

## 市場取引の関与と財政への意識の関連性と財政破綻の可能性に対する考察

遠藤 皓亮 (南海電気鉄道株式会社, kosuke.endo@gmail.com)

藤井 聡 (京都大学 大学院工学研究科, fujii@trans.kuciv.kyoto-u.ac.jp)

中野 剛志 (独立行政法人新エネルギー産業技術総合開発機構, nakanotks@nedo.go.jp)

### Analysis of a relationship between participation in market trading and cognition of the government finance to consider for the possibility of Japan's financial collapse

Kosuke Endo (Nankai Electric Railway Co., Ltd., Japan)

Satoshi Fujii (Graduate School of Engineering, Kyoto University, Japan)

Takeshi Nakano (New Energy and Industrial Technology Development Organization, Japan)

#### 要約

我が国の財政について考える上で、「財政破綻」が重要な要素となる。この「財政破綻」は市場で取引を行う人の国債売買行動に寄与しているといえる。市場で取引する人の財政に対する考え方を調査することは、今後の我が国の財政政策を考える上で、有意義なことになり得るであろう。本研究では、市場で取引を行う人の財政に対する考え方を調査するとともに、市場で取引を行わない人や一般の人との財政に対する考え方を比較することで、世間で言われる「財政破綻」の起こりうる可能性について考察する。その結果、日頃から市場において取引を行っている人と、行っていない人では、財政政策に対する考え方が大きく異なることがわかった。そして、一般の人に広く共有されているような国債の投げ売りや財政破綻を想定した「ドミナント・ストーリー」が、市場の動向を冷静に判断していない可能性があるような人の判断に基づいていることが示唆された。

#### キーワード

意識調査, 国債, 財政破綻, ハイパーインフレ, 公共政策

#### 1. 緒言

土木の果たす主要な役割は、社会をより良き社会へと漸次的に改善していくことを目的として、社会基盤を整備していくことである(藤井, 2008)。その規模の大きさから、「財政」判断に基づく予算を使用し、事業が執り行われる。

こうした「財政」判断は、我が国が民主主義国家であることを考えれば、世論、すなわち国民の意見や判断、意思決定が、その財政の有りに極めて大きな影響を及ぼしていると言えるだろう。政治心理学の分野ではこうした政策に対する国民の意思決定にはマスメディアが大きな影響を与えることが明らかにされている(竹下・井田, 2003)。

ここで、世論に決定的影響を及ぼすマスメディアでの財政についての報道に関して、人文社会科学の中で重要性が協同され、長谷川ら(2011)により公共政策論における意義が見いだされてきた、「物語」を用いたアプローチにより、田中ら(2013)は、新聞社説の分析を行なった。その結果、自由貿易や構造改革の推進を声高に主張する一方、財政破綻の危機を煽りつつ、緊縮財政に基づく財政再建を主張する新自由主義のイデオロギーに整合する物語が支配的でありこの物語を「ドミナント・ストーリー」と呼称している(田中他, 2013)。一方で、財政政策や金融政策を通じた政府主導の内需拡大に基づく経済成長を主張するケインズ経済学に基づく論調は、ほとんど新聞紙上では主張されていないことを明らかにし、この物語を「オルタナティブ・ストーリー」と呼称した(田中他, 2013)。

これらの議論に対して、その正誤について万人の納得を引き出しうる様な、万人にとって平易であってしかも明晰な論

証を行うことは必ずしも容易ではないが、これらの議論を考える上で、今後の財政に対する見通しが重要であると考えられる。そうであるなら、新聞社説において支配的であった論調の中で繰り返しその危機感が煽られている「財政破綻」の可能性についての知見を得ることは意味のあることと言えるのではないだろうか。

財政破綻が起こる要因として「国債の金利が上昇し始めた時に、国債所有者が一斉に国債を売りに出す」という国債の投げ売り行動が挙げられる。この国債の投げ売り行動に関しては、市場において国債の取引を行っている人の行動に寄与していると言えるだろう。

そこで本研究では、市場で取引を行う人の財政に対する考え方を調査するとともに、市場で取引を行わない人や一般の人との財政に対する考え方を比較する。そしてこれを通して、本研究では「財政破綻」についてメディア等を含めた世間で言われる論調と、それが実際に起こりうる可能性とがどの程度一致しているか、あるいは、乖離しているかについて考察することとした。

#### 2. 調査概要

本研究では、一般の人と金融関係者の財政に対する考え方の違いについて分析するとともに、「財政破綻」の可能性を分析するために、アンケート調査を実施した。

一般の人を対象にしたWebアンケート調査と金融関係者を対象としたアンケート調査の2つの調査を行った。

一般の人を対象にしたアンケート調査は、全国の都道府県の世帯を対象として、2011年11月16日～2011年11月18日の期間に、インターネット会社「楽天リサーチ」を利用して実施した。調査対象者は男性197名、女性203名であり、年齢分布については、日本の人口構成比に対応する形で被験者募

