国際通貨保有国からの転落リスクと 公的債務の持続可能性

~日本がアルゼンチンタンゴを踊る日~



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

このところ話題になってきたのが、日本のGDP規模が世界第三位の座から転げ落ちて、ドイツに劣後するのではないか、という話である。もちろん、急激な円安が原因なのであって、短期的な為替変動がもたらすドル換算の経済規模の順位低下に一喜一憂すべきではないだろう。

経済厚生を考える上で重要なのは1人当たりの(購買力ベースの)GDPである。過去30年間、1人当たりGDPがほとんど改善していないこともあり、日本の実質賃金も既に先進国の中でも下位グループに位置している。「安い国ニッポン」は、最近の円安が進む前から、人口に膾炙する話となっていた。

ただ、それでもドル換算のGDP規模を無視できない理由がある。まず、国際政治におけるリーダシップ発揮や発言権にも影響する。喫緊の課題である安全保障にも経済規模は決定的な重要性を持つだろう。さらに、相対的な国力という観点から、円が国際通貨の一角を維持できるのか、という重大問題にも影響するが、それは同時に、公的債務の持続可能性にも大きく関わる。本稿では、国際通貨保有国からの転落リスクと公的債務の持続可能性について論じる。

かつての富裕国アルゼンチン

「世界には4種類の国々がある。先進国と新興国と日本とアルゼンチンだ」。経済学者の

7 6 5 4 3 2 1 0 80 85 90 95 00 05 10 15 20

(図1) 日独の名目GDP(兆USドル、暦年)

(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

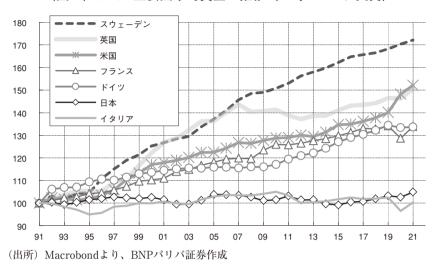
(注) 2022年については、日本は当社予想を現在の為替レート(USDJPY=137)で 換算、ドイツにはIMFの予想を現在の為替レート(EURUSD=1.00)で換算

サイモン・クズネッツのこの有名な分類は、今や別の意味を持ちつつある。18世紀後半の第一次機械時代と19世紀初頭の第一次グローバリゼーションの到来で「大いなる分岐」が訪れ、西洋の国々は工業化し、先進国と呼ばれるようになり、それ以外の国々は、発展途上国(今でいう新興国)と呼ばれるようになった。唯一の例外は、明治維新後、近代化に成功し、やや遅れて先進国の仲間入りをした日本であり、第二次世界大戦の敗戦による挫折はあったが、戦後の高度成長で、一時、世界第二位の経済規模に躍り出た。

一方、世界有数の沃野パンパを有するアルゼンチンは、19世紀末から第一次世界大戦にかけ農牧産品輸出を背景に、世界トップレベルの1人当たり経済成長率を実現し、当時は富裕国の一つに数えられるほどだった。筆者の幼少時代、「母を訪ねて三千里」というアニメドラマが一世を風靡した。主人公のマルコ少年が、19世紀末にイタリア・ジェノバからアルゼンチンのブエノス・アイレスに出稼ぎに行ったまま音信不通になった母を尋ねるべく、長い冒険を旅したという話だった。アルゼンチンはイタリアよりも豊かだったということである。しかし、その後、工業国への転換もままならず、衰退が続き、今やアルゼンチンは世界有数のインフレ体質の国、不安定な政治情勢の国というイメージから抜け出せないのは周知の通りである。クズネッツの分類の新しい解釈は、本稿の最後に論じよう。

国債バブルが生じれば中銀ファイナンスは可能に

先進国と新興国の間には大きな違いがある。手前味噌で恐縮だが、7月に上梓した拙著

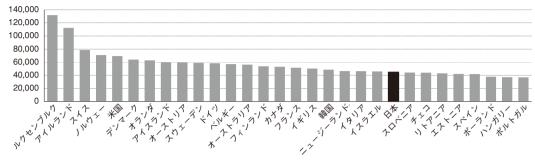


(図2) OECD主要国平均賃金の推移(91年=100、実質)

