金融政策、公的金融改革の動向と財政運営の安定性

上智大学経済学部　中里　透

金融政策、公的金融改革の動向と財政運営の安定性

レジュメ

上智大学経済学部　中里　　透*

本稿では、量的緩和政策の解除と公的金融改革をめぐる最近の議論の動向と、国債市場の状況に留意しつつ、財政運営の安定性について検討を行った。本稿の主な結論は以下の通りである。

（1）最近の財政状況を確認するために、1957 年から 99 年までのデータを利用して分析を行うと、財政のサステナビリティは確保されているものの、大規模な景気対策が実施された 98 年度以降、財政状況は一段と厳しくなっており、長期金利と経済成長率の動向によっては、財政危機が現実のものとなる可能性がある。

（2）しかしながら、このような厳しい財政状況にもかかわらず、長期金利は依然として 1 %台半ばで低位安定を保っている。90 年代以降の長期金利の低下は、潜在成長率と期待インフレ率の低下に見合った自然な動きであり、この間に生じた財政状況の悪化は、これまでのところ長期金利を上昇させる要因とはなっていない。

（3）ゼロ金利政策導入後の金融政策の動向とこの間の長期金利の推移をみると、ゼロ金利政策導入後の 99 年央に長期金利の上昇がみられたり、解除後の 99 年末にかけて長期金利が低下する局面がみられるなど、長期金利は金融政策の運営と一定の関係を持ちながらも実体経済や物価の動向、景況感等により強い影響を受ける形で推移していることがわかる。

（4）財政運営の安定性に対する配慮から、長期金利の低位安定を目標として金融政策を運営することについては、長期金利のコントローラビリティの有無という問題に加えて、このような政策運営が財政規律の弛緩やインフレリスクに対する対応の遅れを予想させることを通じてむしろ長期金利の上昇につながる懸念がないかを十分考慮し、慎重な対応が必要である。

（5）2001 年に行われた財投改革によって、郵便貯金等への資金流入がそのまま公的金融の拡大につながるという問題はひとまず解消され、郵便貯金の残高自体についても 2000 年度以降漸減の傾向にある。郵政民営化をめぐる最近の議論においては、「官から民へ」の資金の流れを実現するために、預入限度額の引き下げを通じて郵貯の規模を縮小させるべきだとの指摘があるが、家計の資産選好を所与とすれば、郵便貯金の預入限度額が引き下げられても、それによって払い出された資金は預金に振り替わるだけで、民間金融機関の国債購入を通じて再び政府部門の資金不足のファイナンスに向けられる可能性が高い。

（6）経済全体のマネーフローにおいて公的部門のウェイトを低下させ、資金の流れを「官から民へ」変えていくためには、資金の出し手である郵貯・簡保だけでなく、資金の取り手である特殊法人等の改革を併せて進めていくことにより、国債等の発行額を減少させていくことが必要である。

---

* 上智大学経済学部助教授　nakaza-t@sophia.ac.jp

小泉内閣が進めてきた構造改革の中心的なテーマとして、現在、郵政民営化に引き続き、政府系金融機関の統合に向けた具体案の策定が予定されており、また、景況感の改善とデフレ脱却の見通しを背景に、日本銀行においては量的緩和政策の解除に向けた検討が進められているが、公的金融改革や金融政策の運営スタンスの変更にあたっては、上記の点に留意して、国債市況等への過度の配慮が財政規律の弛緩につながることのないよう、政策運営の本来の趣旨を踏まえた適切な対応が必要と考えられる。

金融政策、公的金融改革の動向と財政運営の安定性

上智大学経済学部　中里　　透

1．はじめに

緩やかな景気回復と金融システム不安の後退を背景として、最近、財政の健全化と金融の正常化をめぐる議論が活発に行われるようになった。97 年秋以降の金融システムの不安定化とそれに伴う景気の急速な落ち込みに対しては、財政・金融両面から臨時異例の措置がとられてきたが、定率減税の縮減・廃止や量的緩和政策の解除に向けた最近の動きは、日本経済がこれまでの「危機対応モード」から「平時モード」へ移行しつつあることを物語っている。このような変化は、家計や企業だけでなく政府にも、経済環境の変化に対する新たな対応を迫るものである。財政運営についていえば、経済成長率の低下とデフレを背景とした長期金利の低位安定という状況に大きな変化が生じ、このことが財政運営における大きな制約条件になることが予想される。そこで、本稿では、実体経済の改善と金融システムの安定化を背景とした経済環境の変化を踏まえながら、財政運営の安定性と金融政策の関係や公的金融改革の影響等について検討を行うこととしたい。

本稿の次節以降の構成は以下の通りである。第２節では国債の累増が続く中で財政のサステナビリティがどの程度確保されているのか（財政危機が生じるおそれはないか）について、データに基づく分析を行うとともに、財政状況の悪化が続く中で長期金利の低位安定と財政運営の安定性が確保されている理由について検討を行う。続いて、第３節では、ゼロ金利政策導入後の金融市場の動向を振り返り、長期金利（国債市況）と金融政策の関係について検討を行う。財政状況が悪化する中で現在まで財政運営の安定性が確保されてきたことについては、90 年代の長期にわたる景気の停滞と物価の下落を背景として長期金利が速やかに低下し、これによって利払費がむしろ減少したことに加え、国債市場において公的金融が高い比重を占めていることが国債市況の安定化に寄与しているとの見方もある[1)]。そこで、第４節では、財投改革と郵政民営化をめぐる議論を踏まえつつ、公的金融と財政運営の安定性について検討を行う。第５節で本稿の結論を要約する。

