

## 財政の危機的状況と国債の高価格

一橋大学 浅子和美

1980年代後半期の日本経済は、地価や株価など資産価格が高騰した。今振り返るならば、これはまさにバブルであったと解釈すべきであるが、当時は資産価格の高騰が経済の実態を反映したものの見解も有力であった。時代が下って1990年代の半ば以降の国債価格も高水準で推移しており、G7諸国で最悪といわれる財政事情を鑑みるときに、これもバブルではないかとの見方もある。筆者は、浅子・加納・佐野(1990)や浅子(1990)で株価や地価についてはバブル説の検証を試みその存在を確認した経験を持つが、ここでは昨今の国債価格のバブル説を批判的に検討する。といっても、この問題についてどちらかの説に与するということは、第一種の過誤と第二種の過誤の確率に主観的評価を加えるという程度の微妙な問題であり、以下本論で展開するように問題は決して自明なことではない。

確かに、最近の日本の財政事情は急激に悪化しており、長期不況感が漂う日本経済にとっては如何にも日本の財政が「危機的状況」にあることの証左のようにみえる。これだけをとれば、本来は国債の利回りは大きく上昇し国債価格は暴落してもおかしくない。ところが、日本は世界一の資産国でもある。そもそも海外部門が保有する国債残高はたかだか全体の5~6%程度にとどまっており、ファンダメンタルズでいえば対外支払いに窮しているアルゼンチンなどの対外債務国とは根本的に異なっている。

また、日本の国債市場にはいくつかの構造的特徴もある。まず第1に、国債の発行残高そのものは巨額に上るが、最近では全体の6割近くは政府と日銀が保有しており、民間部門が保有する残高は約4割に過ぎない。当然ながら、前者は公的部門を連結させたバランスシートを作成すると完全に相殺される。第2に、民間部門の投資主体としては金融機関や投資信託などの機関投資家が高いシェアを占め、個人のシェアが極端に低い。もちろん、個人は郵便貯金や銀行預金を通じて間接的には国債を保有しているが、直接国債を保有する態勢にはなっていない。個人金融資産残高が1400兆円といわれる時代に、これは不可解なことであるが、まさに間接金融が優位な金融システムの帰結なのであろう。

国債市場のこうした実態をどのようにとらえるかが、国債価格にバブルがあると認定するか、あるいはファンダメンタルズを正常に反映したものであると評価するか、の分岐点となる。たとえば、「国債市場の需要側が限られた投資主体で占められており、しかもそれらが同質的であり、しばしば横並び行動的に一斉に売り買いに走る傾向があることから、国債価格のボラテリティが高くなる傾向がある。ボラテリティが高いと国債保有に対するリスクプレミアムが高まり、国債価格に下落圧力が働く可能性がある。にもかかわらず国債価格が高水準で推移すれば、これはバブルかもしれない。」といった連想が働こう。本稿では、こうした市場構造と市場のパフォーマンスは、相互に関係があるとはいえ、本来は峻別されなければならないとの鉄則に従い、国債価格の動向は市場構造を所与として判

断する。

さて、本稿では 1990 年代後半期以降の日本の国債市場にバブルがあるか否かを検討するが、かつて株価や地価に対して行ったようなデータを用いた統計的検証を行うわけではない。多少の思考実験を行うだけであり、その意味では国債の発行残高などの具体的な数値はとくだん問題にしない。また、この時期には、日本の国債利回り（本稿の目的にとっては本質的ではないので、ここでは利回りと利子率を厳密には区別しない）に限らず、公定歩合が低水準で推移したのに代表されるように、さまざまな金融商品の利子率体系全体にわたって低水準で推移したのも事実であるが、その根本的な原因については言及せず、これも所与とする。

要するに、本稿では金融市場の一般均衡分析を意図するわけではなく、その一部である国債市場について部分均衡分析を行う。国債市場が金融システムの中で占めるシェアの高さなどこの前提を逸脱している可能性がないわけではないが、国債市場がらみで国債価格に影響を与える要因は部分均衡分析によってよりクローズアップされると考える。より具体的には、現在の財政事情が一段と悪化し将来に向かっての持続可能性が疑問視されるのであれば、現時点で国債の価格に織り込まれると考える。しかし、現実には、日本の財政事情の悪化にもかかわらず、いわばナイーブな経済理論に反する形で高価格を維持しており、その説明が求められている。

