

証券経済学会第98回全国大会 第3日(2016年9月15日 大阪公立大学杉本キャンパス)  
自由論題 午前部 第3会場 第1報告

# 債券自警団(Bond Vigilantes)概念の再構成

横山史生  
(京都産業大学国際関係学部)

# 目次構成

---

はじめに

1. 債券自警団とは

2. 債券自警団的行動の事例

3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連

4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？

5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)相互作用論

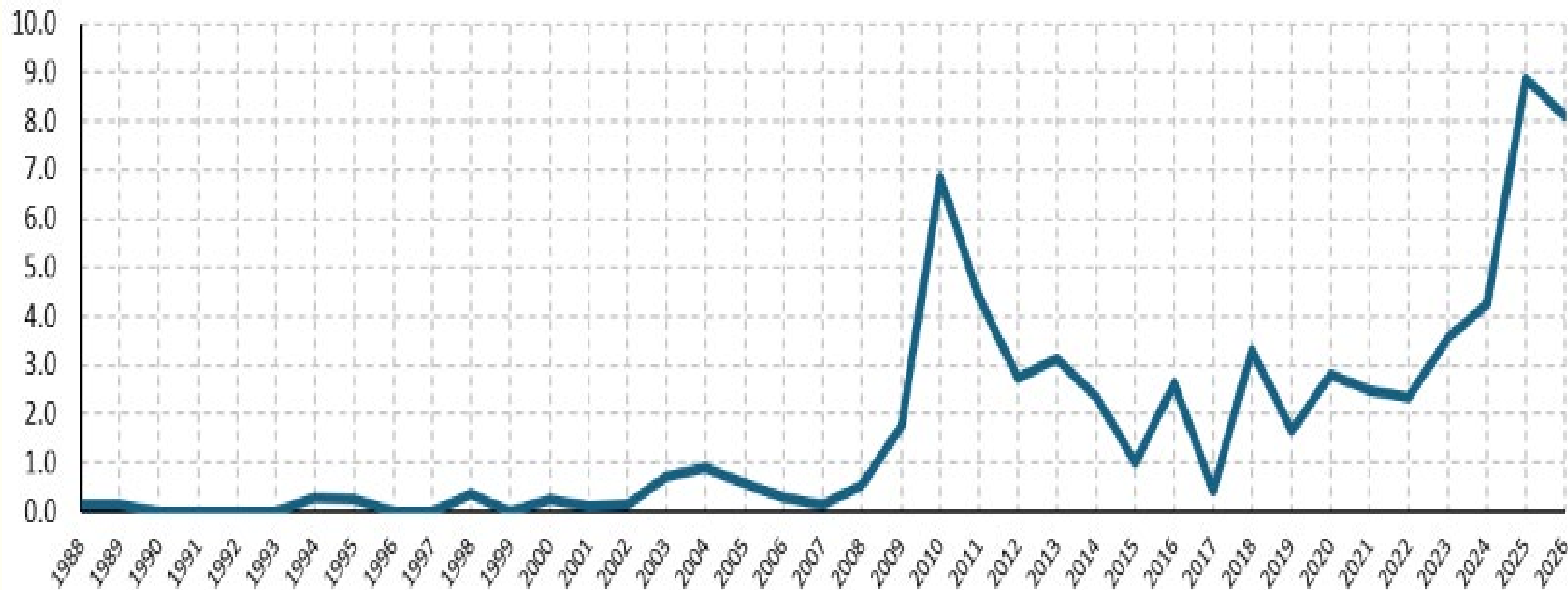
おわりに

# はじめに

---

- 2025年以降、米国では第二次トランプ政権下の高関税政策や減税継続方針、財政赤字拡大懸念を背景に長期金利が上昇し、**国債売却を通じて政府に財政規律を促す投資家を指す「Bond Vigilantes(債券自警団)」**への関心が再び高まった。
- 日本でも、日銀の金融政策正常化や財政運営を巡る不確実性のなかで、長期金利の上昇とともに同用語がしばしば言及されている。
- しかし、**「債券自警団」用語・概念**は市場実務家による比喻として生まれ(1983年、ヤルデニ)、その後は財政・金融政策論や市場規律論など複数の研究領域で個別に論じられてきたため、理論的位置付けや歴史的変遷の体系的整理は十分ではない。
- 本報告は、「債券自警団」概念の形成・変容を研究史的に整理し、国債市場分析全般に活用できる枠組みとして再構成する出発点を定めることを目的とする。

# Financial Timesにおける「債券自警団(Bond Vigilantes)」 関連用語出現頻度(全記事1万件当たり該当記事数)の推移

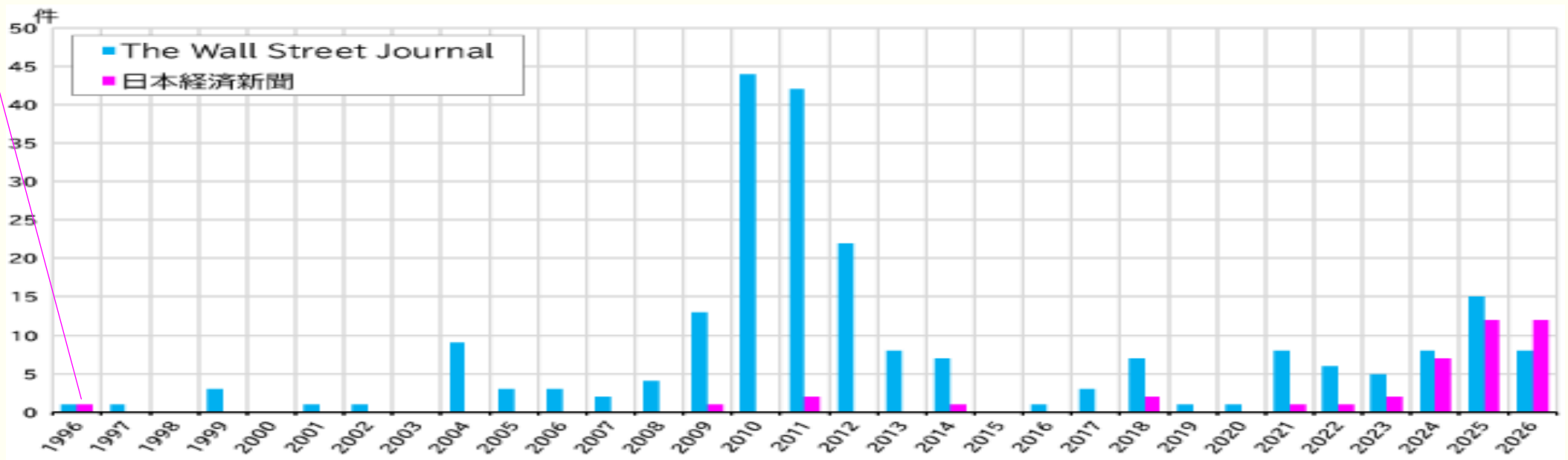


(注)LEXIS+(News)データベースにより作成。FT記事のうち見出しまたは冒頭段落中に“bond vigilante(s)”または“bond market vigilante(s)”のいずれかの語句が含まれる記事数（同一記事の重複検索とみられる件数をAIにより排除）を、各年中の記事1万件当たりの数値として表示。2026年は8月20日まで。

# WSJおよび日本経済新聞における「債券自警団(Bond Vigilantes)」関連用語該当記事数の推移

- 『日本経済新聞』では1996年5月6日付け記事が初出か？

「金融市場自体が『インフレ自警団』の役割を果たしたことが米国のユニークな点」とCJローレンスのエコノミスト、E・ヤルデニ氏は指摘する。最近の「債券相場の下落＝長期金利の上昇」も、インフレを予防する自動調整機能を結果的に果たす可能性がある。」



(注)以下の方法により筆者作成。件数は年間(2026年は8月25日まで)。

- ・WSJは、個人購読Web版を用いて以下の条件で検索。用語:“bond vigilante(s)”または“bond market vigilante(s)”、期間:全期間(ただし真の全期間を網羅していない可能性あり)、媒体:記事(Article)
- ・日本経済新聞は、日経テレコンを用いて以下の条件で検索。用語:債券 and 自警団、期間:全期間、媒体:日本経済新聞朝刊及び夕刊

---

---

はじめに

**1. 債券自警団とは**

2. 債券自警団的行動の事例

3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連

4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？

5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)相互作用論

おわりに

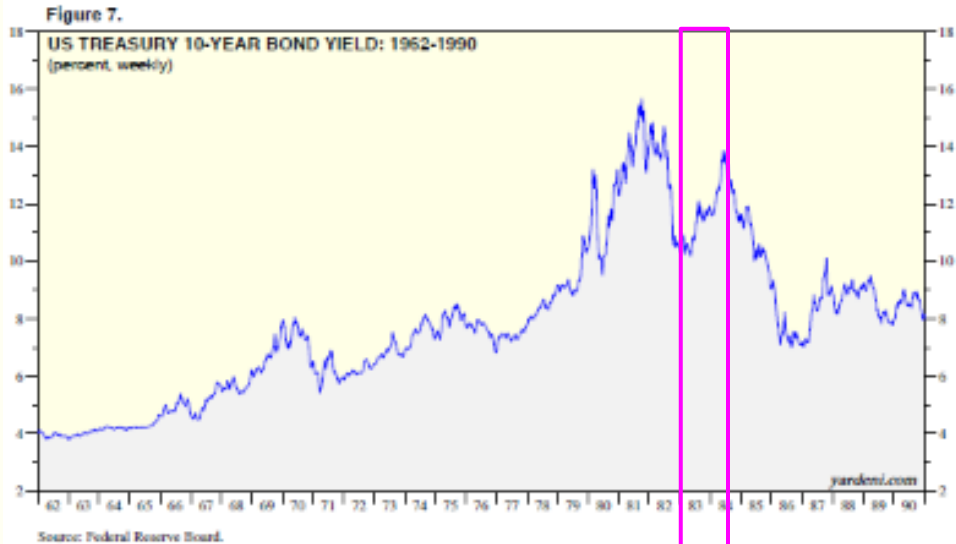
# 1-(1)YardeniによるBond Vigilantes概念①

- Edward Yardeni(1950～)は、イエール大学で経済学博士号取得後、FRBNY、FRB、連邦財務省等での勤務を経て、1980～90年代にEF Hutton、Prudential-Bache Securities、C.J.Lawrence(投資顧問会社)等でエコノミストを務め、2007年にYardeni Research社を設立。
- 1983年7月27日付けPrudential-Bache Securities顧客向け資料に Bond Investors Are the Economy's Vigilantes と題するコメントを掲載。自伝によると、その概要は以下の通り。

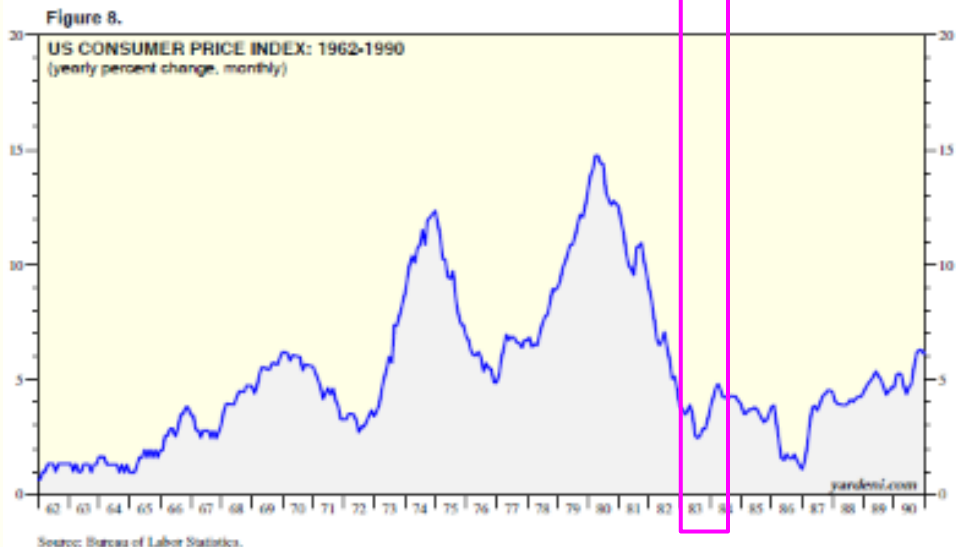
株価の重しとなったのは、CPI上昇率が1983年7月に2.5%で底を打った後、1984年3月までに4.8%へ上昇したことであった。債券投資家は依然としてインフレにきわめて神経質であった。そのため、インフレ率の反発を受けて、米国10年国債利回りは1983年5月4日の10.12%から1984年5月30日の13.99%まで急上昇した。FRBは再びフェデラル・ファンド金利を政策運営の目標とするようになり、同金利を1983年初めの8.50%から、1984年8月9日には同年のピークである11.50%まで引き上げた。(中略)1983年7月27日付の私の週次コメントの(中略)結論で次のように述べた。「財政・金融当局が経済に規律を課そう(regulate)としないのであれば、債券投資家がそれを行うことになる。経済はクレジット市場の自警団(vigilantes)によって動か(run)されることになるだろう。」1980年代から1990年代にかけて、債券利回りの上昇が景気を減速させ、インフレを抑制した局面が何度かみられた。これは、その最初の事例であった。(中略)債券自警団は、その初舞台において成果を収め、インフレ率は1984年初頭にピークを付けた。



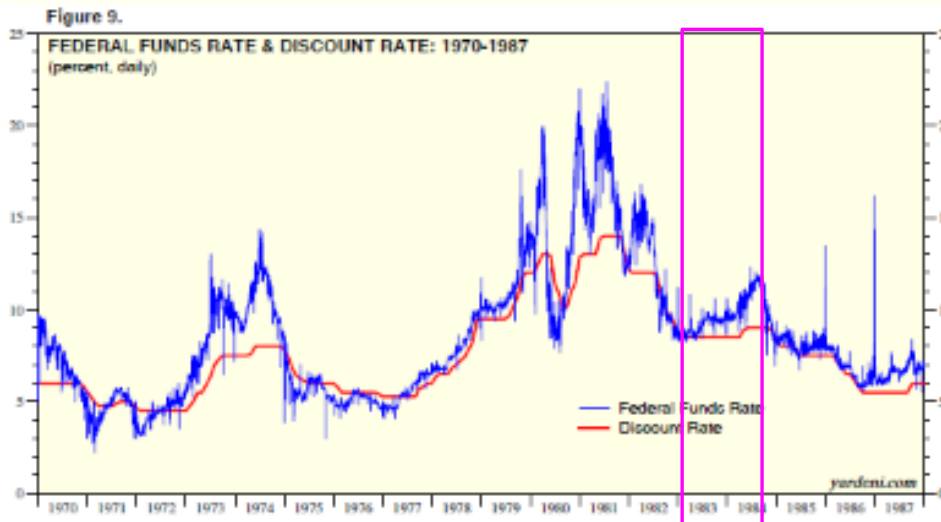
# 1-(1)YardeniによるBond Vigilantes概念②



[出所]Yardeni(2018)



- 1983～84年におけるYardeniの債券自警団概念による監視対象の重点は、**財政健全性**よりも**インフレ**(による**債券収益の目減り**)
- 当時の経済状況として、1970年代のハイパー・インフレーション(およびスタグフレーション)からの脱却が重要課題だったこととの関連性
- 経済理論面では、マネタリズム的インフレ管理可能論に対する、合理的期待形成仮説による「金融引締めが将来のインフレを高める可能性」(＝「マネタリストの不快な算術」)との関連性



