

# バブルなのは国債市場ではないのか

東京財団政策研究所研究主幹 / 法政大学教授

小黒一正



# 自己紹介



小黒一正

法政大学経済学部教授。

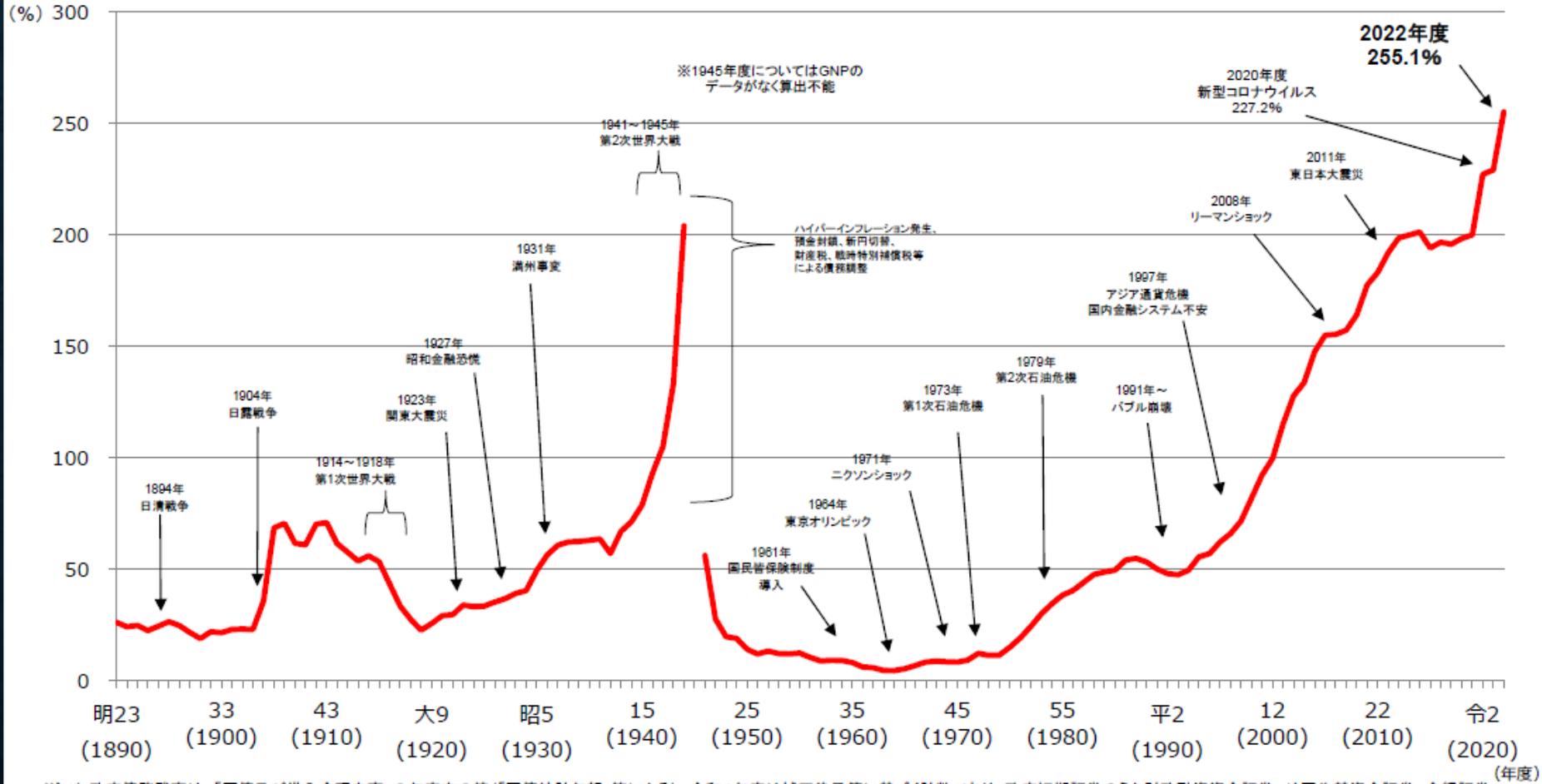
1974年生まれ。京都大学理学部卒業、一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了(経済学博士)。1997年 大蔵省(現財務省)入省後、大臣官房文書課法令審査官補、関税局監視課総括補佐、財務省財務総合政策研究所主任研究官、一橋大学経済研究所准教授などを経て、2015年4月から現職。

