また、ヨーロッパの他の

財政危機において見られたように、デフォルトが生じていない状態でも、デフォルトに対する懸念から国債金利は安全利子率を離れ、急騰しうる。

Barro (2006) は、rare disasterの発生時に、確率 q でデフォルトが発生する場合の債券の金利も導出している。単純化のため、デフォルト発生時に債券の元本はrare disasterによる経済全体へのダメージと同じ割合 b だけ毀損すると仮定すると、デフォルトのありうる債券の利子率は、次の(10)式で示される。

$$r^d = \rho^* + \gamma g^* - 0.5\gamma(\gamma+1)\sigma^2 - p[(1-q)E(1-b)^{-\gamma} + qE(1-b)^{1-\gamma} - 1 - \gamma Eb] \quad (8)$$

(8) で示されるデフォルトの可能性のある場合の国債金利は、 q が大きくなるにつれて、安全利子率(6)より乖離して上昇する。Barro (2006) は、各国のデータよりrare disaster発生時のデフォルト発生確率 q を0.4と推計している。このデフォルト発生確率の下、Kunieda (2014) の日本経済のカリブレーションに用いたパラメーターの値を用いて、デフォルトの可能性のある国債金利 r^d とその安全利子率からの金利上昇幅($r^d - r^f$)を計算することができる。

表3 デフォルトの可能性 ($q=0.4$ or 1) がある場合の国債金利と安全利子率からの上昇幅

q=0.4の場合	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
国債金利 r^d	3.3%	4.4%	5.1%	5.6%	6.1%
金利上昇幅 $r^d - r^f$	2.9%	2.1%	1.6%	1.2%	0.8%
q=1の場合	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
国債金利 r^d	7.7%	7.6%	7.4%	7.3%	7.3%
金利上昇幅 $r^d - r^f$	7.4%	5.3%	3.9%	2.9%	2.0%

表3に示されているように、デフォルトの可能性のある場合の国債金利は、相対的リスク回避度 γ が大きいほど高くなる。 $\gamma=4$ の場合では、デフォルトの可能性が生じると、国債金利は2%以上、上昇することとなる。

さらに、債務残高が巨額となり、rare disasterが生じると確実にデフォルトが発生する場合($q=1$)の場合の国債金利も推計することができる。 $q=1$ の場合には、

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（19）

国債金利は7%以上に上昇する。財政危機のベンチマークとされることもある7%を超える国債金利となることで、財政危機に陥ったヨーロッパ諸国の国債金利のように、rare disasterが実際に起こる前の段階で、深刻な財政危機が発生することになる。

実際のCDSスプレッドが示唆するインプライド・デフォルト率については、例えばS&P Capital IQのグローバル・ソブリン債クレジット・リスク・レポートは、欧州財政危機中の2011年第四四半期には、日本国債の5年以内にデフォルトする累積確率を11.2%としていたが、欧州財政危機が落ち着いた2014年の第四四半期の時点では、同確率は5.5%となっている。これに対し、本稿の推計で想定した仮定の下では、 $q=0.4$ の場合には5年累積のデフォルトの発生確率は13.5%となり、また、 $q=1$ の場合には同確率は31.1%となる。従って、欧州財政危機の間のインプライド・デフォルト率11.2%は、 $q=0.4$ の場合の同確率に近いことになる²⁾。

逆に、本稿のモデルにおいて、5年以内にデフォルトする累積確率に対応する q も計算することができる。2014年の第四四半期の時点でのインプライド・デフォルト率5.5%は、 $q=0.154$ に対応する。すなわち、rare disasterが発生した場合に日本財政がデフォルトする確率が15.4%ならば、2014年の第四四半期の時点のCDSの示唆するインプライド・デフォルト率が説明できる。

このように、rare disasterモデルは、政府がrare disasterの発生時においてもデフォルトを避けられるか、あるいは避けようとするかについての投資家の予想の変化により、どのように国債金利が変化するかを分析するのに有用であると考えられる。

2) ただし、CDSスプレッドは、デフォルトの発生確率のみならず、回収率も反映している。本稿のモデルでは、回収率は $(1-b)$ と仮定しているが、S&P Capital IQのグローバル・ソブリン債クレジット・リスク・レポートでは、回収率に関する具体的な想定は明確にされていない。

④ 望ましい財政政策のあり方 (Kunieda (2014))

Kunieda (2014) は、Bohn (2006) のモデルに、rare disasterを組み込んだモデルにおいて、最適な財政政策のあり方を考察した。

最適な財政政策においては、rare disasterに備えた、バッファとなるような基礎的財政黒字が必要となる。特に、相対的リスク回避度が大きい場合、リスクの規模・発生確率が高い場合に、より大きな基礎的財政黒字が必要である。そうした状況では、安全資産としての需要が高くなり、国債金利は低くなるが、だからといって財政再建の必要性が低いわけではなく、むしろ財政再建を急ぐ必要があることを意味している。

3. 国債のコンビニエンス・イールド (希少性プレミアム)

(1) コンビニエンス・イールドによる説明

国債金利が低い説明として、コンビニエンス・イールドに着目する考え方もある。国債が他の資産にはない特別な価値 (コンビニエンス) を提供していれば、それを反映して国債価格が高くなり、国債金利が低くなる可能性がある。(最近では、「希少性プレミアム」と呼ばれることもある (一上その他 (2012))。具体的には、国債は借入の際の担保とすることが容易で、金融危機時の流動性確保に役立つという他の証券にはない便益がある。この場合は、国債発行にはコンビニエンスを提供するというメリットがあることになり、財政赤字の弊害が軽減されることになる。

また、コンビニエンス・イールドの水準を高く想定すると、国債金利がそれだけ低くなるため、小さいプライマリー黒字でも財政が持続可能になるとの主張が可能になる。例えば、Sakuragawa and Hosono (2010) は、Bohn (1999) の第2のモデルに従い、銀行の預金金利と貸出金利の差を金融仲介コストとし、国債残高にかかわらず、一定のコンビニエンス・イールドを仮定し、カリブレーションを行った。実質経済成長率2.5%との仮定の下では、コンビニエンス・イールドを反映した実質無リスク金利が2.57%になるとし、GDP比で0.2%という非常に小さいプライマリー黒字で財政の持続可能性回復と主張している。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (21)

(2) 世界的な安全資産への需要増加

Caballero et al. (2008)、Gorton and Ordóñez (2013) 等は、2000年代に世界的な安全資産への需要が増加したと指摘した。2000年代に新興国の急速な経済成長が始まると、新興国の貯蓄が安全資産を求めて、先進国（米国）に流入し、金利を下げた。安全資産への需要に応えるため、証券化が進み、AAA格の民間資産担保証券が供給される。しかし、その過程で様々なモラルハザードも生じ、リーマンショックが発生する。リーマンショック後、民間による安全資産の供給量が減少し、国債に対する需要が急増した。こうした安全資産としての国債への需要が、世界的な低金利をもたらしていると指摘した。

