

アベノミクスと国債相場

中 島 將 隆

一、アベノミクスの光と影

(1) 円高是正とデフレ脱却の期待

皆さん、今日は。ご紹介いただきました中島です。専門家の皆さんの前で報告する機会を与えられ、大変光栄に思います。皆さんの前で報告するのは今回が三回目ですが、今日はアベノミクスが日本の金融市場や証券市場、とりわけ日本の国債市場に如何なる影響を与えるか、この問題について考えてみたいと思います。

安倍政権が発足しましてから百日余り、この僅かの間に証券市場、金融市場に非常に大きな変化が生じています。長らくの間、多くの日本人はデフレと円高に苦しんできました。暗い話ばかりでしたが、安倍政権の成立とともにデフレ脱却の期待が高まり、明るい話題が出てきました。

安倍政権の経済政策は、「アベノミクス」と呼ばれていますが、アベノミクスの最大の課題は「円高是正とデフレ脱却」です。安倍首相は、歴代首相と異なり、リフレ派の学説で理論武装しています。リフレ派の理論に基づいて「円高是正と

図表1 アベノミクスと円高是正・株価の好調

		1ドル	日経平均株価
2012年11月16日	野田前首相 衆議院解散	81円12銭	9024円
2012年12月26日	安倍政権発足	86円35銭	1万230円
2013年3月21日	黒田日銀総裁就任	95円84銭	1万2635円
4月3日	金融政策決定会合前日	94円66銭	1万2362円
4月4日	新日銀体制による第一回金融政策決定会合	93円91銭	1万2634円
4月5日	金融政策決定会合翌日	97円94銭	1万2833円
昨日(4月11日)		100円67銭	1万3549円

デフレ脱却」のため、まず大胆な金融政策、次元を異にする強力な金融緩和政策を強く主張されました。安倍首相の何度も繰り返される強いメッセージによって、今度は以前とは違うという期待が高まり、まるで魔法の杖を使ったように大変化が生まれました。図表1は野田前首相が衆議院を解散された去年の十一月一六日から昨日まで、為替相場の推移をみたものですが、この表をみると大きな変化に驚嘆します。大胆な金融緩和という強いメッセージが市場に期待を生み、その期待が円高是正となりました。十一月一六日の為替レートは一ドル八一円でしたが、安倍政権が発足した時点で既に八六円になり、黒田日銀新総裁が就任された時点で九五円、市場の期待だけでこれほど大きな変化をもたらしました。

今月の四日には日銀新体制による金融政策決定会合が開かれ、円高是正は一段と進みました。四

月四日は一ドル九三円九一銭でしたが、金融決定会合の翌日には九七円九四銭となり、昨日はドル＝一〇〇円六七銭、この数字は日経の「外国為替クロスレート」から引用した数字です。新聞では一〇〇円に至らなかったと書いてある。どちらが正しいのかわかりませんが、日経の外国為替のクロスデータでは一〇〇円六七銭で、この間、実に二〇円の円高は正です。

円高は正が進みますと、企業の財務内容は劇的に改善され、株価は好調です。一月一六日の日経平均は九〇二四円でしたが、昨日の時点では一万三五四九円と、実に四〇〇〇円以上、株価は急上昇しています。数か月前には全く想像もできなかった変化です。

円高は正と株価の好調は、日本経済に明るい希望を与えています。証券会社の試算によりますと、「一円の円安は経常利益を一・八%押し上げ

る。一三年度の主要企業の経常利益は前年度から五割近く増える見通し」と試算されています。円高は正は輸出産業の採算好転だけでなく、外貨建て資産を円換算した時の差益が増えますし、また、円安は海外からの観光客を増やします。円高は正で潤った企業は給与の引き上げを通じて消費を刺激し、また、投資の増加は関連産業に波及します。円高は正によって輸出産業の株価は劇的に回復し、輸出産業の株高を突破口に日本の株式市場は短期間に息を吹き返したのです。

円高は正と株価の好調によってデフレ脱却の期待が高まってきました。各種のアンケートをみると、街角景気や経営者のアンケート、日銀短観、消費行動調査、いずれも明るいニュースです。

もちろん、金融緩和政策だけでは、デフレ脱却はできず、経済回復を軌道に乗せる成長政策、特に規制緩和は成長政策の一丁目一番地で、これか

らが本番です。とはいえ、大胆な金融緩和政策によつて、長らく日本を苦しめてきたデフレ脱却の期待は確実に高まりました。

(2) 財政悪化と財政規律の弛緩

明るいニュースが続いていますが、他方で、安倍政権の成立と共に財政は一段と悪化しました。昨年八月に内閣府が発表した試算によりますと、二〇一三年度の基礎的財政収支は二五・四兆円の赤字でした。ところが、二月二八日に政府が経済財政諮問会議に提出した資料では、二〇一三年度の基礎的財政収支は三三・九兆円の赤字で、財政状態は昨年よりも更に悪化しています。

悪化した原因は、昨年末に成立した安倍補正予算で緊急経済対策費として一〇兆円強が計上され、財源として六兆二九五三億円の国債が増発されたからです。これによって、二〇一五年度まで

に基礎的財政収支赤字を半分にするという国際公約の実現が極めて困難になってきました。

日本の財政は、今日、危機的状況が続いていますが、安倍政権の成立と共に財政は更に悪化しました。緊急経済対策に加えて「国土強靱化」の名の下に一〇年間で二〇〇兆円ともいわれる大規模な公共事業が予定されています。公共事業の財源、これは現在の税収入を考えてみると、建設国債発行に依存せざるをえないでしょう。

持続可能な財政制度を維持することが困難となっている今日、財政再建と財政健全化の立法措置が必要になってきました。選挙公約では、財政健全化法案の作成が必要、とされてきました。また、国会でも三月四日には、財政健全化法案を作成すると答弁されました。ところが、その数日後の三月七日の国会答弁では、今のところ財政健全化法案を作成する具体的なスケジュールはない、

と前言を後退させておられます。

日本を長らく苦しめてきたのはデフレと円高に加えて、もう一つ、将来の不安があります。これから先、年金など社会保障制度は大丈夫か、という不安です。この不安を解消するには財政再建と財政健全化法案の作成が必要ですが、アベノミクスはこの不安に全く応えていません。アベノミクスは、円高是正とデフレ脱却の期待を高める光の部分、財政悪化と財政規律の弛緩という影の部分、この二つの側面があると思います。

(3) アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか

アベノミクスの二つの側面は、日本の国債相場にどのような影響を与えるでしょうか。

安倍政権が発足してから日を置かず、また、具体的な政策が出ていない段階で、この問題を論じ

るということは無茶な冒険です。しかし、アベノミクスの持つ大きな影響力を考えると、これを前もって考えておくことは重要な研究課題だと思います。

アベノミクスが国債相場にどのような影響を与えるか、この問題を考える場合、二つの側面から考える必要がある。まず、これまで何故日本の国債相場は安定してきたか、その条件を分析する。その上で、アベノミクスは従来の条件をどのように変更するか、この視点で考えてみる必要があると思います。

