

投資銀行の現場からみた日本の長期金利*

佐 藤 健 裕

I 世界的な長期金利の低位安定をどうみるか？

一般的なジャーナリズムやアカデミズムの世界では、歴史的低水準にある日本の長期金利はいずれ急騰するという固定観念があるように見受けられる。筆者がビジネス上付き合いのある海外ヘッジファンドや同僚のアナリスト、一部のトレーダーといった市場のプロでも往々にしてその種の固定観念に取りつかれている。そして、彼らは傾向として JGB（日本国債）のポジションをショートに傾けがちなのだが、そうしたディレクショナル・トレードが奏功することはあまりないようだ。実際、投資銀行の現場で債券市場のダイナミズムに日々接する筆者にとり、叙上の固定観念はいささか受け容れ難いものがある。無論、足許日本経済が脱デフレへの過渡期にあることから、先行きは長期金利にインフレ・プレミアムが上乗せされる、ないしは財政破綻懸念を映じて財政赤字プレミアムが上乗せされるとの意見が根強いことは承知している。それでも、債券市場はグローバルに、その種のストレステストを無難にこなしてきた。しかも、米国では FRB による 2004 年 6 月以来、合計 300 bps 超の引締めにもかかわらず、米国債市場は反応らしい反応を示さず、10 年物金利は概ね 4 % 台半ばで安定を保ってきた。国内でも、コア CPI インフレ率の 2005 年内プラス転換の蓋然性が高まり、2006 年春先に本論叢が出版される頃には、量的緩和の

* 本稿は、実務家の観点からコンセンサスに一石を投じるべく筆者の愚見を取り纏めたものである。本稿に示されている意見は筆者個人のものであり所属機関の公式見解を示すものではない。また、あり得べき誤り等はすべて筆者に属する。

解除論争は既に決着をみている可能性があるが、債券市場は引締めリスクを大方織り込み済のように見受けられる。実際、株価がITバブル崩壊後の戻り高値を更新するなかでも10年物金利は1%台半ばで異常な静けさを保ってきた。このような債券市場の外部環境への感応度の低下は日本に限らずグローバルに観察される。グリーンスパンFRB議長はこうした状況を「謎」(conundrum)と呼んだ。

世界的な長期金利の安定に関して、市場では以下の解釈がみられる。

- ① 新興国の経済発展に伴い蓄積された過剰流動性が先進国の債券市場に向かった。
- ② 一次産品の高騰に加え、製造業のみならず非製造業で雇用のアウトソーシングが盛んになった結果、先進各国と途上国間の所得移転による水準平準化の動きが生じ、先進国の成長余地が損なわれ、デフレ期待が蔓延した。
- ③ 所得水準の平準化と並行して、財・サービス価格の平準化の動きが生じた結果、世界的に一物一価に向けて物価水準が収斂し始め、先進各国のインフレ圧力が削がれた。
- ④ ITバブル崩壊の教訓から生保・年金基金等の機関投資家が資産・負債のデュレーションをマッチングさせることで、アクティブ運用のメリットを放棄する代わりにデュレーション・リスクを中立化するALM運用への傾斜を深めた結果、長期債への需要が世界的に高まった。

それぞれ吟味しよう。①の過剰流動性説はもっともらしく見えるが、必ずしも当を得ていない。例えば、中国をはじめアジアの中銀は自国通貨高阻止のためドル買い介入を積極的に行い、外貨準備を積み上げてきた。こうした外貨準備が主に米国債投資に向かっていることは統計で確認できる。また、日銀は04年3月にかけて、アジア各国の中銀を凌ぐ量の為替介入(例えば04年1-3月期で約15兆円)を行い、それ見合いで米国債を大幅に買い越した。しかし、04年4月以降、日銀は介入を全く行っていない、すなわち纏まった規模で米国債を買い越していないにもかかわらず、米国債市況が需給悪化から崩れることはな

かった。このように、統計上確認できる需給動向から市場予測を試みると、往々にして先行きを読み誤るとというのが筆者の経験則である。

②については、仮に先進国の成長を抑制するほど所得移転が発生するなら、要素価格均等化定理により先進各国では新興国と水準が収斂するまで所得移転が進行し、先進各国は極度の賃金デフレに見舞われる筈である。しかし、実際には米国はもとより、欧州、日本でも実質所得の増大を伴いつつ、経済は曲がりなりにも成長しており、アウトソーシングは先進各国と新興国双方の利益となっている。これは、労働・資本コストでそれぞれ優位性のある二国が労働集約的・資本集約的産業に特化することで貿易による利益を享受するという教科書通りの現象である。

同様の理由から③も眉唾物である。仮に国際的な一物一価が極限まで進行すれば、日本をはじめ先進各国は極度の一般物価デフレに見舞われよう。実際、日本では中国の安価な輸入製品が一般物価デフレの元凶であるとして、輸入を差し止めるべく繊維製品にセーフガードを発動し、中国当局に人民元切り上げを要求する動きが表面化した時期があった。しかし、安価な中国製品流入は日本だけに限った現象でないにもかかわらず、先進国では日本のみ、過去10年超にわたり一般物価・資産価格両面でデフレが進行した。中国がデフレの元凶との論調は流石に最近見かけなくなった。しかも、日本でさえ足許は中国製品の流入を伴いつつデフレから脱却しようとしている。このように考えると、国際的な一物一価への収斂は非現実的である。賃金という相対価格で計測した一般物価水準の調整速度は非常に緩やかで、叙上の議論は技術進歩による全要素生産性(TFP)向上や資本集積度を考慮に入れないことから生じる誤解と思われる。

一方、④について、筆者は比較的信憑性が高いと考えている。例えば、国内生保9社の負債のデュレーション推定12～15年に対し、資産のデュレーションは同6～7年程度とミスマッチが顕著である。この状況下で負債のデュレーション・リスクをフルカバーするのに必要な20年国債の購入量をラフに試算す

