

超金融緩和を固定化する最大の弊害 ～弛緩した財政規律をどう復活させるか

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

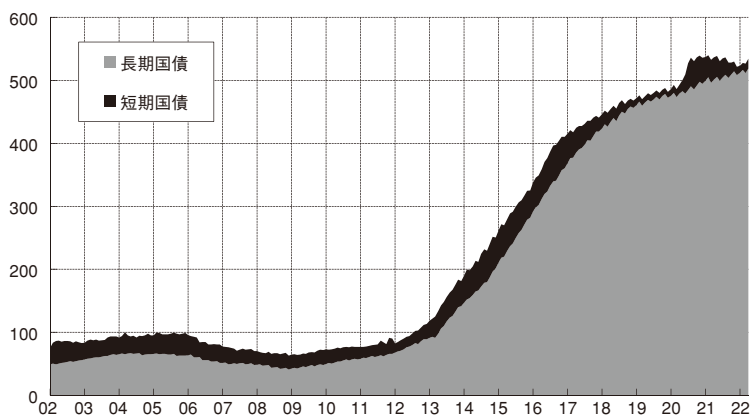
日本では、政府が大量の国債を発行する中で、日銀は国債の購入を続けている。財政ファイナンスという批判に対し、日銀は、政治的に独立した機関として、あくまで低いインフレ率と低い成長率に対して、2%のインフレ目標を達成すべく行動しているだけであって、批判は当たらないと反論してきた。日銀の言い分も分からぬわけではない。コロナ危機でも、制度の建付け上、日銀は、財政ファイナンスとは、最も距離を置いている中央銀行であったとも言える。なぜなら、2%インフレ目標の達成のために、2016年9月にイールドカーブ・コントロール（YCC）を導入していたからである。10年金利をゼロ%程度に誘導すべく長期国債を購入しているのは、財政ファイナンスが目的ではなく、インフレ目標を達成

するためであり、両者の関係は明確である。

マネー・プリンティングのリスク

日銀は実効下限制約に直面しているが、今後も米国を中心に海外の長期金利が上昇した際、国内の長期金利をゼロ%程度に抑え込むことで、内外金利差の拡大による円安進展などを通じ、景気刺激効果やインフレ醸成効果を得られる。政府の財政政策の有無にかかわらず、長期金利に上昇圧力が加われば、国債購入を積極化させ、逆に低下圧力が強まれば、国債購入を減額して、10年金利をゼロ%程度に誘導する。財政とかかわりなく、政治的に

(図1) 日銀の保有国債残高(兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

独立した中央銀行として、長期金利ターゲットを運営しているというわけである。

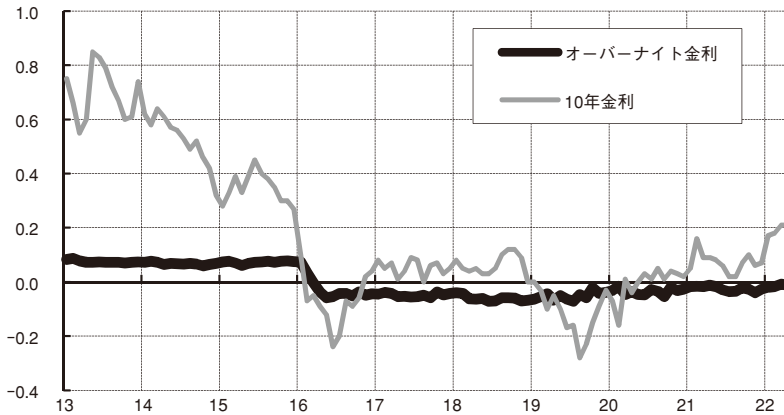
しかし、「逆説的」だが、このYCCこそが、暗黙裡ではあるにせよ、日銀を公的債務管理に組み込む。筆者は、2016年9月にYCCが導入された際、金融政策運営上、フォワード・ガイダンスの効果を発揮させるという点ではわかりやすいとはいえ、二つの点で問題があると考えていた。一つ目の懸念は、ネオ・フィッシャリアン効果によるゼロインフレ予想の強化である。二つ目の懸念は、これから説明する通り、政府が大規模な追加財政を繰り返すようになれば、日銀がマネー・プリンティングの装置になりかねないという点である。

