

Policy Review

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤元重

国債バブル

今の日本は深刻な国債バブルの状況に陥っているのではないか。

バブルと言うと1980年代末の日本の不動産バブルのような過熱経済だけを想像する人が多いようだが、そうではない。バブルは経済低迷の方向でも起こりうるのだ。日本の財政問題を考えるときに、国債バブルについて理解することは重要である。

そもそも、世界有数の借金を抱えている政府が発行する国債の価格が史上最低の利率（つまり史上最高の国債価格）をつけているということは正常なことではない。異常な国債価格の高値であるので、国債バブルと言われるのだ。

すべてのバブルがそうであるように、国債バブルも国債市場だけの問題ではない。経済全体の動きがそれに関わっているのだ。まず家計部門であるが、この20年、経済が低迷する中で消費に非常に慎重になっている。医療や年金などの不安もあってか、諸外国に比べて過剰とも思われる金融資産をため込んでいる（NIRA 報告書『家計に眠る「過剰貯蓄」』にこの点についての詳しい分析がある^注）。そうした家計部門の貯蓄資金が金融機関に

流れ込んでいる。

次に企業部門であるが、企業の保有する手元資金は過去最高の規模である。1980年代末のバブルの時期よりも多いという。企業はこの20年、必死になってリストラと構造改革に取り組んできた。こうしたコスト削減の成果もあって、それなりの利益をあげてきた企業も少なくない。ただ、そうして得た資金を次の投資に回すのではなく、手元に抱え込んでいる企業が少なくないのだ。それだけ企業が攻撃的な姿勢を弱めて、防御的になっているということだ。

家計部門も企業部門も多額の余剰資金を持ち、それが銀行の預金などの金融システムに流れ込んでくる。しかし、金融機関はこの資金を積極的に運用する融資先や投資先を十分に持っていない。経済が低迷しており、資金の行き場がないのだ。結果的に国債市場に資金が流れ込む。国債価格が高くても国債を購入するしかない。

国債の利回りが非常に低いので、多額の債務を抱えている政府も、国債の利払いを低く抑えることができる。過大な債務があるにも関わらず国債の利子負担が膨らまずに、財政が何とか回っているのは、国債バブルのおかげであるといつてよいのかもしれない。

問題は、このような状況がまだ続くのかどうか、ということだ。今のような状況は決して好ましいものではな

視点 論点

竹森俊平…………… 5
慶應義塾大学経済学部 教授

大橋英敏…………… 8
モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社
債券調査本部長

富田俊基…………… 12
中央大学法学部 教授

小幡 績…………… 16
慶應義塾大学大学院経営管理研究科 准教授

い。景気の見通しは悪く、デフレが止まらない。家計も企業も防衛的になっており、その資金が国債に流れ込んでくる。それで利回りが低くなっていることが財政を助けている。こうした経済低迷と国債バブルの状況があと何年も続いていくのか、それともどこからかこの不安な均衡が大きく崩れるのか。もし崩れるとしたら、それは経済の回復という好ましい形なのか、それとも国債価格の暴落なのか。小幡績氏の指摘にもあるように、不確定な要因が多いので将来を見通すことは難しいが、日本経済の先行きが非常に不透明であることは事実だ。

金融市場の目と経済学者の目

この号に寄せられた大橋英敏氏の論考は、今の国債市場に対する金融市場の見方を非常に的確に説明している。日本国内に資金が過剰にだぶついている状況、デフレマインドが広がる中で、日本の国債が長期の投資先としてそれなりに魅力を持っている点、そして低金利を前提とすれば政府の財政はそれなりに回る。また、景気が低迷し、日本銀行も金融の超緩和の姿勢を当分崩せそうもないことを考えれば、金利は低金利の状態が当分続く。

大橋氏が示された見方は、金融市場のプロの多くの間で共有されている見方であると考えていいだろう。だからこそ、銀行も生保もこれだけ価格が高くなった長期の国債を積極的に購入するのだ。

ここで、再度バブルという現象を持ち出してみたい。経済理論の世界で合理的バブルの理論というものがある。国債、株式、為替などの資産の価格は、期待利益の動きによって決定される。経済モデルの上でも、合理的な投資判断に基づく資産価格の値が求まる。問題はそうした価格付けが当面の動きだけを想定したものであり、そのような合理的短期均衡が続いていった先がおかしな所にならないという保証はない。乱暴な言い方をすれば、資産価格が無限に発散してしまうことがない条件のことである。バブルとは、短期的には収益性などから合理性を満たしているようだが、長期的には価格がおかしな方向に発散してしまう現象である、と経済学では考える。金融市場はしばしば、長期的な整合性など考えずに、目先の合理性だけで走ってしまう傾向がある。これがバブルを引き起こす。目先の合理性だけで走り続けると、次第に資産価格は異常な状況になってしまい、最後はバブルが破裂するのだ。バブルが起きるのは、目先の動きに縛られやすい金融市場の論理と、長期的な整合性を問題とする経済の論理がすれ違うことでもある。

たとえば、1980年代末に日本で起きた不動産バブルを

思い出してほしい。あのとき、目先では合理性基準は成立していた。不動産価格が上がると思うから、不動産に投資が行われた。それが不動産価格をさらに上げる。こうした動きが続くかぎりには不動産に投資を続けることは合理的である。ただ、不動産価格が永遠に上がり続けることはない。だからどこかの時点でこのバブルはクラッシュ（破裂）するのだ。

さて、今の国債市場の動向はどうだろうか。目先の金融市場の論理からいえば、すべて合理的な前提条件の中で回っている。しかし、こうした状況が永遠に続くことはありえないとすると、どこかで国債価格の暴落が起きてもおかしくない。国債市場はバブルなのだ。国債価格が高いほど（国債利回りが低いほど）、そして政府の債務が膨れあがるほど、暴落のリスクは高くなるのだ。そうしたショックが起きたとき、国債市場は規模が大きいだけに、いろいろな所に波及することになるだろう。

財政問題と景気低迷

富田俊基氏も指摘しているように、日本の財政問題は日本の経済が低迷していることによって救われている。これは私が国債バブルの話として取り上げた問題にも関わる。日本の景気が低迷しており資金需要が乏しいので、資金が大量に国債市場に吸収されていても金利が上がらないのだ。

もし日本経済に活力が生まれたらどうなるのだろうか。富田氏も指摘しているように、企業の設備投資が旺盛になり資金需要が活発になってくれば、国債に回っていた資金が設備投資などに回るかもしれない。そうなれば金利が上昇していこう。金利が上昇し始めれば、財政における国債利子負担が重くなっていくので、財政運営が厳しくなっていく。

財政赤字が増えれば金利が上昇して民間の投資が抑制される、というのが教科書的な意味でのクラウディング・アウト効果である。過度な公的活動が民間経済を阻害するという問題である。しかし、今の日本に起きかねないのは、これとちょうど逆の方向の動きである。民間経済活動が活発になるほど、財政資金へまわる資金が細り、金利が上昇して財政運営を難しくするというのだ。

こうした事態は日本の将来の見通しを暗くさせる。私たちは景気が回復するのを願っているが、その景気回復が財政運営を難しくすることになりかねないからだ。前門の虎・後門の狼ではないが、景気低迷（前門の虎）が解消されれば財政問題（後門の狼）が深刻な形で表面化しかねない状況である。

これは大橋氏も指摘していることだが、日本の企業部門の貯蓄の行方も気になるところだ。高齢化によって日本の家計部門の貯蓄は減少傾向にあるが、それを補って余りあるほどの貯蓄が企業部門に生まれている。結果的には国債市場に流れる資金が十分にある。ただ、家計部門の貯蓄資金と違って、企業部門の貯蓄資金は今後大きく動く可能性がある。

そもそも企業部門が過大な手元資金を抱えていることは、あまり好ましいことではない。企業が将来の利益につながるような投資を積極的にせず、手元にひたすら資金をため込むのでは困るのだ。企業の経営者もこうした批判があることはよく知っている。チャンスがあれば手元の資金を積極的に投資に回して、将来のビジネスチャンスを広げたいと考えているだろう。M&Aのような形の投資もあるだろう。海外への投資もある。

こうした投資の動きが活性化することは、日本経済が元気になるためにも必要なことだが、そうした資金の動きがあったとき、国債市場に潤沢な資金が流れ込み続けるのだろうか。これも気になるところである。家計部門の余剰資金は非常に保守的な資金である。高齢者を中心に預貯金の形で積み上げられた資金は簡単に他に動かない。国内バイアスが非常に強い資金であると言ってもよいだろう。しかし企業部門の余剰資金は足の速い資金である。投資チャンスがあれば果敢に動くだろう。この違いが国債市場にもたらす影響についても考えておく必要がある。

景気低迷と財政問題について、もう一点コメントしておきたい。日本の財政はまだ破綻しているわけではない。ただ、過剰に債務が積み上がっていることが、日本の財政政策の機能を殺していることを認識する必要がある。巨額の債務が積み上がり、国債の利子負担が拡大していけば、柔軟な形で財政政策を行う余地が非常に小さくなる。景気が低迷していても、これ以上に財政刺激をすることは難しい。

財政政策も金融政策もそうだが、予期せぬ大がかりな経済的ショックに対応する余地を残しておくことが望ましい。いざとなれば大胆に金利が下げられる程度の水準の金利を確保しておくとか、あるいはいざというときに大胆な財政刺激策などがとれるような財政余地を残しておくことだ。残念ながら、今の日本には、金融でも財政でもそうした余地が非常に少ない。ゼロ金利に近い所まで来ている中では、これ以上に金利を大幅に切り下げて経済を刺激する余地はない。また大きな財政赤字を抱え、債務も膨れ上がっている状況では、何か起きたときに大胆に財政支出を拡大する余地も非常に小さいのだ。この