ると45～55兆円程度となる。これは、政府が2005年度に発行予定の20年国債9兆円の約5～6年分に相当する。国内生保に限らず、デフレーションに対する需要は高齢化等により世界的に高まっており、例えば、米国では投資家の要請もあり30年債発行が再開され、英仏では満期50年の超長期国債がローンチ後、即完売となっている。

では、このようにグローバルに低金利構造が構造的にビルトインされた中で、日本の長期金利の先行きに関してはどのように考えればよいだろうか。

II 日本の長期金利水準をどうみるか？

1 ゼロ金利からプラスの金利への過渡期にある日本経済

日本では過去7年間続いた実験的金融政策が近々終焉を迎えるとの観測が強まっている。ゼロ金利状態に終止符が打たれることで市場がショック症状を呈するとの憶測はあるが、筆者は長期金利の先行きに比較的楽観的である。理由は以下の通りである。

- (1) 貸出金利との裁定：新規貸出約定金利（長期）は足許1.5%付近にある。
同水準から上では銀行ポートフォリオにおいて貸出と債券投資との裁定が働くことで金利上昇がブロックされやすい。生命保険会社の新規予定利率も1.5%で、やはり同水準から上では生保の買い出動が見込まれる。新規予定利率は制度的に安定し、現状のカーブにインプライドされているフォワード・カーブを前提として1.9%に上昇するまで約15年（2019年）かかる計算である。無論、過去には1.5%前後で金利上昇をブロックしきれなくなることが散見された（例えば2003年及び2004年夏場）。しかし、ストックベース約定金利水準である1.8～1.9%は経験則上、堅いレジスタンスである。
- (2) 過去の経験則：99年度～2000年中の長期金利はITバブルや2000年8月のゼロ金利解除による時間軸効果剥落、財政赤字拡大というストレステストをこなしつつ1.6～1.9%のタイトなレンジで推移した後、2001年以降は中心レンジが1.2～1.5%程度に下方シフトした。また、2003年と2004年夏場に日銀

の出口政策への思惑から市場が25 bpsの利上げを1.5～2回分織り込んだ局面でも長期金利は1.9%台でブロックされた。2%の壁は99年度以降破られたことがない。

- (3) 均衡実質金利の低下：足許1%程度と試算される潜在成長率の下で中期的な目標インフレ率を+0.5%と見込んで¹⁾、それと整合的な長期金利水準は、10年間のタームプレミアムを織り込んでもせいぜい2%程度である。実際、日本経済の実質長期金利は潜在成長率低下とともに緩やかに水準を切り下げている。

以下、それぞれの要因について検討しよう。

2 貸出金利との裁定

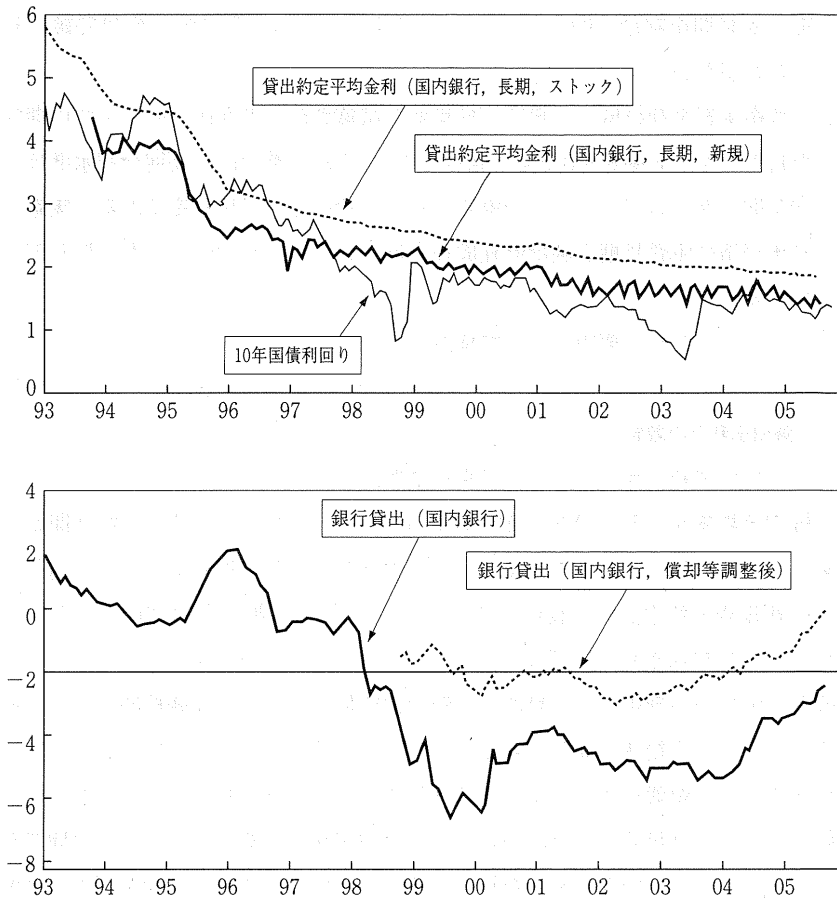
1) 貸出金利のプライシング正常化の遅れ

償却等勘案後の銀行貸出は前年同月比+0.2%（2005年8月）と統計開始以来のプラスに転じた。一方でマージン改善は遅々として進んでいない。同年7月の新規貸出約定金利（長期）は1.4%とこの間の長期金利の変動にもかかわらず、2002年以来1.4～1.7%のレンジにとどまっている（第1図）。マージン改善が進まない理由は、一般的には資金需要低迷下の公的金融機関を交えた過当競争という供給側の要因である。しかし、疑問は尽きない。例えば、相次ぐ統合により主要銀行は2001年にかけて概ね4大グループに集約された。しかし、貸出マージンは足許までほぼ一定ないし縮小気味である。つまり、この間の銀行の数とマージンの間に有意な相関は認められない。また、公的及び中小金融機関との価格競争も利鞘を圧迫する要素とされる。しかし、数の上で日本の約10倍²⁾の銀行が存在する米国において貸出マージンは400 bps超ある。従って、銀行の数が多過ぎるため過当競争によりマージンが圧迫されているという見方

