

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第231回】

2025年12月5日

学術講演会

「金利の歴史から考える」

〈講演者〉

麗澤大学経済学部教授／
東京海上アセットマネジメント
参与チーフストラテジスト

平 山 賢 一

金利の歴史から考える

麗澤大学経済学部／

東京海上アセットマネジメント 平山 賢一

本日、お話しする内容は、大学における講義というよりも、むしろアセットマネジメント会社におけるチーフストラテジストという立場でお話をさせていただきます。現在、金融市場の動きが激しくなっており、この動きを理解するのは非常に重要な意義もあるからです。

現在の金利環境と「最低金利国リーグ」

早速ですが、本日（2025年12月5日）の長期金利は、10年国債利回りが1.95パーセントになり、もうすぐ2パーセントというところまで来ております。また同30年債ですと3.37パーセント、40年債ですと3.68パーセントという非常に高い金利水準になっております。遡ると2019年には、「水没金利」という話が多く語られていました。水没というのは水面の下、つまりマイナスになっている金利を意味しています。著名なエコノミストがしばしばレポートで言及していますが、世界の約4分の1の債券利回りがマイナスになっていたのです。その6年前と比較すると隔世の感があると言わざるを得ません。

長期金利水準は、日本が2パーセントに近づき、経済減速している中国は日本を下回ってきています。中国の10年国債利回りは、1.84パーセントですから、0.1パーセント程度、日本の長期金利水準よりも低くなっています。日本の失われた時代の再現が中国で起こっているという意見もありますが、いずれにしても2パーセントを割れてきているわけです。

水没金利までは至らないとはいえ、2パーセントを割れた国債利回りの国々を「最低金利国リーグ」と名付けています。その筆頭は、スイスです。スイスは、1990年代末から現在に至るまで日本と最低金利を競ってきています。そこに今回、中国が加わってきて、主要国の中では3か国になっています。

グローバル金融危機以降、世界中の多くの国がこの最低金利国リーグに加わりましたが、コロナショック以後にインフレ懸念が台頭したため、順

次、アメリカを筆頭に離脱していきました。しかし、スイスと日本に限っては、2パーセント割れを続けている。これがどのような意味を持つのかという点は、金利の歴史を見たときに大事になってまいります。

低金利国リーグは、歴史的に見るとレアな現象です。歴史の節目、節目で時折顔をのぞかせる程度の頻度と考えてよいでしょう。この点については、2024年12月に出版した『金利の歴史』（中央経済社）という書籍の中で詳しく取り扱っています。概要だけ触れますと、古代の歴史から見えてくる徴利禁止、近世のオランダやイギリスの金利水準の事例から見えてくるパターン、そして明治維新後の日本の金利の歴史と巨額化する政府債務などを中心に30テーマに絞り発刊させていただきました。

17世紀オランダの政府資金調達と20世紀後半日本との類似性

まず、金利水準の事例から、17世紀に最低金利国になったオランダについてお話しさせていただきます。金融覇権を握ったオランダは、17世紀に戦費調達のために多くの政府債務を抱えました。欧州の商業都市の主役は、もともとイタリアのベネチアやジェノバといった都市だったものの、その機軸が地中海から北海に移行し、アントワープを経由してアムステルダムに至っています。同時に商取引の決済についても中心地が移動し、オランダのアムステルダム銀行が欧州中の決済の中心として活躍するわけでありました。アムステルダムを中心に東インド会社などが盛んに交易を行い、大幅な貿易黒字を記録しています。その貿易で儲けた資金は、一部の富裕層だけでなく、交易に関与する多くの人々に広く薄く行き渡っていました。この資金を儉約精神旺盛なオランダ人は、消費するだけでなく貯蓄に勤めます。消費よりも貯蓄を指向する国民性が、発行される国債の購入に促し、巨額化する国債の消化を円滑化したのです。この政府資金が円滑化されたことが、国債利回りを低く抑え込む背景にあったと考えると合点がいくのではないのでしょうか。

この仕組みは、20世紀後半のわが国にも当てはまります。17世紀から18世紀にかけてのオランダを見ていくと、意外と日本の高度経済成長期

と似ているという印象を持てるわけです。貿易黒字を背景に、民間家計部門に資金余剰が集積し、郵便貯金等を通して国債に資金が還流していく仕組みです。戦後の証券民主化運動の後に貯蓄性向が高まったという背景もあり、一般大衆の貯蓄熱は高かったという要因も重なります。郵便貯金から国債や財政投融资に回っていくという、いわゆる政府の資金調達にとって非常に有効性の高いものです。しかも、その資金は広く薄く一般大衆に拡散しているため、短期的に多額の解約や売却が生じない長期性資金であるというメリットがあります。この健全な資金吸収システムは、「ダッチ・ファイナンス」とも称されています。

ところで、そのオランダの国債管理政策は、「市場の声を聴く（投資家の投資ニーズを把握して発行国債の特性を反映させる）」というものだった点は特筆すべきでしょう。資料1は、ホラント州の公債残高と種別構成比率を示したものです。図のシャドウで示してある部分が国債残高であり、基調として増加していくのが確認されます。その構成割合は、実線で示した終身年金公債や点線で示した償還公債が高く、多くの一般大衆が稼いだ資金を将来のために蓄えていました。ともにデュレーションが高い、平均的に資金が換金されるまでの期間が長い債券を中心に、16世紀末から17世紀にかけて一般大衆の富を吸収していったわけです。

