

第5章 安全資産としての国債

國 枝 繁 樹

1. はじめに：「安全資産としての国債」の分析の必要性

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。

しかし、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。例えば、2013年10月25日のロイター通信（東京）は、翌週の日本国債市場の見通しにつき「来週の円債市場は、底堅い展開が見込まれている。株価先行きに対する不透明感が浮上しており、リスク回避の動きが強まれば、安全資産の日本国債は買われやすい。」と指摘している。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、投資家のリスク回避度の高さを反映したものであるということになる。

しかし、投資家のリスク回避度の高さは永遠に続くものではない。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、投資家のリスク回避度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、米国の「財政の崖」を乗り切ったことから、投資家のリスク回避度が低下し（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。さらに、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、投資家のリスク回避度は大きく変動している。

また、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、コンピニエンス・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、財政の持続可能性に深刻な懸念が生じれば、コンピニエンス・イールド（希少性プレミアム）は失われ、国債金利の急上昇を招きうる。さらに、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。

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、リスク回避と安全資産、コンピニエンス・イールド（希少性プレミアム）、金融抑圧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)。

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。(ただし、これらの推計は、コンビニエンス・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、具体的には、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^* は以下のようなになる。

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

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。

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

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))。

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

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

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

(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

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、(コンピニエンス・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子率の差で決めるとすると、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回だけに置き換えると、 $b=約40\%$ ）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 $60\sim70\%$ 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、 $p_2=3.4\%$ （30年間の発生確率 65% の場合に対応）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。

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	-2.6%	-0.1%	0.1%	1.4%	2.3%
株式リスク・プレミアム	5.9%	3.8%	2.4%	1.4%	0.4%

b. $g=2.0\%$ (中期財政試算の経済再生ケース) 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. $g=1.0\%$ (中期財政試算の参考ケース) 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(8)式で示される。

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

(8)で示されるデフォルトのありうる国債金利は、 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($r^d - r^f$)を計算すると、以下のとおりとなる。

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

	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
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%

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 g が大きいほど高くなる。 $g=4$ 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 ($q=1$) には、国債金利は以下ようになる。

表4 デフォルトの可能性 ($q=1$) がある場合の国債金利と安全利子率からの上昇幅

	$\gamma=5$	$\gamma=4$	$\gamma=3$	$\gamma=2$	$\gamma=0.668$
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%

この場合、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。

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

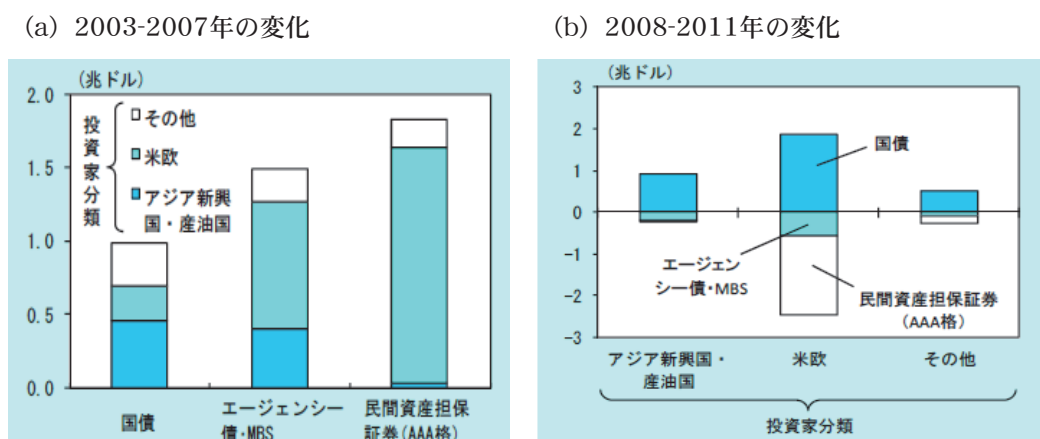
ることになる。

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が回復すると主張している。

(2) 世界的な安全資産への需要増加

Caballero et al. (2008) , Gorton and Ordonez (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。