1) グローバルにディスインフレ化した足許の経済情勢において、国内で1%超の持続的物価上昇を見込むのは余りに ambitious な目標であろう。

2) 米銀は約8150行で貯蓄機関を含めると約9700行。日本は労働金庫まで含め約860行（計数は2001年時点）。

第1図 貸出約定平均銀行と銀行貸出（前年同月比，％）



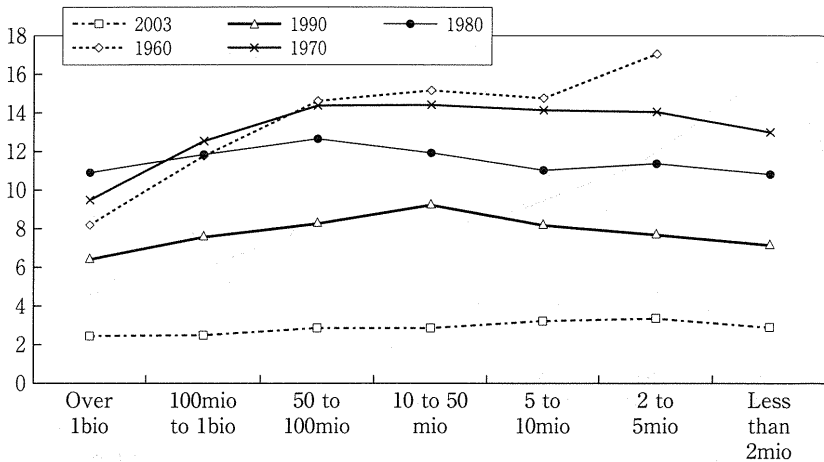
出所：日本銀行『貸出資金吸収動向等』、『貸出約定平均金利の推移』より筆者作成。

は必ずしも論理的でない。そこで、視点を変えて需要側、つまり借り手側の問題を探ってみた。

2) 借り手企業の金利負担能力に問題あり？

量的緩和や企業セーフティネットの結果、日本では借り手の信用リスクに応じた金利形成がなされていない。実際、90年代前半までの資本市場では企業規

第2図 企業規模別にみた借入金利の変遷(%)



注：調達金利＝支払利息・割引料／有利子負債，横軸は資本金による区分（単位：100万円）

出所：財務省『法人企業統計』より筆者作成。

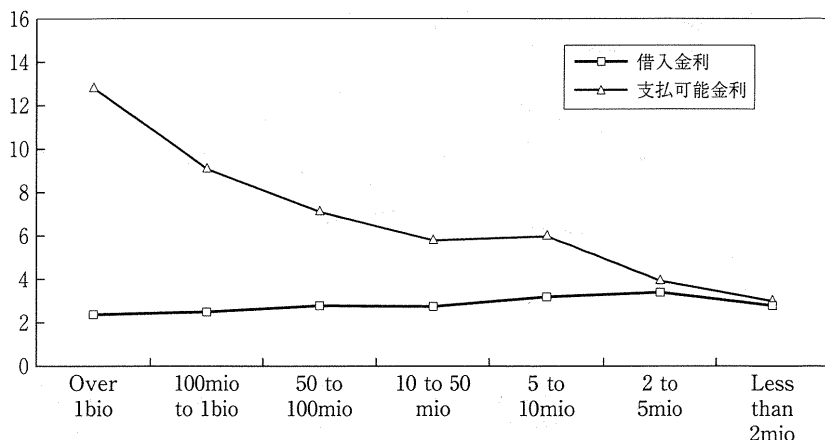
模に応じ、概ね右肩上がりのクレジットカーブを描くことができた³⁾（第2図）。しかし、2003年度は、資本金10億円超の大企業と200万円未満の小企業の調達金利は同じ2%台でその差は50bpsに満たない。資本市場で足許生じているクレジットカーブのフラット化は、投資機会不足による運用難という投資家の事情がある。しかし、資本市場へのアクセスのない小企業のクレジットカーブがフラットなのは一見奇妙である。これには以下の2つの理由が考えられる。

- ① 制度的背景：手厚い企業セイフティネット。すなわち、大企業・中堅企業対比、小企業には公的金融へのアクセスが豊富にある。
- ② 借り手側の事情：貸出金利引き上げが借り手の破綻の引き金を引き兼ねない。このため、銀行が金利引き上げに慎重になる。

ここで、企業規模別に借入金利と支払可能金利を算出すると、支払可能金利は企業規模に応じて右下がりのカーブを描く。一方、借入金利のカーブは前述

3) ここで、信用格付けに拠らず、資本金により区分したのはデータの制約のため。実際には資本基盤の厚さと信用格付けは必ずしも一致しない。

第3図 借入金利と支払可能金利(%)



注：支払可能金利＝キャッシュフロー／有利子負債合計、キャッシュフローは当期純利益－社外流出＋減価償却費で定義。

出所：財務省『法人企業統計』より筆者作成。

の通り企業規模にかかわらずほぼ一定である。そして、両者は資本金5百万円未満の小企業のところでほぼ重なり合う（第3図）。ちなみに、資本金10億円以上の大企業の支払可能金利12.9%に対し、同200万円未満の小企業では約3.0%である。

ここから、貸出金利が低水準に甘んじている背景として、①に挙げた公的金融へのアクセスという理由は実は十分ではなく、真の理由は②にあることが推定される。すなわち、これら債務者である小企業にとり、貸出金利が上昇するとネットキャッシュフローがマイナスに転じ、企業活動が立ち行かなくなる可能性がある。このため、貸手側もやむを得ず低いマージンに甘んじている。銀行は限界的負債については現状ゼロ金利調達が可能であるため、このような先送り型の支援がまかり通っている。ゼロ金利政策が打ち止めとなれば、こうした支援のコストが表面化しよう。無論、上記理由は資本金が5百万円に満たない零細企業に当てはまっても、中堅以上の企業には当てはまらない。また、資本金5百万円未満の企業向け貸出は19.2兆円で全体の約5%に過ぎず、これだ