二、国債相場はなぜ安定しているか

(1) 日本の財政は危機的状況

これまで日本の国債相場は安定してきました

が、よく考えてみると、これは非常に不思議なことだと思います。平成二四年度的一般会計の当初予算を見ますと、収入の半分が国債で調達されている。こうした状態が長らくの間、続いているのです。収入の半分以上を借金で賄うというのは、もう普通の状態ではない、危機的状況だと思います。

図表2は、こうした日本の財政を国際比較したものです。財政収支の対GDPは、リーマンショック後、米国や英国の方が最悪でしたが、その後再び日本が最悪となりました。債務残高の対GDP比は先進各国の約二倍、と世界最悪です。また、南欧諸国と比較しても、日本の財政状態はるかに悪い。このように日本の財政は世界最悪なのに、これまで日本の国債相場は、驚くべきことにドイツ国債やアメリカ国債と並んで世界で一番安定してきました。

(2) なぜ日本の国債相場は安定しているか

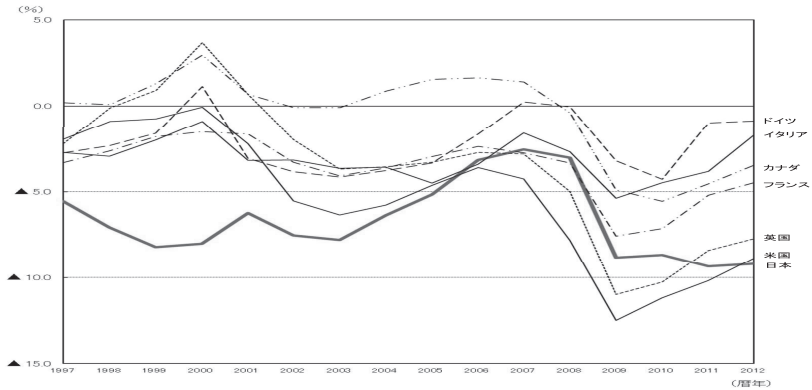
財政が危機的状況にありながら、なぜ日本の国債相場は安定しているのか、この点については様々の説があつて、一番有力な説は家計部門の純金融資産説です。家計部門の純金融資産は、政府債務残高を上回っている、逃げ足の速い外国資金に依存する必要がある、国内の貯蓄資金によって国債が消化されているから国債相場は安定している、という考え方です。

具体的に数字を拾って見てみますと、平成二四年一二月末現在の政府債務残高は一〇四二兆円です。一方、日銀資金循環統計で見る家計部門の純金融資産は一一五兆円ですから、純金融資産のほうが政府債務残高を上回っているわけです。その資金は機関投資家、銀行に集中し、銀行等々はその資金を国債投資に向けている。その結果、日本の国債の保有構造は、国内の金融機関中心の保

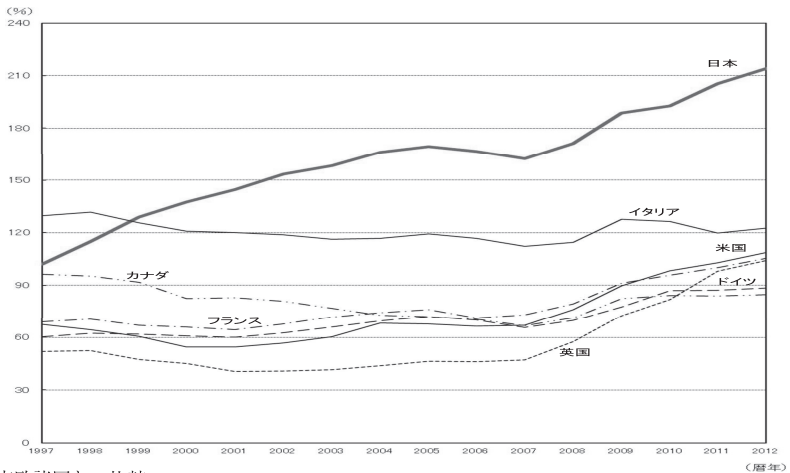
アベノミクスと国債相場

図表2 日本財政の国際比較(対 GDP 比)

(1) 財政収支の国際比較



(2) 債務残高の国際比較



(3) 南欧諸国との比較

	2008	2009	2010	2011	2012
ギリシャ	118.7	134.0	149.6	170.0	168.0
アイルランド	49.5	71.1	98.4	114.1	121.6
イタリア	114.6	127.7	126.5	119.7	122.7
ポルトガル	80.7	92.9	103.2	117.6	124.3
スペイン	47.7	62.9	67.1	75.3	87.9
(参考) 日本	171.2	188.8	192.7	205.5	214.1

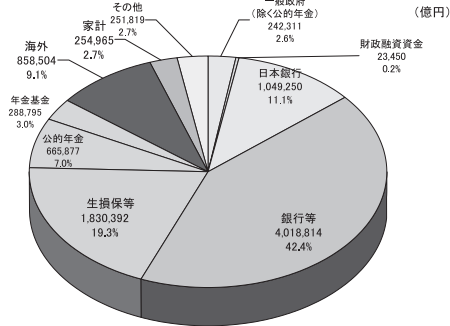
[出所] 財務省「日本の財政関係資料」(平成24年9月)

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_2409.pdf

図表3 国債の保有構造

国債及び国庫短期証券（T-Bill）の所有者別内訳

（平成24年9月末（速報））



注1:「国債」は財投債を含む。

注2:「銀行等」にはゆうちょ銀行、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。

注3:「生損保等」はかんぽ生命を含む。

出所: 日本銀行

〔出所〕 財務省「日本国債ニュースレター」2013年1月号

有構造になっています。図表3は、直近の国債保有構造をみたものですが、銀行・生損保・年金の国債保有比率は六四・三％、日銀・公的年金など公的機関保有が二〇・六％、海外資金は近年増加しているとはいえ九・一％で、国債は国内資金によって消化されています。

遊休資金で国債が消化されているから国債相場は安定している、との説明は説得的です。しかし、この説明では、なぜ遊休資金が国債投資に向かうのか、その説明が欠如しています。金融機関は愛国心で国債投資をするわけではありません。資金の投資対象として国債に投資します。なぜ金融機関が国債に投資するか、それは国債に投資すれば大丈夫だという信頼があるからです。国債に対する信頼が維持されている限り、資金は国債投資に向かい、国債相場は安定します。国債に対する最大の市場の信頼こそ、国債相場が安定している最大

