



RIETI Discussion Paper Series 25-J-030

# 日本の「とてつもない特権」の持続性に関する再検討

ケネス・ロゴフ  
ハーバード大学

田代 毅  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

## 日本の「とてつもない特権」の持続性に関する再検討<sup>1</sup>

ケネス・ロゴフ（ハーバード大学）

田代毅（経済産業研究所、ピーターソン国際経済研究所）

### 要 旨

ドルの「とてつもない特権」の規模、範囲、さらにはその性質そのものに対する疑念が再燃する中、我々は日本の特権、すなわち対外バランスシートにおける持続的な超過収益に改めて注目する。これは一部、安全な政府債務を大規模に発行できる能力に由来する。ただし、この特権の維持には、日本の債務ダイナミクスを管理し、インフレを適切に保つことという留保が存在する。

キーワード：とてつもない特権、収益率の差、安全資産

JEL classification: F30

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

---

<sup>1</sup>本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）における研究成果の一部である。

本稿の原案は、経済産業研究所（RIETI）のディスカッション・ペーパー検討会で発表を行ったものである。検討会参加者からの有益なコメントに感謝したい。また、本稿の作成にあたっては、グレッグ・オークレア、オリヴィエ・ブランシャール、深尾京司、ジョセフ・ガニョン、小林慶一郎、黒崎哲夫、アダム・ポーゼン、富浦英一、アンヘル・ウビデ、ニコラ・ヴェロン各氏から極めて有益なコメントと助言を賜り、深く感謝する。本論文の見解は著者らの責任のみによるものであり、所属組織の見解を代表するものと解釈されるべきではない。

## 導入：「とてつもない特権」の終焉？

米国の「とてつもない特権」の衰退を巡る議論が再燃している。この言葉はフランスの元財務大臣であるヴァレリー・ジスカル・デスタンが提唱したものである。公的・民間を問わず米ドル建て債券に対する世界的な需要、株式や対外直接投資など高利回り資産を海外で米国が購入できる状況を捉えたものだ。確かに、世界貿易の共通通貨としての役割や、大半の中央銀行のポートフォリオにおける主要な外国資産としての地位を含むものであるが、ドルの準備通貨の地位は米国の「とてつもない特権」の重要な要素ではありつつも、その全てというわけではない（Rogoff 2025）。

しかし、この現象は米国固有のものではない<sup>2</sup>。Nievas and Sodano（2024）が指摘するように、米国の外では規模は小さいものの、幅広く先進国での特権が持続的に存在する。先進国・新興国を問わず、外貨準備は膨大であり、主に米ドル（5 分の 3 程度）で保有されているが、ユーロ、円、その他の主要通貨でも保有されている。日本は特に長年、極めて低い金利の恩恵を受けており、Rogoff and Tashiro（2015）によれば、円が準備通貨としてドルやユーロに大きく劣るにもかかわらず、日本版の「とてつもない特権」を享受してきた。とはいえ、実際のところ、日本のケースでは三つの要素が連動している。第一に、対外バランスシートがプラスの超過収益を生み出す傾向にある。これはジスカル・デスタンが「とてつもない特権」として狭義に意味したものである。第二に、外国投資家は歴史的に日本国債市場の安全性と流動性を高く評価してきた。実際には、投資家が国債に対して安全プレミアムを支払う意思があるため、日本は公的債務の水準だけから予測される利回りよりも低い水準で資金調達できることが多い。第三に、安全資産としての側面があり、投資家がリスク回避を志向するとベンチマークとなるソブリン債利回りは低下する傾向がある。後者の二つは日本の特権を持続させる構造的なチャネ

---

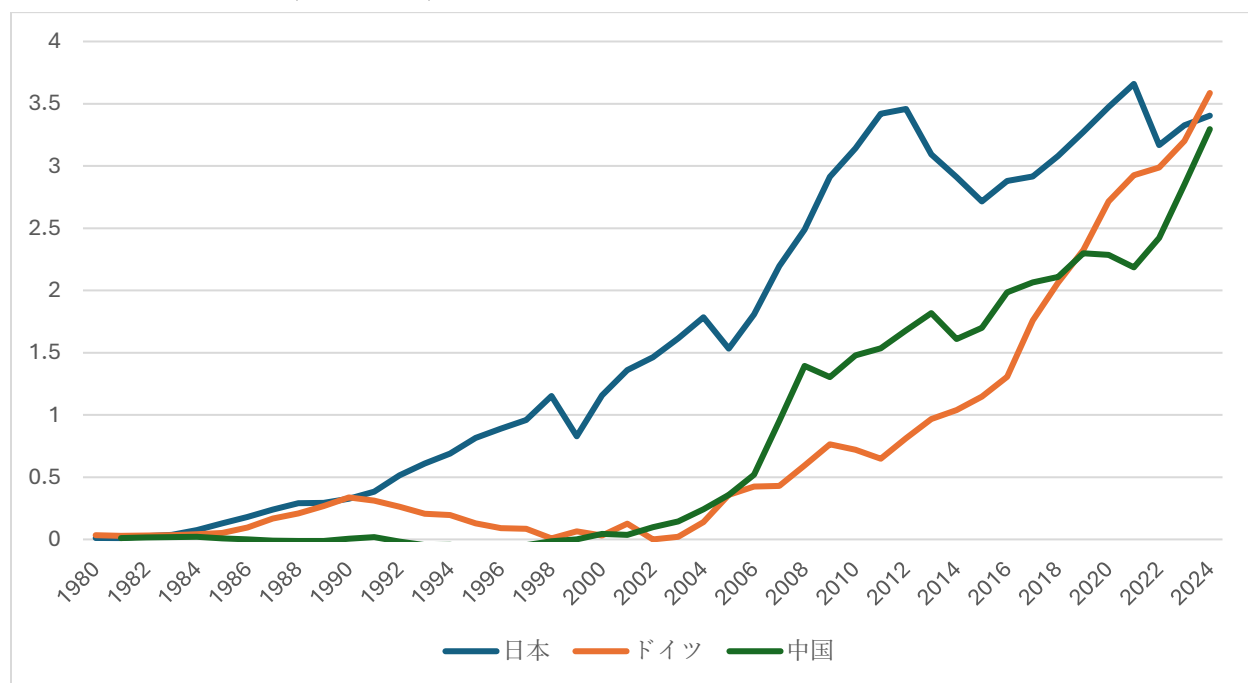
<sup>2</sup> 米国に関する最近の研究（例：Tabova and Warnock 2025）は、ポートフォリオレベルの変化、幾何平均リターンと算術平均リターンの比較、および証券レベルでの期待リターンの測定を強調している。日本を対象とする我々の分析はこれらの 3 点で異なる：核となる結果は株式中心のポートフォリオの構成変化ではなく債券の収益差の要素に依存する；評価額の変化を除く利回りのみの場合、幾何平均は算術平均に極めて近い。結論はいずれの平均値を取るかには左右されない；日本の所得収支データは報告通り実際のフローにより記録されている（推計を用いる割引債は対称的と考えられる）。米国商務省経済分析局「U.S. International Economic Accounts: Concepts and Methods」及び日本銀行「国際収支関連統計 項目別の計上方法」を参照。したがって我々は、米国の知見を参考にはするが、日本にとっては決定的ではないものとして扱う。

