

財政規律・国債市場と金融政策

渡辺 努

経済産業研究所
一橋大学経済研究所

2004年3月11日

本研究の関心

1. 財政規律とは何か？
2. 国債市場からの財政の規律づけはどのようなメカニズムを通じて働くのか？
3. 国債市場からの規律づけと中央銀行の行う金融政策はどのような関係にあるのか？
4. 日本の財政危機では国債市場からの規律づけは十分に働いてきたか？

主要国の財政事情

財政収支の対GDP 比率

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
日本	-4.7	-5.0	-3.8	-5.5	-7.2	-7.4	-6.1	-7.1	-7.4	-6.8	-6.9
米国	-3.1	-2.2	-0.9	0.3	0.7	1.4	-0.5	-3.4	-4.9	-5.1	-4.9
ドイツ	-3.3	-3.4	-2.7	-2.2	-1.5	1.3	-2.8	-3.5	-4.1	-3.7	-3.5
仏	-5.5	-4.1	-3.0	-2.7	-1.8	-1.4	-1.5	-3.1	-4.0	-3.7	-3.5
英	-5.8	-4.2	-2.2	0.1	1.1	3.9	0.7	-1.5	-2.9	-2.9	-3.2
伊	-7.6	-7.1	-2.7	-3.1	-1.8	-0.08	-2.7	-2.5	-2.7	-2.9	-3.9
カナダ	-5.3	-2.8	0.2	0.1	1.6	3.0	1.4	0.8	1.0	0.7	0.8

財政規律メカニズム

1. 政治プロセスによる規律づけ
 - 「財政構造改革法」
2. 財政ルールによる規律づけ
 - マーストリヒト条約
 - Growth and Stability Pact (成長・安定協定)
3. 市場メカニズムによる規律づけ

企業経営と財政運営の類似性(1)

- 企業の経営規律は株主の監視と、それを反映した株価の変動によって維持される、と言われることが多い。

「株価は企業の通信簿」

- 国債市場を通じた財政規律についてもこれと同様に理解することができる。
- 企業と政府は対市場という点では同格ということを利用すると財政規律の様々な側面が見えてくる。

企業経営と財政運営の類似性(2)