表1：個人属性による情報提供効果の差異

一般人・ 経済人 共通質問	Q1-1.今の日本の「景気」についてどう思いますか。	景気が悪い
	Q1-2.政府は、「財政支出」をどうすべきだと思いますか。	財政支出を増やすべき
	Q1-3.「財政支出」を減らせば、景気はどのようになると思いますか。	財政支出を減らせば、景気悪くなる
	Q1-4.「財政支出」を減らすとすれば、どの項目を減らせばいいと思いますか。(いくつでも)	
	Q1-5.「財政支出」を増やせば景気はよくなると思いますか。	財政支出を増やせば、景気は悪くなる
	Q1-6.「財政支出」を増やすとすれば、どの項目を増やすべきだと思いますか。(いくつでも)	
	Q1-7.日本の政府は、今よりももっと「大きい」ほうがいいと思いますか、今よりももっと「小さい」ほうがいいと思いますか。	政府は小さい方がいい
	Q2-1.トータルとして、公共投資額は減らすべきだと思いますか、増やすべきだと思いますか。	公共投資を増やすべき
	Q2-2.「コンクリートから人へ」というスローガンに賛成しますか。	「コンクリートから人へ」に反対
	Q2-3.現在、公共投資額は増えてきていると思いますか、減ってきていると思いますか。	公共投資額は減ってきていると思う
	Q2-4.これから、新しい「道路」や「橋」の建設は、たくさん必要だと思いますか、不要だと思いますか。	新しい道路や橋は不要
	Q2-5.日本の「橋」や「道路」は安全だと思いますか、危険だと思いますか。	日本の道路や橋は危険
	Q2-6.1980年代前半にアメリカで橋が落ちる事故が多発したことを知っていますか。	荒唐するアメリカを知っている
	Q2-7.日本でも同じように橋が落ちる事故がこれから増えていくと思いますか。	日本でも橋が落ちる事故が増えると思わない
	Q3-1.消費税増税をやるべきだと思いますか。	消費税増税をするべきだと思わない
	Q3-2.Q4-1のようにお考えになった理由の中であなたの考えに近いものはどれですか。(いくつでも)	
	Q3-3.消費税を増税して政府の税収は増えると思いますか。	消費税増税で政府の税収が減ると思う
	Q3-4.日本で消費税が3%から5%に上がったときに、政府の税収は増えたと思いますか、減ったと思いますか。	過去の消費税増税で税収が減ったと思う
	Q3-5.増税をしてあなたの生活が苦しくなっても、日本という国のためには仕方ないと思いますか。	増税して生活苦しくなっても国のために仕方ないと思わない
	Q3-6.増税をしたら景気はよくなると思いますか。	増税したら景気が悪くなると思う
	Q4-1.今の日本の経済状況はデフレだと思いますか、インフレだと思いますか。	今の経済はインフレと思う
	Q4-2.以下の中で、経済状況が望ましいのはどのような状況だと思いますか。	インフレが望ましい経済状況と思う
	Q4-3.今の経済状態は「望ましい状態」だと思いますか。	今の経済状態が望ましい状態と思わない
	Q4-4.デフレが起きて、モノの値段が下がることはいいことだと思いますか。	デフレで物価が下がることは悪いこと
	Q4-5.デフレが起きて、給料が下がることはいいことだと思いますか。	デフレで給料が下がることは悪いこと
	Q4-6.インフレが起きてモノの値段が上がるといいことだと思いますか。	インフレで物価が上がるとは悪いこと
	Q4-7.インフレが起きて給料が上がるといいことだと思いますか。	インフレで給料が上がるとは悪いこと
	Q5-1.日本の国債が「低金利」であることを知っていますか。	日本の国債が低金利であることを知っている
	Q5-3.日本の国債のほとんどが国内で消化されていることを知っていますか。	日本の国債が内国債であることを知っている
	Q5-5.国債の金利が上がると、国債の価格が下がるということを知っていますか。	国債の金利と価格の関係を知っている
	Q5-6.日銀は、日本の国債を所有していると思いますか。	日銀の日本国債を所有を知らない
	Q5-7.前問で所有している、とお答えの場合、何%程度を所有していると思いますか。(半角数字で記入ください)	
	Q5-8.国債の買い手がたくさんいると、国債の金利が下がることをいうことを知っていますか。	国債の買い手と金利の関係を知っている
	Q5-9.「日本国内の銀行に預けられている全ての預金」と「日本国内の銀行が貸し付けている全ての貸出金(国債を除く)」とはどちらが多いと思いますか。	預金より貸出金が多いと思う
	Q5-11.過去に、アメリカは、国債の価格を維持するための「国債管理政策」を行っていたことを知っていますか。	米の国債管理政策を知っている
	Q5-12.日本の国債が増え続けることに危機感を覚えますか。	国債が増えることに危機感を覚えない
	Q5-13.このまま日本の国債の発行額が増えたら、「財政破綻」(デフォルト)すると思いますか。	国債が増えたらデフォルトすると思わない
	Q5-14.日本が国債を出すということ、個人や会社が借金をする、ということ、似ていると思いますか。	国債と個人の借金は似ていると思わない
	Q5-15.日本の「累積債務」は、未来の人に対する「ツケ」だと思いますか。	累積債務は未来の人に対するツケと思わない
	Q5-16.国債に基づいて「つくったもの」は未来の人々に対する「財産・資産」だと思いますか。	国債でつくったものは、未来の資産と思わない
	Q6-1.財政政策について	財政支出を抑制すべき(政策)
	Q6-2.東日本大震災の復興財源について	復興財源は日銀の国債引き受け(政策)
	Q6-3.増税について	増税は避けるべき(政策)
	Q7-1.あなたは経済に関心がありますか。	経済関心ダミー
	Q7-2.経済について本を読んだり、雑誌を買ったりすることは多いですか。	経済についての本買うダミー
Q7-3.あなたが普段お読みになる新聞は何ですか。以下の中から、当てはまる新聞を全てお選びください。(いくつでも)	日経ダミー、朝日ダミー、毎日ダミー、読売ダミー、産経ダミー、その他新聞ダミー	
Q7-8.あなたは書籍をどの程度読みますか。 ※ 回答欄左のチェックボックスにチェックを入れて、ご記入ください。(半角数字で記入ください)		
Q7-9.あなたは「本を読む」ことに対する抵抗は、どの程度ありますか。	本を読む抵抗ないダミー	
Q7-10.あなたの最終学歴は何ですか。(学生の方の場合は、見込みを記載ください) また、その学校の名前は何か。( )内にご記入ください。	大卒以上ダミー	
Q7-11.あなたは理系ですか。文系ですか。	文系ダミー	
Q7-12.あなたは、「経済のこと」について、どこから情報をえることが多いですか。当てはまるものを、「最大で3つ」まで、お選びください。(3つまで)	テレビダミー、新聞ダミー、インターネットダミー、書籍ダミー	
経済人 のみ	今、あなたの手元に、あなた個人資金として「1億円」あり、かつそれを何らかの方法で運用しようとする場合、あなたは、日本国債を買うと思いますか?	
	現在、政府が大量の国債を発行した場合、買い手は十分にいると思いますか?	国債を大量に発行時、買い手が十分にいる
	あなたが大量の国債を所有しているとします。そんな時、国債の金利が上がってきたとします。その時、あなたは国債を売却しますか?	
	(3)と同じ状況で、あなたは国債の一部を売却しますか?	
	(3)の質問に対して、他の人は、どう答えると思いますか?	
	国債の金利が徐々に上がってきたとします。その時、日銀は市中から国債を、大量に買い取ると思いますか?	金利が徐々に上昇時、日銀は国債の買い取りを行う
	国債の金利が急激に上がってきたとします。その時、日銀は市中から国債を、大量に買い取ると思いますか?	金利急上昇時、日銀は大量の国債買い取りを行う
	日銀が国債を市中から買い取ることによって、国債の金利は安定すると思いますか?	日銀による国債の買い取りで金利が安定する
	日銀が国債を市中から買い取ることに、あなたは、どう思いますか?	日銀による国債の買い取りは好ましい
	「日銀が国債を市中から買い取る」ということをきっかけに、国債の所有者が国債を一旦に売りに出すことがあると思いますか?	日銀による国債の買い取りで国債の一旦売却
アメリカでは1945年から1951年にかけて国債価格を維持する政策が採られたことがありました。日本でも国債の価格を維持する政策が実現すると思いますか?		