2．財政のサステナビリティ

90 年代に生じた税収の大幅な落ち込みと累次にわたる景気対策の結果、2005 年度の普通国債残高が 508 兆円、政府長期債務残高が 744 兆円に達するなど厳しい財政状況が続く中で、財政のサステナビリティに対する懸念がさまざまな形で表明されている[2)]。しかしながら、その一方で、長期金利は１％台半ばで低位安定を保っており、この点からすると財政運営の安定性は依然として確保されていることになる。そこで、本節では、このいずれの見方が妥当であるかについて検討を行うことにする。

2．1　サステナビリティの検証

財政のサステナビリティ（持続可能性）は、政府の通時的な予算制約に係る no Ponzi game condition（ＮＰＧ条件）

---

1)『資金循環統計』（日本銀行）をもとに国債と政府短期証券の保有者別内訳をみると、03 年度の残高合計 656.1 兆円のうち、85.5％を金融機関が保有しており、金融機関保有分の内訳は、民間部門が 39.0％、公的部門が 46.5％（うち郵便貯金 13.2％、簡易保険等 8.2％）となっている。

2) 普通国債と政府長期債務の残高は 2005 年度当初予算による 05 年度末見込みの計数である（借換債の前倒し発行分を除く）。

が満たされているか否かを調べることで検証が可能である。いま、政府の予算制約式を考えると、毎年度の予算においては、利払費込みの歳出が税収を上回る分が公債発行によって調達されることになるので、

$$B_{t+1} - B_t = G_t + rB_t - T_t \qquad (2-1)$$

という関係が成立する。ここで、T_t は t 期における税収、G_t は利払費を除く政府支出（一般歳出）、B_t は t 期首における公債残高であり、r は利子率である。利子率は時間を通じて一定と仮定する。（2 － 1）の両辺を t 期のＧＤＰ（Y_t）で割ると、（2 － 1）は

$$b_{t+1} = g_t + (1 + r - n)b_t - t_t \qquad (2-2)$$

と書き換えることができる。ここで、$t_t = T_t / Y_t$、$g_t = G_t / Y_t$、$b_t = B_t / Y_t$、n は経済成長率であり、近似的に（1 ＋ r）／（1 ＋ n）＝ 1 ＋ r － n が成り立つことを利用している。将来時点に向かって b_{t+i} を繰り返し代入すると、

$$b_t = \sum_{i=1}^{T} (1 + r - n)^{-i} (t_{t+i-1} - g_{t+i-1}) + (1 + r - n)^{-T} b_{t+T} \qquad (2-3)$$

が得られ、

$$\lim_{T \to \infty} (1 + r - n)^{-T} b_{t+T} = 0 \qquad (2-4)$$

が満たされることが財政のサステナビリティの条件（ＮＰＧ条件）となる。

Hamilton and Flavin（1986）では、（2 － 2）の定差方程式の一般解が、

$$b_t = \sum_{i=1}^{T} (1 + r - n)^{-i} (t_{t+i-1} - g_{t+i-1}) + \beta (1 + r - n)^{t} \qquad (2-5)$$

と表されることを利用し、これをもとに（2 － 4）の成立を検証する。$\beta > 0$ の場合、（2 － 5）の右辺第２項は時間が経過するにつれて指数的に増加していくので、この場合には公債残高が累積的に増加していくこととなる。したがって、財政のサステナビリティが満たされるためには $\beta = 0$ となることが必要であり、実際のデータをもとに推定を行って、この条件が満たされるか否かを検定することでサステナビリティの検定が可能である[3)]。

この手続きに従い、国の一般会計歳入・歳出と地方純計歳入・歳出を統合した会計を対象に、1957 年度から 99 年度までのデータ（年次・決算ベース）を利用して推定を行った結果が図表 1 に示されている[4)]。ここでは、90 年代に実施された景気対策の結果、財政状況がどのように変化してきたかをみるために、推定期間の終期を 93 年度から 99 年度まで 1 年ずつずらしてそれぞれ推定を行っている（始期は 57 年度に固定）。財政のサステナビリティは金利水準と経済成長率に依存するので、r － n について 0.01 から 0.06 まで６つのケースを設定して推定を行ったところ、96 年度までの期間を対象とした場合（図表 1 の（1）～（4））には、いずれのケースにおいても $\beta = 0$ という帰無仮説が 5 %有意水準で棄却されない。これに対し、97 年度までを推定期間とした（5）では、r － n が 0.05 以上の場合に、また、98 年度あるいは 99 年度までを推定期間とした（6）及び（7）では、r － n が 0.04 以上の場合に $\beta = 0$ という帰無仮説が 5 %有意水準で棄却される。この推定において財政のサステナビリティが満たされているか否かは、金利水準と経済成長率に依存し、これらの計数をどのように見込むかによって結論

---

3) 具体的な検定方法については補論を参照のこと。

4) 93SNA への移行に伴い、長期にわたって遡及計算の行われている 68SNA ベースの国民所得統計が 1999 年度までしか利用できないため、対象期間は 1999 年度までとなっている。

は異なるが、97 年度から 99 年度にかけての動向をみると r － n は 0.02 ないし 0.03 程度であり、財政のサステナビリティはかろうじて満たされていると判断される。もっとも、図表 1 の推定結果からは、大規模な景気対策が実施された 98 年度以降、財政状況が一段と厳しくなったことが確認でき、金利と成長率の動向によっては、財政危機が現実のものとなる可能性があることが示唆される。