の要因と思います。

三、国債に対する「市場の信頼」 は何に基づくか

(1) 国債相場の安定を示す定量的指標は存在しない

それでは、国債に対する市場の信頼は何に基づくのでしょうか。国債相場安定の定量的指標はあるのでしょうか。例えば、この一線を越えれば国債相場は不安定になる、財政危機が顕在化する、という量的指標はあるのだろうか。

財政赤字の対GDP比、政府債務残高の対GDP比、この指標はいずれも政府債務の大きさを示すものであり、財政状態に危険信号を発するものではあっても、財政危機が顕在化する指標ではない。もし、そうであれば、日本は南欧諸国より遥

かに悪い状態ですから、日本国債は暴落したはずですが。ところが、日本の国債は暴落どころか、世界で一番安定しています。

国債の格付けについてはどうでしょうか。日本やアメリカの国債は、だいぶ前のことですが、引下げられました。ところが、日本やアメリカの国債は格付けが引き下げられたにもかかわらず、国債相場は安定しています。

最近では、カーメン・ラインハートとケネス・ロゴフの共著『国家は破綻する』（日経BP社）の指摘が大きな話題になっています。この本は政府の債務危機について六六カ国の八〇〇年にわたるデータを使って体系的、定量的な分析を行ったもので、文字通り、洛陽の紙価を高からしめた名著です。このデータに基づいて各国の研究者は、政府債務危機の定量的分析ができないか、研究を重ねています。この本で著者は「政府債務残高が

国内総生産の九〇%を超す国は成長が低迷する」と指摘しました。この指摘で、財政危機の定量的分析が可能になるのでは、と期待を寄せていました。ところが、最近になって、マサチューセッツ大学の院生、ハードン氏が批判論文を発表して、過去の数値の誤入力などで結論がゆがんだ、と批判しました。この批判は大きな反響を呼び、クルーグマンは「情報化時代の計算ミスは災害をもたらす」とコメントしています。財政危機の定量分析を期待していた人々を大いに落胆させました。今日までのところ、国債に対する市場の信認を示す定量的指標はありません。どの一線を越えれば国債相場は下落するか、これを示す定量的指標は存在しないのです。

(2) 担税力に対する信頼

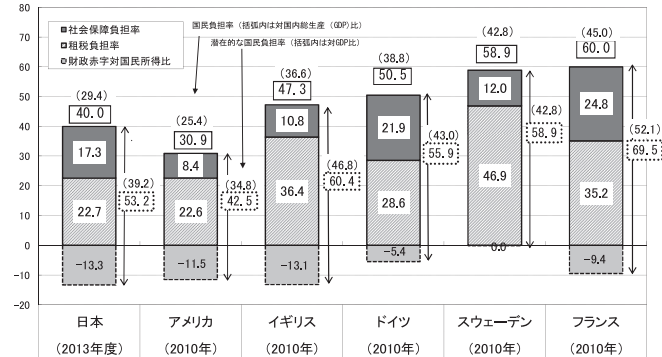
ですが、国債相場の安定を示す定量的指標は無

くとも、国債に対する信頼の根拠は厳然と存在しています。アメリカの場合、双子の赤字が続いても、基軸通貨ドルの地位が維持されている限り、アメリカ国債に対する信頼は維持されるでしょう。日本の場合、国債に対する市場の信頼は、二つの点にあると思います。一つは、担税力であり、もう一つは財政再建に対する信頼、すなわち、危機管理能力に対する信頼、この二つに基礎があると思います。

まず、担税力に対する信頼ですが、国債は政府の借金です。政府と言えども担保がなければ借金できません。国債は将来の租税収入によって担保されています。国債は租税によって担保されていますから、担税力こそが債務返済能力を示すものと言えます。それでは、担税力はどのように推定できるかという問題ですが、これは数量的に把握することがなかなか難しい。難しいけれども、こ

図表 4 国民負担率の国際比較

〔国民負担率＝租税負担率＋社会保障負担率〕〔潜在的な国民負担率＝国民負担率＋財政赤字対国民所得比〕
(国民所得比：％)



(注) 1. 日本は2013年度（平成25年度）見直し。諸外国は2010年実績。
2. 財政赤字の国民所得比は、日本及びアメリカについては一般政府から社会保障基金を除いたベース、その他の国は一般政府ベースである。
【諸外国出典】“National Accounts”(OECD)、“Revenue Statistics”(OECD)等

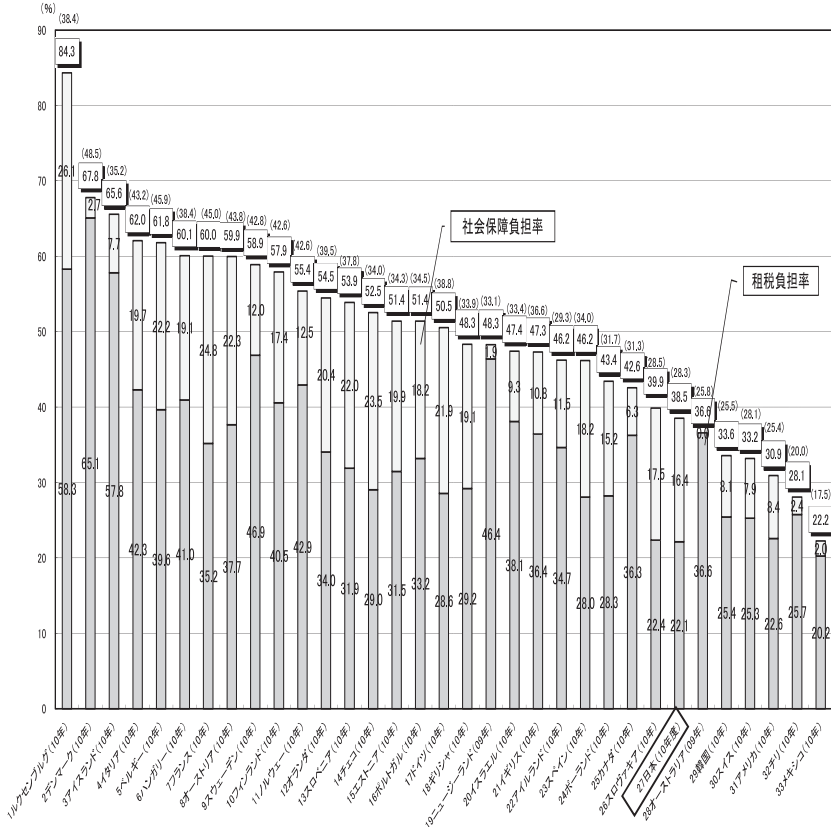
〔出所〕 財務省「わが国の財政状況」

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201303/sy2503p.pdf

これまでの課税の推移や社会保障の国民負担率、また、それを諸外国と比較することによってある程度推定することが可能です。

まず、国際比較で見ると日本の国民負担率は極めて低い。国民負担率とは、租税負担率と社会保障負担率の合計で、図表4でみる先進国の国民負担率は、イギリスが四七・三％、ドイツ五〇％、スウェーデン五八・九％、フランス六〇％。日本は四〇％で一番低い。アメリカは社会保障制度が不備ですから論外です。図表5はOECD加盟三十三カ国の国民負担率を比較したのですが、日本は下から数えて七番目の負担率最低のグループに入っている。日本の財政危機を招いている最大の要因は社会保障給付費の拡大です。高齢化によって社会保障給付費は毎年数千兆円ずつ増加しているのに、少子化によって社会保険料収入は減少し、その差額を財政で負担している。このため、不足