集を行った。調査では、以下の項目について参加者に回答を依頼した。

- (1) 現在の日本における財政政策について(7項目)
- (2) 公共投資について(7項目)
- (3) 消費税増税について(6項目)
- (4) デフレとインフレについて(7項目)
- (5) 日本の国債について(16項目)
- (6) 政策の選択について(3項目)
- (7) 個人属性について(12項目)

金融関係者を対象としたアンケートは、京都大学経済学部の学生また金融関係の会社もしくは省庁に勤めている方を対象にアンケートを行った。京都大学経済学部の学生を対象としたアンケートは2011年10月18日～2011年12月12日の期間に実施し、男性27名、女性8名であった。また金融関係の会社もしくは省庁に勤めている人を対象とした調査は、2011年10月5日～2011年11月21日の期間に実施し、男性43名、女性1名、未回答2名であった。調査では、以下の項目について参加者に回答を依頼した。

- (1) 日本の国債について(8項目)
- (2) 日銀による国債の買い取りについて(7項目)
- (3) 景気対策について(14項目)
- (4) 経済についての基本事項(13項目)
- (5) 現在の日本における財政政策について(7項目)
- (6) 消費税増税について(6項目)
- (7) 公共投資について(4項目)
- (8) 政策の選択について(3項目)
- (9) 個人属性(13項目)

各項目の詳しい質問内容に関しては、上記の表1を参照されたい。また以後の本文においては、各質問項目に対して、表1の名称を使用することとする。

### 3. 分析

分析に先立ち、経済についての専門的な知識を有している

表2：資産運用者・非資産運用者の仕事別の人数

	資産運用者	非資産運用者
エコノミスト	0人	2人
ストラテジスト	2人	2人
ファンドマネージャー (ポートフォリオマネージャー)	2人	0人
アナリスト	11人	4人
その他	4人	16人
未回答	0人	1人