我が国については、日本銀行の「一上ほか」(2012) が、日本国債への安全資産としての需要も、①2007～2008年の民間資産担保証券の格下げ時、②欧州債務危機の深刻化した2010年以降、増加したことを指摘し、世界的な安全資産への需要増加が日本国債の金利低下、円高に寄与したと結論づけている。

(3) 安全資産としての国債と財政の持続可能性

それでは、コンビニエンス・イールドや安全資産としての国債への需要増加により国債の低金利が継続するとの前提で、財政の持続可能性を検討してよいのか？この問いは、特に、「国債金利は経済成長率より低いので、ポンジゲーム（国債の借り換えを永遠に続けること）で将来の増税を回避できる」とのポンジ財政政策の主張との関係で問題となる。

低金利が継続するとの前提で、財政の持続可能性を論じることは以下のような理由により適当でないと考えられる。

まず、リーマンショック以来の安全資産への需要が世界的に大きい状況がいつまでも続くわけではないことを認識する必要がある。2012年末には、欧州財政危機が一段落ついたこと等からグレート・ローテーションと呼ばれる債券から株式へのシフトが生じるなど、安全資産への需要抑制の動きも見られた。中長期的には、新興国の資本市場整備や社会保障充実に伴う貯蓄率の低下などにより、新興国からの需要も低下することが考えられる。このように、安全資産への需要が強い状況がいつまでも続くとの見通しには疑問がある。

さらに、根本的な問題としては、Caballero and Farhi (2013) のSafe Asset Mechanism (SAM) の議論やGorton and Ordonez (2013) 等が指摘するように、安全資産としての国債への需要は、財政が持続可能な場合にのみ有効であることがある。Caballero and Farhi (2013) は、質的・量的緩和政策、フォワード・ガイダンス政策等の金融政策の有効性は全て fiscal capacity に依存し、fiscal capacity が失われれば無効になることを示している。黒田日銀総裁も、異次元の金融緩和とともに、強力な財政再建が不可欠であることを強調している³⁾。

結局、財政の持続可能性に懸念が生じれば、上述のように、デフォルトリスクを反映して国債金利が大きく上昇するだけでなく、コンビニエンス・イールドが喪失されることにより、さらに大きな金利上昇が生じることとなる。異次元の金融緩和等を軸とするアベノミクスの成功も、財政の持続可能性が十分確保されていることが前提であることに留意する必要がある。

(4) 国債の超過供給の可能性

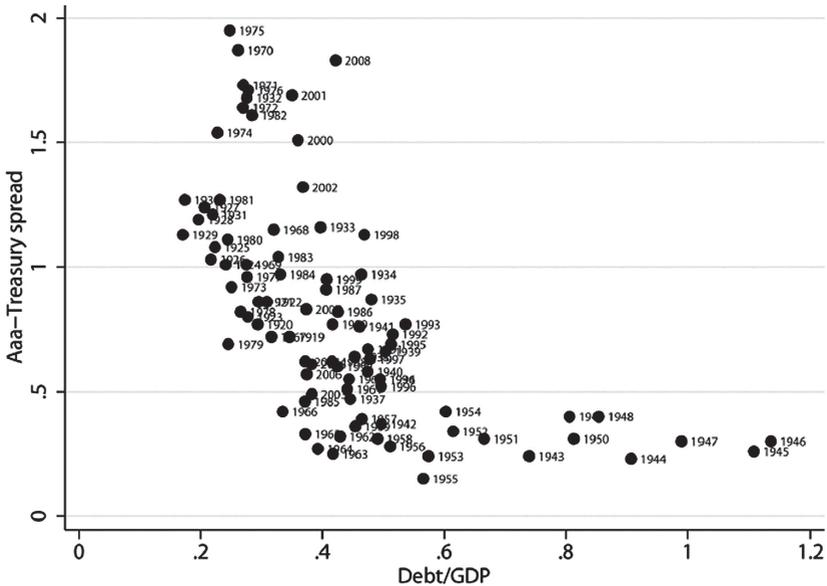
国債にコンビニエンス・イールドが存在するとしても、国債の残高にかかわらず、コンビニエンス・イールドは一定とするSakuragawa and Hosono (2010) の仮定は現実的ではない。国債残高が増加すれば、国債保有の限界的コンビニエンスは低下すると考えるのが自然である。実際、米国の実証研究 (Krishnamurthy and Vissing-Jorgenson (2012)、Bohn (2011)) では国債のコンビニエンス・イールドは国債残高の増加とともに減少するとされている (図1参照)。

日本については、国債のコンビニエンス・イールドと国債残高の関係に関する実証研究は限定的だが、数少ない研究の一つである福田・斎藤・高木 (2002) がコンビニエンス・イールドと国債残高の間に負の関係を見出している。(しかし、

3) 例えば、2014年2月21日の衆議院財務金融委員会において、黒田日銀総裁は、「財政再建は待ったなしであることも事実であり、財政が危機的な状況になったり、財政に対する信認が失われるということになりますと、国債の保有に伴うリスクプレミアムが上昇してしまつて、経済の実勢と離れて長期金利が上がってしまうというような事態もあり得るわけでございますので、(中略) 政府におかれて、既に、中期財政計画というものもきっちり決めて、2015年にプライマリーデフィシットを半減する、基礎的財政赤字を半減する、2020年にこれを解消するということを決めておられますので、それをぜひ強力に実行していただきたいというふうに思っております。」との答弁を行っている。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (23)

図1 米国における社債(Aaa格)と財務省証券の間の金利スプレッド(縦軸)と公債のGDP比率(横軸)の関係



(出所) Bohn (2011)

統計的に有意ではない。)

我が国の国債残高のGDP比が200%を超える中、コンビニエンス・イールドが一定との仮定が適当かは疑問である。米国の場合については、Bohn (2011)は相当規模のコンビニエンス・イールドを前提にした財政の持続可能性に関する議論には慎重である。

(5) 我が国における異次元の金融緩和とコンビニエンス・イールド

上述のとおり、最近の短期国債(短国)の金利はマイナスまで下落した。マイナス金利の説明としては、量的・質的緩和を続ける日本銀行がより高値で購入してくれるとの期待を投資家が有していることがまずあげられるが、コンビニエンス・イールドの存在も重要な要因である。最近の講演において、中曽日銀副総