『成長の臨界』(慶應義塾大学出版会)の理論的新しさは、基軸通貨国や国際通貨を保有する先進国が危機の際、中銀ファイナンスで拡張財政を行うのが容易であり、新興国ではそれが難しいことを、経済学者のオリヴィエ・ブランシャールやマーカス・ブルネルマイヤーらの「国債バブル付きのFTPLモデル」をグローバル経済に適用して、説明したことにある(とご指摘いただいている)。もちろん、それの意味するところは常識的な話であって、これまでも直感的な説明はなされていた。ただ、「国債バブル付きのFTPLモデル」そのものが新しいモデルであり、それを国際金融に拡張したモデルは今のところ他では目にしていない。

金融市場の不完備性を前提にすると、大きな不確実性が存在する場合、人々は安全資産である国債、あるいは国債に裏付けられた銀行預金を保有しようとして、一種の国債バブルが生じ、名目成長率と長期金利の逆転が生じる。「名目成長率>長期金利」が維持される場合、ある一定以上のPB収支を維持していれば、それが赤字でも、公的債務の発散は避けられる。こうしたロジックを基に、ここ数年、ブランシャールは不況期における積極財政を理論的に正当化してきた。

オリジナルのFTPLでは、「統合政府の負債(市中保有国債の市場価値+中央銀行のマネタリーベース残高)」÷「将来のPB収支の現在価値の総和」によって物価水準が規定されると考えてきた。ブルネルマイヤーらは、将来のPB収支の改善が予想されないとしても、国債バブル(需要)が膨らむことによって、中銀ファイナンスによる追加財政がもたらす



(図3)世界の1人当たり購買力平価GDP(USD、2021年)

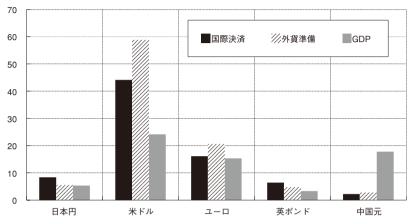
(出所) IMFより、BNPパリバ証券作成

統合政府の負債が吸収されると考えた(分母は、「将来のPB収支の現在価値の総和+国債バブル」となる)。このため、先進国では、資本流出などを懸念することなく、危機の際、中銀ファイナンスによる大規模な財政政策を行うことができる。もっとも、最後に触れる通り、2020-2021年のコロナ危機の際に米国で行われたように、短期間の間にGDP比で20%に達するような、あまりに大規模な財政・金融政策は、グローバル・インフレやグローバル資本市場の大きな振幅を惹起するなど、深刻な問題を孕んでいる。

中銀ファイナンスが難しい新興国

一方、新興国は、豊かになっても、安全資産を供給することができないため、グローバルな経済取引においても、また資産保有においても、ドルやユーロ、円などの基軸通貨、国際通貨を取得しようとする。具体的には米国債やドイツ国債、フランス国債、日本国債などを保有しようとするが、こうしたグローバルな動きをブルネルマイヤーらのモデルに組み込むことはできないか。これが筆者の問題意識であり、新興国からの強い需要があるから、危機の際に、基軸通貨や国際通貨を保有する先進国では、統合政府の負債が大きく膨らんでもスムーズに吸収され、資本流出を招くことはない、ということなのではないのか。ブルネルマイヤーらの理論モデルでは、国債バブルが先進国の国債(統合政府の負債)を吸収するが、筆者の解釈では、そこに安全資産(信認)の不足する新興国からの強い需要も加わって、基軸通貨や国際通貨に対する信認が増し(つまりバブルが膨らみ)、先進国の統合政府の負債が吸収される。

さらに、グローバル不況が訪れ、不確実性が強まると先進国のみならず、新興国においても、予備的動機が強まり、米国債など先進国の国債をさらに保有しようとする。それゆ



(図4)世界のGDPと通貨のシェア(%)