この間、財務省財務総合政策研究所上席客員研究員、経済産業研究所コンサルティングフェロー、厚生労働省「保健医療2035 推進」参与、内閣官房「革新的事業活動評価委員会」委員、内閣官房・新しい資本主義実現本部事務局「新技術等効果評価委員会」委員、財務省・財政制度等審議会「財政制度分科会」委員、会計検査院特別調査職、鹿島平和研究所理事、日本財政学会理事、東京財団政策研究所研究主幹、新時代戦略研究所理事、日本医療福祉建築協会理事、キヤノングローバル戦略研究所主任研究員等を歴任。

専門は公共経済学。主な著書に、『日本経済の再構築』(単著／日本経済新聞出版社)、『人口動態変化と財政・社会保障の制度設計』(編著／日本評論社)、『財政と民主主義 ポピュリズムは債務危機への道か』(共著／日本経済新聞出版社)、『薬価の経済学』(編著／日本経済新聞出版社)等がある。

# 戦前からの国の債務残高対GDP比の推移

- 我が国では、第二次世界大戦時に債務残高対GDP比が膨れ上がり、戦後のハイパーインフレにより大幅減となった経緯。
- 足もとの債務残高対GDP比は、当時を上回る水準。将来世代に対して、市場の信認を損なうリスクを押しつけることとならないようにしていく必要。



(注1) 政府債務残高は、「国債及び借入金現在高」の年度末の値(「国債統計年報」等による)。令和4年度は補正後予算に基づく計数であり、政府短期証券のうち財政融資資金証券、外国為替資金証券、食糧証券の残高が発行限度額(計210兆円)となっていることに留意。なお、昭和20年度は第2次世界大戦終結時によりGNPのデータがなく算出不能。

(注2) GDPは、昭和4年度までは「大川・高松・山本推計」における粗国民支出、昭和5年度から昭和29年度までは名目GNP、昭和30年度以降は名目GDPの値(昭和29年度までは「日本長期統計総覧」、昭和30年度以降は国民経済計算による(昭和30年度から昭和54年度までは68SNAベース、昭和55年度から平成5年度までは93SNAベース、平成6年度以降は08SNAベース)。)。ただし、4年度は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和4年7月29日)による。

# バブルの震源地は株式市場なのか

- 2024年7月の金融政策決定会合

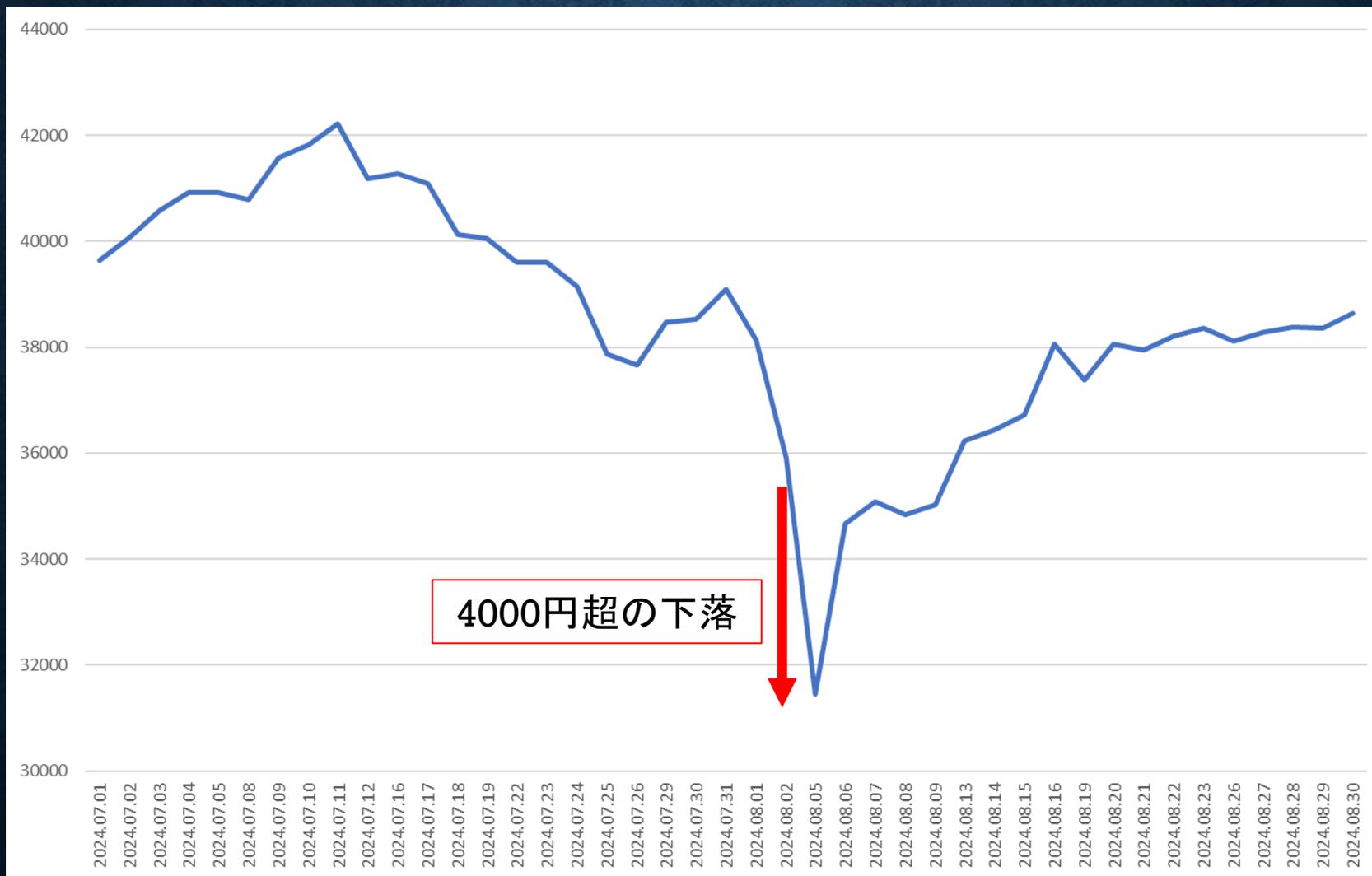
長期国債買入れの減額計画を示すとともに、利上げ（短期金利の誘導目標を0.25%程度に引き上げること）を決定

