

# 財政規律と国債市場

渡辺 努

一橋大学経済研究所

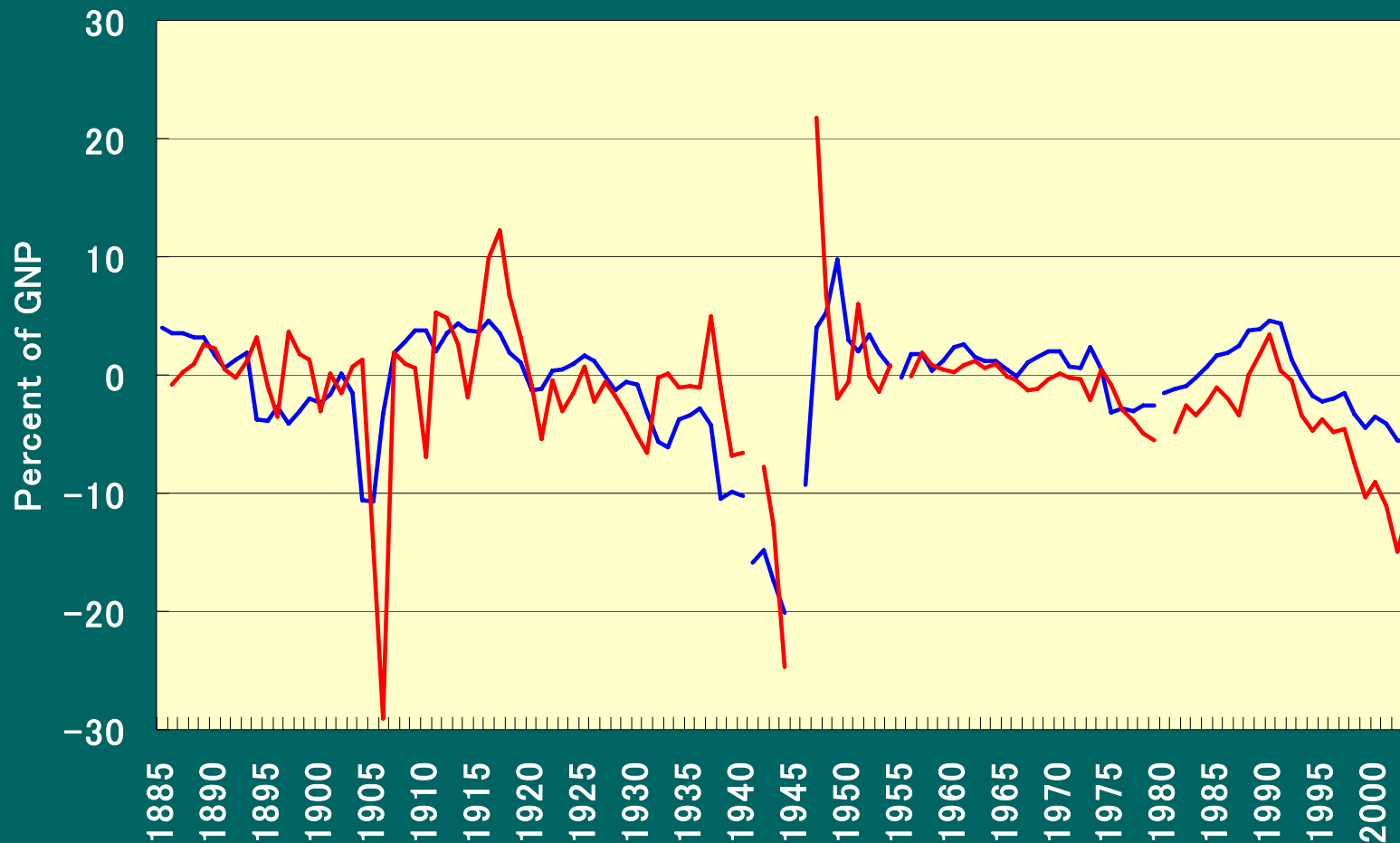
[tsutomu.w@srv.cc.hit-u.ac.jp](mailto:tsutomu.w@srv.cc.hit-u.ac.jp)

2005年5月24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？

# 財政収支, 1885-2002年



Blue line: Primary balance (relative to nominal GNP),  
Red line: Change in public debt (relative to nominal GNP)

# 政府債務，1885-2002年



# 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

国債実質価格

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

第t期の物価水準

財政収支の割引現在価値



# 財政政策運営に関する仮定

## Ricardian regime

- 均衡物価が先に決まる。
- 政府(財政当局)は、その均衡物価の下で政府の予算制約式が満たされるように、歳入歳出を調整する。
- 中央銀行が先手、財政当局が後手