図表 1　財政のサステナビリティの検証

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	1957-93	1957-94	1957-95	1957-96	1957-97	1957-98	1957-99
r － n ＝ 0.01	0.0142	0.0305	0.0291	0.0294	0.0376	0.0524	0.0610
	(0.726)	(0.435)	(0.395)	(0.387)	(0.272)	(0.172)	(0.142)
r － n ＝ 0.02	0.0083	0.0160	0.0149	0.0151	0.0197	0.0271	0.0304
	(0.641)	(0.336)	(0.292)	(0.276)	(0.167)	(0.096)	(0.087)
r － n ＝ 0.03	0.0058	0.0104	0.0094	0.0096	0.0125	0.0017	0.0187
	(0.565)	(0.256)	(0.213)	(0.193)	(0.102)	(0.053)	(0.053)
r － n ＝ 0.04	0.0043	0.0072	0.0063	0.0064	0.0083	0.0112	0.0120
	(0.498)	(0.194)	(0.158)	(0.136)	(0.063)	(0.030)	(0.032)
r － n ＝ 0.05	0.0032	0.0051	0.0043	0.0043	0.0055	0.0074	0.0078
	(0.441)	(0.146)	(0.120)	(0.099)	(0.040)	(0.018)	(0.020)
r － n ＝ 0.06	0.0023	0.0036	0.0030	0.0029	0.0036	0.0048	0.0051
	(0.391)	(0.109)	(0.096)	(0.075)	(0.026)	(0.011)	(0.013)

（注 1）カッコ内は $\beta = 0$ という帰無仮説に係る p 値である。
（注 2）r － n ＝名目利子率－名目成長率＝実質利子率－実質成長率

2．2　長期金利の低位安定と財政運営の安定性

90 年代以降、政府債務の累増が続く中にあっても財政運営が大きな支障をきたすことなく行われてきたことについては、この間長期金利がすみやかに低下し、債務の積み上がりが利払費の増加に結びつかなかったことがその理由のひとつとしてあげられる[5)]。90 年代に長期金利の低下がもたらされた理由としては、長期にわたる経済の停滞によって期待成長率が低下したことや緩やかな物価の下落が続いたことがあげられるが、経済の停滞に伴う物価の下落は税収との見合いで政府債務の実質的な負担を高め、財政状況を一段と厳しいものとする可能性もある。一方、景気が順調に回復し、デフレからの脱却が現実のものとして認識されるようになると、今度は長期金利が上昇に転じ、利払費（国債費）の増加が財政を逼迫させる要因になるとの懸念もある。

財政運営と長期金利の関係はいかなる経済環境においても注視すべきポイントであるが、政府債務の累増が生じている現在の状況のもとではとりわけ重要な意味をもっている。借換債を含めると、毎年度の国債発行額（市中消化分）が 100 兆円を超える現状では、長期金利の上昇が利払費の増加を通じて財政のサステナビリティに無視し

[5)] 景気が後退局面入りした 1991 年 2 月の長期金利（10 年物利付国債最長期利回り・月末値）は 6.41％、直近の 2005 年 9 月の長期金利（10 年物利付国債新発債利回り・月末値）は 1.48 ％であり、91 年度と 03 年度の利払費はともに 11 兆円となっている。

得ない影響を与える可能性があるが、サステナビリティに対する懸念が今度は国債の需給環境に影響を与え、さらなる金利の上昇（国債価格の下落）をまねく可能性もあるからである[6]。

最近の長期金利の動向をみると、2002年以降低下がみられ、03年6月に一時0.4％台まで低下した後、同年8月から10月にかけて急上昇する局面がみられるなど、一時的に変動が大きくなる局面があるものの、おおむね1％台半ばで推移しており、財政状況の悪化にもかかわらず長期金利は依然として低位安定を保っている。このように長期金利の低位安定が維持されていることについては、以下に示すように、近年の経済環境を反映した自然な動きと見ることも可能である。まず、実体経済面については、Hayashi and Prescott（2002）が指摘するように90年代に潜在成長率の下方屈折が生じたとすれば、それに伴って実質金利も低下した可能性がある[7]。また、90年代後半以降、緩やかながらデフレ（持続的な物価下落）が進行したことから、それに伴って期待インフレ率も低下したものと考えられる。これらの点からすると、90年代入り後の長期金利の趨勢的な低下は経済のファンダメンタルズを相当程度反映したものとみることができる。

90年代に生じた財政状況の悪化は、一般論としては長期金利を上昇させる方向に作用したはずであるが、これまでに行われた実証分析からは、財政赤字の拡大が長期金利の上昇につながったという証拠は見出せない。たとえば、中里・副島・柴田・粕谷（2003）は1971年から2000年までの期間について、実体経済や物価の動向を表す基礎的な変数（実質経済成長率・インフレ率・（累積）経常収支・名目実効為替レート）と財政政策・金融政策のスタンスを表す変数（（構造的）財政収支・政府債務残高・短期金利）をもとに長期金利の決定要因を分析した場合に、財政要因が長期金利の水準に対して有意な説明力をもたないことを示している。また、加藤（2003）は、1983年から2002年までの期間を対象に、５変数（名目税収・財政支出・実質ＧＤＰ・物価・名目金利）からなる構造ＶＡＲモデルをもとに分析を行い、財政支出の変更と増減税のいずれも長期金利に有意な影響をもたらさないことを示している。