ような意味で、日本は政策的にも追い詰められている状況であるのだ。

財政破綻の論理

多くの国が歴史的に財政破綻を経験している。日本もその例外ではない。そしてもっとも最近ではギリシャが財政破綻を起こしている。財政破綻はどのような状況で起こるのだろうか。

今回のギリシャのケースを見ると分かるように、財政問題は破綻のリスクが出てくると金融問題となってしまう。国債を市中で消化できればギリシャの財政は維持できた。しかし市場がノーを突きつけてしまうと、それから先、政府にできることは少ない。ギリシャ政府としては、年金の改革や公務員給与引き下げなどで歳出をカットし、増税をすることで歳入を増やせば、財政のやりくりをすることができたかもしれない。しかし、そうした財政再建に国民がノーを突きつけられれば、これもまた打つ手はない。

こうした中で、ギリシャ政府は安易な道を選んだ。国民に増税や歳出カットの苦い薬を飲んでもらうという政治的に苦しい道を選ぶより、降参手を挙げてしまった方が簡単なのだ。ギリシャの場合にはユーロという仕組みに入っていたので、これは財政破綻というよりはユーロ加盟国からの支援という形になった。ただ竹森俊平氏も指摘しているように、ギリシャの基礎財政収支が均衡する所まで行ってしまえば、ギリシャはそこで財政再建を続けるよりも債務不履行の道を選ぶ可能性があるのだ。

過去に国債や政府保証債の債務不履行をした、つまり財政破綻した多くの国は、今の日本よりもはるかに低い債務GDP比の時点で破綻をしている。そしてその債務の多くは海外の投資家が保有していた。政府としては政治的に困難な財政再建を続けるよりは破綻を宣言した方が楽であったのだろう。

そのような観点から見れば国債の大半が国内で保有されている日本の場合には状況が大きく異なる。日本の国民が直接間接に日本の国債を持っている。だから安易な債務破綻という道は選べない。これは債務比率がさらに上がっていても同じだ。日本の国債について市場が高い信頼を寄せているのは、こうした点もあるかもしれない。日本の政府にとって債務不履行をすることで生じる問題は、厳しい財政再建を続けていく困難よりも大きいからである。皮肉なことに、けっして債務不履行はできないという日本政府への信頼感が、さらに国債を増やす結果になっている。つまり国債の過大な発行にノーを突きつ

ける市場の声が出てこないのだ。

日本の国債はその大半を日本国民が所有しているのだから、国債の多くを外国人が持っている場合とは違う、とよく言われる。上に述べたように、この点はある意味では正しい。国民が保有している国債だからこそ、政府としても安易に国民の資産を毀損するような行為には出にくい。それが安心感となって、これだけ債務が積み上がったとしても国債は高値で取引される。しかし、国債残高が積み上がれば、それだけ財政再建の国民への負担は大きくなるだろう。そして将来世代への負担のつけも大きくなる。過度な債務を増やす政府に対して金融市場からより強い規律が働くような状況の方が好ましい面もある。国債バブルが生じている現在の状況では、そうした規律がまったく働いていないのだ。

グローバルな視点から見た日本の国債

リーマンショックやギリシャ危機が起きたらグローバルマネーは意外な反応を示した。欧州よりも日本の方が安全であり、株式や他のリスク資産よりも日本の国債の方が安全であると考えたのだ。その結果、日本の国債の利回りは長期金利でも大きく下がる結果になり、為替市場でも円高方向への動きが顕著になった。経済が低迷し、産業が競争力を弱め、そして世界最大級の債務を抱えた政府であるにも関わらず、グローバルマネーは円高、国債価格高をもたらしたのだ。

ある市場関係者によれば、それは相対的な魅力度の問題だという。円という通貨や日本の国債が魅力的であるというわけではない。欧州通貨やギリシャ国債の方がもっと魅力がないというだけの問題であるというのだ。今の国債価格や為替レート水準は、リーマンショックやその後の世界経済の不安定な状況の産物であるという面を持っている。こうしたグローバル経済の動向も、今後の日本の国債市場に影響を及ぼしていく要因として押さえておく必要がある。

リーマンショックを起こしたグローバル経済の動きを見る上で、経済学者がグローバル・インバランスと呼ぶものの動向が重要な意味を持つ。リーマンショックに先立つ世界経済の景気拡大は米国が世界中から財サービスを買っていったことによって成り立っていた。米国が大幅な経常収支赤字である、つまり支出超過であるということは、それ以外の地域が経常収支黒字、つまり支出不足であるということの意味する。こうした大きなグローバル・インバランスはいろいろな問題を抱えてはいたが、世界全体としての需給のバランスをもたらした、景気が拡

大することに貢献した。

残念ながら米国の過剰な需要はバブルをもたらした、それが破裂したことで世界は需要のエンジンを失ってしまった。日本では今回は金融危機も不動産バブルの崩壊も起きていないが、輸出需要が失速するだけで日本経済がこれだけ大きく落ち込むことに、需要のエンジンとしての米国経済の重要性があった。

さて、リーマンショック後の世界経済であるが、依然として強力な需要のエンジンがないままに順調な回復にはいたっていない。中国をはじめとする新興国の需要拡大は重要な役割を果たしつつあるが、世界のGDPの1割にもいかない中国だけで世界経済を牽引することは難しい。これは他の新興国でも同じだ。欧州は低迷しているし、米国でも二番底のリスクを示唆する専門家も出ている。このように世界全体が需要不足に陥っていることが、世界的な金利安やデフレ懸念につながっている。日本の金利動向もこうした動きから無縁ではありえない。

米国の景気の先行きが不安であることは、米国の連邦準備制度が今後さらに踏み込んだ金融緩和策をとらざるをえない方向に向かうのではないかと市場は考えている。バーナンキ議長も金融の緩和策の追加の可能性を明言している。こうした緩和基調の米国の金融市場との比較で日本の金融政策が評価されている。日本の金融緩和が遅れていると見れば、それが円高圧力として出てくることもある。こうしたグローバルなマネーの動きが、日本銀行にさらなる金融緩和を求める圧力ともなっている。

日本の国債市場の今後の展開を考える上で重要であるのは、このようなグローバルレベルでのデフレ基調がいつ転換するのかという点である。主要国は景気回復に懸命になっているし、新興国を中心にいずれまた大きな需要回復が始まるかもしれない。どちらかといえば世界的な景気後退を心配しなくてはいけない現時点において、その先の世界経済の景気回復のフェーズを論議するのは時期尚早であると言われるかもしれない。しかし、いずれそうした時期がやってくる。そこで日本の金利動向がどうなるか、つまり国債市場の環境がどうなるかというのも、今後の展開の可能性として考慮に入れておく必要があるだろう。

●注
『家計に眠る「過剰貯蓄」—国民生活の質の向上には「貯蓄から消費へ」という発想が不可欠』（2008年）（全文）URL：<http://www.nira.or.jp/pdf/0804report.pdf>。

伊藤元重（いとう・もとしげ）

NIRA理事長。東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学Ph.D.。専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部教授、96年同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。最新編著は『東アジアの地域連携を強化する』（2010年9月）総合研究開発機構。



目覚まし時計は鳴らない —ギリシャ危機からの教訓

竹森俊平

慶應義塾大学経済学部教授

- 住宅バブル崩壊型と放漫財政型に分かれる金融危機の原因
- 市場が判断するソブリン・リスクの3指標とは
- 国債の国内保有中心の日本では、財政破綻に前触れなし

1. なぜこの時期に欧州で財政危機が起きたのか

なぜ、2007年夏にアメリカの与信審査の緩い住宅ローン（サブプライム・ローン）から出発した金融危機が、2010年春にギリシャの財政危機に結びつき、それがさらに「ユーロ」という通貨統合の危機にまで発展したのか。理由はいくつか挙げられる。まず、アメリカの金融不安を世界的な問題に拡大した最大の要因はグローバルな資本取引である。国境を越えた金融取引の障壁が少なくなり、海外に有利な投資機会が存在する場合には対外投資が膨張するのが現状だ。

サブプライム危機も、サブプライム証券に投資していたドイツ、フランスのファンドが、2007年8月に経営危機に陥ったのが始まりだった。世界最大の資本輸入国であるアメリカのマーケットには、アジアだけではなく、ヨーロッパ、とくにユーロ圏の資金も流入していた。他方、ユーロ圏全体で見ると、圏外との資本取引のポジションはほぼ均衡しており、アメリカとは違い、ネットでは域外からの資本輸入はなかったが、圏内で資本の輸出国と輸入国の二つのグループが存在した。輸出国はドイツ。これに対して、スペイン、アイルランド、ポルトガル、ギリシャなどが輸入国であった。

危機発生前のアメリカの住宅バブルが深刻だったように、ユーロ圏内の資本輸入国、とくにスペイン、アイルランド住宅バブルも深刻だった。これが金融危機がヨーロッパに波及した一番目の原因だ。2008年のリーマンショックにより、「クレジット・クランチ（信用収縮）」が世界的規模で発生すると、ヨーロッパのバブルも同時

に崩壊し、バブル国のスペイン、アイルランドの経済、財政への打撃となったのだ。

他方で、ギリシャの危機はいささか性格が異なる。スペインやアイルランドの財政が悪化したのは、バブル崩壊で損失が膨らんだ金融機関を救済するために、財政負担が大きくなったためだが、ギリシャの場合は、バブルは二次的な問題で、歳出が歳入を恒常的に上回る慢性的な放漫財政が危機の原因だった。2009年の暮れに政権交代が起こり、GDPの4パーセントではなく、実は13パーセントという財政赤字の隠蔽が明るみに晒されたことにより、一挙に欧州危機の台風の目となったのである。もし、政権交代がなく、財政赤字の隠蔽が続いていたらどうなったかは興味深い問題だが、金融危機が財政危機につながるのは珍しくない現象で、市場の目は怪しい国に向けられていた。とくに、2009年12月のドバイ政府傘下の企業のモラトリアムをきっかけに、ソブリン・リスクに対するマーケットの感応性が高まっていたから、隠蔽を続けても、ギリシャ国債の信用が低下するのは時間の問題だったといえよう。