けで貸出金利全般の低迷を説明するのは無理がある。中堅以上の企業については、潤沢なキャッシュフローを負債返済に優先的に充当していることから、企業と銀行の力関係が逆転し、銀行は価格支配力を十分に行使できない、というのが最も矛盾のない説明であろう⁴⁾。

3) 真の問題は小企業の財務諸表の信頼性にある

しかし、前節で挙げた資本金5百万円未満の零細企業は真に金利上昇に耐えられないのであろうか。実はこれら零細企業も、当期純利益は赤字でも役員賞与と配当支払は行っている。こうした社外流出は毎期の業績が変動しても一定額を維持する傾向が窺える。このほか、中小企業は販売費・一般管理費の比率が高いため、売上高経常利益率が大企業の1/10程度と低採算であること、反面、人件費割合の高さを示す付加価値率が大企業の2倍近い28%弱あるといった特徴を指摘できる。元来、中小企業は労働集約的で、大企業に比べ人件費割合が高いが、零細企業では更に顕著である。ここから推察される小企業の姿とは、オーナー経営者が役員給与・賞与及び従業員給与を厚めに配分し、会社の財務諸表は赤字にしておくというありがちなパターンである。実際、日本の全法人の約7割が欠損法人である。こうした類推が正しければ、小企業といえども実際は統計に表れている以上の金利負担能力があると思われる。にもかかわらず、オーナー経営者と企業の財務諸表が渾然一体となっているため、貸出金利の適正なプライシングが妨げられている。貸出市場正常化のためには、銀行収益のコアである中小企業の正味金利支払能力の適正な評価が必要であろう。

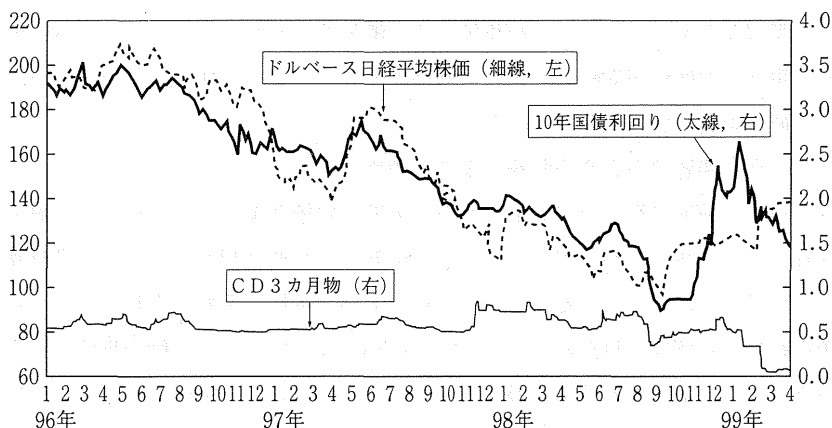
3 過去の経験則

1) 株価と債券相場の逆相関はワークせず

教科書的には株価と債券相場は逆相関とされる。実際、98年末の長期金利急

4) 企業はB/S調整を図る際、能動的に負債を圧縮するが、銀行は負債(預金)に対し受動的である。すなわち、銀行は企業のように能動的に負債を圧縮することができない。このため、銀行は過剰流動性の下で必然的に運用難に直面し、債務者企業との交渉力を喪失している面もあろう。

第4図 ドルベース日経平均と長期債利回り (%)



注：推計式は以下の通り

$$\text{円債最長期物利回り} = -1.04 + 0.0192 \cdot \text{ドルベース日経平均} + 0.74 \cdot \text{CD 3ヵ月物} \\ (-16.1) \quad (90.7) \quad (9.1)$$

自由度修正済 $R^2=0.925$ S.E.=0.18 推計期間：96年1月4日～1998年9月30日 () 内は t 値

出所：東証、日銀、日経 NEEDS より筆者作成。

騰までの閉塞シナリオ下の流れは「円安・株安・債券高」及び過度の閉塞状況の修正としての一時的な「円高・株高・債券安」であり、典型的な逆相関がみられた。例えば、96～98年にかけての債券相場をドルベース日経平均株価等で回帰すると完璧に近い推計結果が得られる（第4図）。この時期、長期金利はドルベースの株価で決まっていたようにさえ見える⁵⁾。

しかし、足許はこうした素朴な裁定関係が働いていない。実際、2005年8月以降の株価は政府の脱踊り場宣言とともに1万2千円の抵抗線を切り上がって上伸したが、債券市場では株価を無視するかのように、長期金利の安定が続いた。同様のことは99～2000年のITバブルとそれに続くゼロ金利解除前後にも

5) 日本国債利回りの説明変数が何故ドルベースの株価でなければならないか確たる論拠はない。したがって、上記は見かけ上の相関に過ぎないのかもしれない。理屈としては不自然なのだが、円高・ドル安の下ではドルベース日経平均株価が上昇するので、円高の債券相場への好影響が希釈される一方、円安・ドル高ならば逆にドルベースの株価が下落するので、円安の債券相場への悪影響が希薄化すると解釈できる。

当てはまる。当時を振り返り、大方の市場参加者が最も予想外であったのは株高下の債券相場の安定であった。相次ぐ補正予算編成に伴う赤字国債の追加発行というストレステストを乗り越え、また日経平均2万円台乗せても、更に2000年8月のゼロ金利解除でも、長期金利は99年度以降1.9%を殆ど超えることがなかった。