と考えられる人を、「経済学部の学生」と「現在資産運用に携わっている人(以後、資産運用者)」、「現在資産運用に携わっていない人(以後、非資産運用者)の3群に分類した。各群の人数は、経済学部の学生35人、資産運用者19人、非資産運用者25人であった。このような分類を行ったのは、経済や金融を「学問」として扱う人と、「仕事」として扱う人では考え方が異なるであろうと予想されるからである。さらに、経済や金融を「仕事」として扱う人の中でも、資産運用者は、市場で実際に取引を行っている人で、市場の動向を左右するような人と考えられ、非資産運用者は、実際に市場において取引を行うわけではなく、市場の動向を資産運用者ほどは、的確に予想できない可能性があると考えたため、上述のような分類を行った。なお、資産運用者、非資産運用者それぞれが携わる業務の内訳は上記の表2ようになる。

#### 3.1 一般人と金融関係者の財政に対する意識の差についての分散分析

金融関係者の3群に、一般の人の制御群を含めた4群において分散分析を行い、有意であった項目に関して、さらに多重分析を行った。以下、各項目について結果を詳述する。

##### 3.1.1 財政支出・政府の大きさについて

分析結果を表3に示す。資産運用者は、一般の人よりも財政支出を増やせば景気がよくなり、減らせば景気が悪くなると考えているため、財政支出を増やすべきだと考える傾向にある可能性がある。一方で、非資産運用者は、一般の人より

表3：財政支出・政府の大小についての分散分析結果

	1 一般人 n = 160	2 資産運用者 n = 19	3 非資産運用者 n = 25	4 経済学部 n = 35	F値 (自由度)	多重比較
上段：平均 下段：標準偏差						
景気が悪い	5.713 0.999	5.211 0.787	5.520 0.963	5.257 0.919	2.453 (3,235)	*
財政支出を増やすべき	3.213 1.420	4.684 1.057	3.480 1.358	3.971 1.339	8.510 (3,235)	*** 2>1***, 4>1*** 2>3**
財政支出を減らせば、 景気悪くなる	4.075 1.174	5.368 0.761	4.680 0.988	4.235 1.046	9.010 (3,234)	*** 2>1***, 3>1** 2>4***
財政支出を増やせば、 景気は悪くなる	3.950 1.103	3.263 0.933	3.458 1.250	3.743 0.741	3.040 (3,234)	** 1>2*
政府は小さい方がいい	5.013 1.313	5.053 1.433	5.240 1.300	3.914 1.269	6.959 (3,235)	*** 1>4***, 2>4** 3>4***
財政支出について(政策) (1:財政出動-4:緊縮財政)	2.725 0.839	2.158 0.958	2.640 0.952	2.657 0.802	2.289 (3,235)	* 1>2**

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

も「財政支出を減らせば景気が悪くなる」と考える傾向にあるが、「財政支出をどうするか」という質問に対しては一般の人と有意な差は見られなかった。経済学部の学生は、一般の人よりも「財政支出を増やすべき」と考える傾向があるが、財政支出の増減と景気動向についての認識には有意な差は見られなかった。また経済学部の学生は、他の人に比べて政府が大きい方がいいと考える傾向が示唆された。

### 3.1.2 公共投資について

表4に分析結果を示す。資産運用者は、一般の人よりも公共投資額が減ってきていることを認識し、新しい道路や橋が必要だと考える傾向があることから、公共投資額を増やすべきと考える傾向がある可能性が示唆された。一方で、非資産運用者は、公共投資額が減ってきていることを知っているが、資産運用者に比べ、新しい道路や橋は不要だと考える傾向があり、公共投資額を減らすべきだと考える可能性が示唆された。

### 3.1.3 消費税増税について

表5に分析結果を示す。資産運用者は、過去の消費税増税により、政府の税収が減っていることを知った上で、今回の消費税増税についても、税収が減ると判断し、消費税増税に反対している可能性が示唆された。一方で非資産運用者や経済学部の学生は、過去の消費税により税収が減ったことを知らず、今回の消費税増税においても税収が増えると考えていることから、消費税増税に賛成している可能性が示唆された。一般の人については、資産運用者に比べて、過去の消費税増税により税収が減ったとは思っていないが、資産運用者と同様に、消費税増税で政府の税収が減ると考え、消費税増税をするべきだと思わない傾向がある。

