

金融抑圧政策が始まったのか： 「異次元緩和」のもう一つの意味

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



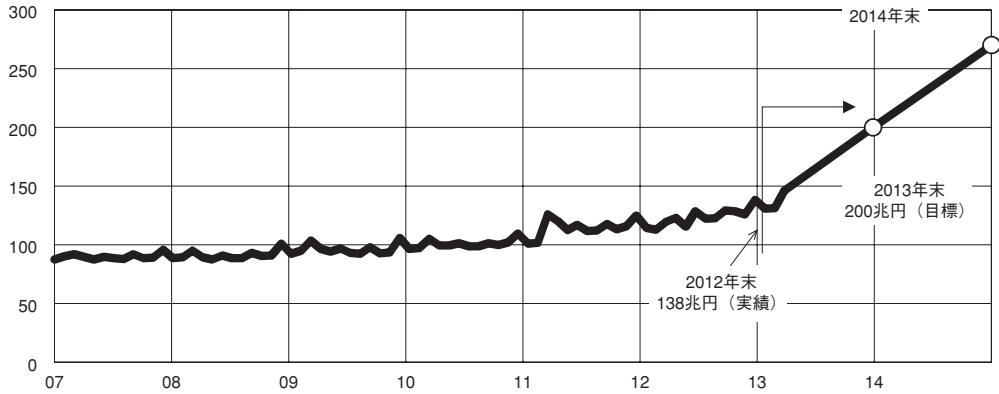
河野 龍太郎氏

■ グラジュアリズム戦略の放棄

通常、中央銀行が担うマクロ経済政策運営においては、一気呵成の問題解決というアプローチは採用されない。多くの場合、グラジュアリズムが基本となる。不確実性が存在する以上、アグレッシブな政策を行うと、その副作用によって、マクロ経済を誤って不安定化させてしまうリスクがあるためである。アグレッシブな政策が容認されるのは、金融危機などによってマクロ経済がデフレスパイラルのリスクに直面するようなケースに限られる。

アグレッシブな金融緩和の必要性を唱えていた安倍首相は、現在の日本経済がデフレスパイラルの淵にあるか、既にデフレスパイラルに入っていると判断していたのかもしれない。大胆な金融緩和を行う人物として日銀総裁に選ばれた黒田東彦氏も、戦力の逐次投入は行わないとして一気呵成の問題解決を目指し、アグレッシブな金融緩和策に踏み出した。長短ともにゼロ金利制約に直面し、伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズムはもはや機能していないため、大規模な国債購入によって、人々の期待に直接働きかけるという戦略が取られた。ただ、株価や不動産価格、為替レートなどのストック変数と違って、私たちが上昇させたいと願うサービス価格や賃金などのフロー変数は簡単に変化するわけではない。これらは、需給ギャップが改善するから、

(図1) マネタリーベース (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

ゆっくりと変化していく性質のものであり、フォワードルッキングな期待形成ではなく、むしろバックワードルッキングな期待形成が特徴である。

簡単には動かないフロー変数を動かすべく、アグレッシブな金融緩和を続けると、資産市場ばかりが反応する。株価や不動産価格などのストック変数は大きく上昇するが、实体经济が付いてこなければ、それはバブルであり、持続可能ではない。当面は上昇が続くとしても、いずれ大きな調整は避けられないだろう。4月4日に実施された金融緩和策を「異次元緩和」と呼ぶ人がいるが、これまでのグラジュアリズム戦略を放棄し、大きなリスクを取ったことを考えると、言い得て妙である。