このように、財政赤字の拡大がただちに長期金利の上昇に結びつかない状況としては、リカード＝バローの等価定理（中立命題）が成立しているケースを考えることができる。等価定理が成立しているもとでは、減税によって財政赤字が拡大しても、それに伴う国債発行は民間貯蓄の増加分によってファイナンスされるため、実質金利は一定にとどまることになる。もちろん、最近の日本について等価定理が完全に成立している状況にあるとはいえず、また、財政赤字の拡大の相当程度は財政支出の拡大によって生じたものであることを踏まえれば、等価定理のみによって長期金利の低位安定を説明することはできないが、ひとつの可能性として留意しておくことは必要であろう。実質金利の面から最近の財政赤字と長期金利の関係を説明するもうひとつの試みとしては渡辺・岩村（2002）があげられる。渡辺・岩村（2002）によれば、財政赤字が拡大している場合であっても、経済全体に生じたマイナスのショックに比して財政運営のスタンスがなお抑制的である場合には、（将来の税収によって担保された）国債が他の資産に比べて有利な資産運用手段になるため、国債に対する需要が増加して債券価格が上昇（長期金利が下落）することになる。渡辺・岩村（2002）において興味深いのは、名目金利が下限（ゼロ金利）に達しており、しかもその状態が将来も続くと予想される場合には、現在財と国債の裁定取引の結果、現在財の価格が下落することを通じてショックに対する調整が行われるため、長期金利の低下とデフレがともに進行している近年の状況を整合的に説明できることである。

財政赤字の拡大が長期金利の上昇に結びつく経路としては、リスクプレミアムの上昇を通じる経路も考えられ

---

[6] 2005年度の国債発行予定額（市中消化分）は119.8兆円となっている。

[7] 日本銀行（2003）の推計によれば、80年代に4％前後であった潜在成長率は90年代入り後低下し、最近は1％程度となっている。また、小田・村永（2003）の推計によれば90年代以降自然利子率が低下傾向にある。

る。90年代に行われた累次にわたる景気対策の結果、ＧＤＰの1.5倍を超える政府債務の累増が生じたことは、財政赤字のサステナビリティに対する懸念を生じさせ、リスクプレミアムの上昇を通じて長期金利の上昇をもたらす可能性がある。また、99年以降、民間金融機関が債券投資を積極化させた結果、全国銀行ベースでみた国債保有残高が約106兆円に達するなど、民間金融機関の国債保有が大幅に増加したため、長期金利に影響を与える可能性のあるショックに対して債券市場が敏感に反応する状況が生じている。98年末から99年初にかけての“運用部ショック”や03年央の“ＶａＲショック”は、国債市場の需給要因から長期金利が急上昇する可能性があることを示唆するものである。もっとも、現時点において長期金利が１％台半ばの水準で推移していることからもわかるように、国債市場の需給懸念からくる長期金利の上昇は一時的なものにとどまっており、市場がショックを吸収すると金利の水準は再び長期的な趨勢に回帰してくる傾向がみられる。このことから判断する限り、国債の大量発行に伴う価格変動リスクに対する懸念は市場関係者に共有されているものの、財政破綻に伴うデフォルトリスクについてはまだ現実のものとして認識されるに至っていないものと考えられる。

３．金融政策と長期金利

第２節でみたように、政府債務残高が対ＧＤＰ比で1.5倍の水準に達する中にあって、なお対ＧＤＰ比で５％近いプライマリー赤字が生じている現状においては、金利の上昇が財政運営の安定性に大きな影響を与える可能性がある。こうした中で、利払費の急増を回避し、財政運営の安定性を確保するという観点から長期金利の低位安定の維持が要請され、このことが金融政策の自由度を制約する要因となる可能性があるのではないかとの指摘もみられる。金融政策が長期金利に対してどの程度影響を及ぼすことができるのかについては議論の余地があるが、２年債と５年債の発行シェアが市中発行額全体の４割近くに達する現状においては、中期ゾーンの金利動向に対する金融政策の影響も軽視することができない状況となっており、量的緩和政策の解除に向けた検討においても長期金利の動向を注視することが必要な状況となっている[8)]。そこで、本節では、最近の金融政策の動向を振り返りながら、金融政策と長期金利の関係について検討を行うこととする。

３．１　運用部ショックとゼロ金利政策の導入

98年末から99年初にかけて生じた、いわゆる“運用部ショック”は、近年の財政運営と金融政策あるいは公的金融の関係を考えるうえで象徴的な出来事である。資金運用部が国債の買入れを停止するのではないかとの観測に端を発した長期金利の上昇は、宮澤大蔵大臣（当時）と速水日本銀行総裁（当時）が金利の上昇を容認する発言をしたことも手伝ってさらに加速し、10年物国債の利回りは１％台半ばの水準から99年２月には一時２％台半ばまで上昇した[9)]。このため、資金運用部において国債の買入れ継続が決定されるとともに、日本銀行に対して長期国債の買い切りオペの増額を求める圧力が強まった[10)]。こうした中で国債市況の安定化にも配慮する形で採られたのがいわゆるゼロ金利政策である[11)]。ゼロ金利政策は、直接的にはコール市場においてオーバーナイト物金利をゼロ近傍へ低下させるよう金融調節を行うものであるが、それと同時に「デフレ懸念の払拭が展望できるような