もともと、2年で2%インフレの達成を掲げた異次元緩和は、マネー・プリンティングの罠に陥るリスクを孕んでいた。日銀総裁だった白川方明がその著書で明らかにしている通り、2013年1月に安倍政権の要求で共同声明を結び、2%物価目標の設置を受け入れた際、白川が最も懸念したのもこの点だった。あらゆるショックが訪れても長期金利をゼロ%程度に抑え込むという、究極の金利政策であるYCCは、そのまま公的債務管理のための装置に転化し得る。インフレ醸成や景気刺激の手段であるはずの10年金利ゼロ%誘導が、そのまま金利安定目標に変質するのである。

独立した中銀が財政膨張圧力を助長するという逆説

振り返れば、コロナ危機が起きる前の数年間においても、経済が完全雇用に到達していたにもかかわらず、先行きが不安だからといって、2015年に当初予定されていた消費増税

(図2) 10年金利とオーバーナイト金利 (%)

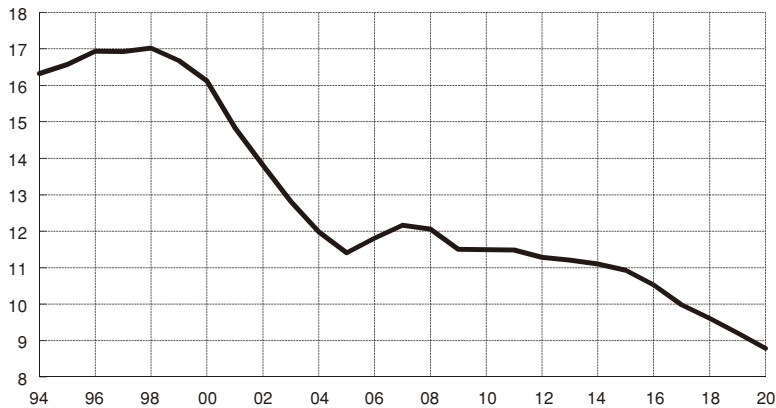


は2017年に先送りされ、その後再び2019年に先送りされている。また、同じく経済が完全雇用にあっても、景気が足踏みすれば、赤字国債の増発で追加財政が発動されている。景気がよい時には、赤字国債の発行で賄うのではないと言い訳して、増えた税収を追加財政に振り向けてきた。お金には色が着いていないから、結局、景気回復局面でも赤字国債を原資に、追加財政を繰り返してきたわけである。

本来、こうした政治的な財政膨張圧力を牽制するのが、長期金利の上昇である。しかし、政治的に独立した中央銀行がインフレ目標達成のために、YCCを通じて長期国債を大量に購入するから、政治的な財政膨張圧力への歯止めはまったく利かない。これが筆者の「逆説的」の意味するところである。財政とは関係のない正当な理由が存在するがゆえに、中央銀行が長期国債を躊躇なく大量に購入し、それが政治的な財政膨張圧力を助長しているのである。

日本では、以前から、資本コストを引き下げても、民間の経済主体の支出刺激効果は限定的であることを、日銀自身が表明していた。一方、財政支出の場合、利払い費を抑え込むことさえできれば、現代世代が直接負担するコストは相当に抑えられるため、資本コストの引下げによる公的支出の拡大効果は相当に大きいように思われる。財政規律は、政府、議会の問題ではあるが、政治家が選挙に直面する民主制の下で、歳出決定が資本コストに影響されないということは、まずあり得ないだろう。低い資本コストゆえに、将来世代へのつけ回しが助長されているのである。国と地方の支払利子の推移がすべてを物語る。