ルを説明するが、それらは必要条件でも十分条件でもない。ドルの準備通貨としての役割は 10 年ほど前にピークを迎え、その後市場シェアは低下していると指摘する者もある。こうした状況下で、日本の「とてつもない特権」がどのように推移してきたかを問うのは興味深いタイミングである。

## 日本は世界最大の純債権国ではなくなった

日本の対外純資産は 2024 年に過去最高の 533 兆円（約 3.4 兆米ドル）に達した。しかしドイツの対外純資産は約 569 兆円（3.6 兆米ドル）で日本を抜き、世界最大の純債権国となったことで、日本の 33 年間にわたる首位が終焉を迎えた（図 1）。「とてつもない特権」に関する多くの文献は、米国のパラドックスから派生したものだ。巨額の対外純負債にもかかわらず、米国は歴史的に対外バランスシートで正の超過収益を上げてきた。Gourinchas and Rey（2007）は米国についてこれを実証し、Rogoff and Tashiro（2015）は数十年にわたる世界最大の純債権国としての日本の事例を分析している。この枠組みを用いて Gourinchas（2025）は貿易摩擦の高まりと米国の例外主義への疑念の中で、米国の特権が弱まりつつある兆候を指摘している。

図 1：対外純資産（兆米ドル）



出所: International Monetary Fund, International Investment Position and Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2024, "The External Wealth of Nations Database," The Brookings Institution

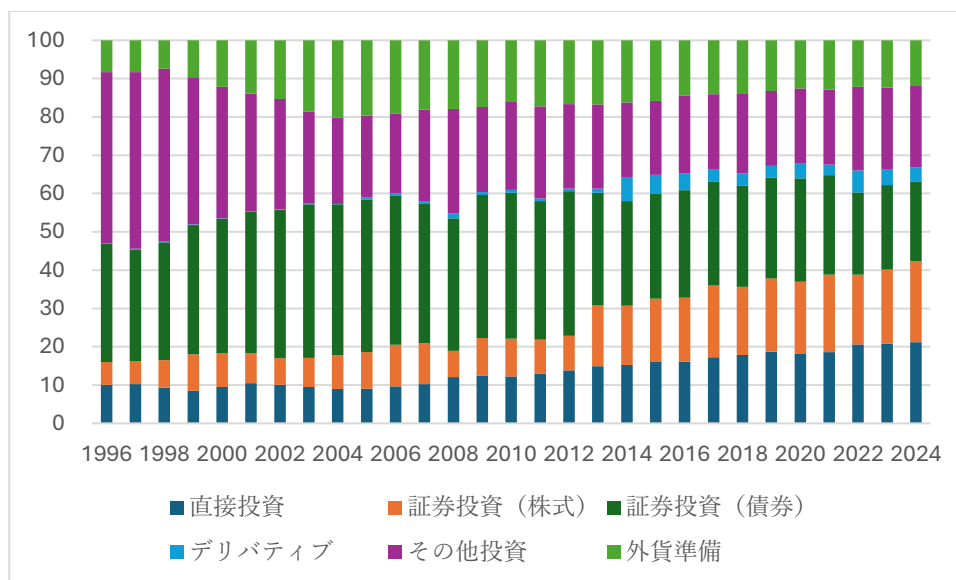
注: 日本 (1980 年–1995 年) は the External Wealth of Nations Database の official IIP を用いた。  
中国 (1981 年–2003 年) は the External Wealth of Nations Database の net IIP excluding gold を  
用いた。他の年は IMF。

## 日本の対外ポジション：規模拡大の一方で為替と市場リスクへの感応度は上昇

前回の論文発表から 10 年間で、日本の対外ポジションは著しく変化した。日本経済はグローバル市場への統合をさらに深めており、その象徴的な一步が環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）の批准における日本の主導的役割であった。日本経済の世界経済への統合が進むにつれ、日本企業は対外投資を拡大している。資産の大半は円建てで約半分が現金・預金で保有されている家計では顕著なホームバイアスが残っているが、2024 年に開始された新 NISA 制度（個人投資家向け非課税制度）により、特に若年世帯を中心に保有資産を市場性の資産（海外資産を含む）へ移行し始めている。公的部門では、資産規模が 260 兆円（約 1.7 兆米ドル）を超える年金基金（GPIF）が運用資産の約半分以上を日本国外の資産に配分している。

近年、変化が最も顕著に表れているのは規模である。GDP はわずかな伸びにとどまる一方、日本の対外純資産は拡大を続け、現在では GDP の約 80% に達している。円安は機械的に外貨建て資産の円換算価値を押し上げ、この増加に寄与した。構成も変化している。2024 年末時点で、対外資産のうち直接投資、ポートフォリオ株式、ポートフォリオ債券、その他投資（例：銀行の国際貸付、通貨・預金）にそれぞれ概ね 5 分の 1 ずつ分散されている。これは、日本が世界最大の純債権国となった 30 年前の構成とは対照的である。当時は対外資産の約半分がその他投資に分類され、直接投資はわずか 1 割程度を占めるに過ぎなかった。株式や直接投資の比重が高まった新たな構成は、期待収益率の向上を支える一方で、市場や為替レートの変動に対する感応度を高めている（図 2）。

図 2：日本の対外資産の構成（%）



出所：財務省、日本銀行

この変化は、ショックと構造調整の双方を反映している。具体的には、2008 年から 2009 年にかけての世界金融危機における輸出の急減、東日本大震災と 2011 年の東南アジア洪水によるサプライチェーンの混乱、新興経済国（特に中国）への生産のオフショアリング、そして最近では最終市場に近い場所への製造業の移転が挙げられる。