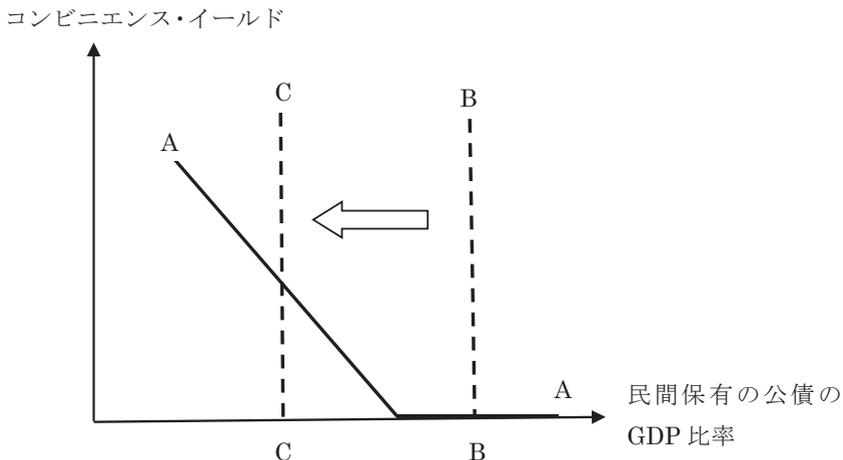
裁（中曾（2014））は、「短国が日本銀行から貸し付けをうけるための適格担保であるだけではなく、短期金融市場やデリバティブ取引の担保として最も適しているため」、投資家はしばしば短国を選好し、プレミアムが生じると指摘している。ここでいうプレミアムがコンビニエンス・イールドに対応する。中曾日銀副総裁は、「短国レートは、円の短期金利が全体として極めて低い状態にあるなかで、短国が様々な技術的要因により投資家の需要を集めているためにマイナスまで低下しています」とし、マイナス金利はまさに強力な「量的・質的金融緩和」の効果を表しているものとの見解を示している。

Krishnamurthy and Vissing-Jorgenson (2012) が指摘したように、国債の提供する限界的な便益は、国債が増加するにつれ減少すると考えられる。限界的な便益（コンビニエンス・イールド）と国債の量の関係を示したのが、需要関数に該当する図2のAAである。当初の民間部門における国債の供給曲線がBBだとすると、需要曲線と供給曲線の交点における均衡コンビニエンス・イールドは0となる。しかし、日本銀行が量的・質的金融緩和として大量の国債を購入し続ければ、民間部門における国債の供給曲線はCCへシフトする。国債が減少し、希少性が増すことで、均衡コンビニエンス・イールドは上昇する。コンビニエンス・イールドの上昇は、国債金利の低下を意味し、国債金利がマイナスとなる可能性も生じる。すなわち、日本銀行は、国債の巨額の購入を通じ民間部門の保有する国債をより希少にすることで、コンビニエンス・イールド（希少性プレミアム）を増加させ、ゼロ金利を超えて、金利を引き下げることができる。

仮にコンビニエンス・イールドが、マイナス金利をもたらす重要な要因だとすると、短期国債金利のマイナス幅は、コンビニエンス・イールドの大きさを反映したものとなる。2015年1月中に3カ月政府短期証券金利の最もマイナス幅が大きくなったのは、1月6日の-0.085%であった。一方、1月中のオーバーナイトの短期金融市場金利の平均は、0.074%であった。投資家がこのオーバーナイトの短期金融市場金利が3ヶ月以上続くと予想しているとし、短期金融市場金利と短期国債金利の差が全てコンビニエンス・イールドによると仮定しても、その規模は、0.159%程度ということになり、Sakuragawa and Hosono (2010) の2.2%の推計と比較して、はるかに小さいものとなる。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（25）

図2 中央銀行による国債の巨額購入のコンビニエンス・イールドへの効果



また、コンビニエンス・イールドの増加により国債金利がマイナスになることが、金融を通じた景気刺激策になるとは限らないことにも留意する必要がある。すなわち、コンビニエンス・イールドが国債特有のものだとすれば、コンビニエンス・イールドの増加により国債金利が低下しても、それが社債金利や銀行貸出金利の低下を促す効果は限定的と考えられることである。（実際、Krishnamurthy and Vissing-Jorgenson（2012）は、コンビニエンス・イールドを国債と最上級格付けの社債の金利格差で計測している。）現実に、最近の我が国の社債市場において、国債市場に金利を上乗せしても需要が集まらず、企業は短い年限の社債が発行しにくくなっているとの指摘がある（日本経済新聞2015年2月26日朝刊）。これは、日銀の大量の国債購入により希少性が増した国債のコンビニエンス・イールド（希少性プレミアム）が上昇したのに対し、従来の国債と社債の金利格差を前提に社債金利を設定しても投資家が購入しないことを示しており、コンビニエンス・イールドの増加に伴う国債金利の低下による景気刺激効果が限定的であることを示している。

さらに、中長期的には、いずれインフレ目標が達成されれば、中央銀行の保有

する国債を民間に売却していかざるをえず、民間部門保有の国債の量が増加することにより、コンビニエンス・イールドが低下し、国債金利は上昇することになる。財政の持続可能性は、長期的な問題であり、一時的にコンビニエンス・イールドを引き上げ、国債金利を低下させても、財政の持続可能性を回復させることはできない。

結局、巨額の赤字国債の発行自体を抑制しない限り、コンビニエンス・イールドの存在により国債金利が低水準に留まるので財政の持続可能性を深刻に心配する必要はないとの主張は適当でないと考えられる。

4. 金融抑圧 (Financial Repression)

(1) 先進国における金融抑圧 (Reinhart et al. (2011))

「金融抑圧 (financial repression)」については、様々な意味で用いられている。ここでは、Reinhart et al. (2011) に従い、競争的な市場では他の投資先に向かうであろう資金を国債に (しばしば市場金利以下の金利で) 投資させる政策一般を指すこととする。そうした政策としては、例えば、金利の上限設定、公的年金や国内金融機関につき国債投資を促す政策 (“captive market”) 等がある。先進国では、こうした政策は、プルーデンス政策の一環として実施されることが多い。また、論者によっては、中央銀行の量的緩和のための巨額の国債購入も金融抑圧に含められるが、本稿では、別途検討する。

これらの金融抑圧政策は、名目金利を抑制することで、国債の累増のスピードを抑え、財政の持続可能性維持のために最低限必要とされるプライマリー黒字を小さくする効果を持ちうる。

以下、日本銀行の金融システムレポート等で示されたデータ等を用いながら、過去に金融抑圧の方向に作用してきた諸政策を紹介した後、そうした政策の効果が情勢の変化に伴い、今後、失われていくリスクについて論じることとする。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（27）

(2) これまで金融抑圧の方向に作用してきた諸政策

① バーゼルⅢの影響

自己資本比率規制強化、レバレッジ比率規制および流動性カバレッジ比率規制等を中心とするいわゆるバーゼルⅢ規制に対応するため、金融機関の資産運用において、リスクウエイト0とされる日本国債を保有するインセンティブが存在した。我が国の金融機関は他の貸出先を見つけられないこともあり、日本銀行の量的・質的金融緩和が開始されるまで、国債保有を増加させてきた。ただし、この背景には、後述するように、財政状況が悪い先進国の国債についても0のリスクウエイトを認めるという自己資本規制上の問題点が存在している。

② 保険会社に対するソルベンシー規制

2012年から国内株式のリスク係数10→20%などのソルベンシー・マージン規制の厳格化がなされ、さらに資産・負債の時価評価を含むソルベンシーⅡ導入の可能性が論じられている。その場合、資産・負債のデュレーションのミスマッチが問題となりうる。菅ほか（2012）によれば、我が国の生命保険会社の負債のデュレーションは15年程度なのに対し、資産のデュレーションはずっと短かった（2005年度には8年程度）ことから、資産のデュレーションを長期化するため、超長期国債等への資産シフトが必要とされてきた。このため、アベノミクスにより株価が急騰していた2013年度においても超長期国債への投資は増加した。