図1 各地域の投資家による米国債券保有額の変化



(出所 一上その他 (2012) 図表9・10)

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、ポンジーゲーム（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」とのポンジー財政政策の主張との関係で問題となる。

しかし、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に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。最近は、FRBのテーパーリングに伴う新興国経済への懸念から安全資産への需要が再び増加しつつあるが、その前の時点では、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)、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である。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¹。

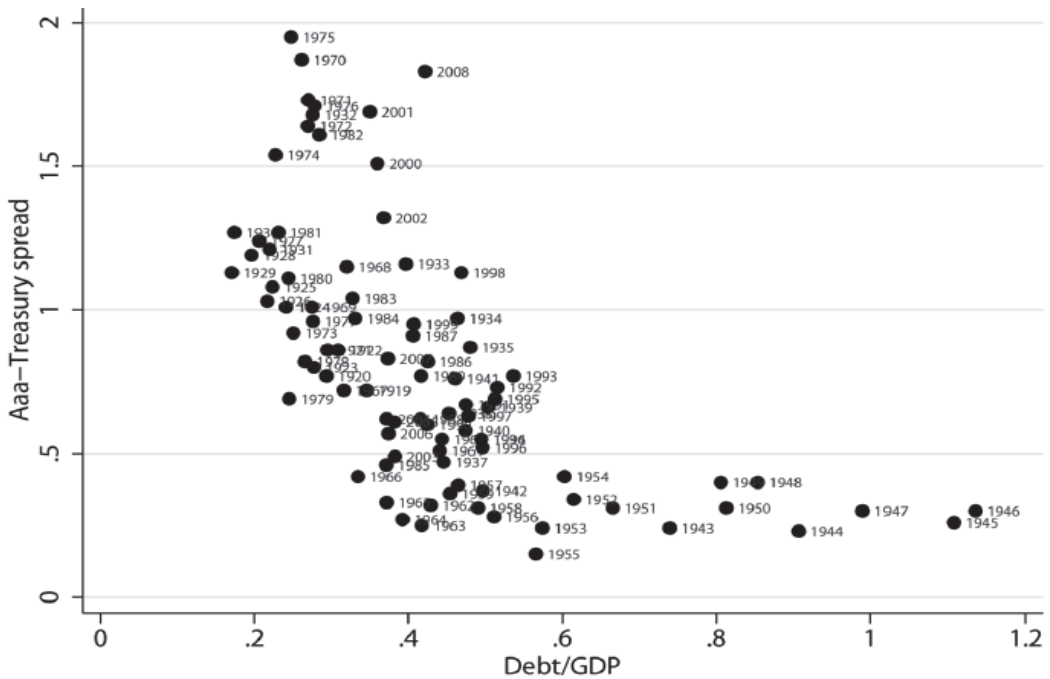
結局、財政の持続可能性に懸念が生じれば、上述のように、デフォルトリスクを反映して国債金利が大きく上昇するだけでなく、コンビニエンス・イールドが喪失されることにより、さらに大きな金利上昇が生じることとなる。異次元の金融緩和等を軸とするアベノミクスの成功も、財政の持続可能性が十分確保されていることが前提であることに留意する必要がある。

1 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って、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と決めて、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。

(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2 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)

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、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

他方、2013年4月に開始された我が国の異次元の金融緩和は、別の方向から国債のコンビニエンス・イールドに影響を与えつつある。すなわち、日銀が、異次元の金融緩和のため、国債を大量に購入し続けているため、市場で流通している国債の供給量が激減し、その結果、国債の売買が減っている。2013年度には、売買高が前年度より約18%減少し、統計を遡れる2004年度以降の最低まで減少した。2014年4月14日には、新発10年物国債の取引が不成立となる事態も起こった。関係者の中には、市場の流動性が低下しており、ささいなきっかけで金利が乱高下してしまう危険性があると指摘する声も出ている。(日本経済新聞2014.4.30朝刊)