図表5 国民負担率（対国民所得比）の国際比較（OECD加盟33カ国）

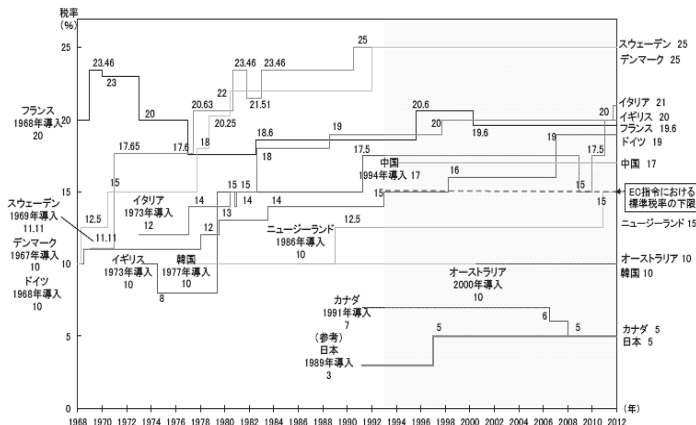


(注1) OECD加盟国34カ国中33カ国の実績値。残る1カ国(トルコ)については、国民所得の計数が取れず、国民負担率(対国民所得比)が算出不能であるため掲載していない。
 (注2) 括弧内の数字は、対GDP比の国民負担率。
 (出典) 日本：内閣府「国民経済計算」等 諸外国：National Accounts (OECD) Revenue Statistics 1965-2011 (OECD)

[出所] 財務省「わが国の財政状況」

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201303/sy2503o.pdf

図表6 諸外国における付加価値税の標準税率の推移



(注) EUにおいては、1992年のEC指令の改正により、1993年以降付加価値税の標準税率を15%以上とすることが決められている。

〔出所〕 財務省「わが国税制の概要」(2012年1月末現在)

http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/consumption/103.htm

する財源を国債発行によって調達しているのが現状です。従って、日本の場合、国債発行に依存することなく、国民負担率を引上げる余地がある、ということになります。

次に、日本の消費税率は世界で一番低いという点です。外国では消費税を付加価値税といいます。図表6で諸外国の消費税の税率の推移をみると、消費税の導入は日本が一番遅いだけでなく、消費税率も日本が一番低い。EUにおいては、一九九二年のEC指令で消費税率は一五%以上と定められ、EU諸国はほぼ二〇%以上となっていますが、日本の消費税率は現在のところ五%と世界最低の水準です。ということは、日本の場合、消費税率を大幅に引き上げる余地があることを示しています。

さらに、平成以降、大幅な減税政策が行われました。一つは、所得税や財産税などの累進税率の

フラット化で、いわゆる金持ち優遇の減税が行われました。さらに、平成七年、八年、一〇年には特別減税と恒久減税が実施されました。特別減税はその年度限りの減税、恒久的減税は長期に亘る減税です。

このように累進税率のフラット化や特別減税・恒久的減税など相次いで減税政策が実施されたということ、消費税率が世界で一番低いということ、国民負担率が一番低い部類に入るということ、こうした事実行き過ぎた減税政策を修正する余地があること、消費税率を引上げる余地があること、国民負担率を引上げる余地があること、すなわち、必要となれば税収入を拡大する余地が十分に残されていることを示すものです。日本の国債相場が安定しているのは、担税力があること、国債償還能力には不安がないこと、この点が国債に対する信頼の根拠になっていると思います。

(3) 財政再建に対する市場の信頼

もう一つの根拠は、財政再建に対する市場の信頼です。いよいよとなれば、日本政府は危機に対応する管理能力があるという信頼です。幸いなことに日本では政治空白は無く、政権不安定という問題はあっても政治システムは安定しています。また、徴税能力も納税者意識も高い。もちろん、累進税率のフラットや「クロヨン」と呼ばれる所得に対する課税の不公平、社会保障負担の世代間の不公平という問題もあります。しかし、脱税を美德とする風土はない。税金はキチンと納めるべきもの、と一般国民は考えています。政治システムが安定し、徴税能力と納税者意識が高いということとは、いよいよとなれば危機に対処する能力があることを示すものだと思います。これを具体的に示したものが、前政権の野田内閣による消費税率の引上げだったと思います。

繰り返しになりますが、今日の財政危機を招いている最大の原因は、少子高齢化による社会保障費の膨張です。野田前首相は社会保障と税の一体改革を訴えて、消費税率を引上げ、増税分を社会保障関係費に充当する目的税化を主張されました。そして、野田前首相は「消費税引き上げに政治生命をかける」と何度も繰り返し主張されました。

この野田前首相の危機感を国民は共有しました。将来の社会保障制度は大丈夫なのか、日本の財政制度は大丈夫なのか、この問題がお茶の間の話題になり、国民は強い危機感を持っています。野田首相の危機感を国民が共有した結果、消費税の是非を問う世論調査では、消費税引き上げに賛成という驚くべき結果が出ました。

世論調査の結果を紹介しますと、消費税率引上げの過程で、平成二四年五月二五日から二七日ま

での間、日本経済新聞とテレビ東京は世論調査をしました。調査の結果、消費増税案に賛成が五七%と、反対を上回ったのです。これまで、歴代内閣は消費税引上げをタブー視してきました。消費税引き上げを提案すると、世論の袋叩きにあったからです。デフレで苦しんでいる時点で増税に賛成とは、まさに危機管理能力の高さを示すものです。

消費税引き上げの問題については、成立直前になって迷走しました。野党と与党の意見調整がでなかつたり、与党内で反対意見が続出して、これはもうだめなのかと思った瞬間があります。そのとき国債市場の反応をみますと、改革法が迷走した時点で国債相場は一挙に下落しました。

しかし、改革法が成立した時点で国債の相場はもとに戻って安定しました。このように、危機管理能力の信頼が国債相場を支えている二つ目の条件

だと私は思います。

四、アベノミクスは国債に対する 市場の信頼を強固にするか

(1) アベノミクスの最大の課題

さて、アベノミクスが国債市場、国債相場にどのような影響を与えるか、この問題は今述べた二つの視点から考えていく必要があると思います。

アベノミクスの最大の特徴はリフレ派の理論によって完全武装している点です。歴代首相の中で、これほど明確な理論武装をして登場してきた首相は他に例をみないのではないかと。リフレ派のリーダーで安倍政権の内閣官房参与でもあるイエール大学名誉教授の浜田宏一先生は、リフレ政策について次のように説明しておられます。