### 3.1.4 国債に対する認識

表6に分析結果を示す。資産運用者や経済学部の学生は一般の人よりも概ね、国債に対して肯定的な見方をしている可

表4：公共投資についての分散分析結果

	1 一般人 n = 160	2 資産運用者 n = 19	3 非資産運用者 n = 25	4 経済学部 n = 35	F値 (自由度)	多重比較
上段：平均 下段：標準偏差						
公共投資を増やすべき	3.531 1.373	4.526 1.541	3.200 1.732	3.857 1.216	3.993 (3,235) ***	2>1***, 2>3**
「コンクリートから人へ」 に反対	3.419 1.189	4.158 1.864	3.560 1.609	3.486 1.067	1.975 (3,235)	
公共投資額は減ってきて いると思う	4.194 1.226	5.421 1.710	5.440 1.417	4.343 1.027	11.151 (3,235) ***	2>1***, 3>1*** 2>4**, 3>4***
新しい道路や橋は不要	4.713 1.184	4.000 1.633	4.920 1.320	4.200 1.302	3.191 (3,235) **	3>2*

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

表5：消費税増税についての分散分析結果

	1 一般人 n = 160	2 資産運用者 n = 19	3 非資産運用者 n = 25	4 経済学部 n = 35	F値 (自由度)	多重比較
上段：平均 下段：標準偏差						
消費税増税をするべきだ と思わない	4.244 1.893	3.611 2.253	2.000 1.291	3.400 1.218	11.689 (3,234) ***	1>3**, 1>4* 2>3**, 4>3**
消費税増税で政府の税収 が減ると思う	3.306 1.369	3.556 1.886	2.440 0.961	2.529 0.896	5.817 (3,233) ***	1>3**, 1>4** 2>3**, 2>4**
過去の消費税増税で税収 が減ったと思う	3.356 1.366	4.667 1.879	3.200 1.500	2.943 0.968	6.469 (3,234) ***	2>1***, 2>3*** 2>4***
増税して生活苦しくなっ ても国のために仕方ない と思わない	4.200 1.765	3.667 1.970	3.360 2.158	3.400 1.631	2.762 (3,234) **	
増税したら景気が悪くな ると思う	4.838 1.322	5.111 1.183	4.720 1.275	4.286 0.957	2.084 (3,234)	
増税について(政策) (1:賛成-4:反対)	2.756 0.930	2.579 1.017	2.125 0.900	2.147 0.657	6.051 (3,233) ***	1>3**, 1>4***
今の経済はインフレと思 う	2.826 1.025	2.105 0.809	2.240 0.926	2.914 1.040	5.292 (3,224) **	1>2**, 1>3**
インフレが望ましい経済 状況と思う	4.456 0.752	4.737 0.733	4.760 0.831	4.400 1.090	1.682 (3,222)	
預金より貸出金のほうが 多いと思う	1.994 0.843	1.263 0.653	1.200 0.500	2.000 0.921	10.072 (3,234) ***	1>2***, 1>3*** 4>2**

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

表6：国債に対する認識についての分散分析結果

	1	2	3	4	F値 (自由度)	多重比較
上段：平均 下段：標準偏差	一般人 n = 160	資産運用者 n = 19	非資産運用者 n = 25	経済学部 n = 35		
国債が増えることに 危機感を覚えない	2.225 1.192	2.684 1.455	2.080 1.656	2.743 1.771	2.229 (3,235) *	
国債が増えたらデフォルト すると思わない	2.663 1.350	4.053 2.068	3.160 2.444	3.229 1.767	5.180 (3,235) ***	2>1***
国債と個人の借金は似て いると思わない	2.856 1.462	4.474 1.982	4.400 2.160	4.343 2.100	14.893 (3,235) ***	2>1***, 3>1***, 4>1***
累積債務は未来の人に対 するツケと思わない	2.288 1.352	3.263 1.790	2.120 1.616	2.886 1.586	4.378 (3,235) ***	2>1***, 4>1* 2>3**
国債でつくったものは、 未来の資産と思わない	4.194 1.438	3.737 1.759	3.640 2.177	3.457 1.482	2.614 (3,235) *	1>4*
復興財源について(政策) (1:増税-4:国債)	2.338 0.861	2.444 0.984	2.125 0.850	2.229 0.690	0.605 (3,233)	

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

能性が示唆された。一方で、非資産運用者は、国債に対する認識が一般の人とあまり差がなく、否定的な見方をしている可能性が示唆された。

### 3.1.5 まとめ

以上の分散分析の結果より、一般の人、経済学部の学生、資産運用者、非資産運用者の間には、多くの質問項目について有意な差が見られた。以下、上記で見られた傾向を改めてまとめて記述する。

金融関係の仕事をしている資産運用者は、一般の人よりも財政支出・公共投資を共に増やすべきだと考える傾向があると共に、増税は税収が減少するが故に反対する傾向がある一方、国債に対しては肯定的に捉えていることが示された。ところが、金融関係の仕事をしているにもかかわらず実際には資金運用をしていない非資産運用者は、資産運用者よりも、そして一般の人よりも消費税増税に賛成する傾向があることが示された。そして彼等は財政支出や公共投資といった政策に対する意思決定や、国債に対するイメージは、一般の人々とほとんど差が無いことが示された。また経済学部の学生については、一般の人よりも、財政支出を増やすべきだと考え、消費税増税に賛成する傾向があることが示唆された。