## Non-Ricardian regime

- 政府は財政基礎収支 (primary surplus) の実質値を一切動かさない。
- 予算制約式を満たすように均衡物価水準が調整される。
- 財政当局が先手、中央銀行が後手

# リカーディアン財政政策ルール (Ricardian Fiscal Policy Rule)

- リカーディアン・ルールとは？  
「政府債務の対名目GDP比率が将来に向けて発散してしまわないように毎年の基礎的財政収支 (primary balance) を調整する」

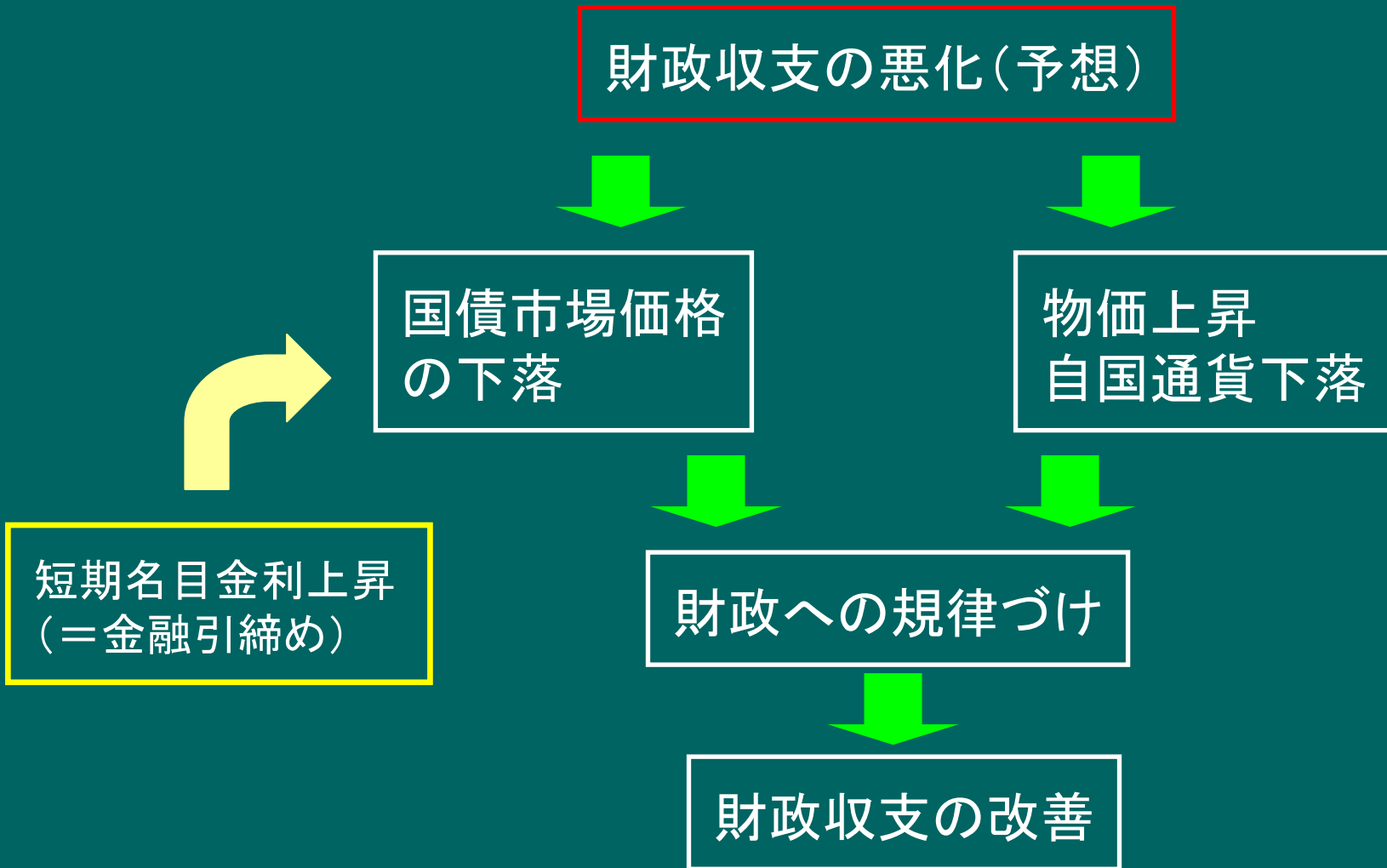
(具体例)「安定・成長協定 (Stability and Growth Pact)」

