

# 金融動向と債券価格の変動

水 谷 研 治

## 目 次

- 1 デフレ対策として金融政策の効果を期待するのは無理
- 2 低迷する資金需要
- 3 極端な供給過剰と資金余剰
- 4 余剰資金の行方
- 5 バブルの発生
- 6 バブルの崩壊
- 7 過剰資金を吸収する対象
- 8 株と債券へ向かう資金
- 9 国債の暴騰
- 10 金利の変動と現在価値の変化
- 11 暴落する国債価格の影響

## 1 デフレ対策として金融政策の効果を期待するのは無理

我が国の経済は力強い成長から見放されてしまった。

国民の最大の要望は景気がよくなることである。景気さえ良くなれば、多くの問題が解消することを、国民は知っているからであろう。その要望に応えるために政府は長年にわたって景気の振興に努めてきた。

その結果には多くの人々が不満である。政府が総力を挙げて景気振興を図ったにもかかわらず、国内総生産は1997年度を天井として原則として減少を続けている。すなわち経済成長率（名目）はマイナスとなっているのである。

このようなことは、かつては考えられなかつたことである。どれほど景気が悪くても

名目の国内総生産が減少することはなかったからである。

物価が下落していることも響いている。昨今は消費者物価ですら下降を続いているのである。このことは消費者にとっては好ましいことである。しかし、物価の下落は生産者には悲惨である。そして企業や産業が苦境に陥るために、従業員に跳ね返り、家計に悪影響を及ぼしている。

ボーナスが減少し、給料が減り、人員整理あるいは倒産を経て、失業へと結びつくからである。その傾向が広がってくると、人々は将来を樂觀することができなくなる。たとえ資金を持つ人でも節約的にならざるをえない。

人々が節約すると、売れなくなる。それが企業の売上に響いてくる。企業も節約的にしなければ、やっていけない。とても積極的にというわけにはいかない。このようにして経済は縮小していく。物価は下がり続ける。これが現実の姿である。

このようなデフレ現象を払拭するために、金融政策を活用するべきであるとの意見がある。しかし、結論としては、無理であろう。金融政策には現状を転換して景気を押し上げるだけの力はないと考えられるからである。

金融面から景気を振興するための方策の基本は、金利を引き下げるのことと、資金を豊富に供給することである。ところが、極端なデフレ経済の下では、先行きに対する明るい見通しが持てなくて、企業経営者の投資意欲は弱い。そのために前向きに投資しようとしなくなる。

それでも、資金が不足している場合であれば、打つ手がある。資金を供給すれば、それが経済活動を活発にさせるために使われ、結果として景気を良くすることが考えられるからである。

現実には、我が国の経済は極端な供給過剰であり、しかも、その関係もあって、極端に資金過剰となっている。このような状況の下では、金利水準がどれほど下がっても、資金需要が搔き立てられることはない。また、どれほど資金が供給されても、それが物やサービス（モノ）を購入することに使われることにはならない。したがって、直接的に景気を押し上げることにはつながらない。

## 2 低迷する資金需要

我が国はデフレ経済の下で呻吟している。しかし、見方を変えれば、優れたモノが豊富にあり、豊かさに満ち溢れおり、その恩恵を皆が受けているのである。この素晴らしい

しい面がなおりにされがちであるが、それは不當である。

しかし、これだけモノが余っていると、新たにモノを作り出しても、売れる自信が出てこない。隙間を狙って、多くの大小の企業がひしめいている。新しく投資する意欲が沸いてこない。

現実に投資意欲が低迷している。そのために資金需要がない。企業が投資をするとても、保有する資金の範囲で実施するだけで間に合っている場合が多い。それだけ、民間には資金が豊富にあるからである。特別優良な企業ばかりではなく、普通の企業でも資金は原則として余っている。