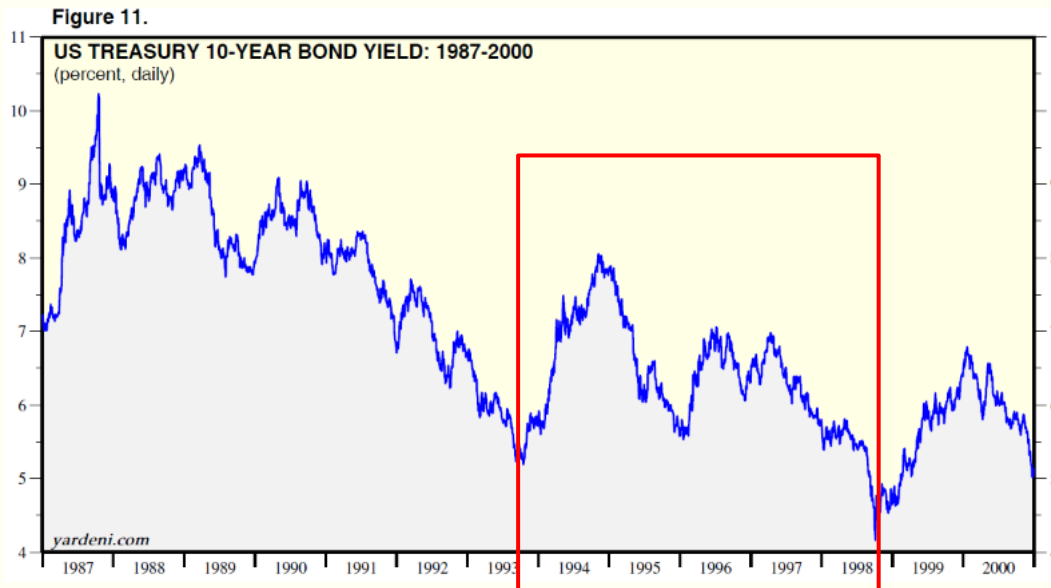
[出所]  
Sargent and  
Wallace(1984)

Sargent(1986)

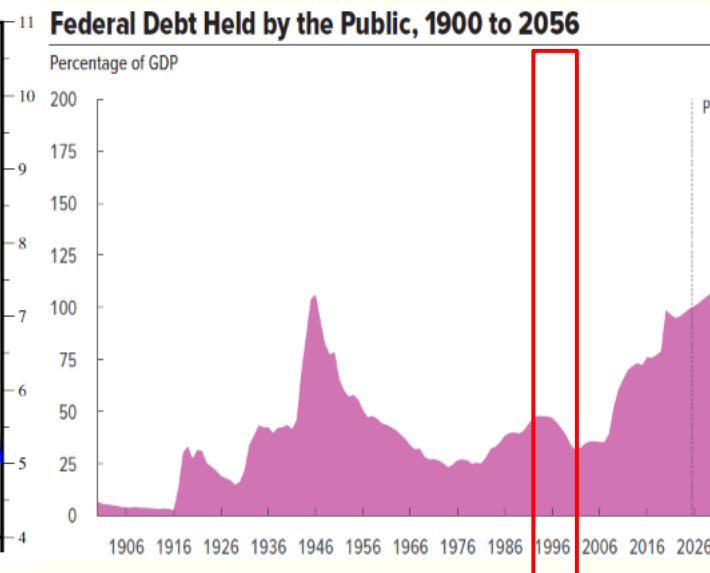


# 1-(1)YardeniによるBond Vigilantes概念③

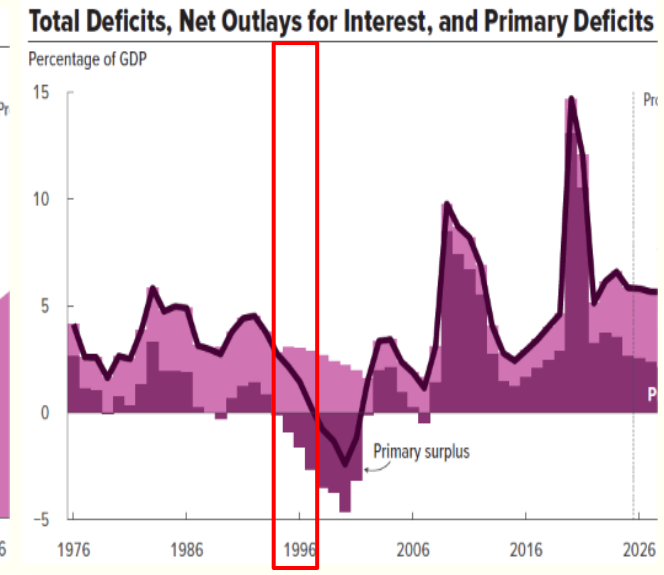
- ヤルデニの回想「債券自警団の最盛期は、1993年から2001年までのクリントン政権期であった。債券自警団をなだめることは、同政権の政策の中心的課題だった。(中略)連邦政府支出に対する懸念を背景として、10年国債利回りは1993年10月15日の5.19%から1994年11月7日の8.05%まで上昇した。1993年1月から1995年1月まで(中略)クリントン政権と連邦議会は連邦財政赤字の削減に取り組んだ。10年国債利回りは1998年10月5日に4.16%まで低下した。1990年代半ば以降、債券自警団の活動は以前ほど活発ではなくなったようにみえた。もはや、それほど警戒を続ける必要がなくなったからである。」(Yardeni(2018)p.337.)



[出所]Yardeni(2018)



[出所]CBO(2026)



# 1-(2) Bond (Market) Vigilantes(=債券自警団)とは

---

政府・中央銀行の政策がインフレ、通貨価値の低下または**政府債務の持続可能性に関するリスク**を高めると判断した国債市場参加者が、国債の売却、購入回避またはより高いリスク・プレミアムの要求を通じて**長期金利を上昇させ**、その市場圧力によって**財政・金融政策**を制約し、場合によっては**政策転換を誘発する**現象を、政府に代わって規律を執行する「私的制裁者(vigilante)」に擬した表現。

なお、vigilanteの英語としての一般的な意味は、Merriam-Webster英英辞書によると以下の通り。

**a member of a volunteer committee organized to suppress and punish crime summarily (as when the processes of law are viewed as inadequate)**  
**broadly : a self-appointed doer of justice**

(法的な手続きが不十分だと考えられるような場合において)犯罪を即座に鎮圧・処罰するために組織された私的な団体のメンバー。広義には、自ら任じた正義の執行者。

---

---

はじめに

1. 債券自警団とは

**2. 債券自警団的行動の事例**

3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連

4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？

5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)相互作用論

おわりに

# 2-(1)2010年代ユーロ圏各国における財政悪化と長期金利上昇

## ①財政悪化の背景

ユーロ導入(1999年)の参加条件は財政赤字GDP比3%以下。この規律は導入後も安定・成長協定に継承されたが、違反是正は徹底されなかった。2008年金融危機後、税収減と金融機関救済策で赤字が拡大。ギリシャ政府の財政収支統計の粉飾発覚、アイルランド・スペインの不動産バブル崩壊などが発生。

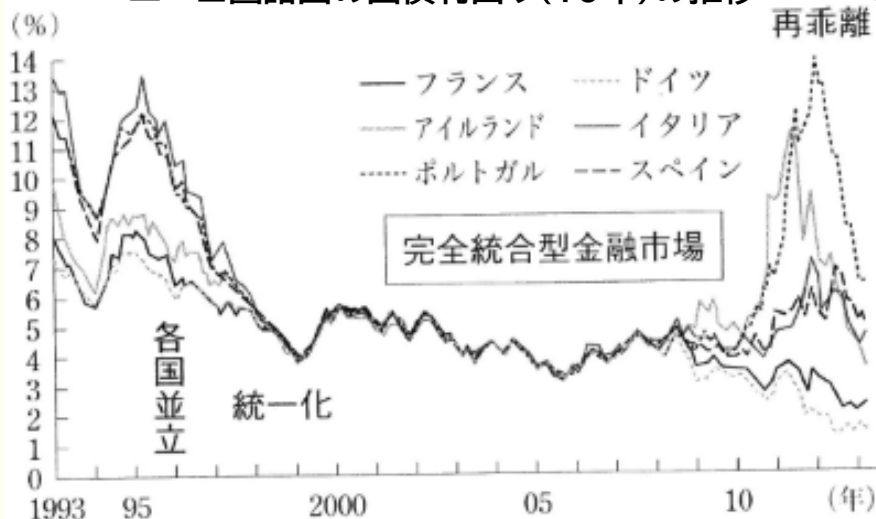
## ②国債金利の上昇

ギリシャ政府の財政収支統計の粉飾発覚(2009年末)を機に売却が連鎖し、対独スプレッド上昇が周縁国からイタリアへ波及。2012年以降は沈静化した、ギリシャ(2015年)、イタリア(2018年)で再燃。

## ③対応策

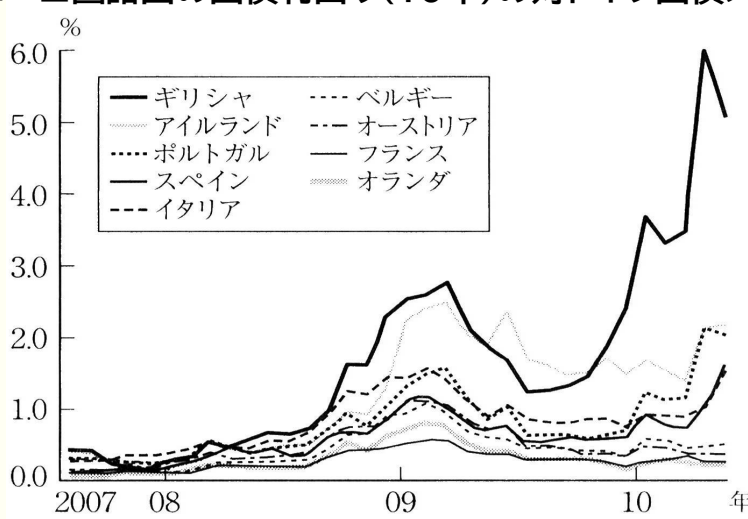
各国は緊縮・構造改革・銀行再編。IMFは支援融資を行い、EUはEFSF・ESM、財政規律、銀行同盟を整備。ECBはSMP、LTRO、OMT、マイナス金利、資産購入を導入。ギリシャ支援終了(2018年)まで対応が続いた。

ユーロ圏諸国の国債利回り(10年)の推移



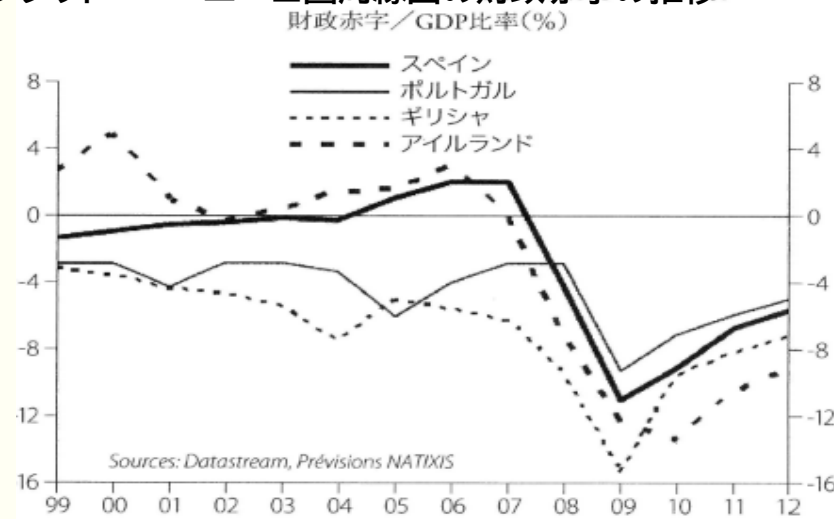
(出所)田中素香(2016)『ユーロ危機とギリシャ反乱』  
岩波新書、121頁。

ユーロ圏諸国の国債利回り(10年)の対ドイツ国債スプレッド



(出所)田中素香(2010)『ユーロ 危機の中の統一通貨』  
岩波新書、160頁。

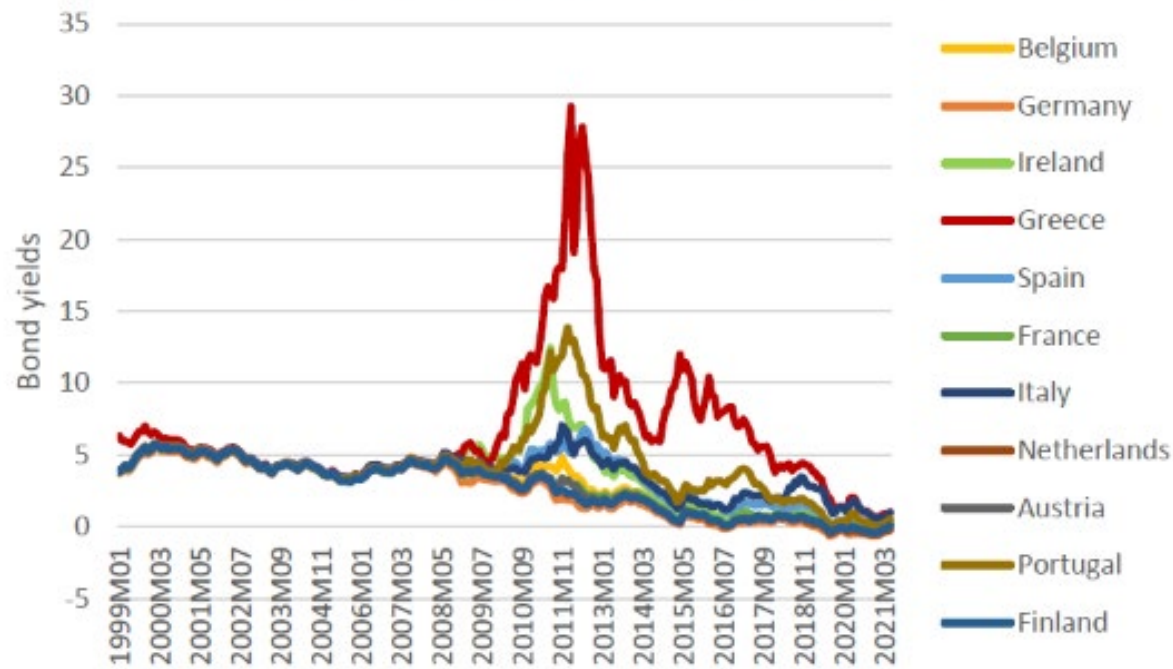
ユーロ圏周縁国の財政赤字の推移



(出所)ボワイエ(2013)『ユーロ危機』藤原書店、98頁、12

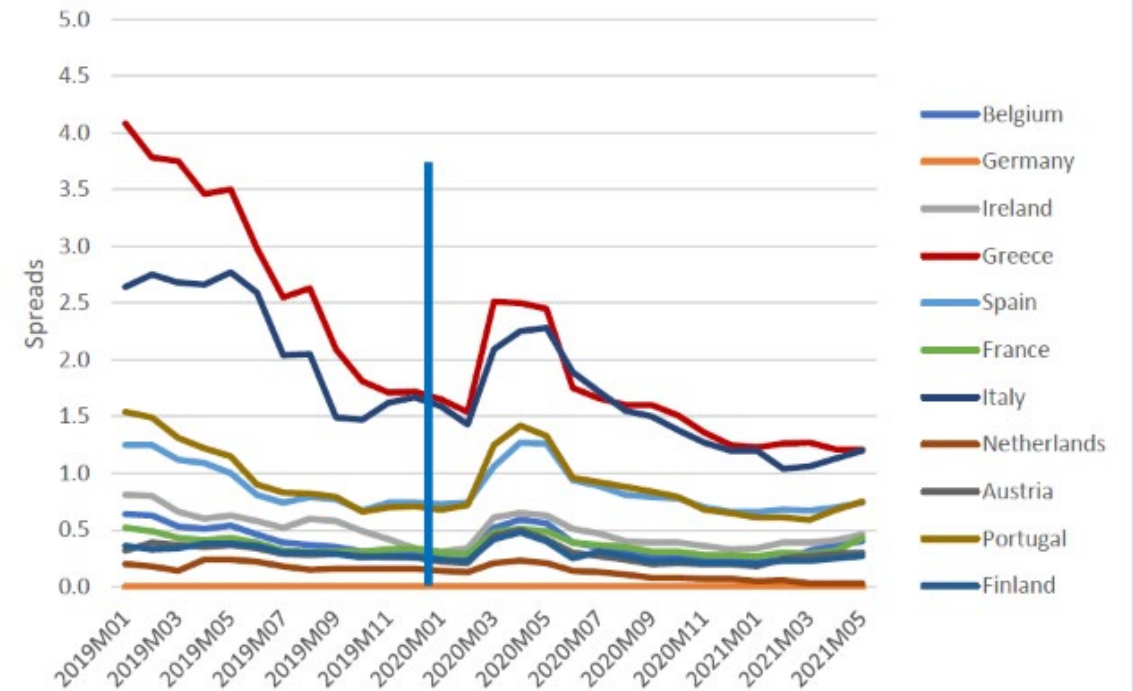
# ユーロ圏各国における長期金利の推移

Figure 1: Government bond yields (10-year)