「リフレ政策とは、デフレ脱却のためにゆるや

かで安定的なインフレ率を目指すことによって、雇用と生産を回復させ、安定化する政策である。

そのためには、政策レジームの適切な変更が必要である。政策レジームの変更とは、日銀法を改正する、あるいはインフレ目標政策を導入する（もしくはその両方）等によって、将来のインフレ率を安定させることである（浜田他『リフレが日本経済を復活させる』中央経済社 九―一〇頁）。

安倍首相はリフレ派の主張する「政策レジームの変更」を経済政策の中心に据え、「大胆な金融政策」の推進を気迫をこめて主張しました。デフレこそ「失われた二〇年」の最大の原因だ、円高こそ国際競争力を喪失させ、日本の産業を空洞化させた根本原因だ、そして、くすぶっている「良い円高論」とか「デフレ是認論」を断固拒否です。デフレ脱却のために、日銀は物価安定の数値目標を導入せよ、デフレ脱却ができないのは日銀

図表 7 各国中央銀行の物価目標に関する数値表現

国 名	名 称	指 標	数 値	設定 主体	期 間
日 本	物価安定 のめど	消費 者 物 価	1%（中長 期的には2 %以下のプ ラス領域）	中 銀	当 面
米 国	長価の物 価目標 （ゴール）	個人消費 デフレー ター	2 %	中銀	長期
英 国	ターゲット	消費 者 物 価	2 %	政府	妥当な 期間内 （中期）
カナダ	ターゲット	消費 者 物 価	2 %	政府と 中 銀	一般に18 ～24カ月
ニュージ ーランド	ターゲット	消費 者 物 価	2 % 近傍	政府と中銀	中 期

〔出所〕 日本経済新聞 2013年1月9日

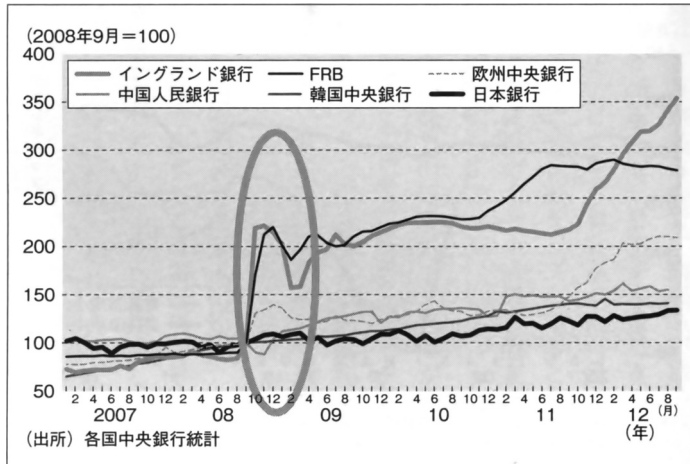
の金融政策の無策に原因がある、各国中央銀行は物価数値目標を二％に設定しているのではないかと・・・。

図表7は、本年一月九日時点での各国中央銀行の物価目標に関する数値表現を見たものです。物価目標を数値化し、その上で、目標数値を二％としています。これに対して日本銀行は、目標ではなく「めど」という表現にとどまり、数値も一％と諸外国の半分です。これに対して安倍首相は、物価数値目標を二％とすること、円高は正のため従来の枠組みにとられない大胆な金融緩和政策を採用せよ、と要求しました。円高はリーマンショック後の日銀金融政策の無策に起因している、リーマンショック後、諸外国は金融緩和政策を大幅に進めた、それに対して日本は不十分ではないかという主張です。

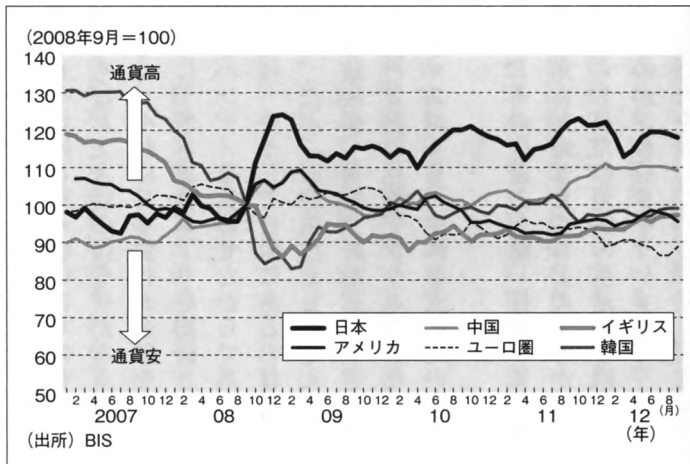
図表8は、そのことを非常にはつきり示した表

図表8 円高は日銀金融政策の帰結

(1) 世界の中央銀行のバランスシート



(2) 世界各国の実質実効為替レート



[引用] 浜田宏一『アメリカは日本経済の復興を知っている』（講談社 2013年）99頁

だと思っています。これは浜田宏一先生の著書から引用させてもらいました。この図表を見ますと、

リーマンショック後、各国の中央銀行は大幅な金融緩和政策を採用し、中央銀行は巨額の国債など有価証券を購入している。その結果、中央銀行のバランスシートはリーマンショック後、急上昇しています。日本はどうかといえば、ほぼフラット状態です。諸外国とは対照的に日銀だけは言い訳程度の金融緩和しか実施していません。その結果、実効為替レートは、諸外国はフラットなのに、日本だけが突出して円高になっている。この表は、金融緩和が為替相場にどれほど大きな影響を与えるのかということを本当によくあらわした図表で、衝撃的な表だと思っています。私は、この図表を見た時、大変なショックを受け、これまでの不明を恥じました。多くの日本国民を苦しめてきた「円高とデフレ」の原因はこの点にある、と確

信しました。安倍首相の念頭にあるのはこの事実だと思います。

(2) 「大胆な金融政策」と高まるデフレ脱却期待 「金融緩和の期待」がもたらした効果

安倍首相は、円高是正とデフレ脱却のため2%の物価目標を導入すること、従来の枠にとらわれない大胆な金融緩和政策を採用すること、この二点を日銀に強く要求し、新日銀総裁の人選はアベノミクスを実践できる人、と繰り返し主張しました。

リフレ派の理論によると、金融緩和政策の効果には二つのルートがあり、一つは、期待がもたらす効果、もう一つは、実際に政策が実行されてからの効果、この二つのルートがあるとされています。「期待の効果」はクルーグマンが一九九八年の論文で展開したもので、デフレ脱却のため中央