一方、1630年頃からは、状況に変化がみられるようになる。一般大衆の国債を介した資金蓄積が進んでくると、資金を長期にわたり寝かせておくのではなく、短期的に換金できる投資対象に対するニーズが高まってきました。地政学的な環境も安定しているわけではないことも手伝ったのではないのでしょうか。そのニーズに応えるように長期債が償還されるにつれて、政府も発行種別を公的債務証券（短期債・図の白丸線）にシフトしていきます。17世紀の半ばには、半分以上が短期債による資金調達という状況にまで変化しています。また、投資家のニーズをつかみ、くじ付き債券も発行しています。くじが当たれば、利回りが大幅に上昇するという債券です。このようにオランダでは、一般大衆などの投資家のニーズに応じて調達の仕方を変えていくという調達管理が合理的に機能していたのです。

その結果として、政府債務残高が増加していたものの金利水準が低位で安定し、長期にわたる調達コストを抑制できたと考えられます。わが国においても1990年代末から資金運用ショックが起こって以降、こういった市場との対話を基盤に置いた国債管理政策へとシフトしています。政府債務が巨額化して、その資金調達の難易度が高まるにつれて、調達側が運用側の声をしっかり聞いていくという姿勢が重要なのでしょう。その先鞭としてオランダが位置付けられるわけです。

つまり、17世紀のオランダは、貯蓄性向の高い国民性、一般大衆の資金を政府資金調達に円滑に促す仕組み、巨額な累積黒字、官民で協調した政策運営という4つの点からも、現代のわが国と類似性が高かったのです。その中でも重要な点は、政府に対する信認（クレディビリティ）が確保されていたことだと思います。健全な予算管理を続けるという期待、市場との対話を重視する調達管理、長期にわたり通貨価値が維持されるという見通しを投資家に懐かせ、国債利回りの低位安定に寄与しました。それだけに、現代を生きるわれわれにも、クレディビリティの確保の重要性を示してくれそうです。

19世紀イギリスの政府資金調達と国債利回り

次に、このオランダの国債管理政策を受け継いだのが19世紀に至るイギリスです。19世紀のイギリスは巨額化した政府債務の解消を円滑に進めた事例として挙げられます。資料2を見ると、興味深いことが分かります。シャドウ部分は、イギリスの政府債務残高（対GDP）比率を示していますが、1822年の対仏戦争のときには、194パーセントまで上昇していたものの、その後は縮小に転じています。戦争の時代に政府債務が拡大したものの、軍事費が縮小に転じる平和の時代には減少しているわけです。

それと同時に第2次産業革命が浸透し、民間部門の投資意欲が高まったため、政府部門から民間部門へと資金調達の主役が移行していきます。民間部門の発展による税収アップは政府債務を圧縮させるでしょう。さらにイギリスは年率1パーセントを超える人口増加期に入り、1人当たりの政府債務が減少したことも、約80年の時間を要したものの、対GDP比率が30パーセント程度まで

低下することに貢献したと考えられます。

興味深いことに、当時の平均的なインフレ率は0パーセントです（1822年から1900年まで）。つまり物価上昇によって名目GDPが伸びたわけではなく、地道な経済成長による実質GDPが伸びたわけです。人口増加や1人当たりGDPの増加、技術革新というのが浸透していくさまがあったということで、ある意味、健全な政府債務の圧縮というのがイギリスではできたわけでありです。

一方、実線は、同時期のイギリスの永久債である「コンソル債」（近年は長期国債利回り）の利回り推移を示していますが、19世紀に入る頃に4パーセント（右目盛）を超える水準まで上昇したものの、政府債務が増大していくにもかかわらず、国債利回りは落ち着きを取り戻し、低下基調で推移したのちに20世紀に入る頃には2パーセントの水準まで低下しています。これをイギリスの「19世紀型の政府債務解消」とよびたいと思います。

ところで、イギリスの20世紀の事例はどのようなものになるでしょうか。資料2をもう一度見ていただくと、19世紀と同じように1946年にかけて政府債務の対GDP比率は、259パーセントまで上がります。二つの世界大戦を総力戦で戦ったイギリスは、政府債務残高が極端に増加しています。第一次世界大戦期には、想像の通りコンソル債の利回りは上昇したものの、第二次世界大戦期には低位で安定推移しています。これは、1940年前後のイギリス政府が、英国債優遇政策を実施し、特にコンソル債の利回りを低位に抑え込む（国債価格を支える）国債価格支持政策を行ったからです。この当時は、1930年代の高橋是清大蔵大臣による国債引受や、米連邦準備制度理事会（FRB）による国債価格釘付け政策に代表されるように、国債利回りを低位で安定させ、政府の資金調達を円滑にする政府介入が強化されたのです。現代で言えば、日本銀行によるイールドカーブ・コントロール（YCC）と類似した政策が実施されたと言ってよいでしょう。

しかし、国債利回りを低く抑えすぎた歪みは、物価動向に反映されました。本来であれば外国為替レートの変動により調整されるべきところ、国際資金移動に制約が課せられていたため、特にインフレ加速が経済実態を揺さぶったのです。物価上昇は、GDPデフレーターの上昇を

