

公的債務の持続可能性を考える

～「デフレ均衡」崩壊までの距離～

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

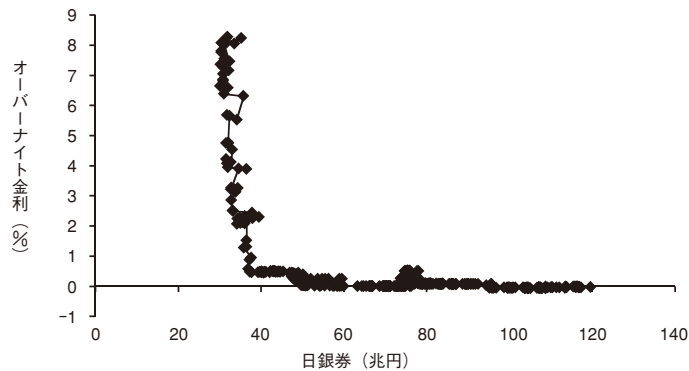
日本の財政を氷山に突進するタイタニック号に喩えたのは、財務事務次官の矢野康治氏だ。職を賭して、公的債務に対する政治の「大忘却」に警鐘を鳴らした。しかし、そもそもなぜ、これほど大きな公的債務残高を抱えることが可能なのだろうか。そして、これはどこまで持続可能なのか。冷静に考える必要があるだろう。

結論を先に言えば、長短金利ともにゼロ金利であるため、国債バブルが生じ、大量に長期国債が発行されても吸収されている、ということである。もし、利上げが始まれば、国債バブルが崩壊し、後述するように大幅な物価水準の調整によって、公的債務価値の調整が始まる。つまり、国民にインフレタックスが課せられる。ただ、国債バブルが崩壊すると、マクロ経済や物価の安定へのダメージは大きい。それゆえ、長短金利をゼロに保つ金融政策が当面は継続されるのであろうが、財政規律を担保する枠組みを作らなければ、大盤振る舞いの財政政策が繰り返され、益々、危機のマグマを溜め込む、ということである。以下、詳しく論じる。

長期国債の貨幣化で需要は無限大に

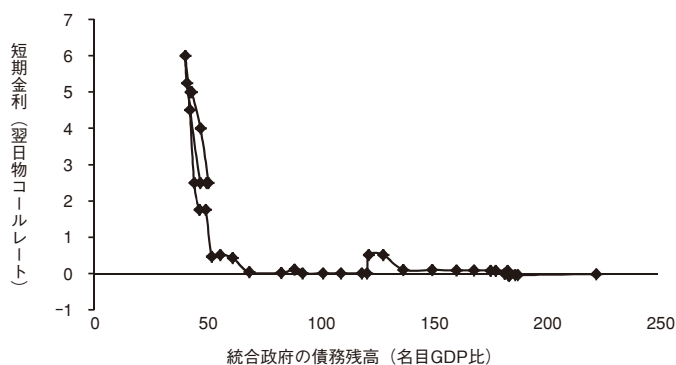
最初に、日本経済が「デフレ均衡」に陥っている点から説明する。政策金利がゼロになると貨幣（マネタリーベース＝日本銀行券＋日銀当座預金）に対する需要は無限大に膨ら

(図1) オーバーナイト金利と日銀券



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

(図2) オーバーナイト金利と統合政府のバランスシート (%)