金融機関は余剰資金を抱え、必死になって融資先を探し求めている。ところが前向きの資金需要は極端に少ない。

業績が悪化している企業が資金を求めている例は多い。この場合には金融機関として難しい判断を迫られる。

将来性がある場合には、融資に応じるのが金融機関としての重要な役割である。ただし、倒産するような見込みのない先へ融資をすることはできない。

金融機関が大量の不良債権を抱えているために、前向きの融資ができないと言われることがある。そのために経済の活力が出てこないとして、景気低迷の要因になっていると結びつけられている場合がある。しかし、そのようなことはない。それは実情からかけ離れた意見と言わざるをえない。

### 3 極端な供給過剰と資金余剰

モノ余りが深刻であるといって、事態を放置しているわけではない。多くの企業が懸命にモノを売ろうと努力を重ねている。その対象は国内だけではない。遠く海外、世界の隅々にまで輸出をしている。

幸いにも、海外へ大量に輸出ができている。それだけ我が国で良い物を安く作ることができるからである。普通の国と違って、輸入よりもはるかに多くの輸出ができるために、国際収支は大幅な黒字となっている。そして黒字の分だけ、余分に資金が流入してきている。それは膨大な金額である。

そのような状況が長年にわたって続いているのである。膨大な資金が国内に滞留している。これほど大量に資金を貯め込んだ国はないであろう。かつてのアメリカさえ、経験しなかった事態である。

景気の低迷を克服するために、政府は総力を挙げて景気の振興に努めてきた。そのために、もっとも効果的なのが財政政策である。たび重ねて減税が実施されてきた。一方では、公共投資が上乗せされてきている。社会保障もより充実してきており、それも結果として景気を押し上げる要因となっている。

すなわち、政府は収入を減らしながら、支出を増大させてきているのである。その結果として財政は赤字になる。赤字分だけ、需要が上乗せとなっているのであり、それだけ景気を押し上げている。

国民もそれを知っているため、政府に対して減税と公共投資の増額を要求し、政府もそれを実施してきている。そのために現在時点では、政府の赤字分だけ総需要が大きく上乗せされており、それだけ景気が押し上げられているのである。

すなわち、現在の経済水準は異常に大きな財政赤字によって、異常に高く持ち上げられている。厳密に言うならば 財政赤字の乗数倍だけ需要が上乗せされているのである。この認識が不足しているのは問題である。

本来、政府であっても、収入の範囲で支出を行うべきである。赤字があることは、政府の収入が減っているにもかかわらず、より多くの支出をしているのである。その分は余分に民間へ資金が流入してきている。

財政の赤字は膨大である。その分だけ、毎年、資金が政府から民間へと流れ込んでいる。それが四半世紀以上も続ければ、民間に滞留する資金が想像を絶する規模となる。それが現実になっているのである。我が国における資金の余剰はあまりにも極端である。

参考：「企業金融論の基礎」 水谷研治著 東洋経済新報社 1972年  
「金融の話」 水谷研治著 東洋経済新報社 1985年

#### 4 余剰資金の行方

資金が余った場合、それを何に当てるかが問題である。恒常に資金が不足している場合には、やっと手にした資金で、それまでに買うことができなかつたモノを買おうとするであろう。

ところが、逆に恒常に資金が余っている場合には、すでに必要なものは買っているのであり、資金が余っているからといって、それ以上買うことはない。

資金の余りが僅かであれば、そのまま流動性の資金に留保しておけばよい。しかし、

資金余剰が大きくなると、それを利用しようとするはずである。本来ならば、将来のための研究開発あるいは設備投資に使いたいと考えるはずである。それでも余る分の活用が問題となる。

投資対象を広く探さなければならない。購入して保有すれば得になる物でなければならない。値上がりする物が望ましい。言い換えれば、値上がりしない物、あるいは値下がりする物では困るのである。

ところが、モノ（物やサービス）余りの経済社会では、慌てて買う必要がない。品不足となる恐れはない。注文すれば、明日には来る時代である。待てば、より良いモノをより安く買うことができる。

どのようにモノが余っている社会でも、品不足となる物がないわけではない。そのような物を買っておけば値上がりを狙うことができる。それが物色される。かつては土地がその役割を果たした。宝石類も買われた。書画骨董にも触手が伸びた。