「株価は企業の通信簿」

株式時価総額

= 税引き後企業収益の流列(予想値)の
割引現在価値

「国債価格は政府の通信簿」

国債の時価総額/物価

= 財政の基礎的収支(primary balance)の流列
(予想値)の割引現在価値

政府の予算制約式

国債時価総額

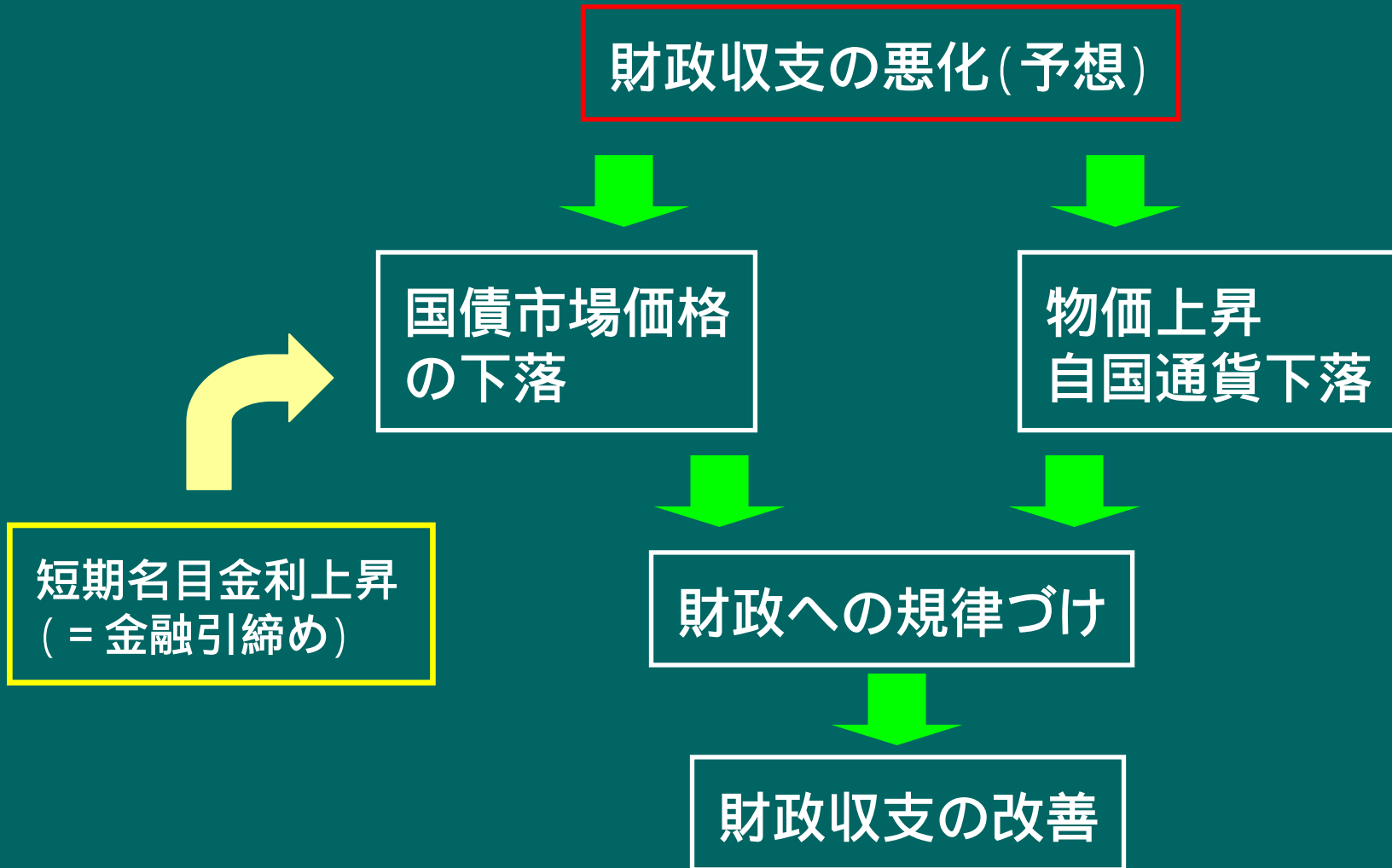
$$\frac{\left[\sum_{j=0}^{\infty} Q_{t,t+j} B_{t-1,t+j} \right]}{P_t} = \left[\sum_{j=0}^{\infty} D_{t,t+j} S_{t,t+j} \right]$$