Source: Eurostat

Figure 3: Government bond spreads (2019-21)



(出所) De Grauwe and Ji (2022)



# 2-(2)英国トラス政権による大型減税策と長期金利の動向 (2022年9~10月)

## ① トラス政権の成立経緯と財政政策:

ジョンソン首相辞任後の保守党党首選で、減税・規制緩和を掲げたリズ・トラスが勝利し、2022年9月6日に首相就任。23日発表の「成長計画」は**所得税・法人税減税**とエネルギー支援を打ち出したが、OBR見通しや**財源策を伴わず**、2026-27年度に約448億ポンドの歳入減を見込んだ**「ミニ・バジェット」**。

## ② 債券市場の動向:

9月23日発表後、10年国債金利は22日の3.55%から27日4.43%へ、30年国債金利は同3.72%から同4.85%へ上昇。**財政悪化懸念に基づく国債売却**に加え、**LDI (Liability Driven Investment: 主に企業年金において、スワップやレポ取引を利用し、負債のキャッシュフローやデュレーションに合致する運用ポートフォリオを構築する戦略) ファンドの証拠金対応に伴う保有国債の強制売却**が金利上昇に拍車。

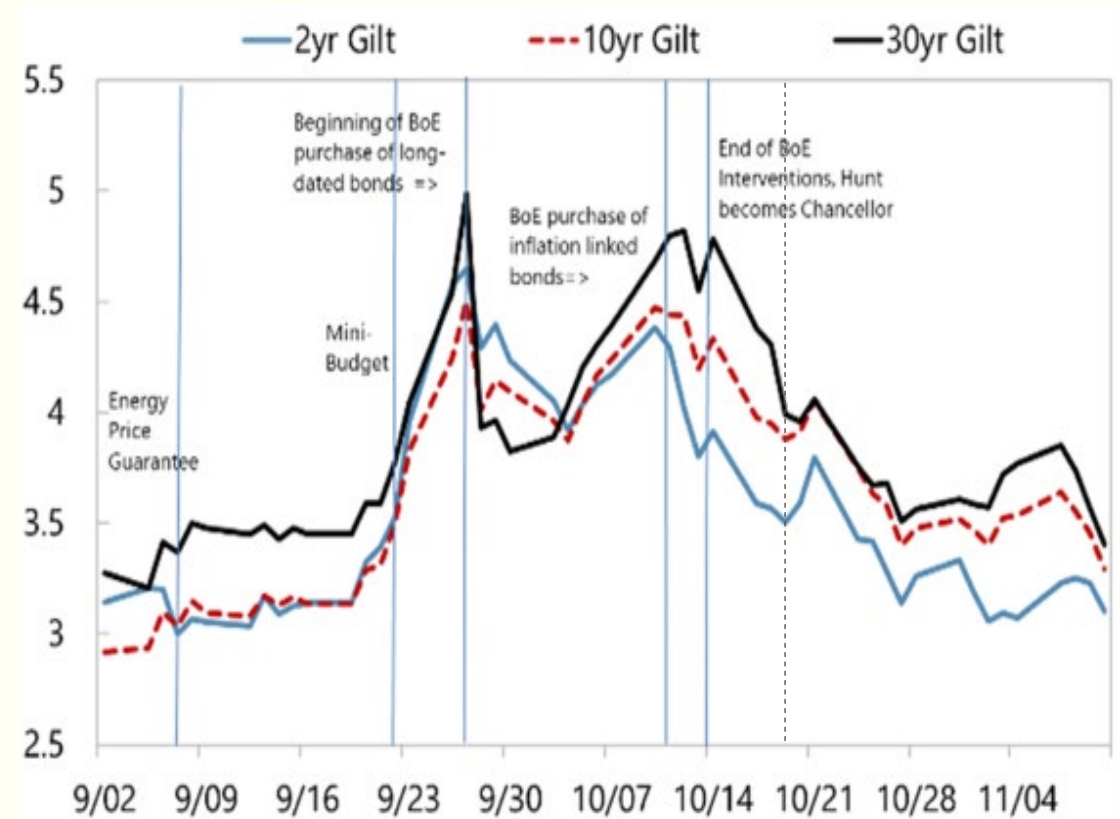
## ③ トラス政権の対応:

政府は10月3日に**所得税45%税率の廃止を撤回**。14日にはクワテング財務相を更迭して**法人税率引上げを復活**させ、17日にはハント新財務相が未実施減税の大半、約320億ポンド分を撤回。20日にトラスが辞意を表明。なおBOEは9月28日から10月14日まで長期国債の緊急購入を実施。

## ④ 対応後の債券市場の動向:

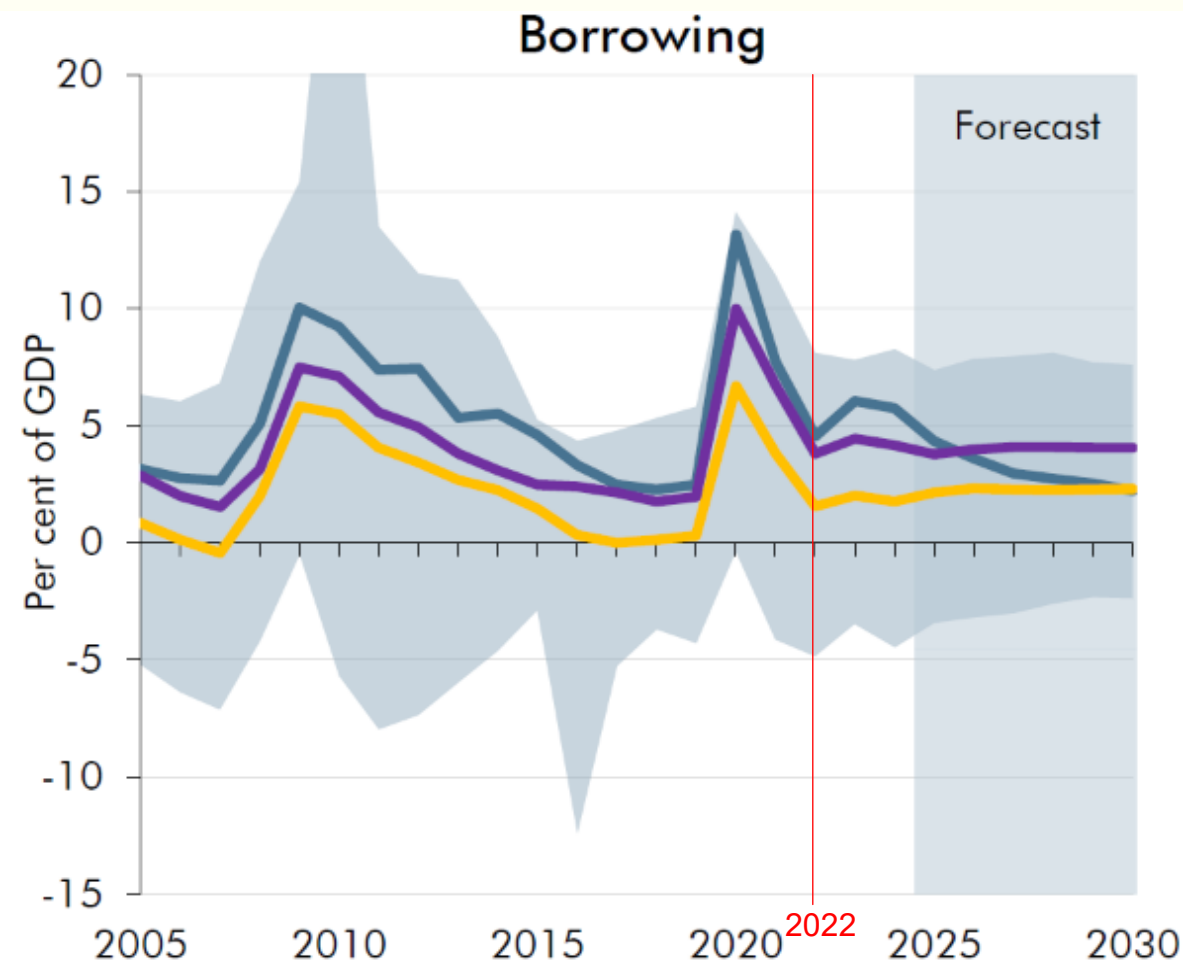
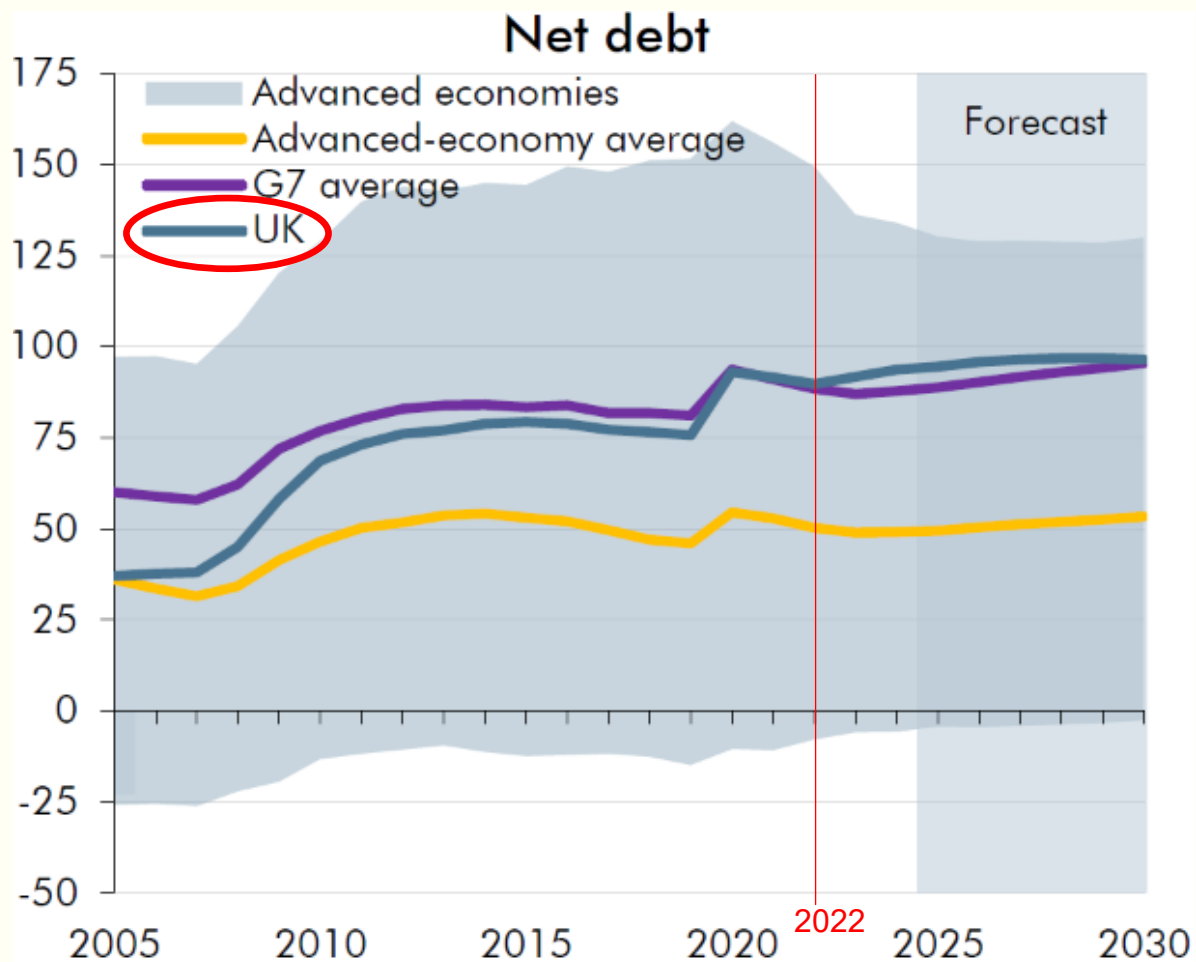
BOE介入で30年金利は9月28日に100bp超低下したが、財政不安とLDI売却により10月12日には4.81%へ再上昇。10月17日の減税全面撤回後は4.34%へ、20日のトラス首相の辞意表明により3.77%へ低下。

## 「トラス・ショック」時の国債利回りの変動



(出所) Chen et.al. (2023) p.11.