本稿の構成は以下の通りである。まず第 1 節と第 2 節では、本稿の目的である国債価格が高い（利回りは低い）理由の説明として、バブル説とファンダメンタルズ説を展開する。浅子（2001）では、あらかじめどちらかに与することなく問題の整理を試みたが、本稿ではバブル説には批判的に検討する。換言すれば、バブルと片付けられない理論的根拠があるのでとて考え、いくつかの視点からその説明を試みる。それらは同世代の分配問題（第 3 節）、国債の純資産性（第 4 節）、国のバランスシート（第 5 節）、財政赤字の持続性（第 6 節）といった視点であり、これらが財政の危機的状況との関連でもつ意味合いについて考察する。

## 1. 国債価格のバブル説

バブルは合理的バブルと非合理的バブルに分類される。合理的バブルは、代替的な資産間の期待収益率が等しくなるという裁定条件（資産市場の均衡条件でもある）を満足しつつ膨張する資産価格の経路を意味し、この資産を需要する合理的根拠が与えられる。つまり、資産価格にバブルが存在しファンダメンタル価格から乖離していたとしても、そのバブルがさらに膨張すれば他の代替的資産を保有した場合の期待収益率を確保することは十分可能であり、そのための条件が裁定条件となる。

合理的バブルは株価や地価に発生する可能性がある。しかしながら、理論的には、国債

のように満期のある資産には発生しない。有限時点に満期が到来するととなり、その時点での償還価格が決まっていることから、期待収益率で逆算したその前の期の価格も決まり、同じ算段でそのまた前の期の価格も決まる、・・・と連鎖が続き、結局現時点での価格も特定の値に決まらなければならないからである。この特定の値がファンダメンタル価格に他ならない。

もっとも、このロジックは決定論的なバブルのみに当てはまる。現実には、常時バブルが発生・崩壊を繰り返す確率論的なバブルを考える必要があり、その場合には満期の存在自体は、その近傍にいない限り、たいした制約とはならないであろう。すなわち、プラクティカルな意味では、国債価格にも合理的なバブルがあってもおかしくない。あるいは、現時点の情報の下での条件付き期待経路としての合理的バブルは存在しないとしても、事後的にはその経路から外れることは十分有り得ると考えても良い。

なお、資産間の裁定条件を満たさない非合理的バブルについては、理論的には資産価格に何が起こっても不思議ではない。こうなると経済分析の対象外とならざるを得ないが、多少折衷的なアプローチとして合理的バブルの条件である裁定条件が限定的に成立しない可能性を導入することは可能である。たとえば、時期によって満たされたり満たされなかったり、あるいは厳密には等号では成立しないが、それに近い形で成立している場合である。満期時点が相当先の場合には、割引率の程度によっては満期時の帰結を過小評価してしまう可能性もあり、この場合にもバブルが生じるであろう。

## 2 ファンダメンタルズ説

ファンダメンタルズ説は、日本の国債を取り巻く環境を踏まえた場合には、高すぎると評価される価格も妥当な水準にあるという考え方である。国債の価格を決定付ける基礎的要件としては、利付国債を前提としてクーポンの額と利払いと償還の確実性、それに代替資産の利子率の水準となる。こうした要因のなかでは利払いや償還の確実性が評価の分かれるところであり、現在の日本の国債価格をファンダメンタルズ説で解釈する場合には、将来に向かっての財政赤字の持続可能性にはとくだん問題がないと評価していることになる。この問題については次節以降で多少詳しく考察するが、とりあえずいくつかの傍証を指摘しておこう。

