

## 財政への信認、失うのは一瞬 危機と分断の時代

### 星岳雄・東京大学教授

2023/1/6 5:00 | 日本経済新聞 電子版

#### ポイント

- 英トラス政権の失敗から教訓を学ぶ必要
- 金利急騰は予想外の経路で金融揺るがす
- 財政規律重視言うだけでなく具体策示せ

2023年度の「予算編成の基本方針」は「新しい資本主義の旗印の下、社会課題の解決に向けた取り組みを成長のエンジンへと転換し、我が国経済を持続可能で一段高い成長経路に乗せていく」と表明した。うさぎ年にちなんだわけではないだろうが、岸田文雄首相が社会的課題の解決と経済成長の「二兎（と）を追う」と言ってきた政策が本格的な実行に移される。

その時に考えておきたいのが、22年に英トラス政権が新しい経済政策を実行に移す間もなく失敗してしまった例だ。トラス政権の失敗の要因は日本にも共通する。英国の経験は、そうした問題に注意を払わないと二兎を追う政策はおろか、一兎に集中する政策もうまくいかないことを示す。



昨秋の英国を振り返ってみよう。ジョンソン氏に代わり保守党の新党首に選ばれたトラス氏が首相に就任したのは9月6日。トラス政権の経済政策の目玉である「成長計画2022」は、所得税の最高税率引き下げを含む大型減税と種々の規制緩和を組み合わせ、2.5%の成長を目指すものだった。減税の利益を享受するのは主に富裕層だという批判を浴びながらも、経済成長を最優先するいわば一兎に賭けた政策だった。

また現下のエネルギー価格高騰への対応として、電力・ガスの価格に上限を設け、平均的な家計の光熱費を年2500ポンド（約40万円）にする政策も含んでいた。

9月23日、成長計画の発表直後、英長期国債の利回りは急上昇した。最終的には年間450億ポンドにのぼるとされる大規模減税と22年度だけで600億ポンドのエネルギー価格安定化対策の財源が明確でないことが、市場を動かした最大要因とされる。特に顕著だったのは30年物の利回り、3営業日で約1.5%上昇した。急激な金利上昇は金融システムの安定性を脅かす。

問題の中心となったのはLDI（Liability Driven Investment、債務連動型運用）ファンドと呼ばれる運用機関だ。確定給付型の年金基金などが、負債評価額が金利やインフレの変動で大きく変化する時に、資産価値も同じ方向に変動するようにするため、LDIファンドを活用している。LDIファンドは多くの場合、できるだけ資本を節約するため、資産購入資金のかなりの部分を債券貸借（レポ）取引などで調達している。すなわち、レバレッジをかけた運用をしているのである。

成長計画の発表後、金利急騰によりLDIファンドの資産価値は急減し、年金基金は追加資金を出したり資産の一部を処分したりするなどして、資産配分を見直す必要に迫られた。特に問題だったのが多くの小規

模の年金基金の資金をプールしたLDIファンドだ。そうしたファンドが多数の年金基金から追加資金を集めるより先に、長期国債利回りが急上昇したからだ。

英イングランド銀行（中央銀行）は、LDIファンドなどによる資産投げ売りで長期国債価格が暴落し、金融システムが不安定化することを危惧し、9月28日に市場で国債を買い支えると発表した。トラス政権は減税計画などを取り下げたが、保守党内での批判も高まり、結局は辞任に追い込まれた。在任期間は英国史上最短の49日だった。10月25日に就任したスナク首相は政策を大幅に修正し、増税と歳出削減による財政再建を目指すことになった。



英国政府が経験したこの政治的・経済的混乱から、日本はいくつかの重要な教訓を学ぶべきである。

第1は長期国債市場の不安定性だ。国債利回りは急速に大きく変わることがある。長期国債利回りは現在から将来までの財政状況や経済状況に関する期待に依存しているからだ。今回の英国の場合も、トラス政権の政策変更により市場は将来の財政規律に疑念を抱くようになり、金利が想定以上に跳ね上がった。