- 2024年8月5日

この利上げの直後、急激な円高の進行などの影響も受け、日経平均株価が4000円を超える過去最大の下落を記録。

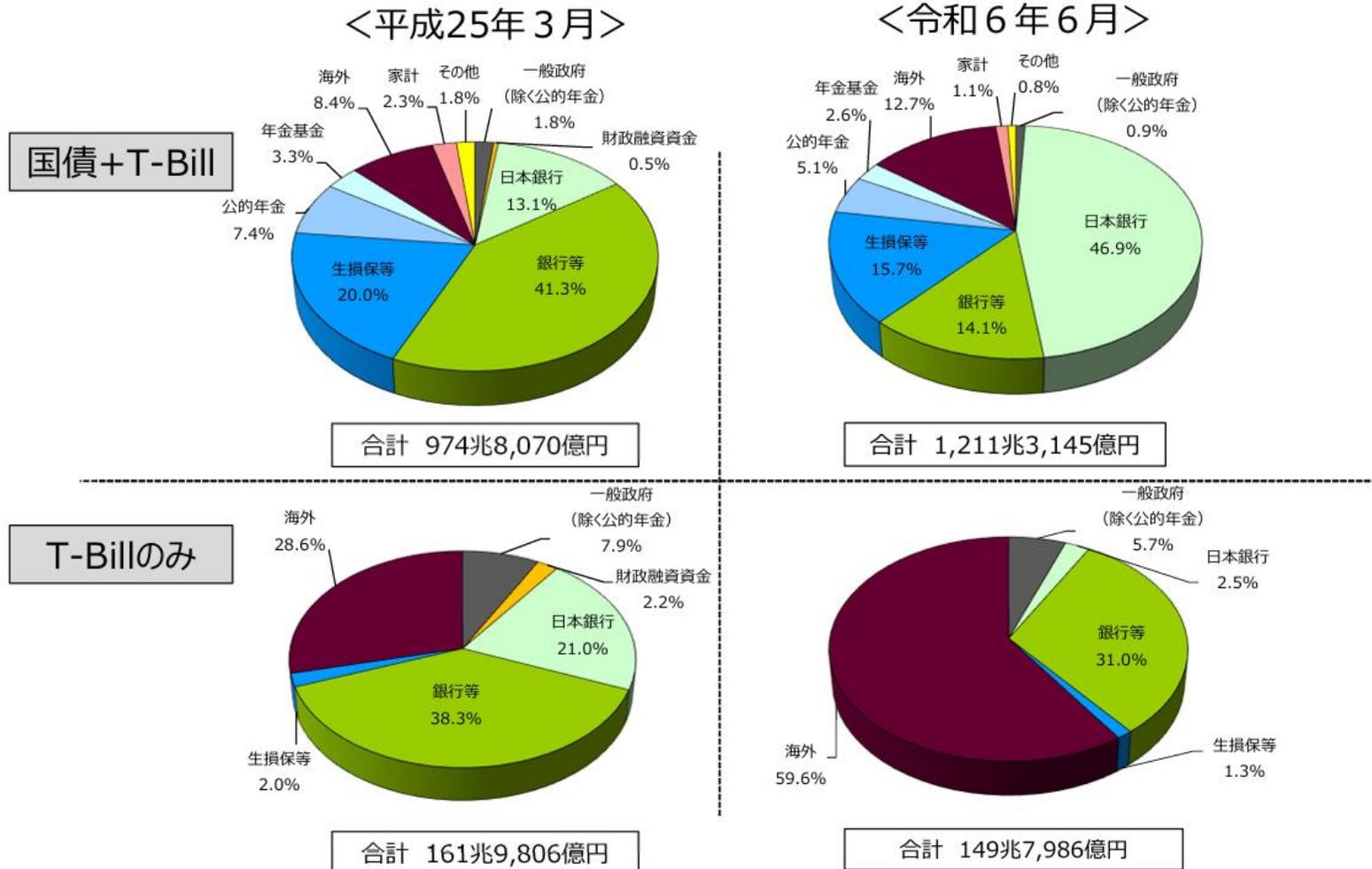
- その後、日銀副総裁の発言もあって、日経平均株価も上昇し、株式市場は落ち着きを取り戻しているが、「現在の株式市場はバブル」と指摘する有識者もいる