---

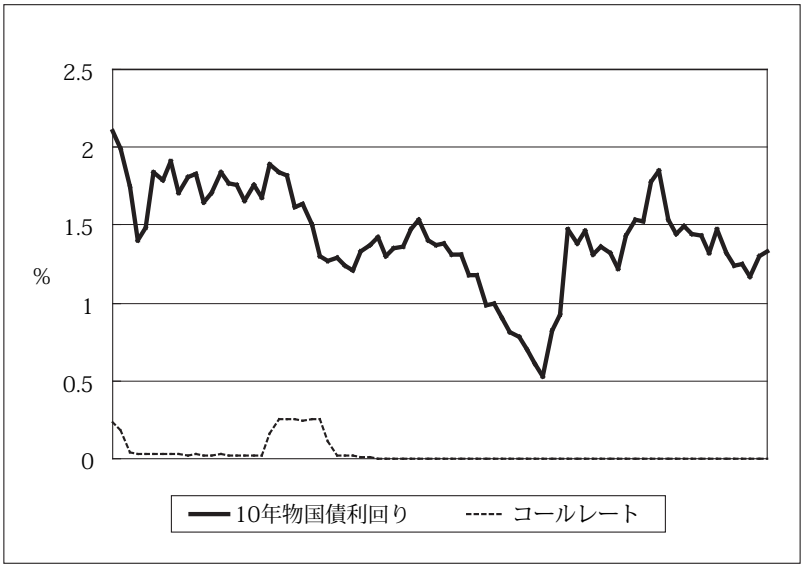
8) ２年債・５年債のシェアの増加に加え、短期国債（ＴＢ）の発行額も市中発行額全体の25％に達している。

9) 資金運用部による国債買い入れが1999年１月以降停止されるのではないかとの観測について、98年12月22日に宮澤大蔵大臣が「大したことではない」とコメントしたことや同日、速水日銀総裁が「日銀が国債を50兆円も保有しているのは自然な姿ではない」と発言したことを受けて国債需給に対する懸念が広がり、98年末から99年初にかけて長期金利が１％台半ばから２％台半ばまで急上昇した。

10) この間の経緯については軽部（2004）を参照のこと。

情勢」に至るまでの間、ゼロ金利政策を継続することをアナウンスすることにより、長期金利の低位安定を図ることをも企図した政策であった。ゼロ金利政策の導入後、コールレートはおおむね 0.02 ～ 0.03％の水準で推移し、長期金利は 99 年２月の 1.9％台から同年４月～５月にかけて 1.4％台に低下した後、ゼロ金利政策が解除された 2000 年８月までの間、1.6 ～ 1.9％のレンジで推移した（図表２参照）。

図表２　長短金利の推移



３．２　ゼロ金利政策の解除

景気の回復傾向が明確になり、需要の弱さに起因する物価低下圧力が大きく後退したことの判断から、00 年８月にゼロ金利政策が解除され、これをうけてコールレートの誘導目標がゼロ金利政策導入前と同じ 0.25％に引き上げられた[12]。長期金利は 00 年８月には 1.8％台であったが、その後低下を続け、量的緩和政策が導入された 01 年３月には 1.2％台まで低下した（前掲図表２参照）。

３．３　量的緩和政策の導入

2000 年末以降、景気回復のテンポが鈍化し、需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念があるとの判断から、01 年３月に量的緩和政策が導入された。量的緩和政策は、金融調節の操作目標を従来の金利（コールレート）から量（日銀当座預金残高）に変更するものであり、当座預金残高目標は導入時の５兆円程度から現在の 30 ～ 35 兆円程度まで段階的に引き上げられてきた[13][14]。この間、コールレートは次第に低下し、01 年末以降、おおむね 0.001 ～ 0.002％の水準で推移してきた。一方、長期金利は、01 年中はほぼ 1.2 ～ 1.3％のレンジで推移し、02 年２月に一時 1.5％台をつけた後、低下に転じて 03 年５月には 0.5％台となった。その後、長期金利は急上昇して同年８月に 1.4％台となり、以後多少の変動を伴いながらもほぼ１％台半ばの水準で推移している（前掲図表２参照）。

---

[11] 99 年２月の金融政策決定会合では、一段の金融緩和措置として「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配意しつつ、当初 0.15％前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」こととされた。

[12] 00 年８月の金融政策決定会合では「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.25％前後で推移するよう促す」こととされた。

３．４　量的緩和政策の解除に向けた検討

緩やかながらも持続的な景気回復の流れをうけて、このところ量的緩和政策の解除に向けた議論が活発に行われている[15]。量的緩和政策の解除の方法についてはさまざまな議論があるが、一般的なイメージは、まず日銀当座預金を現在の 30 ～ 35 兆円程度から所要準備に見合う 6 兆円程度まで数度にわたって減額するとともに、一定の時期に金融調節の操作目標を当座預金残高からコールレートに変更し、ゼロ金利政策の段階を経た上で伝統的な金融政策に復帰するというものである。デフレ懸念が払拭され、物価が緩やかな上昇に転じた段階では、金融政策の機動的な運営を確保するために、金利を操作目標とする通常の金融政策に移行することが自然な姿ではあるが、このような政策変更が長期金利の上昇をもたらし、財政運営の安定性を損ねるのではないかとの懸念から、量的緩和の解除については慎重な対応が必要との見解もある。

この点についてのひとつの判断材料として、ゼロ金利政策導入後の金融政策の運営とこの間の長期金利の推移をみると、ゼロ金利政策導入後の 99 年央に長期金利の上昇がみられたり、解除後の 99 年末にかけて長期金利が低下する局面などがみられるなど、長期金利は金融政策の運営と一定の関係を持ちながらも実体経済や物価の動向、景況感等により強い影響を受ける形で推移していることがわかる。