2) 債券市場は Old Japan にフォーカス

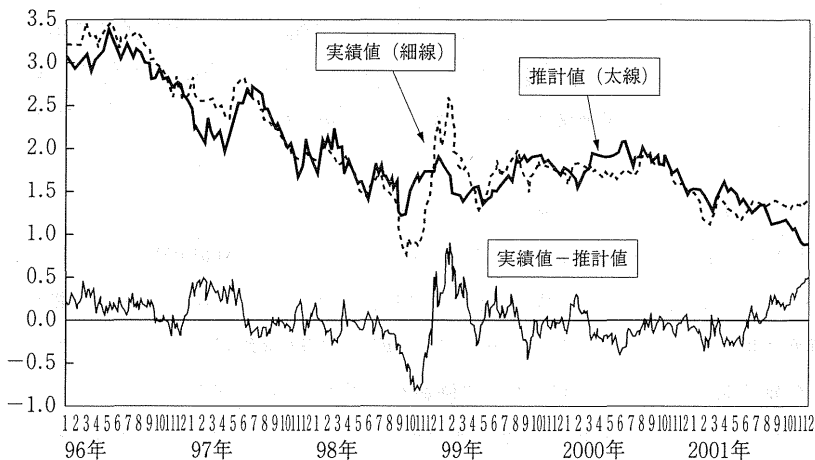
株高下の長期金利の安定を説明する上で有力なのが、株価指数のインデックスとしての妥当性である。特に99年のITバブル時には一握りの株価が指数を顕著に押し上げた。ちなみに、99年度の東証一部時価総額パフォーマンス上位50銘柄を除く1350余りの銘柄の時価総額で構成した「Old Japan インデックス」を作成し、それを基に前段同様の推計を試みると、株高下の長期金利の安定に対する説明力は格段に増す。それ以前の閉塞状況下の株安・債券安の説明力も高い(第5図)。つまり、当時の債券市場は一部のNew Japan以外の大多数のOld Japan銘柄にフォーカスしていたとの推論が成り立つ。

翻って、足許2005年も踊り場脱却で株価はITバブル崩壊後の戻り高値を更新しつつあるが、債券市場は超然としている。これを99年当時のように株価指数の妥当性から説明することは率直に言って困難である。99年当時は一握りの銘柄が指数全体を押し上げた一方で、2003年以降の局面では低位株中心に広範に市場が底上げされた。こうした株価と債券市場の相関の低下に関し、筆者は債券市場が将来の財政引き締めとそれに伴う潜在成長力低下を織り込んでいるためとの感触を持っている。それは、先の総選挙で連立与党が圧勝し、財政当局の主張が格段に実現しやすくなったことで現実味を帯びてきた。

4 長期低落傾向にある日本の実質長期金利

かつてクルーグマンは日本の均衡実質金利水準はマイナスとの悲観的な見解を示した。均衡実質金利がマイナスというのは、市場メカニズムが完全に機能し、すべての市場で需給均衡が達成される時の実質金利水準がマイナスの状態を示

第5図 東証一部 TOP 50銘柄を除く時価総額と長期債利回り (%)



注1)：推計式は以下の通り

$$\text{円債最長期物利回り} = -0.83 + 0.034 \cdot \text{ドルベース TOPIX Index (除く TOP 50銘柄)} \\ + 1.16 \cdot \text{CD 3 ヶ月物} \quad (-21.4) \quad (62.8) \\ (42.0)$$

自由度修正済 $R^2=0.81$ S.E.=0.28 推計期間：96年1月4日～2002年3月1日 ()
内は t 値

2)：TOPIX 除く TOP 50銘柄：99年 IT バブル時の株式時価総額によるパフォーマンスの
TOP 50銘柄を除く時価総額 (96年1月4日=100とする指数)

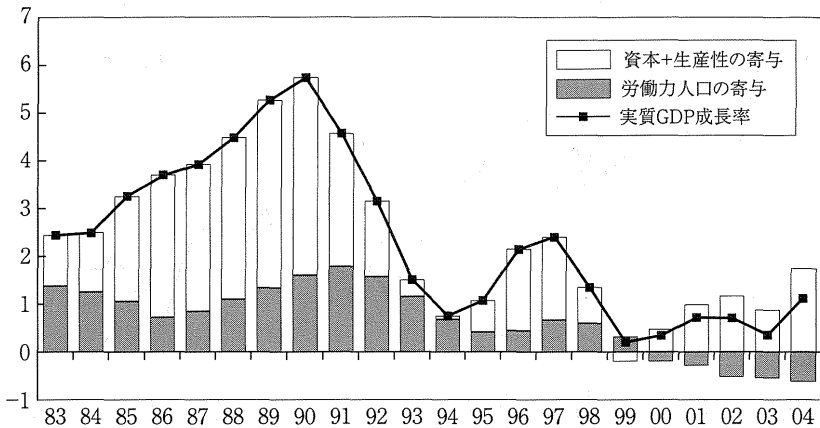
出所：東証，日銀，日経 NEEDS より筆者作成。

す。日本経済の均衡実質金利を推計した実証研究は皆無のようなのだが，齊藤⁶⁾は，仮にそれがマイナスとすると，その背後には技術革新の停滞という深刻な事態が日本で進行していることになるとして，クルーグマン説に懐疑的である。

実際，2001年～03年の一連の危機を経て，日本経済はプラスの実質長期金利の下でも潜在成長率と目される1%を超える成長ペースを保っている。経済成長における労働力人口の寄与は99年以降マイナスとなったが，資本投入及び全要素生産性の寄与はそれを補って余りある（第6図），すなわち，労働投入減少を上回るペースの資本の投入と技術進歩が続いており，日本経済は曲がりなりにも成長している。それゆえ，均衡実質金利がマイナスとの仮定はやはり悲

6) 齊藤 [2002]。

第6図 実質 GDP における労働力人口、資本+生産性の寄与(%)