ところが、現在はそれらに人々の目が向かない。土地投機に痛い目にあっているからである。書画骨董も同様である。それらは換金がしにくい。いざとなっても売って資金を回収することが難しい。そのために、多くの人々がどれほど悲惨な目に会っているかを誰もが記憶している。

表1 全国市街地価格指数

（2000年3月=100）

年		年		年	
1979	50.5	1987	79.2	1995	92.2
1980	55.3	1988	84.1	1996	88.0
1981	59.6	1989	92.3	1997	84.8
1982	63.1	1990	107.3	1998	81.6
1983	65.5	1991	110.5	1999	77.1
1984	67.4	1992	105.6	2000	72.3
1985	69.2	1993	99.9	2001	67.6
1986	71.6	1994	95.9	2002	

全用途平均

9月調査

資料：経済要覧 内閣府

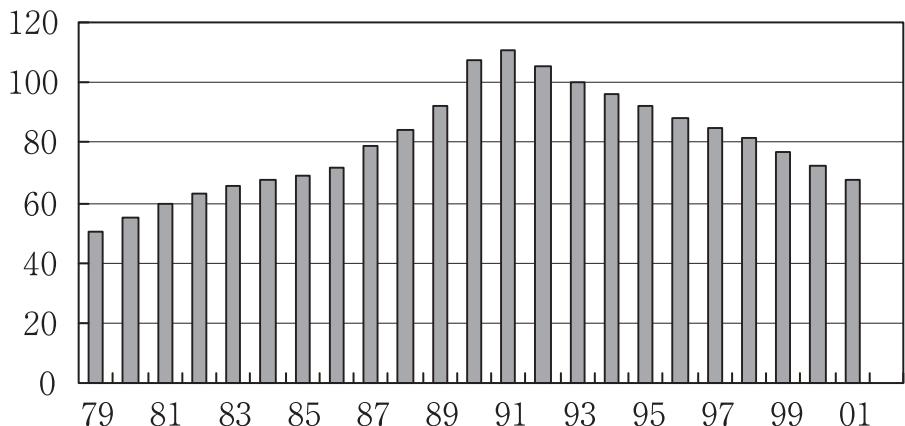


図1 全国市街地価格指数

(2003年3月 = 100)

換金できることが重要なのである。いわゆる流動性の高いものが好まれる。それが過去の学習の結果である。

## 5 バブルの発生

何であれ買われると値上がりする。値上がりするから買いを誘う。買われれば、さらに値上がりする。このようにして、いったん流れができると、その方向へ一斉に皆が走り出す。

これが、いわゆるバブルである。そのような動きは洋の東西を問わず、遠い昔から変わることがなく発生している。

バブルはいつでも起きる。しかし、資金が不足する場合に比べれば、資金が余まる場合の方が、起きやすい。そして、より大きなバブルとなる。ただし、それがどれほどの値上がりになるかは、バブルの対象にもよる。

極めて稀少なものが対象となると、激しい値上がりを引き起こす。それが、余りにも異常と考えられると、そこに限界が見えてくる。また、あまりにも対象のものが少ないと、大勢の人々にとって、対象としにくい。そこで、ある程度は存在するものでなければ困るのである。

稀少ではあるが手に入らないわけではないものが値上がりを始めると、大勢の人々が値上がりを狙って買うことになり、バブルが発生する。いったん発生すると、長期間に

わりに、値上がりが続いて、異常な値段になるのがバブルである。

バブルがいつまで続くかは分からない。心理的なものであるだけに、人々の心理の転換が重要な要因となっている。そのための一つの要因として買うための資金が続かないことがある。

資金不足は単に心理的な影響を及ぼすだけではない。資金が不足すれば、買いが続かなくなり、不足する資金を手当てるために、買ったものを売らなければならなくなる。そこで、バブルを作った要因が逆に働く。

## 6 バブルの崩壊

買いが減少して、売りが増えれば、値上がりが止まる。すると、すでに上がりすぎていると大勢の人々が考えている値段が維持できなくなる。いったん価格が下がり始めると、それまでの傾向が一挙に逆転する。