こうしたもとで、財政運営の安定性に対する配慮から、長期金利の低位安定を目標として金融政策を運営することについては、長期金利のコントローラビリティの有無という問題に加えて、このような政策運営が財政規律の弛緩やインフレリスクに対する対応の遅れを予想させることを通じて、むしろ長期金利の上昇につながる懸念がないかという点を十分考慮し、慎重な対応が必要と考えられる。

４．公的金融と財政運営の安定性

90 年代には、郵便貯金への資金流入（いわゆる郵貯シフト）と民間金融機関の貸出の減少が進む中で、累次にわたる景気対策の実施によって国債発行の増加と財政投融資の拡大が生じたことから、経済全体のマネーフローにおいて公的部門のウェイトが高まりをみせた。最近時点においては郵便貯金の残高が漸減し、財政投融資の規模が縮小に向かうなど、マネーフローの状況に一部変化がみられるものの、資金仲介における公的部門のウェイトが依然として高いことから、「官から民へ」資金の流れを変えることを目的として郵貯・簡保の民営化や政府系金融機関の統合をめぐる具体的な検討が行われている[16]。本節では、これらの点を踏まえて、公的金融と財政運営の安定性の関係について検討を行うこととする。

４．１　財投改革

近年、「官から民へ」資金の流れを変えるために公的金融の改革が必要との議論が活発に行われているが、このような主張がなされる場合には、時として財投改革が行われる以前のスキームを念頭においたような議論がなされることがある。そこで、以下ではまず、財投改革によって公的な資金の流れが制度上どのように変化したのかを整

---

[13] 2001 年 3 月の金融政策決定会合では、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更」し、「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで、継続する」こととされた。また、03 年 10 月の金融政策決定会合において、量的緩和政策の解除についての 3 条件が示され、コミットメントの明確化が図られた。

[14] 長期国債の買い切りオペについては、買入れ額が量的緩和政策導入時の月額 4 千億円から 4 次にわたって引き上げられ、現在は月額 1 兆 2 千億円となっている。

[15] 内閣府の景気基準日付によると、景気は 2002 年 1 月を底として拡大を続けている。

[16] 郵政民営化関連法案については第 163 回国会に再提出され、可決成立した。

理しておくことにしよう。

改革前の財政投融資制度においては、郵貯資金や年金資金は資金運用部への預託が義務づけられ、資金の運用に制約が課される一方、預託金利は、7年以上の預託については10年物国債のクーポンレートに0.2%の上乗せをした水準に設定されるなど、安定的な運用が可能になっていた[17)18)]。このため、民間金融機関の預金との比較において、郵便貯金への預入が有利になる局面では、郵便貯金への資金シフトが生じ、しかも流入した資金は、資金運用部への預託を通じて財投対象機関（特殊法人等）への投融資や国債・地方債の購入に充てられたため、財政投融資制度の存在が経済全体の資金配分を非効率なものとしているのではないかとの指摘が数多く見られた。

このため、財政投融資制度については2001年度に大幅な改革が行われ、郵貯資金、年金資金については資金運用部への預託義務が廃止され、全額自主運用への移行が図られるとともに、財政投融資の原資については、主に財政融資資金特別会計が発行する財投債（国債）と各財投対象機関が発行する財投機関債によって、金融市場を経由する形での調達が行われることとなった[19)]。このように、財政投融資の資金調達が金融市場を経由して行われるようになったことにより、郵便貯金への資金流入がそのまま公的金融の拡大につながるという問題はひとまず解消されることとなった。また、郵貯資金や年金資金の運用面においても、自主運用が可能になる一方で、従来のように資金運用部への預託によって比較的条件のよい安定的な運用先を確保することができなくなったことから、郵便貯金の金融商品としての優位性も従来に比べると小さなものとなった。

このような状況のもとで、90年代初頭に預入された大量の定額貯金が満期を迎えたことから、郵便貯金の残高は2000年度以降減少に転じ、00年度末の259.9兆円から04年度末の214.1兆円へと、この4年間で50兆円超の減少がみられた。

4．2　郵政民営化と「官から民へ」の資金の流れ

このように、財政投融資改革によって郵便貯金と資金運用部の間の直接的なリンクが遮断されたため、「郵便貯金があるために公的金融の肥大化が生じる」という議論は妥当性を欠くものとなったが、現在でも財投改革以前のスキームを念頭においた誤解と思われる議論がなされることがある。そこで、以下では、このような議論が妥当性を欠いたものであるということについて確認しておくことにしよう。

郵政民営化をめぐる最近の議論の中では、郵便貯金の残高が大手都市銀行4行の資金量の合計に匹敵する規模であることを問題と考え、預入限度額の引き下げを通じて郵貯の規模を縮小させるべきだという指摘がある。しかしながら、以下に示すように、資金の出し手である家計の資産選好や資金の取り手である公的部門の状況を所与とすると、郵貯の限度額の引き下げという措置によって「官から民へ」の資金の流れが大きく変化するとは考えにくい。

いま仮に郵貯の預入限度額の引き下げが行われて、限度額を超えた部分について強制的に払い出しが行われたとしよう。家計の資産選好を所与とすると、払い出された資金の相当程度は民間金融機関の預金に振り替わるものと予想されるが、民間金融機関が貸出を減少させる中で国債の保有を増加させてきた近年の状況を踏まえれば、郵便貯金から振り替わった資金の相当程度は民間金融機関を経由して再び政府部門の資金不足のファイナンスに向けられる可能性が高い。郵便貯金の預入限度額を超える部分を個人向け国債に振り替えるという提案もあるが、このよ