2. ギリシャの危機は避けられたのか

ギリシャのソブリン・リスクは、すでに2010年1月には重大問題としてマーケットで認識されていたのに、この問題に対するEU、とくにユーロ圏の政府の対応が遅く、それが危機を深刻化させた側面があるのは確かだ。1月の時点で、ギリシャ国債とドイツ国債との間のスプレッド（金利差）は3～4パーセント程度であったものが、ついにユーロ圏がIMFとの共同によるギリシャ救

済案をまとめた5月末頃には、スプレッドは10パーセント程度に上昇していた。

3パーセントのスプレッドでなら完済できる債務であっても、10パーセントまで上昇すれば不履行につながる可能性はもちろんある。それゆえユーロ圏の逡巡が、履行できる債務を履行できない債務に変えたという見方も可能だ。しかし、問題は3パーセントというスプレッドが、本当にその時点のギリシャ財政の実力を反映していたかである。この点については、ユーロ圏のメンバー国から債務不履行が生まれるのは、ユーロへの信頼、さらにはユーロ建てボンド・マーケットの信頼を傷つけることになるので、ユーロ圏が強力なギリシャ支援策を打ち出すことをマーケットが予測していたという見方もできる。その支援を見越した上での3パーセントのスプレッドという解釈も可能だ。

しかるに財政規律を重視し、ユーロの取り決めが、「通貨同盟（マネタリー・ユニオン）」から、北から南への「財政支援同盟（トランスファー・ユニオン）」に転化することを強く恐れるドイツの強硬な反対があったために、ギリシャ支援策はなかなか具体化しなかった。それに市場が嫌気を差したのか、ギリシャ国債のスプレッドは10パーセントに拡大する。そう考えると、10パーセントというスプレッドが、おそらく本来のギリシャ財政の実力であったことになる。これは、2001年に債務不履行をしたアルゼンチン国債並みの高いリスク・プレミアムであり、マーケットはギリシャが債務不履行する確率を高く見ていたことになる。

現在、ギリシャはプライマリー・バランスの赤字をGDP比で9～10パーセントを抱えているから、即時に債務不履行をする選択はありえず、4年間で財政赤字をGDP比で10パーセント削減するというIMF・ユーロ圏の出した支援の条件を呑むしかない。不履行をすれば、元金の負担は逃れられるが、プライマリー・バランスの赤字を国債発行で埋められなくなり、政府の機能がストップするからである。

だが、おそらく2012年頃にプライマリー・バランスの均衡を達成した時点では、不履行を選択する確率が高くなる。その時点では、すでに必要な歳出のための予算は、歳入によりカバーされているので、不履行をしても政府の機能が停止することはないからだ。他方で、その時点までに、ギリシャの公債残高は対GDP比で150パーセントくらいに上昇し、たとえIMFが5パーセントといっ

た寛大な金利をギリシャ政府に要求したとしても、金利負担だけでGDPの7.5パーセントに及び、経済・財政への負担が大きい。2001年に債務不履行したアルゼンチンの場合には、対外債務残高の対GDP比は50パーセントだったが、それでも経済への負担が過大と判断して不履行をした。

たかだか5パーセントの金利でも債務不履行の可能性が高いのならば、ギリシャ危機そのものの回避は初めから無理だったわけだ。観光業、船舶業しか産業のない経済で、しかも通貨の切り下げという輸出増加の特効薬も持たない国にしては、ギリシャは公債残高を膨らませすぎたのである。しかし、ユーロ圏の危機への対応がもっと迅速であれば、財政状態が脆弱な他の国々、つまりポルトガル、スペイン、アイルランドへの危機の波及は防げたかもしれない。実際、EUがIMFと共同で6月に設立を決めたファンドの意味も、むしろ危機のスペインへの波及を防ぐことにある。

3. ソブリン・リスクは、どこまで波及するか？

消費税増税への言及が民主党の敗因といわれる参議院選を受けての記者会見で、菅直人総理が、「ギリシャ危機を身近に見ていて、財政再建の必要性に思い当たり、あえて消費税増税の問題提起をした」といった発言をしたのは印象深かった。ギリシャ財政危機が日本への警告をもたらしたという総理の認識に違和感を覚えたからだ。実際、マーケットの反応を見ると、ギリシャ危機の日本への影響は逆向きである。つまり、危機が発生して以来、ギリシャの2、3年物国債の金利は10パーセント以上にまで跳ね上がったのに対して、日本国債の金利は10年物でさえ1.1パーセントに下がっている。しかも、ギリシャ危機の深刻化でユーロは下がったが、円は上がっている。

マーケットの送るシグナルから判断すれば、ギリシャ危機によって日本の財政リスクが高いと評価されるようになったのではなく、ギリシャ危機によって、むしろ日本の財政リスクは低いと評価されるようになったことになる。ギリシャと日本の間にさほど深い経済的関係があるわけではなく、ギリシャ危機が日本の財政に何らかの悪影響をもたらすとしたら市場の反応を通じてのみである。もし、市場が「ギリシャの次は日本」といった判断をしたのなら、ギリシャ危機は日本の財政を追い詰める結果となるわけだ。ところが上で見たように、ギリシャ

危機により「日本国債は買い」という市場の判断が生まれたのだから、この危機から消費税増税を真剣に考えるようになったという、菅総理の発言には違和感を覚えるのである。

もちろん、筆者は日本が財政破綻する危険がないというつもりは毛頭ないし、市場の判断がいつも正しいと考えているわけでもない。ただ、今回、市場はソブリン・リスクについて、ある種の指標に注目して一貫した判断をしている。その指標とは、①対外債務の大きさ（大きい国ほど危険と見なされる）、②国のサイズの大きさ（小さい国ほど危険と見なされる）、③債務が自国通貨建てか（外貨建てだと危険と見なされる）、という3つである。この3つの指標からして、ギリシャのソブリン・リスクが高く評価される過程で、日本のソブリン・リスクは逆に低く評価されるという対照的な結果が生まれたわけである。

4. 欧州の財政再建策は世界景気を失速させるか

加盟国の財政危機を他の加盟国が救済しないというのは、欧州連合（EU）の原則でもあるが、金融政策を共通化したユーロ圏ではことにこの原則の重要性が大きい。今回、ギリシャ危機にあたって、この原則が破られ、約90兆円の財政救済のための公的資金の枠組みが設けられただけでなく、欧州中央銀行（ECB）までがギリシャ、ポルトガル、スペインなど問題国の国債の買いオペを実施しなければならなかったことは、EUにとっても、ユーロ圏にとっても頭痛の種となっている。これによって、ドイツのように財政規律を重視し、インフレを何よりも恐れる国と、他の加盟国の間には政治的な亀裂が生じたといつてよい。

この政治的な亀裂を修復し、今後も「ユーロ」という仕組みを継続させていくためには、「財政規律」や「財政再建」が重要なキーワードになるだろう。問題は、危機の影響がいまだに残っている脆弱な世界経済で、ヨーロッパの国々が財政再建に走ることが、どれほど景気に悪影響を及ぼすかである。ここで考慮すべきなのは、オバマ政権発足当初に70兆円規模の景気対策予算をまとめたアメリカも、その予算を2010年中にほぼ使い切ってしまうことである。

ヨーロッパ内では、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランドなど、ソブリン・リスクの高い国々はす

に緊縮財政に転換している。ユーロ圏外の東欧諸国も同様である。他方で、フランス、ドイツといった大国は、2010年中は景気刺激策を継続し、2011年から財政を緊縮型に転換する。2010年に政権交代のあったイギリスも同様である。

というわけで、2011年になると主要国は軒並み緊縮財政に転換する。ヨーロッパの主要国の財政緊縮化の規模はGDPの0.5パーセント程度で、さほど重大ではないという見方もあるが、現在の世界景気を支えている公的支出が、主要国で一気にカットされる影響については注意が必要だ。

過去の例を考えても、1930年代の大恐慌では、1936年にルーズヴェルト大統領が財政再建に方針を転換した結果は景気の大崩れだったし、「失われた10年」の日本では、政府が1997年に財政再建に方針を転換した結果は2年間にわたるマイナス成長だった。こうした先例を主要国政府は十分に参考にして、もし景気の崩れが顕著になれば、即座に緊縮財政に歯止めを掛け、景気回復を主眼に財政運営をするべきである。

5. 日本が学ぶべき教訓は

日本の財政政策がギリシャ危機から学ぶべきものは少ない。あえて一つ挙げるならば、日本で財政危機が起こる場合、それはギリシャとは様相が違うという点だ。ギリシャでは、数年前から財政危機の認識が高まっており、それにつれて国債金利がじりじりと上昇していた。いわば、市場がギリシャ政府に対する「目覚まし時計」の役割をしたことになる。国債が国内貯蓄に消化されるメカニズムが確立している日本の場合、市場による警告は起こりにくい。その結果、目覚まし時計が鳴らないままに、寝過ごす（財政破綻する）可能性も存在する。それゆえ、国債金利の低下といった市場のポジティブなシグナルを見ても、安閑とするべきではない。

竹森俊平（たけもり・しゅんぺい）

1956年東京生まれ。81年慶應義塾大学経済学部卒業、86年同大学院経済学研究科修了。同大学経済学部助手、89年、米国のチェスター大学経済学博士。97年より現職。主な著書に、『世界経済の謎』（1999年12月）、東洋経済新報社、『経済論戦は甦る』（2007年2月）、日本経済新聞出版社、『世界デフレは三度来る』上下（2006年4月）、講談社、『資本主義は嫌いですか』（2008年9月）、日本経済新聞出版社、『経済危機は9つの顔を持つ』（2009年8月）、日経BP社、『中央銀行は闘うー資本主義を救えるか』（2010年6月）、日本経済新聞出版社、などがある。