まず第1に、日本には多額の対外純資産があり、これがマイナスの国の国債とは異なるという指摘がある。国債は国（日本人）の負債であるが、資産として保有する所有者が日本人だけとすれば、日本人の間で資産と負債が相殺し、ネットの負債残高はゼロとなる。すなわち、純粋の内国債は単に国内の富の分配の問題であり、国としての対外支払いに関しては何の関係ももたない。残るのは国内の不平等な資産分布だけである。この点は次節で多少詳しく説明する。

第2は、国債を発行して集めた資金を何に使ったかの問題である。換言すると、国債は

政府の負債であるのは確かであるが、政府にそれに見合う資産が残っているか否かである。この点に関しては、日本の場合、法律によって建設国債と赤字国債（特例国債）の厳然たる区別が存することは周知の通りであり、建設国債は資産の裏付けのある国債、赤字国債は資産の裏付けのない国債と理解できる。第5節で考察するように、建設国債に対応する資産の評価において、資産として計上される対象物の範囲をはじめその経済価値（市場価値）の帰属計算に至るまで、現状ではその評価額が実態よりもかなり過小評価されている可能性がある。仮にこの見方が正しいとすれば、財政赤字の累積額も負債額だけの数字に比して資産額を相殺した純額としては、その額が大幅に減少することになる。

以上、日本の国債に高い価格がつくのも当然とのファンダメンタルズ説の根拠をあげてみた。これに対して、国債価格にはほんらい日本経済の総合力が反映されるべきであり、その「総合力」がファンダメンタルズと呼ぶにふさわしいという考え方もある。例えば、欧米の格付け会社の日本国債に対する格下げの背景には、財政事情の悪化そのものというよりは、不良債権処理など構造改革が進まない日本経済に警鐘を鳴らす意味合いがあると思われる。こうした格付けが経済学の論理に沿わない形でなされているのはしばしば指摘されるところであるが、とはいえマーケットの雰囲気伝えるシグナルになっているのも確かであろう。バブル説の支援材料である。

### 3．国債は同世代の分配問題

国債発行は現在世代から国債が償還される将来世代への負担の転嫁である、といったことがよく主張される。ここから、財政赤字の蓄積は将来世代に負担を押し付けるものであり無責任極まりない、という主張が続く。これらの主張がそれなりの前提の下では間違っているわけではないが、以下では視点を変えて、国債の発行は発行された時点での同世代の人々の間での分配問題であることを説明する。ファンダメンタルズ説の背景にある重要な理論的支柱となる考え方である。

いま、簡単化のために、国民は2人からなり、1人は国債を保有し、もう1人は保有していないとしよう（各タイプの間が多数いても、以下の議論はまったく同様に考えることができる）。国債は  $B$  だけの残高があり、この償還には国民2人で均等に負担するものとしてしよう。すなわち、各人は償還時に  $B/2$  だけ税金を支払う。仮に償還が将来起こる場合にはこの分の現在価値が負債額となるが、いま割引率をゼロとすれば、そのまま現在の負債額となる。したがって、国債の保有者の純資産は  $B - B/2 = B/2$  であり、国債を保有しない者の純資産は  $0 - B/2 = -B/2$  となる。日本人全体では、明らかに純資産は相殺されてゼロとなり、国債の発行による変化は以前と比して富の不平等を拡大させるだけとなる（いまの例では、富の絶対格差は変わらない）。

もっとも、富める者も国債発行によって富が増加するわけではない。国債を  $B$  だけ買う前の資産残高は（限界部分だけ考えるとして）その分の  $B$  であったのに対し、国債発

行後の資産価値は  $B + B/2 = -B/2$  と減少している。この例では富者も貧者も同じだけ富が減少するが、実はこれらは国債の償還のための税金分に等しい。もし、国債の発行時点で集められた資金  $B$  を国民に均等（すなわち富者も貧者も  $B/2$  ずつ）に分配していれば、税金分も差し引きゼロとなりすべてが国債発行前と変わらない。

すなわち、国債の発行は発行時点で存在している同世代の人々の間での資金のやり取りが行われることを意味するが、日本経済をマクロ的にみた場合には、そのことが直接現時点の資源配分に必然的な何らかのインパクトを及ぼすわけではない。その意味では、国債の発行には社会的コストは発生しない。もちろん、国債発行によって得られた資金をどのように使うかはマクロ的な資源配分にも少なからぬ影響を及ぼすが、これは国債発行によらないで現時点の増税によって資金を調達した場合でも同様であって、国債発行固有の問題ではない。