---

17) 簡易保険の積立金についても、財投協力という形で事実上財政投融資計画に組み込まれていた。

18) 7年未満の預託に対しては1月以上3月未満、3月以上1年未満、1年以上3年未満、3年以上5年未満、5年以上7年未満の期間区分毎にそれぞれ預託金利が設定されていた。

19) 郵貯資金と年金資金については、財投改革に伴う経過措置として、2001年度以降7年間にわたり、資金運用部の既往貸付けを継続するために必要な財投債の引き受けが継続され、引受額は市中発行額の2分の1程度から漸次その割合を低下させることとされ、簡保資金についても、財政投融資計画の中でこれまで果たしてきた役割を踏まえ、相応の財投債を引き受けることとされている。

うな措置をとったとしても、従来、郵便貯金から資金運用部を経由して国債に向かっていた資金供給のチャネルが、資金運用部を経由せずに直接家計から政府への資金供給に振り替わるだけであり、これによって「官から民へ」の資金の流れが変化するとは考えにくい[20]。

つまり、最終的な資金の出し手である家計のリスク資産に対する選好に変化がなく、また、最終的な資金の取り手である公的部門の資金調達額が不変の場合には、仮に郵便貯金の残高を減少させても、その減少分は預金を受け入れた民間金融機関が国債保有を増加させたり、家計が個人向け国債を購入したりすることを通じて、結局のところ公的部門へ流れることになるのである。日本銀行(2005)は、2000年頃から郵貯への資金流入が減少する一方で、民間金融機関が貸出を減少させる中で国債を中心に債券投資を増加させたことから、このところ「民から官へ」の資金の流れが増加したことを明らかにしており、この分析からも、他の条件に変化がなければ、郵政改革によって日本経済全体のマネーフローに大きな変化は生じないことが示唆される。

4．3　歳出改革・特殊法人改革の重要性

このようにみてくると、経済全体のマネーフローにおいて公的部門のウェイトを低下させ、資金の流れを「官から民へ」変えていくためには、資金の出し手である郵貯・簡保だけでなく、資金の取り手である特殊法人等の改革を併せて進めていくことによって、国債等の発行額を減少させていくことが必要だということになる。歳出改革については、2001年6月に『骨太の方針（経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針)』が決定され、これを受けて各年度の『基本方針（経済財政運営と構造改革に関する基本方針)』と『改革と展望（構造改革と経済財政の中期展望について)』が策定されて、これらをもとに歳出改革に向けた取り組みが進められている。また、特殊法人改革については、2001年12月に閣議決定された『特殊法人等整理合理化計画』に基づき、05年10月に道路関係四公団の民営化が実施され、07年4月に住宅金融公庫の廃止と独立行政法人住宅金融支援機構の設立が予定されるなど、163の特殊法人及び認可法人の事業と組織形態の見直しが進められている。

5．結論

本稿では、量的緩和政策の解除と公的金融改革をめぐる最近の議論の動向と、国債市場の状況に留意しつつ、財政運営の安定性について検討を行った。本稿の主な結論は以下の通りである。

(1) 最近の財政状況を確認するために、1957年から99年までのデータを利用して分析を行うと、財政のサステナビリティは確保されているものの、大規模な景気対策が実施された98年度以降、財政状況は一段と厳しくなっており、長期金利と経済成長率の動向によっては、財政危機が現実のものとなる可能性がある。

(2) しかしながら、このような厳しい財政状況にもかかわらず、長期金利は依然として1％台半ばで低位安定を保っている。90年代以降の長期金利の低下は、潜在成長率と期待インフレ率の低下に見合った自然な動きであり、この間に生じた財政状況の悪化は、これまでのところ長期金利を上昇させる要因とはなっていない。

(3) ゼロ金利政策導入後の金融政策の動向とこの間の長期金利の推移をみると、ゼロ金利政策導入後の99年央に

---

[20] 2006年1月に発行が予定されている新型個人向け国債は、償還期限5年・固定金利で、満期は異なるものの、現在の定額貯金とほぼ同様の商品性をもった金融商品となっている。

長期金利の上昇がみられたり、解除後の 99 年末にかけて長期金利が低下する局面がみられるなど、長期金利は金融政策の運営と一定の関係を持ちながらも実体経済や物価の動向、景況感等により強い影響を受ける形で推移していることがわかる。

(4) 財政運営の安定性に対する配慮から、長期金利の低位安定を目標として金融政策を運営することについては、長期金利のコントローラビリティの有無という問題に加えて、このような政策運営が財政規律の弛緩やインフレリスクに対する対応の遅れを予想させることを通じてむしろ長期金利の上昇につながる懸念がないかを十分考慮し、慎重な対応が必要である。

(5) 2001 年に行われた財投改革によって、郵便貯金等への資金流入がそのまま公的金融の拡大につながるという問題はひとまず解消され、郵便貯金の残高自体についても 2000 年度以降漸減の傾向にある。郵政民営化をめぐる最近の議論においては、「官から民へ」の資金の流れを実現するために、預入限度額の引き下げを通じて郵貯の規模を縮小させるべきだとの指摘があるが、家計の資産選好を所与とすれば、郵便貯金の預入限度額が引き下げられても、それによって払い出された資金は預金に振り替わるだけで、民間金融機関の国債購入を通じて再び政府部門の資金不足のファイナンスに向けられる可能性が高い。