流通市場の需給で考えれば、巨額の財政赤字のファイナンスのための国債供給の増加を日銀が吸収し、流通市場の供給を抑制すれば、国債の希少性が増し、希少性プレミアム(コンビニエンス・イールド)が増加すると思われるが、流通市場での取引の枯渇という事態は、今回の日銀の異次元の金融緩和のような極端な国債購入策により、むしろ厚みのある流動性の高い流通市場の存在という国債のコンビニエンス自体が失われる危険性を示している。

結局、財政赤字ファイナンスのための巨額の新規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、ブ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まれるが、本稿では、別途検討する。

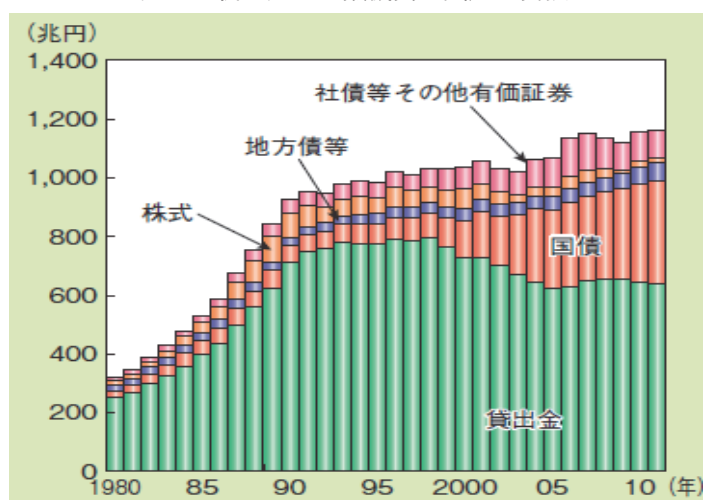
これらの金融抑圧政策は、名目金利を抑制することで、国債の累増のスピードを抑え、財政の持続可能性維持のために最低限必要とされるプライマリー黒字を小さくする効果を持ちうる。

(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とされる日本国債保有へのインセンティブが高まる。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。こうしたバーゼルⅢへの対応も念頭に置き、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、国債保有を増加させてきた。

図3 我が国の金融機関の資産の内訳

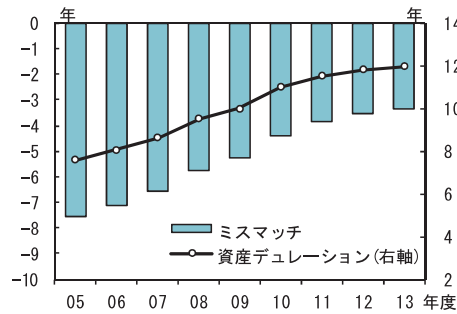


(出所) 2012年度経済財政白書

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)ため、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。

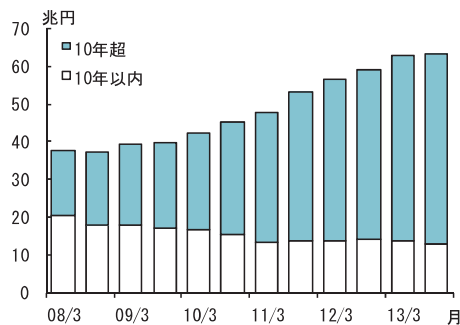
図4 生命保険会社のデュレーション・ミスマッチと資産デュレーション



(注) 集計対象は大手9社。直近は13年9月末。
 (資料) 各社開示資料、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」、生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」、総務省「国勢調査」、日本銀行

