

序文

前財務省財務総合政策研究所総務研究部総括主任研究官 小枝 淳子

はじめに

平成以降慢性的な財政赤字が続いた結果、我が国の債務水準は他国と比較しても外れ値（outlier）となっている。さらにコロナショックをはじめ、リーマンショックや自然災害など、危機対応に関する重要性が近年増している中、対応に必要な資金調達、国債増発に頼らざるを得ない状況にある。低金利・低インフレ環境が続き、債務水準は上昇の歯止めがかかりにくい状況にある中、近年日本国債の海外保有者割合は増加傾向にあり、投資家の動向に目を向けることが益々必要となっている。令和に入り、国の債務や債務管理に関する現在と将来の課題を明らかにするのは急務だと思われる。

このような問題意識により、本特集号では、経済・法学・金融ファイナンスと分野横断的な視点を提供しつつ、以下のテーマについて分析・考察を行う。

①最適な国内債務水準についての理論的な考え方（マクロ経済学）

そもそも最適な国内債務水準はどのように考えるべきか？経済厚生（Welfare）を最大化させるマクロ経済理論に基づく考察を行う。リカードの中立命題が成り立つ世界では、債務の水準は経済厚生には影響を与えない一方、それが成り立たない世界では、最適なネット債務水準を考える上でどのような理論的トレードオフが重要となるか？また消費税等による調整が債務水準の変化を通じて与えるマクロ的効果はど

のようなものか？（猪野・小林論文、高橋論文）

②対外債務再編成に関する課題（国際金融論）

一般に、債務再編成（debt restructuring）が進む場合は、深刻な経済的損失を被るが、それは債権者・債務者の景気・金融循環にも依存する。この分野では、対外債務（external debt）の再編成について理論・実証分析が進み、近年様々な政策も施行されている。債務再編成について、どのような研究蓄積があり、政策が施行されているのか考察する（阿曾沼・ジュ・笹原論文）。

③国の債務管理に関する考察と分析（法律・制度論、金融・ファイナンス）

国債管理政策には様々な論点があるが、本特集号では次の4つのテーマを掘り下げ、債務管理に関する課題を論じる。

第一に、国の債務管理政策はいかなる法的枠組みを前提にしているか？公的債務管理法制における論点を整理し、検討課題を提示する（藤谷論文）。

第二に、国債市場における流動性の把握と政策効果について、最近の研究潮流を紹介し、今後重要となりうる論点も取り上げる（宇野・戸辺論文）。

第三に、国債管理政策でも、市場金利動向に注意を払う必要がある。長引く低金利環境下で、従来のモデル設定を見直す必要はあるか？標準的な仮定を緩めた日次イールドカーブ分析を行

う（関根論文）。

第四に、公的債務の年限構成への関心は政策手段としても近年高まっている。従来は、そも

そも国債管理政策は有効かという議論が多かったが、最近の理論・実証分析からわかることは何か？（小枝論文）

各論文の要約と政策的インプリケーション

次に、テーマごとに各論文の要約と政策的インプリケーションをまとめる。①**最適な国内債務水準についての理論的な考え方**については、次の2本の論文でマクロ経済学的考察と既存文献の整理を行った。

- 「政府債務とマクロ経済—異質な家計モデルによる分析の紹介—」（高橋論文）
- 「不完備市場および世代重複構造のある経済における最適債務」（猪野・小林論文）

高橋論文では、先行研究に基づき、特に労働の生産性の差から生まれる家計の異質性をモデルに明示的に考慮することで、それが望ましい政府債務水準（ネット）にどう影響をするかを考察した。政府債務水準が上昇すると、消費の平準化（consumption smoothing）に使える資産が増えるため、家計は収入に余裕のある時に貯蓄をして将来における消費の不確実性に対処することができる。一方で、経済全体では資本・GDP比率が低下し、GDPは落ち込んでしまうというトレードオフがある。また、資本・GDP比率の低下は実質利率上昇をもたらす結果、裕福な（資産を多く持ち利子収入がある）家計が相対的に有利になるため、家計間の格差が拡大してしまう。

猪野・小林論文では、世代重複構造や移行経路が、最適債務水準に与える影響に注目した。世代重複構造がモデルに組み込まれるということは、将来世代の経済厚生を疎かにすることになる。また、移行経路をモデルに組み込むということは、例えば膨れ上がった債務を削減するコストを明示的に考えることになる。このようなモデルにおいて、消費増税を先送りにする

と、先送りにしなかった場合に比べて、債務が拡大し市場金利が高くなるので、先送りにするコストは借り入れを行い利子収入のない資産の少ない人に偏ってしまうことになる。

このような家計の価値関数（Value function）を最大化させるモデルでは、政府債務上昇の背景に、家計の貯蓄の蓄積がある。従って最適な国内債務水準は、貯蓄する家計の貯蓄インセンティブに依存する。このインセンティブは、実質金利水準、将来の不確実性、遺産動機が高くなければなるほど強くなる。

実際の日本経済では、債務水準がどんどん上昇したにもかかわらず、金利水準は下がってきた。将来の不確実性や遺産動機の増大といった観点からどれだけ債務増加を説明できるかについては、今後更なる分析が期待される。高橋論文でも指摘しているとおり、ここでは家計の行動インセンティブについてマイクロデータを使った分析も有効となろう。また、上述のマクロモデルは実質のモデルであるが、金融面におけるメカニズムも考慮することは金利低下の減少を説明するうえで有効な視点となろう。