■ 金融抑圧としての異次元緩和

筆者には、「異次元緩和」と呼ぶべき理由が、もう一つあるように思われる。それは、今回の大胆緩和が「緩やかなマネタイゼーション政策」である「金融抑圧政策 (Financial Repression)」の大きな一歩となった可能性があるためである。今はデフレ脱却の有効性の有無ばかりが議論されているが、将来、金融抑圧政策の一部だったと解釈される可能性がある。4月4日に決定された国債の大量購入政策によって、市場の浮動玉は減少、国債市場は流動性の枯渇によって、機能麻痺に陥っている。一国の金融市場の根幹をなす国債金利の体系に大きな歪みが生じており、効率的な資源配分を損なう弊害の多い政策として、筆者は強い懸念を抱いているが、金融抑圧政策の文脈で捉えるなら、国債市場の機能低下は必然だとも言える。

金融抑圧政策は、ある程度のインフレを醸成した上で、低い金利の国債を金融機関に半ば強制的に購入させる政策である。マイナスの実質金利となる債券を保有する金融機関、最終的には預金者や保険契約者、年金契約者の犠牲によって、公的債務の対GDP比を低下させていく。市場メカニズムに任せたままでは、長期金利が跳ね上がるリスクがあるが、それを避けるためには、国債市場における公的関与をさらに強め、言わば官製マーケットとすることが不可欠となる。筆者自身は、金融抑圧政策はトレンド成長率をさらに低下させる副作用を持つため、強く反対しているが、将来、今回の積極緩和が転換点だった、という評価が下される可能性がある。以下では、金融抑圧政策について論じる。

■新興国における金融抑圧政策

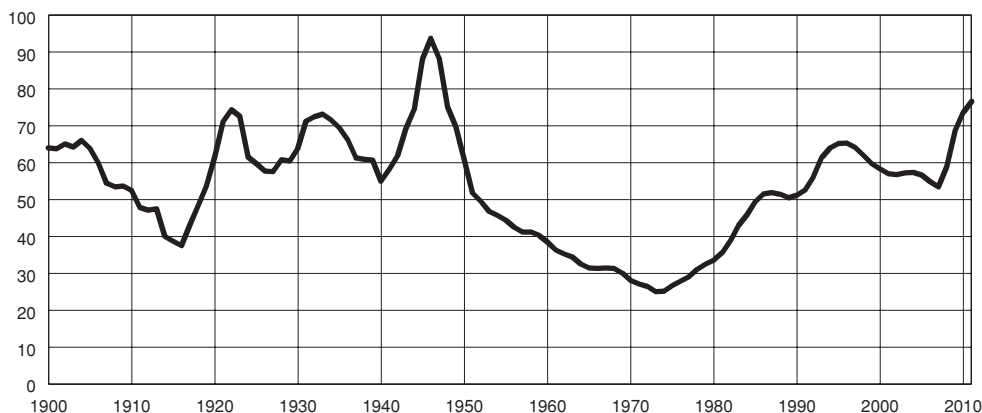
金融抑圧政策という、新興国で、規制によって人為的に低い金利環境(資本コスト)を作り出し、民間部門の資本蓄積を促し、経済成長を高める方策だと古いタイプの開発経済学は説明してきた。家計部門は、本来あるべき水準よりも低い預金金利を甘受せざるを得ず、その犠牲の下で、企業部門が低利で設備投資を増やし、経済成長を高めるという戦略である。デメリットに比べて本当にメリットが大きいのか疑わしいが、金融抑圧を可能にするためには、資本規制を内外で敷き、家計部門の預貯金が直接海外に向かうことを阻止しなければならない。

1980年代半ば以前の日本でも、家計には金融サービスの選択肢は殆ど与えられず、その犠牲の下で、企業は低い資本コストで資金調達が可能となっていた。そうした点で、日本でも金融抑圧政策が取られていたと言える。日本で金融自由化が完成したのは、それほど遠い昔の話でもない。高度成長期にそうした政策が大きな効果を持っていたのかどうかは議論が分かれるところだが、少なくとも高度成長期が終焉した1970年代半ば以降は、企業部門の資金ニーズは大幅に低下しており、金融抑圧政策はデメリットばかりで、メリットは殆ど存在しなかったと筆者は考えている。米国へのキャッチアップがほぼ終了した後も、金融抑圧政策を続けていたことが、内需転換を遅らせたというのが筆者の認識である。