銀行がインフレ目標を設定すれば、インフレ期待が生まれ、デフレ脱却の道筋が開ける、という理論です。リフレ派は、金融緩和の期待の効果を重視します。安倍首相はこの理論に基づいて、従来の枠組みを超えた大胆な金融緩和を強く要求しました。その結果、今度こそ金融緩和政策は本物だ、金融緩和によって円高は修正されるだろう、という期待が生まれました。具体的な政策を実施する前に、急速に円高は正が進み、図表1でみたように、衆議院選挙の始まった昨年一月一八日から黒田新日銀体制が発足するまでの間、一ドル八一円一二銭から九五円八四銭と驚くべきスピードで円高が是正されました。同時に株価も好調で、日経平均は九〇二四円から一万二六三五円と高騰です。この記録は、「金融緩和期待の効果」として、長く歴史に記録されることでしょう。

三月二一日には、安倍首相の意を酌んだ新しい

日銀総裁が誕生しました。これまでは、金融緩和の期待だけでしたが、日銀新体制による「大胆な金融政策」が実行されることになったのです。四月四日、日銀新体制による最初の金融政策決定会合が開かれ、「次元の異なる金融政策」が発表されると、数日を経ずして円高は更に修正され、株価も高騰しました。この数日の変化も、金融政策の大転換が金融市場に如何なる変化を与えるか、これからの大きな研究課題になるだろうと思います。

「次元を異にする金融政策」の導入

新日銀体制による四月四日の第一回金融政策決定会合では、「次元を異にする金融政策」が導入されました。政策内容をみたのが図表9と図表10です。

政策内容の核心は、物価安定目標を二%とした

図表9 金融緩和政策の新機軸(2013年4月4日)

決定会合のポイント	
【量的・質的緩和導入】	・物価2%上昇を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」 ・マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に ・「量・質共に次元の違う金融緩和」を実施
【マネタリーベースを調節】	・金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更。年60兆〜70兆円が増えるよう市場調節
【資産の買い入れ拡大】	・長期国債の保有残高を年間50兆円のペースで増加させる ・長期国債の買い入れ対象を40年債を含む全ゾーン。買い入れの平均残存期間を3年弱から7年程度に ・不動産投資信託(REIT)、上場投資信託(ETF)などリスク資産を買い増し
【基金の統合】	・「資産買い入れ基金」を廃止
【銀行券ルール一時停止】	・長期国債買い入れは「財政ファイナンスではない」 ・政府の財政規律の確保を踏まえ銀行券ルールを一時停止
【市場と対話】	・市場参加者との間で金融市場調節や取引全般に関し、密接に意見交換

[出所] 日本経済新聞 2013年4月4日

図表10 金融緩和政策の目標

日銀の金融緩和 こう変わる		
	これまで	量的・質的緩和
2%の物価 上昇率目標 の達成時期	「できるだけ早期」	「2年程度」と明示
誘導目標	無担保コール 翌日物金利	マネタリーベース を2年で2倍に
国債の 買い入れ	量 13年は 20兆円増加	年間 50 兆円増加
	対象 残存期間 1〜3年	40年債まで広げ、平 均残存期間は7年に
	→ 保有額・平均残存期間は2年間で2倍以上に	
リスク資産 の買い入れ	ETF 13年は5000億円増加	年間 1 兆円増加
	J-REIT 13年は100億円増加	年間 300 億円増加

[出所] 日本経済新聞 2013年4月5日

上で達成時期を明示した点です。これまでの「できるだけ早い時期」という表現を「二年程度」と、時期を明確にした点が中心内容と思います。

この目標を達成するため、先ず第一に、金融市場調節の誘導目標を金利（無担保コール翌日物）から資金量（マネタリーベース）へ変更しました。マネタリーベースを年六〇兆円から七〇兆円増加させる。二〇一二年末のマネタリーベースは一三八兆円です。これを二〇一三年末には二〇〇兆円、二〇一四年末には二七〇兆円にするというわけです。つまり、マネタリーベースを二年で二倍にするということです。

第二に、長期国債買入れの拡大と年限の長期化です。まず、日銀の国債買入れ残高を年間五〇兆円のペースで増加するように買入れを行う点です。五〇兆円ペースで増額するには、毎月の長期国債の買入れ額は、償還分を差し引かないグロス

ベースで七兆円となります。財務省が毎月発行する長期国債は一〇兆円ですから、日銀は発行額の七割を買入れることになります。

次に、買入れ対象国債は、全ゾーンの国債となりました。従来では、基金による国債は三年未満という制限がありました。また、成長通貨供給のための国債買入については、直近発行の二銘柄を除く、という制約がありました。こうした制約を全て排除し、新発債も含めて全てのゾーンの国債を買入れるとするのが大きな特徴です。

更に、買入れ国債の平均残存期間も延長することになりました。従来の残存期間は三年弱でしたが、七年程度にする、ということです。七年程度というのは、国債発行残高の平均残存期間です。

第三に、リスク資産の買入れ拡大です。これはリスク資産のプレミアムに働きかけることを目的にしています。ETF（上場投資信託）について

は年間一兆円の増加、J-REIT（不動産投資信託）は年間三〇〇億円の増加を予定しています。

マネタリーベースを増加させる新たな手段に加えて、重要な変更が行われました。一つは、基金の統合です。これまで日銀の国債買入は「資産買入れ基金」と通常の買入れオペの二本立てで、ややこしい仕組みでした。それを一本化して、従来の仕組みを単純化しました。これで、日銀の国債買入は解りやすくなったと思います。

もう一つ、「銀行券ルール」の一時停止です。銀行券ルールは通常の国債買いオペに適用されてきたルールで、「財政ファイナンスではない」とことを明示するため、国債買いオペ額は日銀券発行額の範囲内に留める、というルールです。しかし、このルールも実際には基金の国債買入を含めると、有名無実となっていました。重要なこと

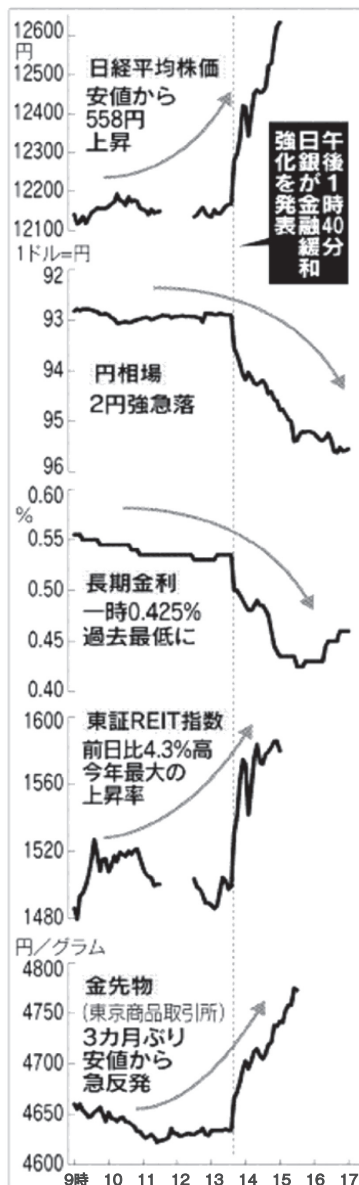
は、政府が財政規律を守る、ということです。日銀は政府を信頼して、銀行券ルールを一時停止することにしたのです。