③ 公的年金等による国債への投資

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の過去の基本ポートフォリオ（2013年6月変更）においては、国債中心の安全かつ効率的な運用（運用利回り想定4.1%）を行うこととされていた。

④ ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の国債保有

ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の運用対象は、設立経緯から国債中心である⁴⁾。2014年3月末時点で、ゆうちょ銀行の運用資産の63.1%およびかんぽ生命の運用資産の61.2%が国債である。

Reinhart et al.(2011)は、2010年の郵政民営化見直し(郵政改革関連3法案か?)を、日本における captive market への動きと整理している。

⑤ 上限金利の設定

過去には、我が国のみならず先進国では規制金利体系が中心であった(米国のレギュレーションQが代表的な例)。こうした状況下では、国債金利も規制され、事実上の金融抑圧として機能したこともあった。しかし、我が国では国債増発により、国債金利が自由化されており、現在では国債の上限金利の設定は困難と考えられる。

それにもかかわらず、ポンジゲームで巨額の債務負担から逃れることができるとするポンジ財政政策の主唱者達の中には、規制金利の時期の国債金利も含めて、名目成長率は長期金利より高かったと主張するので注意する必要がある。例えば、経済財政諮問会議(2005.12.26)において、当時の竹中総務大臣は、「実は長期金利と名目成長率の関係については理論的にはいろんな考え方がありますが、日本の場合は、戦後の時期を見ていくと名目成長率の方が実は高かった。…」と主張し、ポンジ財政政策は不可能とする標準的なマクロ経済学の理解に反論しようとしていたが、実際には戦後ずっと規制金利下にあったために、金利が抑制され、その結果、名目成長率の方が名目金利よりも高かっただけであり、金利が自由化された現在には当てはまらない。

4) なお、ゆうちょ銀行については、貸付業務能力が不足していることも踏まえれば、決済サービスに特化し、資産運用は国債中心を維持するナローバンク化も一つの望ましい方向性であると考えられる(國枝(2013))。

(3) 今後のリスク

① これまでの金融抑圧政策の変化の可能性

上述したこれまで金融抑圧の方向に効いてきた諸政策のうちには、大きく変化することが予想されるものもある。

(a) まず、GPIFの資産運用については、これまでの国債中心の資産運用につき、有識者会合により批判がなされ、見直しが行われた。2014年10月以降は、国内債券の運用割合は、第2期中期計画当初の67%から35%へと半減近く大幅に削減されることとなった。即時に国債が売却されるわけではなく、移行期間があるにせよ、GPIFは国債の保有額を大幅（伊藤（2015）は20兆円前後とする）に減額することになる。従って、この2014年10月末の基本ポートフォリオの変更のニュースは、本来であれば、国債価格の急落（国債金利の急上昇）を招いてもおかしくなかったが、奇しくも同日、日銀の追加金融緩和が発表され、日銀の国債の購入額が50兆円から約80兆円に拡大されることになり、国債市場への悪影響は回避された⁵⁾。

また、2015年2月25日には、国家公務員共済組合連合会も、GPIFと同様に運用資産中の国内債券の割合を現行の74%から35%に引き下げると公表した。地方公務員共済組合連合会や日本私立学校振興・共済事業団も同様の国内債券の運用割合の引下げを予定しているとされ、これらの運用割合の変更により、満期償還を含めて13.8兆円分減るとの試算が示されているが、日銀の国債の大量購入によりその影響は限られるとの見方がなされている（日本経済新聞2015年2月26日朝刊）。

しかし、インフレ目標が達成されれば、日銀は国債の保有額を圧縮せざるをえず、日銀の追加金融緩和はGPIF等の国債保有額削減の国債価格への悪影響を一時的に先送りしたにすぎないものと考えられる。従って、中長期的には、GPIF

5) 伊藤（2015）は、「単独でこの発表があったとすると、国内債（主に国債）の売却で、国債市場に悪影響（金利上昇）はないか、という質問が出るころだが、日銀の追加緩和がちょうど、金額的にGPIFからの国債の売却を吸収する額であるため、GPIFにとっては、タイミングは完璧であった。」と評している（伊藤（2015）、230頁）。

その他の公的年金運用における国債での運用割合の低下は、国債への重要度を低下させ、国債金利の上昇を招くものと考えられる。

(b) ゆうちょ銀行の運用政策の変更

西室日本郵政社長は、2015年2月18日にこれまでのゆうちょ銀行の国債中心の運用方針を改めることを公表した。株式等のリスク運用を専門的に行う部署も2015年夏にも立ち上げ、高度な運用を行うとしている。ただし、当面は国債市場への影響などを考え、国債の満期償還分を中心に少額ずつを株式などのリスク資産に振り向けるとされる（日本経済新聞2015.2.18朝刊）。かんぽ生命も既に株式運用を本格化させている。

これらの動きは、ゆうちょ銀行やかんぽ生命の株式売却に伴い、収益率の向上が必要とされるためとされ（同記事）、株式売却後も収益確保のため、引き続き国債中心の運用からシフトとしていくものと見られる。満期償還分のリスク運用への振替とはいえ、ゆうちょ銀行が償還分に対応する借換債を購入しなければ、その分、国債は超過供給が発生することになり、将来の国債市場に悪影響を与えることになろう。

(c) 民間生命保険会社

さらに、民間生命保険会社の超長期国債保有についても、これまでの超長期国債の買い増しにより、資産デュレーションは12年程度となっており（日本銀行「金融システムレポート」(2014.4)）、いつまでも増加するわけではない。最近では、①超長期ゾーンの利回りが生命保険会社等の試算運用で求められている水準を下回っていること、②国債発行計画での超長期国債増額への懸念、③超長期ゾーンの利回りは先行きの政策変更への思惑や財政要因などで変動しやすいこと等により、超長期国債の利回りは上昇しやすくなっているとの指摘（野口(2014)）もある。

② 金利上昇によるリスク

国債は安全資産として保有されているが、金利の上昇時にはその市場価値は低

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（31）

下する。地銀・信金など、デュレーションのマッチングが十分なされていない金融機関では、金利上昇に伴い、巨額の損失が発生するおそれがある。日本銀行の「金融システムレポート」（2015. 4）では、例えば、金利が一律に1%上昇する場合（パラレルシフト）の場合、金融機関全体では、2014年12月末で、7.5兆円という巨額の損失が発生すると予想している。大手銀行は、日銀の量的・質的金融緩和の開始までは、国債の保有量を増やしていたが、開始に伴い、保有国債を実質的に日銀に購入してもらう形で国債金利の上昇に伴うリスクを圧縮したが、地域金融機関は貸出の低迷もあり、国債の保有量の削減は十分進んでいない。仮に国債金利の大幅な上昇（すなわち国債価格の大幅な下落）があれば、巨額の損失が発生し、地域金融機関を中心に経営に深刻な影響を及ぼすおそれがある。