国債市場構造から見た金利上昇の可能性

大橋英敏

モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社債券調査本部長

- 資金の運用に四苦八苦する国内投資家
- 2年程度は利上げ無しとする見方が市場では大勢
- 金利水準によって大きく変わる日本のシナリオ

本稿では、日本国債市場における参加者に焦点を当て、国内投資家がなぜ国債への投資を続けているのか（投資家の期待）、また、投資家の投資行動が何によって変化し得るのかを考える。

1. なぜ国内投資家は国債を買い続けるのか

2010年3月末の日本国債の保有状況を見ると、国内投資家は約95%に至っており、日本国債市場では、圧倒的に国内投資家の割合が高いことが知られている。非常に高い国内消化率の背景、すなわち、国内投資家が国債を買い続ける背景は何であろうか。以下では、①投資資金の存在、②投資家の投資制約に関する問題、および③国内投資家の日本国債に対する相場観、の3つの視点から論じてみたい。

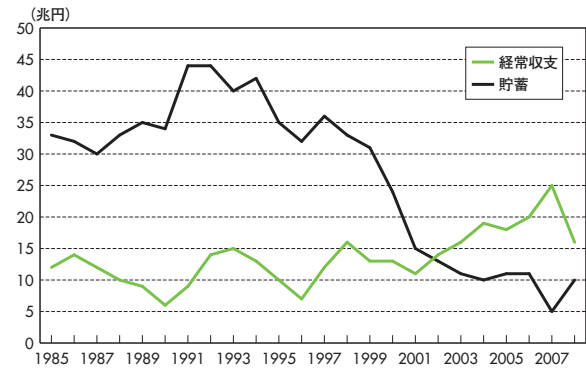
①有り余る投資資金

マクロの観点からは、日本の経常収支は黒字が続いており（図表1）、国内貯蓄が増加基調にあるなか、結果として政府部門の赤字を民間部門の貯蓄がファイナンスする状態が続いている。これを国内投資家（例えば銀行や保険会社が代表例）の視点からみれば、国内貯蓄を背景に預金や保険契約等の形で、国債投資のための資金調達がされていることになる。無論、この背景には、強いホーム・バイアスのかかった貯蓄主体である家計部門の存在がある。また、オーバーバンキングといわれる間接金融の肥大化も背景にあらう。一時的な投信ブームが過去に見られているものの、低成長を続ける日本において、積極的な投資（特に株式や不動産、および海外投資）は

控えられる傾向にあり、実際のところ家計資産の大宗は預金、保険、年金に振り向けられている（図表2）。

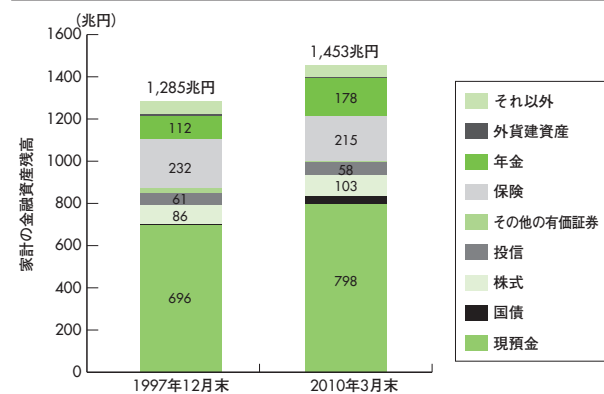
一方、最近は家計貯蓄率が低下基調にあり、それが政府のファイナンス原資の枯渇に繋がるとの見方もあるが、その低下分は非金融法人が補う格好になっているので

【図表1】日本の経常収支と貯蓄の推移



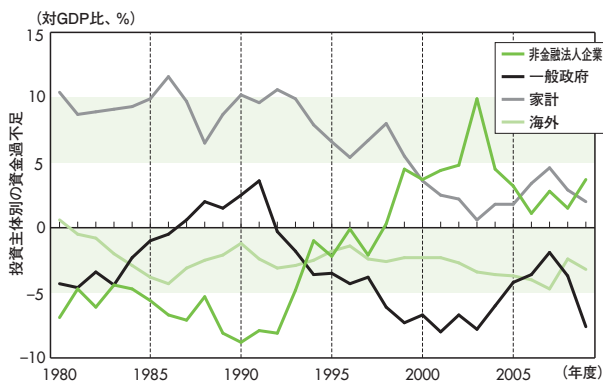
(出所) 財務省、Bloomberg、モルガン・スタンレー・リサーチ

【図表2】家計金融資産の内訳



(出所) 日本銀行より、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

【図表3】 投資主体別の資金過不足



(出所) 日本銀行、内閣府より、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

注：1998、2005、2006～2009年度で必要な調整を行った。調整額は以下のとおり。
1998年度に、非金融法人企業+27.2兆円、一般政府-27.2兆円。2005年度に非金融法人企業+42.8兆円、一般政府-42.8兆円。06年度に一般政府に-12兆円。07年度に一般政府に-6.7兆円。08年度に一般政府に-11.3兆円。09年度に一般政府-7.3兆円。

(図表3)、それ自体は問題ではない。しかし、後述するように、家計部門から非金融法人部門への貯蓄主体の変化は、国債に資金を振り向ける主体の「期待」の変化に通じるため、国債市場構造を変化させる可能性を秘めていることには留意が必要であろう。

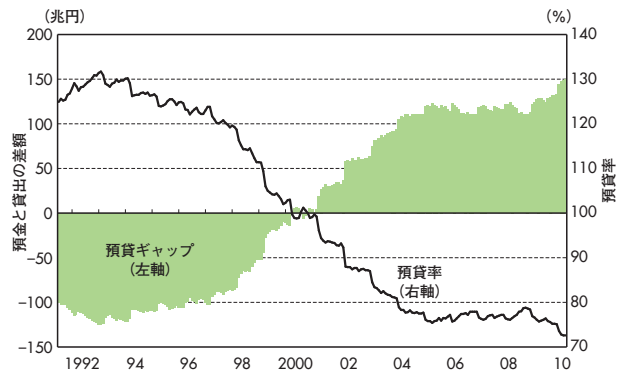
②国内投資家の抱える投資制約

預金、保険、年金などが増加を続ける国内貯蓄の受け皿として機能する一方、銀行や保険会社などの国内投資家は有り余る資金の運用に四苦八苦している。

とりわけ、過去10年間に於いて国債投資残高を急拡大させてきた銀行セクターは、預金に対して貸出が低迷する状態、つまり、預貸率の低下に直面している(図表4)。預金と貸出の差額(預貸ギャップ)は、2010年3月までは130兆円程度だったが、2010年7月現在には149兆円まで拡大している。明らかに、銀行は、貸出の代替として国債投資を拡大していると考えられる。

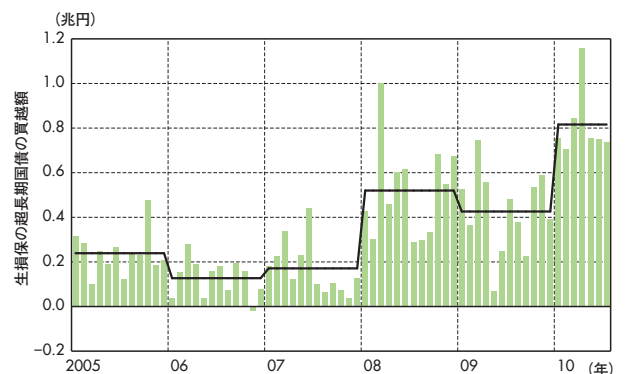
また、保険会社(特に生保)に関しては、資産・負債総合管理(Asset and Liability Management, ALM)の浸透も強く影響している。ALMとは、保険会社や金融機関が、自社の資産と負債の満期および金利のミスマッチから生じるリスクを戦略的に管理する方法である。生保の負債の大宗は保険契約(責任準備金)であり、その平均保有期間は10年を超えているとみられる。そのため、ALMの下で、この10年超の円建て負債に対して資産側の金利感応度を出来る限り合わせるために、円建ての債券(もしくは融資)への投資比率を拡大させる傾向が続いている^{注1}。さらに、超長期の円建て負債に対応するため、資産側では超長期債(20年債、30年債、および40年債)への投資を増加させている(図表5)。これが、10

【図表4】 銀行の預貸ギャップ



(出所) 日本銀行より、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

【図表5】 保険会社における超長期債への投資



(出所) 日本証券業協会より、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

年超の超長期金利水準の一定レベル以上の上昇を抑制し続け、日本国債のイールド・カーブ全体の水準を低位で安定させる主要因の一つになっている。

また、国内投資家が共通して抱える投資・運用上の制約としては、海外投資に対して比較的厳しい金融行政が採られる傾向にあること(投資に関しての組織体制、運用ルールならびに厳密な報告など)、会計基準により損益計算書に影響するような時価会計適用商品が敬遠される傾向にあること、ならびに、市場リスクに対して寛容であること(つまり金利水準の上下動に伴うポートフォリオの損益よりも、信用リスクの顕在化に対して非常に敏感であること)なども、日本国債投資に傾注する背景要因と言っても良いだろう。

③日本国債には、当面楽観の見通し

次に、国内投資家の日本国債投資に対する短期的な相場観^{注2}に触れたい。

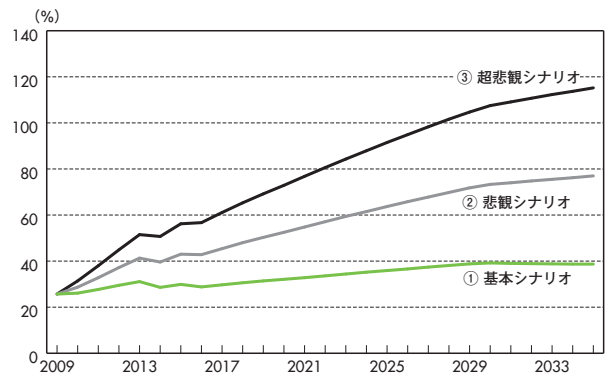
まず、ファンダメンタルズの視点から考える。国内投資家の多くは、日本のマクロ経済環境が今後一定の期間、