こうした「次元を異にする金融政策」は、市場に衝撃的な影響を与えました。日本銀行が新しい金融政策を発表したのは四月四日の午後一時四十分です。その直後、市場がどのように反応したのかを見たのが図表11です。当日は、発表まで株価も横ばいでしたが、発表がされると同時に五五八円も急上昇しています。為替相場も瞬時に大幅な円安に振れ、長期金利は一時〇・四二五％にまで低下しました。「次元を異にする金融政策」は、市場の予想をはるかに上回ったので、こうした変化が生じたと思います。

高まるデフレ脱却の期待

日銀新体制による次元を異にした金融政策は非

図表11 日銀の決定に反応した市場



[出所] 日本経済新聞 2013年4月5日

常に大きな影響を与え、円高是正と株価の高騰が続いています。また、成長戦略への期待が高まり、市場にはデフレ脱却が高まり、明るい展望が開けるようになりました。日銀の短観、経営者へのアンケート調査、メガバンクの貸し出しビヘービアの変化、百貨店売り上げに見る消費行動の変化など、明るい話題ができました。また、今日の日経新聞のトップ記事では、自動車産業は円安が進んだ結果、国内で生産を拡大する、日産自動車は主力車のアメリカへの生産移管を先延ばしする、と報じています。円高是正は産業空洞化を阻止する効果を持つことの一つの表れだと思いません。もちろん、金融政策だけでは景気は回復しません。成長政策こそ本命で、今度は政府の番ということになります。

デフレ脱却下の国債相場

では、肝心のこれからのデフレ脱却下の国債相場、これについてはどうでしょうか。国債に対する信頼が失われない限り、デフレ脱却まで国債相場の下落はあり得ないと思います。まず、国債を安定的に消化する遊休資金が存在しています。次に、日本銀行は「次元を異にする金融政策」によつて発行される長期国債の七割を買入れるわけですから、国債価格が下落することは考えられない。更に、デフレ下でのインフレ期待は実質金利を低下させますから、経済活動を活発にさせて、それが税収増に結びつく。税収増は財政基盤を強化させることになります。

他方、デフレ下での名目金利の上昇は国債金利の上昇に結びつきますが、名目金利の上昇によつて既発債が暴落するとは考えられない。景気が回復していきますと物価は上昇する、物価が上昇す

ると名目金利も上昇する、国債金利が上昇して国債価格も下落して、その分、財政負担が増加していきます。しかし、国債金利上昇による利払い費負担の増加は、実質金利低下による税収入の拡大によって相殺されますから、国債に対する信頼が維持される限り、国債価格が下落しても、これが国債の大暴落につながるということはない、と思います。

問題になっている財政ファイナンスですが、デフレ脱却時に国債買い入れを継続する場合が問題です。遊休資金が消滅した時点で日銀が国債買い入れを継続すれば、財政ファイナンスとなります。しかし、今はデフレ脱却に向かって一生懸命やっている時です。これまで経験したことのない未知の領域へ入っていくわけですから、この先に多くのリスクがあると思います。リスクを恐れて何もしない、これでは何の解決にもならない。リスク

に直面すれば、その時に一生懸命考えればよいのだ、と思います。

デフレ脱却と経済成長は国債に対する市場の信頼を強固にする

このように考えてみますと、「大胆な金融政策」と「経済成長政策」による円高是正とデフレ脱却は、国債に対する市場の信頼を一段と強固にすると思います。デフレ下では財政再建を達成することとは難しい。経済成長は、財政危機、国家債務危機を解決する最良の手段です。次元を異にする金融政策、規制緩和による民間投資誘導と経済成長、これは国債相場の安定にとって光の部分だと思います。

(3) 拡張的財政政策は市場の「国債に対する信頼」を喪失する

「機動的な財政政策」の問題点

アベノミクスは「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」と三本の矢に例えられています。が、「機動的な財政政策」についてはどうでしょうか。「機動的な財政政策」として緊急経済対策と国土強靱化計画があります。

まず、緊急経済対策の内容についてです。安倍内閣の成立と共に、昨年末、一三・一兆円の大規模補正予算が組まれました。そのうち緊急経済対策として一〇・二兆円の国費が投入され、公共事業に充当するため五・二兆円の国債が追加発行されました。緊急経済対策は今年度予算にも引き継がれ、合わせて一〇兆円の建設国債発行が計画されています。緊急経済対策とは公共事業が中心で税

源を建設国債の増発に依存する拡張的な財政政策です。

次に、「国土強靱化計画」です。「国土強靱化基本法案」は既に作成され、近く国会に提出されると伝えられています。基本法案の骨子をみると、一〇年計画、総額二〇〇兆円の規模となっています。財源については毎年検討するとなっていますが、最後には建設国債の増発に依存する他不会でしょう。

東日本大震災の復興推進、トンネル崩落事故に象徴されるインフラの復旧、こうした公共事業は緊急課題です。しかし、国土強靱化の名の下に、使い道の少ない公共インフラを生まないか、この点が最大の懸念です。

拡張的な財政政策は景気回復に効果がないこと、この点についてはマンデル・フレミングのマクロモデルを持ち出すまでもありません。史上最

大の規模と言われた平成一〇年以降の「緊急経済対策」、「経済新生政策」も景気浮揚の決定打とはならず、残されたのは歴史に例を見ない政府債務残高の増大だけでした。

困難になった財政赤字半減の国際公約

安倍内閣の成立とともに財政は一段と悪化しました。繰り返しになりますが、昨年八月に内閣府が試算した基礎的財政収支の赤字は二五・四兆円でしたが、今年二月の経済財政諮問会議に提出された政府の資料では三三・九兆円となって、財政は一段と悪化しています。その原因は緊急経済対策として昨年末に大型補正予算が組まれたこと、主たる財源が建設国債の増発によるものでした。