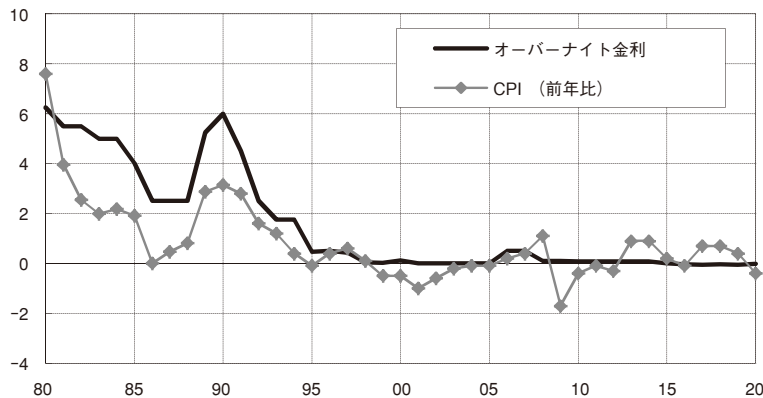


(出所) 日本銀行、内閣府、財務省、INDBより、BNPパリバ証券作成

む。いわゆる流動性の罠である。この時、短期国債の金利もゼロとなるため、貨幣と短期国債は等価となり、短期国債への需要も無限大となる。貨幣と経済の関係は失われるため、マネタリーベースがいくら増えても、物価上昇にはつながらない。

さらに、中央銀行が長期国債の大量購入を行い、長期金利もゼロ近傍まで低下すると、長期国債が貨幣と等価となり、長期国債に対する需要も無限大に膨らむ。大量に長期国債が発行されても、日銀が買い支えるから、ゼロ金利でも旺盛な需要が続くのである。正に現在、ゼロ金利で国債発行がいくらでも可能だから、財政政策がゼロコストと誤認され、バラマキ放題となっているのである。生み出された資金は預金を通じて国債購入に向かうだけだから、やはり物価上昇にはつながらない。経済全体で見ると、長短金利がゼロとな

(図3) オーバーナイト金利とCPI (年度、%)



(出所) 総務省、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

って、統合政府が発行する多くの負債が貨幣化され、需要は無限大に膨らむ。

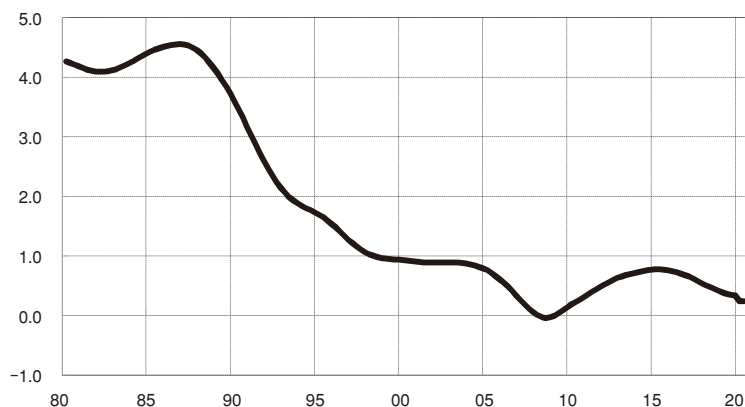
本来、国債の価値は、将来の財政余剰によって担保されている。しかし、歳出拡大ばかりが行われ、一方で増税や歳出削減が棚上げされたままでは、国債の価値を裏付けるはずの財政余剰は見込めない。将来的にPBの均衡が見込まれているといっても、それは高成長を前提にしたものであり、絵にかいた餅である。つまり、国債に価値があると信じられているのは、単にマネタリーベースを基に中央銀行が買い支えているからに過ぎない。長短金利ともにゼロ金利のままなら、理論的に、シニョレッジも期待できないはずである。価値の裏付けが十分ではないという意味で、国債バブルなのである。

抜け出せないデフレ均衡

事実上のゼロ金利政策が日本で開始されたのは、四半世紀前の1995年である。低成長とゼロインフレが続き、短期金利がゼロ近傍（0.5%以下）まで引き下げられた。しかし、経済を均衡させる自然利子率も大きく低下していたため、ゼロ金利になっても、景気刺激効果は乏しく、インフレも醸成できない。つまり金融政策の有効性が失われたのである。その結果、不況期には、追加財政が繰り返され、公的債務が積み上がっていった。この結果、「低成長、ゼロインフレ、ゼロ金利、膨張する公的債務」のデフレ均衡が徐々に定着したのである。