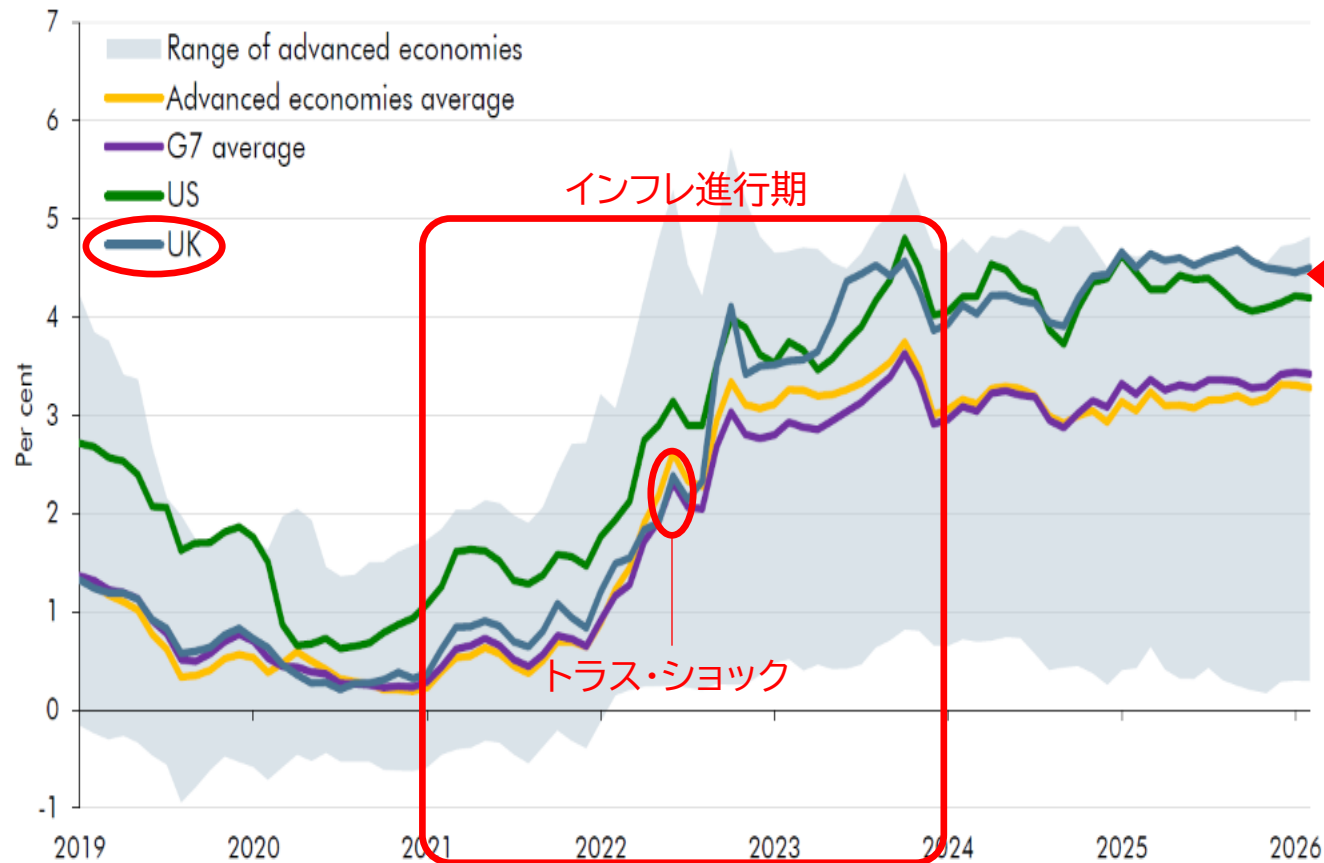
# 英国政府の純債務残高および政府借入額の対GDP比





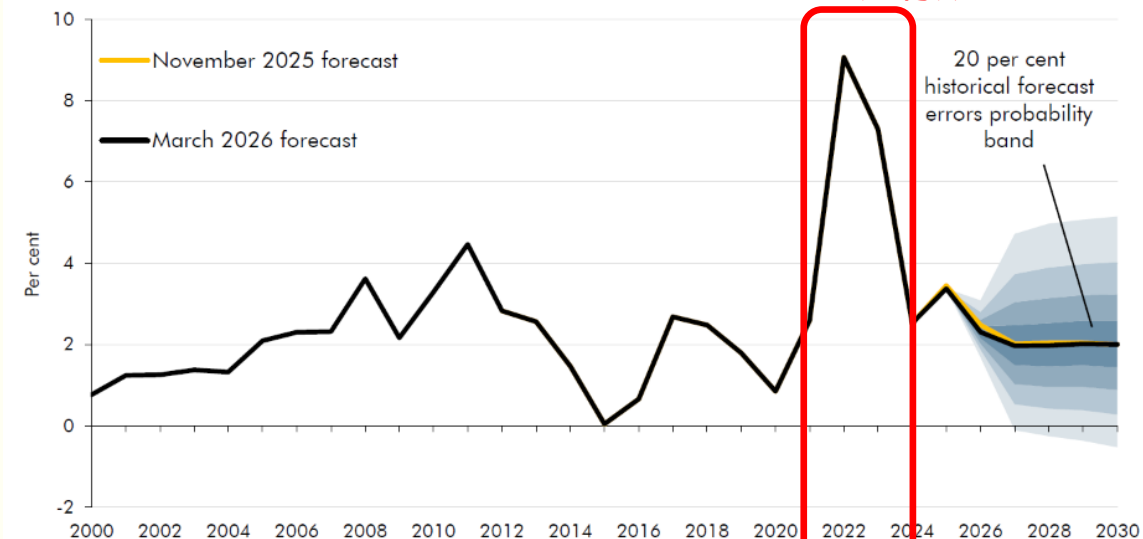
# 英国の長期金利・政策金利・CPI上昇率の推移

Chart 6.3: International comparison of 10-year bond yields

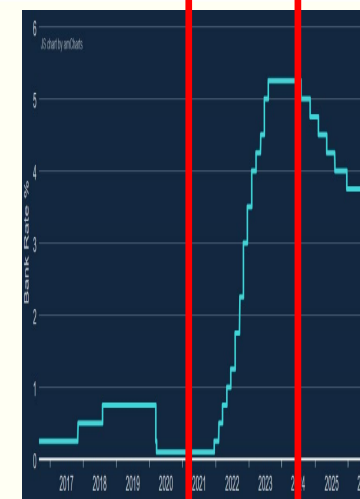


(出所) UK OBR(2026) p.93.

Chart 2.9: CPI inflation



(出所) UK OBR(2026) p. 28.



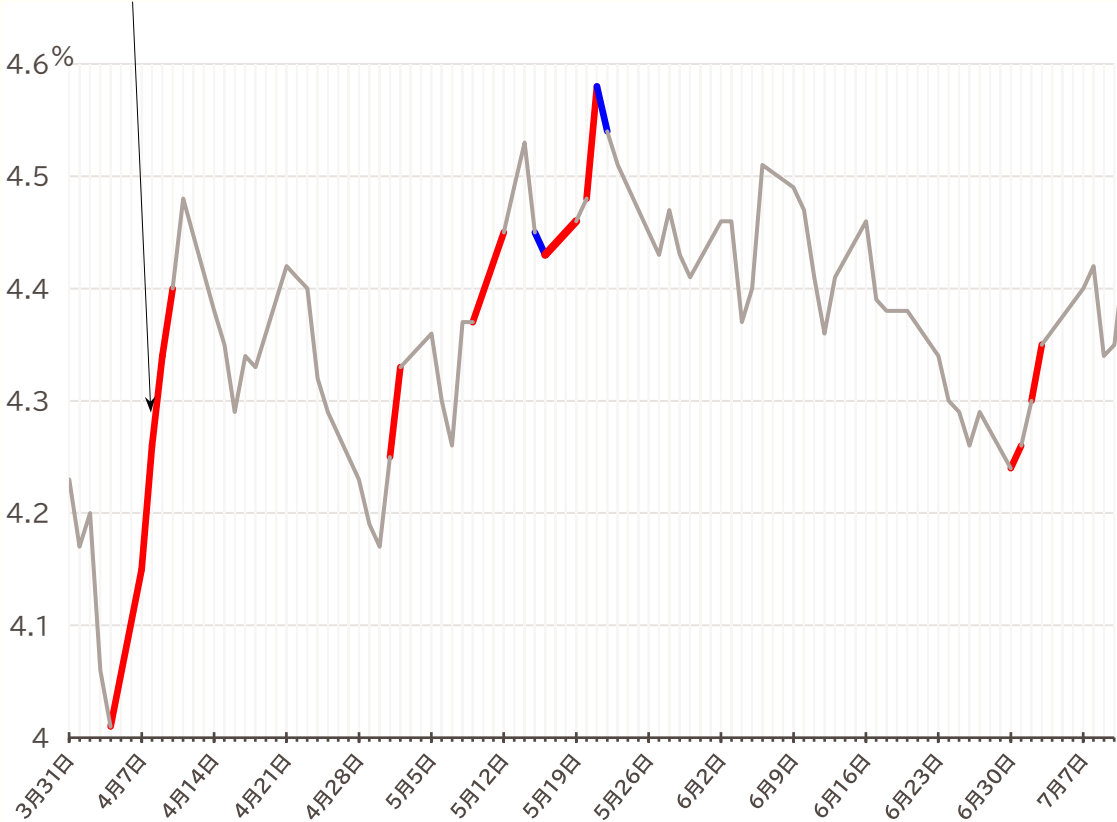
(出所) Bank of England Database,  
*Official Bank Rate History.*

# 2-(3)第二次トランプ政権による財政・関税政策と長期金利の動向

## ①2025年4～7月

| 月日    | 政府・議会の動き                                                                                                    | 10年物国債利回りの変動     |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 4月2日  | トランプ政権、「相互関税」の導入を発表。原則として全世界からの全輸入品の関税率に10%を追加し、相互関税対象国には国別税率を適用。                                           | 4.20%へ前日比3bp上昇   |
| 4月8日  | 中国(4月4日に報復措置を発表)に対する相互関税率の引き上げ(34%から84%へ)を発表。                                                               | 4.26%へ前日比11bp上昇  |
| 4月9日  | 相互関税率の国別上乗せが発効。同日中に中国以外について90日間停止すると発表。                                                                     | 4.34%へ前日比8bp上昇   |
| 4月10日 | 国別上乗せ関税の停止が発効。一律10%は維持し、中国向けは実効14.5%と説明。                                                                    | 4.40%へ前日比6bp上昇   |
| 5月2日  | トランプ政権、2025会計年度にかかる裁量的予算要求を議会に提出。第1次政権期の減税措置の復活(法人税率軽減の恒久化、個人所得税率等軽減の時限的实施等)、国防予算の前年度比13%増額、非国防予算の同23%削減など。 | 4.33%へ、前日比8bp上昇  |
| 5月12日 | 下院歳入委員会が財政調整法案を公表                                                                                           | 4.45%へ、前日比8bp上昇。 |
| 5月16日 | 下院予算委員会が財政調整法案を否決。同日取引終了後、Moody'sが米国債を格下げ                                                                   | 4.43%へ前日比2bp低下   |
| 5月18日 | 下院予算委員会が法案を再審議し、17対16で可決                                                                                    | 日曜日のため取引なし       |
| 5月19日 | 格下げ後最初の取引日。下院では法案成立に向けた調整が継続                                                                                | 4.46%へ前週末比3bp上昇  |
| 5月22日 | 下院本会議で財政調整法案を215対214で可決し、上院へ送付                                                                              | 4.54%へ前日比4bp低下   |
| 7月1日  | 上院本会議で財政調整法案修正案を副大統領の決裁票により51対50で法案を可決                                                                      | 4.26%へ、前日比2bp上昇  |
| 7月3日  | 下院本会議で上院修正版を218対214で可決し、法案が議会を通過                                                                            | 4.35%へ、前日比5bp上昇  |

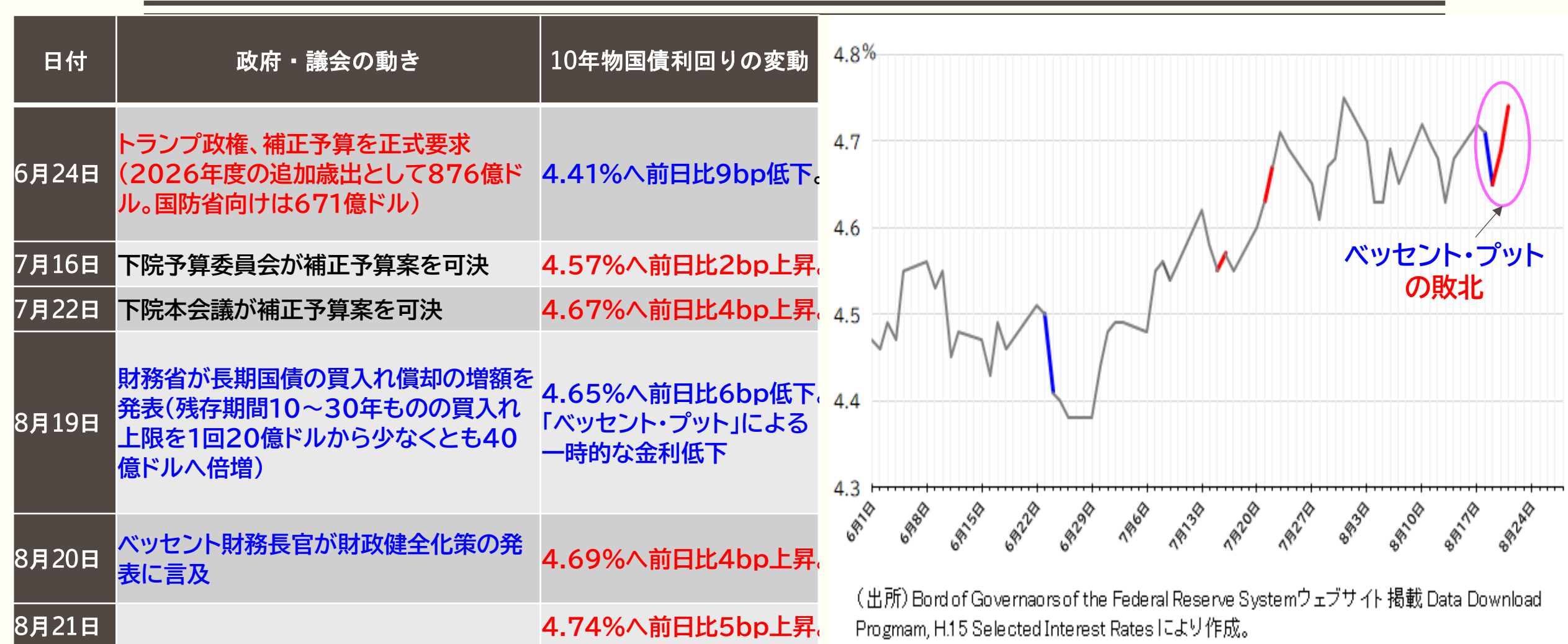
=相互関税ショック



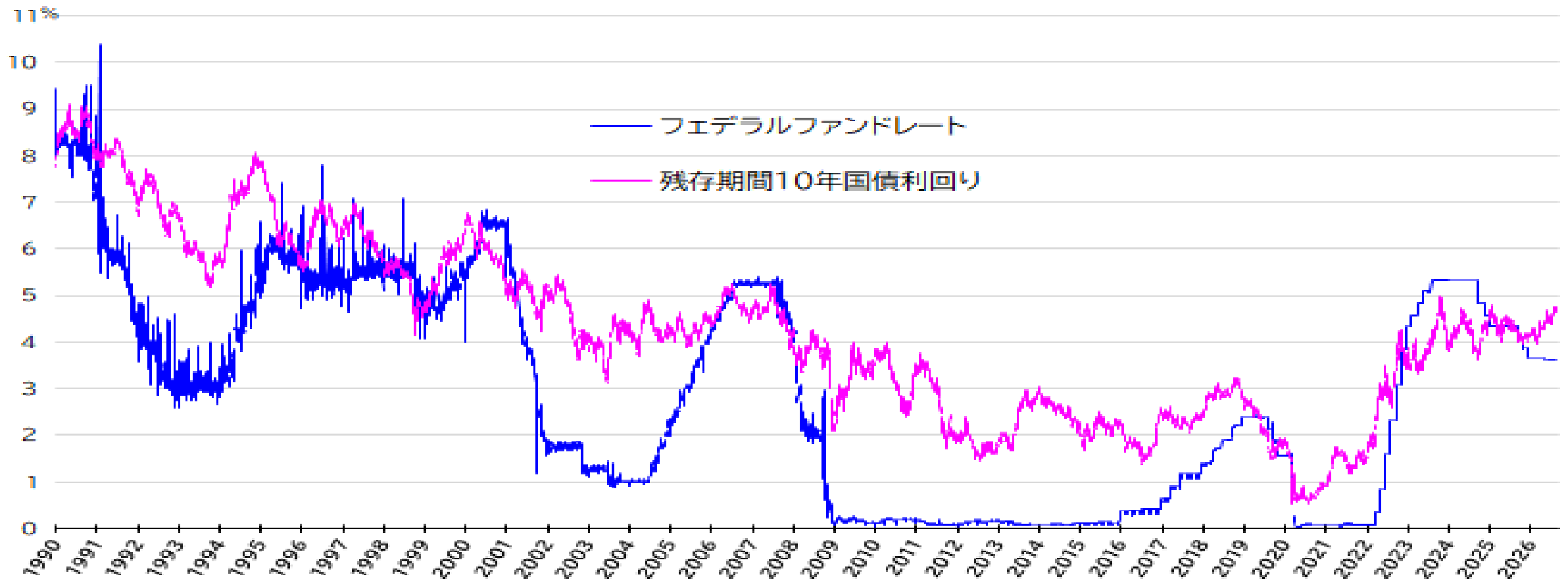
(出所)Bord of Governaoers of the Federal Reserve Systemウェブサイト掲載 Data Download Progam, H.15 Selected Interest Rates により作成。