また、他の業態においても、国債は広く保有されており、国債金利リスクは無視できない大きさとなっている。

③ 国債のリスク・プレミアム増加のリスク

我が国においては、インフレ上昇に伴う金利上昇による長期金利の上昇による損失発生を中心に国債保有のリスクが論じられることが多いが、より重要なのは、財政の持続可能性に懸念が持たれ、投資家にデフォルトリスクが認識されることにより国債にもリスク・プレミアムが求められるようになり、金利が上昇した場合（すなわち、上記の（8）式で q が0より増加した場合）のダメージである。

財政危機の発生した欧州諸国においては、デフォルトリスクが認識されることにより、国債金利が急騰し、その結果、自国国債を多く保有する金融機関が巨額の損失を被り、金融システムに深刻な悪影響をもたらした。本来であれば、金融システムが動揺した際には、自国政府が公的資金を投入し、安定化を図るべきだが、財政危機の中、そうした対応は困難である。このため、財政危機と金融危機という2つの危機が同時に発生し、自国のみでは対応できない非常に深刻な経済危機を迎えることになった。

こうしたリスクは金融機関が資産と負債のデュレーションを完全にマッチさせても、国債固有のリスク・プレミアム増加時には、巨額の損失が生じうる。負債サイドの銀行預金の金利は一般的な金利水準に基づくものだが、国債を大量保有

している場合の資産サイドは国債固有のリスク・プレミアム増大により、金利の一般水準と関係なく、国債金利のみが急騰し、国債価格暴落で巨額の損失を被るからである。

財政状況の悪化が長期金利にどのような影響を及ぼすかの推計としては、最近の Arslanalp and Lam (2013) がある。同論文は、まず12の先進国のパネルデータから長期金利の決定要因を推計し、純公的債務のGDP比率の1%の増加が0.02～0.04%の長期金利の増加をもたらすと推計している⁶⁾。

具体的には、Arslanalp and Lam (2013) は、2012年末のWorld Economic Outlookを踏まえ、潜在成長率1%、インフレ率2%および日銀の今後2～3年の金融緩和継続を前提とした場合、我が国の財政赤字は継続し、主に財政状況の悪化を反映して長期金利は、2020年で4.5%、2030年には5.5%になると試算した⁷⁾。財政状況の悪化は、図3のように、長期金利上昇の最も重要な原因である。また、日本銀行の異次元の金融緩和も短期的には国債金利の引上げに有効だが、中長期的にはその効果は期待できないとしている(図4)。

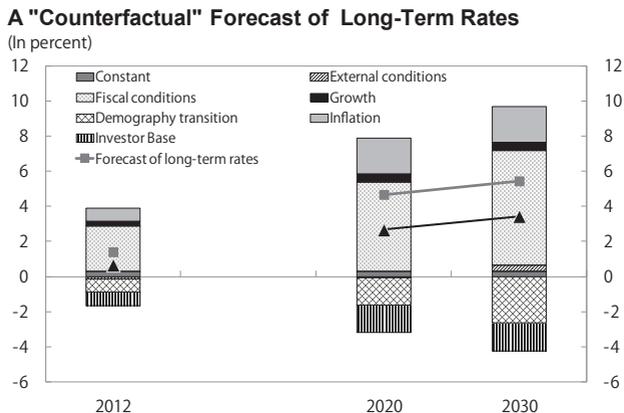
他方、強力な財政再建策が実行され、中期財政計画に沿い、公債残高のGDP比の引下げに成功した場合、さらにアベノミクスの第3の矢が成功して長期成長率が2%に上昇し、インフレ率も2%となれば(非常に楽観的な見通し)、2020年や2030年の長期金利は約3～4%で安定するとの試算結果を得ている。

このように、財政再建が進まなければ、国債固有のリスク・プレミアムが増加し、長期金利が上昇することになる。国債のデフォルトリスクが認識されることによる国債価格の低下は、資産・負債サイドのデュレーションのミスマッチを圧縮しても、巨額の損失の発生をもたらす。財政再建の遅れは、金融システム全体を不安定化する。

6) この推計値は、リーマンショック後は1/3から1/2程度減少しているが、同論文はリーマンショック後の世界的なリスク回避度の上昇によるものとしている。

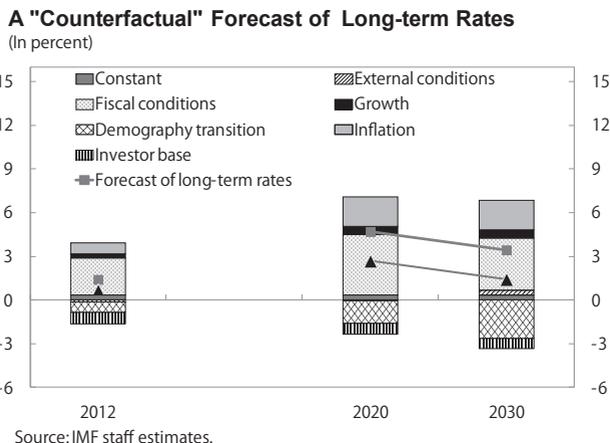
7) なお、Arslanalp and Lam (2013)は、高齢化の進展については、リスク回避度の増加により、安定利子率を低下させる要因であると想定している。ただし、我が国においては、高齢家計のリスク回避度が若い世代と比較して高くないことが指摘されており、その傾向が続くとすると、長期金利の上昇幅はさらに大きくなることとなる。

図3 現在の我が国の政策の下での今後の長期金利の試算



(出所) Arslanalp and Lam (2013), Figure 3

図4 財政再建成功時の長期金利の試算



(出所) Arslanalp and Lam (2013), Figure 3

④ 国債のリスクウエイトの変更の可能性

デフォルトリスクを反映した国債金利の上昇が金融システムに深刻な被害をもたらしうることをよく認識した欧州諸国においては、先進国の国債のリスクウエ

イトを財政状況や格付けにかかわらず、全て0とすることにつき疑問が呈されている。先進国の国債のリスクウエイトを例えば格付けと連動させて決定するようになれば、金融機関は財政状況にかかわらず、国債を保有することを止め、財政危機が原因で発生する金融危機を防止することができるようになる。そうした方向でのプルーデンス規制の改革は、理論的に正しいもので、将来の規制のあり方として望ましいものである。

そうした考え方も踏まえ、2015年1月23日に、バーゼル銀行監督者会合は2015/2016の作業計画の中で、ソブリン債のリスクウエイトについての見直しを開始し、可能な政策上の選択肢を考えることを明らかにした。見直しは、注意深く、幅広い見地から、漸進的に進めていくとされている⁸⁾。

しかし、我が国で即時に国債のリスクウエイトを変更することには現実的には問題が多い。すなわち、我が国の財政状況を前提とすれば、日本国債のリスクウエイトは0ではなく、正のウエイトを付されるおそれがあるが、その場合、我が国の金融機関の保有するリスク資産が増加し、それに対応して自己資本不足から巨額の資産圧縮や増資が必要となる。資産圧縮は貸出の抑制等を通じ、経済全体に悪影響を及ぼすことが懸念される。