以上の分析結果から、①金融関係者の中の「非資産運用者」の考え方は一般の人々の考え方に近いものの、②金融関係者の「資産運用者」は、非資産運用者・一般人と異なる考え方をしている様子が示された。また、田中他(2013)が定義するドミナント・ストーリー（新自由主義に基づく経済・財政・金融についての理解）とオルタナティブ・ストーリー（ケインズ経済学における有効需要やデフレギャップなどの考え方に基づく経済・財政・金融についての理解）の分類を踏襲するならば、非資産運用者の考え方は、現時点の世論におけるドミナント・ストーリーに基づく考え方に近く、資産運用者の考え方はオルタナティブ・ストーリーの考え方に近いと言えることができる。

### 3.2 国債の売り予想と予想インフレ率の関係性の分析

次に、財政出動の賛否において重大な論点となっている

「国債の投げ売り」と「ハイパーインフレ」について、金融関係者がどういった認識を形成しているかを把握するための分析を行う。については、「今年や来年といった近い将来に、日本の国債の金利が上がり始めたとします。その場合、最大で、日本の国債の「何割」くらいが「売りに出される」と思いますか?」という質問の回答(以下、「国債売り予想」と「近い将来に国債の金利が急激に上がってきたとします。そして、その対策として、日銀が、大量の国債を市中から買い取るオペレーションを続けたとします。その時、インフレ率は、おおよそどの程度になると思いますか」という質問の回答(以下「投げ売り時予想インフレ率」)に着目する。

経済学部の学生について、国債売り予想は、平均値(M) = 23.41、標準偏差(SD) = 12.19、最大値(MAX) = 50、最小値(MIN) = 5となり、投げ売り時予想インフレ率は、平均値(M) = 7.10、標準偏差(SD) = 5.52、最大値(MAX) = 20、最小値(MIN) = 0.1となった。国債売り予想と投げ売り時予想インフレ率の関係は図1のようになった。

資産運用者について、国債売り予想は、平均値(M) =

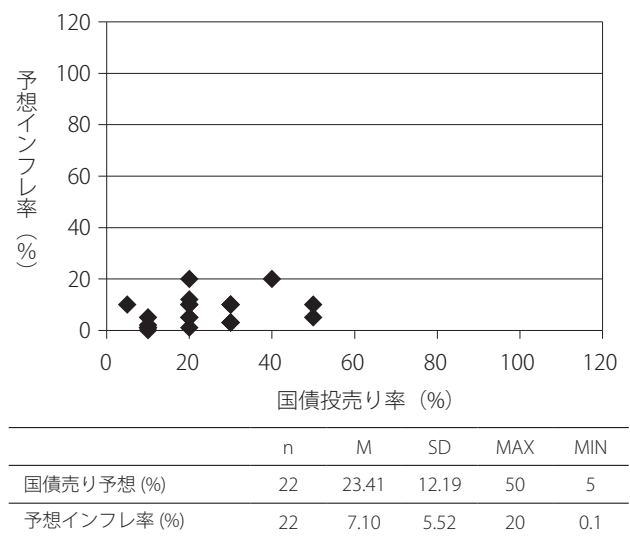
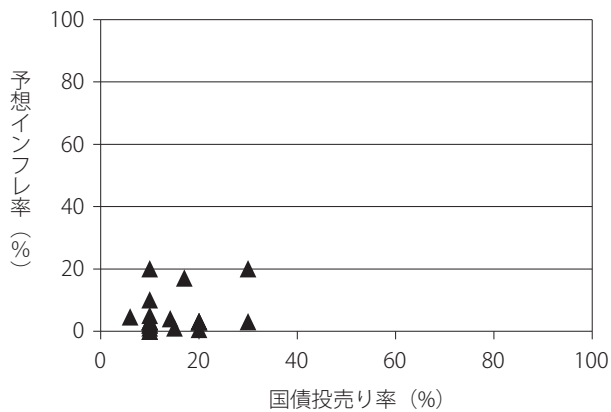


図1：国債売り予想と予想インフレ率(経済学部)



	n	M	SD	MAX	MIN
国債売り予想 (%)	17	14.12	6.00	30	10
予想インフレ率 (%)	17	3.97	4.52	20	0

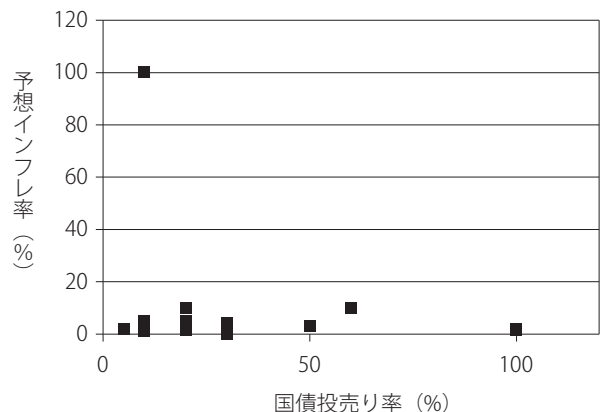
図2：国債売り予想と予想インフレ率(資産運用者)