## 2-(3)第二次トランプ政権による財政政策と長期金利の動向

### ②2026年6～8月



# 米国の長期金利と政策金利の推移

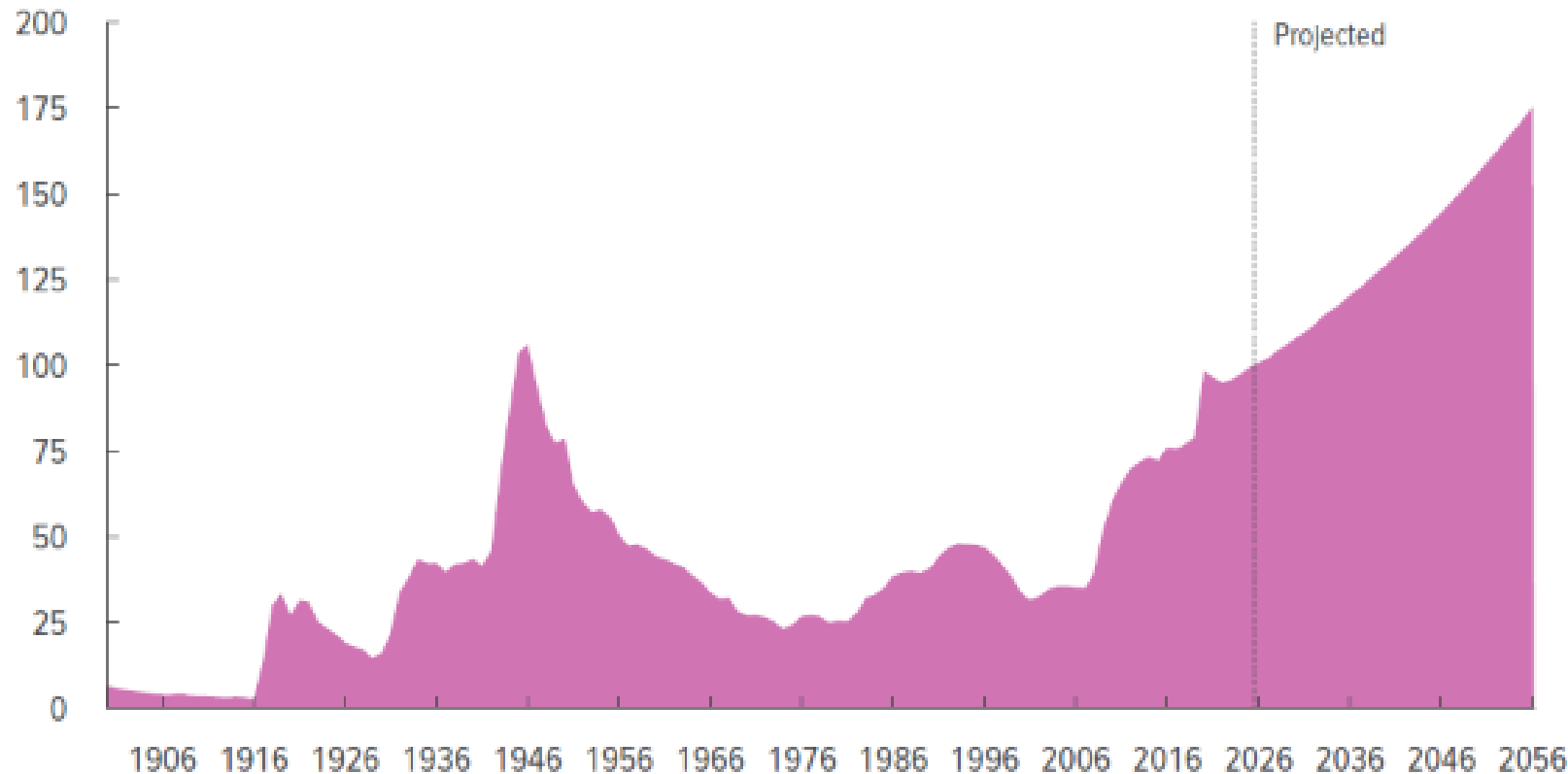


(出所) Board of Governors of the Federal Reserve Systemウェブサイト掲載 Data Download Program, H.15 Selected Interest Rates により作成。

# 米国の連邦政府債務残高対GDP比

## Federal Debt Held by the Public, 1900 to 2056

Percentage of GDP



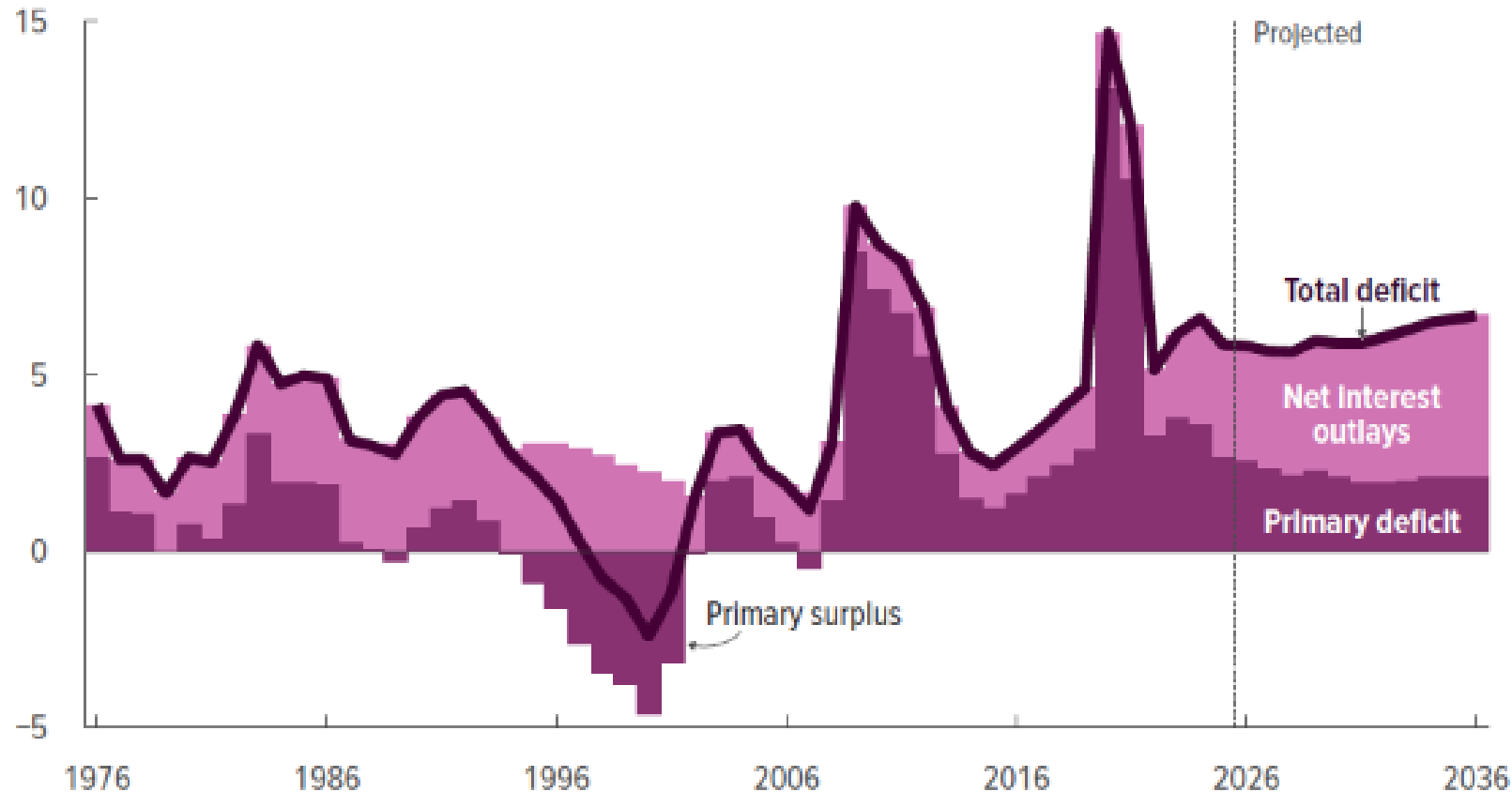
Debt held by the public rises in each year of CBO's projections, from 101 percent of GDP this year to 120 percent of GDP in 2036—higher than at any point in the nation's history. Over the next two decades, growing deficits push federal debt to 175 percent of GDP.

Data sources: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget. See [www.cbo.gov/publication/61882#data](http://www.cbo.gov/publication/61882#data).

# 米国連邦政府の基礎的財政収支・純利払い費の対GDP比

## Total Deficits, Net Outlays for Interest, and Primary Deficits

Percentage of GDP



In CBO's projections, the total deficit increases from 5.8 percent of GDP in 2026 to 6.7 percent of GDP in 2036. Net interest payments grow each year in relation to the size of the economy. By contrast, the primary deficit (which excludes those payments) is smaller in 2036 than it is projected to be this year.

Data sources: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget. See [www.cbo.gov/publication/61882#data](https://www.cbo.gov/publication/61882#data).

(出所)CBO(2026)p.10.

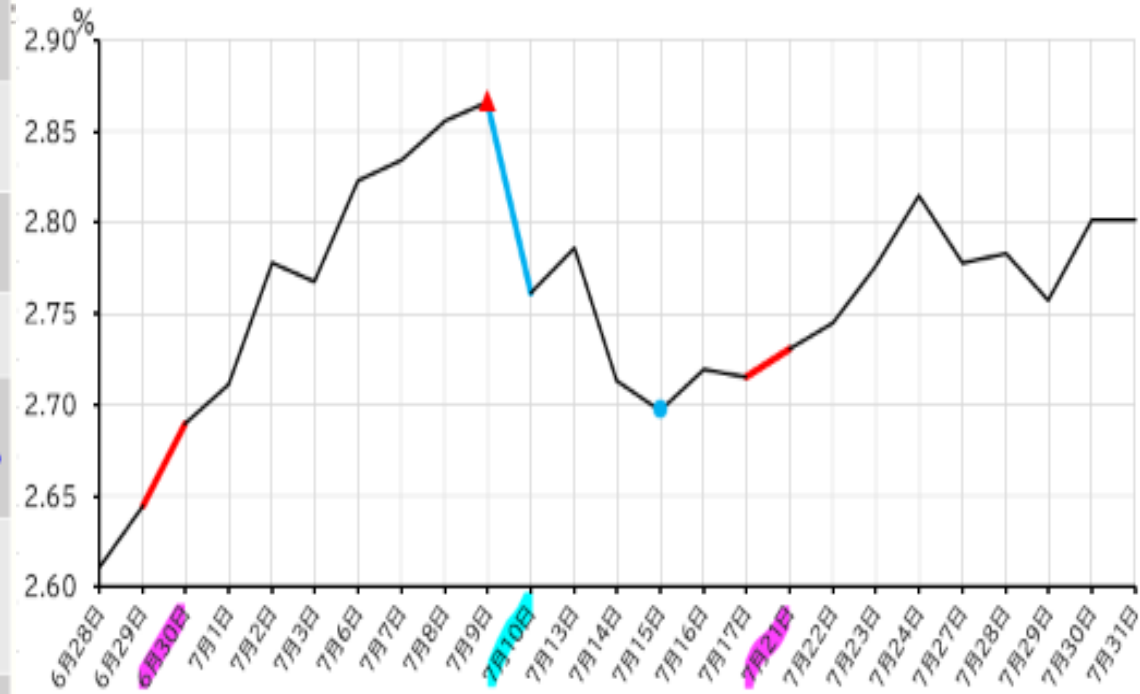


## 2-(4)2026年7月「骨太ショック」

高市政権による「経済財政運営と改革の基本方針2026」の内容・表現を受けた国債利回りの変動

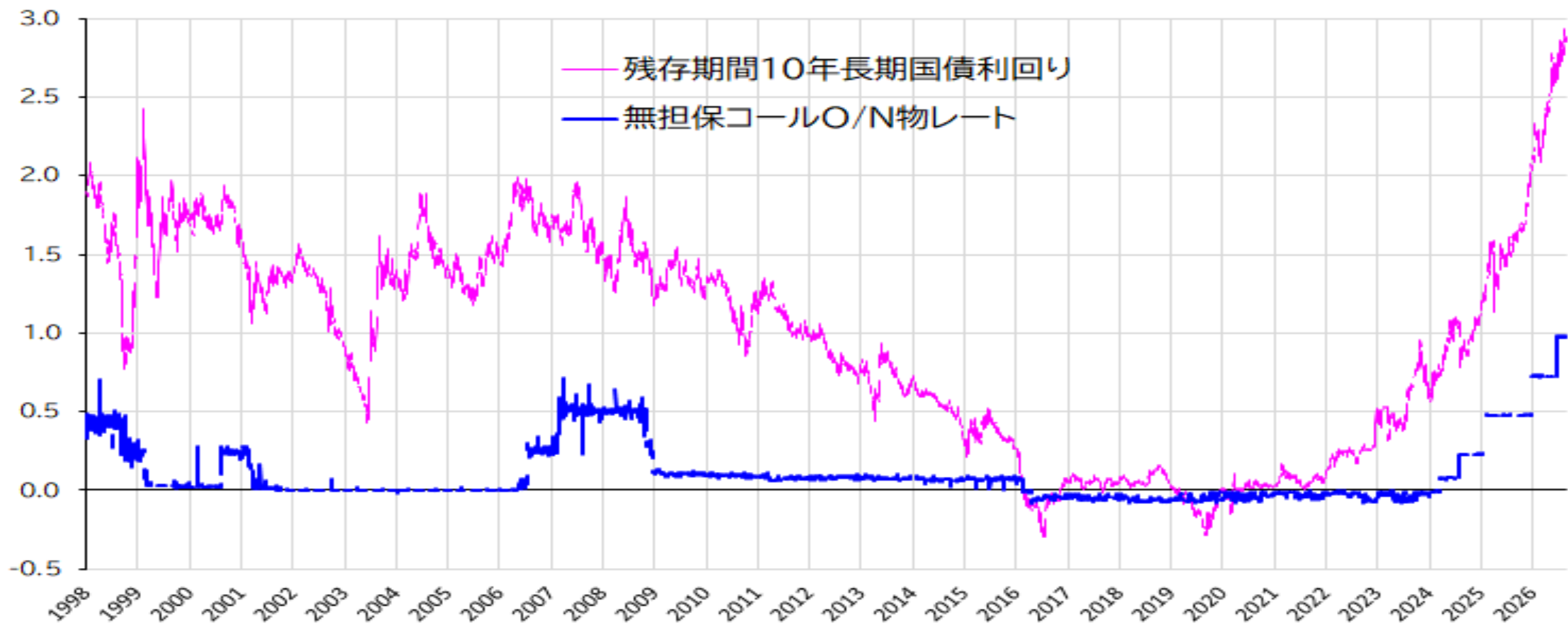
| 日付       | 政府発表等および関連事象                                                                                     | 長期国債利回りの動き                                               |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 6月30日(火) | 政府原案公表。①「責任ある積極財政」、②債務残高対GDP比の低下を中核目標としPBを複数年管理に変更、③「財政健全化」の語を用いない、④「強い経済」のための適切な金融政策を日銀に期待する、等。 | 2.690%へ前日比4.6bp上昇。<br>前週末比では+7.9bp。                      |
| 7月7日(火)  | 城内経済財政担当相、原案は「強い経済」と財政の持続可能性を同時に実現するものと説明。                                                       | 2.834%へ前日比1.1bp上昇。                                       |
| 7月8日(水)  | 日銀の独立性への懸念に配慮してさらに文言を修正する可能性があるとの報道。                                                             | 2.856%へ前日比2.2bp上昇。                                       |
| 7月9日(木)  | 中東情勢悪化、原油価格上昇、米国金利上昇。                                                                            | 2.866%へ前日比1.0bp上昇<br>(7月中ピーク)。                           |
| 7月10日(金) | 片山財務相、①金融政策の具体的手法は日銀に委ねられる、②GPIF等による国内金融資産への投資を後押し、③個人向け国債の新商品を早急に具体化、と発言。                       | 2.761%へ前日比10.5bp低下。                                      |
| 7月17日(金) | 高市首相、「財政健全化」の語を削除した理由について、国際機関等が用いる「財政の持続可能性」に用語を統一したためと説明。                                      | 2.715%へ前日比0.4bp低下。                                       |
| 7月21日(火) | 「骨太方針2026」を閣議決定。金融政策部分に「安定的な物価上昇」を加え、金融政策について「具体的手法は日本銀行に委ねられる」ことを明記。「財政健全化」の語は復活せず。             | 2.731%へ前日比1.6bp上昇。                                       |
| 7月31日(火) |                                                                                                  | 2.801%へ前週末比1.3 bp上昇。<br>前月末比では+11.1bp、7月9日のピーク比では-6.5bp。 |

