

日本国債のリスクプレミアム

富田俊基

CONTENTS

日本国債の格下げ

戦前の日本国債のリスクプレミアム

ゼロ金利下の国債市場の規律

要約

- 1 日本国内では最も信用力の高い金融資産である日本国債の国際的信用が揺らいでいる。国内金利が歴史的な低水準で推移しているため、気づくことが少ないようだが、日本国債にはスペインやイタリアの円建て国債よりも高い金利がついており、すでに市場からはリスクプレミアムが求められている。
- 2 日本国債の国際的信用が低下したのは、今に限った現象ではない。国債の大量発行と日銀引き受けが始まった1932年末以降、ポンド建て日本国債の金利は英国債の金利を大きく上回った。しかし、こうした市場の警告は無視され、国内では金融鎖国政策のもとで国債金利の低下と国債の大增発が続いた。
- 3 今日の国の債務残高のGDP比は、第二次世界大戦末期のわが国や米国の水準にまで上昇している。しかも、その上昇テンポは、わが国の高橋財政期や米国のニューディール政策という典型的なケインズ政策の時期を上回っている。
- 4 2001年3月からの量的金融緩和政策のもとで、ゼロ金利が少しずつ満期の長い国債に波及し、長期金利に織り込まれるはずのインフレ期待が逆に封じ込まれている。このため、インフレーションターゲティング政策が提唱されているが、その名のもとに日銀による国債引き受けなどの非正統的な方法がとられると、市場が日本国債により大きいリスクプレミアムを求める懸念なしとしない。
- 5 将来に増税を行わないと約束して景気対策を施すという非リカード政策が提唱されている。しかし、ここまで国債が累増し、今後のさらなる高齢化を踏まえれば、この政策が奏功する可能性は低いだろう。逆に、日本国債はさらに大きいリスクプレミアムを求められ、長期金利が上昇して景気がいっそう抑制されるという非ケインズ効果が表れる危険を無視できない。

日本国債の格下げ

1 ボツワナ以下に

2001年末から欧米の格付け会社による日本国債の格下げが相次ぎ、2002年央には日本国債の格付けは先進主要国のなかで最低となった。それにとどまらず、格付け会社によって少しは異なるが、日本国債の格付けは台湾、韓国、スロベニア、ハンガリー、エストニア、チリなどよりも低くなり、アフリカのボツワナ以下に引き下げられた。

格付けは、債務者の債務返済能力についての情報や分析能力を十分に持たない投資家には、投資判断のための有力な情報として用いられている。投資家は、格付けの高低に応じて倒産リスクなどを判断し、それを社債や地方債などの金利に反映させている。

このように、投資家と債務者の間に情報ギャップが存在する場合、格付けは大きな役割を果たす。しかし、国民の負債である国債について、債務者と投資家の間に大きな情報ギャップ、情報の非対象がはたして存在するのだろうか。

わが国が他国に類例を見ないほど国債を累増させているのは紛れもない事実だが、今後大規模な歳出削減と増税を行って財政を健全化するか否かは国民の意思によるものであり、これについて政府と投資家の間に情報ギャップがあるとは思えない。また、その判断能力について欧米の格付け会社に大きな比較優位があるとも思えない。さらに、格付け会社によって統計的、確率的に格付けがなされるほど、先進国の国債のデフォルト（元利金支払い条件の変更）は発生しておらず、それらに関するデータが蓄積されているはずな

い。そもそも政府に徴税権と通貨発行権があるかぎり、自国通貨建て国債のデフォルトの可能性は想定しがたいことではないか。

したがって、円建て日本国債の格付けを、外貨建て政府債務の格付けと大幅な不一致を起こしてまで引き下げることに対して、批判が相次ぐことになった。

こうした点を踏まえれば、日本国債の格下げが、日本国債の金利に大きな影響を与えようはずがない。実際、日本国債10年物の金利は、格下げが相次いだ2001年末以降も依然として低下傾向にあり、歴史をひもといても17世紀初頭にジェノバ共和国が経験して以来の歴史的な低金利が続いている。わが国では今後もインフレは予想しがたく、緩やかなデフレが続き、低成長が続くと多くの投資家が考えているので、また国債のデフォルトなど予想だにできないので、低金利が続いているのである。

さらに重要なのは、国債は国内では最も信用力が高いことである。国債は利払いと償還が確実な唯一の金融資産である^{注1}。このため、銀行預金や社債など他のすべての金利には、国債金利にそれぞれのデフォルトリスクを勘案した金利が上乘せされている。国債が市場の「北極星」であるとたとえられるゆえである。

しかし、日本国内では最も信用力が高い日本国債の国際的な信用が揺らいでいることに、大きな関心を払わねばならない。

日本国債は、最初に格下げとなった以前より、市場からリスクプレミアムを求められていた。米国ムーディーズ・インベスターズ・サービス社は、政府が24兆円の景気対策を発表した翌日の1998年11月17日に、日本国債を

最上級のAaaからAa1に引き下げたが、世界の債券市場ではこの格下げの以前から、日本国債にリスクプレミアムを求めていたのである。

それは、1998年8月17日にロシアが対外債務の支払い凍結などのデフォルトを宣言した直後から起こっていた。世界の投資家が、ロシアのデフォルトによって、政府の債務にも信用リスクがつきまわっていることに目覚めたからであろう。債務の利子と元本の償還が確実に行われないのではないかという予想が働くと、投資家はその程度に応じて金利を求めるようになる。これが信用リスクプレミアムである。

ロシアのデフォルトを契機に、エマージングエコノミーズといわれ経済発展が期待された新興国の国債と、同じ満期の米国債との金利差は大きく拡大した。また、巨額の財政赤字を抱えユーロへの加盟が危ぶまれていたイタリアの国債と、ドイツ国債との金利差も拡大した。そして、日本政策投資銀行などの政府機関が発行し、日本政府がその元本と利子の支払いを保証しているドル建て政府保証債券と、米国債との金利差も拡大した。さらに、以前は円建ての世界銀行債券よりも日本国債の方が金利が低かったが、日本国債の金利の方が高くなり始めた^{注2}。

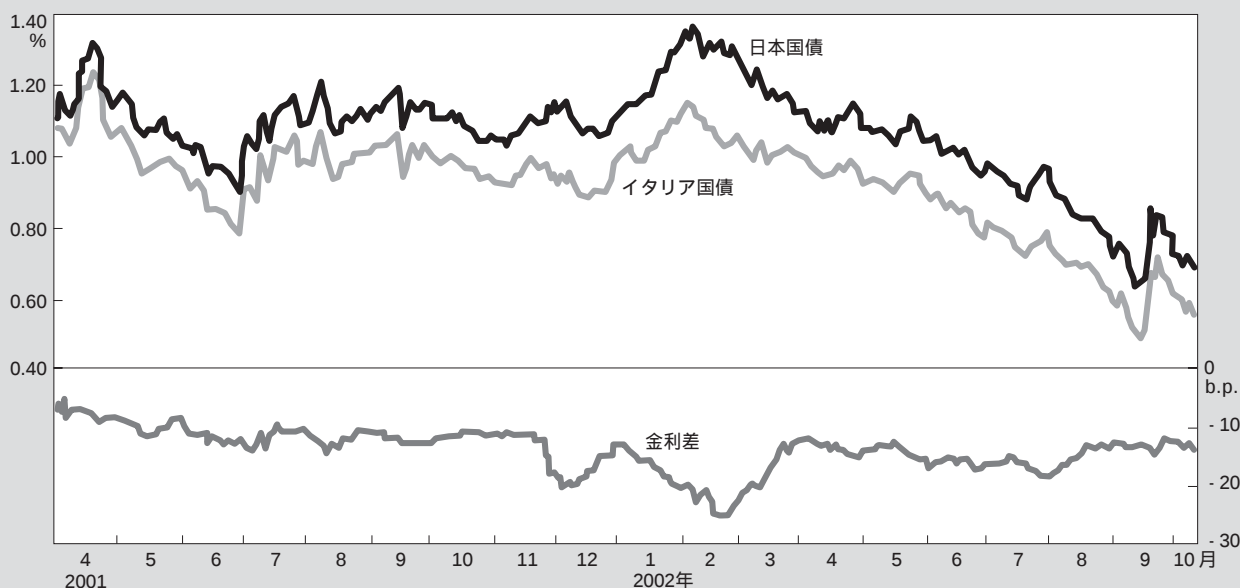
大した。そして、日本政策投資銀行などの政府機関が発行し、日本政府がその元本と利子の支払いを保証しているドル建て政府保証債券と、米国債との金利差も拡大した。さらに、以前は円建ての世界銀行債券よりも日本国債の方が金利が低かったが、日本国債の金利の方が高くなり始めた^{注2}。