注：暦年ベース。3年移動平均。

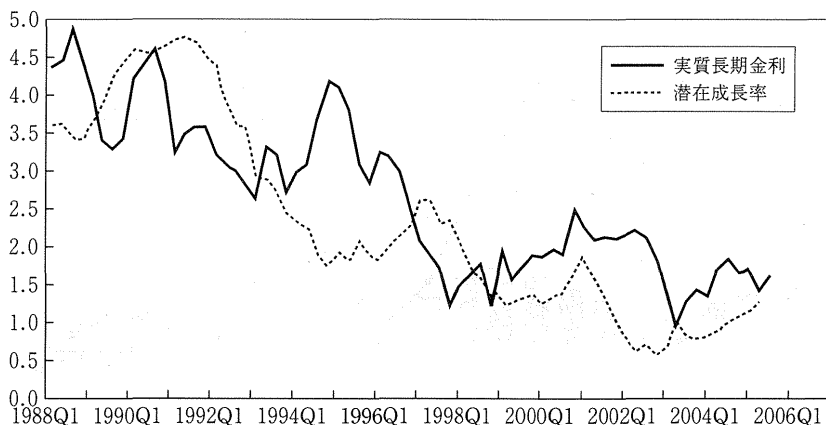
出所：内閣府『国民経済計算』等より筆者作成。

観的過ぎるように思われる。

実務家の観点から重要なのは、実質金利の長期トレンドから将来の金利水準の軌跡をイメージすることである。そこで国内債市場が整備され、長期金利水準が概ね市場メカニズムで決定されるようになった88年以降の20年弱について、コア CPI インフレ率でデフレートした実質10年物金利の動向を観察すると(第7図)、同利回りは88年の約5%をピークに趨勢的な低下傾向にあり、直近2005年8月は1.5%程度となっている。一般に、実質金利水準は潜在成長力により決定され、中央銀行は操作不可能の変数とされる。これを直感的に検証するため、筆者が推計した日本の潜在成長率と実質長期金利を重ね合わせてみると、両者の長期トレンドは緩やかな下向きで概ね一致している。金融政策や株価等の変数が介在することで、1~2年程度の短期では両者が乖離する局面もあるが、過去20年弱の実質金利の趨勢的低下は日本の潜在成長力の低下と歩調を合わせていると考えて差し支えなからう。

上記仮説を前提とすれば、人口減少社会においては、潜在成長率を押し上げる資本ストックの大規模な投入や大幅な技術進歩がない限り、実質金利にさほ

第7図 潜在成長率と実質長期金利の推移(%)



注1)：実質金利は消費者物価指数コア（前年比）でデフレート，消費者物価指数コアは消費税要因を控除後のベース。

2)：潜在 GDP は平均的な稼働率を以下の推計式に投入して得られた実質 GDP として算出。技術進歩率はタイム・トレンドに従い一定の増加率と仮定。

$$\ln(\text{実質 GDP} / (\text{就業者数} \times \text{労働時間})) = -6.41 + 0.513 \cdot \ln((\text{資本ストック} \times \text{稼働率}) / (\text{就業者数} \times \text{労働時間})) + 0.0005 \times \text{タイム・トレンド}$$

自由度修正済 $R^2 = 0.987$ 推計期間：1980年1-3月期～2004年10-12月期

出所：内閣府，経済産業省，厚生労働省，総務省，日銀資料より筆者作成。

ど上昇余地は生じない。問題は古典的債務危機が生じれば，インフレや財政赤字のプレミアムが上乗せされることである。ただし，以下に述べる強固な危機先送りのメカニズムにより，日本でその種の危機は表面化しにくい。

III 日本経済の危機先送りの潜在力

1 借入は返済不要の資金？

古くは鎌倉・室町時代の徳政令，江戸時代の棄捐令，近代では第二次世界大戦直後の預金封鎖・新円切り替えに見られるように，日本ではかつて為政者が債務の踏み倒しを正当化する伝統があった⁷⁾。中世・近世にこの種の反社会通

7) 預金封鎖・新円切り替えは進駐軍（GHQ）による政府の債務免除（日銀券の無償償却）だが，戦後のハイパーインフレ克服や農地改革と併せた国富の再配分という社会改革の側面を持つ。ノ

念的立法が頻繁に行われ、かつ当時の社会が比較的スムーズにそれを受け容れたことは現代人の理解を超える。一説によれば、元来日本には神・仏・人それぞれの所有区分が存在し、一旦他の区分に所有権が移動したものを本来の区分に戻すことを当然とみなす社会通念があったとされる。したがって、武士のものを武士に返すという徳政令は当時の社会通念上、違和感がなかったようだ。実際、幕府だけでなく朝廷も、本来、神仏のものである社寺領が人手に渡った際は、その回復を目指ししばしば徳政令を行った。これらは、財力はあるが地位は高い商人等の被支配層から幕府、朝廷、寺社等支配層への「寄進」の意味合いがあったと推測される。また、江戸時代後期には、地方政府（藩）の財政再建のため、いわゆる大名貸しのリスクが頻発した。これは階級制度を悪用した踏み倒しであり、背景となる思想は中世の徳政令とは異なる。ただし、借金を返済しないで済ませることを許容する文化があったという点で、これらは数年前まで行われていた銀行融資のエクイティ化に通じるものがある。

2 定常状態は長期間持続可能

産業再生機構等の私的整理による債務免除や民事再生法による破綻処理を現代の徳政令と揶揄する論調には共感できる部分がある。しかし、現代の徳政令は金融セーフティネットの進化した一形態としての企業セーフティネット構築を目指すもので、その究極の目的は金融機関の自己資本の一部を活用（供出）した雇用対策及びシステミック・リスクの排除にある。その点、この種の私的整理は単なる踏み倒しというよりは、より大きな枠組みで捉える必要があろう。

一方、財政はやがて破綻し、最終的には預金封鎖と新円切り替えのような半ば強制的な債務免除で解決されるとの意見も聞かれる。しかし、徴税権と通貨発行権を持つ国家が、自国通貨建債務をデフォルトすることは理論上あり得ない。また、資本市場が極度に発達した今日、日本のような経済大国のデフォル