残存期間10年長期国債流通利回りの推移(2026年7月中)



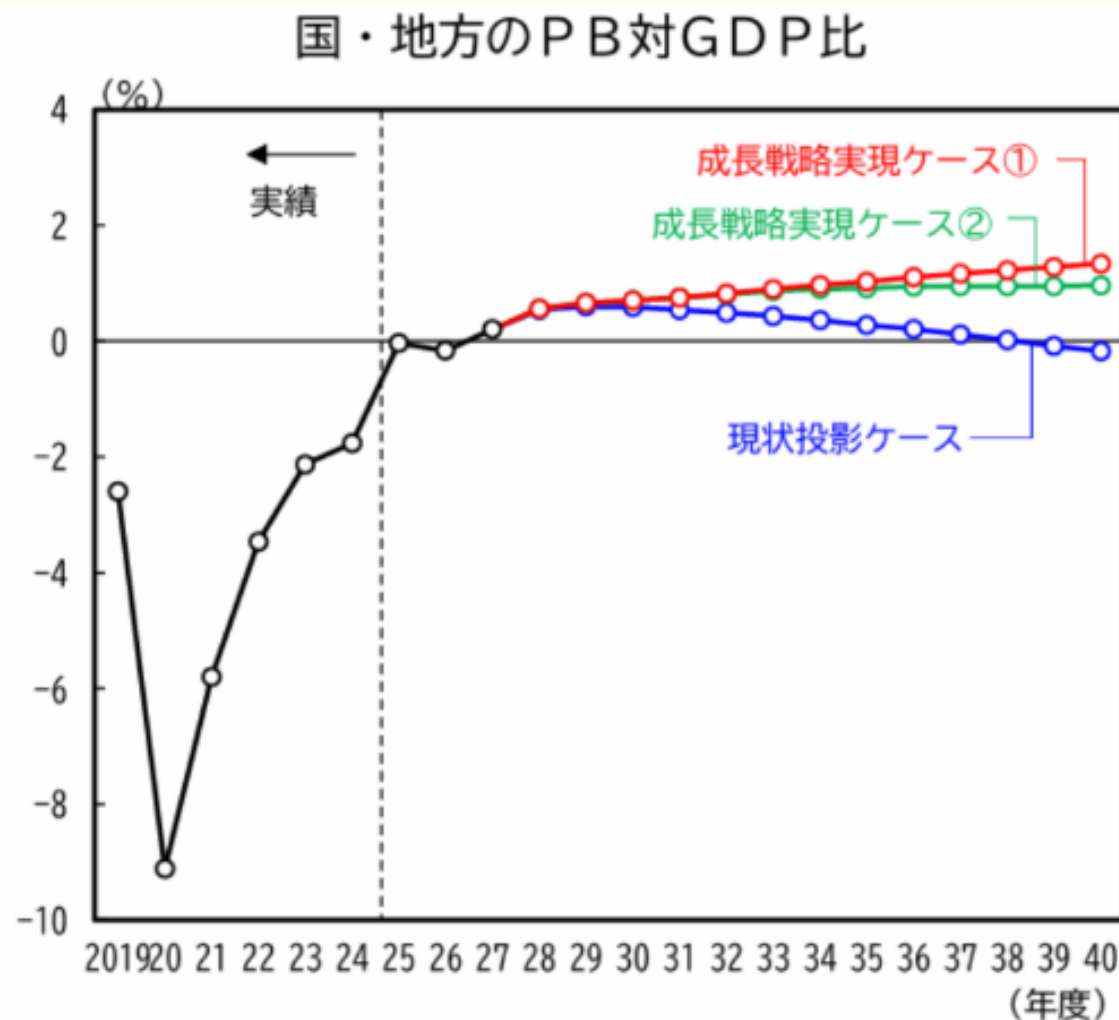
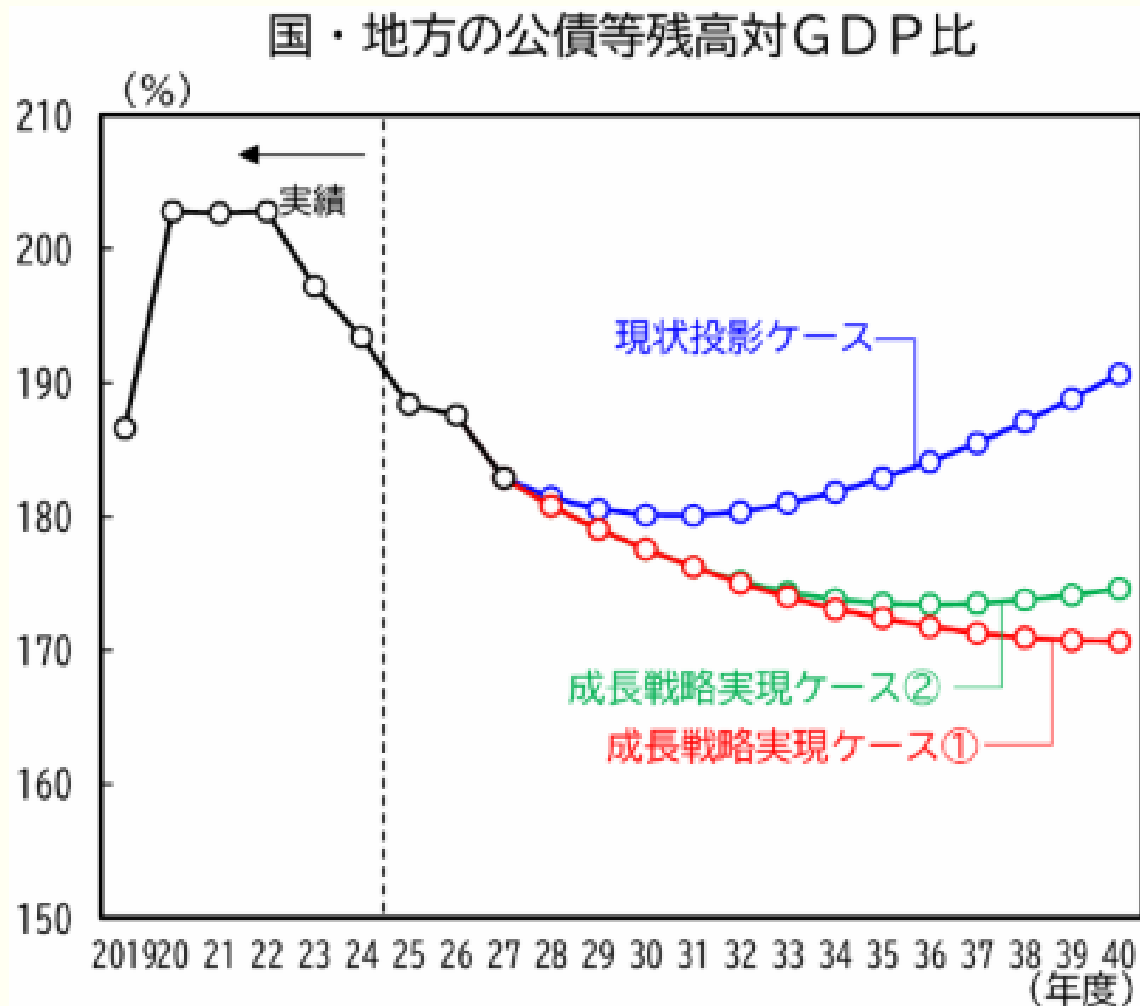
(出所)財務省HP掲載「国債金利情報」により作成。

# 日本の長期金利と政策金利の推移



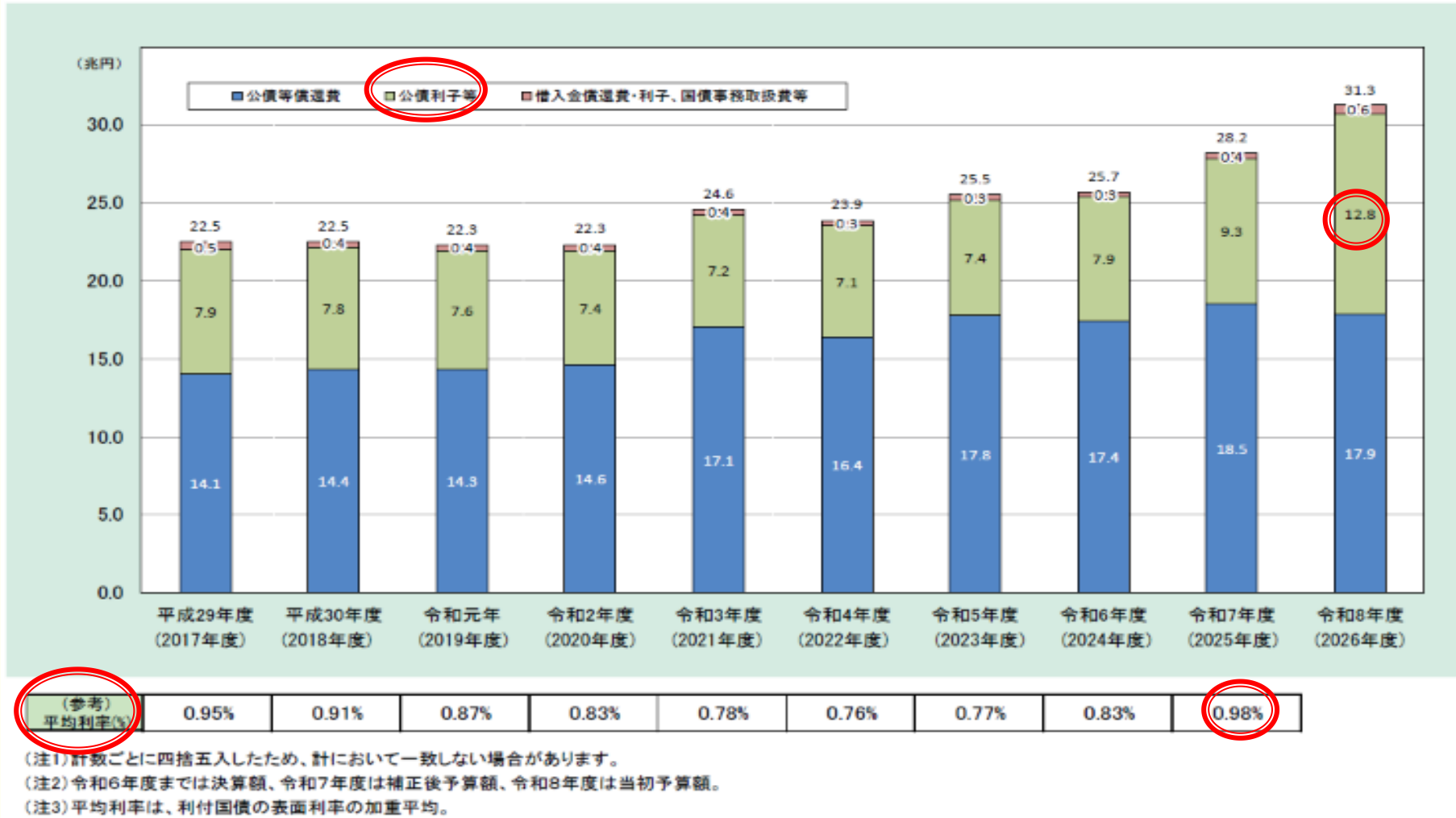
(出所)長期金利は財務省HP掲載「国債金利情報」、政策金利は日本銀行HP掲載「時系列統計データ検索サイト」により作成。

# 日本の公債等残高および基礎的財政収支の対GDP比



# 日本政府による国債利払い費

## (17) 一般会計国債費の推移



---

---

はじめに

1. 債券自警団とは

2. 債券自警団的行動の事例

**3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連**

4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？

5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)相互作用論

おわりに

## 3-(1)債券自警団的市場主体の行動の動機と結果

---

- 「債券自警団的市場主体」とは、政府財政の持続可能性低下や、それに伴うインフレ・信用リスクの増大を見込み、国債の売却、購入・入札の抑制、先物等での売り、より高いリスクプレミアムの要求を行う投資家をいう。
- 主観的な目的・ニーズは、通常、政府への懲罰や政策変更ではなく、自らによる債券売買における利益の確保と損失の回避・最小化にある。  
➡①
- しかし、これらの個別行動が集積して国債価格の下落・利回り上昇を招くと、政府の資金調達費を高め、財政規律の弛緩に警鐘を鳴らし、政策修正を促し市場規律を回復する客観的效果を持ちうる。➡②
- 投資家間の協調や実際の政策転換は必須ではなく、過剰反応による市場不安定化の可能性も含む。



## 3-(2)債券自警団的主体の投資行動の類型とその効果

①自己利益確保の効果:取引を行った投資家自身または受益者に生じる、利益獲得、損失回避、リスク削減、資産保全などの効果

②政府への警告の効果:個々の取引が集積することで、国債価格、利回り、入札条件、CDSプレミアム等を通じて政府に伝えられる財政懸念のシグナル

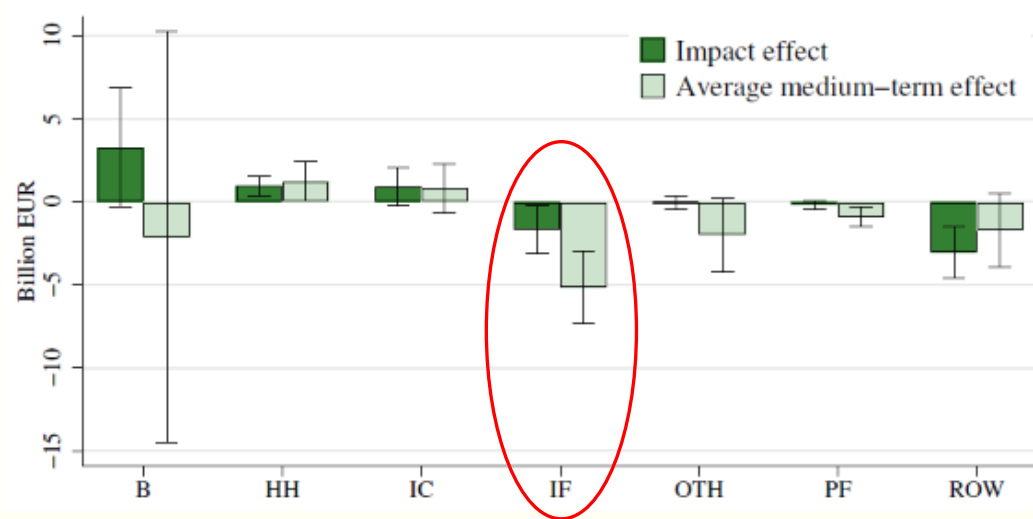
| 投資行動          | ① 自己利益確保の効果                    | ② 政府への警告の効果                         |
|---------------|--------------------------------|-------------------------------------|
| 保有国債の売却       | 価格下落による損失を回避し、運用資産を保全する        | 売却の集積が国債価格を下げ、利回り上昇を通じて財政懸念を政府に伝える  |
| 流通市場での購入縮小・停止 | 財政リスクの高い国債への追加的な資金投入を避ける       | 国債需要を減少させ、政府の資金調達条件を厳しくする           |
| 新規発行国債への応募縮小  | 財政・インフレ・信用リスクに見合う利回りを確保する      | 入札不調や発行利回り上昇を通じて、財政政策の修正を促す         |
| 国債先物の売り       | 価格下落から利益を得るか、保有国債の損失を相殺する      | 先物価格を通じて市場の金利上昇予想を示し、現物国債にも下落圧力を及ぼす |
| 現物国債の空売り      | 国債価格の下落から売買差益を得る               | 売り圧力が国債価格下落・利回り上昇を強め、政府への警告となる      |
| ソブリンCDS購入     | 信用リスク上昇によるCDS価値の増加から利益を得る      | CDSプレミアム上昇により、政府の信用力低下に対する市場の懸念を示す  |
| 満期構成の短期化      | 金利上昇による価格下落リスクを抑え、資金の回収可能性を高める | 長期国債需要の減少と長期金利上昇を通じ、将来の財政運営への懸念を示す  |
| 他国債等への逃避      | 保有資産の信用力・流動性・安全性を高める           | 国債間の利回り格差を拡大させ、財政懸念国に対する市場評価の悪化を示す  |