(出所) IMF、BIS資料より、BNPパリバ証券作成

(注) 国際決済は2019年時点、外貨準備とGDPは2021年時点

え、先進国は、公的債務の持続可能性をさほど気にすることなく、中銀ファイナンスで大規模財政を行うことができる。自国の貯蓄が先進国に逃げ出すリスクを抱える新興国は、潜在的な資本流出圧力に晒されるため、大規模な財政、金融政策は難しい。それどころか、資本流出を避けるために、景気が冴えないときでさえ、緊縮的な政策運営を余儀なくされる。国際金融の現場にいる人からすれば、当たり前の話なのだが、「国債バブル付きのFTPLモデル」のグローバル経済への拡張で、これらが説明できるということである。

こうしたモデルで明確になったのは、先進国が、資本流出を気にすることなく、グローバル不況期に大規模な財政政策を行うことができるのは、新興国の犠牲のお陰ということである。これが一つ目の命題である。この第一の命題の系として、それを新興国側から見ると、基軸通貨や国際通貨への強い選好が存在するため、自国の国債は吸収されず、危機であっても、積極的な財政政策は難しい、ということである(第二の命題)。改めて感じるのは、国際金融市場は先進国、特に基軸通貨国に極めて有利なシステムということである。「途方もない特権」という言葉があるが、それは、フランスのドゴール政権の財務大臣を務め、後にドゴール大統領の後を襲ったポンビドゥーが米ドルに向けたものだった。

バブルの臨界を規定するのはグローバル経済

本来、先進国で統合政府の債務を国債バブルが吸収しても、バブルを無制限に膨らませることはできないから、いずれは限界が訪れる。経済学者のジャン・ティロールらのバブ

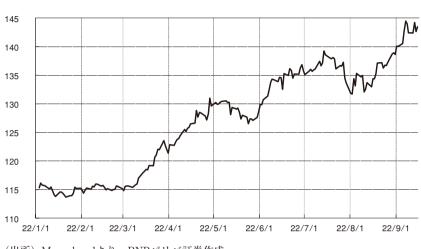
ル代替のモデルが示す通り、経済規模と同じ拡大ペースなら維持できる。ただ、グローバル経済に拡張した筆者のモデルにおいては、基軸通貨国や国際通貨国の公的債務(統合政府の負債)に対する需要を規定するのは、それぞれの国の経済規模ではなく、グローバル経済である。これが第三の命題である。つまり、新興国からの需要が存在するため、持続可能な公的債務の臨界を規定するのは、グローバル経済の拡大ペースとなる。先進国よりも新興国の成長ペースが速いとすると、先進国では、自国経済より公的債務の膨張ペースが速くても、持続可能であるかもしれない。先進国の国債バブル、特に米国債に対するバブル(あるいは信認というべきか)の天井は思った以上に高い。

因みにブレトンウッズ体制構築の際、ケインズが国際清算同盟(バンコール)の導入を 提唱した。それは、戦後に米国が基軸通貨国のメリットを英国から奪い去ることを極力抑 えようとした利己的な動機からだったが、バンコールが導入されていたのなら、現在より も遥かに民主主義的な国際金融システムを構築することが可能だったかもしれない。ケイ ンズと米国側のカウンターパートだったホワイトの「ブレトンウッズの闘い」の詳細は、 拙著を是非、ご覧いただきたい。

ドルの基軸通貨性は増している

さて、近年、筆者が強調しているのは、新興国のドル経済化がますます進み、ドルの基軸通貨性がむしろ増していることである。今回のコロナ危機においても、世界的なドル需要への高まりに対して、FRBはドル・スワップ協定を各国と結び、先進国のみならず、新興国の一部に対してもドル供給を開始した。グローバル資本市場における「最後の貸し手」として、基軸通貨であるドル供給の強力なツールが整備され、ドルシステムはこれまで以上に強固になったと考えられる。元日銀副総裁の中曽宏は、「Global Lender of Last Resort(GLLR)」と呼んでいる。ウクライナ危機でのロシアへの金融制裁を垣間見て、中国はドルシステムに安住するのはもはや危険と感じ、CIPSの強化に動いているのだろうが、ネットワーク外部性や制度的補完性によってますます使い勝手を増したドルシステムから利用者が抜け出すのは難しい。中国にとり、CIPSが「万が一の保険の役割」を超えることは、少なくとも当面は、難しいだろう。