2 イタリア国債よりも高金利

ロシア危機の直後に発生したこれらの信用リスクプレミアムの拡大は、日本国債、日本政府保証債を除き、その後解消に向かった。例えば、財政健全化を着実に進め、1999年に欧州通貨統合に加盟したイタリアの国債と、ドイツ国債との金利差は、ロシア危機直後の0.5%から0.3%に縮小し、今日に至っている。

しかし、ドル建ての日本政府保証債と米国債との金利差は開いたままである。さらに、日本国債の金利は、円建てで発行された同じ

図1 円建てイタリア国債と日本国債の金利比較



注1) イタリア国債はクーポン1.8%、2010年2月償還。日本国債はクーポン1.7%、2010年3月償還

注2) 金利差の表示単位であるb.p. (ベースポイント) は0.01%

出所) 米国ブルームバーグ社

満期のスペイン国債やイタリア国債よりも高くなった。図1に見るように、本稿執筆時の2002年10月中旬現在で、共に2010年3月に満期を迎える日本国債と円建てイタリア国債との金利差は、約0.15%であった。

もし、わが国の財政赤字がイタリア並みで、財政構造がイタリアのように将来にわたって財政赤字の縮小が期待しうるものであるならば、10年国債は現在よりもさらに0.2%近くも低い金利で発行できているはずである。長期国債の金利は、社債や銀行社債など国債よりも信用力の低い他のすべての金利の基準であるので、この影響はすべての金融資産に及んでいる。また、本2002年度には新規国債が30兆円のほかに、借換国債が70兆円も発行されるので、利払い費への影響も無視できない。

それでも、国債金利が低いので減税や公共事業を行ってもまだまだ大丈夫という主張があるようだ。わが国は貯蓄超過で、1400兆円の個人金融資産や世界最大の対外純資産を有しているから大丈夫という考えである。

しかしこれらは、外貨準備を除いて、個人と企業が所有するものである。国境を超えて自由にお金が行き来する現在に、戦争中のように強制的に国債の消化に割り当て、経済政策の手段として動員できるものではない。貯蓄は個人の私有財産であって、国債の償還財源ではない。国債の消化資金と償還資金とを混同してはならないのである。

日本経済は、すでに他の高格付けの国々には見られない状況に陥っている。景気が悪いと言っては大規模な景気対策を繰り返し、国と地方を合わせた政府債務のGDP（国内総生産）比は2002年末に143%に達する見込み

である。イタリアが政府債務残高のGDP比を1994年の124%をピークに抑制し、2002年末に106%に低下させる見込みであることと著しい対照をなしている。

また、国税負担率は欧米主要国よりもはるかに低く、デフォルトに陥ったアルゼンチンとロシアの間の水準にある。それでも、2003年度から先行減税が行われようとしている。加えて、国債以外にも政府はさまざまな債務保証を行っており、郵便貯金、ペイオフが延期された銀行預金、中小企業融資への信用保証、そして公的年金債務などのオフバランスシート債務が巨額に存在する。これらに対して国が保証料をとらずに巨額の連帯保証人となっていることも、国の信用力を低下させている。

さらに、急速な高齢化が進展するなかで、歳出削減にとどまらず、増税を行って財政を再建し、債務保証を縮小してゆこうという強い政治的意思があるのか、などを考えれば、格付け会社による一連の格下げをあながちに否定することはできないように思える。

3 戦前にもリスクプレミアム

日本国債にリスクプレミアムが求められるようになったのは、今日に限った現象ではない。いわゆる高橋財政が始まろうとする1931年末から、海外の投資家は英国債の金利との対比で見て、ポンド建て日本国債に大きなリスクプレミアムを求めている。

1932年末からの日本銀行による国債引き受けと国債価格維持政策のもとで、大量に発行された国債は円滑に消化されていった。国債の市場金利は順調に低下し、新規に発行される国債のクーポンも、1932年11月に5%から

4.5%に、33年8月には4%に、さらに36年5月からは3.5%に引き下げられた。高橋蔵相が国債増発の目安と考えていた日銀による市場への国債売却は一時的に滞ったが、1937年7月に実施された日銀の国債担保貸出金利の引き下げなどによって、終戦に至るまで増発に増発を重ねた国債は、ほぼ全額が日銀から市場に売却された。

日本国内では、大量の国債が一見すると順調に消化され、そのことがさらなる戦費調達と国債増発をもたらした。しかし、当時の国際金融市場は日本国債に著しく大きなリスクプレミアムを求めている。

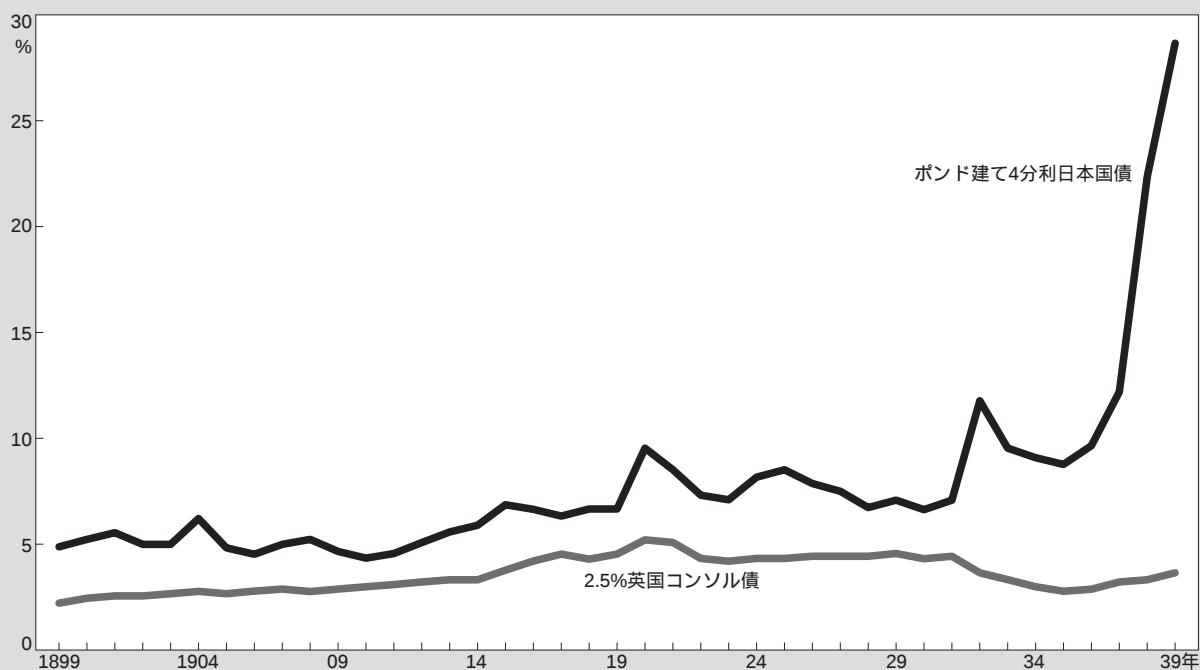
19世紀末に発行されたポンド建ての日本国債の金利は、1932年末から急速に上昇した。図2に見るように、金本位制に復帰した1930年には、ポンド建て日本国債の金利は6.7%で、英国債との信用力の格差を示すスプレッ

ド（金利差）は2.24%であった。しかし、赤字国債の発行と日銀による国債引き受けが始まった1932年に、ポンド建て日本国債の金利は11.77%に、また日中戦争が勃発した37年には12.21%に上昇した。このため、英国債との金利差は、1932年平均では8.01%、37年平均では8.93%に拡大した。

さらに、第二次世界大戦が勃発した1939年には、日本国内では長期国債が3.7%と安定した推移を示したのに対して、ポンド建て日本国債の金利は28.67%に上昇し、英国債との信用スプレッドは約25%に拡大した。しかし、こうした市場の警告は全く無視され、終戦に至るまで国債は累増に累増を重ねてしまった。