第二の現れは為替レート効果である。1995 年から 2024 年にかけて、円安が進むにつれ、日本の対外純資産は米ドル建てよりも円建てでの大幅な増加を示した。日本の対外資産の通貨構成（対外資産は主に外貨建て、負債は主に円建て）を考慮すると、円安は負債に対する資産の円建て価値を機械的に押し上げ、円建ての対外純資産対 GDP 比率を高め、為替感応度を強める。米ドル建てでは、こうした評価効果とドイツ自身の純資産蓄積が相まって、ドイツが現在わずかに日本を上回り世界最大の純債権国となっている理由を説明している。負債側でも同様のパターンが見られる。円建てでは負債が大幅に増加した一方、米ドル建てでは増加幅がより控えめであり、日本の名目 NIIP は為替変動の影響をより受けやすくなっている（図 4 参照）。

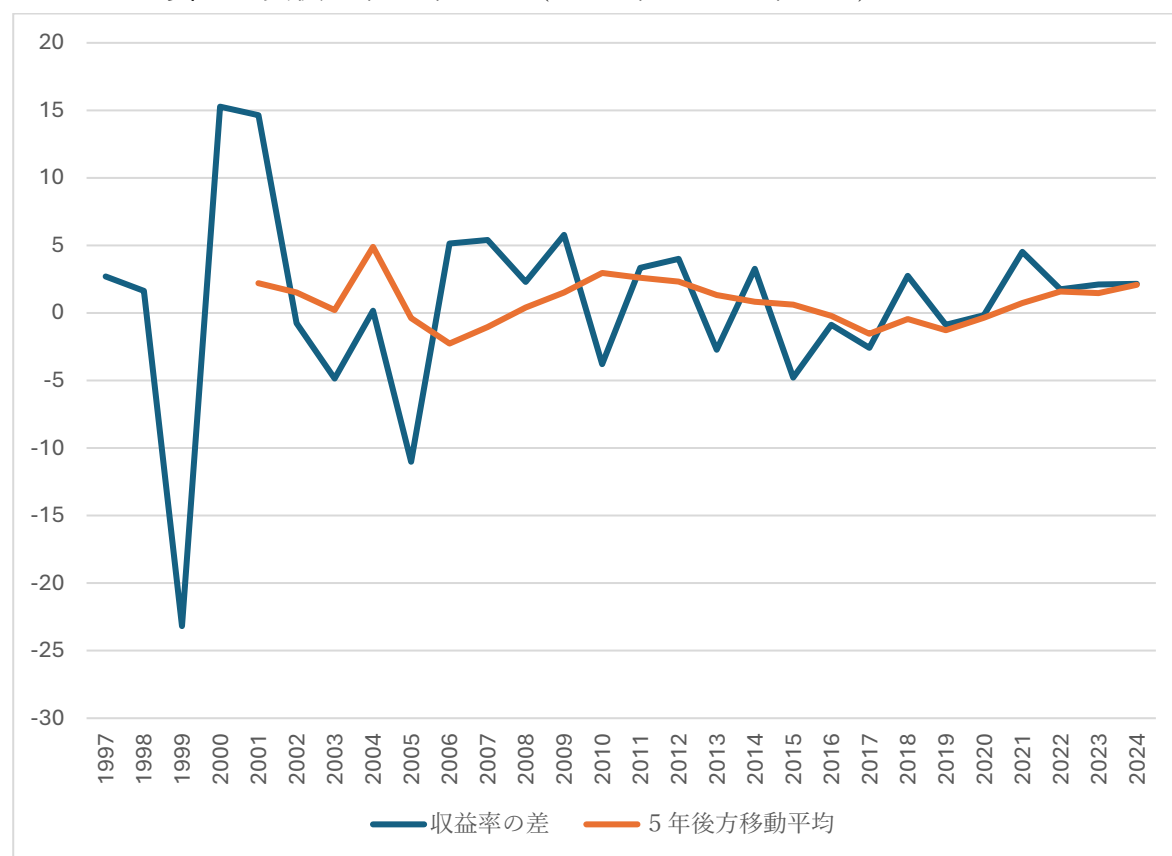
### とてつもない特権：対外資産・負債の収益率の差

日本の対外資産・負債の推移を背景として対外資産の収益率から対外負債の収益率を差し引いた超過収益( $r_a - r_l$ )として定義される「とてつもない特権」を評価し、その要因を検討する。図 3 が示すように、日本は依然として正の超過収益を得ている。1997 年から

2014 年（前回論文の対象期間）の差は約 1.0 パーセントポイントであり、1997 年から 2024 年まで延長すると約 0.8 パーセントポイントに低下する。収益率の差は縮小したもの、依然として正の値を維持している。



図3：対外資産・負債の収益率の差（1997年～2024年、%）



出所：財務省、日本銀行

注：2つの指標を分析する。所得収支のみの利回り（評価額を除く）＝第一次所得収支を前年度資産（または負債）ストックで除した値。総収益（評価額およびその他の調整を含む）＝第一次所得収支にストック・フロー調整を加え、前年度ストックで除した値。ストック・フロー調整はストックの変化額から金融収支を差し引いたもので、評価額変動およびその他の統計的調整を含むため、市場収益を示すものではない。金融派生商品は除外。

詳細を見ると、状況はより複雑である。表1は資産クラス別の収益率の差と、為替変動の影響を除外した収益率の差を為替変動の影響を得ることのできる2001年から2024年について示している。これらの推計を総合すると、日本は依然として正のスプレッドを得ており、これは低コストの円建て負債で資金調達し、高利回りの外国資産に投資していることを意味する。一方、2001年から2024年の為替変動の影響を除く収益率の差は約0.4パーセントポイントとなっている。さらに、対外資産の構成は対外直接投資と株

式へシフトしており、これにより世界の株式サイクルや為替レートレジームへの感応度が高まっていることが示唆される。

表 1：収益率の差（為替変動の影響を除く、2001 年から 2024 年、(%)）

		算術平均					幾何平均		
		資産	負債	収益率の差			資産	負債	収益率の差
合計		5.0	3.9	1.1			4.7	3.6	1.2
	為替変動の影響を除く	3.8	3.4	0.4		為替変動の影響を除く	3.7	3.2	0.6
直接投資		7.0	11.1	-4.1			6.5	10.7	-4.2
	為替変動の影響を除く	5.5	10.8	-5.2		為替変動の影響を除く	5.4	10.4	-5.0
債券		5.0	1.2	3.8			4.8	1.2	3.6
	為替変動の影響を除く	3.7	0.8	2.8		為替変動の影響を除く	3.6	0.8	2.8
株式		10.7	8.6	2.0			8.3	6.0	2.3
	為替変動の影響を除く	8.8	8.6	0.2		為替変動の影響を除く	7.4	6.0	1.4
その他投資		3.1	2.6	0.5			3.1	2.5	0.6
	為替変動の影響を除く	2.3	1.7	0.6		為替変動の影響を除く	2.3	1.6	0.6
外貨準備		1.9					1.5		
	為替変動の影響を除く	0.4				為替変動の影響を除く	0.4		