最後に、国債が同世代の人々の間での分配問題である事実を極端な形で確かめるために、仮に、政府自らの徳政令によって、国債残高をすべて無効にしたとしよう。国債の証書は紙切れとなり、その所有者には何の対価も支払われない。もちろん、国債の所有者は政府に抗議するであろうが、これはこれで国債の完全償還がなされ、将来世代はまったく関与しないまま国債問題の解決がなされたことになる。こうした事態は、戦争や革命、あるいはハイパーインフレーションなどと歴史的には形を変えてしばしば起こってきたことであり、その時代の同世代の人々の間での分配問題として理解されてきたのである。

#### 4．国債の資産性

ある時点をとった場合に国債は国の負債であるが、国はその償還に必要な資金や利払いに必要な資金を課税によって調達する。将来のこうした資金の流れを、国債の利子率で現在価値に割り引くとちょうど国債の残高に等しくなる。換言すると、将来の税金の流れの現在価値が国債の残高と等しくなる割引率の水準が国債利子率である。国債を保有している国民全体からみた場合に、こうした将来の課税を考慮した場合には、国債の純資産性はゼロとなる。ただし、この純資産性の計算においては、国債を発行して得られた資金の利用によって発生する便益は考慮していない。その分、まったく無益に浪費されたものとの前提であるが、仮に国債で調達された資金を資産運用すると考えるならば、現時点で国債残高分の資産が存在することになる。

#### 国債利子率と民間利子率

国債で調達した資金の使い道を考慮しなくても、国債利子率と民間の資金貸借の利子率との間に乖離があれば、国債の純資産性の計算に影響が及ぶ。一般には、国債利子率は民間利子率よりも低いのが経験則である。

いま、国債の所有者が、民間の金融商品で運用した場合の収益と比べて、国債の所有に対して最低限要求する収益率として国債利子率を解釈しよう。したがって、国債利子率を割引率として、民間金融商品の利息支払いの現在価値を求めたものが国債の資産価値となる。簡単化のために、国債利子率も民間の利子率も一定とし、満期が無限とすれば

$$\text{国債 1 単位の資産価値} = (\text{民間利子率}) / (\text{国債利子率})$$

となる。すなわち、国債の資産価値は、その額を国債で運用した場合に民間の金融商品で得られる収益を確保できる額として定義される。

他方、その国債の原価は1であるから、国債保有者のネットゲインは

$$\text{国債の資産価値} - \text{国債の原価} = (\text{民間利子率} - \text{国債利子率}) / (\text{国債利子率})$$

となる。これが国債の純資産性の尺度となる。明らかに、国債利子率と民間利子率が同じならば、国債の純資産性はゼロとなる。しかし、一般には、正となる。

#### 国債の発行残高増と金融市場の厚み

国債の純資産性の理論からは、国債の利子率が民間の利子率よりも低い限り、国債の発行額が多ければ多いほど国民の利益につながる事が分かる。国債残高の増加に対するアレルギーといった負の側面よりも、国債が意味する民間経済主体の間での資金の融通に対するプラスの評価が問題になる。民間での資金の貸借には高めの民間利子率が適用されるのに対して、国債を通じて政府が貸借に関与すれば、利子率が低い分国民にとってプラスとなるのである。この論理の延長として、国債の発行残高増が金融市場の厚みをもたらし、金融市場の機能を高めるチャンネルが評価される。

そもそも国の財政赤字の残高がたとえ 500 兆円といっても、それをゼロにする必要があるわけではない。国債は一方では国の債務（将来の増税含みという意味で国民の債務）であるのは確かであるが、他方で債権者も国民であって、平均的な日本国民像としては債権・債務が相殺される。したがって、国債の累増は、ミクロ的には資産の保有者と債務の保有者の二極分化が進むことを示唆するが、マクロ的には、国債が海外の経済主体に保有されているのでない限り、日本国民全体としては特段問題が生じるわけではない。むしろ、債権者と債務者が共存し、資金の融通がなされるという側面が重要であり、その発行残高が増えれば市場の厚みが増すことになるのである。