こうした戦前のわが国の経験から21世紀日本への教訓を引き出すために、次章では、当時の経済状況を含め、高橋財政期の経済政策

図2 ポンド建て日本国債と英国債の金利推移



注) ポンド建て4分利日本国債は1899年発行、1953年償還
出所) Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, 1988 および『国債統計』明治39年度版～41年度版、『大蔵省年報』第38回～第67回より作成

と、日銀による国債引き受けとさまざまな国債消化策を概観し、日本国債の信認が著しく揺らいでいった経緯を検討しよう。

戦前の日本国債の リスクプレミアム

1 高橋積極財政

高橋財政期に先立つ時代は、不況が長期化し深刻化した時代であった。第一次世界大戦中の異常な好景気は、1920年3月の株式市場の下落を契機に、反動恐慌に見舞われた。さらに、1923年の関東大震災が不況に追い打ちをかけた。過剰となった設備は政府の救済融資などで温存され、景気の自律回復の条件は欠けていた。また、戦後の物価下落が欧米主要国よりも小幅であったために、輸入超過の傾向が続いた。

1929年7月から31年12月までは、井上緊縮財政と呼ばれ、金本位制に復帰することで、国内の物価水準を引き下げ、産業の合理化と国際競争力の強化を図るという政策が実施された。1930年1月に旧平価での金解禁がなされ、35年ぶりに均衡予算（30年度）が編成された。

しかし、1929年10月24日に米国株式市場で株価が暴落し（暗黒の木曜日）それに続く世界恐慌によって輸出の増大も阻まれ、不況が深刻化していった。さらに、1931年9月の満州事変の勃発、英国の金本位制離脱によってドル買いが発生し、31年末に向けて金（外貨）準備が急減した。民政党内閣は崩壊し、幣原平和外交とワンセットとなった国際均衡優先の井上緊縮財政は幕を閉じた。

代わって、1931年12月に犬養政友会内閣が

発足し、高橋是清が大蔵大臣に就任した。これ以降、1936年の二・二六事件で凶弾に倒れるまでの間が、高橋積極財政と呼ばれている。

高橋蔵相は、就任早々に、金輸出の再禁止と銀行券の金兌換停止によって、円レートの下落を容認し、輸出の振興を図った。円の対ドルレートは、金輸出再禁止の直前までは100円 = 49.845ドルの平価であったが、1932年12月には100円 = 約20ドルへと、1年間で約6割も下落した。この間、1932年3月から8月にかけて3回にわたり公定歩合の引き下げが行われた。

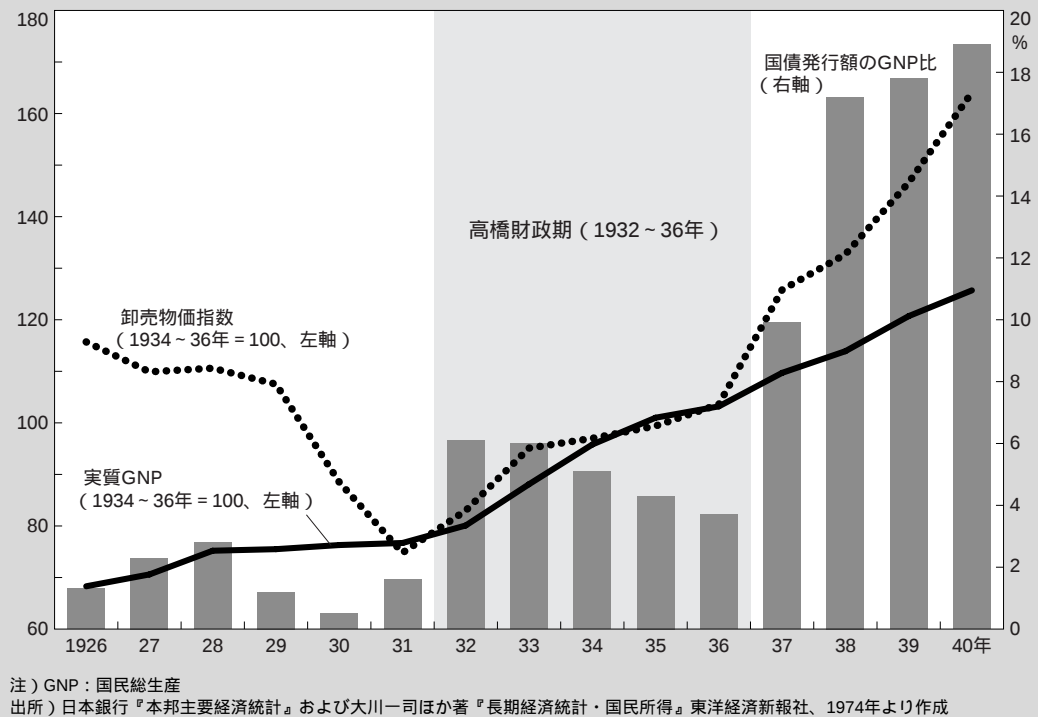
2 一時の便法のはずが

1932年6月にわが国で初めての赤字国債の発行が決まり、11月から日銀の引き受けによる発行が始まった。この目的は、増大する歳出を容易にファイナンスし、金解禁で収縮した通貨供給量を増やして、金利水準を引き下げることにあった。「一時の便法」という認識はあったが、「一石三鳥の妙手」とまで高く評価された。

この財政支出をマネーファイナンスする仕組みは、概略次の通りである。日銀が低い金利の国債を引き受け、それを財源として財政支出を行う。それによって金融緩和が進むので、日銀が国債を売却し、国債の大量発行と低金利とを両立させる。

この仕組みが機能するように、日銀券の発行が金準備に縛られずに行えるよう1932年6月に日銀券発行についての条例を改正し、管理通貨制度への移行を始めた。また、海外に資金が流出すると日本国内での低金利政策が続けられないので、1932年7月の資本逃避防

図3 戦前の高橋財政期の国債発行



止法で対外証券投資を禁止し、さらに33年3月の外国為替管理法により資金流出入と為替の完全な統制を行った。

こうした枠組みのもとで、国の財政支出は1932年度から34年度の間2桁の伸びで推移し、31年度末に60億円だった国債残高は、36年度末には106億円に増大した。この間、マネーサプライは5～10%の伸びを保った。

これらの政策は、早期に効果を表した。その背景には以下のことがあった。1927年銀行法によって銀行の整理が進み、井上緊縮財政のもとで企業のリストラと銀行の不良債権処理が進展していたことで、日本経済のアク抜けが相当程度進んでいた。

1931年は鉱工業生産は前年比で9.2%減少し、卸売物価は-15.4%という厳しいデフレに見舞われたが、32年から36年までの間、輸

出の増大に牽引されて鉱工業生産は年平均で10%強増大し、卸売物価は年平均6.7%上昇した。この間、図3に見るように、国債発行額はGNP（国民総生産）に対する比率では1932年をピークに36年にかけて漸減したが、景気の拡大とともに、35年央には日銀による市場への国債転売は滞りがちとなった。

ここで、国債を減額すべきか否かの岐路に立ったわけだが、軍事費の削減につながる国債減額は大陸進出を狙う軍部の反発を招いた。国債の日銀引き受けを一時の便法と考え、国債漸減方針を打ち出した高橋蔵相は、1936年の二・二六事件で倒れた。

続く馬場財政、結城財政のもとで、日銀引き受けによる国債増発が続いた。景気が回復し、インフレ期待が台頭し、国債と民間資金が競合を始めても、金融政策は引き締めには

転じえず、低金利政策の持続に追い込まれた。1937年、日中戦争の勃発と同時に、さらに大量に増発される国債を消化するために、民間の資金需要を圧縮するための臨時資金調整法が制定された。このようにして、国債の日銀引き受けが制度化され、財政規律は著しく弛緩し、軍事支出は拡大を続けた。

これらのもとで、1937～40年には、GNPの10～20%に及ぶ国債が発行され、マネーサプライにかかわる諸指標は急増し、インフレ高進への道を歩んでいった。いったん始まった国債の日銀引き受けは、一時の便法という当初の意図にもかかわらず、歯止めのない国債の増発と歳出の拡大、そしてインフレにつながってしまったのである。