出所：財務省

注：所得収支のみの利回り（評価額を除く）＝第一次所得を前年度資産（または負債）ストックで除した値。総収益（評価額およびその他の調整を含む）＝第一次所得にストック・フロー調整を加え、前年度ストックで除した値。ストック・フロー調整はストックの変化額から金融収支を差し引いたもので、評価額変動およびその他の統計的調整を含むため、市場収益を示すものではない。収益率の差は、資産の収益率から負債の収益率を差し引いたもの。外貨準備の取扱い：外貨準備の所得は第一次所得収支に計上されるため、資産側の証券投資（債券）の収益率は外貨準備を含む分母（証券投資（債券）＋外貨準備）を用いる。外貨準備のストック・フロー調整は外貨準備の項目に計上。為替変動の影響を除外した項目は、ストック・フロー調整から為替変動の影響を除外するもの（出所：財務省「財政金融統計月報」）。金融派生商品は除外。

近年、円は購買力平価を大幅に下回る水準で取引されており、実質的に大幅な過小評価となっていることが示唆される。購買力平価に関する文献で最も確固たる知見は、為替レートの乖離が大きい場合その約半分が概ね 3 年以内に解消される傾向があるというものだ（Rogoff, 1996）。これは、一時的とはいっても長く続くこともある為替変動の影響

に対して頑健な「とてつもない特権」を測定する指標の意義を示すものだ。その指標の一つが所得収支の収益率の差である、対外資産の利回り（第一次所得の受取÷対外資産ストック）から対外負債の利回り（第一次所得の支払÷負債ストック）を差し引いた値である。フローとストックの両方が同一通貨で計上されるため、為替換算の影響は各通貨区分内で概ね相殺される。残る為替の影響は、為替変動による評価効果そのものというより、対外バランスシート上の通貨ウェイト変動を主に反映している。

証券投資やその他投資といった債権は通貨構成が公表されているものの、対外資産・負債の全体を網羅しているわけではない。それでも、直接投資は受入国通貨建てと広く理解されている。外貨準備の詳細な通貨構成はまだ開示されていないが<sup>3</sup>、2024 年時点で日本の対外資産の約 12%に留まる。このような課題はあるが、所得収支のみに基づく推計の結論が覆る可能性は低いと考えられる。

### 通貨構成の変化：日本側から見た鏡の姿

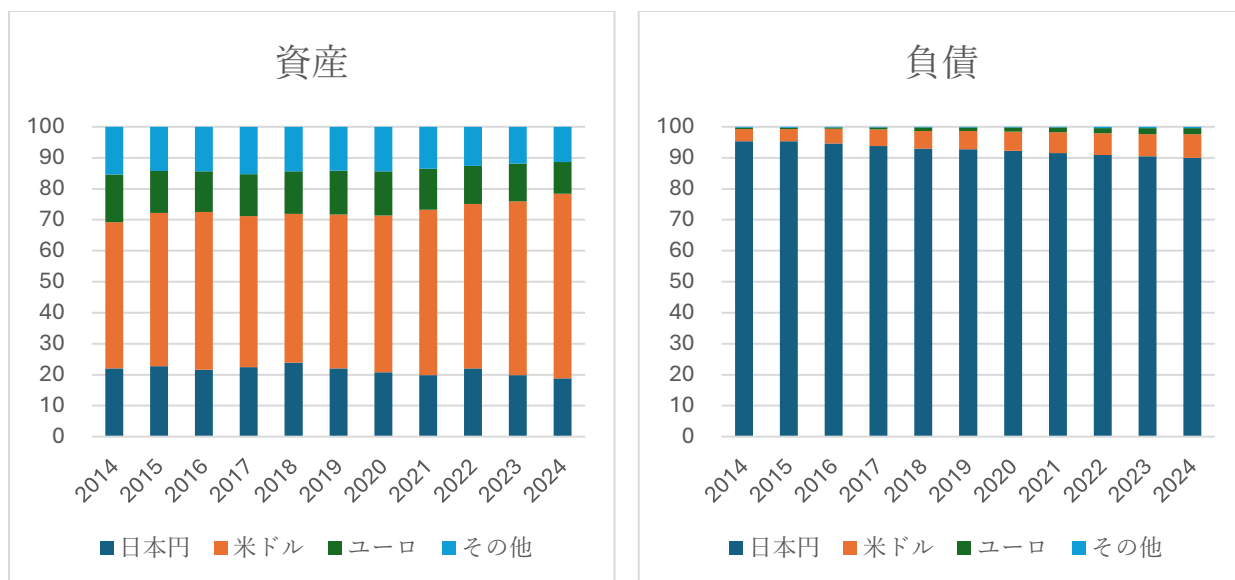
資産側では、日本の証券投資資産における米ドル建て資産の割合が 2014 年の約 47%から 2024 年には約 60%と顕著に上昇している（図 4）。他の通貨建て資産も絶対額では拡大したが、米ドル建て資産の大幅な増加がその割合の上昇を牽引している。負債側では円が依然として支配的であり、緩やかな減少傾向にあるものの、円建て負債は依然として約 90%を占める。債券については、過去 10 年間で通貨構成は概ね安定しており、主要通貨間で顕著な変動は見られない。

図 4：証券投資の通貨構成（%）

---

<sup>3</sup> 日米財務大臣共同声明（2025 年 9 月 11 日）において、両者は以下の事項の公表にコミットすることが示された。

- ・少なくとも月次で、あらゆる為替介入の実施状況。
- ・IMF の「外貨準備と外貨流動性に関するデータ・テンプレート」に沿って、月次で外貨準備のデータとフォワード・ポジション、年次で外貨準備の通貨構成。