少なくとも2年程度は低調であると予想しており、日銀による緩和的な金融政策も長期化すると見込んでいる。その結果、今後も国債投資額が減少する可能性は低い。市場では暗黙のうちに、緩和的な金融政策が引締め方向に転換されるような、いわゆる「出口戦略」は欧米の後に日本という順番を想定しており、今後2年程度利上げが無いとみている。このため、現在2年債に投資するリスクは小さく、またこうした見通しに基づき5年債への投資も継続するとみられる。このようにして、一種の時間軸効果のような状態が最近の日本国債市場で観測されている。

次に、国家財政自体の見通しはどうか。政府債務の対GDP比率が世界最高である状態が続いて久しいものの市場はそのような状態に慣れていているということはなく、むしろ、緩やかではあるが確実に持続的な財政赤字拡大に対する懸念を拡大させている。ギリシャ等の南欧ソブリン問題が顕在化し、財政赤字縮減が世界的なトレンドとなるなか、日本の財政赤字は減少する気配は無い。それどころか、いわゆる「埋蔵金」に依存した予算を組んできた過去数年に対し、2011年度以降は埋蔵金が枯渇することから、ある程度の税収増が無ければ財政赤字拡大(新規財源債の増発)の可能性も否定できない状況にある。こうした状況下でありながら、日本でギリシャ危機等を背景にした財政健全化が市場の関心を集めた時期はほんの数か月で、むしろ、目先は長期金利が低下している。この一番大きな背景は、短期的には前述したマクロ経済環境や中央銀行の金融政策への期待であろうが、金利低下に伴い政府債務の持続的な拡大が「容認されるような」材料が整いつつあることにも留意しなければならない。

この点を数値で確認してみたい。政府債務の持続的な拡大が可能か否かは、本来は複数の材料で検証されるべきものではあるが、日本国債市場では「インタレスト・カバレッジ・レシオ」(利払い費を税収で除した値。以下IC比率)が注目されることが多い。直近の状況は、利払い費が約10兆円、税収が約40兆円であることから、IC比率は25% (10兆円÷40兆円)程度である。一定の仮定とシナリオを前提に、今後の同比率の推移をシミュレーションすると(図表6)、現状の低い金利が継続する基本シナリオでは、IC比率は2035年度でも40%を下回ることになる。もっとも、同比率が何%程度であれば市場の信任が得られるかという特定は出来ないものの、

【図表6】 IC比率シミュレーションからみた日本の財政持続性の3シナリオ



(出所) モルガン・スタンレー・リサーチ
(シミュレーションの前提)

消費税に関しては、2013年の衆議院選挙の翌年2014年4月から税率を現状の5%から8%へ、2016年度に8%から10%に引き上げ、その後一定と置いた。税収は、上記の消費税に加えて名目GDP成長率が2015年度まで0.5から1.5%程度の後、15年度以降は同1.5%で一定と仮定。この結果2009年度で39兆円程度の一般会計の税収が、2035年度には86兆円まで増加すると仮定している。金利の見通しは、①直近のイールド・カーブ形状が継続することを基本シナリオとし、②そこから2010年度にカーブ全体が+1%の金利上昇した場合が悲観シナリオ、③同様に2%金利上昇した場合を超悲観シナリオとした。

低金利の継続、近い将来の消費税の引き上げ、および非常に低水準ながらも経済成長の持続が想定される場合は、市場は当面の間(おそらく10年以上にわたる長期間)日本国債に対して相応の信認を与える可能性が高く、このような将来の国家財政に対する「期待」が国内投資家による国債投資を正当化させる材料となっている。

2. 金利上昇の可能性はどこから?

1でみたように、現在の日本国債市場は、ファンダメンタルズ、需給、ならびに将来の国家財政に対する楽観論などの複数の要因が、日本国債に対する「信認」を与えており、結果として、低位・安定した国家ファイナンスが実現されていると言えよう。

果たして、このような状態が今後変化する可能性は無いのか。それに伴い国債利回りが大幅に上昇する可能性は無いのか。結論から述べれば、目先はその可能性は低いものの、10年超といった期間を取った場合には、その可能性は高くなると言える。その背景要因を複数の視点から探ってみたい。

①投資行動の変化の可能性

国内投資家の豊富な投資資金が日本国債の買い原資に

なっており、それが持続的な経常収支の黒字の伴う国内貯蓄に依存していることは既に指摘した。日本の経常収支が短期的に赤字になる可能性は低いと思われるが、将来にわたって経常黒字を維持できるかは、日本の国際競争力の維持・向上など、政府の強いコミットメントを背景にした戦略的対応にもかかっている。

巷では高齢化に伴う個人貯蓄率の低下が日本政府の資金調達に支障をきたす可能性が指摘されているが、この見方は厳密には適切ではない。現実をみる限り、経常黒字が続いており、仮に家計部門の貯蓄率が低下したとしても、それは他の部門（最近ならば企業部門）の貯蓄に振り替わっているにすぎないからである。しかし、家計部門から企業部門への貯蓄主体の移転によって、投資行動が影響を受けないとは限らない。家計部門と企業部門では、どちらの方がホーム・バイアスが強いのか、どちらの方がリスク回避的か、もしくはどちらの方が投資に対する期待収益率は低いのか、と問われれば、答えは家計部門なのかもしれない。従って、国内貯蓄が家計から企業部門へ移転するなかで、現在の日本国債投資家の資金調達（預金や保険など）構造に変化が生じるかもしれないし、国債投資の背景にある資金の「期待収益率」が高くなることで、日本国債投資に際して要求する利回りも高くなるかもしれない。日本国債に投資されている資金の背景要因の変化がもたらす需給構造の変化には、今後も注目しておきたい。

また、先述のとおり、最近の長期金利の低位安定に一定の影響を与えてきたものに、生命保険会社による超長期債投資の増加があるが、こうした需要は今後数年で枯渇する可能性もある^{注3}。短期的には超長期債への投資は継続するであろうが、現在のデュレーション長期化のペースが今後も続くと考えるのは危険であり、ある意味、生保ALM需要という特需があるうちに政府の資金調達の見直し、ひいては財政再建への道筋を示すことが一層重要になる。

②国債利払い費の増加

前述したとおり、現状の低い金利が継続すること、近い将来に消費税率が引き上げられること、および非常に低水準ではあるが経済成長を持続できると想定される場合は、市場は当面の間（おそらく10年以上にわたる長期間）日本国債に対して相応の信認を与える可能性が高い。

しかし、今後、これらの3条件を満たし続ける保証はどこにもない。そして、今の政府債務の状況は、信認が崩れることに伴う金利上昇への耐性が極めて脆弱といわざるを得ない。

先ほどのIC比率のシミュレーションを敷衍してみよう。将来のIC比率は、金利が上昇する悲観シナリオ、超悲観シナリオでは大きく様相が異なってくる。例えば、市場の信認が失われる水準をIC比率が50%以上、つまり税収の半分以上が過去発行した国債の利払い費に充当される状態となった場合と想定すれば、悲観シナリオ(②)では2018年度、超悲観シナリオ(③)では2013年度には50%を上回ることになる。過去は長引く長期金利の低下の恩恵もあって国債の利払い費は減少基調を続けてきたが、既に金利低下効果は剥落し、国債残高の増加に伴って利払い費は増加に転じつつある。今後は、金利水準の変化が国債市場参加者の国家財政の持続可能性に対する「信認」を変化させる度合いが増すと予想される。

以上のように、これまでに日本国債に投資されてきた潤沢な資金および当該資金が持つ日本国債に対する信認は、今後変化する可能性が高まると予想される。目先は長期金利が低下しており、国家財政に対する危機意識は低下している（市場の警告機能は発揮されていない）。政治は、このような時間的猶予が与えられているうちに、日本国債市場が期待すること、つまり、持続的な経済成長、税収増（増税を含む）を中心に据えた、財政規律への継続的なコミットメントを求められている。

●注

注1 国債以外の融資や社債などは、金利リスク以外に信用リスクが存在しているために、精緻なALMの観点からは主要な投資対象にならず、国債への投資を加速させることになっている。

注2 ここでの相場観とは、あくまでも市場コンセンサスと考えるものであり、すべての市場参加者が同じ意見ではない。

注3 但しそれ以上に買い越さなくてもよいという意味で投資が完全に無くなるわけではない。また、金利デリバティブの活用の有無によっても変化し得る。

大橋英敏（おおはし・ひでとし）

モルガン・スタンレー MUFJ証券株式会社債券調査本部長マネージング・ディレクター。経済学修士（大阪大学）。聖心女子大学講師も兼任。著書に『クレジット投資のすべて』（2006年）、金融財政事情研究会、など。

財政再建に奇策なし

富田俊基

中央大学法学部教授

- 国債発行額が税収を上回る日本の財政は、低金利が支え
- 景気回復期待による金利上昇は、財政収支を悪化
- 政府紙幣、無利子国債、埋蔵金の活用は、結局国民の負担増に

国債残高が著しく増えてくると、一見科学的な鎧をまとった奇策がしばしば登場する。1720年頃のイギリスとフランスに、株式との交換で国債を整理しようという南海会社、ミシシッピ会社が設立された。これらの会社には、外国貿易、造幣・紙幣発行の特権、徴税請負権などが付与され、株価は急騰した。しかし、やがて人々は詐欺的行為に気がつき、バブルは崩壊し、フランスもイギリスも大混乱に陥った。