値段が下がり始めれば、まだ高い間に売っておこうとして、人々が一斉に売りに転じる。下がり始めたものを買おうとする人がいなくなる。バブルは急速に収束する。一般にバブルは徐々に膨らむものの、しぼむときは急速である。そして上下に行き過ぎる。

バブルが収束すると、誰もが見向きもしなくなる。買い手がなくなるために、売ることができなくなり、資金の回収が難しくなる。投げ売りがさらに値段を引き下げる。バブルの裏目が出る。

バブルが膨れ上がる過程では、すべての人々が少なくとも評価の上で儲かる可能性がある。バブルが崩壊する過程では、すべての人々が損をする。時価会計の考え方方が強くなると、それがより鮮明に表れる。

持ち金が減少するだけでは収まらなくなる。値上がりを狙って、借金をした人は借金が返せなくなる。それらの資金を貸した人は、資金が戻ってこないために困る。それが連鎖して被害が急速に拡大する。

バブルが一般化すると、その収束過程では多くの人々が悲惨な状況に追い込まれて、社会問題となる可能性がある。従って、バブルは困るのである。

基本的には当事者の自己責任である。しかし、少なくとも、政策的にバブルを助長することのないようにしなければならない。

## 7 過剰資金を吸収する対象

今日のように膨大な余剰資金となると、それが向かう対象は簡単に見つからない。

今でも土地が好ましいと言う意見がないわけではない。しかし、多くの人々にとっては、以前の土地投機による痛手の記憶がまだ消えていない。

現実に土地が必ずしも有限ではないことを知らされているだけに、買うことができる土地は立地条件が有利な一部の地区に限定される。しかも土地は換金が難しい。現実に多くの地域で地価は下がり続けている。

換金が容易にできるものとして各種の金融資産がある。実際にそれらが買い進まれている。具体的には株式から各種の債券まで、広く買われ、値上がりが続いていると考えられる。

ドル相場のような外国為替相場が利用されることもある。為替相場はそれぞれの国の経済力を相対的に表わすと考えられている。ところが、それは究極の姿を示す場合の話である。

現実には、その時々の人々の考え方、すなわち両国の経済力を総合的にどのように判断するかの結果が示されることになる。それは将来の経済状況をどのように予想するかという極めて心理的なものである。

それだけに為替相場がバブルの対象になりやすい。たとえ実力以上の為替相場となつても、それが人々の判断の結果であれば、それを前提として経済取引が行われる。現実にアメリカは膨大な国際収支の赤字を続けているにもかかわらず、ドル相場は高い水準を維持している。

その背景には世界的な過剰資金がドルの購入に向かっていることが考えられる。それは永遠に続かないにしても、人々のドルに対する幻想が覚めるまでは続く可能性がある。その後は一挙に正常化が進行すると思われる。

その時点では、それまでの異常な事態が正常化することである。ところ、そのように冷静な判断が貫徹するとはかぎらない。たとえ正常化であっても、従来と比べて悪化と受け取られるであろう。

バブルの是正が本来は正常化であっても、それが我が国と世界経済に及ぼす悪影響を無視することは難しい。それだからこそ、バブルを助長するような国内の資金過剰は、できるかぎり抑制しておくべきであると考えられる。

表2 ドル相場

(円／ドル)

年		年		年	
1979	229.66	1987	138.33	1995	96.45
1980	217.26	1988	128.27	1996	112.65
1981	227.52	1989	142.82	1997	122.70
1982	249.64	1990	141.30	1998	128.02
1983	236.33	1991	133.18	1999	111.54
1984	244.19	1992	124.80	2000	110.52
1985	221.09	1993	107.84	2001	
1986	159.83	1994	99.39	2002	