国債実質価格

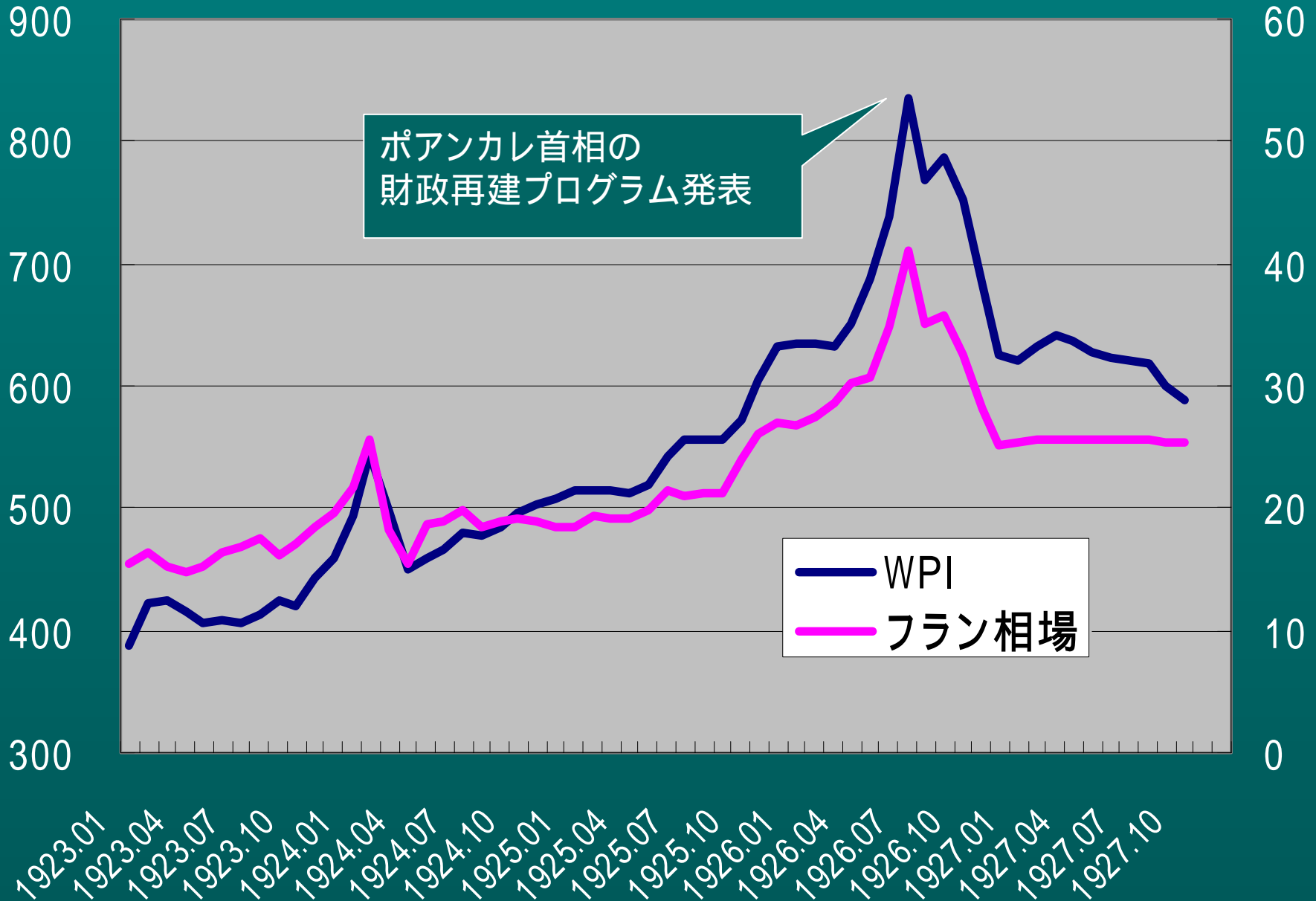
第t期の物価水準

財政収支の割引現在価値

規律づけの2つのチャンネル



ポアンカレの奇跡 (1926年)