さらに、2013年以降は、異次元緩和が開始され、長期国債の大量購入によって、長期金利もゼロ近傍まで低下した。その結果、前述した通り、財政政策はゼロコストと誤認され、

(図4) 潜在成長率(前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

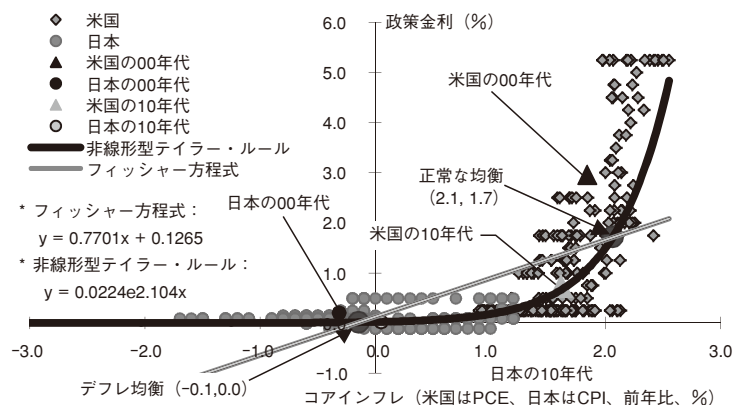
景気拡大局面であっても、わずかなショックが訪れると、大規模な追加財政が発動されるようになった。今ではゼロインフレと低成長が続くからというだけでなく、公的債務も大きく膨らんでいるから、ゼロ金利を続けざるを得なくなっている。さらに後述するように、公的債務の膨張が自然利子率を抑制するから、政策を手仕舞いできない。つまり、「低成長、ゼロインフレ、ゼロ金利、膨張する公的債務」のデフレ均衡から抜け出せなくなっているのである。

ゼロインフレ予想はゼロ金利政策の固定化が原因

2010年頃から、筆者は、ゼロ金利政策を固定化するから、ゼロインフレから抜け出せない、というネオ・フィッシャリアンの主張を始めた。まず、フィッシャー方程式は、名目金利とインフレ予想の関係を示したものだが、「名目金利＝自然利子率＋インフレ予想」で示される。通常は、右辺が原因、左辺を結果と捉え、例えば、景気が悪化するから、自然利子率やインフレ予想が短期的に低下し、名目金利が低下する、と解釈する。

しかし、長期においては、因果関係は双方向に働くと考えるべきであろう。まず、長期的には、自然利子率は安定しており、フィッシャー方程式においては、別のところで決定される独立変数である。だとすると、ゼロ金利政策を長期間にわたって固定化した場合、インフレ予想は、自然利子率の絶対値に逆符号をつけた値となる（「インフレ予想＝ゼロ金利－自然利子率」）。つまり、ゼロインフレ予想、或いはマイルドなデフレ予想が根強いのは、ゼロ金利政策を固定化しているからである。

(図5) 非線形型テイラー・ルールとフィッシャー方程式 (2002年1月～2020年12月)



(出所) Bloomberg, Bullard (2010) より、BNPパリバ証券作成

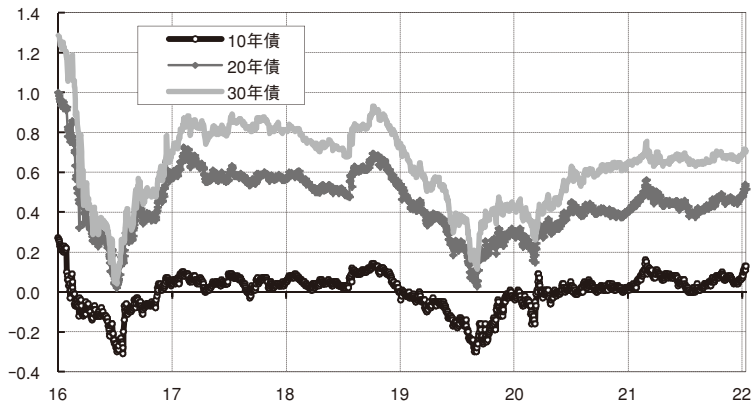
現実には、どう解釈するのか。日本銀行はこれまで金融緩和の効果を確実なものにするとして、ゼロ金利政策の長期化を約束してきた。しかし、それが問題なのではないか。ゼロ金利政策を長期にわたって継続するという日銀の宣言は、今後も価格を引き上げることができないような、低調な経済・物価状況が相当期間にわたって続く、という企業や家計の予想を強固にしてきた可能性がある。これがネオ・フィッシャリアン的な解釈である。