3 海外から隔離された国債市場

国債の大量発行が円滑に進むように、国債の日銀引き受けに加えて、国債市場を海外の金融市場から隔離する政策が打ち出された。1931年12月、犬養内閣は発足と同時に、金輸出再禁止を断行し、銀行券の金兌換停止を行い、円レートの低下を容認した。そして、公定歩合を翌1932年3月から8月にかけて、5.84%（日歩1.6銭）から4.38%（日歩1.2銭）に引き下げた。この間、6月に日銀券の発行限度を大幅に引き上げた。

こうした金融緩和政策を推進すると、円レートが下落する。それによって国内資金が海外に流出し、国内金利の低下が阻まれることがないように、外貨証券、海外不動産などの購入を制限することを内容とする資本逃避防止法を1932年7月に制定した。

さらに、国債の大量発行に備え、消化環境を整備する政策が行われた。それは、市中銀

行が国債を保有することによって生じる金利リスク（価格変動リスク）を抑制し軽減することを内容としている。1932年4月に、日銀による国債担保貸し出しに対する高率適用が緩和された。従来は、公定歩合（商業手形割引金利）に対して日歩1厘（年利0.365%）高を適用していた国債担保貸し出しについて、融通期間30日以内のものは高率適用を廃止し、規模にかかわらず一律にこれを適用することになった。

さらに、1932年7月に「国債の価額計算に関する法律」が公布された。この法律は、財産の評価について時価主義をとっている商法の規定にかかわらず、国債については大蔵大臣が告示する標準発行価格を帳簿価格とするというものである。これにより、国債の市場価格が下がっても、金融機関は評価損を計上する必要がなくなった。

こうした国債消化策によって、国債金利の低下が促された。当時の代表的な銘柄であった甲号5分利公債（発行、償還）の価格は、満州事変勃発前の1931年7月に額面100円に対して98.35円の高値をつけたが、金輸出再禁止を見込んだ資金流出、国債増発、国債整理基金への繰入額削減が影響し、高橋財政が始まった31年12月には86.15円にまで下落していた。しかし、その後は、公定歩合の引き下げと国債消化策の導入により、1932年6月に90円台に回復し、32年11月の高値は99.20円となった。

そして、1932年11月に国債の日銀引き受けが始まると同時に、新規国債のクーポン利率は5%から4.5%に引き下げられた。国債金利の低下が預貯金金利の低下を促し、それが国債金利の低下をさらに促した。1933年8月

には4.5%国債の価格はオーバーパーとなり、同月より4%国債が発行された。

4 日銀による国債担保貸し出し

このようにして国債の消化は順調に推移したが、1935年には変調を兆し始めた。日銀の国債引受額のうちどれだけが市中に転売できたかを示す転売率は、1934年までの間は100%に近い水準であった。しかし、1935年度に77.2%に低下した。

『日本銀行百年史』第4巻（日本銀行百年史編纂委員会、1984年）によると、転売率は1935年7～12月期に58.0%、36年1～6月期には43.9%に低下した。軍事費と時局匡救費（農村振興費）の増大、金融緩和の浸透、そして円安に伴う輸出の増加により、1932年央にボトムを打った景気は拡大を続けた。このため、1935年から銀行貸し出しが増加に転じるとともに、国債への需要が次第に減少してきたからである。

銀行の国債売却意欲が高まってきたので、銀行が保有する国債で容易に短期資金を調達できるように、日銀は1935年10月に売り戻し約款付きで国債買い入れを行うことを決定し、12月から実施した。これまで一部の銀行を対象としてきた売り戻し約款付きの国債買い入れを、日銀のすべての取引先に拡大したのである。

高橋蔵相は1935年7月26日に、国債発行を漸減すべき時期が到来したと主張し（『東京朝日新聞』）、翌36年度予算は「經常収入の増加分だけ公債を減額する」という方針で編成され、軍事予算の増加テンポの抑制も図られた。しかし、1936年の二・二六事件以降、対満州政策の遂行、国防の充実、農山漁村の経

済更生、税制大改革の標語のもと、財政支出は拡大を続けていった。

1936年4月に公定歩合の引き下げ（日歩9厘）を行い、5月からはかつて発行した5%利付き国債を3.5%利付き国債へと低利借り換えを行った。これに先立ち、次のような操作を行ったことが注目される。すなわち、1936年3月に発行された4%利付き国債の発行価格を従来の98.5円から99.25円に引き上げ、償還年限を従来よりも5～7年間短縮して20年とした。これが低利借り換えのサインと見られ、国債価格が上昇し、日銀の国債売却額の増加をもたらした。そして、5月から新規国債はクーポン3.5%、利回り3.707%で発行されるようになった。

そして、従来は公定歩合よりも日歩1厘高かった日銀による国債担保貸出金利が、日中戦争勃発直後の1937年7月15日から公定歩合と同一水準の日歩9厘に引き下げられた。これによって、銀行は資金が必要となったときに、国債を大量に保有したまま、日銀から国債を担保に融資を受けると、日歩1厘ほどの利ざやを確保することができた。銀行は市場に国債を売却する必要がなくなったので、市場金利は安定した。これによって日銀から市中への国債転売率は高位安定を続け、表面的には国債の消化は極めて順調となった。

しかし、日銀の国債担保貸し付けが増大し、インフレを加速させてゆく構造がここにビルトインされてしまった。

5 外債発行のための財政規律

第二次世界大戦までの英米においては、戦争で増大した政府債務を平時に返済するという財政運営が繰り返されてきた。わが国でも、

西南戦争で拡大した国家債務は削減され、さらに日清・日露戦争後にも国家債務の抑制が図られようとした。

日露戦争期のわが国は、軍備拡張と植民地経営、そして国内での鉄道・電話の敷設などによって資金需要の拡大が続き、外債発行に依存せざるをえず、対外純債務国の状態にあった。

日露戦争に勝利したとはいえ、賠償金を得られない講和であったため、戦後、巨額の対外債務が累積し、貿易赤字の定着とも相まって、日本国債の信認は低下した。その結果、海外の市場からの資金調達を円滑にするために、対外準備の確保と国債の信用維持が大きな政策課題となった。そこで、1906年に国債償還を確実にするための国債整理基金が創設された。そして、1908年度予算から緊縮政策に転じた。

それでも、わが国の外債の価格が敗戦国ロシアの外債の価格を下回っていたので^{注3}、同年度予算の執行繰り延べが行われた。そして1908年7月に成立した第2次桂内閣は、国債の信用回復に向けて、国債発行をさらに抑制し、国債の償還を毎年5000万円行うこと（定額繰り入れ）を表明した。これらによって、1911年から16年にかけて国債残高を抑制することができた。

このように、政府が海外市場から資金調達を行うことが、財政規律の確保を促した。特に海外の投資家は、対外準備の減少、財政赤字の拡大、そして国際緊張の増大に応じて、日本国債にリスクプレミアムを求めたので、日本政府にも持続可能な財政運営を行おうとする規律が働いたと考えることができる。

1899年に発行されたポンド建て4分利国債

（満期1953年）の金利と、英国債（3%利付きコンソル債）との金利差を見ると、日露戦争が勃発した1904年には、ポンド建て日本国債の金利が6.33%（年平均）に上昇し、英国債との金利差が3.5%に拡大した。その後、先にみた国債整理基金の創設などによって、信用スプレッドは縮小に向かった。

1920年から21年にかけて再びスプレッドが拡大したが、これは20年7月に成立した原政友会内閣が軍事費を拡大し、国債整理基金への繰り入れを停止したことが影響したものと考えられる。次の加藤憲政党内閣（1922年6月）では、国債整理基金への繰り入れが復活され、ポンド建て日本国債と英国債とのスプレッドは縮小に向かい始める。しかし、1923年9月1日の関東大震災によって、再びスプレッドは拡大した。