米国の国債価格支持政策, 1942-51

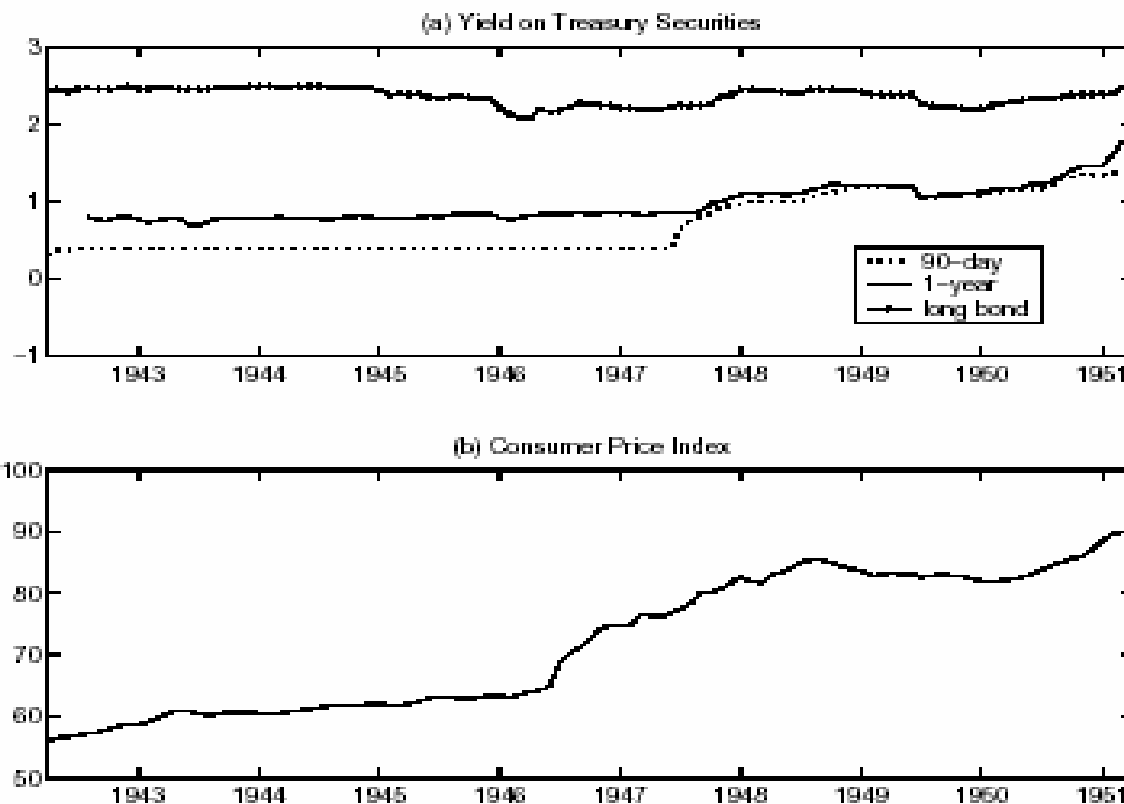


Figure 1: The U.S. bond-price support regime, 1942-51. (a) Yields on Treasury securities. (b) Evolution of the consumer price index.

2つのチャネルの比較

第1のチャネル = 「時間稼ぎ」型

- 国債市場価格の下落により既発国債の保有者が損失を被る。
- 物価上昇や自国通貨下落を将来に先送りし、時間稼ぎをする。その間に、物価上昇・通貨安の懸念を梃子に財政規律の回復を図る。