伴い、名目GDPの増加に寄与するはずですが、過去の政府債務の名目額は、現在のインフレーションに増加しないものの、名目GDPは大きく増加しますから、政府債務の対GDP比率は低下基調に転じました。259パーセントにまで上昇したGDP比率は、このインフレーションによって低下し、30パーセントを割れる水準まで抑え込まれたわけです。つまり、19世紀とは異なり20世紀は、インフレーションによる減価であって、「20世紀型の政府債務解消」と呼んでもよいのではないのでしょうか。1970年代から1980年代にかけては、国債取引の自由化が進んだため、15年程度のラグをおいて国債債利回りが上昇し、1981年には14.9パーセントまで上昇しています。

現在、わが国では、政府債務の対GDP比率が極端に高まっているものの、国債利回りは抑え込まれています。しかし、政府債務の対GDP比率のピークから遅れてコンソル債の利回りが急上昇しているイギリスの事例が物語るように、安閑としてばかりはいられないのではないのでしょうか。

日本の政府債務と国債保有構造の変化

その上で日本の政府債務について、改めて考えてみたいと思います。日本政府が資金調達するときは、四つの経路があります。日本円建ての国債（内国債）、外貨建て日本国債（外国債）、短期債、そして借入金です。借入金は直接、公的金融機関等から資金を調達するものです。私たちは、内国債のことばかり考えていますが、明治維新以降の経路は4つほどあり、さらにその比率は変化してきます。

日本の政府による資金調達のあり方は、歴史的に見ると、その時々国際環境や制度変更に応じて大きく姿を変えてきました。まず、その長期的な変遷を確認したうえで、現在の国債管理政策が直面している制約について整理したいと思います。

もともと日本の国債調達は、横浜―新橋間の鉄道建設を目的として、ポンド建てでイギリスから資金を調達したことに始まります。当時の日本は新興国ですので、エマージング債券として海外市場で発行されたものであり、1870年時点では、日本政府の資金調達はほぼ100パーセント外貨建て債によって行われていました。

その後、金禄公債をはじめとする各種国債が発

行されるようになり、円建て国債の比率は徐々に高まっていきます。一方で、1897年、日清戦争終結前後には再び外貨建て債の調達が可能となり、日露戦争期には高橋是清によって、イギリス、さらにフランスやアメリカで国債が発行されました。この時期には、外貨建て国債の比率が再び上昇し、円建て国債の比率は37.4パーセント程度まで低下しています。

しかし、第一次世界大戦に入ると海外での資金調達が困難となり、政府は内国債中心の調達へと移行せざるを得なくなります。その結果、1942年には国債の約95パーセントが円建てとなりました。ここまでは、国債での調達が中心であったと言えます。

ところが、この時期以降、資金調達の構造はさらに変化します。特に臨時軍事費を中心に、政府は国債発行だけでなく、政府系金融機関からの借入金への依存を強めていきます。戦争末期には、日本銀行が短期貸出を通じて政府資金を供給する、いわば政府貸上金による調達が実質的な中心となっていました。

1945年の終戦時点で、日本国内で把握されている日本国債残高は約1,000億円ですが、統計に現れにくい外地、特に中国大陸では、約5,000億円規模の借入金が存在していたと昭和財政史には記録されています。すなわち、戦時・戦地においては、日本政府は国内国債残高の約5倍に相当する借入金を抱えていたこととなります。通常の統計に表れている借入金は全体の一部にすぎず、実態はそれを大きく上回っていたと考えられます。

このような経験を経て、戦後に入ると、1947年の財政法制定により国債発行は原則として停止され、短期証券による調達が中心となります。1960年頃までは短期債の比率が非常に高い時代が続きました。その後、内国債比率は1964年をボトムにして上昇に転じます。1966年には赤字国債が発行され、建設国債が発行される時代に入ったのです。以降、財政法第4条の例外規定を用いながら国債発行が継続され、現在では政府の資金調達の約9割が日本国債（内国債）によって行われています。

ここで重要なのは、国債による調達が9割に達している現状そのものが、今後の選択肢を制約し始めている点です。長期国債を中心とした発行に

は、すでに限界が見えつつあるのではないかと、という問題意識が生じています。この点について、多くの有識者にこの図表をご覧いただくごとに、「非常に興味深い」「これまで見たことがない」という反応があり、同時に、ソブリン格付けの問題などを含め、慎重な対応が必要になるとの意見が多くありました。

そのため私はこれまで、当局を含む関係者に対し、今後は短期国債や非市場性国債、すなわち借入金による調達の重要性が高まるのではないかと、という点をお話ししてきました。実際、現在の国債管理政策においても、発行年限を短くしていく方向性が取られています。

次に、国債を「誰が保有しているのか」という点を確認します。1946年以降のデータを見ると、日本銀行の保有比率が非常に高くなっています。この背景として分かりやすいのは、資金運用部、いわゆる財政融資資金が廃止されたことです。戦前は大蔵省預金部（資金運用部の前身）と日本銀行が二元的に国債引き受けを担っていましたが、財投改革により預金部がなくなり、結果として日本銀行が事実上すべてを引き受ける構造になりました。

現在、国債の約半分を日本銀行が保有していますが、銀行部門が今後どこまで国債を増やせるかについては慎重な見方が必要です。かつてと異なり、現在はコーポレートガバナンスが強化され、株主によるエンゲージメントが進んでいます。その結果、国債を大量に保有する銀行経営に対して、株式投資家が明確に説明を求めるようになっていきます。