結局、我が国の金融機関の巨額の国債保有は、国債のデフォルトリスクが認識された場合に金融システムが大きく動揺することを意味しており、理論的には、適切なリスクウエイトを付すことで国債への過度な依存を抑制する必要があるが、直ちに実施することにより経済全体に悪影響が及ぶおそれがあるという厳しい状況にある。こうした状況から脱却する唯一の方法は、財政再建を強力に推進し、先進国の国債にリスクウエイトが付されるようになった場合も、日本国債に0ないしきわめて小さいリスクウエイトが付されるような財政状況を実現することである。

我が国では、日本の金融機関による国債保有の割合が高いため、欧州の財政危機を経験した国と比較して、財政再建を急ぐ必要はないとの主張を行う論者もい

8) なお、バーゼル銀行監督者会合は、2015年6月8日に銀行勘定の金利リスクに関する市中協議文書を公表した。これはソブリン債の信用リスクに関するものではなく、金利リスクの資本上の取扱いに関するものである。

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？（35）

るが、実際には、金融機関による日本国債の巨額の保有は、我が国の財政の持続可能性に懸念が持たれば、財政危機のみならず、深刻な金融危機が必然的に生じることを意味しており、むしろ財政再建の必要性の高さを示しているのである。

5. 中央銀行による低金利維持

(1) 中央銀行による財政の持続可能性確保のための低金利維持

過去には、中央銀行がデフレ脱却ではなく、財政の持続可能性確保のために低金利を維持する例があった。最も有名な事例は、戦時中から戦後直後までの米国の国債価格支持政策とアコードがある。また、我が国でもあまり認識されていないが、1999年の経済戦略会議答申で提言されたボンジー財政政策や2005年末の金利・経済成長率論争においても、金融抑圧のための金融政策の運営が提言されたことがある。

① 米国の戦時中の国債価格支持政策とアコード

米国においては、第2次大戦中から1951年まで長期金利は2.5%以下であった。戦時中のインフレは物価賃金統制により抑制されていたが、第2次大戦後の1946～48年初にはインフレが発生した。さらに、1950年6月に朝鮮戦争が勃発し、インフレが上昇し、金利上昇圧力が発生した。そうした状況下で、1951年3月の財務省とFRBの間でアコードが結ばれた。これが、最も有名な国債価格支持政策であり、我が国において、中央銀行による金融抑圧政策としてよく引かれる事例である⁹⁾。

9) ただし、富田(2004)は、戦時中はデフレ期待から民間投資家が長期国債を購入し、また朝鮮戦争勃発後のインフレ期待上昇に対しては、FRBは短期国債の売りオペ・預金準備率引上げで対応しつつ、長期国債を購入したので、連銀保有の国債総額は不変と指摘している。

(2) 我が国における財政の持続可能性確保のための中央銀行による低金利維持の提案

① 小渕内閣「経済戦略会議答申」(1999)

小渕内閣の下で開催された経済戦略会議の答申においては、ポンジーゲームにより永遠に国債の借り換えを繰り返すことにより、国債の負担を免れようという「ポンジー財政政策」が提案され、その実現には、名目成長率が名目金利を上回る状況を維持する必要がある、そのため、金融緩和を維持すべきとの考え方が示された。

「経済戦略会議答申」(1999) 抜粋

「財政のサステナビリティを回復させるための条件は、理論的には、(1) プライマリーバランス（基礎的財政収支＝公債費を除く歳出と公債を除いた租税等の歳入の収支）の赤字を極力速やかにゼロに回復させること、(2) 名目成長率が名目金利を上回る状況を実現すること

・・・・・・・・・・

次に、名目成長率が名目金利を上回る状況を維持するには、(1) 財政健全化への道筋を常に確保し、市場主導の行き過ぎた市場金利上昇を避けること、(2) 財政バランス改善に伴うデフレ作用を相殺するために当面は金融の緩和基調を維持しておくことの2点が極めて重要である。」(下線は筆者による。)

② いわゆる金利・成長率論争

「ポンジー財政政策」の実現可能性は、既に標準的なマクロ経済学では否定されていた (Abel et al. (1989)) が、2000年代前半には否定されることはなく、2005年末の経済財政諮問会議 (2005.12.26) で、やっと「ポンジー財政政策」の非現実性につき指摘が行われた (マスコミ等では、「金利・成長率論争」と呼ばれた。) が、この論争の中で、竹中総務大臣 (当時) が金融政策の役割に言及している。金融政策により「ポンジー財政政策」の実現を図ろうという考え方は、「金融抑圧」の一種と考えられよう。なお、翁 (2013) も金融抑圧との関連で、この金利・成長率論争に言及している。

「経済財政諮問会議」(2005.12.26) 議事録抜粋

(吉川委員発言)

「金利、とりわけ長期金利は市場で決まる価格でございます。」

(竹中総務大臣発言)

「金利は市場で決まるということは間違いないのですが、金融政策は、それに対して何らかの影響を与えることはできません。もちろん、それは金利というのを何にとるかということにも依存するのかもしれませんが。したがって、名目金利と名目成長率の関係に関しては、ここは長期的にはほぼ実際は均衡していくのだらうと思いますけれども、名目金利の方が高いということで前提に議論をするというのは、私は今までの諮問会議の論点から言ってもいかなものかと思いますし、そこは、金融政策の役割というものもあるということは認識しなければいけないと思います。」(下線は筆者による。)