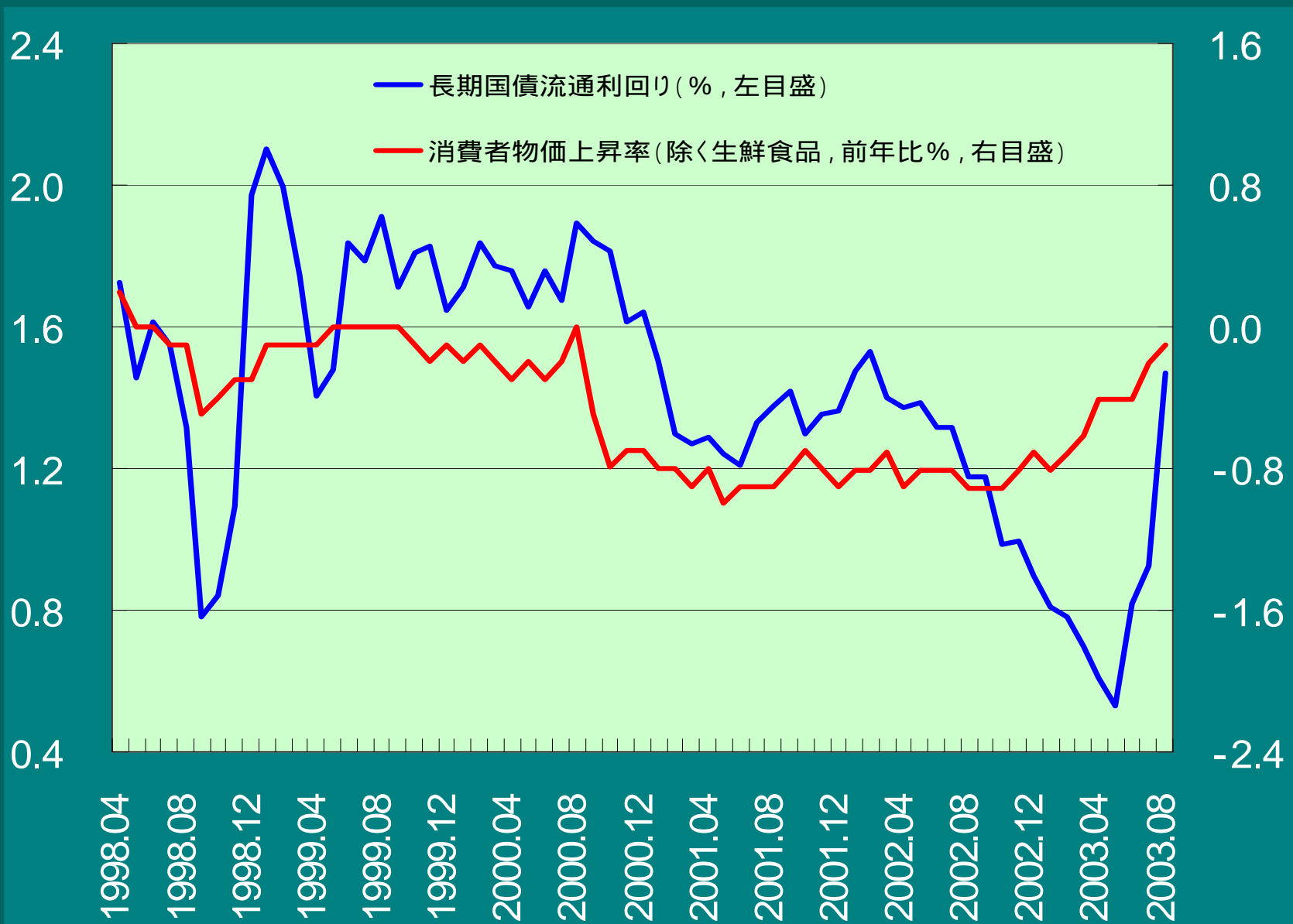
第2のチャネル = 「ハードランディング」型

- 物価上昇・通貨下落というコストを直ちに発生させる。

金融政策運営への含意

- 「通説」によれば、中央銀行は金融を緩和して(= 名目短期金利の引き下げ) , 国債の消化を手助けすべきでない。
- しかし、以上の分析によれば、これでは不十分である。財政規律を強めるために中央銀行に求められているのは、もう一歩踏み込んで、名目短期金利を引き上げることであり、財政に対して警告を発する役割が期待されている。
 - 財政と無関係に金融政策が運営されるという意味での中央銀行の独立性は正当化されない。

日本の国債金利とCPI上昇率



政府の予算制約式

国債時価総額

$$\frac{\left[\sum_{j=0}^{\infty} Q_{t,t+j} B_{t-1,t+j} \right]}{P_t} = \left[\sum_{j=0}^{\infty} D_{t,t+j} S_{t,t+j} \right]$$

国債実質価格

第t期の物価水準

財政収支の割引現在価値

市場規律の限界

- 市場規律が働くのは右辺が変化する場合に限られる。市場が行うのは**相対的な評価**のみ。
 - 財政収支が悪化したとしても、同時に割引率が大幅に低下すれば、右辺は上昇する。この場合には、財政収支が悪化しているにもかかわらず国債価格が上昇する。これは、割引率で表される経済全体のパフォーマンスとの対比で財政余剰を評価しているため。
 - 市場以外の人々が財政状況を評価するときには、過去との実績や海外の政府の実績が比較の基準になる。
 - 2000年夏から2003年夏までの国債価格上昇は、民間投資機会の収益率が大幅に低下し、それとの対比では国債はless badな投資対象だった可能性を示唆している。
- 投資家が関心をもつのは政府の支払能力だけ。当然のことながら、支出の効率性などのpolicy evaluationには関心ない。ここまでの規律を市場に求めることはできない。