銀行経営者にとっては、貸出拡大については理解が得られる一方で、金利リスク規制もある中で「なぜ国債を買うのか」という投資家からの声については反論がしにくくなっています。資本コストを前提にすると、相対的に低い利回りの国債を保有する合理性が問われるため、特に地方銀行にとっては国債投資が難しくなる局面になるわけです。

保険会社についても、時価評価を前提とした健全性規制強化により、超長期国債の含み損への対応がより慎重になっています。このため、保険会社が超長期国債を大量に購入する余地も限られています。

こうした状況を踏まえると、今後の国債購入主

体として期待できるのは、消去法的に個人や投資信託といった部門になります。個人向け国債の変動利付10年債には一定の需要が見られますし、過去には中期国債ファンドを通じて、個人と投信を合わせて国債残高に占めるシェア13パーセント程度の保有が実現した例もあります。換金性の高い、短期債に近い商品については、引き続き一定の購入意欲が見込まれます。

さらに、投資信託の会計基準上、1年未満の債券は時価評価を要しない点を踏まえると、私募形式で物価連動国債などを投信向けに発行することには制度的な可能性があります。直近では、MMF復活の動きも報じられており、個人が国債を保有するためのピークルは、拡大しつつあると考えられます。

そうしますと、日本政府の資金調達についても、先ほどオランダの事例で確認したように、長期国債だけに依存するのではなく、短期債を含めて、需要に応じた形で組み合わせていく必要があるのではないかと考えられます。こうした国債管理政策を丁寧に積み重ねていくことで、20世紀のイギリスが経験したような長期金利の上昇局面を、ある程度は回避できる可能性があるのではないのでしょうか。逆に言えば、そうした対応を怠れば、日本も「最低金利国リーグ」から離脱せざるを得ない局面に至る可能性があるわけです。

比較的、財政に軸足を置いた立場から、金融市場参加者としてどのようなソリューションが考えられるのかを歴史的に振り返ると、こうした示唆が得られるのではないかと、という問題提起です。

最低金利国にとどまり続けられるのか

そこで次に考えておくべき点として、世界全体の金利が今後どのように推移していくのか、という問いがあります。資料3をご覧くださいと、14世紀から18世紀にかけての長期金利、すなわち国債利回りの推移が示されています。ここから分かるのは、「最低金利国リーグ」は固定的なものではなく、時代とともにバトンタッチされてきたという点です。

最初に最低金利を示しているのは、ベネチアです。14世紀から15世紀にかけて、ベネチアの国債利回りは、欧州の中で最も低い水準にありました。当時、王侯に対する貸付金利が非常に高かつ

たことと対照的に、比較的安定した財政運営のもとで、低い金利で政府資金が調達されていたことが分かります。商業活動を通じて豊富な資金を有していたベネチアの商人層が、半ば強制的に政府に資金を供給させられたことも、金利が抑えられた背景にあったと考えられます。この時期、最低金利国は金融覇権を握っていたイタリア諸都市であったと言えます。

16世紀から17世紀にかけては、ベネチアのデータが途切れる一方で、ジェノバの金利が最低水準を示すようになります。これは割引金利であり、必ずしも超長期金利ではありませんが、それでもジェノバは2パーセントを下回る水準、時には1.125パーセント程度まで金利が低下します。ただし、この水準は長くは続かず、フランスとの戦争を契機に金利は上昇します。戦争期に金利が上昇するというパターンは、この時代を通じて繰り返し観察され、2パーセント前後が一つの「壁」として機能していたようにも見えます。

その後、この低金利水準に近づいていくのがオランダです。データは断片的ですが、17世紀にはオランダが欧州で最も低い金利を実現していたことが確認できます。さらに18世紀に入ると、フランスが一時的に最低金利国となります。1720年、いわゆるミシシッピ・バブルの時期には、フランス国債の利回りはイギリスを下回る水準にまで低下しました。低金利が資産バブルを誘発しやすい環境を生むという点は、この時期の経験からも示唆されます。

イギリスについても、南海バブルの前後には金利が2パーセント近くまで低下します。17世紀のチューリップ・マニアの時期も含め、低金利局面では資産価格の過熱が生じやすいことが分かります。こうした過程を経て、18世紀には最低金利国の地位はイギリスへと移行します。議会を主軸にした国家として財政規律が制度的に担保されたことが、低金利の持続を可能にしたとも考えられます。

やがて低金利国としてのオランダの地位はイギリスに明け渡されます。一方、フランスは革命による政治的混乱を背景に金利が急騰し、35パーセントに達する局面も見られます。政治的安定性と金利水準の関係は、ここでも明確に表れています。

19世紀に入ると、フランスとの戦争を背景に

イギリスの金利は一時的に上昇しますが、その後、20世紀初頭にかけて金融覇権はアメリカへと移行します。イギリスの長期金利は2パーセント近辺まで低下し、同時にアメリカの国債利回りも2パーセント水準に接近します。ここで最低金利国リーグは、イギリスからアメリカへとバトンタッチされたのです。

この流れを整理すると、最低金利国は、イタリアからオランダへ、オランダからイギリスへ、そしてイギリスからアメリカへと移行してきたこととなります。日本について見ると、1870年頃はエマージング債券として9~10パーセントの高金利であり、最低金利国にはなり得ませんでした。第一次世界大戦期には金利が上昇し、1940年代には戦時の国債管理政策、いわゆる国債価格支持政策によって国債利回りが抑制されます。この時期、FRBも含めて中央銀行が積極的に機能し、2パーセント前後が再び下限として意識されます。