(図3) 国と地方の支払利子 (兆円、年度)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

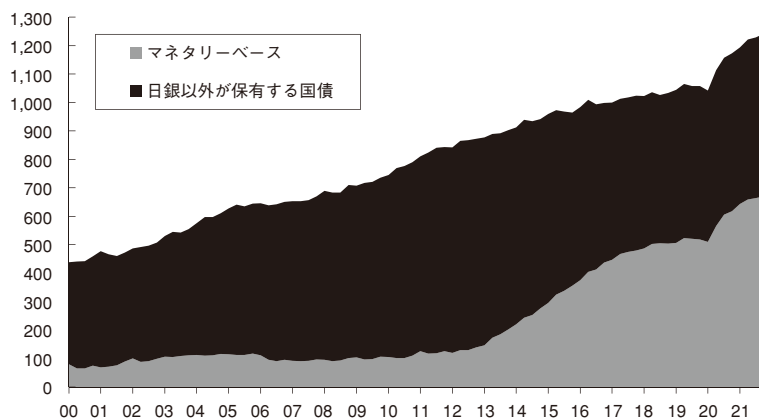
インフレ目標がもたらす公的債務膨張の罫

もちろん、コロナ危機のように、少なくとも国内的には、誰か特定の主体に責任があるわけではない場合、社会基盤を守るべく、家計の生活保障や企業の債務保証のために拡張財政を選択することに対し、反対する人はいない。いや、経済危機においては、経済的弱者がより大きなダメージを被るため、近年は、危機の性質にかかわらず、政策の規模が大きすぎる失敗より、規模が小さすぎる失敗を避けるべき、と多くの政策当局者は考えるようになってきている。

その際、追加財政がもたらす金利上昇圧力を中央銀行が放置すれば、総需要に不必要なダメージを引き起こすのも事実である。同時に、インフレ目標の到達は遠のく。それゆえ、独立した中央銀行が自らの目標を達成すべく、物価安定のために長期国債の大量購入を続けているのだ、という中央銀行の説明には一理あるだろう。日本では、コロナ危機において、政府と中央銀行の一体的な政策運営が強調された。

しかし、過去四半世紀もそうであったように、潜在成長率や自然利子率が低迷を続けているのだから、日銀が国債の大量購入を続けたとしても、インフレ率をそもそも引き上げることはできない。デフレ均衡が続く中で、物価安定を理由に国債の大量購入を続けることは、財政の中銀依存をますます強め、公的債務の制御不能な膨張をもたらすリスクを高める。デフレ均衡の下で、独立した中央銀行がインフレ目標の達成を強調して国債の大量購入を続けると、一国経済は際限のない公的債務の膨張の罫に陥ることとなる。

(図4) 統合政府の負債(市中保有の国債+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

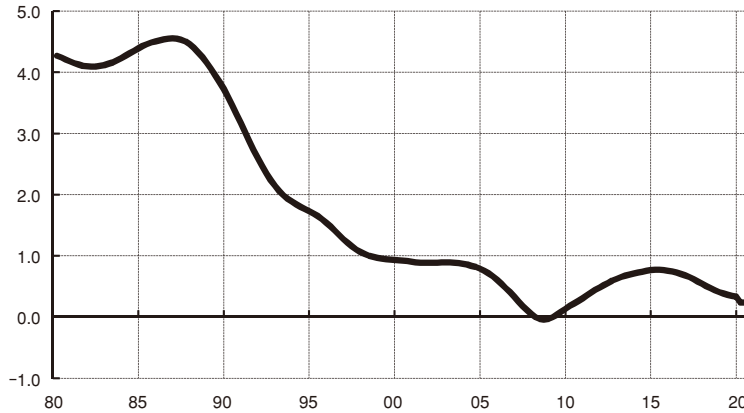
MMTが正しかったのか

公的債務の膨張がもたらす帰結として筆者が懸念しているのは、将来の高率のインフレの到来だけではない。最終的には、物価調整が始まることは不可避だとしても、相当期間、高率のインフレが訪れる可能性は低いと考える。拡張財政を繰り返しても、当面は、高率のインフレが訪れないのなら、MMT (Modern Monetary Theory) が正しかったのか、と考える人が多いだろう。しかし、ここが重要な点だが、公的債務膨張の弊害は高率のインフレだけではない。