2016年に導入されたイールドカーブ・コントロール (YCC) は、10年金利をゼロに誘導する政策だが、そうした政策の採用は、今後もゼロ金利政策を少なくとも10年は続けるというメッセージとして受け止められたのではないか。景気刺激のために、良かれと思った超金融緩和の長期化のコミットメントが、「デフレ均衡」を強固にしている可能性がある。

国債バブルがインフレ醸成を阻害

意図した景気刺激効果が得られなかっただけではない。本来、追加財政で国債発行が膨らむと、長期金利は上昇する。しかし、日銀の大量国債購入によって、金利上昇圧力は低く抑え込まれてきた。日銀は、静学的なシンプルなモデルを用いて、クラウディング・アウト回避のために必要な政策と考える。しかし、動学的には、別のクラウディング・アウト効果を引き起こしてきた、というのが筆者の長年の主張である。民間金融機関からすれば、リスクを取って実物投資を支える貸出を増やすよりも、日銀が価格を下支えしてくれる国債購入を続ければ、わずかでも収益が得られると考え、国債購入を増やしてきた。銀行の本来の役割は、成長を生み出す実物投資のための金融仲介機能にあるが、日銀の超金

(図6) 日本の長期金利の推移(%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

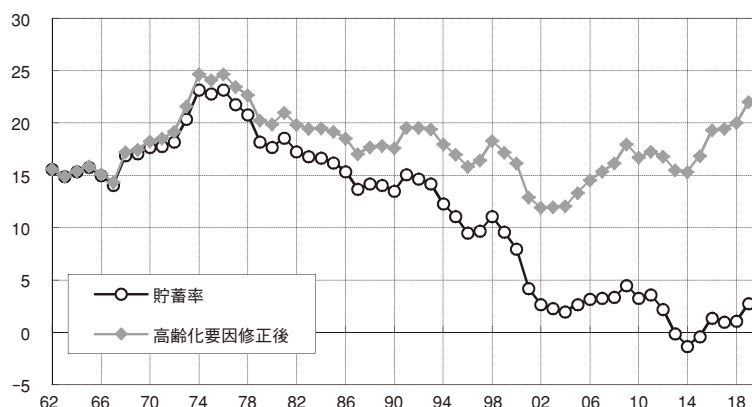
融緩和の固定化が誤ったインセンティブを与えてきたのである。増えた貸出は、金融商品への投資や不動産投資のための融資ばかりであって、実物投資のファイナンスではない。国債バブルがむしろインフレ上昇を阻害した可能性がある。

非ケインズ効果で自然利子率が低下

さらに非ケインズ効果で、自然利子率が低下した可能性も排除できない。まず、完全雇用であっても、超金融緩和や追加財政が長期化、固定化されたため、それなしでは採算の取れない企業や投資プロジェクトが増えてきた。また、経済の大宗を占める個人消費が回復しない理由の一つは、多くの国民が医療や年金など社会保障制度の存続に懸念を持っていることである。それは社会保障の制度設計が大きな問題を抱えていることもあるが、公的債務が未曾有の水準まで膨張しているため、将来、必要な医療給付や年金給付を受けられないと懸念する人が少なくないことも影響している。それゆえ消費が抑えられ、貯蓄が増える。