14.12、標準偏差(SD) = 6.00、最大値(MAX) = 30、最小値(MIN) = 10となり、投げ売り時予想インフレ率は、平均値(M) = 3.97、標準偏差(SD) = 4.52、最大値(MAX) = 20、最小値(MIN) = 0となった。国債売り予想と投げ売り時予想インフレ率の関係は図2のようになった。

非資産運用者について、国債売り予想は、平均値(M) = 28.68、標準偏差(SD) = 28.09、最大値(MAX) = 100、最小値(MIN) = 5となり、投げ売り時予想インフレ率は、平均値(M) = 8.42、標準偏差(SD) = 21.57、最大値(MAX) = 100、最小値(MIN) = 0となった。また、両者の関係は図3のようになった。

以上のことから、資産運用者は国債売り予想、投げ売り時予想インフレ率ともに最大値が小さい一方で、非資産運用者は国債売り予想、投げ売り時予想インフレ率ともに、最大値が大きいことが分かった。例えば、資産運用者は、国債の投げ売りを最大でも30%と考える一方で、非資産運用者は、最大で100%の投げ売りが起こると考えていた。ただし投げ売り時予想インフレ率に関しては、各群とも平均が10%よりも小さい値となったが、非資産運用者は資産運用者の倍程度の水準であると考えている結果が示された。なお、経済学部の学生は、非資産運用者に近いものの両者の中間の水準にあることが分かった。

さらに、経済学部の学生、資産運用者、非資産運用者の国



	n	M	SD	MAX	MIN
国債売り予想 (%)	19	28.68	28.09	100	5
予想インフレ率 (%)	19	8.42	21.75	100	0

図3：国債売り予想と予想インフレ率(非資産運用者)

債売り予想、投げ売り時予想インフレ率、投げ売り時予想インフレ率/国債売り予想の3つの指標について、平均の差についての分散分析を行った。結果は表7のようになった。

分散分析の結果、資産運用者と、非資産運用者の国債売り予想に対して、有意な差が見られた。

ここで、資産運用者は、国債を含む債権の売買についての現実的な経験を持っており、かつ、国債の現実の動向について高いコミットメントを形成している一方で、非資産運用者はそうした経験もコミットメントも持っていないことを踏まえるなら、次のような推察が成立する可能性が考えられる。それはすなわち、資産運用者は日頃から市場での取引を行っており、市場の動向を冷静に見極めた上で、国債の売買の予想をしている一方で、非資産運用者は、市場の動向を資産運用者ほどの確に予期できておらず、そのため国債の売買をする人がどういった行動をとるか、適切な予想ができていない、という可能性である。

つまり、非資産運用者は資産運用者よりも、国債投げ売り予想や投げ売り時予想インフレ率について「いい加減な予想」を形成している可能性が考えられるわけである。本研究では、この「可能性」の妥当性をより詳しく把握することを目的として、以下のような考察を行った。

まず、現在の日本政府の国債発行額が954.4兆円、マネー

表7：国債売り予想、投げ売り時予想インフレ率、投げ売り時予想インフレ率/国債売り予想の分散分析結果

	1	2	3	F値 (自由度)	多重比較
上段：平均 下段：標準偏差	経済学部 n = 35	資産運用者 n = 19	非資産運用者 n = 25		
国債売り予想	23.41 12.19	14.12 6.00	28.68 8.42	2.825 (2,55)	* 3>2**
予想インフレ率	7.10 5.52	4.68 1.06	8.42 21.75	0.511 (2,55)	
予想インフレ率/ 国債売り予想	4.24 1.05	5.37 0.76	4.68 0.99	0.436 (2,55)	

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

サプライが1105.6兆円であることを踏まえ、国債の投げ売りが起きた際に、その国債を日銀が買い取ることで、その分だけ、マネータリーベースが増えると仮定する。するとこの仮定に基づくと、非資産運用者の一部(3名)が回答した、「国債の投げ売り率100%、投げ売り時予想インフレ率2%」、「国債の投げ売り率100%、投げ売り時予想インフレ率1.5%」、「国債の投げ売り率10%、投げ売り時予想インフレ率100%」という3つの状況は、相当程度非現実的な、現実的、常識的に考えて極めて考えがたい事態であると予想される。例えば、国債の投げ売り率が100%であれば、投げ売りされる国債の総額は954.4兆円であり、それと同額のマネータリーベースが増えれば、マネータリーベースは、現状の1.86倍にもなる。もちろん、インフレ率に関わる要素は他にも数多くあるため(例えば、供給されたマネータリーベースの大半が実態経済に回ることなく、国内の金融市場にだけ供給されたり、海外市場に流れたりすることも考えられる)、マネータリーベースが増加すれば確実にインフレになるとは断定できないものの、インフレ率が1.5%や2%程度で収まる可能性は十分に高いとは考えられない。逆に、国債の投げ売り率が10%しか無いにもかかわらず、その際のインフレ率が100%となるというメカニズムを合理的に想像することは必ずしも容易ではない。