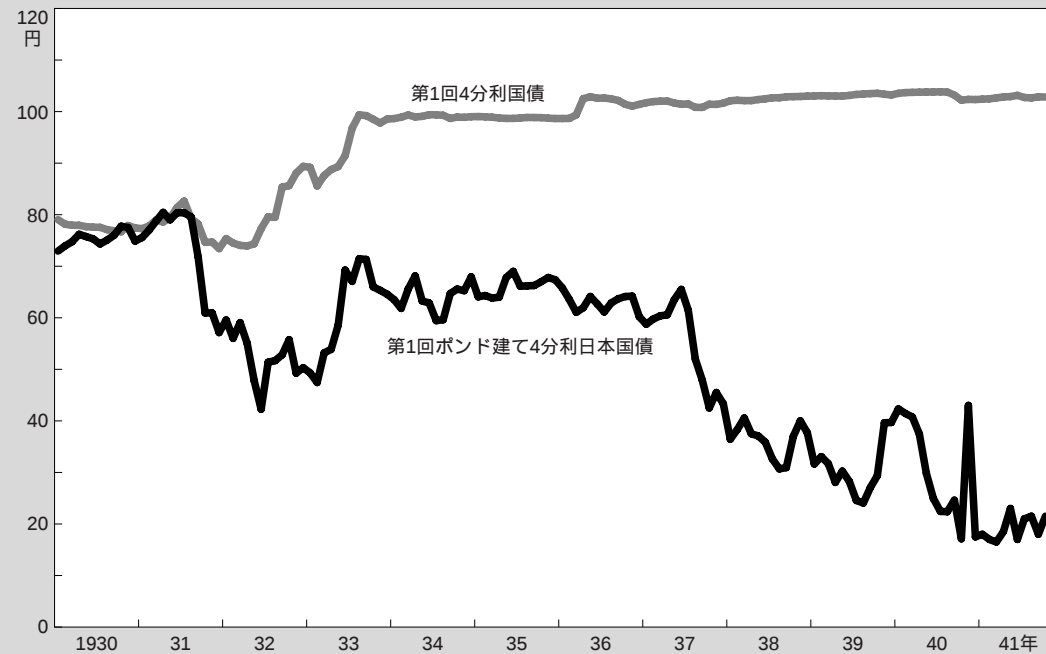
こうした経緯をたどりながらも、1931年9月の満州事変勃発、12月からの高橋財政の展開に至るまでは、ポンド建て日本国債に求められたリスクプレミアムは、おおむね2～3%台に収まっていた。

6 金融鎖国で財政規律が弛緩

金本位制を離脱し、資本逃避防止法による対外証券投資規制を導入して以降は、日本国債に極めて大きいリスクプレミアムが求められるようになった。さらに、1937年の日中戦争などで政治リスクが著しく高まり、ポンド建て日本国債の金利は、年平均でみて37年12.2%、38年22.4%、39年28.67%へと急上昇した^{注4}。

こうしたポンド建て日本国債の価格推移を、同じクーポン利率の内国債と比較したのが、次ページの図4である。1931年9月まで

図4 4分利のポンド建て日本国債と内国債の価格推移



注) 第1回4分利国債は1910年発行、69年償還。第1回ポンド建て4分利日本国債は1899年発行、1953年償還。共に月中平均価格
出所) 『国債統計』 明治39年度版～41年度版、『大蔵省年報』第38回～第66回より作成

は、両者に顕著な価格差は見出せない。これは、1931年末の金本位制離脱までは国際資本移動によって、また金輸出停止期間中（1917～29年）は、円ポンドレートの変動にかかわらず、わが国の為替レート維持政策に対する信認によって、内外金利の裁定が働いていたからであろう。

しかし、1931年9月から、両者の価格には大きな乖離が生じ始めた。1931年9月の満州事変勃発による国際緊張の高まりに加えて、32年7月の資本逃避防止法、33年3月の外国為替管理法により国際金融市場と国内市場とのリンクが途絶し、内外投資家による価格裁定が働かなくなったためと考えられる。

第1回ポンド建て国債の価格は、図4に見るように、額面100に対して、1931年4月頃は80を少し上回っていたが、31年9月の満州

事変勃発で60に、さらに金輸出再禁止が実施された31年12月の安値は54にまで下落し、32年6月には瞬間37にまで低下した。その後、1933年6月から60に戻し、37年央まで安定した推移をたどった。しかし、1937年7月の日中戦争勃発で43にまで下落し、以降は30台で推移して、39年9月の第二次世界大戦勃発で額面100に対して20前後にまで下落した。かくして、日本国債はジャンク債に堕ちてしまった。

一方、内国債である第1回4分利国債（1910年発行、69年償還）の価格は、高橋財政の始まりとともに回復に転じ、月中平均価格でみて33年8年からはほぼ99円台にまで上昇して、36年4月からはオーバーパーを続けた。日銀による国債引き受け、国債保有銀行への流動性供給（国債担保貸し出しの高率適

用の緩和)、そして価格変動リスクの消去(国債簿価公定制)によって、国債価格の維持が行われたためである。

海外の市場から全く遮断され、完全に統制された国内市場では、国債価格は極めて安定した推移をたどった。海外の市場の警告は全く無視され、日露戦争後の20世紀初頭までと違って、財政規律を回復させるインセンティブにつながらなかった。このことが、財政節度を弛緩させ、戦費調達を促進し、戦争の拡大と戦後のハイパーインフレーションの原因となった。

ゼロ金利下の国債市場の規律

1 驚くべき国債残高

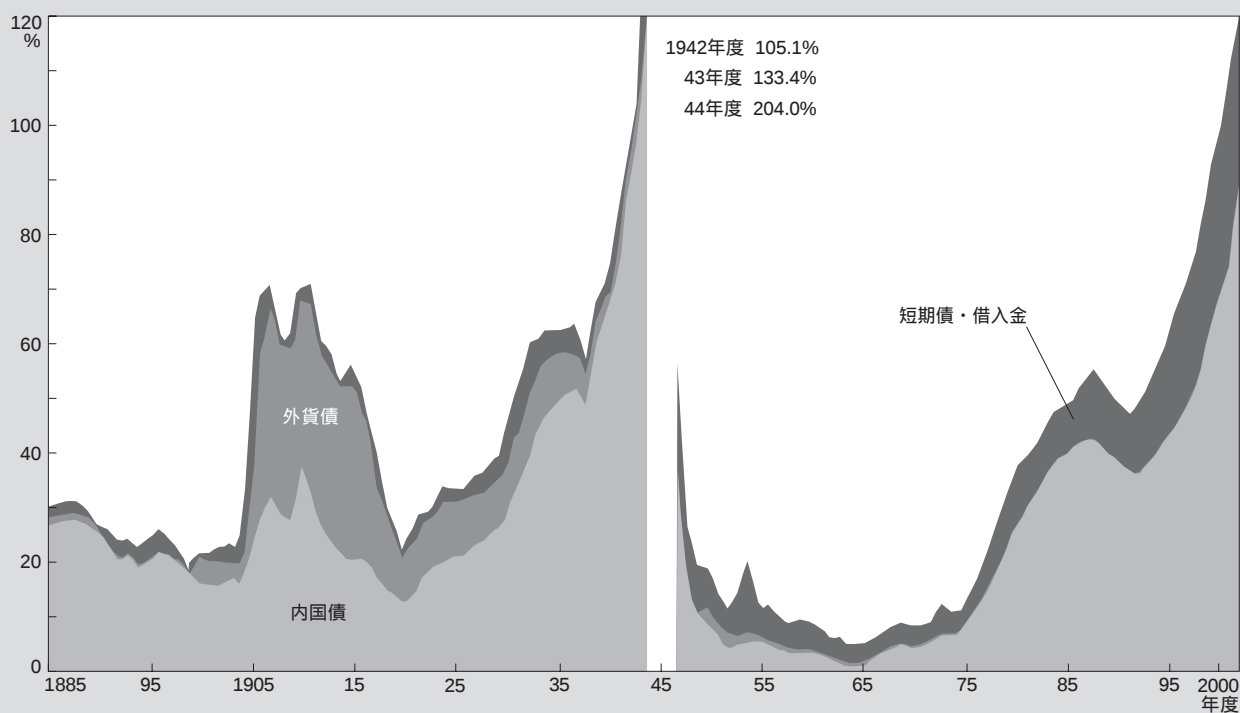
今日の日本政府の借金残高のGDP比は、これまで述べてきた高橋財政期よりも高水準

である。2001年度末の国債と特別会計借入金残高の合計は607兆円で、そのGDP比は121%にも達している。驚くべきことに、この比率は、図5に見るように、真珠湾攻撃のあった1941年末の93%、ミッドウェー海戦のあった42年末の105%を超えており、学徒出陣が行われた43年末の133%に迫ろうとしている。