(出所) 日本銀行金融システムレポート2014年4月号 図表V-2-3

図5 生命保険会社の国債保有残高



(注) 集計対象は大手9社。直近は13年9月末。
 (資料) 各社開示資料

(出所) 日本銀行金融システムレポート2014年4月号 図表V-2-4

③ 公的年金等による国債への投資

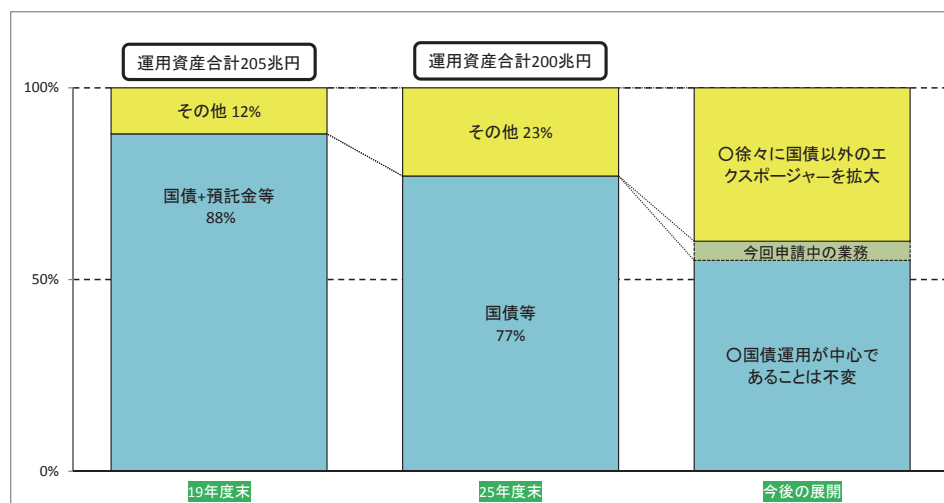
年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) のこれまでの基本ポートフォリオ (2013年6月変更) においては、国債中心の安全かつ効率的な運用 (運用利回り想定4.1%) を行うこととされており、国債に120兆円程度の投資がなされている。

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。ゆうちょ銀行は国債運用を中心としつつも、貸付業務を増やす方針とされる。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望ましいと考えられる (國枝 (2013))。

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

図6 ゆうちょ銀行の運用資産の推移



(出所) ゆうちょ銀行決算補足資料をもとに筆者作成

表5 かんぽ生命保険の運用状況（2014年3月末）（単位：億円、%）

区分	資産残高	構成割合
現金及び預金	16,635	1.9
コールローン	2,300	0.3
債券貸借取引支払保証金	28,221	3.3
買入金銭債権	1,074	0.1
金銭の信託	5,816	0.7
有価証券	693,789	80.9
国債	525,229	61.2
地方債	91,737	10.7
社債等	64,428	7.5
外国証券	12,394	1.4
貸付金	110,205	12.8
保険約款貸付	542	0.1
一般貸付	7,632	0.9
機構貸付	102,030	11.9
合計	858,044	100.0

(出所) かんぽ生命保険HP

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、さらには金利も自由化されており、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。

(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。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、今後はリスク資産投資への利用など、国債中心の運用の見直しが行われる可能性が高い。また、公的年金は団塊の世代の引退に伴い、中長期的には準備金の取崩しを進めざるをえず、その際には保有国債も売却される。

また、ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の株が完全に民間保有になったときに、利回りの低い国債を多く保有し続けるか否かには疑問が残る。例えば、ダイヤモンドの記事(2013.10.19号)はゆうちょ銀行株売却前に収益性が高いと見せるため、国債を手放す可能性も指摘する。

さらに、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、資産デフレは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の増大

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」(2014.4)の金利上昇に伴う債券時価の変動の予想額は、以下のとおりである。

表6 金利上昇に伴う債券時価の変動(兆円)