②**対外債務再編成に関する課題**については、次の論文で考察する。

- 「対外債務再編成に関する実証的事実・理論・政策」（阿曾沼・ジュ・笹原論文）

阿曾沼・ジュ・笹原論文では理論・実証・政策すべての観点から対外債務再編成について論じた。債務不履行や債務再編成の定義を確認したうえで、対外債務再編成における戦略やその経済への影響等に関する実証的事実を詳細なデータに基づいて説明した。主な実証的事実と

して、債務不履行が起こる前に債務再編成を行った場合、債務不履行後に行った場合と比較してヘアカットが低く、債務再編成に要する期間も短く、GDPの減少も小さいことを挙げている。政策面では、国際通貨基金（IMF）における制度改革が近年いかなる意図をもってどのように行われたかを論じている。

世界全体でコロナショックの影響を受け、財政支出拡大に迫られ各国の債務残高が膨らんでいる。今後このような状況が続く中、債務再編成に関する理論・実証・政策における問題を議論することは重要である。また、今後は、対外債務と比較して、データ作成や実証分析が遅れているとされる国内債務（domestic debt）についてもさらなる最先端の研究が求められる。

③国の債務管理に関する考察と分析については次の4本の論文で考察する。

- ・「国の債務管理政策の法的枠組みに関する論点整理」（藤谷論文）
- ・「国債市場の流動性と金融政策：最近の研究潮流」（宇野・戸辺論文）
- ・「日次イールドデータを用いたNelson-Siegelモデルの推計」（関根論文）
- ・「年限構成からみる国債管理政策」（小枝論文）

藤谷論文では、まず債務管理政策における法的責任の所在を明確にするため、我が国では、公債発行額を与件とするところから債務管理政策が始まるとし、「公債発行の授権」や「公債発行額の統制」についての仕組みは、あくまでも財政政策およびそれを規律する法制度の問題となっていると指摘した。一方で、諸外国では、こういった仕組みについても公的債務管理（public debt management）の仕組みの一部として議論されることがあると指摘した。公的債務管理法制における検討課題として、公債管理政策への国会の関与、減債基金の必要性、金融政策との関係について、論点を整理している。

特にコロナ危機では、主要先進国の中央銀行が大部分の新規国債を購入したことを考えると、公的債務管理と金融政策との関係について、

海外でも更なる議論の発展が期待され、今後も注目が必要である。

宇野・戸辺論文では、国債の流動性について、最近のマーケットマイクロストラクチャー分野における研究の潮流をまとめている。最近の流動性の計測手法の紹介に加え、信用リスクが流動性枯渇を引き起こすメカニズム、流動性の2つの相反する効果（スポットライト効果と希少性効果）、レポ市場におけるスペシャルネスに反映される流動性等を紹介している。結論として、国債の信用リスクが高まると、市場流動性の枯渇に連鎖する恐れがあると指摘した。また、流動性供給政策については、中央銀行による資産購入の規模に照らすと効果は限定的という見方を示した。

関根論文では、低金利環境におけるイールドカーブ分析においては、標準的なモデルであるネルソン＝シーゲルモデルの前提となっている減衰パラメーターについての制約を緩め、それから生じる非線形性を明示的に考慮することが日本のデータでは有効であることを、日次データ分析によって示した。

流動性や国債利回り分析は実務的にも関心が高いテーマであり、今後引き続き研究潮流を捉えていくことが重要である。また、国債利回り分析については、為替市場や株式市場との関連について分析を深めていくことも課題となるであろう。

小枝論文は、銘柄レベル情報から構築した年限構成データを使用して、過去50年以上にわたる国債の年限構成の動学分析を参考に、国債管理政策の変容について考察した。世界で2番目に大きい国債市場が如何にして育成されてきたかをデータに基づいて記述することは、途上国における国内債券市場の育成を考える上でも有意義である。また、国債の規模ではなくその構成に関する情報から抽出した国債供給ファクターは、特定期間選好（Preferred habitat）理論モデルの構造推計に基づくこと、この30年間で長期金利を押し下げていることを示した。あわせて正の供給ショックが起こった場合、大幅

序文

な金利上昇リスクがあることも示された。今後
も需給要因に関する国債市場における潜在リス
クについて更なる分析が期待されよう。

年限構成に関する特定期間選好理論はファイ
ナンスの分野で発展してきた。しかし、マクロ

経済学においても、最適債務水準（あるいは最
適課税）理論が示唆する最適な年限構成につい
ても考えることができ、近年学術的な発展もみ
られる。今後このテーマに関するマクロ・ファ
イナンスの融合が期待される。

おわりに

本特集号では、国の債務や債務管理に関する
現在と将来の課題を明らかにすべくいくつかの
テーマを掘り下げた。既に議論したとおり、引
き続き課題の解明や関連分析を行っていく必要
があるといえよう。

最後に、共通の問題意識を持つ研究結果の関
係性や矛盾について、分野横断的にきちんと考
えていくことは、実際の経済問題に取り組むう
えで貴重な示唆があろう。今後もこうした取り
組みを継続したい。