＼その点、これは単純な踏み倒しとはいき切れない。これに対し、徳政令・棄捐令は支配階級である武士（御家人）の債務免除にはかならなかった。

トは非現実的である。重要なのは、こうした市場のダイナミズムを奪う社会的セーフティネットの持続性である。突き詰めれば、それは目先のフローの収支が持続可能かという問題に帰着する。すなわち、ストックとしての債務は過剰で既に破綻（すなわち債務の割引現在価値が無限大に発散）していようと、フローの負債に対する資金繰りさえつくなれば、債務の返済可能性を議論するのは意味がない。その点、中世～近世の武士は貨幣経済化の波に取り残され、日々のやり繰りさえ事欠いたために債務危機が表面化し、為政者が強権的債務免除という形で事態収拾を図った。しかし、現在は、幸か不幸か民間企業部門の貯蓄余剰が政府部門の赤字をファイナンスするマクロ・バランスは強固で、債務危機は容易に表面化しそうにない。

すなわち、財政はストック面では債務残高の累増がみられるが、フローの赤字拡大ベースは巧妙にコントロールされている。背景には、① 債務の返済条件が緩いこと、② 利払費のペイダウン効果⁸⁾が効いていることが挙げられる。

①を直観的に説明すれば、債務残高累増のペースに比べ公債費比率（公債依存度）は比較的安定的である。これは、国債の最終償還ルールを緩めに運営している（発行残高の1/60を国債整理基金に繰り入れる、すなわち60年後に最終償還するまで借換債で債務をロールオーバーし続けて構わない）ことに因る。

②については、例えばバブル最盛期の89年度末時点の国債の加重平均クーポンレートは6.16%であった。2004年度末に同レートは1.54%と丁度1/4になっている。この間、普通国債残高は160.9兆円（89年度末）→538.4兆円（2005年度末見込）と3倍超に膨れ上がった。しかし、利払費（当初予算ベース）は11.1兆円（89年度末）→8.9兆円（2005年度）と逆に減少する見込みである。長期金利低位安定の背景はデフレ、金融政策、金融機関のリスク回避的投資行動等多岐にわたるが、金利の安定が利払費減少を通じて、政府債務のファンディングの持続性を自己実現的にサポートする側面がある⁹⁾。ここに日本経済

8) 過去に発行されたクーポン金利の高い国債が償還され表面利率の低い国債に置き換わること。

9) 土井 [1998] は政府債務の持続可能性を地方債務を対象を広げて実証分析を行った結果、政ノ

における危機先送りの潜在力が見られる。仮に不測の事態から財政赤字が拡大し、民間貯蓄投資差額で不足を埋めきれなくなれば、日銀が輪番オペという形で政府のファイナンスを最終的につけることができるため、叙上の均衡は長期にわたり維持されよう。筆者はこうした「神の手」不在の状態が5～10年の長きにわたり持続してしまうのではないかという漠然とした感触を持っている¹⁰⁾。

3 あらゆるリスクは中央政府部門に統合

足許は、市場リスクや信用リスク等あらゆるリスクが中央政府に移転される過渡期にある。例えば、代行返上や輪番オペは運用リスク・金利リスクの民間部門から広義政府部門への移転であり、地方債の共同発行は信用リスクの地方から中央政府への移転である。産業再生機構や整理回収機構の業務は不良債権の準政府機関への移転だが、これも信用リスクの広義政府部門への移転に含められる。移転の前後で官民計のリスク量は不変だが、最終的な帳尻は将来的に中央政府に集中する。要は、バブル後15年かけて民間の不良債権問題には概ね目途がついたものの、不良債権の保有主体が入れ替わったに過ぎない。したがって、叙上のパッチワークが機能するかどうかは、偏に中央政府の財政赤字ファンディングの持続性に依存する。

ただし、前述のようにファイナンスに特段支障を来たさない限り、政府はあたかもメインバンクの庇護を受けた過剰債務企業のように自らの過剰債務問題

、府債務は持続可能との結論を得ている。理由として、① 近年の政府債務残高の累増が、歳出構造において公債費比率を高めるものとはなっていないこと、② 低金利が公債費比率の推移に影響を与えたこと、を挙げている。

10) 仮に貯蓄投資差額が財政赤字に反応して事後的に増幅するならば、赤字ファンディングの持続性を懸念する必要はなくなる。貯蓄投資差額と財政赤字の事後的な変化が1:1の対応関係にあれば、債務は自動的に貯蓄増加で賄われることから国債残高累増は杞憂となる。上記は「中立命題」(Ricardian Equivalence Theorem)として知られる。たとえば、家計が十分に合理的かつフォワード・ルッキングであれば、家計は政府の財政刺激策を将来の増税要因と考える。したがって、財政刺激策は民間貯蓄を誘発し、消費はその分減退し、景気刺激効果は中和され、財政赤字の増分は民間貯蓄の増分により事後的にファイナンスされる。日本経済において中立命題が真にワークしているかどうかは議論が分かれる。ただし、いくつかの実証研究では条件付ながら中立命題的な状況が成立していると看做して差し支えないようである。

を先送りし続けることができる。実際、国内貯蓄投資バランスが貯蓄超過である限り、政府はファンディングに支障を来たさない。足許は高齢化等で家計貯蓄率が低下していることから、こうしたファイナンスの持続性を危惧する向きはあるが、企業のB/S調整（負債の圧縮）がマクロの貯蓄超過を支えていることは広く知られる。財政が真に規律を取り戻すには、メインバンクの強い庇護が外れた小売大手のように、資金の供給主体に、先送りを許さない強いインセンティブが必要である。この場合の供給主体とは、経常黒字国においては企業及び家計部門（国内投資家）であり、経常赤字国においては海外部門（海外投資家）である。足許リスク・プレミアムが表面化しないのは、国内投資家が諸般の事情からリスクに寛容であるためだ。言い換えれば、国内投資家は未だにそうしたインセンティブを見出しにくい状況下に置かれている。