こうして長期的に見ると、資本主義経済における長期金利の下限は、おおむね2パーセントで推移してきたように見えます。しかし、この状況に大きな転機が訪れるのが1997年前後です。日本は1980年代後半からアメリカに代わって最低金利国リーグの中心となり、その後、2パーセントを下回る金利を長期にわたって維持することになりました（資料4参照）。

その当時は、いずれ2パーセントを上回ると考えていましたが、短期で反発することはありませんでした。そこで、これは一時的な循環ではなく、構造的な変化ではないかとの認識に至りました。2002年に『市場から国債を考える』という書籍を刊行し、「1.5パーセントは決して低い金利ではない」という見方を提示しましたが、その後の展開は、想定以上に低金利が定着する結果となりました。

現在では、2パーセントという水準自体が特別なものではなくなっています。欧州を見ると、スイスやオランダが日本に追随し、2020年前後にはいわゆるマイナス金利局面も経験しました。日本とスイスは20年近くにわたり低金利を維持しておりました。今後、再び2パーセントを上回る世界に戻るのか、それとも金利の存在そのものを問い直す局面に入っているのか。これは資本主義に対する一つの根源的な問いを投げかけている可

能性があります。

従来の歴史的パターンでは、国債利回りは一定水準から2パーセントに接近すると、バブルや政治的混乱を経て跳ね返され、再び安定水準へ戻る、という循環を繰り返してきました。資金余剰国は2パーセントに接近し、そこで歪みが生じると調整が起こる。しかし、1パーセント近辺を下限とする金利が長期化している現状は、従来の資本主義の枠組みそのものが試されている状況とも言えるのではないかと、そのように考えています。

世の中では、資金ニーズよりも運用ニーズが高まる資金余剰局面では、国債利回りは歴史的に2パーセント近辺まで低下しやすい、という傾向があります。ただ、そこまで低下すると、資産バブルの形成や政治的混乱などによって社会が揺れ、結果として金利が跳ね上がる傾向があります。こうした「低下→過熱・混乱→反転」を繰り返してきたのが、近代以降の資本主義の基本的なパターンだったと言えます。したがって通常であれば、先ほど見ていただいた現在の低金利局面も、いずれ跳ね返る、というのが自然な見立てになります。

しかし現状を見ると、スイスと日本はなお2パーセントを下回る水準にとどまっており（2025年12月5日講演時であり、その後日本銀行の利上げに伴い日本国債利回り（10年）は2パーセントを超過）、そこに中国という大国も加わりつつあります。さらに、米国についても、中央銀行の独立性がこれまで以上に政治との関係で議論されやすい局面に入り、次期体制や政策運営の方向性次第では、低金利方向への圧力が強まる可能性も取り沙汰されています。こうした要素を踏まえると、イギリスやアメリカも再び2パーセント割れの局面に入る（日本を除く）、というシナリオも、完全には排除できないように思われます。

サブシナリオとしての巻き戻し・顔をのぞかせる 微利禁止の記憶

もちろん、私のメインシナリオは「いずれ2パーセントを上回る方向へ回帰する」というものです。ただ、仮にそうではない、つまり2パーセント割れが長期化する時代が続くのだとすれば、「資本には金利が付く」「金利は経済の基礎インフラである」といった、資本主義の前提そのものに、じわりと疑問符が灯り始める可能性もあります。そ

の場合、視野を近代に限らず、さらに遡って、ギリシャ文明や旧約聖書の世界まで含めて検討する必要があります。すなわち、金利が容認された時代と、徴利が禁じられた時代とが、歴史の中で交互に顔を出してきた、という時間軸を重ねて見る必要があるのではないかと、ということです。

私自身、資本市場・金融市場に長く身を置いてきた立場からすると、金利が存在するのは当然であり、財産権の保護という観点からも、債権者が保全されることが大原則だと考えています。ところが、その「大原則」も、歴史的には常に不変だったわけではなく、金利を禁じた時代も確かに存在したのです。そう考えると、金融市場の常識を一度相対化し、「金利容認」と「金利禁止」という対立軸を組み込んで捉え直す必要があるのではないかと、という課題が浮かび上がってきます。

旧約聖書の世界では、とりわけ「仲間内」で金利を取って貸し借りすることが禁じられます。その背景には、金利には複利が伴い、「金利が金利を生む」ことで富が累増しやすい、という構造があります。余剰資金を持つ側は利子によって富を積み上げ、借り手は返済負担から抜け出しにくくなる。結果としてコミュニティ内部に格差や怨嗟を生み、それが対立や治安悪化の火種になりえます。さらに、富の偏在が進むと、富のある集団が富のない集団から狙われる、といった形で外部との緊張も高まりかねない。だから金利を課してはならない、という論理です。少なくとも共同体の安定という目的から見れば、徴利禁止には一定の合理性があったとも言えます。

一方で、プロテスタンティズムの拡大とともに商業が発展し、貿易が活発化すると、金利は信用リスクを測る共通尺度として極めて有効なツールになります。掛取引、手形、決済の仕組みと結びつきながら、金利を基礎にした商業社会が形成され、カトリック側も対プロテスタントとの競争上、一定程度金利を容認する方向へ動いていく。こうして徴利禁止は、歴史の前面からは次第に後退していったのです。