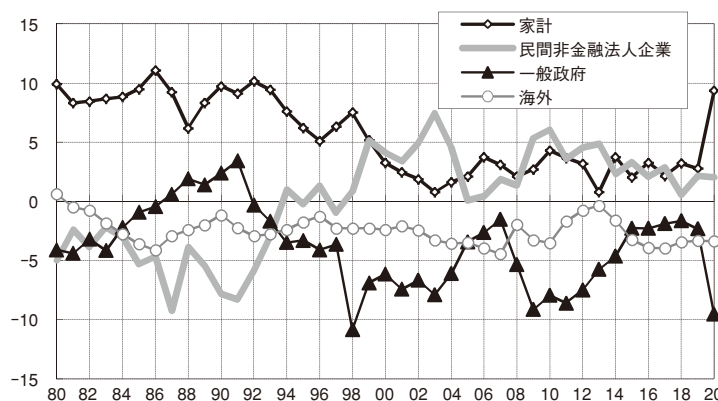
家計貯蓄率は高齢化の要因から、低下傾向が続いている。ただ、高齢化要因を取り除くと、2000年代初頭から上昇傾向にある。非正規雇用が大きく増えており、貯蓄性向の低い労働者が増えているはずだが、それらの効果を相殺する以上に、貯蓄を増やす家計が増えているのである。もちろん、思った以上に長生きすることが明らかになり、これまで以上に高齢者が働き続け、貯蓄を増やしているということもあるだろう。しかし、将来の社会保障給付に対する懸念が小さいのなら、増えた所得は消費に回されていたはずである。

(図7) 高齢化要因を調整した家計貯蓄率の推移(暦年、%)



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

(図8) 部門別の貯蓄投資バランス(GDP比、%)



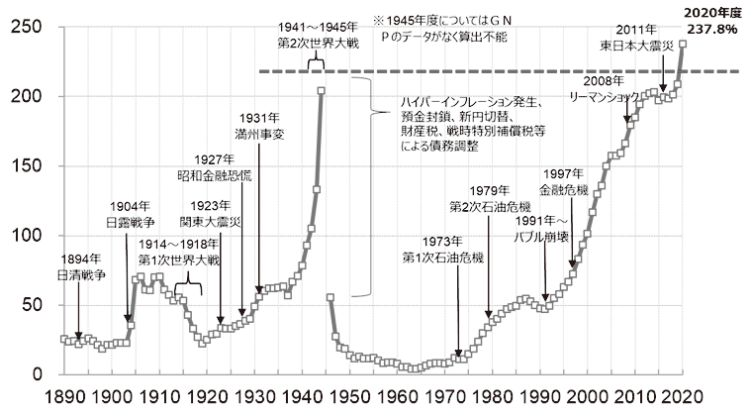
(出所) 日本銀行、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

消費回復が脆弱だから、企業も国内投資を活発化できない。公的債務の膨張を背景に、社会保障制度への懸念から家計は予備的動機で貯蓄を増やし、消費が増えないから企業も投資を抑える。マクロ経済全体では、貯蓄と投資のバランスが失われるから、自然利子率が低迷するのである。その結果、デフレ均衡が益々強化される。

デフレ均衡の崩壊後の二つの経路

このまま、デフレ均衡が継続するのか。デフレ均衡は、そもそも国債バブルに支えられ

(図9) 公的債務の対GDP比(％、年度)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

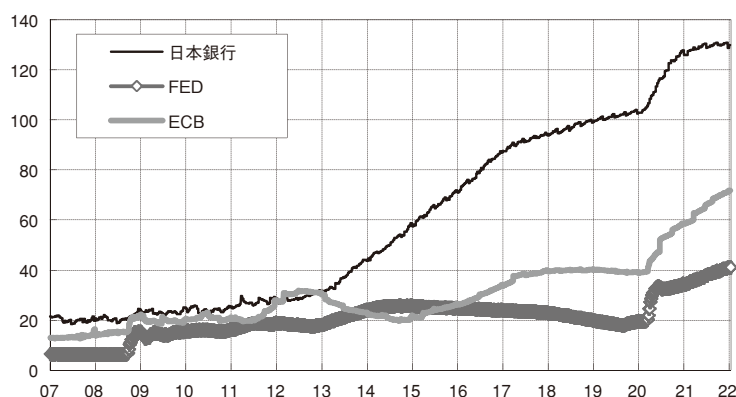
た不安定な均衡（鞍点均衡）である。もし、利上げが行われると、国債バブルが崩壊し、金融市場の動揺が始まる。そうするとマクロ経済と物価の安定が大きく損なわれるため、日銀は利上げを躊躇する。むしろ、長期金利の安定そのものが、日銀のもう一つの政策目標となる。金融政策の手段だったはずのYCCが目的そのものとなるのである。