出所：財務省、日本銀行

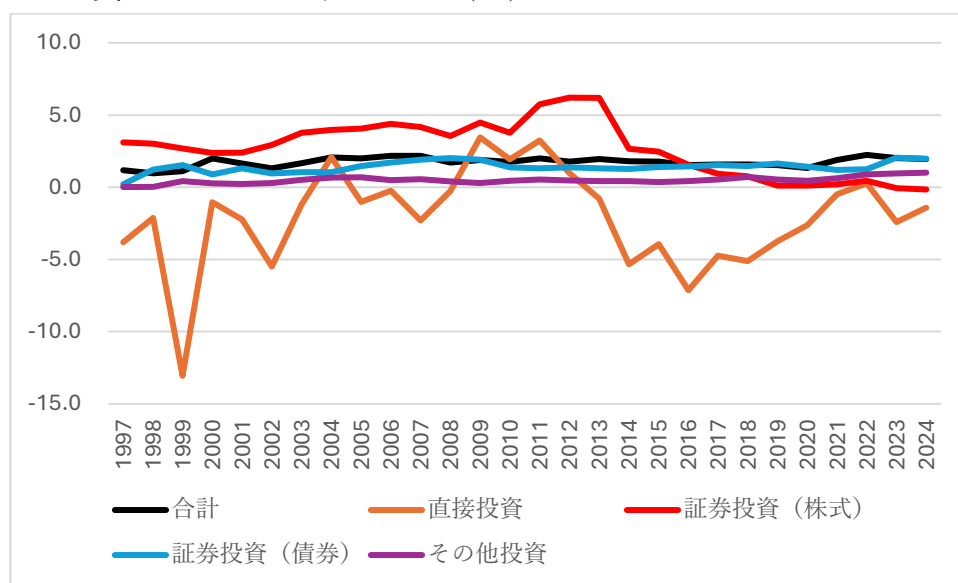
米国に関する最近の研究（例として Atkeson, Heathcote, and Perri , 2025）では、「とてつもない特権」の終焉論は、米国の対外純資産が 2023 年第 3 四半期までに GDP 比で約 60%のマイナスとなるまで急激に悪化したことを反映していると主張する。これは主に、米国特有の企業株式評価額の上昇が、対外株式負債の時価総額を膨らませたことに起因する。日本の立場から見れば、米ドル建て対外資産の拡大は自然な対応関係である。評価額上昇による株式の負債の拡大として米国が計上する分について、その一部を米ドル建て資産保有の増加と資産側のストック・フロー調整として日本側で認識することとなる。対応関係は完全ではないが、二国間の物語は整合性を保っている。

利回り（第一次所得のみの収益率）に目を向けると、図 5 と表 2 が示すように、日本の利回り差（対外資産の利回りから対外負債の利回りを差し引いたもの）はプラスを維持しており、近年では平均約 2 パーセントポイントとなっている。資産クラス別では、直接投資は変動が大きく、ネットでは持続的にマイナスとなっている。これは、対外直接投資の収入利回りと比較して、日本における対内直接投資の測定リターンが相対的に高いことと一致している。証券投資（株式）は弱含みで近年はマイナスに転じている。これは世界株式の低配当利回りと、日本の対外株式保有構成の変化を反映している。その他投資はプラスを維持しているが低水準で安定している。主力は証券投資（債券）である：日本の対外債券資産の利回り収益は、主に円建て負債に対して堅調な正の利回りを維持している。実質的に日本は低金利の国内資金調達を継続しつつ、海外のより高い利

回りの資産へ投資している。これらの要素を相殺すると、株式関連の要素が軟化しても日本の特権を支える利回り基盤はプラスを維持している。重要なのは、これらの推計が日本の巨額の債務を前提としていない点だ。同一の債務水準を前提としたベンチマークと比較すれば、日本の負債側の特権はさらに強まる可能性が高いだろう。

これは Nieves and Sodano (2024)の見解と重なるものだ。先進国のバランスシートの特徴は、低コストの国内債券による資金調達と高利回りの海外債券資産の組み合わせである。この差は債券利回りの持続的な差として現れ、株式収益の変動よりも長続きする傾向があり、総体として堅調で持続的な正の収益率の差を支えている。証券投資の収益のみで測ると、差は循環的（例：株式変動）になり得る。これが、我々がとてつもない特権の核心的指標として利回り差を強調し、債務／安全資産の側面をそれを維持する可能性のある主要な構造的チャネルとして位置づける理由である。

図5：資産クラス別の利回り差（％）



出所：財務省、日本銀行

注：利回りは第一次所得のみ（評価額を除く）の指標である：第一次所得を前年度の資産（または負債）残高で割った値。利回り差は資産利回りから負債利回りを差し引いた値である。外貨準備の取扱：外貨準備の所得は第一次所得に計上されるため、資産側の証券投資（債券）の利回りは、外貨準備（証券投資（債券）＋外貨準備）を含む分母を用いる。外貨準備を含めると資産側の証券投資（債券）の利回り水準は低下するが、定性的な結論は変わらない。金融派生商品は除外。

表2：資産クラス別の算術平均と幾何平均による利回り差、1997年から2024年（％）

	合計	直接投資	証券投資（株式）	証券投資（債券）	その他投資
算術平均	1.737	-2.091	2.708	1.404	0.489
幾何平均	1.737	-2.061	2.694	1.405	0.489