(6) 経済全体のマネーフローにおいて公的部門のウェイトを低下させ、資金の流れを「官から民へ」変えていくためには、資金の出し手である郵貯・簡保だけでなく、資金の取り手である特殊法人等の改革を併せて進めていくことにより、国債等の発行額を減少させていくことが必要である。

小泉内閣が進めてきた構造改革の中心的なテーマとして、現在、郵政民営化に引き続き、政府系金融機関の統合に向けた具体案の策定が予定されており、また、景況感の改善とデフレ脱却の見通しを背景に、日本銀行においては量的緩和政策の解除に向けた検討が進められているが、公的金融改革や金融政策の運営スタンスの変更にあたっては、上記の点に留意して、国債市況等への過度の配慮が財政規律の弛緩につながることのないよう、政策運営の本来の趣旨を踏まえた適切な対応が必要と考えられる。

補論：財政のサステナビリティの検証

財政のサステナビリティ（持続可能性）は、政府の通時的な予算制約に係る no Ponzi game condition（ＮＰＧ条件）が満たされているか否かを調べることで検証が可能である。

いま、t 期における政府の予算制約式は、

$$T_t + B_{t+1} = G_t + (1+r)B_t \qquad (A-1)$$

と書くことができる。ここで、T_t は t 期における税収、G_t は利払費を除く政府支出（一般歳出）、B_t は t 期首における公債残高であり、r は時間を通じて一定の金利である。

（Ａ－１）の両辺を t 期のＧＤＰ（Y_t）で割ると、（Ａ－１）は

$$t_t + b_{t+1} = g_t + (1+r-n)b_t \qquad (A-2)$$

と書き直すことができる。ここで、$t_t = T_t / Y_t$、$g_t = G_t / Y_t$、$b_t = B_t / Y_t$、n は経済成長率であり、近似的に

(1 + r)／(1 + n)＝ 1 + r − n が成り立つことを利用している。将来時点に向かって b_{t+i} を繰り返し代入すると、

$$b_t = \sum_{i=1}^{T}(1+r-n)^{-i}(t_{t+i-1} - g_{t+i-1}) + (1+r-n)^{-T} b_{t+T} \qquad (A-3)$$

が得られ、

$$\lim_{T\to\infty}(1+r-n)^{-T} b_{t+T} = 0 \qquad (A-4)$$

が満たされることが財政のサステナビリティの条件（ＮＰＧ条件）となる。

Hamilton and Flavin（1986）では、(A − 2）の定差方程式の非定常解が、

$$b_t = \sum_{i=1}^{T}(1+r-n)^{-i}(t_{t+i-1} - g_{t+i-1}) + \beta(1+r-n)^{t} \qquad (A-5)$$

と表されることを利用し、これをもとに（A − 4）の条件が満たされるか否かを検証する。(A − 5）において $\beta = 0$ が満たされれば、(A − 4）の条件が満たされ、したがって、財政赤字は持続可能ということになる。

t 期首において、(A − 5）の右辺に現れる t_{t+i-1} と g_{t+i-1} は確率変数なので、実際には（A − 5）は、

$$b_t = E\left[\sum_{i=1}^{T}(1+r-n)^{-i} s_{t+i-1} \middle| \Omega_t\right] + \beta(1+r-n)^{t} \qquad (A-6)$$

と表される。ここで、$s_t = t_t - g_t$ であり、Ω_t は t 期首において利用可能な情報の集合である。一般に政府の予算編成に係る意思決定が増分（漸変）主義的であることを踏まえ、将来の税収と一般歳出の流列（の予想）が Ω_t に含まれる過去の税収、一般歳出及び公債残高によって記述できるものと仮定すると、(A − 6）は、

$$b_t = \alpha + \beta(1+r-n)^{t} + \gamma_1 b_{t-1} + \cdots + \gamma_p b_{t-p} + \delta_1 s_{t-1} + \cdots + \delta_p s_{t-p} + \varepsilon_t \qquad (A-7)$$

と書きかえることができる。したがって、(A − 7）を推定し、$\beta = 0$ という帰無仮説が満たされるか否かを検証すれば、財政赤字が持続可能であるか否かを確認することができる。

参考文献

小田信之・村永淳（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 03-J-5，日本銀行.

加藤　涼（2003）「財政政策乗数の日米比較：構造ＶＡＲと制度的要因を併用したアプローチ」日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ 03-J-4，日本銀行国際局.

軽部謙介（2004）『ドキュメントゼロ金利』岩波書店.

中里　透・副島　豊・柴田（中川）裕希子・粕谷宗久（2003）「財政のサステナビリティと長期金利の動向」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 03-J-7，日本銀行.

日本銀行（2003）「ＧＤＰギャップと潜在成長率」『日本銀行調査月報』２月号.

日本銀行（2005）「資金循環統計からみた 1980 年代以降のわが国の金融構造」『日本銀行調査季報』2005 年春号.

渡辺　努・岩村　充（2002）「ゼロ金利制約下の物価調整」『フィナンシャル・レビュー』第 64 号，財務省財務総合政策研究所，110 － 139.

Hamilton, James and Marjorie Flavin（1986）“On the Limitations of Government Borrowing:A Framework for Empirical Testing” , American Economic Review 76, 808-816.

Hayashi,Fumio and Edward Prescott（2002）“The 1990s in Japan: A Lost Decade” , Review of Economic Dynamics 5, 206-223.