財政赤字  $\leq 3\%$

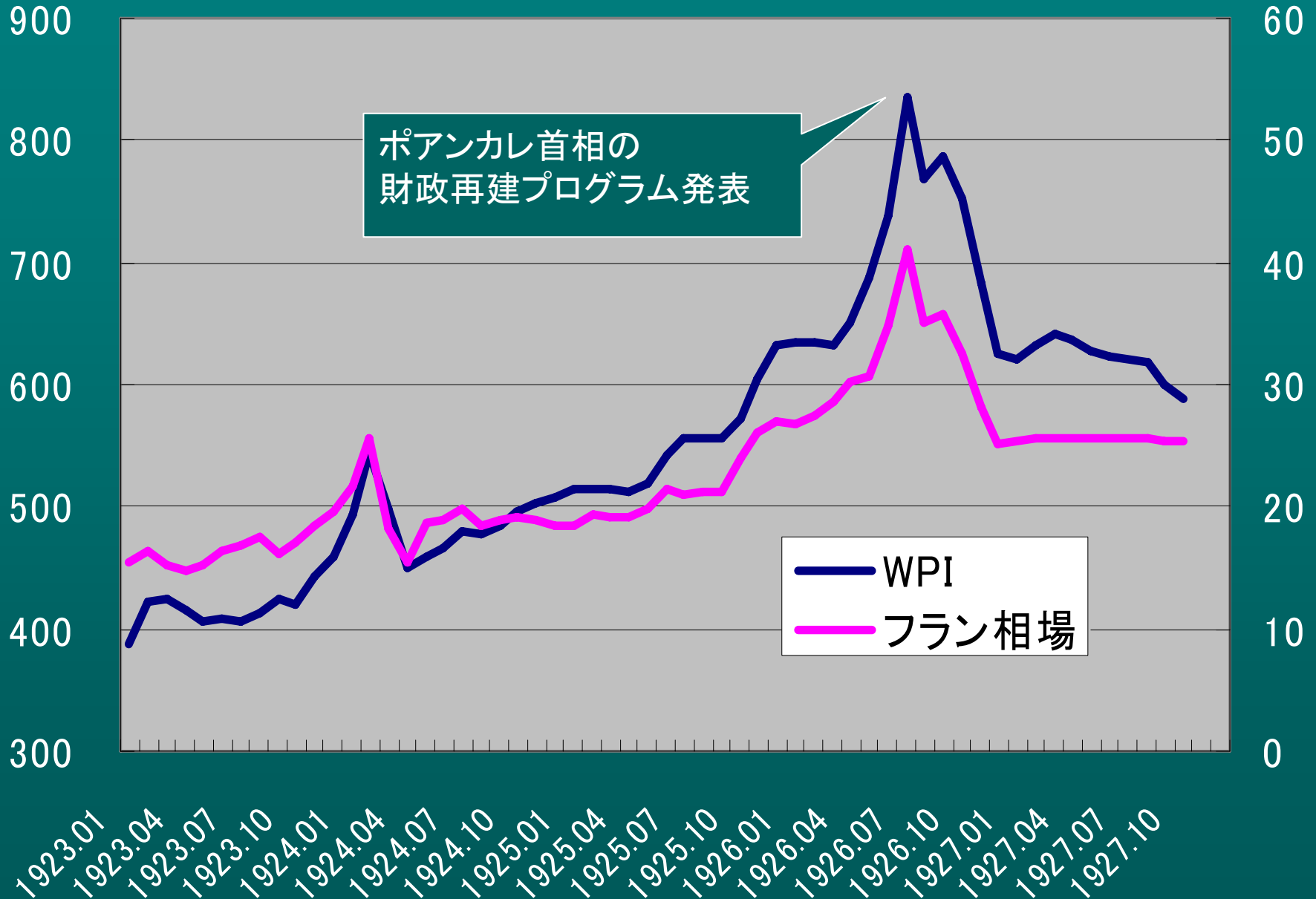


基礎収支  $\geq$  金利  $\times$  政府債務残高 - 3%

# 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

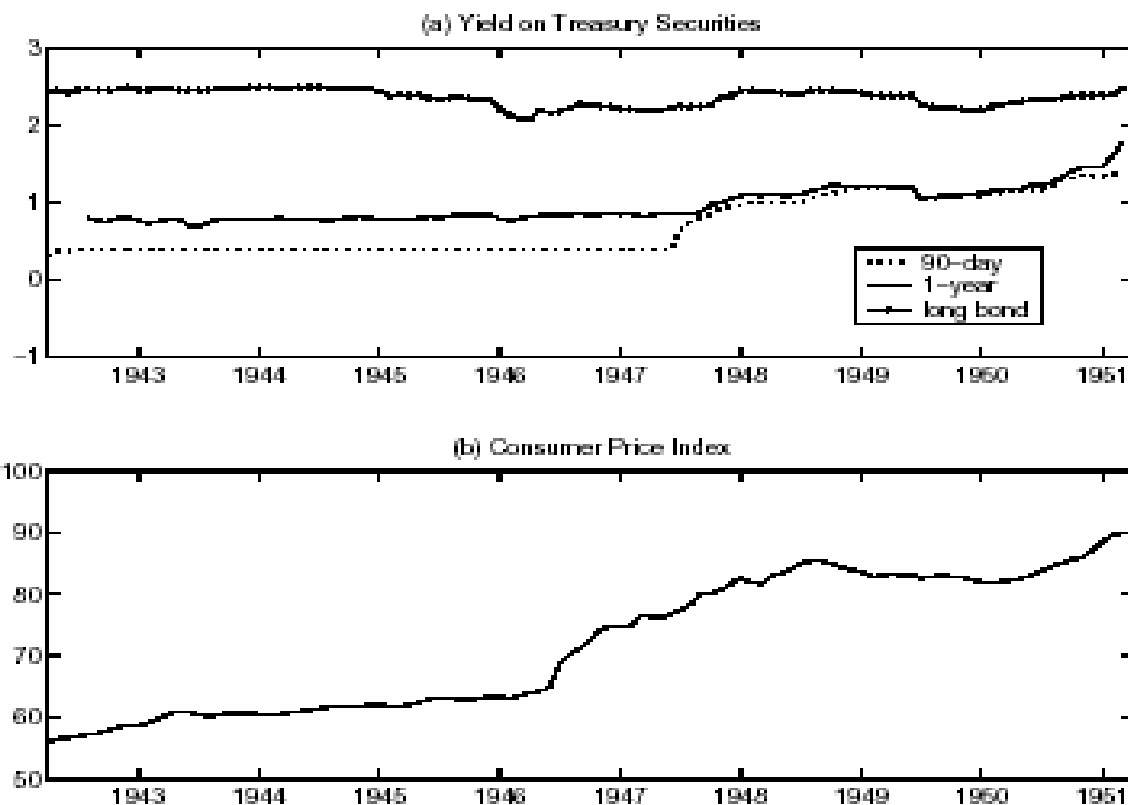


Figure 1: The U.S. bond-price support regime, 1942-51. (a) Yields on Treasury securities. (b) Evolution of the consumer price index.

# 2つのチャンネルの比較

## 第1のチャンネル＝「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のチャンネル＝「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