また、図5が示すように、最近の国債累増のテンポも極めて急速である。1991年末にGDP比47%であったものが、10年後には120%を突破している。

この国債の累増テンポを高橋財政期以降と比較してみよう。日銀による国債引き受けが始まった1932年末にGNP比60%であったものが、10年後の42年末に105%に上昇した。そして、終戦直前の1944年末には204%へと急上昇していった。大戦末期を除いて考える

図5 国家債務のGNP比の推移



注) 1965年度以降はGDP(国内総生産)比

出所) 日本銀行『本邦主要経済統計』、日本銀行『経済統計年報』、大蔵省『国債統計年報』より作成

と、高橋財政期以降よりも今日の方が国債累増のテンポが急速であることがわかる。

さらに、米国でのニューディール政策から第二次世界大戦に至る国債累増のテンポと比較しても、今日のわが国での国債累増の異常さが確認できる。連邦債残高のGDP比は、ルーズベルト大統領によるニューディール政策が始まる直前の1932年に34%であった。その後、真珠湾攻撃のあった1941年末まで40%前後の水準で推移し、大戦末期の43年76%から45年には117%に上昇した。

このように、1990年代以降の日本国債の累増テンポは、典型的なケインズ政策が遂行されたといわれるわが国の高橋財政期や、米国のニューディール期のそれよりも急速で、その後の世界大戦期を含めた期間の拡大テンポに匹敵するものである。このことは、1990年代以降のわが国で、公共事業の拡大や大幅減税など、極めて大規模な景気対策が繰り返し繰り返し行われてきたことを如実に示している。

1990年代に入ってから日本経済の停滞が続いてきた理由として、マクロ経済拡張政策が無策で麻痺状態にあったという指摘や、ストップ・アンド・ゴー政策で必要な拡大政策がとられなかったという指摘があるが、これらは全くの誤解といえよう。

さらに、2003年度に実施されるという先行減税、急速な高齢化に伴う社会保障関係費の持続的拡大などを考えると、日本国債は主要国がかつて経験したことのない水準を超えて累増を続けてゆくことになる。

2 ゼロ金利下の量的緩和

このように、わが国の国債残高は著しく高

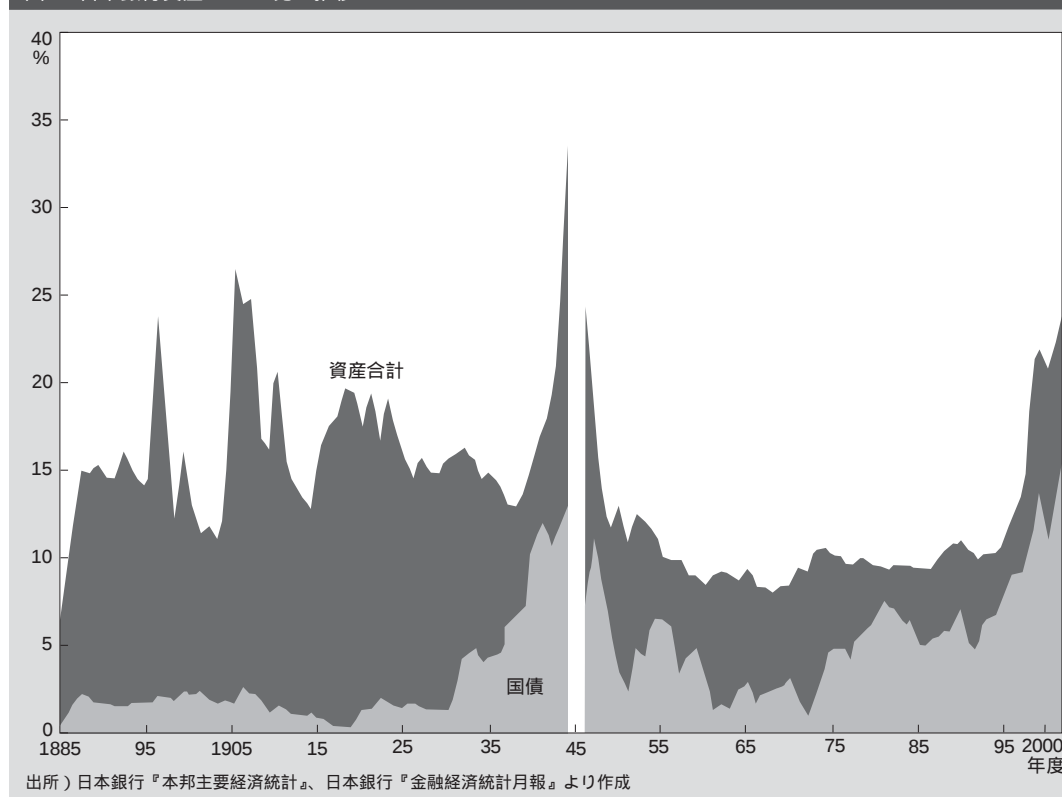
い水準にまで累増しているが、それがもたらすであろう弊害が切迫感をもって議論されないのは、金利が極めて低い水準にあるからだろう。21世紀初頭のわが国の長期国債の金利は、先にみた高橋財政から終戦に至る期間よりもはるかに低く、古今東西まれにみる低水準で推移している。

この低金利は、戦前のわが国の高橋財政期以降とは異なり、統制的な価格維持政策によって実現しているものではない。国内市場は自由化されており、国際資本移動の自由も完全に確保されている。内外の金融市場、為替市場の間で裁定されたうえで成立している長期国債の金利は、フィッシャーの方程式（名目金利＝実質金利＋期待インフレ率）に従って表現すれば、日本経済の長期的な成長率と期待インフレ率が共に極めて低いという予想が一般的であることを反映したものといえる。

また、長期金利は将来にわたる短期金利の予想平均値で決まるという金利のタームストラクチャー仮説に立って考えると、長期国債の金利が極めて低い水準であるのは、今後かなり長期間にわたって短期金利がゼロ近傍で推移し続けるであろうという市場の予想を反映したものといえる。

2001年3月に始まった量的緩和政策は、生鮮食料品を除く全国消費者物価上昇率が安定的に0%以上となるまで継続されることになっている。こうした時間軸政策のもとで、いっこうに物価が上昇の兆しを見せないことが、日銀当座預金をターゲットとする量的緩和政策が相当の長期間にわたって続けられるであろうという予想を生み、オーバーナイト物のゼロ金利が少しずつ満期の長い国債に波

図6 日本銀行資産のGDP比の推移



及してゆくという形で、イールドカーブのフラット化が進展してきた。

さらに、日銀当座預金残高の操作目標は、2001年3月の5兆円から、同年9月の米国での同時多発テロに対する流動性対策などを理由に、次第に増額されていった。このため、所要準備額約4兆円に対して、日銀当座預金残高は15兆円を超える水準が続き、日銀券発行残高の増加とも相まって、マネタリーベース（日銀当座預金と流動現金の合計）の急拡大が続いている。

これらの日銀の負債の急増は、同時に日銀が保有する資産の急増を意味している。長期国債、短期国債のほか、手形、コマーシャルペーパーの買い入れが行われ、日銀の負債＝資産残高のGDP比は、図6に見るように、

1990年代末から急速に上昇し、戦時を除いた平時では、日銀創設以来の水準にまで拡大している。

3 封じ込められたインフレ期待

これほどまでにマネタリーベースの拡大が行われているが、広義のマネーサプライや物価、名目GDPへの影響は全くといってよいほど現れていない。マネタリーベースを増やすと物価が上昇するというマネタリストの主張が機能しなくなっている。これは、マネタリーベースを増やしても増やしても、1990年代半ば以降、貨幣の流通速度（名目GDP÷マネタリーベース）が低下を続けているためである。

この理由として、第1に指摘されるのは、

金融不安に伴う流動性需要の増大である。1997年末からの金融機関の破綻、98年秋の米国でのLTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント社）危機、コンピュータの2000年問題、さらには2001年9月の米国での同時多発テロによって流動性資金の需要が急増し、ベースマネーと経済活動との比例的関係が大きく崩れてしまった。

第2は、不良債権が通貨の流通速度を引き下げ、金融緩和の効果を殺めてきたことである。銀行は、これまでに90兆円もの不良債権処理損を出し、依然として巨額の不良債権を抱えている。自己資本の毀損した銀行が、信用創造機能を低下させ、いわゆる貸し渋りが起こった。同時に、過剰債務を抱えた借り手もリスク許容度を低下させており、借り入れ需要の低迷が続く、信用乗数（広義のマネーサプライ÷ベースマネー）と流通速度の低下の原因となったと考えられる。