■ブレトンウッズ体制下での金融抑圧

しかし、よくよく考えてみると、こうした金融抑圧政策は新興国に特有の政策というわけでもない。日本だけでなく、他の先進国においても、1970年代末に金融自由化が始まるまでは、金融抑圧政策が続けられていた。戦後、ブレトンウッズ体制の下で、資本規制

(図2) 中央政府債務/GDP比 (先進21ヶ国単純平均)



(出所) This Time is Different (Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff)、世界銀行資料より、BNPパリバ証券作成

が敷かれ、金利に対しても強い規制が取られていた。こうした規制が敷かれたのは、1930年代の世界大恐慌によって、各国の金融システムが危機に瀕し、銀行業に過大なリスクを取らせないというマクロ・プルーデンスの視点があったためである。周知の通り、大恐慌の前の1920年代は、金本位制の下で、相当に自由な金融行動が国際的に容認されていた。1920年代はレッセフェールという言葉に象徴される「第一次グローバルバリエーション」のピークでもあった。移行期の1930年代はブロック経済化が進み、規制が強められた。それ故、1920年代と1940年代以降のグローバル金融システムは隔絶されている。

■ 終戦後の公的債務管理としての金融抑圧

ただ、1940年代に始まった金融抑圧政策は、マクロ・プルーデンス政策の視点だけから始められたわけではなかったように思われる。広い意味ではマクロ・プルーデンス政策とも言えるのだが、公的債務管理の視点からも、金融抑圧政策が要請されていた。つまり、世界大恐慌とその後の第二次世界大戦によって、先進各国の公的債務は未曾有の水準まで膨張したが、それを圧縮する手段として、金融抑圧政策が必要とされたのである。市場だけでは吸収できない規模まで国債発行が膨らんだからこそ、直接引受を含め、各国とも中央銀行が大規模に国債を購入した。仮に、市場メカニズムの下で価格付けが行われると、長期金利は急騰し、利払い費の増大で公的債務が発散するリスクがあった。公的関与を強め、インフレ率を下回る低い長期金利によってマイナスの実質金利を作り出すことで、公

的債務の対GDP比を徐々に圧縮していく必要があったのである。

もちろん、戦後の高成長によって、各国の公的債務問題が解消されたとも言えるが、そう言い切ることができるのは米国だけではないだろうか。その米国ですら、戦時の1942年にはFedによる国債のペッグング・オペレーション（国債価格支持政策）が取られ、それは朝鮮戦争の始まった後の1951年に財務省とFedの間でアコードが結ばれるまで続けられていた。

■ 公的債務の圧縮の手段

公的債務の圧縮（正確には公的債務の対GDP比での圧縮）には、理論上、①高成長による税収増、②増税や歳出削減などによる厳しい財政調整、③明示的なデフォルト、④急激なインフレによる調整（事実上のデフォルト）の4つがある。ただ、これらの他に中間的な政策もあり、歴史的に見ると、⑤一定程度のインフレ率を醸成し、低い長期金利を規制によって維持することで、マイナスの実質金利を作り出し公的債務を圧縮する金融抑圧政策も利用されている。終戦直後の日本では③と④すなわち、預金封鎖と高率のインフレという最悪の政策が選択されたが、上手く行った国でも、結局、①、②、⑤の組み合わせだった、ということではないだろうか。

2000年代半ばの世界的な金融危機の後、先進各国は、第二次世界大戦直後に匹敵するような未曾有の公的債務を抱え、現在、その処理に苦しんでいる。当然にして、誰もが望むのは、①の高い成長による税収増である。しかし、トレンド成長率を高めることで公的債務問題を解決することは、ほとんど不可能に近い。そもそもトレンド成長が低下しているからこそ、公的債務の膨張が止まらないのであり、経済成長で公的債務問題を解決するのは、問題解決を先送りすると言っているようなものである。①だけでは解決できないとすれば、我々は、本来、②の増税や歳出削減も選択しなければならない。それが筆者の長年の主張でもあるが、残念ながら、議会制民主主義の下では、有権者に負担を強いる政策は簡単には決定できない。政治家はアグレッシブな金融政策による解決という甘言になびいてしまう。