日銀が長期金利の安定に成功すると、人々は追加財政をゼロコストと益々、誤った確信を持つようになり、大規模財政が、安易に発動されるようになる。バラマキ合戦が繰り返されているのは、既にその領域に日本社会が突入していることの証なのかもしれない。いずれにせよ、財政の日銀頼みが嵩じているのは間違いない。日銀が公的債務管理に既に組み込まれていることを我々は認識する必要がある、本来なら、財政と金融政策の一体運営がもたらす弊害（財政規律の弛緩）を抑え込む枠組み作りが必要である。それを怠ったままでは、公的債務、そして統合政府の債務は制御不能な水準まで膨らんでしまう。

長期金利の急騰で物価水準の調整が始まる

危機のマグマが臨界点まで達し、遂に長短金利が上昇を始めれば何が起こるのか。旺盛な貨幣需要は急低下し、同時に、国債バブルも崩壊、物価水準の急騰が始まる。すなわち、貨幣、短期国債、長期国債の等価関係は失われ、日銀券と法定準備を除くと、それらは金利ゼロの貨幣ではなくなる。まず、短期金利がゼロ近傍から乖離すれば、膨らんだ日銀券に対する需要は急低下し、物価急騰が始まる。短期金利の上昇で、貨幣化していたはずの超過準備が今度は短期国債と化し、民間金融機関への利払いで、日銀の支払利息は急膨張

(図10) 日米欧の中央銀行のバランスシート (GDP比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

する。日銀券の当座預金への還流も支払利息の重石になる。超過準備の回収（国債売却）の思惑はイールドカーブの急激なスティープ化をもたらし、長期国債への需要はさらに低下する。政府が支払うにせよ、日銀が支払うにせよ、統合政府の利払いが急増すると共に、その支払いがマネタリーベースによって賄われることで、物価急騰が助長される。

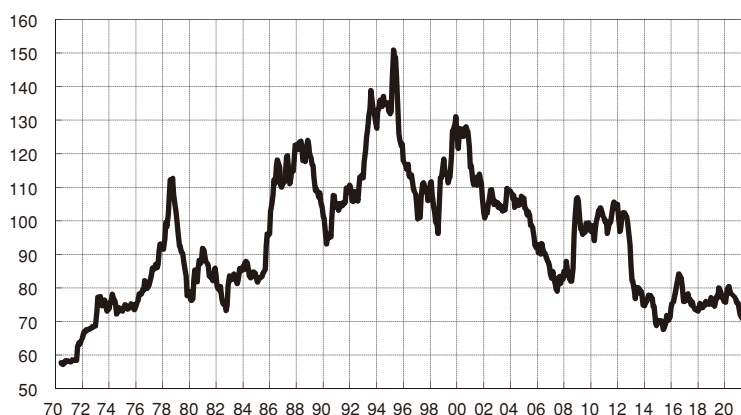
現段階の中央銀行のバランスシートの膨張、或いは統合政府の負債の膨張から推計すれば、物価水準が数倍にジャンプするのは避けられそうにない。逆バブルの過程に入れば、数倍の調整では済まない可能性もある。その分水嶺となるのが、危機が始まった際、政府が財政健全化にコミットできるか否かである。政府が信頼に足る財政健全化にコミットするのなら、国債価値の一部は、将来の財政余剰によって担保されるため、ハイパーインフレーションの経路は回避できるかもしれない。逆に将来の財政余剰を生み出す財政構造改革が打ち出されなければ、止めどない物価上昇によって、国債価値の減価は続く。