まず、中央銀行が長期金利の上昇を抑えるために、長期国債の大量購入を続けることは、中央銀行の財務内容を脆弱にする。もちろん、中央銀行はマネタリーベースを無制限に供給できる。ただ、中央銀行の長期国債の購入は、長期国債と超短期の負債である当座預金の交換にほかならない。将来、中央銀行が利上げを開始すると、負債である当座預金への支払利子がただちに膨らむが、資産として抱える長期国債から得られる受取利子はすぐには増えない。受取利子を支払利子が大幅に上回り、中央銀行には大きな逆鞘が発生する。

日銀は、短期金利の上昇に対して極めて脆弱な財務構造の下で、金融政策運営を行わなければならない。理屈上、日銀の被る損失を政府が穴埋めすれば問題ないように見えるが、その補填の原資が国債発行によって調達され、その国債を日銀が賄うということになりかねない。公的債務が現状のように膨らみ、中央銀行の国債購入が膨らんでいるため、政府と中央銀行を合わせた統合政府で考えるのが適切かもしれない。通常、債務が膨らんだ経済主体は、短期債務を長期債務に切り替えることで、財務の安定化を図る。短期金利

(図5) 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

が上昇しても、債務を長期化しておけば、市場金利が上昇しても利払いの急増を避けられるからである。それゆえ、政府も膨らんだ債務を長期国債でファイナンスしている。

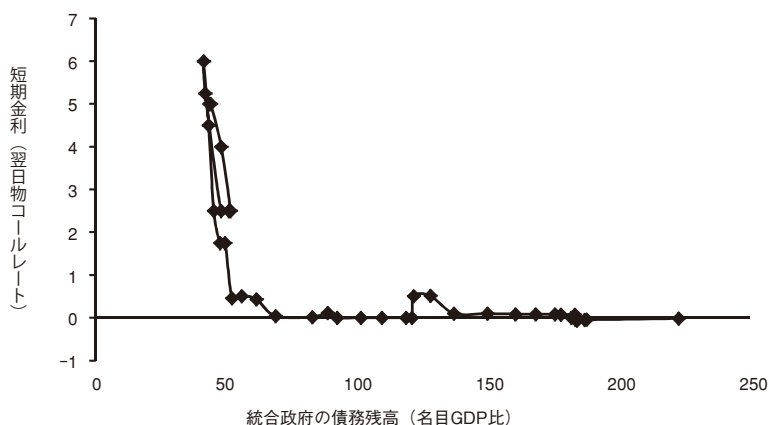
しかし、日銀が民間金融機関から長期国債を購入し、対価としてマネタリーベースを供給していることは、統合政府で見ると、せっかく長期化した債務を短期化、それも超短期化していることになる。日銀は、インフレ醸成のために長期金利を抑え込むことで、政治的な財政膨張圧力を助長しているだけでなく、統合政府の財務構造を極めて脆弱にしている。このように、中央銀行がマネタリーベースを使って国債の多くを買い上げるとしても、公的債務が際限なく膨らむことは、やはり金融システムを不安定化させるのである。

公的債務の増大は自然利子率を低下させる

金融システムの不安定化と重なる部分もあるが、公的債務膨張のもう一つの弊害は、公的債務の規模が大きくなること自体が、一国全体の資源配分や所得分配を大きく歪めて、潜在成長率や自然利子率の低下を引き起こすことである。公的債務の膨張と低成長で苦しんでいる日本で、このことに無自覚な政策当局者が多いのは驚くべきことである。

多くの人々がわが国の社会保障制度の先行きを懸念し、消費を抑えている。これはまさに、公的債務が日々膨張しているからにはほかならない。公的債務の膨張によって、将来の社会保障給付が大きく削減される恐れが強いため、予備的動機によって貯蓄が行われ、現在の消費が抑制されているわけである。さらに言えば、消費が停滞するがゆえに、企業の成長期待は低下を続け、設備投資が抑制される。その結果、貯蓄投資バランスが崩れ、追

(図6) オーバーナイト金利と統合政府のバランスシート (1983~2020年、%)