■ 低い金利の国債を金融機関に保有・購入させるための方法

結局、程度の差はあれ、マネタイゼーション政策に手を染め、インフレ醸成が行われる

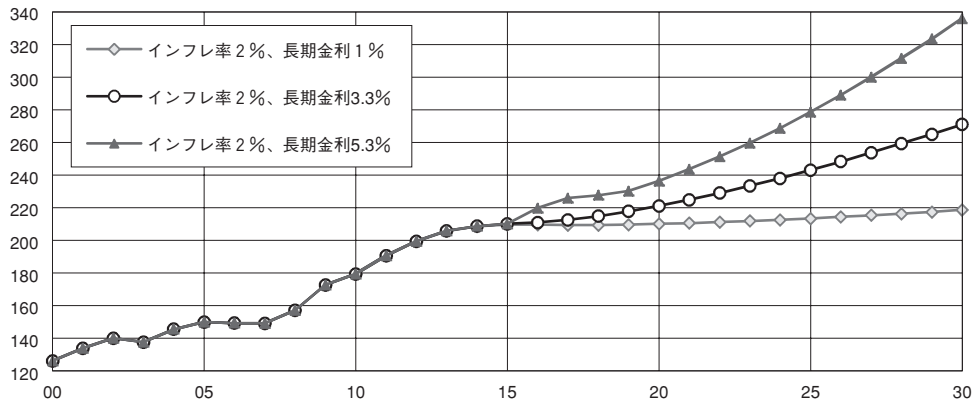
ことになる。しかし、マネタイゼーション政策を進めた場合、上手く長期金利のコントロールを行わなければ、金融システム危機や財政危機に直面する。最悪の場合、③の経路（急激なインフレによる調整）に向かうことになる。そうした事態を避けるために、国債の価格形成への公的関与、規制が強められる。中央銀行が市場機能を壊すほど国債を大量に購入することも、一つの手かもしれない。しかし、それだけなら、既に大量に国債を保有している銀行や保険会社、年金基金は相当なダメージを受ける。金融機関が継続的に国債を保有、購入するためには、規制を強め、リスク資産への資金の大規模なシフトを避ける必要がある。同時に、国債購入をより有利にする規制、税制等を導入する必要もある。例えば、時価会計停止や非市場性の国債発行、国債購入への優遇税制等の導入である。こうした一連の金融抑圧政策を取れば、インフレ率がある程度上昇しても、半ば強制的に低い金利の国債を金融機関に保有、購入させることができるかもしれない。

■ 金融抑圧が進展するプロセス

恐らく、政策当局者は意図して金融抑圧政策を採用するのではないのだろう。まず、マクロ安定化政策として中央銀行が大量の国債購入を進めることで、なし崩し的にマネタイゼーションが進む。インフレ率が上昇し長期金利に上昇圧力が加わり始めると、今度は財政や金融システムへの配慮から国債購入を続けざるを得なくなる。中央銀行のアグレッシブな購入だけでは、長期金利の上昇を抑えることができなくなり、国債保有や購入を促す規制や税制が導入されていく。自らが置かれた制約の中で、目の前の危機を避けるために政治家や行政官、セントラルバンカーが様々な選択を続ける結果、金融抑圧政策が進展していくのだと思われる。