本稿の基となる公的債務の調整経路を理論的に分析した名古屋大学の齊藤誠教授によれば、先の大戦の直後、日本が大幅な物価上昇に見舞われながらも、ハイパーインフレーションを回避できたのは、敗戦後に財政規律を維持する政策が取り入れられたからだという。もはや大幅な物価水準の調整が避けられないとしても、財政危機のマグニチュードを小さくする余地は残されているということである。

超円安が止められなくなる日

日銀の長期国債の全額購入で、最後まで長期金利の上昇を抑え込むことができれば、財

(図11) 実質実効円レート (2010年=100)



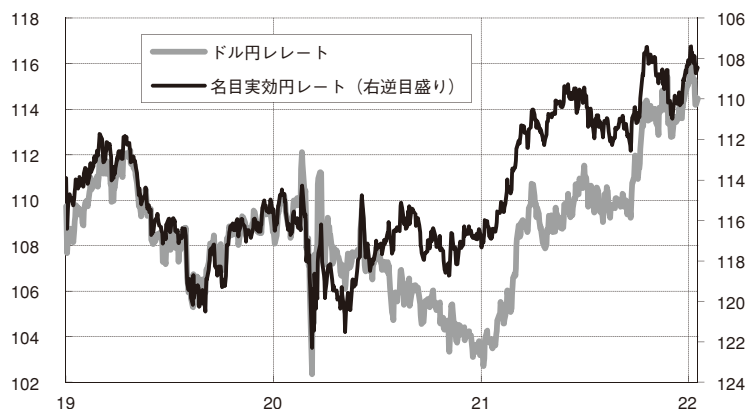
(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

政危機は避けられると考える人もいるかもしれない。ただ、そうした事態に追い込まれているとすれば、その時、為替市場では、超円安が始まっていると思われる。超円安がもたらすインフレで実質金利は低下するが、金融政策を長期金利の安定（財政）に割り当てているため、実質金利の急低下を止めることができず、超円安とインフレ高騰のスパイラルが続く。仮に長短金利の上昇が観測されなくても、物価水準の調整が始まる可能性がある。

危機の引き金となるのは、首都直下型地震や南海トラフ地震、台湾海峡を巡る東アジアでの地政学リスクの顕在化かもしれない。天変地異や戦災などのショックをきっかけに、公的債務が制御不可能な水準まで膨らむと予想されれば、長短金利をゼロや小幅マイナスに固定化しても、為替レート的大幅な減価をきっかけに、物価水準的大幅な調整は始まる。

かつては、経済ショックが訪れると、流動性選好が高まり、国内への資金回帰によって、円高傾向が観測されていた。それは、デフレ均衡の特徴でもある。近年、経済ショックが生じて、必ずしも円高現象は観測されなくなっている。むしろ、最近では、円安傾向が見られることもある。また、実質為替レートは既に1970年代前半のレベルまで低下している。日銀は、近年、経済ショックが訪れた際、円高が回避されたことを金融政策の成功と自画自賛するが、果たしていつまで喜んでいられるのだろうか。過去25年間、円高回避に日銀は注力してきた。遠くない将来、超円安を止められなくなる日が訪れるのではないかと心配である。

(図12) 名目実効円レートとドル円レート (日次)



(出所) Bloombergより、BNPパリバ証券作成

〔参考文献〕

- ・ 矢野康治『財務次官、モノ申す「このままでは国家は破綻する」』文藝春秋 2021年11月号
- ・ Makoto Saito “Strong Money Demand in Financing War and Peace : The Cases of Wartime and Contemporary Japan” Springer, 2021
- ・ 齊藤誠『国債が貨幣と袂を分かつ時 (未定稿)』2021年
- ・ 白塚重典、河野龍太郎『危機後の金融政策の枠組み 財政との一体運営に規律を』日本経済新聞・経済教室 2020年6月30日