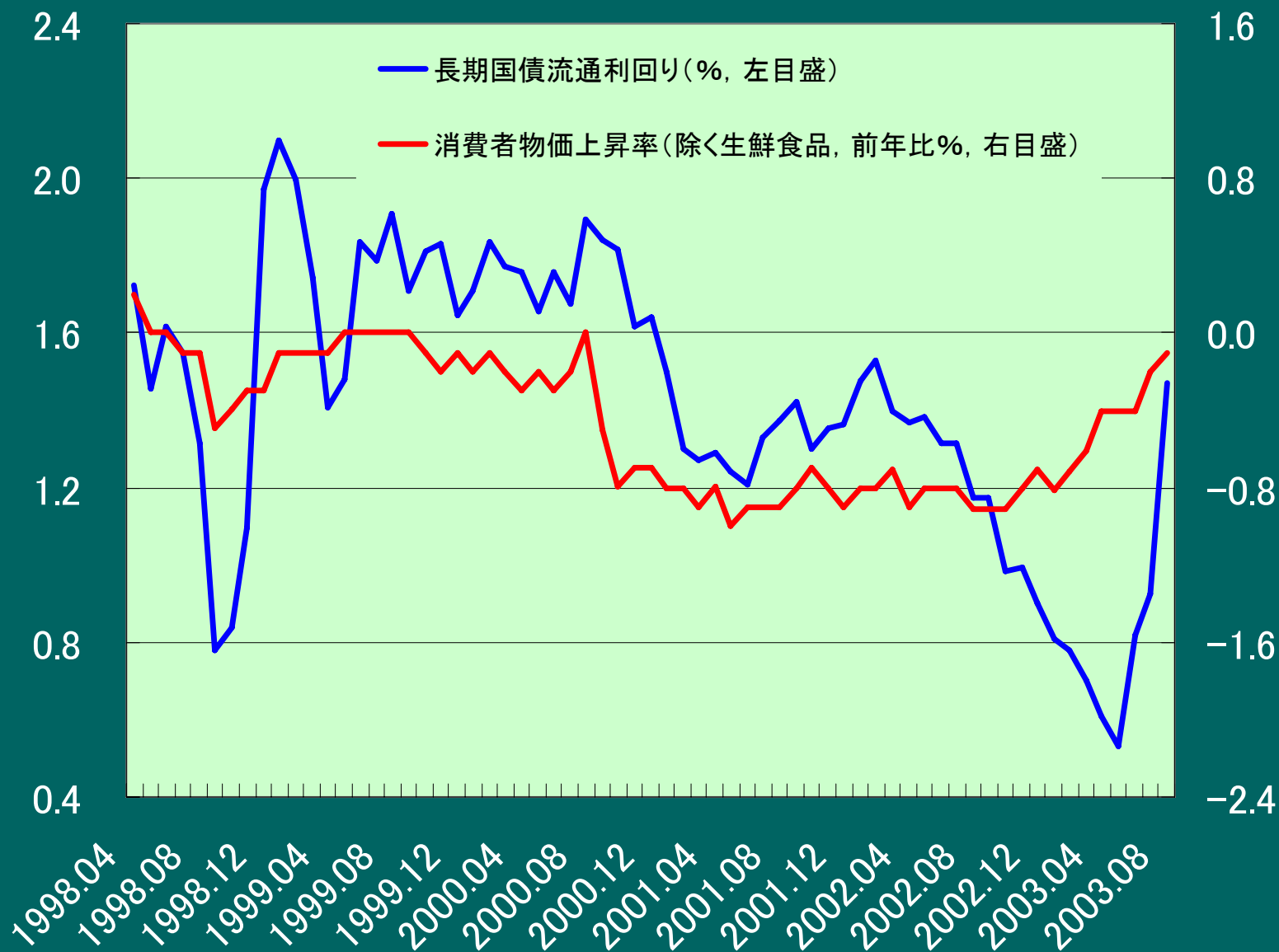
- 「通説」によれば、中央銀行は金融を緩和して(＝名目短期金利の引き下げ)、国債の消化を手助けすべきでない。
- しかし、以上の分析によれば、これでは不十分である。財政規律を強めるために中央銀行に求められているのは、もう一歩踏み込んで、名目短期金利を引き上げることであり、財政に対して警告を発する役割が期待されている。
  - 財政と無関係に金融政策が運営されるという意味での中央銀行の独立性は正当化されない。

# 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。



# 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

国債実質価格

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

第t期の物価水準

財政収支の割引現在価値

# 3期間の数値例(ショック前)

	第0期 ゼロ金利制約が バインディング	第1期 経済は回復	第2期 経済の最終期
自然利子率	4%	4%	
名目短期金利	4%	4%	
財政余剰 (実質値)	100	104	108
国債償還枚数	100	104	108

# 3期間の数値例(ケース1)

	第0期 ゼロ金利制約が バインディング	第1期 経済は回復	第2期 経済の最終期
自然利子率	-2%	4%	
名目短期金利	0%	4%	
財政余剰 (実質値)	100	104	108
国債償還枚数	100	104	108

# 3期間の数値例(ケース2)

	第0期 ゼロ金利制約が バインディング	第1期 経済は回復	第2期 経済の最終期
自然利子率	-2%	4%	
名目短期金利	0%	0%	
財政余剰 (実質値)	100	104	108
国債償還枚数	100	104	108

# 3期間の数値例(ケース3)

	第0期 ゼロ金利制約が バインディング	第1期 経済は回復	第2期 経済の最終期
自然利子率	-4%	4%	
名目短期金利	0%	0%	
財政余剰 (実質値)	100	104	108
国債償還枚数	100	104	108

# 3期間の数値例(ケース4)

	第0期 ゼロ金利制約が バインディング	第1期 経済は回復	第2期 経済の最終期
自然利子率	-4%	4%	
名目短期金利	0%	0%	
財政余剰 (実質値)	95.5	104	108
国債償還枚数	$100 - 4.5 \times P_0$	$104 + 4.5 \times P_0$	108