より重要な点は、金利の低下が経済活動を刺激するという金利チャネルが機能しなくなったことである。マネタリーベースを増やすと名目金利が低下し、それが経済活動を活発化させるという金利チャネルが、ゼロ金利のもとでは機能しない。ゼロ金利のもとで、現金を保有するコストはほとんどゼロに近づき、金利に対して弾力的な貨幣需要が無限度の方向に向かい、流通速度の低下が続くからである。

また、金利の水準が低いために、銀行の貸出金利が融資先の倒産確率をカバーするに足る水準に設定しにくくなっていることも、不良債権問題が公的資金の注入によって容易に解決しない原因となっている。

このように、ゼロ金利のもとで量的緩和を

進めてもインフレ期待は醸成されず、2001年3月から行われている量的緩和政策の解除が展望できない状況に陥ってしまったのではないだろうか。通貨供給量は増え続けるが、物価も金利も上昇しない状況に陥ってしまった。こうしたなかで、大量に国債を購入し、大量の金利リスクを抱え込んだ銀行は、将来にわたる金利の低位安定を望むことになる。

このようにして、イールドカーブはフラット化し、長期金利が極めて低い水準で推移している。長期金利に織り込まれるはずのインフレ期待が、量的緩和によって逆に封じ込まれ、デフレ期待が固定化された状態が出現したといっても過言ではない。

こうした理由で、国債金利が低金利であることが、国債の累増についての認識を曇らせる。高橋財政以降に国債価格が安定し、国債が円滑に消化されたことが、軍事費を中心に歳出の拡大を許容してしまった。今日では、10年国債の金利が1%に近い低水準だから、経済活性化のために減税と公共投資が必要であるという声がいまだに根強い。

しかし、市場は、すでに日本国債にリスクプレミアムを求め続けている。2010年償還の円建てイタリア国債の金利は、同じ満期の日本国債よりも0.15%も低い。わが国の国債の歴史が物語るように、こうした市場の警告を無視し続けることはできないのである。

4 国債整理の3つの選択肢

著しく巨額に累増した国債は、やがて整理の段階を迎えざるをえない。過去を振り返ると、財政再建、デフォルト、インフレという3つの方法のいずれかで、国債整理に向かっている。

最も健全な国債整理の方法は、いうまでもなく財政再建である。わが国では、日露戦争で国債残高が巨額に累増した後、桂内閣のもとで緊縮財政が進み、国債の新規発行の停止、国債の償還が行われた。これによって、国債残高のGNP比は、1910年の71%から19年には23%にまで低下した。

また、第二次世界大戦後の米国では、デフレと物価上昇が交錯するなかで、財政健全化と準備率操作を軸とする金融政策が展開され、国債残高のGDP比は1946年の121%から、51年には80%に低下した。最近では、クリントン政権下の米国で増税と歳出削減が繰り返し行われ、景気の長期拡大とも相まって、連邦債残高のGDP比は、1993年の67%から2001年の57%まで低下した。

第2の選択肢のデフォルトは、国債を強制的に帳消しにする方法や、国債の保有者に課税するという方法である。ムッソリーニのイタリアは、1926年にデフォルトの一形態である強制的な国債整理を選択したことが伝えられている。それは、リラの下落を防止し、金本位制に回帰するという観点から、インフレ高進につながる中央銀行による国債の引き受けを選択せず、投資家が保有していたすべての国債の償還を1937年以降に延期するという強制借り換えであった。

また、GHQ占領下のわが国は、1946年7月に戦時保証を打ち切った。それは、国債ではないが、戦時中に政府が軍需企業、財閥系企業などに対して約束した支払いであり、今日いうところのオフバランスシート債務である。放棄された戦時債務は960億円で、1945年度末の国債残高1408億円の約7割相当であった。

政府がデフォルトを選択すると、当然のことながら、その国の信用は内外で大きく低下し、国債発行が事実上不可能になる。また、国債の所有者に巨額の損失を与え、もし銀行が大量に国債を保有していると金融危機を招き、一層の経済混乱をもたらすことになる。こうしたデフォルトのコストが、増税や歳出削減によるコストを大きく上回っているかぎり、そして国債の借り換え発行が可能であるかぎり、デフォルトは先進国では発動される可能性がほとんどない選択肢である。

しかし、国債が著しい累増を続けると、デフォルトのコストと財政再建のコストとの相対関係に変化が生じるかもしれない。国債残高が増大し続けても、財政再建が選択されるという展望が開けてこない、たとえ部分的なデフォルトであっても、その可能性を市場が察知するかもしれない。その場合には、市場がそのリスクに対する補填を求め、国債金利に大きなリスクプレミアムが求められることになる。

5 時代錯誤のインフレ待望論

第3の選択肢は、政府にその明確な意図があったかどうかは別として、インフレであった。国民大衆の予想を超えたハイパーインフレーションの結果、政府債務の実質価値が著しく削減された事例に、第一次世界大戦後に巨額の賠償金を請求されたドイツ、第二次世界大戦後のわが国などがある。

これら3つの選択肢のなかで、一見すると最も抵抗が少なく、巨額の政府債務から脱却できそうに受け止められているのは、インフレかもしれない。巨額の国債を抱えた国民、過剰債務を抱えた企業、巨額の不良債権を有

する銀行にとって、インフレへの誘因があることは否定できまい。しかし、この待望論は、戦時の国債累増と戦中戦後のインフレの経験とが重なり合って形成された、インフレは不可避という絶望感がない交じった漠然とした不安といった方が正確であろう。

では、21世紀初めのわが国で、国債買いオペレーションの大幅な増額にとどまらず、国債の日銀引き受けや、日銀による外国債券、不動産などの購入によって、インフレを起こすことは可能だろうか。

かつての高橋蔵相の時代の資本逃避防止法（1932年7月）のように、国内の貯蓄が海外の資産を求めて流出しないように規制し、同時に低金利政策と国債の日銀引き受けを行って、国債の保有を御用金として国民に強制するならば、それは技術的には不可能なことではない。しかし、それを冷戦後の相互依存世界で行おうというのは、著しい時代錯誤であろう。

高橋財政期や米国のニューディールの時代、つまりケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』を著した時代は、関税の引き上げにより保護主義が強化され、また資本の移動が規制された、2つの世界大戦の間のブロック経済の時代であった。各国は国際協調を否定し、国内均衡を優先した。

しかし、21世紀の相互依存の世界において、金融鎖国という選択肢はとりえない。金利は自由化され、お金は世界を駆け巡っている。各国の投資家は、国の内外、満期の長短など多くの投資対象の間で裁定を行い、そのうえで巨額の外国証券を保有している。国際資本移動は、有価証券に限っても1年間でわが国ではGDP相当、米国ではGDPの2倍という

途方もない規模で行われている^{注5}。

資本移動が自由な状態で、もし日銀による国債引き受けや買いオペレーションの大幅拡充が行われると、市場にはインフレ期待が織り込まれ、日本国債の金利は上昇せざるをえない。買いオペレーション増額などによる流動性効果で長期金利が低下するのは極めて短期間にすぎず、その後、インフレ期待が金利の形成に織り込まれるというフィッシャー効果によって、結局は名目金利が上昇に向かうからである。金利の上昇によって、経済活動が抑制され、インフレの高進は防止されることになる。

過去の歴史を振り返っても、国債残高が高水準に達しても、それがつねにインフレにつながったわけではなかったのは、こうした市場の規律が働いたからであると考えられる。第一次世界大戦後のドイツや高橋財政以降のわが国では、インフレによって政府債務の削減が進んだが、第一次世界大戦後にドイツと大差のない水準にまで国債残高が累増した英国やフランスでは、国際資本移動が確保されたこともあって財政規律が作用し、インフレは高進しなかった。

6 インフレーションターゲット政策の限界

1990年代以降の冷戦後世界のデフレ圧力から脱却するために、また不良債権処理を迅速化するという観点からも、インフレーションターゲット論が展開されている。これは、野放しのインフレを推進しようというのではなく、物価上昇率に目標を設定し、その実現に向けて金融緩和を推進するという考え方である。2001年3月からの日銀による量的緩和

