

債券自警団 (Bond Vigilantes) 概念の歴史的展開と理論的再構成

横山 史生 (京都産業大学)

2025 年以降米国では、第二次トランプ政権の高関税政策によるインフレ・政策不確実性や減税継続による財政赤字拡大への懸念を背景に、長期・超長期国債利回りが急上昇する局面が生じた。これに伴い、国債売却や買い控えにより財政規律を求める「債券自警団 (Bond Vigilantes)」の再来を論じる報道が目立った。日本でも、日銀の利上げ・国債買入れ減額、財政政策をめぐる政治的不確実性を背景に国債利回りが上昇し、同様の指摘がみられるようになった。

一般に「債券自警団」とは、投資家が財政・金融政策やインフレ見通しに対する懸念から国債を売却し又は購入を控えることによって長期金利を上昇させ、その結果として政府・中央銀行に政策修正を迫る市場行動を指すと理解されている。しかし、この概念は証券会社の市場エコノミストによって比喻として提唱されたものであり、この語自体を直接の研究対象とする学術研究は限られている。他方、その作用に関わる問題は、財政規律・政府債務論、財政・金融政策の相互作用論、中央銀行論、通貨同盟・欧州債務危機研究など、異なる研究領域で個別に論じられてきた。これらを概念史と理論的類型の双方から横断的に整理した研究は限られている。

本報告は、このような問題意識に立ち、「債券自警団 (Bond Vigilantes)」概念の形成と変容を研究史的に整理するとともに、2020 年代後半における国債市場分析に適用可能な分析枠組みとして再構成することを目的とする。

1. Bond Vigilantes 概念の登場と歴史的展開

Edward Yardeni による概念の提唱 (1983 年) を出発点として、1980～90 年代の米英におけるインフレ・財政問題と国債市場、1990 年代の欧州通貨統合過程 (国債利回り格差の収斂とそれが市場規律機能に及ぼした影響)、2008 年世界金融危機後の財政拡張・量的緩和と国債市場、2010 年代の欧州債務危機、2020 年代の日米英における国債利回り上昇局面を取り上げる。その上で、「Bond Vigilantes」の意味内容が、国債市場構造、金融政策手法および中央銀行の役割の変化に伴って変容してきた経緯を明らかにする。

2. 研究史の整理—「Bond Vigilantes」をめぐる三つの理論的系譜

1 で概観する各時期に関連する研究を、本報告の分析上、国債市場による政府財政への規律付けを重視する「市場規律論」、投資家の期待と市場行動が自己実現的な流動性危機・債務危機を生み出し得るとする「市場不安定化論」、政府・中央銀行・市場参加者の相互作用を重視する「戦略的相互作用論」の三つの系譜として再整理する。

【主要参考文献】

- De Grauwe, Paul (2012) "The Governance of a Fragile Eurozone," *Australian Economic Review*, Volume 45, Issue 3, pp.255-268.
- Sargent, Thomas and Neil Wallace (1984) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," Griffiths, Brian and Geoffrey E. Wood (eds.), *Monetarism in the United Kingdom*, 1984, Macmillan, pp.15-41.
- Tooze, Adam (2020) "Of Bond Vigilantes, Central Bankers and the Crisis of 2008," in Barreyre, Nicolas and Nicolas Delalande (eds.), *A World of Public Debts*, Palgrave Macmillan, pp.453-477.
- Yardeni, Ed (2013) "A Brief History of Ed Yardeni's 'Bond Vigilante' Model," *Business Insider*, November 13, <http://www.businessinsider.com/bonds-and-nominal-gdp-2013-11>