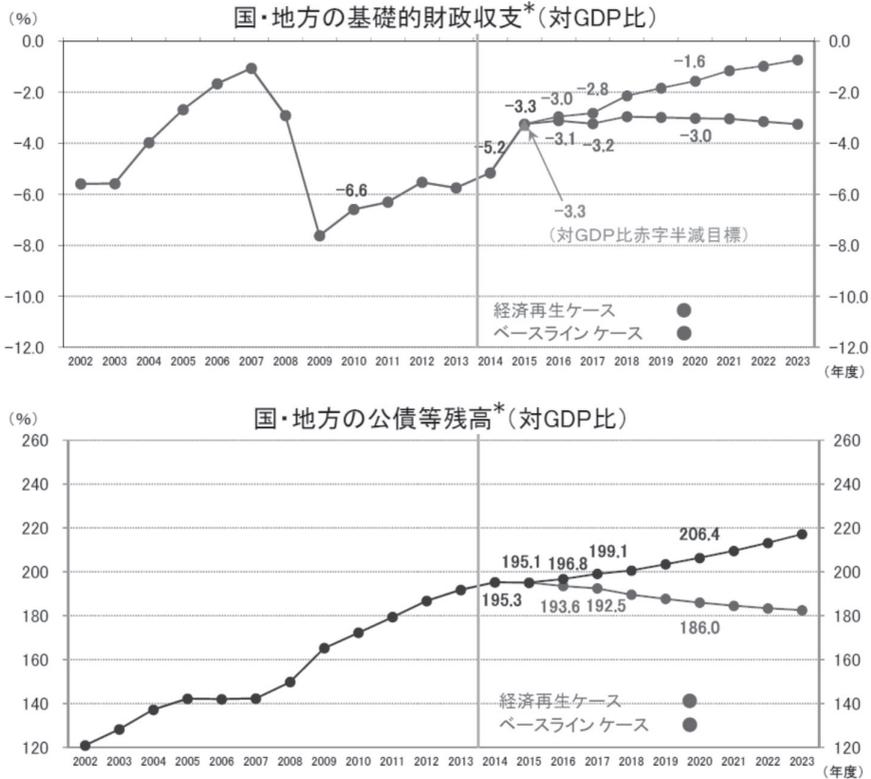
③ 2015年2月の中長期の経済財政に関する試算の金利の仮定

最近ではさすがに明示的に金融政策による金融抑圧が提案されていないが、将来の財政につき楽観的な見通しを示すために、名目成長率については楽観的な想定を行う一方、長期金利についてはなかなか上昇しないとの都合のいい仮定を置くことがある。

例えば、2015年2月の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」では、前政権までは信頼される財政再建計画とするためにこれまで慎重な経済見通しに基づいていたのを覆し、アベノミクスにより高い成長率が実現すると楽観的な見通し(「経済再生ケース」)を中心に、中期的な財政収支の試算を行っている。もともと、楽観的な経済再生ケースでも、2020年時点でもプライマリー財政収支は赤字である(図5上)。それにもかかわらず、公債等残高のGDP比率は減少する奇妙な試算結果となっている(図5下)。

その背景の一つには、表4に示されているように、消費者物価上昇率はインフレ目標2%に達するにもかかわらず、名目長期金利が名目GDP成長率を少なくとも2017年まで下回るという低水準の長期金利の継続を想定していることがある。(なお、プライマリー赤字が継続するのに公債のGDP比率が低下するという結果になっている他の理由としては、過去の国債の発行金利が低かったために国債が実質的に減価すること、消費税増税により物価が上昇しても長期金利が上昇しな

図5 国・地方のプライマリー収支と残高の見通し



* 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「中長期の経済財政に関する試算」(2015. 2. 12)

いこと等が考えられる。) 具体的な増収措置や歳出削減策によるのではなく、低い金利水準の継続による公債残高のGDP比率の圧縮計画は、金融抑圧の性格を有していると批判されてもしかたがないものと考えられる。

④ 日本銀行による金融抑圧的な金融政策運営への懸念

リーマンショック後、日本銀行に加え、米国FRB、英国BOEなど他の中央銀行も巨額の国債購入による金融緩和を始めた。Reinhart et al. (2011) は、日銀

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (39)

表4 「中長期の経済財政に関する試算」の前提（経済再生ケース）

年 度	(%程度)、[対GDP比、%程度]、兆円程度										
	2013 (平成25)	2014 (平成26)	2015 (平成27)	2016 (平成28)	2017 (平成29)	2018 (平成30)	2019 (平成31)	2020 (平成32)	2021 (平成33)	2022 (平成34)	2023 (平成35)
実質GDP成長率	(2.1)	(▲0.5)	(1.5)	(2.1)	(0.8)	(2.6)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)
実質GNI成長率	(2.0)	(▲0.2)	(2.1)	(2.2)	(0.8)	(2.6)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)
名目GDP成長率	(1.8)	(1.7)	(2.7)	(3.3)	(3.1)	(3.9)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.7)
名目GDP	483.1	491.4	504.9	521.5	537.4	558.6	578.4	599.4	621.2	643.9	667.6
1人当たり名目GNI成長率	(2.5)	(2.4)	(3.2)	(3.7)	(3.3)	(4.0)	(3.6)	(3.8)	(3.8)	(3.9)	(4.1)
1人当たり名目GNI (※万円)	394	403	416	431	446	464	481	499	518	538	560
潜在成長率	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(1.1)	(1.5)	(1.6)	(1.9)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
物価上昇率											
消費者物価	(0.9)	(3.2)	(1.4)	(1.8)	(3.3)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
国内企業物価	(1.9)	(3.1)	(▲1.0)	(0.9)	(2.9)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.3)
GDPデフレーター	(▲0.3)	(2.2)	(1.2)	(1.2)	(2.2)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.3)	(1.3)
完全失業率	(3.9)	(3.6)	(3.5)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
名目長期金利	(0.7)	(0.4)	(1.2)	(1.8)	(2.3)	(3.0)	(3.5)	(4.0)	(4.3)	(4.5)	(4.6)
部門別収支											
一般政府	[▲7.6]	[▲7.2]	[▲5.5]	[▲4.8]	[▲4.4]	[▲3.8]	[▲3.6]	[▲3.6]	[▲3.4]	[▲3.3]	[▲3.3]
民間	[7.7]	[8.1]	[7.5]	[7.1]	[7.1]	[6.7]	[6.7]	[6.8]	[6.7]	[6.7]	[6.8]
海外	[▲0.1]	[▲0.9]	[▲1.9]	[▲2.3]	[▲2.7]	[▲2.9]	[▲3.1]	[▲3.2]	[▲3.3]	[▲3.4]	[▲3.5]

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015. 2. 12)

その他の各国の中央銀行による長期国債購入も一種の金融抑圧と見ている。翁(2013)等も日本銀行による金融抑圧につき懸念を示している。

長期的にインフレ目標を確実に実現できるようになるまで低金利を続けること自体は、デフレ脱却のためには当然、必要なので、そうした金融政策を「金融抑圧」として批判するのは当たらない。

しかし、インフレ目標が継続的に達成できることが確実になった後も低金利を続けることには、金融政策上の正当性はなく、金融抑圧政策と批判されても仕方がない。(ただし、理論的には、金融政策の時間整合性確保のため、インフレ目標達成後も一定期間、ゼロ金利を継続する必要があるとされており、我が国でも2%に達したからといって即時にゼロ金利政策を止める必要はない。)

かつて2005年末の経済財政諮問会議において、吉川委員が指摘したように、長期金利は市場で決まり、実質金利にインフレ期待を加えた水準に収斂していくと考えられる。それにもかかわらず、中央銀行が金利引下げを図ろうとして金融緩和を続けられれば、現在の自由化された金融資本市場の下では、いずれさらなるインフレ上昇をもたらす。

従って、2005年末の経済財政諮問会議で竹中総務大臣(当時)が主張したように金融政策で金融抑圧を行おうとすれば、他の金融規制(典型的には、上限金

利規制だが、その他にも上述のように様々な実質上の金融抑圧のための規制がありうる。)が不可欠となる。しかし、そうした規制は、経済の効率性を低下させ、長期的には潜在成長率を低下させる。従って、インフレ目標が継続的に達成できることが確実にされた後も低金利を続ける形での金融抑圧政策は望ましくない。