いずれにしても、国債の投げ売り率と投げ売り時予想インフレ率は、本来関係のある指標であり、本アンケートの回答においては、両者の値を考慮した上で、回答が行われるべきであると考えられる。しかし、非資産運用者の一部の人は、国債の投げ売り率、投げ売り時予想インフレ率に対して、それぞれがあたかも独立した経済的要素であるかのような回答をしていることが、本調査の結果においては見られたわけである。このような結果となった理由としては、以下の様な可能性が考えられる。

それは、「金利が上がったら、国債の投げ売りが起こる」や「日銀が国債の買い取りを行ったら、ハイパーインフレになる」といったことを、「根拠のない信念」として持っている、という可能性である。こうした根拠不在の信念を抱いていた場合に、「金利が上がった際に、国債保有者がどういった売買行動をとるか」や、「日銀が国債を買い取った際に、どの程度のマネーサプライが増えるか」といった、現実の動きについての想像や予想が不在のままに回答することとなるのである。そして、こうした現実の動きを考えずに、「国債の投げ売り」、「日銀の買い取りによるハイパーインフレ」といった信念を抱いている可能性がある人が、本調査における非資産運用者においては少なくとも3人存在していることが示されたのである。この3名は、今回の調査での非資産運用者19人の15.8%にあたる。一方で、本調査における経済学部の学生や資産運用者の人は、こうした現実的に起こりうる可能性の極めて低い「極端な回答」をしている人は見られなかった。

ところで、「国債の投げ売り」は「市場」において取引を行う人の多くが、金利が上がった際に一斉に国債を売ると判断した場合に起こり得るものである。逆に言うなら、市場において取引を行う人が、国債を売らないと判断すれば、「国債の投げ売り」は起こり得ない。すなわち、投げ売りがあるか否かは、

本調査で対象とした「資産運用者」のような市場で取引を行う人の判断に直接依存しているわけである。それ故、「国債の投げ売り」の予期にあたっては、「資産運用者」の判断は、少なくとも、自らの責任で資産を運用していない「非資産運用者」よりも、より現実的で、より妥当性を持つ確なものである可能性が考えられる。

この点を踏まえると、以上の結果は次のように取りまとめることができる。

「金融のプロ」と見なされることもしばしばである「金融関係者」の中でも、実際に資金を運用しているかいないかで、インフレや国債の投げ売りについての認識が全く異なっていることが示された。その相違とは、事前に仮説的に指定した想定通り、「エコノミスト」を含めた実際の資金を運用していない金融関係者は、実際に資産を運用している金融関係者よりもインフレ率と国債投げ売りについて概して論理的に整合性の欠如した解答を表明している傾向がある、という相違である。

これはすなわち、非資産運用者の方がインフレ率にしても国債投げ売り率にしても、資産運用者の回答が反映していると考えられる現実の「市場の声」よりも「過剰に高い」水準となっている可能性が示している。この可能性はさらに、非資産運用者である「エコノミスト」や「ストラテジスト」「アナリスト」達は、国債の投げ売りやそれに伴う国債の暴落、金利の高騰が生ずる可能性を、「過剰に高く」見積もっている、と換言することができる。さらに逆に言うなら、テレビや新聞、雑誌等にて「エコノミスト」や「ストラテジスト」「アナリスト」達が喧伝する「ハイパーインフレ」や「国債投げ売りに伴う国債の暴落」といったセンセーショナルな物語(あるいは、今日の日本の世論におけるドミナント・ストーリー)は、現実性を十分に伴うものではないのではないか、という疑義が考えられることとなる次第である。

#### 4. 結論

本研究では、今後の財政政策について考える上で重要な「財政破綻」が起こりうる可能性について、「金利が上がった際に、国債保有者がどういった売買行動をとるか」や、「日銀が国債を買い取った際に、どの程度のマネーサプライが増えるか」という観点から分析を行なった。

その結果、日頃から市場において取引を行っている人と、行っていない人では、財政政策に対する考え方が大きく異なることがわかった。そして、一般の人に広く共有されているような国債の投げ売りや財政破綻を想定した「ドミナント・ストーリー」が、市場の動向を冷静に判断していない可能性があるような人の判断に基づいていることが示唆された。今後は、より幅広い被験者を対象とした調査を行うことが必要である。本研究での知見が今後の財政政策を考える上での一助となれば、筆者としてこれ以上の喜びはない。

#### 引用文献

- 藤井聡(2008). 土木計画学—公共選択の社会科学—. 学芸出版社.  
竹下俊郎・井田正道(2003). 経済報道と世論に関する実証的

---

研究. 政経論叢. Vol. 72, No. 1, 1-43.

長谷川大貴・中野剛志・藤井聡 (2011). 土木計画における物語の役割に関する研究 (その1) —プランニング組織支援における物語の役割—. 土木計画学研究・講演集, Vol. 43, CD-Rom.

田中皓介・中野剛志・藤井聡 (2013). 公共政策に関する大手新聞社説の論調についての定量的物語分析. 土木学会論文集D3, Vol. 69, No. 5, 353-361.

(受稿：2014年5月22日 受理：2014年5月28日)