年度平均

資料：経済要覧 内閣府

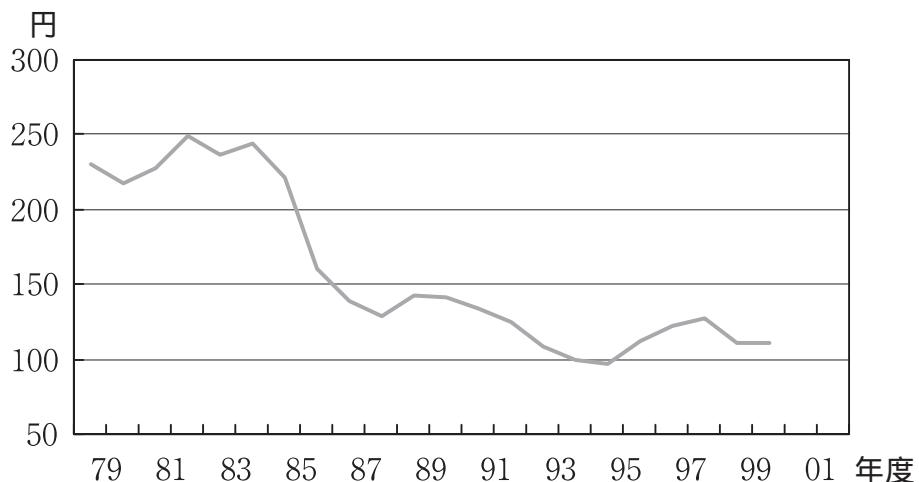


図2 ドル相場

(円／ドル)

## 8 株と債券へ向かう資金

株価の評価は将来の収益しだいである。現在の価格でも株価が低すぎると言われるこ

とがある。しかし、将来の見通しを考えれば、現在の株価は異常に高いと思われる。異常に高い株価を支えている一つの要因が過剰な資金である。

ところが、株式市場だけで、すべての過剰資金を吸収できるはずがない。株価の上昇には限界がある。将来に対する株価の保証もない。しかし債券の場合は違う。原則として期日がくれば元金が戻ってくる。

しかも、金融市場があるために、資金の回収は容易と考えられる。いわゆる流動性が高い。ここへ大量の資金が集まっている。そのために債券価格が高騰している。多くの債券が買われて、手に入らない状況である。

債券であれば、何でも良いわけではない。発行する母体の信用状態が心配である。資金不足が常態化していた昔の場合は、債券を発行するにも制約が多かった。信用のない企業は発行することができなかった。

ところが昨今は簡単に債券を発行できる。それだけに、期限が来ても償還されるとはかぎらない。格付機関が格付けをしているものの、信頼できるとの保証はない。それにもかかわらず、多くの心配を抱えている社債まで買い進まれている。

買い手が多く、発行される債券が少ないために、債券が不足している。債券を買うことができないと人々が困っているのが現状である。

## 9 国債の暴騰

このような状況の中で例外的に大量に発行されているのが国債である。人々が手に入れようとすれば国債しかない。少なくとも、大量の資金を運用するためには国債を購入する以外にない。

おまけに国債は信用があることにされている。国家の徴税権が背景にあると見られているからである。少なくとも、制度的に、絶対安全とみなされている。余剰資金は最終的に国債の購入に向かっている。

膨大な資金が国債市場へ流れ込んでいる。その結果、国債価格が暴騰している。国債の金利が極端に低下している。

資金の需要が極端に低迷しているにもかかわらず、民間へ資金が毎年、大量に流入している。これまで民間部門に滞留している資金が膨大となっている。そのうえ、日本銀行がデフレ対策として膨大な資金を供給しているのである。

それらの資金は余剰となるだけで景気を良くする役割を果たせなくなっている。そし

表3 国債の金利

年	( % )	年	( % )	年	( % )
1979	10.056	1987	4.416	1995	3.289
1980	7.827	1988	5.095	1996	2.499
1981	7.758	1989	6.928	1997	1.897
1982	7.768	1990	6.627	1998	1.684
1983	7.256	1991	5.486	1999	1.791
1984	6.842	1992	4.596	2000	1.275
1985	4.668	1993	4.278	2001	
1986	4.396	1994	3.800	2002	