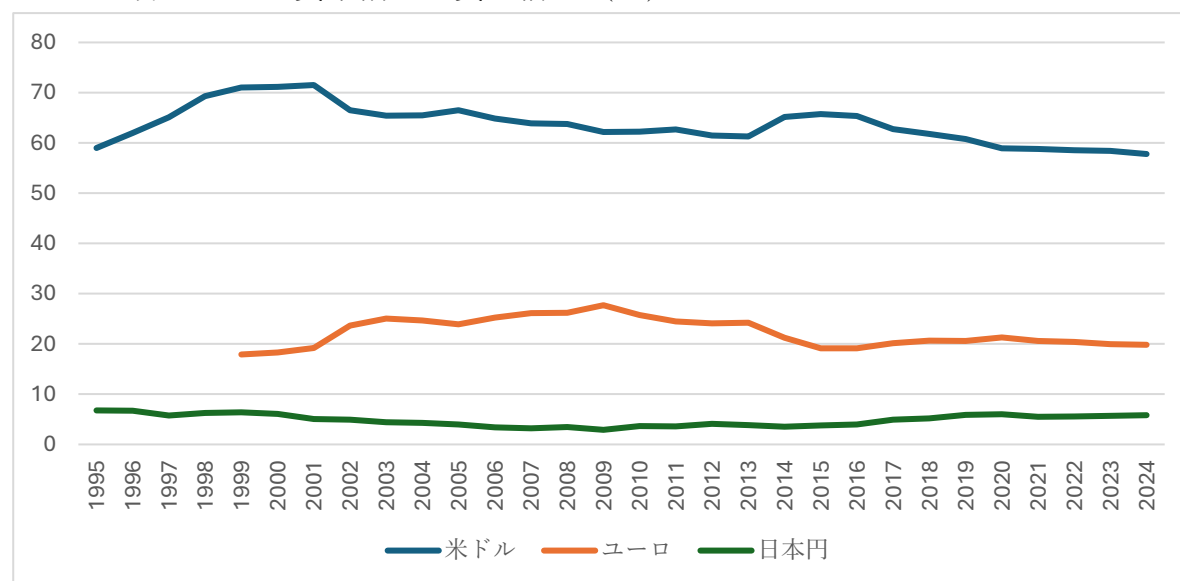
出所：財務省、日本銀行

注：利回りは第一次所得のみ（評価額を除く）の指標である：第一次所得を前年度の資産（または負債）残高で割った値。利回り差は資産利回りから負債利回りを差し引いた値である。外貨準備の取扱：外貨準備の所得は第一次所得に計上されるため、資産側の証券投資（債券）の利回りは、外貨準備（証券投資（債券）＋外貨準備）を含む分母を用いる。外貨準備を含めると資産側の証券投資（債券）の利回り水準は低下するが、定性的な結論は変わらない。金融派生商品は除外。

## 第一のチャネル：安全資産需要と市場の流動性

日本の「とてつもない特権」を対外利回り差という観点から狭義に定義した上で、その持続を支える構造的チャネルについて検討しよう。債券の収益率の差はどこから生じるのだろうか？ キンドルバーガーの「世界の銀行」という洞察に従えば、制度的な厚みに由来するものだ。先進的な金融システムは大規模な仲介機能を果たし、満期とリスクを変換し、世界が保有を望む負債を発行する。「安全資産」とは、より正確に言えば、ある国の政府債務が一定量ある場合において、投資家が安全プレミアムを支払う意思があることからその債務の需要曲線が外側にシフトし、その結果、その国は通常よりも低い利回りで国債を発行できることを意味する。公的部門では外貨準備を運用する当局が長年限られた安全通貨（米ドル約 60%、ユーロ約 20%、円は小幅ながら一桁台で安定、図 6）に資金を保管し、これらの政府債務市場への需要を支えてきた。日本については、厚みのある国債市場と構造的に低い国内資金調達コストが相まって、「国内で低利で借り、海外で高利で投資する」というモデルが可能となり、債券の収益率に持続的な正の差をもたらしている。

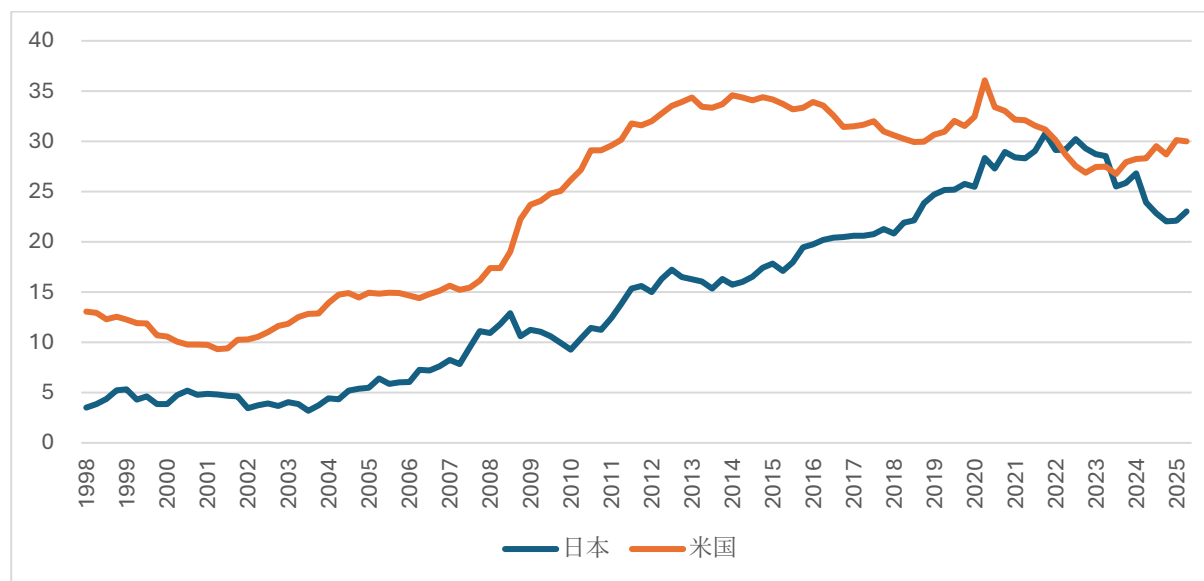
図 6：世界各国の外貨準備の通貨別構成（%）



出所：国際通貨基金

外貨準備にとどまらず、国債の海外保有の割合が近年上昇している。日本の場合、海外の日本国債の保有は発行残高の約 13%を占め、過去より高い水準にある。GDP 比で換算すると、2024 年には約 24%に達し、米国に迫る水準となっている（図 7）。