### 3-(3)債券自警団的市場主体を特定する実証研究例

Longaric et al.(2025)は、ユーロ圏における投資家別各国国債保有額について、2013年第4四半期～2023年第4四半期における変動(純増または純減)を分析し、**周縁国(=キプロス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、マルタ、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペイン)政府の財政リスク上昇=各国国債のCDSプレミアム拡大時に当該国債を実質的に売却した主体は投資ファンド**であり、銀行・家計・生損保はその売却分を吸収したことを示した。その上で、「**投資ファンドは財政政策に対して強い規律付けの力(disciplining force)を及ぼし得る**」と述べ、**債券自警団の存在を肯定する結論**を得ている。

Effects of euro disaster risk shocks on periphery sovereign debt holdings across euro area holder-sectors



**Impact effect**: ショック発生四半期における保有額増減

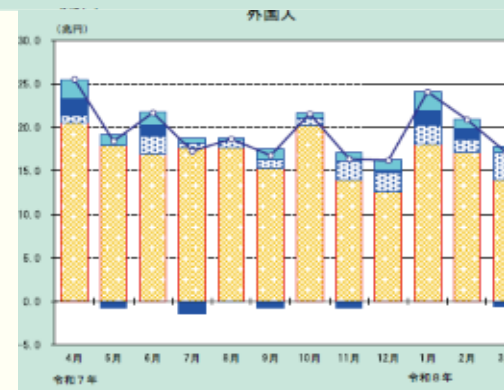
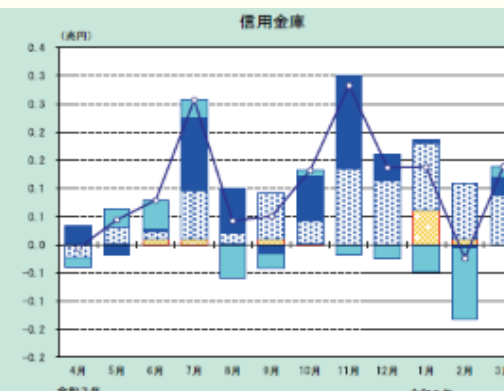
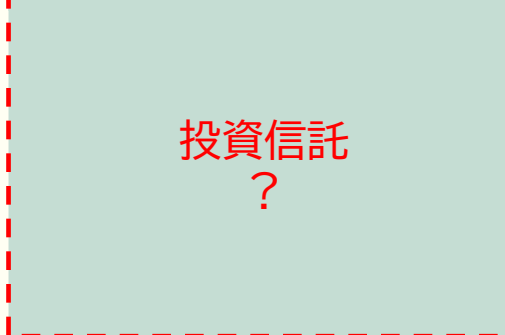
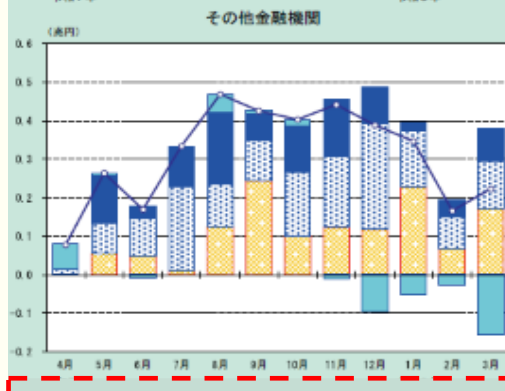
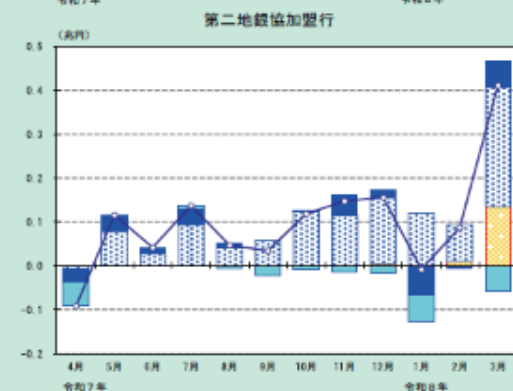
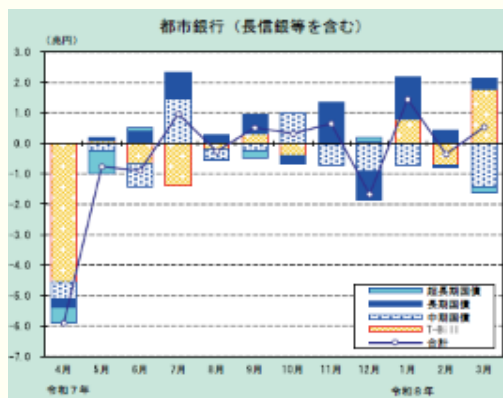
**Average medium-term effect**: ショック発生四半期から3四半期後までの保有額増減の平均値

B : Banks  
HH : HouseHolds  
IC : Insurance Corporations  
**IF : Investment Funds**  
OTH : the OTHER-sectors-composite  
PF : Pension Funds  
ROW : Rest-Of-the World residuals

(出所) Longaric et al.(2025)p.38.

# 3-(4)日本国債(JGB)流通市場における債券自警団的主体は？

国債投資家別売買動向(日本証券業協会「公社債店頭売買高」統計の「一般売買高/国債」の「投資家別区分」に基づく)



## 3-(5)債券自警団的行動と長期金利変動との関係

- 債券自警団的行動と長期金利(長期国債利回り)との関係を理解するためには、当該行動が長期金利をどの程度変動させるのか、他の変動要因と区別して計測・実証する必要がある。

- 長期金利(長期国債利回り)は次のように決定されと考えられる。

$$\begin{aligned} \text{長期国債利回り} = & \text{① 将来の短期金利（主として政策金利）の平均予想（←インフレ予想・経済成長率予想等）} \\ & + \text{② 将来の金利・インフレ変動リスクを負って長期債を保有することへの補償（ターム・プレミアム）} \\ & + \text{③ 国債に固有の信用・流動性・制度リスク（の増大）への補償（国債リスク・プレミアム）} \end{aligned}$$

- 上記①～③を変動させ得る財政関連要因として、以下が挙げられる。
  - ・ 国債発行額の増加、将来の利払い負担への懸念、債務返済能力への不安
  - ・ 財政悪化に起因する近い将来のインフレ懸念
  - ・ 政府の政策運営に対する信頼低下
  - ・ 民間資金との競合、財政不安を理由とする海外投資家の対内投資減少
- これらに関する政策発表、財政見通しの改定、格付け変更、政治的出来事等のうち、**財政の持続可能性に対する市場評価を予想外に悪化させる新情報を、「財政リスク・イベント」と呼ぶことができる。**
- このような情報の公表を受けて**国債の売却・購入抑制や安全資産への資金移動(=「財政リスク・ショック」)**が生じる場合、それが**債券自警団的行動の契機**となり得る。

# 3-(6)財政リスク・ショックによる長期金利変動を特定した実証研究例

| 論文                 | 分析対象(時期・国)                                                                                                                                 | 財政リスク・ショックの識別方法                                                                                                                                             | 主な実証結果                                                                                                                                                                                             |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Cotton(2024)       |                                                                                                                                            |                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                    |
|                    | 米国の1980～2019年における残存期間10年財務省証券利回りデータ(日次)を分析。                                                                                                | 財務省発表月次財政収支にかかる市場予想と実績との差、およびCBO・OMB財政見通しの改定を財政サプライズとして使用し、公表前後の金利の高頻度反応を推計。利付国債利回り、TIPS利回り、ブレイクイーブン・インフレ率、期待短期金利、それらの名目値・実質値の各タームプレミアムに分解。                 | 予想外の財政収支赤字対GDP比1%ポイント増加で10年国債利回りが8.1bp上昇。CBO財政見通しでの財政収支赤字対GDP比1%ポイント増加で3.8bp上昇。<br><br>月次財政収支赤字サプライズ効果の約55%がタームプレミアム、約45%が期待成分(将来の景気・インフレ、金融政策、自然利子率などを踏まえて市場が予想する、将来の短期金利の平均的な経路)。                |
| Gorea et al.(2026) |                                                                                                                                            |                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                    |
|                    | ユーロ圏7か国(オーストリア、ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、ポルトガル)を含む先進国中心の12か国(前掲の他は英国、スイス、米国、カナダ、メキシコ)を対象とし、2010～2025年における各国の国債・最安全社債の残存期間5年ものの利回りデータ(日次)を分析。 | 各国の残存期間約5年の国債利回りと、同一通貨建て・同程度の残存期間を持つ最も安全な非金融社債の利回りをを用いて、国別の日次Bayesian VAR(ベイズ型ベクトル自己回帰)を推計。「国債利回り上昇・安全社債利回り低下」という同時点符号制約により、国債から安全社債への資金移動を伴う財政リスク・ショックを抽出。 | 財政リスク・ショックは各年限の国債利回りを上昇させるが、10年利回りの上昇が1年利回りよりも相対的に大きいため、イールドカーブがスティープ化する。とくに既存のソブリン・リスクが高い国で、長期金利上昇が強く現れる。<br><br>財政リスク・ショックは国債利回りを上昇させるとともに、通貨減価、インフレ・インフレ期待の上昇、株価下落を伴い、短期的な生産増加の後に持続的な生産減少をもたらす。 |

---

---

はじめに

1. 債券自警団とは

2. 債券自警団的行動の事例

3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連

**4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？**

5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)相互作用論

おわりに



## 4-(1)債券自警団的行動によって財政規律は回復するのか？

---

- 債券自警団による財政リスク・ショックへの対応としての市場行動(による長期金利上昇という警鐘)の結果、政府による財政規律が回復するとは限らない。
- 「債券自警団行動による財政規律回復」の成立条件として、たとえば下記が考えられる。

＜事前＞ 財政拡張・財政見通し悪化などの明確な契機(財政リスク・イベント)がある。

＜期中＞ 一般的なインフレや金融引締めでは説明できない利回り・スプレッド上昇が発生。

＜事後＞ 政府が金利上昇を財政政策上の制約として認識する。  
増税、歳出削減、政策撤回、財政ルール導入などの財政政策修正を行う。  
財政政策修正後に利回り・スプレッドが縮小する。

※ただし、＜期中＞から＜事後＞までの経過期間がどの程度の場合を「成立」とみなすかは、判断が困難。

## 4-(2)債券自警団的行動による財政規律回復(と考えられる)事例

| 時期・国                     | 市場の反応                            | 政策修正                                    | 判定                                |
|--------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------|
| 1983～84年<br>米国(レーガン政権期)  | インフレ再燃・財政赤字<br>への懸念から高金利         | レーガン政権による部<br>分的増税・赤字削減措置               | 「債券自警団」概念の起<br>源だが、金融政策要因<br>が大きい |
| 1992～93年<br>米国(クリントン政権期) | 財政再建策への期待に<br>より長期金利低下           | 1993年クリントン政権<br>による財政再建法                | 「債券自警団の全盛期」<br>(ヤルデニ)             |
| 2009～12年<br>ユーロ圏周縁国      | 国債利回り・スプレッド<br>急拡大、<br>資本流出、ユーロ安 | 財政緊縮策、<br>EU, ECB, IMFによる<br>緊急支援       | 利回り・スプレッド縮小<br>までには数年間            |
| 2018年<br>イタリア            | 対ドイツ国債スプレッド<br>が約330bpまで拡大       | 2019年財政赤字対<br>GDP比目標を2.4%か<br>ら2.04%へ修正 | 該当                                |
| 2022年<br>英国(トラス政権)       | ミニ・バジェット公表後<br>に超長期金利が急騰         | 減税策の大部分を撤回、<br>政権交代                     | 該当                                |



---

---

はじめに

1. 債券自警団とは

2. 債券自警団的行動の事例

3. 債券自警団の主体・手法と長期金利変動との関連

4. 債券自警団によって財政規律は回復するのか？

**5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型**

**(1)市場規律論 (2)市場不安定化論 (3)戦略的相互作用論**

おわりに

## 5. 債券自警団現象の現れ方に関する理論的3類型

---

- 債券自警団的現象は、様々な市場参加者の財政政策等への評価が国債の売却・購入抑制等を通じて金利上昇として現われ、政府・中央銀行がそれを踏まえて対応を選択する、政策当局と市場との相互作用でもある。
  - その現れ方は、
    - ① 市場が政策修正を促す規律作用＝市場規律論
    - ② 利益追求行動が金利変動を自己強化する作用＝市場不安定化論
    - ③ 各主体が相手の行動を予想して戦略を調整する作用＝戦略的相互作用論
- という三側面から整理できる。

## 5-(1)市場規律論

---

- 市場規律論は、債券自警団による財政悪化のリスク再評価が国債売却・購入抑制を通じて利回りを上昇させ、政府の資金調達費を高め、財政政策の見直しを促す側面を重視する。
- Lane(1993)は、有効な市場規律の条件として、開かれた資本市場、公的債務情報の入手可能性、市場シグナルへの借手の反応等を挙げた。
- Bayoumi et al.(1995)は、米国州政府債市場の動向を分析し、債務水準が高まるほどリスク・プレミアムが非線形的に上昇し、極端な場合には市場アクセスも制限されうするため、市場が借入抑制の誘因を与えるとした。政策修正は自動的ではないが、その実現経路を中核に置く見方である。
- Rose and Spiegel(2015)は、国債保有者がインフレにより実質価値の毀損を被ることを恐れて反インフレの政治的勢力となり、政府に低インフレ政策を求めるというモデルを提示した。

## 5-(2)市場不安定化論

- 市場不安定化論は、債券自警団投資家の第一義的目的が政府への警告ではなく利益確保・損失回避にあるため、売却への追随、資金流出、証拠金・リスク管理上の制約による強制売却などが相互に増幅し、利回り上昇が自己強化的に進む側面を重視する。投資家は相場反転時にも買戻しや買い越しによって収益を求めるため、その行動の集積が一貫して財政健全化へ向かう保証はなく、むしろ金利負担と市場混乱を拡大しうる。
- De Grauwe(2012)は、ユーロ圏加盟国が国債償還に必要な流動性を自国中央銀行によって確実に供給できないため、投資家の悲観が国債売却と利回り上昇を招き、流動性危機を支払能力危機へ転化させ、健全な国まで「悪い均衡」に追い込む可能性を示した。これは市場価格を財政ファンダメンタルズの正確な反映とみなさず、期待・流動性・追隨行動による自己実現的危機を重視する見方である。