#### 5 . 国のバランスシート

本稿では決して放漫財政を容認しているわけではなく、財政の健全性の観点から財政構造改革の必要性があるのも理解している。しかしここで確認すべきは、現在ないし予想される将来の財政状況は、真実許容限度を超えているのであろうかという問いである。国債累増の「危機的状況」はグロスの負債残高が急膨張していることに注目が集中しているが、国が保有する資産の評価にも目を向ける必要がある。負債に見合う資産があれば、国債の累増を過度に憂いる根拠は薄いものとなろう。

最近では国のバランスシートの作成が進められているが、市場原理で律しきれない公的経済活動の評価には困難な面が多い。公的会計に民間企業なみの会計原則を徹底させるのが必ずしも適切とはいえない所以もここにあるが、ともあれ浅子（2001）などでは負債が拡大してきたのと同じく資産サイドの蓄積もそれなりに行われてきており、少なくとも公的年金部分を除けば、純負債という意味ではほとんど無視できる水準か、あるいは逆にプラス（すなわち純資産）になっていると整理している。しかもこの際、政府が保有する実物資産である政府資本（社会資本）の評価には、過小評価の疑いが強い。

## 社会資本の市場価値

政府資本は社会資本（インフラ）として社会的共通資本の一部を構成するが、社会的共通資本には他に海・河川・山野などの自然資本と司法・行政・教育・衛生などの制度資本が含まれる。いずれも私的財と異なって、程度の差はあるものの公共的な性質を有し、自由な市場メカニズムによる資源配分では市場の失敗が不可避である。一般論として、国債を発行した裏付けとして、建設国債には社会資本のストックがある。また赤字国債にも、環境浄化や人的資本の蓄積、治安維持など無形の資産蓄積があるものもある。こうした社会的共通資本の評価は、必ずしも過去における投下額で評価するのが適切でないものが多い。

以下では社会資本を対象を絞って市場評価の可能性を考察するが、ここでの趣旨は、市場価値（現在価値）が投下された価値（再取得価額）を越えているものが多いということである。自然資本や制度資本については、通常の評価の対象とならない価値があり、この傾向はさらに著しいと思われる。もちろん、公共投資の無駄が指摘される例もあり、これらは逆に市場価値が投下された価値を下回る事例になる。

さて、市場価値と投下価値（再取得価額）の比較をする指標として、民間資本に対してはトービンの $q$ の概念がある。これは

$$\text{トービンの } q = \text{市場価値} / \text{再取得価額}$$

で定義される。社会資本についてもトービンの $q$ を計算するのが直截的な方法であるが、一般的には社会資本の市場価値を評価するのが困難であろう。なぜならば、社会資本には

それを直接取引する市場がないのが通例であり、多くの場合市場価値（現在価値）は帰属計算によってのみ得ることができるからである。

そこで、別のアプローチとして、社会資本の限界生産力と民間資本の限界生産力を比較する。資本の効率的配分にとっては、それらは（それぞれの減耗率で調整して）均等化すべきものであり、かりに社会資本の限界生産力が民間資本の限界生産力を上回っているとすれば、さらに社会資本の蓄積に資源を投入すべきとのシグナルとなるからである。この分野の実証研究はいまではかなり蓄積されてきており、おおむね社会資本の生産力効果は相当大きなものでありしばしば民間資本の生産力を上回ることも計測されている。こうした研究からは、社会資本のなかにはその帰属価値が投下価値を上回るものも相当あることが示唆され、バランスシート上の資産の評価にも反映されるべきであることが分かる。

従来、国の資産を計算する場合に、道路などの社会資本はそれを売却して流動化するのが困難だとして、対象外としてきた。別の解釈としては、それらの市場性がないとして価格をゼロとして計算してきたことになる。しかし価格がゼロなのは供給が無限な自由財の場合に当てはまるのであって、社会資本の場合にはむしろ供給が過小な場合が多い。その意味では、根本的に誤った方法論を適用していることになる。建設国債の発行によって資金が調達され建設された社会資本は、その国債が市場で流通している限り、その分既に「流動化している」ということであって、資産評価の対象外とする判断はまったくの方向違いといえよう。