(出所) 日本銀行、内閣府、財務省、INDBより、BNPパリバ証券作成

加財政 (= 財政赤字) に頼らざるを得ないという悪循環をもたらす。潜在成長率や自然利子率が一段と低下するため、かなり長い間、インフレ率は低迷するかもしれない。インフレが訪れなければ、大規模財政を繰り返しても、財政赤字そのものは問題がない、とMMTは謳うが、このようにインフレ率が上がっていなくても、潜在成長率や自然利子率の低下という大きな弊害 (非ケインズ効果) がすでに生じているのである。

政策運営の枠組みを考え直す

コロナ危機を理由に、2020年度に続いて、2021年度も大規模な追加財政が発動されたが、そこでは政策の質ではなく、政策規模が追求され、財政規律が大きく弛緩しているように見える。独立性や公的債務管理に関する政府との協調のあり方を含め、金融政策運営の枠組みを改めて考え直す時期が訪れている。

まず、公的債務が未曾有の水準まで膨張している以上、中央銀行は、それが金融市場にもたらすリスクの制御に、これまで以上に注力しなければならない。天変地異や地政学リスクの顕在化を含め、新たなショックが金融市場を襲った際、それが財政の持続可能性やマクロ経済の安定に及ぼすリスクを最小限に食い止めなければならないだろう。そのことは、つまり中央銀行が政府債務管理に組み込まれたということである。

もちろん、引き続き「通貨価値の安定」が中央銀行の最優先課題ではある。成長の時代において、わたしたちは、それを「物価安定」と解釈してきたが、長期停滞の時代においては、徐々に「金融市場の安定」あるいは「長期金利の安定」を含んだものと解釈される

ようになるだろう。その際、金利安定を目的とする現在のYCCが引き続き主力の政策手段となるが、その意味するところは大きく変容し、手段であると同時に目的にならざるを得ない。2021年の3月点検で、日銀は今後数年の金融政策のフレームワークとして、YCCを継続することを決めた。それを決定した日銀のボードメンバーたちが考えるよりも、遥かに長きにわたってYCCを継続せざるを得ないのではないか。

消える財政と金融政策の境界

中央銀行が、政府債務管理政策の一翼を担わざるを得ないとするなら、そのことは、財政政策と金融政策の境界を消し去ることになる。政治的なインフレ・バイアスを取り除くための信認確保の装置が「中央銀行の独立性」だったが、成長の時代が終われば、政府と中央銀行の間の望ましい関係も変わらざるを得ない。振り返れば、1997年に日銀に「自律性」が法的に与えられた際、すでに成長の時代は終わっていた。経済的には「独立性」と呼ぶが、日銀の権能は行政権に付随するため、法的には「自律性」とされている。新日銀法が施行された1998年から2013年年初において、政府と日銀の間で不況期に緊張関係がしばしば見られたのは、成長の時代が終焉したことも大きく関係していたのだろう。

長期停滞は1995年にはすでに始まっていた。わたしたちは何とも間の悪いタイミングで、日銀に独立性を付与したわけである。長期停滞の下では、むしろ政府と一体化した関係が望ましかったとも言える。後述するように、一体化した上で、財政規律の弛緩など弊害を抑える制度設計が必要だったのである。

ちなみに、コロナ危機では、ソルベンシーリスクを負うのはあくまで政府であって、日銀自らの役割は流動性供給、あるいはバックファイナンスであると日銀は整理してきた。たしかにソルベンシーリスクは財政政策の領域であり、日本銀行はそこには踏み込んでいない。わかりやすい仕分けではある。ただ、財源にこれほど深く関与しているという点において、中央銀行が財政政策の領域に深く踏み込んでいることに変わりはない。中央銀行によるファイナンスがなければ、政府といえども、これほど大規模な財政政策は可能とはならなかった。直接、資源配分や損失リスクに関わっていないというだけで、中央銀行が財政政策の領域に深く踏み込んでいないとは言い難い。