2000年代初頭に金融危機が終結した日本では、危機対応として始められたゼロ金利政策が現在も続けられ、デフレ解消を理由に、さらにアグレッシブな金融緩和が追求されている。金融危機に直面した米国も同様で、当初は危機対応やデフレ回避のためにスタートしたゼロ金利政策や量的緩和政策は、現在では失業率を低下させるための政策として、続けられている。デフレ解消にしる、完全雇用の達成にしる、将来、マクロ経済環境が完全に平時に戻ったと多くの人々が認識する段階では「フィスカル・ドミナンス」の状況に陥っていると思われ、公的債務の発散を避けるために、金融抑圧政策の一環として、ゼロ金利政策や量的緩和を続けざるを得ないということになるのではないだろうか。

(図3) 公的債務残高(対GDP比、%、年度)



(出所) 財務省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

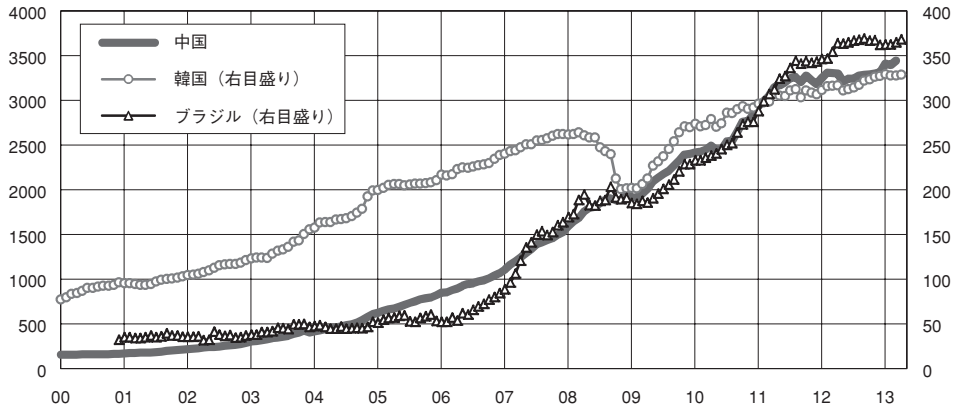
金融抑圧政策の実行可能性

筆者が訴える増税や歳出削減は議会での議決が必要である。しかし、金融抑圧政策による、国債保有者へのインフレ・タックス、最終的には預金者や保険契約者や年金契約者へのインフレ・タックスである金融抑圧課税は議会の決定を必要としない。インフレの加速さえ避けることができれば、政治家には極めて魅力ある選択肢と映るのだろう。

問題は、グローバルゼーションの下で、金融抑圧政策が実行可能(feasible)か、ということである。現在はプレトウンウッズ時代とは大きく異なり、資本自由化、金融自由化が高度に進んでいる。マイナスの実質金利に直面する預金者や保険契約者は少しでも利回りの高い国へ資金をシフトさせるだろう。しかし、一方で、強いホーム・バイアスが働いているのも事実である。さらに重要な点は、殆どの先進国が未曾有の公的債務を抱え、簡単には超金融緩和策から抜け出すことが難しくなっていることである。利回りの高い先進国はもはや存在しない。