図7：日本と米国の国債の海外保有比率（GDP 比）



出所：財務省、内閣府、日本銀行、米国商務省経済分析局、米国連邦準備制度理事会

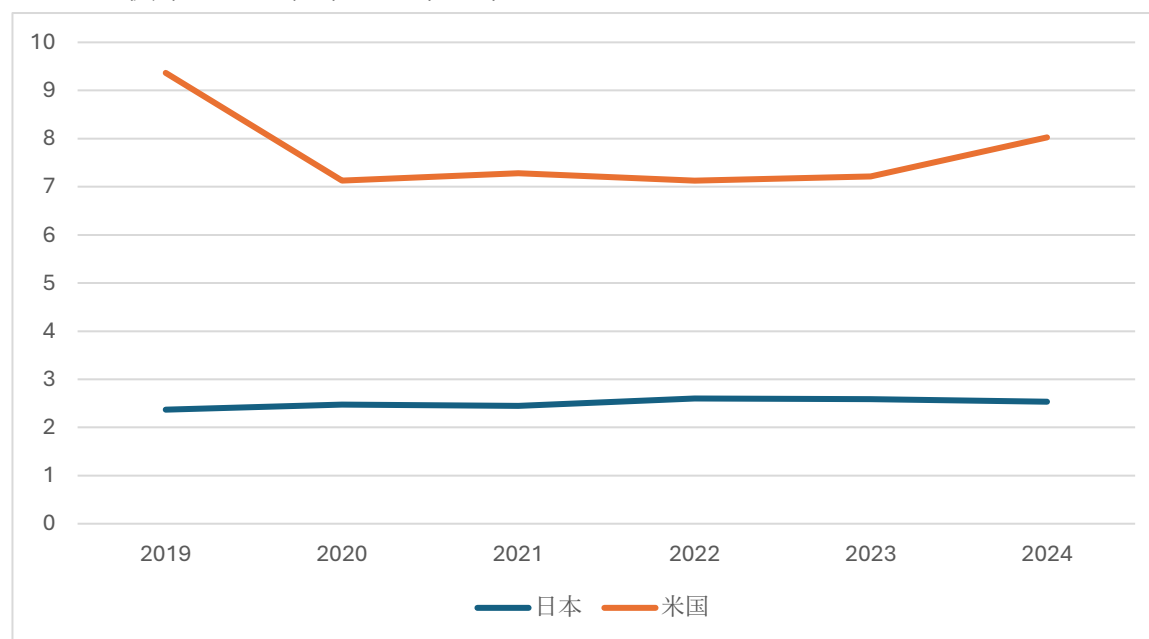
近年の国債の海外保有比率の上昇は、先進国経済全体で概ね同様の要因を反映している。政府債務残高が増加しており（日本の一般政府の総債務は GDP 比約 230%、純債務は約 130%）、海外の保有割合が小幅に上昇する中で、安全で流動性の高い国債への世界的な需要が、規制上のルール、国境を越えた投資やインデックス連動型投資の拡大、担保需要、ヘッジ付き利回りインセンティブに支えられて強まっている。こうした背景のもと、米国では国債の海外保有割合が GDP 比で約 29%に達し、日本では利回りの上昇と市場機能の改善に伴い 2024 年の平均で約 24%まで上昇している。水準の差異は主に、債務残高の規模と国内機関による吸収度合いの違いに起因し、需要構造の根本的な差異ではない。ただし、その需要が特権に結びつくかどうかは、市場機能、すなわち流動性に依存する。

国債の現物の取引は主として店頭で行われるため、網羅的な約定データは限定的である。そこで、まず利回りベーススポイント（bps）で測ったビッド・アスク・スプレッドに基づき、高頻度の気配データについて平均水準だけでなく分散（標準偏差）と歪度も検討する。この観点から、Aliyev et al.（2024, BIS WP 1229）は 10 年ゾーンで日本国債の分散と右側への歪みが米国債より大きいことを示し、平均コストが低い局面でもストレス下では一時的な流動性の不足が生じうることを示唆している。市場の厚みと回転率で見ると、米国債は他の追随を許さない。日本は多くのソブリン債と比べれば遜色ないが、



米国市場の厚みと弾力性には及ばない。公開指標に基づき流動性をクロスチェックする。米国については、ニューヨーク連邦準備銀行が、直近発行の代表銘柄（2年・5年・10年）について市場の厚みを公表している（Fleming, Michael J., Isabel Krogh, and Claire Nelson. 2024）。日本については、日本銀行が10年物国債先物の市場の厚みと価格の弾力性を公表している（Bank of Japan, Financial Markets Department, 2025）。これらの指標を総合すると、一貫した定性的なメッセージが浮かび上がる。米国債は通常時の市場の厚みが相対的に大きく、ストレス局面（例：2020年3月、2023年3月）からの回復も速い。一方で、日本国債の流動性は平常時には良好だが、ストレス下で厚みが薄くなる局面が散見される。公開指標間で単位が異なるため（米国債は米ドル建名目、日本国債は先物契約）、水準比較は行わず、出来高と併せて定性的に分析する。回転率（米国：米国証券業金融市場協会、日本：日本証券業協会）はこの傾向を裏付け、米国の取引強度が構造的に高いことを示している（図8）。これらの指標は、米国債市場が構造的に流動性が高くテールリスク耐性がある一方、日本国債の流動性は改善しているものの、これらの指標では依然として相対的に薄い状態にあることを示唆している。

図8：国債市場の回転率：日本と米国



出所：財務省、日本証券業協会、米国証券業金融市場協会

注：回転率は国債の取引高を国債残高（発行残高）で割って算出する。国債残高の範囲は、日本については普通国債および政府短期証券（出所：財務省）、米国については Bills、Notes、Bonds、TIPS、FRNs（出所：米国証券業金融市場協会）を含む。日本は、

日本証券業協会の月次取引高を合算して年次化し、四半期ベースの国債残高の平均で割る。米国は、米国証券業金融市場協会が公表する平均日次取引高から年次取引高を算出し、その後国債残高で割る。

さらに、日本銀行の多角的レビューワーキングペーパーによると、量的・質的金融緩和／イールドカーブ・コントロール（YCC）期間中に二つの力が共存していたことを指摘している。すなわち、日本銀行の買い入れがビッド・アスク・スプレッドを縮小させる「スポットライト効果」と、保有の集中が流通株数を減らしスプレッドを拡大させる「希少性効果」である。これにより市場機能の評価は本質的に困難であった。YCC からの脱却後、指標は改善傾向を示している（Fukuma et al., 2024）。

総合すると、債券の収益率の差（海外債券の利回りから円資金の調達コストを差し引いたもの）は依然として有意にプラスを維持している一方、安全資産／流動性というチャネルは、米国債に比べ日本国債においてテールリスク下でより脆弱に見える。これらの深層指標は、次に定量化する危機時の挙動を予兆するものだ。

## 第二のチャネル：危機における安全性

安全資産の決定的な特性は、リスクオフ局面において投資家が安全性を求めるためベンチマーク利回りが低下（＝価格が上昇）することにある。この挙動は、市場の厚み・弾力性、ならびにコンビニエンス・イールド（担保・決済サービスや規制起因の需要）に支えられている。流動性に関する証拠を踏まえ、10 年利回りの単純な「クライシス・ベータ」でこの「安全資産への逃避」を近似する。