流通利回

資料：経済要覧 内閣府

%

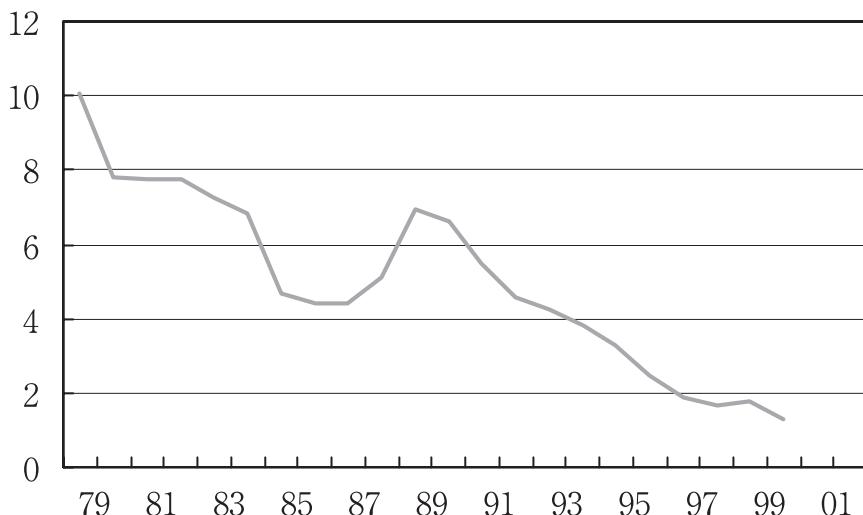


図3 国債の金利

て、行き場がなくて困っている。

余剰資金が国債価格の暴騰に手を貸していると考えられる。金利を異常に引き下げる働きをしているのである。

バブルが膨らむ過程では皆が幸せである。ところが、バブルは永遠ではない。それが

崩壊する過程では深刻な事態を招く。異常に上昇した国債の価格が低下すると、国債を保有している機関が損失を被るからである。

## 10 金利の変動と現在価値の変化

確定利付の債券であるため、国債の元利金の支払は一定である。ところが現実の金利水準が上昇すると、その金利に見合った高い利回りが要求されるために、国債の価格が下落していく。

異常な金利が正常化するだけで、国債の価格は暴落する。将来的にインフレーションの兆しが出でると、金利水準は上昇するであろう。本格的なインフレーションになると、金利はさらに急騰する。国債価格は大暴落となる。それに伴って、国債を保有している機関は大損害を被る。

金利の変動に伴って債券の現在価格がどのようになるかは、次の通りである。

次のように記号を定める。

現在価値	A
表面利率	r
実質利回	i
期間	n
受取利息の合計	R
受取金額	V

期限が来た時に受け取る金額の合計額  $V$  は次のようにになる。

$$\text{期限まで複利運用した元利合計 } V = A(1 + i)^n \quad \dots \dots (1) \text{式}$$

$$\text{実際に受け取る元利金 } V = 1 + R \quad \dots \dots (2) \text{式}$$

$$\text{ここで } R = r(1 + i)^{n-1} + r(1 + i)^{n-2} + \dots + r(1 + i)^0$$

$$\text{よって } R = r((1 + i)^n - 1) / i$$

$$\text{したがって } V = A(1 + i)^n = 1 + r((1 + i)^n - 1) / i$$

$$\text{次のように定める } N = (1 + i)^n$$

$$(1) \text{式と(2)式から } V = AN = 1 + r(N - 1) / i$$

満期までの期間を10年と5年として試算したのが最後に掲げる表である。

現在の金利水準は異常に低い。10年もの国債の金利は1%を割り込んでいる。確定金利を1%、1.5%、2%として、試算してみた。必要であれば、さらに多くの金利を設定してもよい。

金利が変化して、1%、1.5%、2%、6%、8%、10%となった場合、それぞれ、現在価値がどのようになるかを表にしたわけである。

2%で発行された国債の発行時の価格は原則として100円である。市場金利が1.5%になると、国債の価格は104.61円となり、4.61%の値上がりとなる。市場金利が1.0%になると、国債の市場価格は109.47円になり、9.47%の値上がりとなるわけである。