		金利上昇幅					
		13年6月末			13年12月末		
		1%pt	2%pt	3%pt	1%pt	2%pt	3%pt
金融機関計	スティープ化	▲4.9	▲8.3	▲11.9	▲4.7	▲8.0	▲11.4
	パラレルシフト	▲7.9	▲13.9	▲19.9	▲7.5	▲13.2	▲19.0
銀行計	スティープ化	▲3.5	▲5.9	▲8.5	▲3.3	▲5.6	▲8.1
	パラレルシフト	▲6.0	▲10.6	▲15.3	▲5.6	▲10.0	▲14.4
大手行	スティープ化	▲1.4	▲2.4	▲3.5	▲1.3	▲2.3	▲3.3
	パラレルシフト	▲2.9	▲5.2	▲7.5	▲2.6	▲4.7	▲6.8
地域銀行	スティープ化	▲2.1	▲3.5	▲5.0	▲2.0	▲3.3	▲4.8
	パラレルシフト	▲3.2	▲5.5	▲7.8	▲3.0	▲5.3	▲7.7
信用金庫	スティープ化	▲1.5	▲2.4	▲3.4	▲1.4	▲2.3	▲3.3
	パラレルシフト	▲1.9	▲3.2	▲4.6	▲1.9	▲3.2	▲4.6

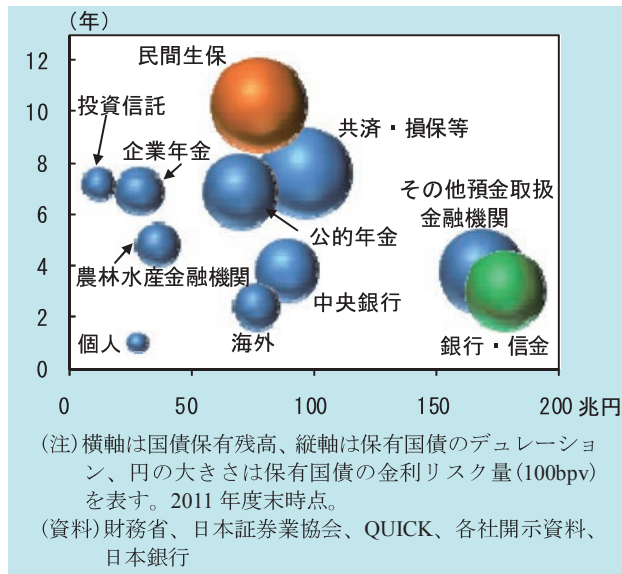
(出所) 日本銀行金融システムレポート2014年4月号 図表V-1-19

(注) 外貨建て分は含まず。スティープ化は長期金利のみ、パラレルシフトは短期金利・長期金利とも上昇。

これらのリスクは、地銀・信金等が資産運用を過度に国債に依存していることにより生じているものであり、金融システムの安定化のためには、そうしたリスクが抑制されることが求められている。

また、銀行以外の業態も大量の国債を保有しており、金利上昇に伴う国債価格の下落は巨額の損失を発生させることが予想される。

図7 業態別の国債投資にかかる金利リスク量



(出所) 菅その他 (2012) 図表10

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。

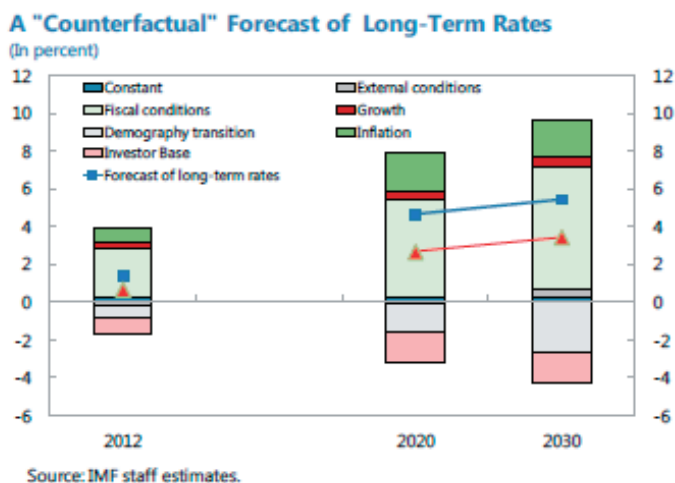
財政危機の発生した欧州諸国においては、デフォルトリスクが認識されることにより、国債金利が急騰し、その結果、自国国債を多く保有する金融機関が巨額の損失を被り、金融システムに深刻な悪影響をもたらした。本来であれば、金融システムが動揺した際には、自国政府が公的資金を投入し、安定化を図るべきだが、財政危機の中、そうした対応は困難である。このため、財政危機と金融危機という2つの危機が同時に発生し、自国のみでは対応できない非常に深刻な経済危機を迎えることになった。