このジョン・ロー（John Law）ほどの大規模な詐術ではないが、21世紀の日本でも政府紙幣を発行したり、“埋蔵金”や歳出のムダをあぶり出せば、財政再建はできるという幻想がばらまかれてきた。事業仕分けをやっても、“埋蔵金”やムダが巨額にあるわけではなかったので、奇策は少し鳴りを潜めたかに見える。しかし、いざ国民と向き合って大幅な歳出削減や増税によって財政健全化を進めようとする、甘い誘惑に負けたり、“埋蔵金”に目が眩んでしまうかもしれない。

ここでは、歴史上も稀な水準にまで国債を累増させてきた日本財政がなぜ破綻しなかったのか、そして、国民負担を伴うことなく財政健全化ができるという政府紙幣、無利子国債、埋蔵金などを用いると、国民生活などによってということが起きるのかを論じたい。

1. 日本財政は金利の上昇に極めて弱い

2010年度予算で、国債発行額は44兆円、税収は37兆円と見込まれている。税収よりも国債発行額が多いというのは、明治初期、敗戦直後に次いで3度目という異常な事態である。さらに深刻なことは、過去に発行された国

債が次から次に満期を迎えているが、それを税金で返済することができず、巨額の借換債が発行されていることである。10年度の借換債の発行額は102兆円で、44兆円の新規財源債と合わせると、150兆円もの国債が発行される。税収の4倍近い規模の国債が発行されねばならないのである。

こうした財政を抱えた日本経済に景気回復期待が高まると、どうなるか。景気が良くなると税収は増えるが、金利も上がる。名目経済成長率が毎年1%高くなっても、税収は毎年0.4兆円ほどしか増えない。一方で、金利が1%上がれば、年間150兆円もの国債を発行しているから、利払い費は1.5兆円増える。国債の平均満期が約7年であるので、向こう7年間も利払い費が累積的に増え続ける。このように、人々が景気がよくなると確信するほど、財政収支は悪化する。歳出から利払い費を除いたプライマリー・バランスで見れば改善するのだが、財政収支全体では悪化するのである。

かつて1982年に、鈴木善幸首相が財政非常事態を宣言したが、当時はまだ借換債の発行が少なく、税収が国債発行額を大きく上回っていた。このため、景気拡大が財政健全化につながった。しかし、1998年度に借換債を含めた国債発行額が税収を上回ってしまった。

こうした深刻な事態にもかかわらず、日本財政が破綻せずにきたのは、金利低下が進展したからである。1998年度末の国債残高は295兆円で、同年度の利払い費は10.8兆円であった。2010年度末の国債残高は637兆円と2倍以上に増大したが、利払い費は9.2兆円と逆に減少している。

日本国債の金利の低下は、将来にわたって日本経済の

デフレが続く、景気は良くならないのではないかと、日本だけではなく世界の多くの人々、投資家が考えているからである。冷戦終焉後、他の先進国以上に物価が沈静し、デフレが続いてきた。この過程で日本経済の非効率な部分が温存され、生産性の伸びが大きく低下した。さらに、今後も他の先進国とは異なり労働力人口が毎年0.7%ずつ減少し続ける中で、国内需要の力強い拡大はとてども予想しがたい。

このように、日本経済の展望が悲観的だったので、国債金利は低下を続け、財政破綻を免れてきた。しかし、金利低下の効果も一巡し、国債利払い費は2005年度7.0兆円をボトムに増加が始まった。国債残高が巨額であるために、日本の財政はちょっとした金利上昇に極めて弱い。日本の財政はギリシャに比べ、国債残高がGDP比で多い分、そして税収との対比で国債発行額が多い分だけ、金利上昇に脆弱であると言わざるをえない。

国民が待ちに待っているはずの本格的な景気回復が起きると、あるいは国債市場で何らかの理由で日本の信認が失われたり、偶発的であっても大きなインフレリスクが発生すると、日本国債の金利は上昇に向かい、国債累増の弊害が表面化するであろう。

2. 無利子非課税国債は金持ちを優遇し、非法取引を助長する

日本財政が金利上昇に弱いという認識からであろうか、あるいは、利払い費が底を打ってしまったという認識からであろうか、借金しても利払いをしなくて済む方法として、政府紙幣や無利子国債の発行が提案されてきた。

財政支出は、税金や国債で財源を調達して、日銀券で支払われている。これに対して、政府紙幣を印刷して支払えば、税金や国債のように国民に負担は発生しない、という。

かつて我が国では戊辰戦争、西南戦争時に政府紙幣が発行され、1881～82年にはその価値は銀貨の約6割に下落した。この下落幅は、アメリカ南北戦争時の1864年頃のグリーンバック紙幣の金価格に対する下落幅とほぼ同じである。つまり、中央銀行がない時代に、正貨でなく政府紙幣で財政支出が行われた結果、国民はいわばインフレ税という形で大きな負担を支払われたのである。

日銀券が流通している今日、政府紙幣が受け取ってもらえるためには、日銀が政府紙幣を購入し、それと同額の日銀券を発行しなければならないであろう。日銀の資

産として政府紙幣が増え、負債である日銀券が増える。つまり、政府紙幣の発行は、日本銀行に対する極端な金融緩和のプレッシャーになる。仮に一層の金融緩和を求めないのであれば、そう主張するのが筋である。負担なしに財政支出ができるという手品などあろうはずがない。

無利子非課税国債は、利子が付かない代わりに相続税がかからないという国債である。これをタンス預金などの眠れる民間資金を掘り起こすことをも目的に発行するという。タンス預金などを吸収すると言っても、その保有者にはタンス預金という形を選択している合理的な理由があるはずである。事故や病気に備えて流動性を持っておきたいという理由や、後ろめたいお金なので動かしたくないという動機であろう。

非合法的な活動で得た資金も「眠れる民間資金」に含めると、無利子国債で大量の財政資金が吸収できるかもしれない。しかし、テロ、北朝鮮、振り込み詐欺等への対策強化策として、犯罪収益移転防止法が2008年3月から全面施行となった。これにより、本人確認義務が厳格適用されるようになり、いわゆるアングラマネーの規模は大きく縮小しているであろう。金融商品取引業者には本人確認義務があり、無利子非課税国債も国債であるからには振替決済が行われる登録国債でなければならない。これに反して、無利子国債を現物債とし、本人確認不要とすれば、政府がマネーロンダリングを認めることになり、無利子国債が非法取引を助長することになってしまう。

アングラマネーの厳しい取り締まりを続けるのであれば、無利子国債の保有動機は、相続税免除に限られる。相続税減免国債には、フランスにピネー国債という先例がある。1952年にインドシナ戦費の調達、1958年にアルジェリア動乱時のフラン防衛のために発行され、資金調達に一定の役割を果たしたと言われている。しかし、その購入は大資産家に限られ、不公平だという批判が高まった。また、死亡寸前に財産をピネー国債に換え、相続後にそれを売却する行動が横行し、税収の減少を招いた。このため、1973年に廃止され、普通の国債に強制的に転換された。

相続税減免国債を今日の日本で発行しても、同じ問題が発生するだろう。この国債の購入者は、この国債を保有することで軽減される相続税額が、国債の利子収入(クーポンレート×期待余命)よりも大きい者だけであろう。国民全体から見れば、期待できる利払い費の削減よりも相続税の減収分の方が大きくなり、財政収支はか

えって悪化する。しかも、これを購入しようというインセンティブは、相続税率が高い者ほど強いので、金持ち優遇の誹りを受けかねず、一般の国民からの理解は得難いであろう。

3. “埋蔵金”を掘ると財投債、借換債が増える

2011年度予算は、国債費を除く一般会計歳出（基礎的財政収支対象経費）を71兆円以下に、国債（新規財源債）発行を44兆円以下にするという方針のもとに編成が進められている。もし基礎的財政収支対象経費の削減が進まず、10年度比横這いの71兆円にとどまれば、歳出入の差額が約50兆円と見込まれるので、国債発行を44兆円以下にするには約6兆円が不足する。

基礎的財政収支対象経費を71兆円以下にするという方針だが、概算要求（組替え）基準として、最大の歳出項目である社会保障関係費と2番目に大きい地方交付税交付金には、歳出削減・効率化の基準が明示されていない。基礎的財政収支対象経費を抑制し削減するには、こうした聖域を設けず、社会保障関係費も効率化の対象とすべきである。地方交付税については、少なくとも地方税収の増加見込み分の削減は可能である。さらに、地方も国と同様の歳出効率化を進めるのであれば、いっそうの交付税の削減が可能である。

加えて、2011年度に国債金利の低下が見込まれ、税収が大幅増加に向かうとすれば、歳出入差額は50兆円以下に圧縮できる。それでも、国債発行を44兆円に抑えることは困難ということで、埋蔵金に依存しようという誘惑に駆られるのではないか。

すでに2010年度予算においても、巨額の埋蔵金に依存することで、国債発行額を09年度第一次補正後予算の水準である約44兆円に抑えることができた。掘り出された埋蔵金は、①財政融資資金特別会計（財融特会）の積立金全額と09年度発生見込み剰余金の合計4.8兆円、②外国為替資金特別会計（外為特会）の剰余金について、09年度に発生が見込まれる全額に加え10年度発生見込み分の合計2.9兆円、などである。

こうして財融特会の金利変動準備金は、埋蔵金として掘り尽くされ、2010年度末にはほぼ枯渇するであろう。これで、一般会計だけではなく、政府の金融活動である財投計画も、金利上昇に対して脆弱になってしまった。この特会には一般会計からの繰入規定がないので、特会が赤字になれば、中小企業金融や拡充されてきた奨学金融

資などにも影響が及んでしまう。

外為特会の剰余金は、主として日米の金利差によって発生する。円高を抑制するための介入資金を政府短期証券で調達し、主としてアメリカ国債で運用しているからである。これによって得られる利子収入も外貨で受け取るため、政府はそれを円に替えて剰余金とするためにも政府短期証券を発行している。市場で外貨を売り、円に替えようとする、通貨当局による介入と見なされる。このように、外貨準備の裏側に、巨額の円建ての借金があることを忘れてはならない。