4 貯蓄投資バランスは失衡するか？

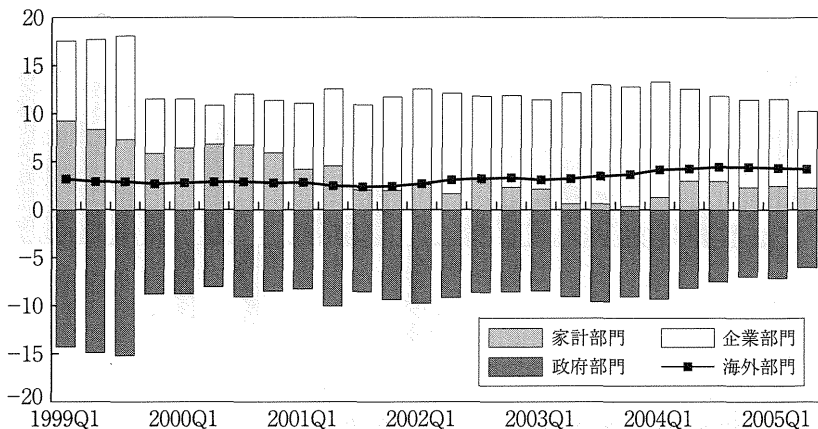
よく知られるように、財政赤字の低コストでのファンディングを可能にしているのは潤沢な国内貯蓄投資差額の恩恵による（①式）。

$$\text{純輸出} = (\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) + \text{財政収支} \quad \cdots \cdots \text{①}$$

すなわち、財政赤字を民間貯蓄投資差額で補ってなお余りある民間貯蓄が国内にとどまり、かつ国内にとどまった資金が相応のリスク・プレミアムを要求しない（できない）特異な構造ゆえに、政府は低コストの資金調達が可能である。また、ファンディングが国内で完結しているかどうかのメルクマールが経常収支である。日本経済は名目GDP比3.7%（2004年度）の潤沢な経常黒字を抱える。これは、民間貯蓄に比べ、政府・民間の消費及び投資が過小であることを示す。言い換えれば、財政刺激策なかりせば貯蓄投資差額は一段と拡大し、日本は更に経常黒字を溜め込んでいる筈である。

一方、民間部門の貯蓄投資差額にフォーカスすると、景気が踊り場を脱した05年初以降も家計部門の余剰の割に企業部門の余剰が大きい状況は続いている

第8図 部門別貯蓄投資差額（資金過不足）の推移（4四半期移動平均、兆円）

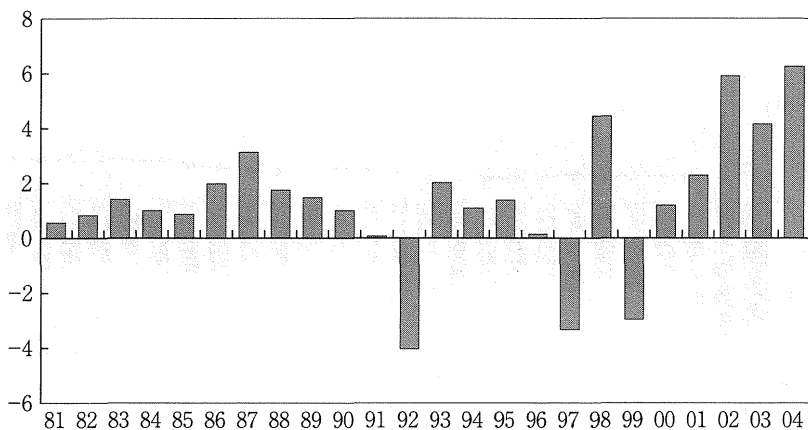


出所：日銀『資金循環統計』より筆者作成。

(第8図)。企業部門（非金融法人企業＋金融機関）の貯蓄投資差額は、負債圧縮によるバランスシート・リストラの進展に呼応して98年を境に資金余剰に転じ、今や財政赤字ファイナンスの主軸を担う存在となっている。同部門の貯蓄投資差額が貯蓄超過であることの意味は、企業が外部調達を増やす形で投資行動を取らず、既存資本ストックの減価償却とそこから上がる収益の範囲内で投資にまわしている状態を意味する。実際、財務省法人企業統計によれば、非金融法人企業の設備投資約40兆円に対し、減価償却は43.6兆円（2004年度）となっている。

先行きは、家計は所得低迷下でも消費の慣性から貯蓄切り詰めにより消費水準を維持しよう。したがって、同部門の余剰について大幅な再拡大は期待できない。その点、政府のファンディングの持続性の鍵を握るのは企業部門の貯蓄投資差額である。同部門の余剰が維持され、かつ財政悪化のベースが現状程度にとどまるならば、足許の奇妙な均衡は持続し得る。無論、負債の返済が一巡し、余剰幅が縮小すれば、現在の均衡を維持することは困難となる可能性がある。しかし、企業が外部調達により設備投資を増やす局面では税収が増加し、

第9図 税収弾性値の推移（税制改正要因調整後）



注：税収の伸び（税制改正要因調整後，％）／名目成長率の伸び（％）

出所：財務省資料より筆者作成。

財政赤字が縮小するため、貯蓄投資バランスは事後的には均衡すると考えられる。実際、景気回復により税収弾性値は足許急回復し、目先は法人税中心に名目成長率の約6倍のペース（税制改正要因調整後）で税収の伸びが期待できる状況にある（第9図）。

以上の考察から、幸か不幸か、日本は財政破綻懸念の下でも古典的債務危機に見舞われそうにない。我々は倫理を超えた現実を直視する必要がある。

参考文献

- 齊藤 誠 [2002] 『先を見よ、今を生きよ——市場と政策の経済学』日本評論社。
 土井丈朗 [1998] 「国債と地方債の持続可能性——地方財政対策の政治経済学——」
 『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所、第47号。
 笠松宏至 [1983] 『徳政令』岩波新書。