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、国債金利のみがリスク・プレミアムを求めて急騰し、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²。

具体的には、Arslanalp and Lam (2013) は、2012年末のWorld 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³。財政状況の悪化は、下図のように、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8 現在の我が国の政策の下での今後の長期金利の試算



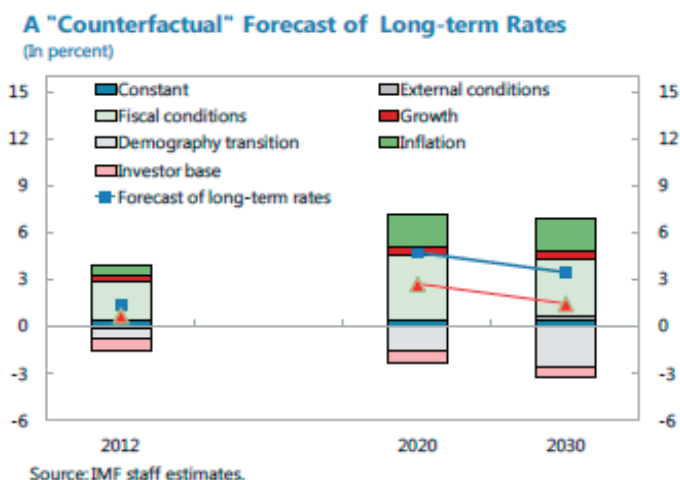
(出所) Arslanalp and Lam (2013) , Figure 3

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(かなり楽観的な見通し)、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。

2 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。

3 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9 財政再建成功時の長期金利の試算



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

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。

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にすれば、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。

しかし、我が国で即時に導入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。

すなわち、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ポンジー財政政策や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⁴。

4 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「ポンジ財政政策」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ため、金融緩和を維持すべきとの考え方を示した。

「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)

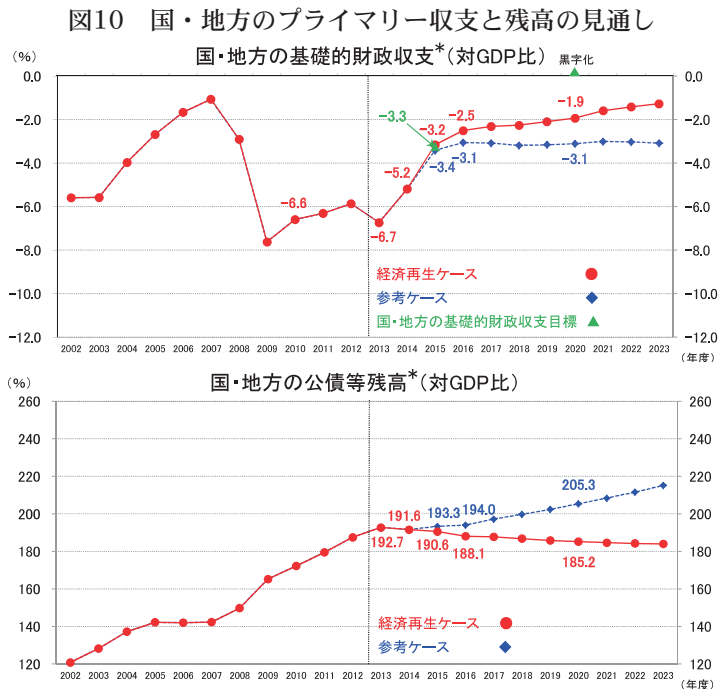
「金利は市場で決まるということは間違いなのですが、金融政策は、それに対して何らかの影響を与えることはできます。もちろん、それは金利というのを何にとるかということにも依存するのかもしれませんが。したがって、名目金利と名目成長率の関係に関