日銀のゼロ金利政策の下、ほとんど無コストで介入資金が調達できたので、巨額のインカムゲインが発生してきた。しかし、円高によって、外為特会にはキャピタルロスが発生する。これに備えて、剰余金は一般会計に繰り入れられるほか、特会に積み立てられてきた。積立金は2009年末20.6兆円に達するが、円高によるキャピタルロスは26.3兆円で、外為特会は累積欠損に陥っている。

この累積欠損は、急激な円高を抑制するために発生した国民負担であって、本来は一般会計から特会に、景気対策、とくに輸出企業対策として、税金を投入すべき経費であろう。それにもかかわらず、帳簿上積立金があるというので、逆に一般会計に繰り入れて、歳出に充当するというのは、いかなる理屈で正当化されるのであろうか。

しかも、外為特会の積立金は財投特会に預託されており、預託金は財投債とともに、財投計画の原資になっている。このため、埋蔵金だと言って取り崩すと、その分財投債の発行が増えることになる。

マーケットでは、新規財源債も、借換債も、そして財投債も、全く同じ国債として取り扱われている。新規財源債の発行を44兆円に抑えるために、財投債が増えるということを、マーケットはどう解釈するのであろうか。埋蔵金に依存すると歳出の抑制努力が削がれるので、財政規律の後退と受け取られるのではないか。

さらに、国債整理基金特別会計に溜まり金があるので取り崩せ、という主張もある。2009年度決算ではこの特会に20.7兆円の剰余金が発生した。これは国債の償還に備える減債基金12.5兆円と、借換債の前倒し発行8.1兆円によるものであり、いずれも翌年度以降の国債償還に充当される。このため、この基金を取り崩すと、その分国債を償還する財源が減少し、借換債の発行が増える。

これでは、借換債の発行を増やして、新規財源債の発行を44兆円に抑えようということにはかならない。元来、

国債整理基金は、日本国債の信認を維持するための基金である。昭和50年代には一般会計からの繰り入れが停止されたことがあるが、当時に比べ我が国は財政の厳しさが格段に増しており、格下げに見られるように日本国債の信認が揺らいでいることを忘れてはならない。

4. 財投貸付金の売却は、国民の負担増を生む

政府が保有する金融資産を売却せよという意見もある。中でも2009年度末146兆円の財政融資資金貸付金（財投貸付金）を売却すれば、当分増税しなくても済むのではないかという。この財投貸付金の売却は、小泉首相の「骨太2006」で示され、政府のバランスシートを小さくしようという資産負債改革の一環としてすでに行われてきた。

しかし、これには国民の負担が新たに発生するという問題がある。財投貸付金の売却には証券化の手法が用いられ、特定社債が発行されたが、手数料のほかに、マーケットからは国債金利を大きく上回る高い金利を求められた。つまり高金利の特定社債で調達した資金で、財投債を買入償却することになり、合理性がなかった。あまりのコストの高さゆえに、2008年8月を最後にわずか2回の資産売却で中断している。

そもそも証券化は、民間企業が会社全体よりも信用力の高い一部の資産を切り離して、より低いコストで資金を調達する手法である。国は国内で最も信用力も流動性も高い国債で資金調達をしているので、そもそも証券化による調達コストの引き下げは不可能なはずである。それにもかかわらず、なぜ財投貸付金の証券化が行われたのか。そして、今後は国債発行を抑えるために、国債よりも高い金利の特定社債を発行して資金調達しようというのか。

政府が保有する金融資産には、財投貸付金のほかに、外為特会の外貨証券（外貨準備）、年金積立金などがある。円高傾向の中で、さすがに外貨準備の売却を主張する声はない。

公的年金の積立金については、産油国のソブリンウェルス・ファンドを真似よということであろうか、株式による積極運用を主張する向きもある。他の政府資産とは逆に、積立金で内外の株式を購入せよという主張である。

すでに我が国の公的年金は、一部を株式でパッシブ運用しており、2007年度5.5兆円、08年度9.3兆円という巨額の運用損を発生させている。09年度から基礎年金国庫

負担割合を3分の1から2分の1に引き上げ、09年度、10年度と、一般会計から年金特会に毎年度約2.5兆円が上乘せられて繰り入れられている。これらが、運用損の穴埋めに使われているのではないかと、国民の不安が募る。この上さらに、公的年金をこれまで以上に積極的にアクティブ運用すると、納税者、年金受給者をより大きなリスクに晒すことになり、年金に対する信頼をさらに揺るがすことになりかねない。ちなみにアメリカの公的年金は全額が非市場性国債で運用されている。

5. マーケットから信認の得られる予算編成を

ここで述べたように、財政融資資金、外国為替資金、国債整理基金の積立金などを埋蔵金として取り崩すと、見かけ上は国債（新規財源債）の発行を抑えることができるが、財投債、借換債の発行が増えてしまう。しかも、財政規律が緩み、歳出削減も進まず、新規財源債の発行も減らない。

巨額の埋蔵金に依存した予算が組まれると、マーケットは日本国債により厳しい判断を下すことになるであろう。マーケットで日本国債の信認が揺らげば、ギリシャのように、利払い費の増大を通じて財政は破綻に向かい始める。日本財政が金利上昇に対して、ギリシャ以上に脆弱であることを忘れてはならない。

もちろん特別会計、独立行政法人を含め、国が行っている事務事業を丹念に見直して、国民にとって真に不可欠ではない事業があれば、それを廃止し、不要な資本金や準備金があれば、国庫に返納し財政健全化のために活用すべきである。たとえば、2010年4月の事業仕分けで明らかにされたが、(独)鉄道建設・運輸施設整備支援機構の特例業務勘定は、旧国鉄職員の年金給付に要する費用などの引当金約2兆円が積み立てられているほかに、1.3兆円もの利益剰余金がある。剰余金は主務省ではなく、全額が国庫に返納されるのが筋である。

富田俊基（とみた・としき）

1947年生まれ、関西学院大学経済学部卒業、71年野村総合研究所入社、96年同社研究理事。2005年より現職。1990年京都大学経済学博士。財政制度等審議会委員、国際投資家懇談会委員などを務める。主な著書に『冷戦後の世界経済システム』（1996年）、東洋経済新報社、『日本国債の研究』（2001年）、東洋経済新報社、『国債の歴史』（2006年）、東洋経済新報社、第49回日経・経済図書文化賞受賞。

思考実験として、あえて今、 財政危機後の対応を考える

小幡 績

慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授

- 国債金利急騰時には、銀行危機を防ぐ速やかな対応を
- 金融機関の救済には、日銀の積極的関与が重要
- カギは、日銀の独立性と財務健全性

1. 財政破綻後のシナリオを事前に予測する

日本が世界一の借金大国であることは、日本の国民に広く知られるだけではなく、世界的にも有名になった。国際学会などで会う学者たちも、対GDP比190%もの借金をし続けた政治的なセンスに驚くと同時に、国債金利が低下し続ける現状に、やはり不思議の国、日本だ、と理解することを諦める人がほとんどだ。

しかし、ここで理解を諦めてはいけない。われわれは、この二つの問題の解答を知るべきである。第一に、日本は本当に財政破綻しないのか。そして第二に、財政破綻したらどうなるのか。この二つの問いは、ともに議論されることは少ない。タブー視されている。もちろん様々な影響があるから、議論を控えなければならない事情はあるだろうが、真実を知ることがそれ以上に重要である。

本稿では、第二の問いに絞って議論をしてみたいと思う。なぜなら、第一の問いは、最近ではインフォーマルに議論されるようになったが、後者の議論はほとんど見かけないからだ。日本政府が財政破綻したらどうなるか、という第二の問いは、破綻すると明言することがタブー視されている現状ではとてもこの問いまでたどり着かないのである。

タブー視されている原因は、破綻するという議論が破綻懸念をあり、銀行の取り付け騒ぎと同様の懸念が日本国債に起きるといえないからである。そもそも実際に破綻するかどうかは予言することは不可能であるといえる。日本政府の今後の政策によって、破綻するかどうか決まるので、結果を断言すること自体おかしいのである。

そこで、本稿では、実際に日本政府が破綻するかどうか

は議論せず、単なる思考実験として、現実には起きえないかもしれないが、仮に、財政破綻が起きたときに、日本経済がどうなるのかを考えてみたい。実際には、日本政府の努力により、財政破綻の危機は回避されると思われるが、万が一、日本政府が様々な失敗を今後繰り返し、破綻が起きた場合に、どのような現象が起こるかを考えておくというスタンスである。

2. 世界における過去の財政破綻の歴史

過去に経験のないことを考える場合には、歴史に学ぶことが重要である。リーマンショック後、財政危機の議論はきわめて活発になっているが、国家の破綻については、2001年のアルゼンチンの経済危機のときにIMFや世界銀行を中心に議論が活発化した。当時は、国家についても破産法を整備すべきだという議論が出た。そして、IMFは危機を防ぐことが出来なかったことから、その存在意義を問われ、外部からのプレッシャーと内部での議論と双方からの圧力で改革が進んだ。

これらの議論を当時からリードしているハーバード大学教授のKenneth Rogoffは、精力的に多くの研究を発表している。最近では、1500年以降の世界各国における破綻と破綻後について概観した論文を発表した。この論文の問題意識は、リーマンショックからギリシャショックに世界的な関心が移る中で、過去の破綻例を客観的に分析しておこうというものであるが、その中心的な問題意識の一つは、なぜ、多くの国が破綻を繰り返すのか、というものである。裏を返せば、一度破綻した後は、二度と破綻しない国も一部にあるが、それらの国は、破綻を繰り返す国と何が違うのか、という問題である。いわゆる