ただ、現代に目を戻すと、金利があまりに低くなり過ぎた結果、どこかで「似た環境」が再び現れているのではないかと、という見方も成り立ちます。低金利が資産価格の上昇を促し、資産格差を拡大させやすいのは一つの側面です。加えて

1970年代以降、特にニクソン・ショック以降の国際通貨体制の変化を経て、米国の銀行を中心とする信用創造がグローバルに拡張し、マネーの増殖テンポは金本位制期と比べて明らかに加速しました。

世界最大の貿易国である米国と取引するためには、米銀を含む決済ネットワークとの接続が不可欠になり、米国の銀行は世界中へ貸し出しを行う。その貸出が預金を増やし、預金がさらに資金供給を可能にする、という連鎖が働きます。結果として、金融資産は膨張しやすい構造となり、米国の株式時価総額がGDPの倍に達するような局面も現れました。少なくとも、1870年以降の歴史を長く見たときに例外的と映るほど、金融資産が膨らみやすい環境になっているわけです。その結果として起きてきているのは、世界的な格差の拡大だと思います。

格差が拡大すると社会は不安定化しやすくなるため、政治面での動きとして、国と国との間でもボーダーが高くなり、壁が作られる。国際的な緊張が走る、といった形で現れやすい。経済面でも、不安定なグローバル資本主義を何らかの形で安定化させなければならない、金融資産の格差をこのまま放置してよいのか、という動きも台頭しやすくなります。私自身は長く金融市場に身を置きましたから、このような考え方には抵抗感があるものの、それでも「そういう方向に動くシナリオも、否定しきれないのではないかと」という感覚が、どこかで拭いきれない、というのが率直なところです。

実際、同じようなことは歴史の中で繰り返し起こっています。ギリシャ時代にも旧約聖書の世界にも発生しただけでなく、中世にも見られます。そして日本史にも、はっきり対応する例があります。鎌倉時代から室町時代にかけては、馬借などを通じた借金が広がり、社会が不安定化した結果、鎌倉幕府も室町幕府も徳政令を出しています。要するに借金の帳消しです。金利を取る・取らないことに加え、社会が不安定になると、債権者保護よりも債務者保護へと軸足が移る、という現象が起こるわけです。財産権の保護どころの話ではありません。

それは中世だけではなくありません。江戸期にも、松平定信の棄捐令があります。旗本や幕府の重臣

が商人・金貸しから借金を重ねて首が回らなくなり、その債務を実質的に帳消しにする政策が実施されました。質素節約を掲げながら、資本主義の論理から見れば「やってはいけない」ことを行った、とも言えるわけですが、見方を変えれば、債務者側に軸足を置いた一種の社会安定化策だった、という整理もできます。資本市場の常識だけで見れば非現実的に映るシナリオも、歴史を通覧すると「起こり得る」と思えてくる、という点が重要だと思えます。

金利の歴史から未来を見晴らす

この前提のうえで、金利の歴史から将来シナリオを整理すると次のようになります。通常の数百年スケールのパターンで見れば、国債利回りには2パーセント前後の下限があり、そこに近づくと過熱や反動が起きて、いずれ戻る、というのが基本形です。ただ、2010年代には「水没金利」と呼ばれ、国債の一定部分でマイナス金利が観測されるほど、世界中で2パーセント割れが常態化した時期がありました。低金利は資産価格を押し上げ、結果として格差拡大を助長した面もあったと思います。

2025年12月初の段階では、マイナス金利ほどではないにせよ、スイスや日本、そして中国でも、2パーセント割れがなお一つの「居場所」になっているように見えます。では2020年代後半にどうなるか。「金利史の数百年パターンに従うなら、スイスも日本も中国も、いずれ2パーセントを上回る方向に回帰する」というのが、メインシナリオです。ただし、日本の場合は、最低金利国リーグからの陥落と、それに伴う金利上振れリスクが相対的に大きいのではないかと、という懸念があります。スイスや中国は低金利圏に残る可能性がある一方で、日本は外れやすい、という見方です。

その理由としては、第一に国債保有が著しく偏在し、日銀に偏っていること、第二にその国債を今後誰に持ってもらうのかという議論が十分に進

んでいないこと、第三に通貨価値維持に関わる金融政策の意思決定において、政府と中央銀行の関係が政府側に傾き過ぎれば、中長期的には政府・中央銀行に対する信認、すなわちクレディビリティが毀損しかねないことが挙げられます。足元でも国債利回り（10年）が2パーセント近辺まで来ている以上、できるだけ2パーセントの手前で跳ね返したいのですが、ひとたび超えてしまうと、より厳しいシナリオの確率が上がってしまう点は懸念しています。