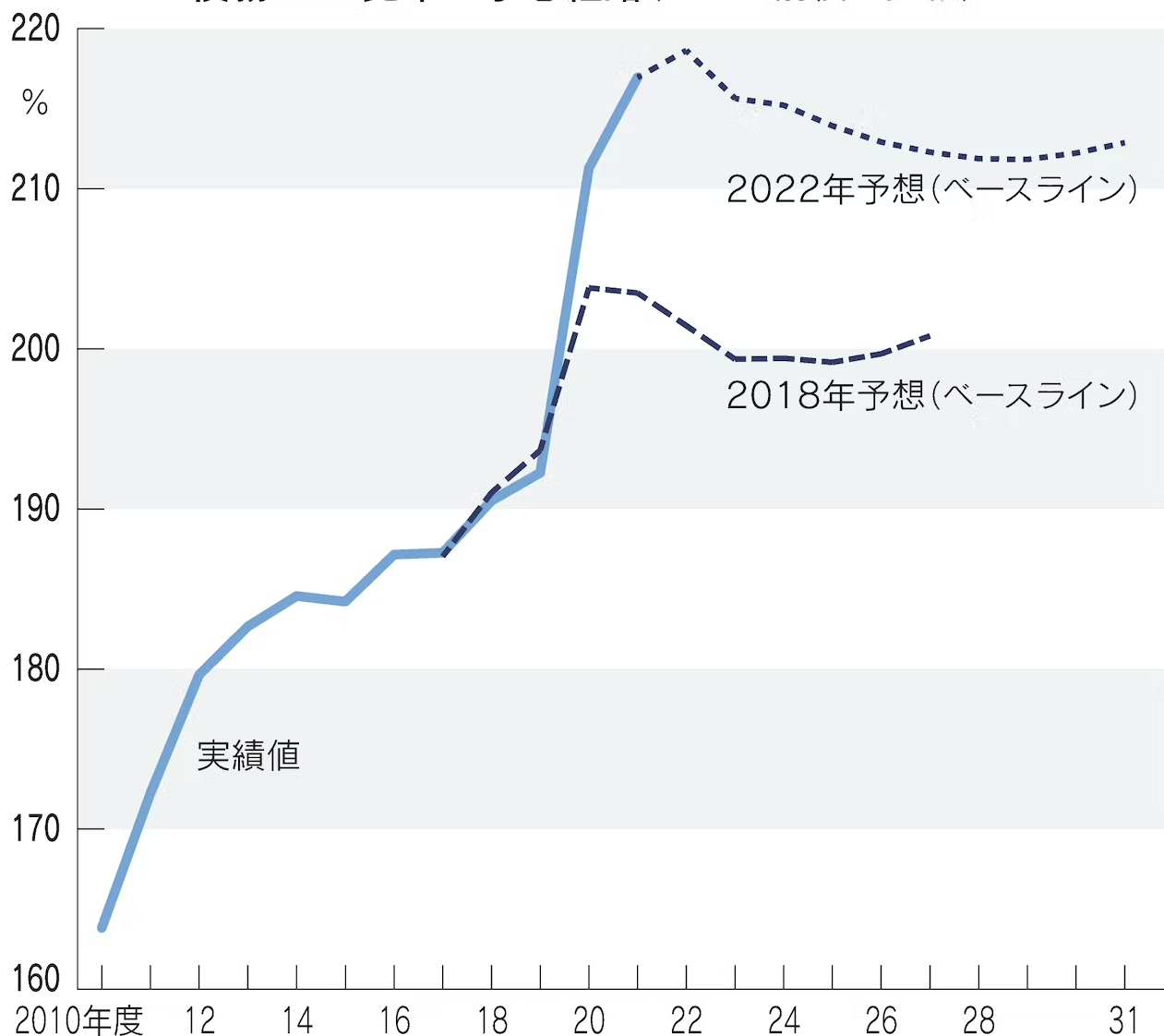
第2は国債利回りの変動が予想しなかった経路で金融システムを不安定化させる可能性だ。イングランド銀行は、年金基金がLDIファンドを活用していることは知っていたが、これほど急激に危機に陥り金融システム全体を脅かすとは予想していなかったようだ。

第3は国債市場の動揺が金融政策運営を難しくするということだ。トラス政権が誕生したとき、イングランド銀行は量的緩和を終了し、保有国債を市場で売却する量的引き締めを始めようとしていたが、それとは逆方向の国債買い入れにより市場の安定化を図ることを迫られた。結局は11月初めから量的引き締めを始めましたが、一時は量的引き締めが遅れてインフレが加速することが懸念された。

英国で起きた国債市場の混乱は日本にとっても人ごとではない。日本の政府部門全体の債務の国内総生産（GDP）比率は200%超と、100%前後の英国よりはるかに高い。日本の財政の持続可能性はこれまでも疑問視されてきたが、コロナ禍を経て財政状況はさらに悪化している。

図は、内閣府が年2回公表する「中長期の経済財政に関する試算」による債務のGDP比率の推移を示したものだ。10～21年度の実績値に加え、予測時点での潜在成長率が将来も続くと仮定したベースラインケースで、18年7月時点での予測値（27年度まで）と22年7月時点での予測値（31年度まで）を対比している。

## 債務GDP比率の予想経路(コロナ前後の比較)



(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(18年7月9日版、22年7月29日版)

(注) 復旧・復興対策の経費および財源の金額を含んだベース。「予想」はその時点での予想債務額を22年7月29日版の名目GDPで割ったもの

コロナ禍で債務GDP比率が20%以上も上昇し、将来も改善が予想されていない。潜在成長率が大幅に上昇する成長実現ケースでは、債務GDP比率が将来低下すると予測されているが、コロナ禍により数字が悪化した点は変わらない。

さらに18年の予測は長期金利が21年度から徐々に上昇すると仮定していたが、22年の予測は28年度まで長期金利が0.1%のまま変わらないと仮定している。[日銀](#)は22年末には事実上、金融緩和の縮小を開始しており、今後金利は22年の予測時よりも早く上がってくるだろう。財政状態はこの図で示されている以上に悪化することになる。

23年度予算で、防衛費をはじめとして大幅に増額される予定の経費項目があるが、その財源を明確にして予算の拡大が中長期の財政状態を悪化させないことを示す必要があるだろう。トラス政権の成長計画は、中期的に政府債務のGDP比率を減らすため、歳出を抑制することを明言していた。それでも市場は政府のコミットメント(約束)を疑った。日本でも財政規律を重んじると言うだけではなく、実際に財源を確保しないと、市場の信認を急速に失う可能性がある。

日本の財政の持続可能性の問題は再三指摘されたが、日本の国債市場は大きな混乱を避けてきた。ここから、日本は違うのだという指摘が生まれる。日本はギリシャとは違うのだと。そうかもしれない。しかし英国もイタリアとは違っていた。ごく最近までは。

23年のえとは日本を含め多くの国ではうさぎだが、ベトナムでは猫である。金融市場は猫の目のように変わることを肝に銘じておくべきだろう。



ほし・たけお 60年生まれ。MIT  
博士。専門は金融・日本経済。U  
CSD、スタンフォード大を経て現  
職