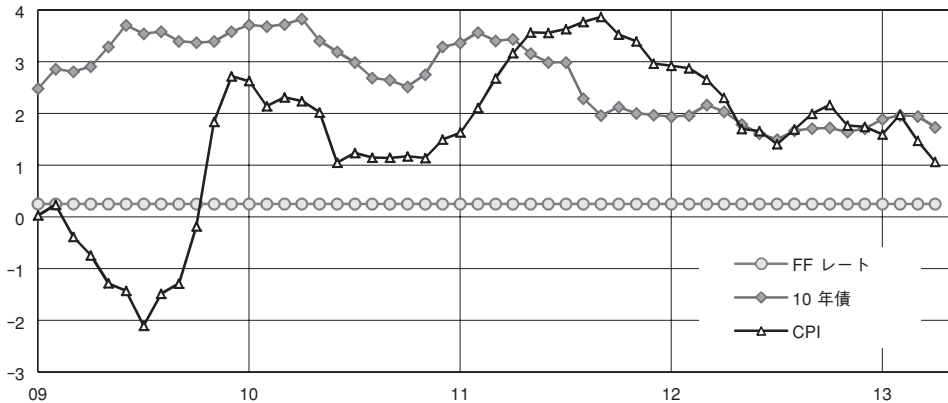
それでは、新興国に投資資金が流れ込むことはないのか。確かに、新興国に資金が流れ込む可能性はある。しかし、新興国では、自国通貨高を避けるために、ドルに対し事実上の固定レート制が採用されている。そのことは、先進国の投資家が手放したドルやユーロ、円を、新興国の中央銀行が入手し、先進国の国債を購入することを意味する。先進国から多少の資金流出が生じて、新興国の中央銀行が代わって先進国の国債を支えてくれる。新興国も金融抑圧政策の重要なプレーヤーとして組み込まれていると言える。ただし、新

(図4) 外貨準備高 (10億ドル)



(出所) Reuters EcoWin Proより、BNPパリバ証券作成

(図5) 米国の金利とCPI (%)



(出所) Reuters EcoWin Proより、BNPパリバ証券作成

興国の資金がドルやユーロに向かい、円には向かわないリスクがある。このため、金融抑圧政策の視点からすれば、円安誘導政策はリスクであるのかもしれない。

実行可能性を論じるまでもなく、現実には、米欧では金融抑圧政策が既に始まっているとも言える。政策金利、10年金利に比べ、ヘッドラインインフレの方が高い状況が続いており、多くの国でマイナスの実質金利や相当に低い実質金利が発生している。低い実質金利とすることで、総需要を刺激することが大義名分となっているが、必ずしもそれには成功していない。景気回復が始まってペースは緩慢で、加速するのは株価や不動産価格など資産価格の上昇ばかりである。それでは効果は何もないのか。総需要を刺激することは文

字通り大義名分で、金融抑圧を通じた公的債務の圧縮という隠された意図があるのなら、効果は発揮されているとも言える。

■ 出口戦略が語られない理由

筆者は、日本の金融政策が既にマネタイゼーションの領域に入りつつあることを従来から強く警告してきた。前述した通り、大量の国債を抱えるようになった中央銀行は必然的に国債管理政策に組み込まれる。デフレから脱却した際、物価安定の観点から利上げが必要となっても、財政や金融システムへの配慮から、利上げに踏み切れない。しかし、金融抑圧政策の観点からは、デフレから脱却した後も、マイナスの実質金利を維持する必要がある、そのためにはゼロ金利政策と国債購入政策を継続しなければならない。そうだとすれば、中央銀行が出口に向かうのは相当先、つまり公的債務の圧縮がかなり進んでから、ということになる。黒田総裁が出口戦略を語らないのは、金融政策の効果を最大化させるというコミュニケーション戦略上の視点からだと思われるが、まさか金融抑圧政策への移行を念頭に置いているわけではないだろう。

金融部門のマクロ経済における役割は、成長分野を掘り起こし、貸出を通じて、預金者の貯蓄を成長分野の投資に振り向けることにある。金融抑圧政策は、規制などの公的関与によって、成長しない分野である国債のファイナンスに預金者の資金を振り向ける政策である。そうした政策を行えば、トレンド成長率が低下するのは当然である。金融抑圧政策は、痛みが見えづらく政治的には魅力のある公的債務の圧縮策かもしれないが、明らかにトレンド成長率を低下させる不適切な政策であり、安易に選択すべきではない。

【参考文献】

- ・梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社
- ・Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff (2009) "This Time is Different" Princeton University Press
- ・Reinhart, C. M. (2012) "The return of financial repression", Banque de France, Financial Stability Review, No.16, April 2012
- ・Reinhart, C. M. and Sbrancia, B. (2011) "The liquidation of government debt", NBER Working Paper 16893, March.