# 日経平均株価（終値）の推移（2024年7月・8月）



(出所) 日経平均アーカイブ <https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>

# 国債等の保有者別内訳 (2013年→2024年)



(注1) 資金循環統計の計数について、平成25年3月末は確報値、令和6年6月末は速報値。  
 (注2) 「銀行等」には「ゆうちょ」銀行、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。  
 (注3) 「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。  
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」(令和6年9月19日公表)

# 金融政策の出口戦略が長期金利に及ぼす影響①

被説明変数：日本の長期金利（2000年1月—2023年5月）

	係数	標準誤差	t値
無担保コールレート	0.57198***	0.116911	4.89
為替レート（円/ドル）	0.006821***	0.001256	5.43
マネタリーベース平均残高	-0.002413***	$2.54 \times 10^{-4}$	-9.49
日銀買入割合の対数	-0.398507***	0.030704	-12.97
政府債務合計	-1.94E-03***	$8.07 \times 10^{-4}$	-2.407
政府債務合計の2乗	1.87E-06***	$5.12 \times 10^{-7}$	3.65
定数項	2.04E+00***	$3.63 \times 10^{-1}$	5.611

標本数 281

Adjusted R-squared 0.88758

(注) 係数の \*\*\* は 1% 有意水準で有意、\*\* は 5% 有意水準、\* は 10% 有意水準で有意であることを示す。

## 金融政策の出口戦略が長期金利に及ぼす影響②

- この推計モデルに基づくと、いくつかのシナリオで長期金利の理論値が推計できる。
- 例えば、日銀が現在保有する国債をバランスシートで持ち続けるシナリオだ。為替レートが1ドル150円の下、このシナリオを達成するため、日銀買入割合を57.6%とし、マネタリーベースを約670兆円（2024年10月時点）としても、マイナス金利の解除で無担保コールレートが0.05%になり、財政再建が進まず、政府債務が1500兆円に膨らむと、長期金利の理論値は1.15%となり、1%を超えることが確認できる。
- では、日銀がバランスシートを縮小し、保有する国債を市場に還流するシナリオはどうか。2024年4月の日銀「展望レポート」の「BOX 6」でも、（大規模な国債買入れの）「ストック効果を中心に、均してみれば、概ね▲1%程度の長期金利の押し下げ効果がみられたことが示唆された」旨の記載があるが、上記と同様の設定（為替レートが1ドル150円、無担保コールレートが0.05%、政府債務が1500兆円）で、日銀買入割合を20%とし、マネタリーベースが約450兆円になると、長期金利の理論値は2.10%となり、2%を超えてくる。

# 国債価格の変化 (デュレーション10年の場合)

- 金利 +1%ポイント → 国債の市場価格 10%の下落
- 金利 +2%ポイント → 国債の市場価格 20%の下落
- 金利 +3%ポイント → 国債の市場価格 30%の下落