しては、ここは長期的にはほぼ実際は均衡していくのだろ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えますし、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 2014年1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、2014年1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。もっとも、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10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10下）。



* 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」(2014.1.20)

その背景の一つには、下記の表7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⁵。具体的な増収措置や歳出削減策によるのではなく、長期金利より高い経済成長率に基づく公債残高の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。

表7 「中長期の経済財政に関する試算」の前提（経済再生ケース）

【マクロ経済の姿】

(%程度)、[対GDP比、%程度]、兆円程度

	2012年度 (平成24年度)	2013年度 (平成25年度)	2014年度 (平成26年度)	2015年度 (平成27年度)	2016年度 (平成28年度)	2017年度 (平成29年度)	2020年度 (平成32年度)	2022年度 (平成34年度)	2023年度 (平成35年度)
実質GDP成長率	(0.7)	(2.6)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
実質GNI成長率	(0.8)	(2.8)	(1.1)	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
名目GDP成長率	(▲0.2)	(2.5)	(3.3)	(3.4)	(3.8)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(3.7)
名目GDP	472.6	484.2	500.4	517.5	537.0	555.2	616.8	663.0	687.8
1人当たり名目GNI成長率	(0.1)	(3.2)	(3.6)	(3.6)	(4.0)	(3.7)	(3.9)	(4.1)	(4.2)
1人当たり名目GNI (※万円)	383	395	409	424	441	457	512	554	577
潜在成長率	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.7)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
物価上昇率									
消費者物価	(▲0.3)	(0.7)	(3.2)	(2.6)	(2.8)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
国内企業物価	(▲1.1)	(1.9)	(3.9)	(1.9)	(1.9)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.3)
GDPデフレーター	(▲0.9)	(▲0.1)	(1.9)	(1.7)	(1.9)	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
完全失業率	(4.3)	(3.9)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.4)	(3.2)	(3.3)	(3.3)
名目長期金利	(0.8)	(0.7)	(1.0)	(2.1)	(2.4)	(2.8)	(4.0)	(4.6)	(4.8)
部門別収支									
一般政府	[▲8.7]	[▲9.2]	[▲7.8]	[▲5.8]	[▲4.5]	[▲4.3]	[▲4.1]	[▲3.7]	[▲3.7]
民間	[9.6]	[9.9]	[8.7]	[6.9]	[6.0]	[6.0]	[6.2]	[6.0]	[6.0]
海外	[▲0.8]	[▲0.8]	[▲0.9]	[▲1.1]	[▲1.5]	[▲1.7]	[▲2.1]	[▲2.3]	[▲2.3]

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2014.1.20)

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。

5 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いこと等が考えられる。

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、必要なもので、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なっ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

(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ピ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、これらの要因は、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な財政再建策が取られることを前提に、安全資産としての国債に対する需要に基づくものである。今後、消費税増税の先送り等により我が国の財政の持続可能性に懸念が生じれば、国債金利が急上昇することを意味する。従って、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べきではなく、むしろリスクに備えたバッファを確保するため、財政再建を急ぐ必要がある。

(3) 国債金利を人為的に低水準にとどめる各種の金融抑圧政策は、弊害も多く、国債金利引下げの目的のみのため、実施されるべきではない。

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

- 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 Premium Puzzle: 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
- Weil, P. (1989) , “The Equity Premium Puzzle and the Risk-free Rate Puzzle,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.24, pp. 401-421

(邦文)

- 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

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ピーニエンス：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

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