【補足】De Grauwe自身はユーロ圏周縁国の金利上昇を「債券自警団による有益な警告」の結果とは位置付けていない。ここでは、投資家の自己利益的な国債売却が集積し、金利上昇・強制売却・財政悪化を相互に増幅する可能性を重視する点に着目し、De Grauweの自己実現的危機論を、ユーロ圏以外でも発生し得る債券自警団的行動による市場不安定化現象を理解するための理論として位置付ける。

## 5-(3)戦略的相互作用論

- 戦略的相互作用論は、**債券自警団的な売却や金利上昇を、市場から政府への一方的圧力とはみなさず、政府による対応方法も一義的ではないと考える。**投資家・政府・中央銀行が互いの反応を予想して行動を選び、その連鎖から**市場と政策の帰結が内生的に形成される**と捉える。
  - 投資家 : 財政当局の政策修正や中央銀行の国債購入を予想しつつ、売却・保有・購入を選択する。
  - 政府 : 金利上昇に直ちに財政緊縮への転換で応じるとは限らず、市場への説明、政策の微調整、中央銀行との協調等を模索する。
  - 中央銀行: 2008年金融危機と2020年コロナ危機を経て、大規模な国債購入によって国債市場の条件自体を変える主体となった。
- Tooze(2020)は、債券市場による各国政府への圧力の経路は、当該国の国際金融上の地位や中央銀行の姿勢によって異なり、**投資家が政府を一方的的に規律付ける図式では捉えられない**と論じる。ユーロ圏だけでなく、米国では政府債務急増下にも国債が安全資産として需要され、FRBの量的緩和が市場を支えたこと、日本でも日銀が国債の大規模購入を行ったことを示し、**投資家・政府・中央銀行の関係を、相互の反応予想によって条件が変化する「戦略的ゲーム」**として描いている。

# おわりに

---

## ■1. 本報告の結論

「債券自警団」は、財政・金融政策に伴うインフレ、通貨価値・債務持続可能性への懸念がある場合に、主観的動機として利益確保・損失回避のため国債売却・購入抑制を行う市場主体の行動として捉えるべきである。そのような行動の集積は、長期金利上昇を通して政府の資金調達費を押し上げ、財政政策修正を促す市場規律となりうるが、売却の連鎖的拡大等によって市場不安定化も招く。また、政府の対応は一義的ではないし、中央銀行が市中からの国債購入という政策オプションを行使する場合もある。したがって、「債券自警団」現象は、市場・政府・中央銀行の相互作用から生じる条件付きの現象である。このような性格を持つ「債券自警団」現象を通して国債・国債市場を論じることは、証券市場論、財政論、金融政策論、金融論、マクロ経済学を架橋する意義をもつ。

## ■2. 残された論点

- ・債券自警団行動の市場不安定化性と**ソブリン債デフォルト**との関連性は？

- ・「**財政の持続可能性(Fiscal Sustainability)**」とは何か？

—Reinhart and Rogoff(2010)における「**債務許容上限 (debt tolerance ceiling)**」は、政府債務増加に対する市場の評価が急変し市場金利の上昇を通じて政府に厳しい調整が迫られる概念上の境界（普遍的な債務比率として実証的に導出された数値ではなく、同論文が示す「政府債務対GDP比90%」と同義でもない）

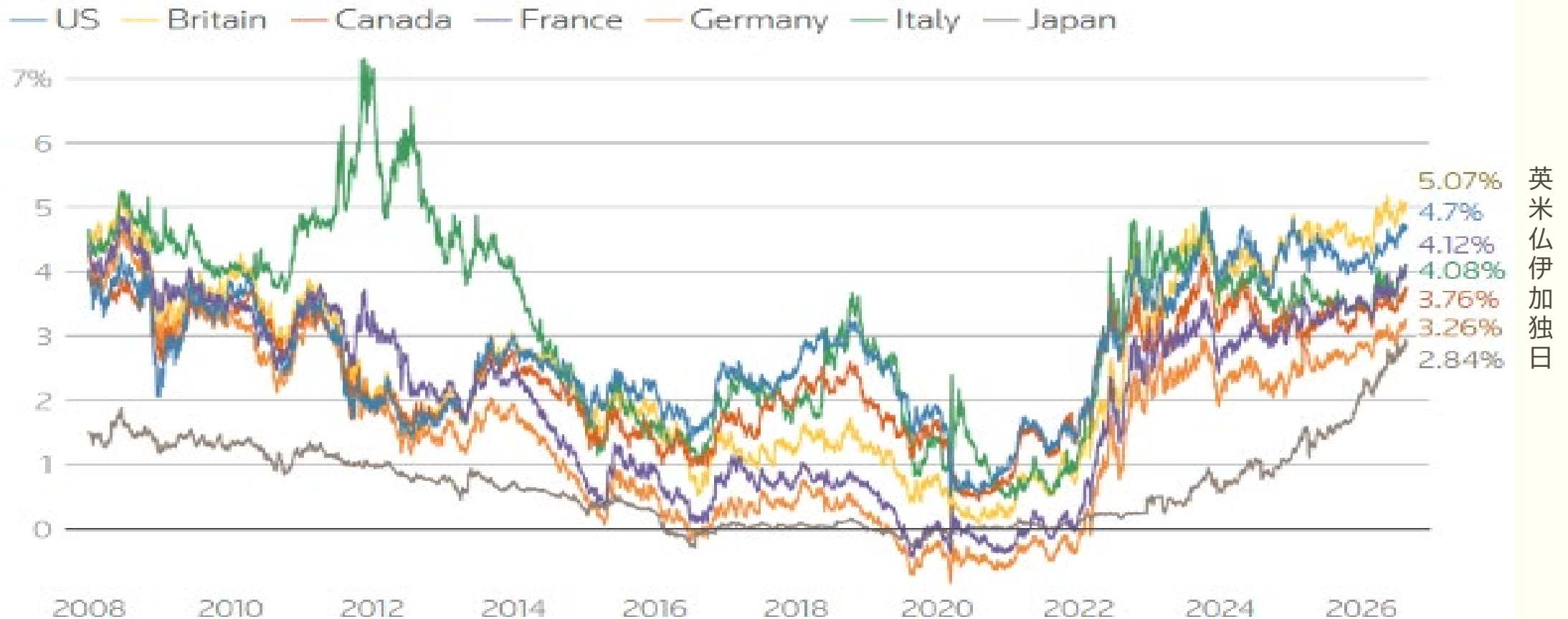
- ・「債券自警団」と「**市場規律(Market Discipline)**」一般 との関連性は？



# (参考資料1) G7各国の長期金利の推移

## G7 bond yields

Benchmark 10-year government bonds (残存期間10年長期国債流通利回り)



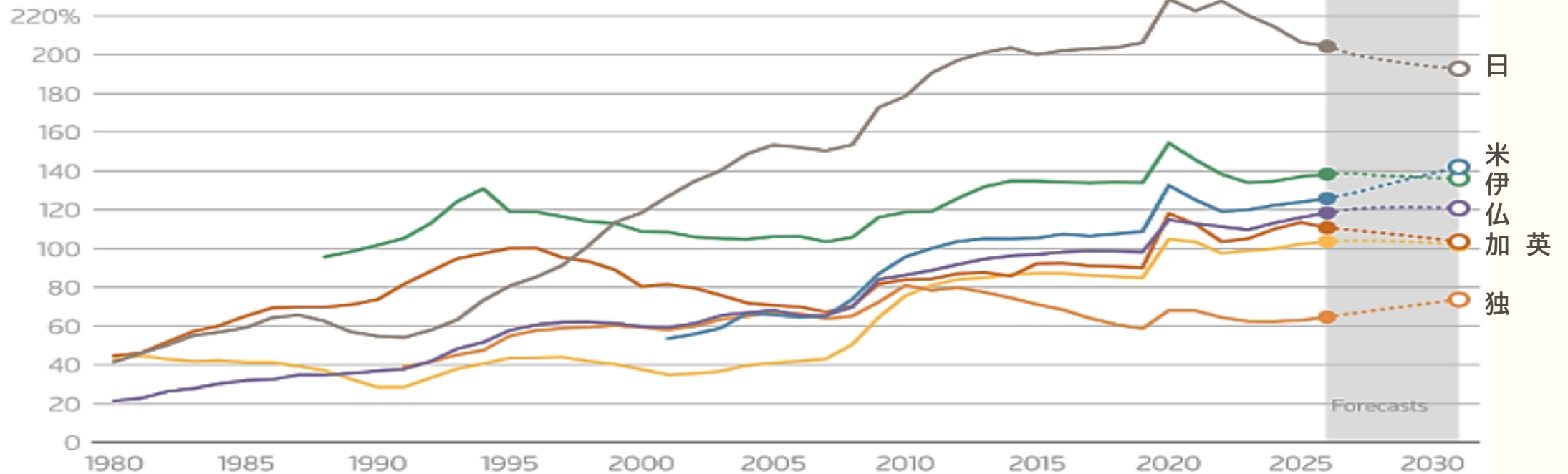
(出所)Reuters(2026)“Under Pressure: Tracking the pain in G7 government debt, Key measures of government debt across the world’s biggest economies,” Aug.20.(<https://www.reuters.com/data/under-pressure-2026-04-14/>)

## (参考資料2) G7各国の政府債務対GDP比の推移

### Debt-to-GDP ratio

Government debt compared to gross domestic product for G7 countries

— US — Britain — Canada — France — Germany — Italy — Japan



Canada and US figures exclude unfunded pension liabilities of government employees' defined-benefit pension plans. US figures also differ from Congressional Budget Office data that measures US debt held by the public.

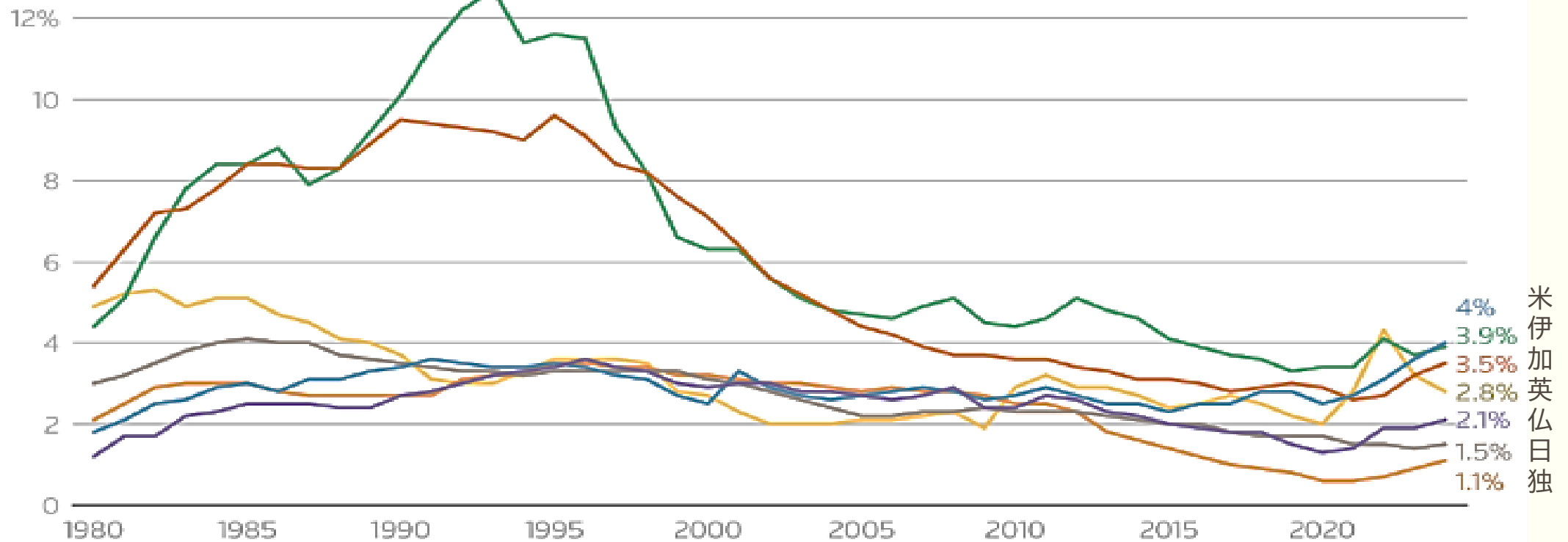
Source: IMF

(出所)Reuters(2026)

# (参考資料3) G7各国の国債利払い費対GDP比の推移

## Interest payments on public debt as a share of GDP

— US — Britain — Canada — France — Germany — Italy — Japan



Source: IMF

(出所)Reuters(2026)

# 参考文献

- **Bayoumi**, Tamim, Morris Goldstein and Geoffrey Woglom (1995) “Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from U.S. States,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.27, No.4.
- **Chen**, Ruo and Esti Kemp (2023) “Putting Out the NBFIRE: Lessons from the UK’s Liability-Driven Investment (LDI) Crisis,” *IMF Working Paper*, No.2023/210.
- **Cotton**, Christopher D.(2024)“Debt, Deficits, and Interest Rates,” *Economica*, Volume 91, Issue 363.
- **De Grauwe**, Paul(2012)“The Governance of a Fragile Eurozone,” *Australian Economic Review*, Volume 45, Issue 3.
- **De Grauwe**, Paul and Yuemei Ji (2022)“The Fragility of the Eurozone: Has It Disappeared?” *Journal of International Money and Finance*, Vol.120.
- **De Grauwe**,Paul(2026)“Why does the UK government carry a higher interest burden than the French government?” in his Website, May 17.([https://pauldegrauwe.substack.com/p/why-does-the-uk-government-carry?subscribe\\_prompt=free](https://pauldegrauwe.substack.com/p/why-does-the-uk-government-carry?subscribe_prompt=free))
- **Gorea**, Denis and Ding Xuan Ng, Fabrizio Zampolli (2026) “Financial and real effects of fiscal risk,” *BIS Working Papers*, No.1364
- **Lane**, Timothy D.(1993) “Market Discipline,” *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1.

## 参考文献(続)

- **Longaric**, Pablo Anaya, Katharina Cera, Georgios Georgiadis and Christoph Kaufmann(2025)“Investment funds and euro disaster risk,” *ECB Working Paper Series*, No.3029.
- **Reinhart**, Carmen M. and Kenneth S. **Rogoff** (2010) “Growth in a Time of Debt,” *American Economic Review*, Vol. 100, Issue 2.
- **Rose**, Andrew K. and Mark M. Spiegel(2015) “Bond Vigilantes and Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2015-09.
- **Sargent**, Thomas and Neil Wallace (1984) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Griffiths, Brian and Geoffrey E. Wood eds.(1984)*Monetarism in the United Kingdom*, 1984, Macmillan, pp15-41.
- **Sargent**, Thomas(1986) rational Expectations and Inflation, Harper&Row. [トーマス・J・サージェント(國府田圭一ほか訳)(1988)『合理的期待とインフレーション』東洋経済新報社]
- **Tooze**, Adam(2020)“Of Bond Vigilantes, Central Bankers and the Crisis of 2008,” Barreyre, N. and Nicholas Delalande, eds.(2020) *A World of Public Debts*, Palgrave Macmillan, pp.453-477(Chapter 18).
- **Yardeni**, Edward(2018) *Predicting the Markets: A Professional Autobiography*, EDWARD YARDENI LLC.