1990 年から 2025 年 10 月までの日次の簡便回帰（ $\Delta 10 \text{ 年利回り} = \alpha + \beta \cdot \Delta \text{VIX}$ ）では、日本国債のクライシス・ベータは負で統計的に有意である： $\beta = -0.11$ （SE 0.02、 $t = -5.2$ 、 $p < 0.001$ ；表 3）。すなわち、市場全体のボラティリティ上昇時に長期金利は小幅に低下する。低下幅は米国債より小さい（同様の回帰で米国債は約 $-0.5$ ）ものであるが、これは、米国債の安全資産としての特性がより強固でテールリスク耐性が高いという流動性に関する本稿の証拠と整合的である。

表 3：市場のボラティリティと日本の長期金利

$\beta$	-0.106
標準誤差	0.020
t 統計量	-5.22
P 値	<0.001

出所：財務省、セントルイス連邦準備銀行

注：10 年国債（JGB）ベンチマーク利回りの前日差を被説明変数、CBOE Volatility Index (VIX)の前日差の 1 日ラグを説明変数として日次回帰を実施。非取引日（休業日）を除外しても結果は頑健である。

日本経済は、サンプル期間の大部分において長期金利を抑制する政策レジーム下で運営された。具体的には、2000 年代初頭の量的緩和、黒田総裁下の量的・質的金融緩和、2016 年のマイナス金利政策の導入、そして特に日本銀行が国債イールドカーブの水準とカーブを直接操作したイールドカーブ・コントロールである。これらの政策は必然的に観測される長期金利の変動性を抑制し、リスクオフ・ショックの伝播を鈍化させる。したがって、利回り変動から推定されるクライシス・ベータは、政策によって抑制された下限値として解釈するのが適切である。こうした政策がなければ、ベータ値の大きさはより大きかった可能性が高い。それでもなお、データは市場全体のボラティリティ上昇が長期国債の利回りの低下と関連していることを示している。

「とてつもない特権」は機械的に同時期の為替レート上昇を意味するわけではない。短期的な為替レートは多くの変動要因を反映する。したがって我々は、最近の円安を単一の原因に帰するものではない。

## 結論

所得収支の利回り差のみのレンズで評価すれば、日本の特権は依然として健在である。狭義において、対外バランスシートにおけるプラスの超過収益という点で、その特権を支えるチャネルは変化しつつあるものの、日本は依然としてとてつもない特権を享受している。流動性は米国債に比べテール局面でやや薄く見えるが、対外バランスシートは持続的な債券所得の収益率の差を生み続けている。最近の国債の海外保有割合（対 GDP

比)の上昇は、米国固有の現象というよりも、先進国全体に共通する特権に合致するものだ。

日本にとっての含意は、技術的というより戦略的である。円がユーロやドルに比べ準備通貨としての地位がはるかに低いにもかかわらず、その特権は高い信頼性、開放性、そして弾力性によって維持されている。具体的には、信認あるマクロ経済制度と説得力のある財政パス、海外投資家に対するルールに基づく開放的なアクセス、そして平常時には良く機能し、多くのエピソードではストレス時にも機能する市場（とはいえ、流動性は厚みが薄くなる局面も見られた）が挙げられる。もちろん、現在の日本経済は重大なストレス点にある。パンデミック後に円の実質為替レートが大幅に下落し、インフレ圧力による日本銀行の利上げ開始、そして超低利回りの国債に大きく依存する金融システムに伴うリスクへの対応が迫られている。

それでもなお、日本は最近の成長加速時を含め、これまで安全資産としてのプレミアムを維持してきた。ドルが地盤を失えば、ユーロ、人民元、暗号資産が恩恵を受ける可能性があり、円も主に代替的な安全資産として恩恵を得る可能性がある。もちろん、「とてつもない特権」を維持することが経済政策の全てではない。また、日本における海外投資家の長期的な低リターンの一部は、長期にわたる低成長と高政府債務に起因する面もある。債務が既に高い水準にある中、このプレミアムはインフレのオーバーシュート、金融不安の再燃、あるいは日本を金融抑圧へと後退させかねない債務問題の発生を回避することといった条件が存在する。これらのリスクを適切に管理できれば、ドルの支配的地位が変化する中でも、円の代替的な安全資産としての役割を維持し、さらには拡大する可能性さえ存在している。

#### 参考文献:

Aliyev, Nihad, Matteo Aquilina, Khaladdin Rzayev, and Sonya Zhu. 2024. "Through Stormy Seas: How Fragile Is Liquidity across Asset Classes and Time?" BIS Working Papers 1229. Bank for International Settlements.

Atkeson, Andrew, Jonathan Heathcote, and Fabrizio Perri. 2025. "The End of Privilege: A Reexamination of the Net Foreign Asset Position of the United States." *American Economic Review* 115 (7): 2151–2206.

Bank of Japan, Financial Markets Department. 2025. Liquidity Indicators in the JGB Markets (August). September 30, 2025.

Fleming, Michael J., Isabel Krogh, and Claire Nelson. 2024. "Measuring Treasury Market Depth." Liberty Street Economics (Federal Reserve Bank of New York), February 12, 2024.

Fukuma, Noritaka, Tomiyuki Kitamura, Kohei Maehashi, Naoki Matsuda, Keita Takemura, and Kota Watanabe. 2024. "The Impact of Quantitative and Qualitative Easing and Yield Curve Control on the Functioning of the Japanese Government Bond Market." Bank of Japan Working Paper Series 24-E-9. Bank of Japan.

Gourinchas, Pierre-Olivier. 2025. "Global Current Account Balances Widen, Reversing Narrowing Trend." IMF Blog.

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey. 2007. "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege." In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard H. Clarida, 11–55. Chicago: University of Chicago Press.

Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2024, "The External Wealth of Nations Database," The Brookings Institution (based on Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," IMF Economic Review 66, 189-222. )

Nievas, Gastón, and Alice Sodano. 2024. "Has the US Exorbitant Privilege Become a Rich-World Privilege? Rates of Return and Foreign Assets from a Global Perspective", 1970–2022. World Inequality Lab Working Paper 2024/14.

Rogoff, Kenneth. 1996. "The Purchasing Power Parity Puzzle." *Journal of Economic Literature* 34 (2): 647–668.

Rogoff, Kenneth. 2025. *Our Dollar, Your Problem: An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance, and the Road Ahead*. New Haven, CT: Yale University Press.

Rogoff, Kenneth, and Takeshi Tashiro. 2015. "Japan's Exorbitant Privilege." *Journal of the Japanese and International Economies* 35: 43–61.

Tabova, Alexandra M. and Francis E. Warnock. 2025. "Exorbitant Changes in Three Parts," NBER Working Paper 34372.