## 6．財政赤字の持続可能性

最後に、日本の財政赤字の持続可能性について検討する。政府債務が持続可能か否かをめぐっては、財政当局の試算を始めとしていくつもの実証分析が報告されており、それぞれの実証分析上の前提の違いなどによって、結果もイエスとノーが混在している。ここでは実際にデータに基づいた検証を試みるわけではないが、考え方を述べる。

従来のアプローチでは、まずは利用できる情報を最大限利用して将来の財政赤字の径路を推計する。そして、この径路と適当な割引率を基に、無限先における政府債務残高の期待割引現在価値がゼロとなるか否かをチェックする。具体的にチェックする方法は明示的直截的なものであったり間接的なものであったりするが、いずれも、将来における政府や民間経済主体の行動原理には、現時点で予測できる範囲から逸脱することはないものと想定する。

さて、ここで問題としたいのは、仮に政府債務残高の径路が発散径路に乗っているととして、政府なり民間セクターが、それを放置するだろうかという問いである。もちろん、「放置したくないが、實際上放置せざるを得ない」という状況も考えられなくはない。しかし、国民負担率が既に100%に近いような国民経済ならいざ知らず、50%にも達していない日本においては、その気になって国民負担率を高めれば発散径路を修正することは何時でも可



能と考えられる。もちろん、国民負担率を高めようとするれば国民の反発を買う可能性はある。国債を持つ者と持たざる者の不平等を、国債に対する課税で調整するのもよい。それらは政治的なコストであって、マクロ経済にとってのコストではない。

したがって、財政赤字の持続可能性の問題は、いくつかの段階に分けて整理されるべきであると考え。国民全体がその気になって対処するという前提下の「強い意味での持続可能性」は、たとえば国民負担率が70%以下の国民経済は条件を満たすとほぼ自動的に判定する。もちろん、閾値となる国民負担率については70%である必然性はなく、さらに細分してもよい。日本のように、こうした「強い意味での持続可能性」条件をクリアした場合には、経済成長率と実質利子率の間での相対的關係を問う「弱い意味での持続可能性」条件をチェックすればよい。

本稿で問題とした日本の国債価格が高い（利回りは低い）のには、たとえ「弱い意味での持続可能性」条件には疑問符がつくことがあったとしても、「強い意味での持続可能性」には決して疑問符がつかないという、投資家の確信が反映されているものと見なせよう。

## 7. おわりに

本稿では、高水準で推移する日本の国債価格をめぐって、それは高すぎるのか、当然なのか、といった問いに対して、どのように答えるのかを整理してみた。とりわけ、日本の財政が「危機的状況」にあるとの観察がなぜ国債価格に反映されないかを、視点を変えつつ繰り返し指摘した。これらが、単純なバブル説では片付けられないファンダメンタルズ要因といえよう。

本稿の考察は、国債市場の部分均衡分析を前提としており、その意味では国債利回りが他の長期利子率と比して低すぎない（国債価格が高すぎない）現象の解釈を行ったことになる。そもそも長期金利がなぜ低いかは、それを所与とせず内生変数とする一般均衡分析の対象となるべき問題であるが、この点の考察は別の稿に譲りたい。

## 引用文献

浅子和美(1990)「地価とバブル 動学的一般均衡モデルによる考察」, 住宅金融普及協会『住宅問題研究』Vol.6 No.4, 3-21頁。

浅子和美(2001)「日本の国債価格は高すぎるか」, 金融調査研究会報告書(27)『金融制度改革の諸課題と方向性』(全国銀行協会金融調査部), 35-50頁。

浅子和美・加納悟・佐野尚史（1990）「株価とバブル」, 西村清彦・三輪芳朗(編) 『日本の株価・地価 価格形成のメカニズム』(東京大学出版会), 57-86 頁。