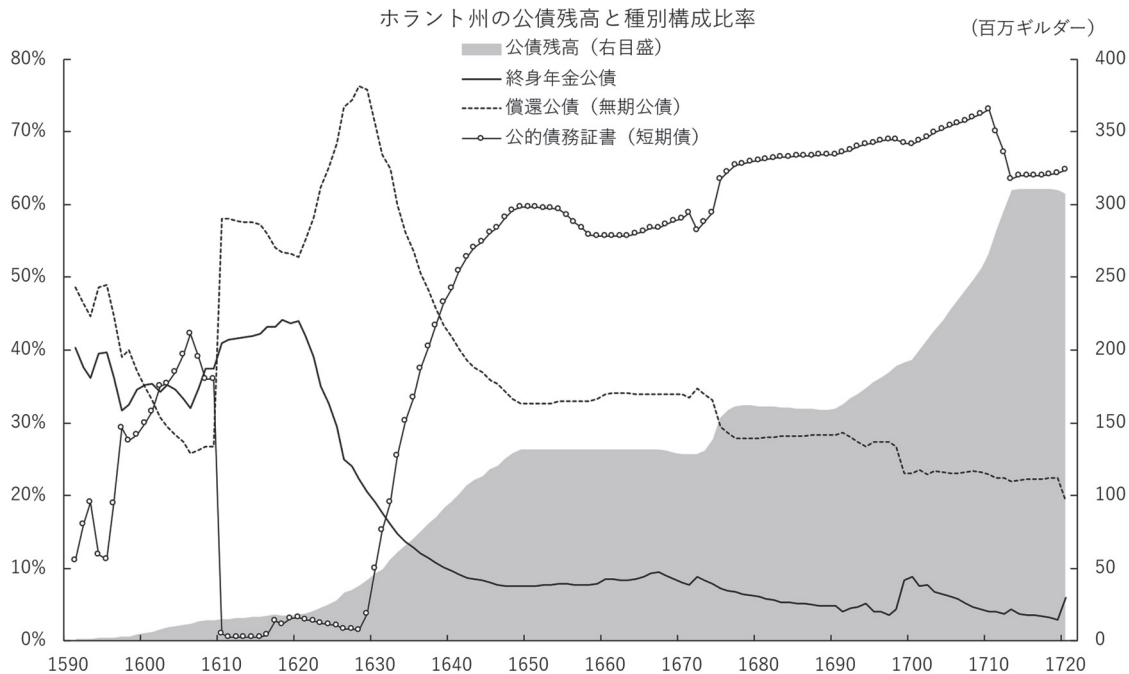
ただし、サブシナリオとして、金利に対するネガティブなムーブメントが、日本を除くグローバルでは再燃する可能性も否定できません。つまり、低金利をもう一段押し込もうとする政治的・社会的圧力が強まり、その延長線上で、債務の圧縮や事実上の帳消しに近い動きが台頭する、というシナリオです。中国についても、そうした方向が政策的に選択される余地があるかどうかを考えると、「起こり得ない」とは言い切れないと思います。

米国でも、レバレッジドローンの拡大や、卒業後も重くのしかかる学資ローンの問題があり、一部の債務負担を軽減する政策論争が繰り返し起こっています。根っこにあるのは、債権者から債務者へと政策の軸足が動く、という同じ方向性であり、この現象が今後さらに強まる可能性は、完全には否定できないと考えます。つまり、2パーセント割れが常態化し、債務者主導の動き、すなわち民間債務の圧縮や帳消しに近いムーブメントが台頭する可能性を、サブシナリオとして持つておく必要があるのではないのでしょうか。確率は50パーセント未満かもしれませんが、外してよい種類のリスクではない、という整理です。

本日は、金融市場参加者、チーフストラテジストという立場で、金利の歴史から未来を見晴らすというお話をさせていただきました。ご清聴ありがとうございました。

(了)

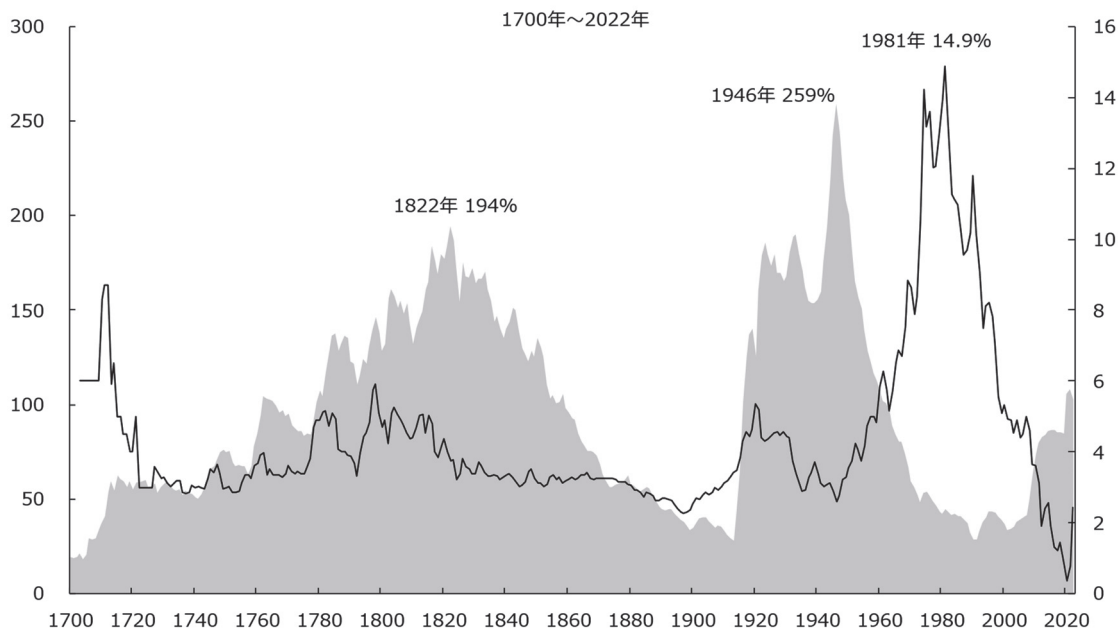
(資料1)