る「卒業 (graduation)」の問題である。

この卒業は、破綻が起きてから20年間、再度の破綻がなければ卒業とみなすが、多くの国で卒業が難しい。そもそも破綻する確率は、経済水準が高い国においてはその他の国に比べて明らかに低く、卒業の確率も経済水準が高い国の方が高い。また、もう一つの論点は、破綻には様々なパターンがある、ということである。これは、政府財政の破綻、インフレーションによる破綻、銀行危機の三つに大きく分けられる。この三つの破綻は、相互に独立ではなく、同時に起こることもあり、また、より重要なのは、一つを克服あるいは「卒業」してもその後、別の破綻に陥ることが多い点である。それは、ある種類の破綻の危機に陥ると、その危機から脱却するためあらゆる手段をとるため、別のところにしわ寄せが行くからである。

その典型が、財政破綻を回避するためのインフレである。ハイパーインフレーションにならなくても、20%弱のインフレが数年続けば、かなりの負債が軽減される。これを財政危機からインフレ危機への転移と考えれば、先進国でも当てはまる例が増える。

3. 例外的事象としてのわが国の財政破綻

これらの破綻の歴史から現在のわが国の財政破綻について、何か示唆は得られるであろうか？

わが国は、太平洋戦争による財政破綻を経験している。その後、ハイパーインフレーションも経験済みだ。それ以前は、金融恐慌が複数回起きているし、金平価切り下げも行っている。したがって、日本が危機に陥ることは歴史的には珍しいことではない。

通常の財政危機は、為替が減価し、海外負債の実質額が増加し、破綻懸念が高まり、対外債務の借り換えが出来なくなるパターンが一つである。また、戦争により、財政支出が急増し、財政破綻に陥るパターンがもう一つである。

しかし、今回の財政危機が特殊なのは、外部環境が激変したり、異常な状態にあったりするわけではないのに、財政危機に陥っていることである。金融危機それ自体が財政破綻に波及したわけではない。なんら特殊な状態に陥ったわけではなく、負債が急増している。さらに、これは対外債務でもなく、為替が減価する気配もない。国内債務ならば、通常はインフレによりこれを縮減する動きが起こるが、そうでもない。不思議だ。こうなると財政破綻シナリオが見えなくなってくる。

すなわち、すべての点において、日本の今回の財政危機は例外的なのであり、前代未聞の領域なのである。し

たがって、破綻は起きないという主張も、過去のパターンと同様の財政破綻にならないという意味では、理解できる。他方、これは今までにない財政破綻となるだけだ、ということも論理的にはありうる。

しかし、ここでは、このどちらが正しいか、ということは議論せず、この前代未聞の財政破綻パターンが起きたらどうなるか、ということについて考えてみたい。歴史上、起きたことがないことが起きれば、そのショックで社会は混乱するだろう。だからこそ、思考実験的に何が起こるかを考え、そのために立てられる対策を考えておくこと、あるいは事前の対策を実行しておくことは意味があると考ええる。

4. 実際の財政破綻のプロセスのシミュレーション

では、この前代未聞の財政破綻はどのような形で起こるのだろうか。まず、現状をみると、インフレが起きるどころか、物価上昇率はマイナス、国債金利も短期はほぼゼロ金利、長期の10年物の国債も1%程度である。これは重要なポイントだ。なぜなら、資金繰りに詰まって政府が財政破綻する可能性は低いということである。通常は、政府が国債の借り換えが出来なくなり、デフォルトするわけだが、わが国の場合は、金利が現在1%であるため、借り換えのための国債の入札が不調になったとしても、金利が急騰したところで、2%や3%が限界と思われる。仮に3%に金利が急騰しても、政府はとりあえず資金繰りがすぐに詰まるということはない。新規の国債発行額は年間100兆円としても、2%分の上昇とは2兆円の利子負担の増加に過ぎない。したがって、財政危機は、政府のデフォルト、という形にならないと思われる。

もちろん、これは財政危機が起きないという意味ではない。財政危機が、政府のデフォルトという形で起きない、ということに過ぎない。政府の破綻が、物理的な資金繰りの詰まりであり、現代の金融市場では、実際に資金繰りが詰まるまで破綻が起きない、などという悠長なことは許されない。

政府以外の民間経済主体は、時価会計によっており、外部からの評価も時価で行われるから、国債の金利急騰は、国債の時価の急落となり、国債を大量に保有している経済主体を窮地に陥れることになるだろう。

日本における国債の保有主体は、銀行、生保、年金、そして郵貯、簡保、公的年金である。したがって、国債価格が暴落すると、民間金融機関、とりわけ銀行が窮地に陥ると思われる。銀行セクター全体がどのくらいのダメージを受けるかを推測してみると、国債保有を120兆

円、残存期間を長めに見積もって、平均5年としても、1%から3%への金利上昇でも、10兆円程度と思われる。

この10兆円は確かに大きな額ではあるが、日本全体であることを考えると、何らかの形でショックの吸収は可能であると予想される。ただし、上場している銀行においては、株価が大幅に下落する可能性があり、またコール市場において資金が調達できなくなる可能性があり、ジャパンプレミアムは当然復活すると予測される。つまり、銀行への影響は、保有国債の評価損という直接の影響だけでなく、多岐にわたり、銀行危機から金融危機というシナリオも想定されうる。

しかし、日本銀行が、この時点でまだ健全性を保っていたとするならば、コール市場への資金供給、金融機関への直接貸し出しなど多くの手段をとることが可能と思われる。逆に言えば、政府国債への信頼が揺らぎ、価格にそれが反映されるようになって、日銀への信頼が揺らいでいなければ、ある程度独立に、金融危機への対応は柔軟に行える可能性がある、ということである。

同じような国債の評価損は、生保や年金にも生じるが、その波及効果は、銀行に比べて長期にわたると考えた方がよい。したがって、国債金利急騰の場合には、銀行危機に対処することを最優先に考えるべきと思われる。同様に、郵貯や簡保も大きな評価損を抱えることになり、ヘッジやデュレーションの管理などが不十分とすると、影響は大きいはずであるが、時価評価せずに、短期的には急場をしのごくことになると予測される。

しかし、この金利急騰の影響は、国債金利だけに留まるかどうかで経済に大きな違いをもたらす。通常、国債金利は社債金利のベースになり、金融商品の価格付けのベンチマークとなる。また、長期貸し出しなどの基準金利ともなることから、経済全体の金利水準に波及する。そのため、国債金利が急騰するということは、すべての債券が暴落し、貸出金利も上昇することから、金融市場も実体経済もすべて混乱、暴落、減退することになる。

これは一般的には当然のことであると思われる。しかし、わが国の現在の状況は、たとえば、日本国債の

金利の上昇が必ずしも円の下落に結びつかないように（海外市場で海外投資家が売ることにより国債金利が下がるわけではなく、また国債価格下落により、海外投資家が国債を投げ売りするわけではないから）、他の国の一般的な事例と大きく異なる（普通は、国債下落なら通貨も下落）。したがって、日本国債の金利が上昇しても、企業の社債の金利がそれに連動して上昇するとは限らないのである。もし仮に、日本国内の債券のうち、国債だけが国内投資家に見放されるのであれば、暴落するのは日本国債だけということになり、個別企業の社債金利の方が国債金利よりも低くなるということも起こりうる。

したがって、日銀が政府からの独立を保っていれば、国債を買い支えるのではなく、民間企業の資金調達のために、金融市場において、金融商品を買って支えるということが日本経済にとって有益、かつ、実現可能であろう。

以上をまとめると、わが国で財政破綻懸念により国債金利が急騰した場合、ただちに政府が資金繰りに詰まるとは限らず、またハイパーインフレが起きるわけでもなく、経済は停滞するが、金融危機を深化させずに、民間企業の経済活動を維持できる可能性もある。その場合に重要なことは、中央銀行の政府からの独立性と財務的な健全性であり、実質的に、政府の倒産処理を行うようなイメージで、政府の破綻の影響を経済全体に広げないような政策を採り、またそのような構造となる仕組みを経済全体で構築しておくことは有益であると思われる。

●参考文献

- 日本銀行 (2010) 『金融システムレポート』2010年3月。
大槻奈那 (2010) 「UBS証券 アナリストレポート」『金融セクターウォッチ』2010年2月23日。
Brau, Eduard and Ian McDonald (2009.4) *Successes of the International Monetary Fund Untold Stories of Cooperation at Work*, Palgrave Macmillan.
IMF (2004) *Evaluation Report: The IMF and Argentina, 1991-2001*.
Qian, Rong, C.M. Reinhart, and K.S. Rogoff (2010) "On Graduation from Default, Inflation and Banking Crisis: Elusive or Illusion?," *NBER Discussion paper*.

小幡 績 (おばた・せき)

1992年東京大学経済学部卒業、大蔵省（現財務省）入省、99年退職。
2001～03年一橋大学経済研究所専任講師。03年より現職。ハーバード大学経済学博士 (Ph.D.)。著書に『ネット株の心理学』(2006年)、毎日コミュニケーションズ、『すべての経済はバブルに通じる』(2008年)、光文社、など。

[NIRA ホームページ]

<http://www.nira.or.jp/index.html>

NIRA 政策レビューのバックナンバーをはじめ、NIRA の諸活動を紹介するホームページをご利用ください。

※ 本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。E-mail : info@nira.or.jp

NIRA

NIRA 政策レビュー [No.48]

2010年9月30日発行 ©財団法人総合研究開発機構

編集発行人：伊藤元重 ●NIRA 理事長

編集主幹：加藤裕己 ●東京経済大学教授 / NIRA 客員研究員

NIRA 総合研究開発機構

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3 恵比寿ガーデンプレイスタワー 34階
Tel. 03-5448-1735 Fax. 03-5448-1744 E-mail. info@nira.or.jp

再生紙を使用