ところが、市場金利が異常に低い状況が終わり、通常と思われる6%になると国債価格は70.56円へと低下する。

物価が上昇に転じると、市場金利は8%にはなるであろう。国債の価格は59.74円へと下落する。市場金利が10%になると、国債の価格はほぼ半分の50.84円となる。

1%で国債が発行された場合には、さらに極端な結果が出てくる。市場金利が6%になるとだけで、国債の時価は63.20円へと暴落する。市場金利が8%となると、国債の時価は53.03円へ、10%になると、44.70円へと急落する。

最も現実的な話としては、1%で発行される国債であろう。当分の間はこのような異常に低い金利が続くと考えられる。しかし5年間後に市場金利が6%へと正常に近づくと想定すると、その時点で国債の残存価格は63.20円へと低下する。

それに伴う国債の保有者の評価損は膨大なものとなるはずである。

## 11 暴落する国債価格の影響

現在の異常に低い金利水準は極端な資金過剰を反映している。この状況は当分の間、続くと筆者は考えている。しかし、いつまでも続くわけではない。将来、経済金融情勢が正常化するにつれて、金利水準も正常に戻ると考えられる。

その時の打撃を少しでも削減しておく必要がある。少なくともバブルを煽るような政策を採るべきではない。

現在、実行されている日本銀行による過剰な資金供給は、目的とされている景気振興にたいした効果をもたらすとは思われない。これだけ国中で資金が過剰となっているからである。

むしろ、過剰資金を上乗せすることによって、バブルをさらに加速することになる。それが将来バブルが崩壊する時に、深刻な悪影響を及ぼすであろう。

目先の景気だけを考えて政策を実行することが、将来どのような結果になるかを考えなければならない。金融政策当局が採用するべきは、有り余る資金を少しでも吸収しておくことである。

実際には過剰資金はあまりにも大量であり、当局の手に余ると思われる。その場合には、せめてその反対の施策、すなわち資金をさらに供給するような政策を採らないようにならなければならない。

表4 金利変動と債券価格の変化

$n = 10$	$r = 0.010$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.1046	1.1605	1.2190	1.7908	2.1589	2.5937
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.1046	1.1070	1.1095	1.1318	1.1449	1.1594
		$A=AN/N$	1.0000	0.9539	0.9102	0.6320	0.5303	0.4470
$n = 10$	$r = 0.015$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.1046	1.1605	1.2190	1.7908	2.1589	2.5937
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.1569	1.1605	1.1642	1.1977	1.2173	1.2391
		$A=AN/N$	1.0474	1.0000	0.9551	0.6688	0.5638	0.4777
$n = 10$	$r = 0.020$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.1046	1.1605	1.2190	1.7908	2.1589	2.5937
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.2092	1.2141	1.2190	1.2636	1.2897	1.3187
		$A=AN/N$	1.0947	1.0461	1.0000	0.7056	0.5974	0.5084
$n = 5$	$r = 0.010$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.0510	1.0773	1.1041	1.3382	1.4693	1.6105
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.0510	1.0515	1.0520	1.0564	1.0587	1.0611
		$A=AN/N$	1.0000	0.9761	0.9529	0.7894	0.7205	0.6588
$n = 5$	$r = 0.015$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.0510	1.0773	1.1041	1.3382	1.4693	1.6105
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.0765	1.0773	1.0781	1.0846	1.0880	1.0916
		$A=AN/N$	1.0243	1.0000	0.9764	0.8104	0.7405	0.6778
$n = 5$	$r = 0.020$	$i$	0.010	0.015	0.020	0.060	0.080	0.100
		$N$	1.0510	1.0773	1.1041	1.3382	1.4693	1.6105
		$AN = 1 + i(N - 1)/i$	1.1020	1.1030	1.1041	1.1127	1.1173	1.1221
		$A=AN/N$	1.0485	1.0239	1.0000	0.8315	0.7604	0.6967