6. 結語

本稿では、現在の低い国債金利が、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するかにつき論じた。

(1) 安全資産である国債は、

- ① 投資家のリスク回避度が高い場合
- ② 想定されるリスクの規模・発生確率が大きい場合
- ③ 安全資産であることに基づくコンビニエンスが投資家に高く評価されている場合

に低い金利を享受できる。国債金利が低水準に留まれば、財政再建は相対的に容易になる。

(2) しかし、安全資産としての国債への需要は、我が国の財政の持続可能性回復のために増税・歳出削減を含む強力的な財政再建策が取られることを前提とするものである。今後、消費税増税のさらなる先送りや信頼性の低い財政再建策の公表等により我が国の財政再建に対する姿勢に懸念が生じれば、高いリスク回避度やコンビニエンス・イールドの喪失は、国債金利が急上昇しうることを意味する。(本稿の試算では、rare disaster発生時にデフォルトが生じると認識されれば、国債金利は7%を越す水準に上昇する。)

(3) GPIFやゆうちょ銀行による国債中心の運用方針等のこれまで金融抑圧の方向に効いてきた諸政策は、今後、大きく転換することが予定されている。金融機関による国債の大量保有は、国債のデフォルトリスクが顕在化し、国債金利が急上昇した場合に、我が国金融システムに深刻な影響がもたらされることを意味し

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (41)

ている。また、インフレ目標達成後も、日本銀行が国債金利の上昇を回避するために低金利政策を続けることは弊害が大きい。

(4) 以上の考察に鑑みれば、現在の国債金利が低いからといって、財政再建を遅らせることは適当ではない。むしろリスクに備えた財政面でのバッファを確保するため、財政再建を急ぐことが望まれる。

参考文献

- Abel, A., G. Mankiw, L. Summers, and R. Zeckhauser (1989), "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence," *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pp.1-20.
- Arslanalp, S., and W. R. Lam (2013), "Outlook for Interest Rates and Japanese Banks' Risk Exposures under Abenomics," *IMF Working Paper* WP/13/213.
- Barro, R. (2006), "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.121, No.3, pp. 823-866.
- Barro, R. (2009), "Rare Disasters, Asset Prices, and Welfare Costs," *American Economic Review*, Vol. 99, pp. 243-264.
- Bohn, H. (1995), "The Sustainability of Budget Deficit in a Stochastic Economy," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.27, pp. 257-271.
- Bohn, H. (1998), "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, pp. 949-963.
- Bohn, H. (1999), "Fiscal Policy and the Mehra-Prescott Puzzle: On the Welfare Implications of Budget Deficits when Real Interest Rates are Low," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 31, No.1, pp.1-13.
- Bohn, H. (2011), "The Economic Consequences of Rising U.S. Government Debt: Privileges at Risk," *FinanzArchiv/Public Finance Analysis*, Volume 67, Number 3, September, pp. 282-302.
- Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas (2008), "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol.98, No.1, pp. 358-393.

- Caballero, R. and E. Farhi (2013), "A Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy," NBER Working Papers No. 18737.
- Epstein, L., and S. Zin (1989), "Substitution, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Consumption and Asset Returns: A Theoretical Framework," *Econometrica*, Vol.57, p.937-969.
- Gorton, G., and G. Ordonez (2013), "The Supply and Demand for Safe Assets," NBER Working Papers, No. 18732.
- Hoshi, T. and T. Ito (2014), "Defying Gravity: Can Japanese Sovereign Debt Continue to Increase without a Crisis?" *Economic Policy*, Issue. 77, pp.5-44.
- Krishnamurthy, A., and A. Vissing-Jorgensen (2012), "The Aggregate Demand for Treasury Debt," *Journal of Political Economy*, Vol. 120, issue 2, pp. 233 -267.
- Kunieda, S. (2014), "Rare Disaster and Fiscal Policy," presented at the Annual Meeting of the Association for Public Economic Theory, Seattle.
- Lucas, R. (1978), "Asset Prices in an Exchange Economy," *Econometrica*, Vol. 46, pp. 1429-1445.
- Mehra, R., and E. Prescott (1985), "The Equity Premium Puzzle," *Journal of Monetary Economics*, Vol.15, pp. 145-161.
- Mehra, R., and E. Prescott (2003), "The Equity Premium in Retrospect," in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds. *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B, pp. 889-938.
- Reinhart, C., J. Kirkegaard, and B. Sbrancia (2011), "Financial Repression Redux," *Finance & Development*, June 2011, IMF, pp. 22-26.
- Rietz, T. (1988), "The Equity Risk Premium: A Solution," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, pp. 117-131.
- Sakuragawa, M., and K. Hosono (2010), "Fiscal Sustainability of Japan: A Dynamic Stochastic General Equilibrium Approach," *The Japanese Economic Review*, Vol. 61, No. 4, December, pp. 517-537.
- Tokuoka, K. (2010), "The Outlook for Financing Japan's Public Debt," IMF Working Paper WP/10/19.
- Weil, P. (1989), "The Equity Premium Puzzle and the Risk-free Rate Puzzle," *Journal*

低い国債金利は、我が国の財政再建を遅らせてもよいことを意味するのか？ (43)

of Monetary Economics, Vol.24, pp. 401-421.

(邦文)

伊藤隆敏 (2015), 『日本財政「最後の選択」』, 日本経済新聞出版社

一上響・木村武・中村俊文・長谷部光 (2012), 「安全資産の需給と国債の希少性プレミアム」, 日銀レビュー, 2012-J-1.

翁邦雄 (2013), 『金融政策のフロンティア: 国際的潮流と非伝統的金融政策』, 日本評論社.

菅和聖・倉知善行・福田善之・西岡慎一 (2012), 「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」, 日銀レビュー, 2012-J-16.

國枝繁樹 (2012), 「カタストロフィック・リスクと最適な財政政策」, 日本経済学会春季大会 (北海道大学) 発表.

國枝繁樹 (2013), 「金融危機後の公的金融」, 金融調査研究会第2研究グループ報告書, 『財政制約下の公的金融・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用』, 全国銀行協会, pp.39-64.

國枝繁樹 (2014), 「安全資産としての国債」, 金融調査研究会第2研究グループ報告書, 『わが国の財政問題と金融システムへの影響』, 全国銀行協会, pp.69-96.

島崎邦彦 (2001), 「大地震発生の長期的予測」, 『地学雑誌』, 第110巻第6号, 816-827頁.

富田俊基 (2004), 「財務省・連銀によるアコードの検証」, 『知的資産創造』, 2004年1月号, 野村総合研究所, pp.46-65.

野口雄裕 (2014), 「二極化が進む国債市場 デフレ脱却後を展望する国債管理政策と長期金利」, みずほインサイト, 2014年4月30日, みずほ総合研究所.

福田祐一・齊藤誠・高木真吾 (2002), 「国債の価格形成とコンビーニエンス: 1990年代後半の日本国債のケース」, 齊藤誠・柳川範之編著『流動性の経済学』, 東洋経済新報社.

山口勝業 (2007), 「日本経済のリスク・プレミアム」, 東洋経済新報社.