財政ファイナンスそのものは問題ではない

ところで、日本では、中央銀行が財政ファイナンスを行うことが強く問題視される。それゆえ、現在行われている国債の大量購入は財政ファイナンスではない、と日銀関係者は

一様に否定してきた。しかし、これを財政ファイナンスと呼ばずして、何を財政ファイナンスと呼ぶのだろうか。突発的に訪れる経済危機に対して、政府がただちに増税や歳出削減で財源を確保するのは、まず不可能である。最終的に財源をどこに求めるかは別にして、当面の間は国債発行で対応せざるを得ない。その際、スムーズな国債発行を可能とすべく中央銀行が国債を購入するのは、何ら問題がないし、先進各国で行われている。

問題は、財政ファイナンスが制御不能なレベルまで膨らんでしまうことである。財政の中銀依存は、コロナ危機という異常事態への対応だから一時的という反論がなされるのであろうが、コロナ危機が収束した暁においても、拡張財政を手仕舞いできないことが早晩明らかになるだろう。事実、先進各国がコロナ対応の政策の手仕舞いをし始める中、2021年度補正予算では、再び大規模な追加財政が決定された。また、5月以降も、参議院選挙対応として、経済対策が取りまとめられる可能性がある。筆者が懸念しているのは、中銀依存を断ち切る努力が開始される前に、新たな危機が訪れ、さらなる財政ファイナンスが始まることである。そのとき、中央銀行のバランスシートは一段と膨らみ、日銀が公的債務管理の一翼を担うことなしには、もはや財政運営が可能ではないことが明白になるだろう。規範的な判断としては、財政政策と金融政策の一体運営は避けるべきだが、現実問題としてそれは避けられそうにない、ということである。そこで最重要課題となるのは、一体運営が引き起こす財政規律の弛緩という深刻な副作用をいかに和らげるか、ということになる。

財政ファイナンスがゼロコストではないことを確認

金融政策にもし効果があるとするれば、その本質は、需要の前倒しである。実効下限制約に達すると、その前倒し効果はほとんどなくなってしまふ。そもそも実効下限制約への到達を招いた自然利率の低下によって、前倒し可能な有効需要そのものも枯渇している。一方、財政政策の効果の本質は、将来所得の先食いであるため、金融政策よりは遥かに強力ではあるが、自然利率を回復させるものでなければ、やはり効果は一時的である。将来の公的債務の返済の際、自然利率はむしろ一段と低下する。問題は、中銀ファイナンスがゼロコストであるかのように政治的に受け止められているため、財政の崖への懸念から、追加財政が繰り返されることである。それが近年の財政膨張の背景でもある。

財政と金融政策の一体運営はもはややむを得ないものであるとしても、その弊害である財政規律の弛緩を抑えなければならない。まず、財政ファイナンスがゼロコストではないことを政府・中央銀行が公の場で確認する必要があるだろう。前述した通り、公的債務の

膨張そのものの弊害は、潜在成長率の低下というかたちで、すでに顕在化している。同時に、財政ファイナンスそのもののコストは、中央銀行のバランスシートに損失リスク（逆鞘リスク）というかたちで積み上がっており、政府はそのコスト負担に対してコミットする必要がある。

アコードの見直しが必要

それではいかなるかたちで表明すべきか。一体運営に関して、政府・日銀の統治機構の改編に踏み込むことは、将来、元の制度に復帰する際、再び大きなスイッチングコストを要する。このため、法改正ではなく、政府・日銀がアコードを再締結することで対応するのが一案であろう。

2013年1月のアコードには、日銀総裁だった白川方明が腐心し、日銀がマネー・プリンティングに陥ることを回避するため、財政健全化や潜在成長率を引き上げるための政府の努力の必要性などが謳われていた。まず、2013年1月のアコードの見直しから作業を開始すべきだろう。日銀や財務省の中には、当局者間で、非公開の協定を結べばよいと考える人も少なくない。現実には、コロナ危機が訪れた際、そうした非公式の協定が結ばれた可能性もある。しかし、財政ファイナンスがゼロコストではなく、単に顕現化していないだけで、すでに大きな損失リスクが存在していることを白日の下に晒さなければ、財政規律を復活させることはまず無理であろう。将来の危機をもたらすリスクの存在を公に認めてこなかったことも、問題をここまで膨らませた原因ではないのか。