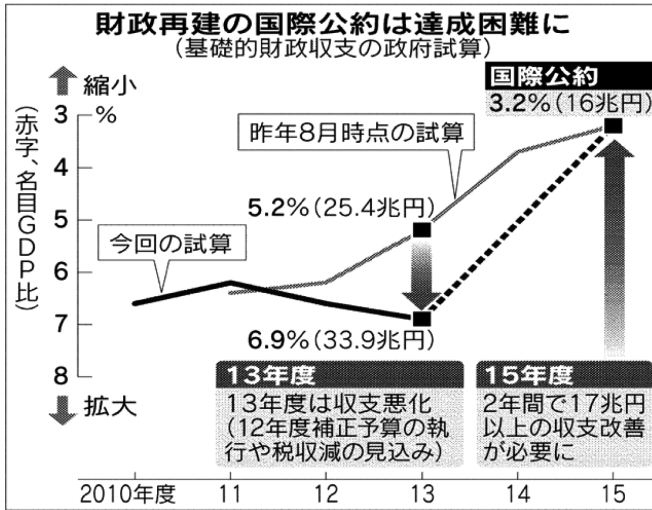
基礎的財政収支が悪化すると、二〇一五年度までに赤字を対GDP比で三・二%まで縮小するという国際公約を果たすことが著しく困難です。図

表12でみるように、国際公約を果たすには、二年間で一七兆円以上の収支改善が必要となります。

三月一日の日本経済新聞は一七兆円の収支改善はハードルが高いとして、「二〇〇六年の骨太方針で掲げられた五年分の収支改善の目標（一六・六兆円）より大きく、道のりの厳しさは段違いだ」と報じていました。

ところが、財政は一段と悪化しているのに、現在までのところ、財政再建の議論は全くなされていません。財政健全化法案も先送りになっています。拡張的な財政政策によって建設国債の増発が予定されていますが、財政再建の議論が欠落していると、国債に対する市場の信頼は根底から揺らぎます。アベノミクスの最大の難点、影の側面はこの点にあると思います。

図表12 基礎的財政収支の悪化



[出所] 日本経済新聞 2013年3月1日

国債価格分断のおそれ

国債に対する市場の信頼が揺るぎ始めると、国債価格は日銀が購入する価格と市場の相場が分断する恐れがあります。「次元を異にする金融政策」によって、日銀は財務省が毎月発行する国債の七割を購入します。残余の三割は民間銀行等が購入することになりますが、国債に対する市場の信頼が動揺すると、銀行は国債購入を躊躇するでしょう。この場合、国債消化を進めるには、国債に対する優遇措置、インプリシット金利を支払う必要ができてきます。そうなれば、日銀が購入する国債価格と市場で形成される国債価格は分裂し、国債価格は二重構造となります。

昭和四〇年代から五〇年代の前半まで、国債価格は管理価格と市場価格に分裂し、国債の市場流動性は失われていました。国債に対する市場の信頼が動揺すれば、国債市場は以前のような人為的

市場に転落する恐れがあります。

(4) 国債に対する市場の信頼を如何にして獲得するか

急がれる財政健全化法案の策定

財政危機下にあつて日本の国債相場を支えているものは、担税力であり危機管理能力に対する信頼、財政再建に対する市場の信頼でした。

国債相場安定のためアベノミクスに求められる最大の課題は、まず、財政再建計画と財政健全化法案の策定です。財政再建の国際公約は二〇一五年までに基礎的財政収支の赤字を半減させること、二〇二〇年度にはゼロとすること、これがG20ロスカボス・サミットでの国際公約でした。この国際公約も、先ほど述べましたように今日では実現が難しくなっています。留意すべきは、財政再建は単に基礎的財政収支の均衡だけでなく、財

政収支の均衡こそ重要だという点です。

というのも、基礎的財政収支が均衡しても利払費の問題があります。基礎的財政収支が均衡しても、市場金利が名目成長率を上回った場合、国債残高の対GDP比は増加していきます。これに歯止めをかけるには、利払費を含む財政収支の黒字化が必要となります。

デフレで苦しんでいる日本の現状では、名目成長率が市場金利を上回るとは、とても考えられません。財政再建のためには、基礎的財政収支の大幅黒字を計上する必要があります。利払費を計上した財政収支の均衡、これが財政再建の第一歩となるわけです。

財政収支の均衡を実現するには、何といっても財政健全化法案を策定して、財政再建の計画が必要です。誰もが納得する青写真を作成すれば、国債に対する信頼は強固となります。

ですが、財政健全化法案は今日、完全に中断しているのが現状です。自民党の選挙公約では、財政危機を克服するため財政健全化法案を策定します、と書かれていました。そして、去る三月四日の衆院本会議で、安倍首相は財政健全化について「長期的に持続可能な財政構造を確立するため、歳出、歳入両面の取り組みを進めなくてはならない。立法化を含めて検討する」（産経新聞 三月五日）と答弁されました。

この発言に対して麻生財務相は「別に法律を作らなくてもいいだろう」（産経新聞 三月六日）と述べ立法化に対して否定的な見解を示しました。すると、安倍首相は麻生発言を念頭に置いて、三月七日の衆院予算委員会では「現時点で法制化の具体的な検討は行っていない」（信濃毎日新聞 三月八日）と財政健全化法案の立法措置について軌道修正されています。これでは、市場の

信頼を維持することができません。この点、とても危惧いたします。

国民に理解を求める努力をすること

長らく日本国民を苦しめてきたのは、デフレと円高に加えて、将来の社会保障制度に対する不安です。この不安があるため、野田前首相と危機感を共有し、世論は消費税率の引上げに同意しました。世論の賛成は財務省の世論操作だ、こうした声を聞きますが、これは国民の健全な常識を疑う見識のない意見、というべきでしょう。

国民に負担を求める議論は選挙に勝てない、と毎回繰り返されます。財政再建や財政規律の問題は選挙ではタブーというものです。消費税率引上げの際にもこの意見が噴出し、政権与党の多数の議員が反対票を投じました。こうした議論をみると、今日の社会保障制度は次世代の負担で賄

われていること、国債は自分たちの子孫に対する負の遺産だということ、この点を認識しているのだろうか、日本の将来をどのように考えているのか、暗澹たる気持ちになります。

日本国債の今後を考える際、大平首相の財政思想から学ぶ必要があると思います。大平首相は蔵相時代の昭和五〇年に赤字国債を発行されましたが、赤字国債を発行したことについて非常に懸念しておられました。そして、首相就任と同時に赤字国債削減のため大変な苦勞をされました。大平首相は著作集の中で「国民が好まないことでもやらねばならないときがある。これが政治というものだ」、「理を尽くして説得すれば国民はわかってくれる」、と繰り返しておられます。アベノミクスに求められるものは、この財政思想だと思えます。

拙い報告を長時間、御清聴ありがとうございました。（拍手）

高坂常務理事 ありがとうございます。アベノミクスの下での国債相場を巡る論点や考え方にについて分かりやすくお話しいただきました。それは、以上をもちまして本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

改めまして、中島先生、本日はどうもありがとうございます。（拍手）

（なかじま まさたか 甲南大学名誉教授
当研究所特別嘱託研究員）

（この講演は、平成二五年四月一二日に開催されました。）