(出所) Gelderblom & Jonker (2011), Appendix Table 1A & 1Bのデータを基に著者作成。

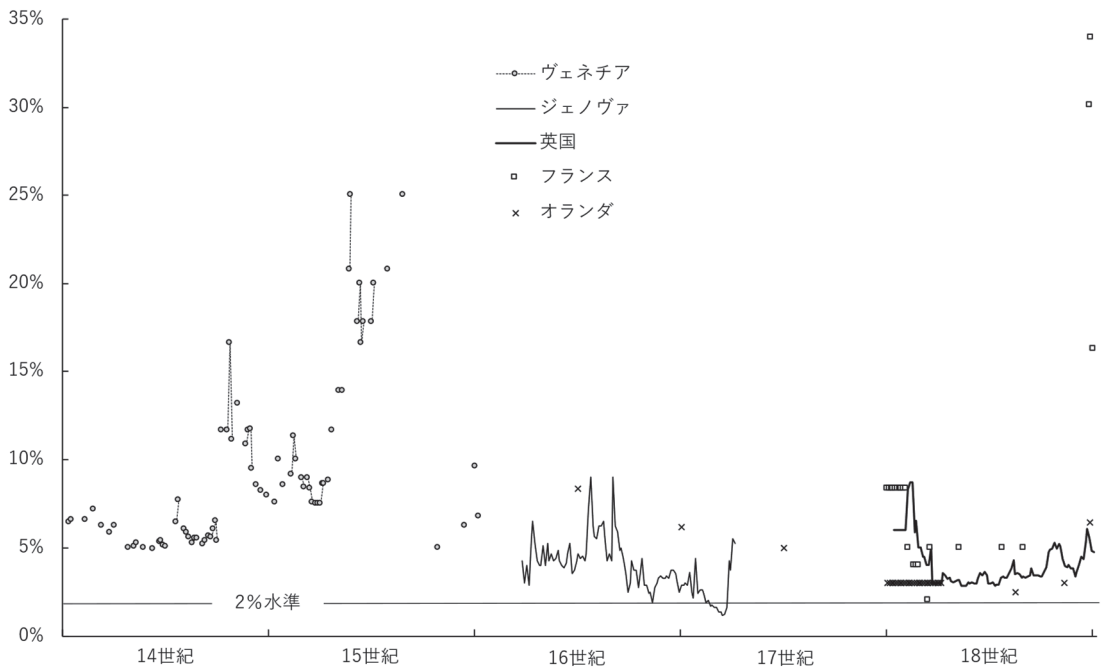
(資料2)

英政府債務対GDP比率と国債利回り (%)



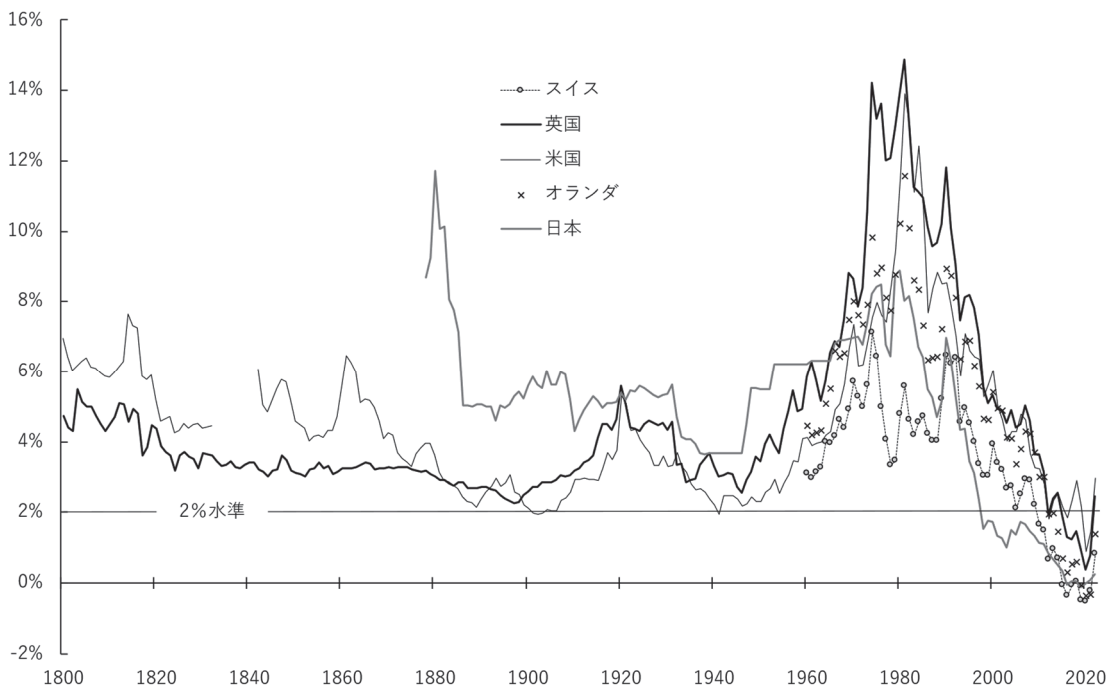
(出所) Bank of England, OECD, IMFのデータを基に作成。

(資料3)



(出所) 拙著『金利の歴史』中央経済社、図4-5。

(資料4)



(出所) 拙著『金利の歴史』中央経済社、図4-6。