イールドカーブ・コントロールの制度設計の見直し

アコードの見直しとともに、イールドカーブ・コントロールの制度設計も見直す必要があるだろう。まず、すでに効果よりも弊害が大きいと見られるマイナス金利政策を撤廃して政策金利をゼロとすると同時に、10年金利の誘導目標をゼロから0.25%に引き上げ、0.0~0.5%の範囲で変動させることである。国債が大量に発行された際、多少でも10年金利が上昇すれば、それが政治的な財政膨張圧力の歯止めになることは、すでに論じた通りである。より長い20年金利、30年金利も動きやすくなり、財政規律が多少なりとも復活すると思われる。

マイナス金利政策撤廃のハードルが高いということなら、政策金利の水準は維持したまま、例えばイールドカーブ・コントロールの誘導対象を10年金利から5年金利にシフトすることで、10年金利の変動を大きくすることができる。ただ、5年金利ターゲットは、実

は実務的観点から問題を抱える。5年国債を購入する投資家の層が薄いため、日銀が思った通り誘導するには、結局、5年国債の発行額のほとんどを購入しなければならなくなる。市場機能の観点からは、あまり望ましいとは言えない。代案としては、誘導年限を10年としたままで、誘導レンジをプラスマイナス50ベース・ポイントに広げることで、財政膨張の歯止め効果が得られるだろう。

日銀の損失リスクへの対応

仮に物価安定の観点から、金利の引き上げが必要になっても、このままでは日銀の政策運営の能力が損なわれる可能性がある。それは、前述した通り、利上げを行うと巨額の逆鞘が発生するからである。統合政府全体で見ればコストは同じだが、金融政策運営能力を中央銀行に残すべきであり、発生する逆鞘を政府が補填する仕組みをつくる必要があるだろう。

政府が損失を補填するというと、中央銀行の独立性、自律性がますます失われると懸念する人も多いかもしれない。実際、日銀に政策の自律性を与えた1997年の日銀法改正では、旧法で定められていた政府による損失補填の条項が取り除かれた。方策として一つ考えられるのは、経済学者の岩村充が提案するように、政府が新たに短期の政策金利に利回りが連動する変動利付国債を発行し、日銀が保有する既存の長期国債とスワップすることである。将来、政策金利の引上げが始まった際、日銀当座預金の内、基礎残高やマクロ加算残高の付利も政策金利に合わせて引き上げられていく。マネタリーベースの裏側にある資産が長期国債のままであれば、日銀の受取利息は低いまま変わらず、支払利息だけが膨らんでいく。日銀が保有する長期国債が変動利付国債と交換されれば、変動利付債の金利が政策金利に合わせて同時に上昇するため、逆鞘発生が回避される。日銀が基礎残高やマクロ加算残高に対して支払う利息が、日銀の保有する変動利付国債からの利息収入で賄われるということである。

新たな中央銀行をつくるのか

もちろん、繰り返すが、統合政府全体での民間への支払金利はまったく変わらない。日銀が支払うのか、政府が支払うのかの問題だけである。ただ、日銀が金融市場の安定のために政府債務管理に組み込まれるのはやむを得ないとしても、金融政策の機能をすべて諦めるのは大きな問題である。それでは中央銀行を設立した意味が失われる。あるいは、新たな中央銀行を創設し、既存の中央銀行は公的債務管理に専念させるのか。それもあり得

る選択肢だが、金融政策運営を担う人的資本が限られていることを考えると、まったく生産的な議論ではないと思われる。

また、政策金利引上げの際、法定準備率を引き上げることによって、民間金融機関への付利の支払いを抑え、統合政府の損失を抑制することも考えられる。事実上の銀行課税である。ただし、それは銀行を通じた預金者への課税でもある。そうしたアナウンスは、預金流出による長期金利の上昇や海外への資本流出による円安進展などのきっかけとなり、想定外の危機の引き金を引くリスクもある。

〔参考文献〕

- ・白川方明著『日本銀行 セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社 2018年
- ・岩村充著『金融政策に未来はあるか』岩波新書 2018年