政策と異なる点は、インフレーションターゲットリングが、物価上昇率が例えばゼロを超える時点を明示的に示す点にある。

これが、どのような政策手段で実現可能となるのかについては疑問だが、仮にこの考え方が実施に移されて、論者の期待通りに期待インフレ率が上昇したとすると、長期金利は上昇せざるをえない。このため、インフレーションターゲットリング論者が期待する実質金利の低下は見込みがたく、需要拡大につながる可能性も乏しい。

また、国債残高が他の先進国に類例を見ないほど増大し、財政赤字の持続可能性が疑問視されるなかで、インフレーションターゲットリングの名のもとに、国債の日銀引き受けや買いオペレーション増額を行おうとすると、政府と日銀をあげてインフレによって政府債務を削減しようとしているのではないかと市場は予想し、より大きいリスクプレミアムを日本国債に求めるため、長期金利が上昇しかねない。

長期金利が上昇すると、内外金利差が縮小し、金利平価説からする長期円高圧力は解消に向かうことになる。このとき、これまでは円高の可能性に賭けて低金利の日本国債を購入してきた外人投資家は、日本国債への投資を引き上げにかかるだろう。また、1400兆円の個人金融資産も、対外投資の比重を高めてゆき、円安、金利上昇の要因となる。

金利が上昇すれば、設備投資、住宅投資は抑制される。大量に国債を保有している銀行に多額の含み損が発生し、再び銀行の資本不足、貸し渋り、景気後退をもたらすことになりかねない。インフレーションターゲットリングの導入が、逆にデフレ的に作用する可能性

すら否定できないのである。

7 非リカード効果は実現可能か

こうしたインフレーションターゲットリングの限界を踏まえてであろうが、日銀政策委員会の植田和男審議委員は、「流動性の罠」に陥り、金融政策の有効性が低下している現状での選択肢として、非リカード的財政政策が有効となりうる可能性を指摘している^{注6}。

ここで、非リカード的といっているのは、財政政策の効果についての考え方はケインズの考え方と同じだが、それをケインズ効果ではなく非リカード効果と称するのは、将来の租税負担の予想を織り込んでいるためと考えられる。リカードは、国債の発行は将来世代の税負担の増大につながることから、それを打ち消すように子孫に遺産を残すので、国債は税と等価であるという中立仮説を展開していた。

植田審議委員は、「デフレスパイラルを回避するためには、財政当局が国債残高があまり減らないように、拡張的財政政策を行うとともに将来の増税もしないと約束するといった非リカード的財政政策を行うことが有効であるとされる。なぜなら、将来の増税を伴わない減税策は、消費を刺激して物価を上昇させるし、それが既存の政府債務の実質価値を低下させて財政の方もつじつまがってしまうのである」と述べている^{注7}。

ここでの問題は、非リカード的政策が実現可能かどうかである。国債が高水準にまで累増した状態で、減税や財政支出の拡大を行ってさらに財政赤字を拡大させると、まもなく増税が行われるのではないかという懸念や、年金や高齢者医療などのセーフティネットが

持続可能ではなくなるのではないか、という懸念が生じかねない。その場合には、現在減税を行うことが逆効果になりかねない。植田審議委員も、「全てが上手くいくかどうか分からないし、こうした政策（非リカーディアンの財政政策）を推奨している訳でもない」と指摘しているのは、このためであろう。

このように、国債をインフレで帳消しにしようというケインズが好んだ方法は、もう過去の遺物になってしまった。それにもかかわらず、政治が、国債の日銀引き受けなど一層の金融緩和を喧伝しつつ、景気対策ならば何でもありとして国債増発を続けると、非リカード効果ではなく、次にみる非ケインズ効果が発現しないとも限らない。

8 非ケインズ効果の危険

国債残高が少ない間は、積極財政が景気を拡大するという、通常期待されている効果は表れうる。財政再建は国民の多くが死んだ後の遠い将来に行われるとみられ、国民は将来の増税を織り込まないで行動するからである。

だが、国債残高が高水準に達すると、さらなる国債増発は、自動車が壁にぶつかろうとしているのにアクセルをふかすことと同じような現象を引き起こす。たとえケインズの思考に埋没した近視眼の国民であっても、壁に衝突するという危険に対しては心理的恐慌を来すはずである。つまり、生きている間に財政再建が行われるのではないか、あるいはそれを行わなければならないと予想するようになる。

このように、国債残高が非常に多い状況のなかで大規模な景気対策が行われると、政府

債務の持続可能性に疑問がもたれ、消費者は「最後の審判の日」が近づいた、つまり利払いと償還の負担を将来世代に転嫁することができず、明日にも自らに増税が降りかかってくると悟るようになってくる。

こうした予想が働くなかで財政赤字が拡大すると、将来の可処分所得の現在価値が低下し、個人消費が抑制される。また、政府債務がさらに増大することによって政府への信認が低下し、国債にはリスクプレミアムが求められ、為替レートは下落に向かう。これが金利の上昇を通じて、民間投資と個人消費に影響を与える。これが、非ケインズ効果と呼ばれる現象であり、1990～93年のスウェーデンや、92～95年のイタリアなどで発生した。

わが国は、1992年8月以降、累計で12回、140兆円もの景気対策を発動してきた。金融政策では、1991年7月以降、金利引き下げなど一貫して緩和政策を取り続けてきた。こうしたマクロ経済政策で、日本経済が持続可能な成長経路に復帰できたわけではない。

冷戦の終焉、そして情報通信技術の革新という世界レベルでの大きな産業構造の変化に直面してきたわけだから、企業も家計もそれへの対応を進めねばならなかった。しかし、変化への対応には痛みが伴うとして、時間稼ぎのためにマクロ経済政策を総動員してきたのではないか。

間違った処方薬を長期にわたって大量に服用した結果、日本国債にはリスクプレミアムが求められるようになり、時間稼ぎももはや臨界点に限りなく近づきつつある。財政政策で景気を刺激できるという非リカード効果にはもう期待できない。税制改革について多年度税収中立を図るという小泉総理の指示は、

非リカード効果を否定するとともに、非ケインズ効果を発現させないためのぎりぎりの判断といえるのではないか。

こうした状況で、さらに財政拡大策を繰り返すと、政府債務が維持可能な状態を超えて拡大を続け、金利が上昇する危険が高まってくる。日本国債の信認が低下し、もうこれ以上の円高はないだろうと人々が考えた時点で、資本流出が起こり、金利上昇が始まる。すると、貯蓄超過であるのに金利が上がるはずがない、米国債などへの投資をやめさせるべきだ、という主張が出てこないとは限らない。偏狭なナショナリズムと景気対策を求める声とが共鳴しあって、金融鎖国という、いつか来た道を歩みかねない。

日本国債のリスクプレミアムは、こうした最悪のシナリオへの警告として謙虚に受けとめるべきであろう。

注

- 1 富田俊基「再定義を迫られる国債管理政策」『知的資産創造』2001年12月号
- 2 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』東洋経済新報社、1999年
- 3 伊藤正直ほか編著『金融危機と革新』日本経済評論社、2000年
- 4 カリフォルニア大学バークレー校のオブズフェルドと同デービス校のテイラーによれば、1914年までの国際金本位制の時代には、金本位制を

採用する国々の国債には「承認の証印」が押印されているという効果があり、英国債との金利差は極めて低く抑えられていた。しかし、第一次世界大戦後の再建された金本位制のもとでは、金本位制にコミットすることだけでは、その国の国債に高い信用は与えられず、英国債とのスプレッドはそれ以前よりも大きいものが求められた。この傾向は、中心国や英連邦諸国以外の周辺国で顕著であった。ここでは、わが国はアルゼンチン、メキシコ、ブラジル、イタリアなどとともに周辺国に分類されている。Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Markets," NBER Working Paper 8846, February 2002

- 5 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、2001年
- 6 植田和男「流動性の罫と金融政策」日本金融学会、2001年9月29日
- 7 「流動性の罫」の状態における非リカード的財政政策の考え方は、政府はデフォルトすることはないという仮定のもとで、インフレは金融政策によってではなく、財政政策つまり政府と中央銀行の対民間債務の増加によってもたらされる、つまり物価水準の決定に金融政策が関与できない可能性を示すという「物価水準の財政理論」を前提とするものである。

著者

富田俊基（とみたとしき）
研究理事、京都大学経済学博士
専門は経済政策