ユーロやポンド、スイスフラン、円、カナダドルなどの主要通貨とドルの間のスワップ協定は恒久的なものであり、それら主要国通貨はドルシステムをより強固にするためのツールに変貌すると共に、無制限のドル供与の恩恵を享受し、基軸通貨ドルに紐づけられた、かなり高い安定性を手にしたようにも見える。元々、国際通貨には、基軸通貨のドルに次



(図5)ドル円レート(日次)

(出所)Macrobondより、BNPパリバ証券作成

いで、強い選好がグローバルで存在するため、中銀ファイナンスによる大規模な追加財政を行っても、資本流出を懸念する必要がないと、本稿の前半で論じた。さらに恒久的なドル・スワップ協定という制度的に強固なバックストップが加わったことで、いわばドルシステムを補完する重要な地位を与えられると同時に、擬似・基軸通貨性の機能を手にし、懸念はより小さくなったともいえる。

国際通貨の地位は半永久的か

ならば、日本は半永久的に国際通貨の地位を享受し、そうだとすると、公的債務が膨張しても、その持続可能性を懸念する必要はないのか。答えは複雑だが、短期的にはイエスであるが、長期的にはノーである。確かにドルシステムに深く組み込まれたことで、円の国際通貨としての寿命は延伸したとは言える。ただ、そのことだけで、半永久的に国際通貨の一角を維持できるわけではないだろう。まず、国際通貨であるかどうかは、やはり相対的な国力が影響する。1人当たり所得も増えず、おまけに人口も減少が続くというのでは、国際通貨の一角を永く占めるのは難しくなっていく。各国経済は、例えば2%程度の成長の継続によって、36年(一世代)で倍増していくが、ゼロ近傍の成長を続けたままの日本では、経済規模の倍増に150年近く要し、埋没は避けられない。インフレ格差を勘案するとギャップはさらに拡大する。

急激な円安もあって、金融市場ではようやく日銀の出口が意識され始めてきたとはいえ、

巨額の公的債務だけでなく、大幅なPB赤字を抱えたままでは、公的債務管理の要請から、金利正常化(継続的な利上げ)は容易ではない。近い将来の利上げは、政策の微修正に留まり、正常化の開始とはなり得ない、というのが政策当局者のコンセンサスだろう。ただ、国債管理の要請からゼロ近傍の金利を続けなければならないと言っても、国際通貨の地位が揺らぎ始めた際には、日本の預金者が果たして、このままゼロ金利を甘受するのか、という決定的な問題が露になるだろう。

日本人が円預金を見捨てる日

公的債務が膨張を続けても、ゼロ金利を続けてさえすれば、利払い費を抑え込み、公的債務も管理可能と言いたい政治家も多いだろう。ただ、国際通貨の地位が揺らいで来れば、日本の預金者は半永久的にゼロ金利の続く円預金を手放し、ドルや他の国際通貨の預金を保有しようとするはずである。円預金の流出する邦銀はもはや自国通貨建てとはいえ、日本国債を積極的に保有しようとはしなくなる。そうなると、金融取引の担保需要等はともかくとして、日銀以外、円建ての日本国債を積極購入する人は少なくなる。日銀が国債を全て購入することで、金利急騰を封じ込められるとしても、国債の無制限購入(強烈なQE)が円暴落を招くことは、わたしたちが、現在、予行演習を行っている通りである。大幅な円安とインフレのスパイラルが進み、十分安くなったと思われ始めた時、円建て資産を安く買い叩くべく、日本への資金流入が再開する。

ドルシステムに深く組み込まれた国際通貨・円を保有するから、半永久的に日本が財政危機を避けられるという慢心は禁物だろう。現在のシステムが上手く機能している間に、超長期の財政健全化プランを整えなければならない。これを整えれば、国際通貨として延命できる可能性は高まる。放置しても、10年、20年はまだ大丈夫のようにも思われるが、首都直下型地震や南海トラフ地震、富士山噴火、台湾有事など、公的債務を急激に膨らませるイベントが二つ三つと重なると、一気に公的債務の持続可能性が臨界に達する可能性がある。

これまでの議論をまとめよう。日本に適用されるのは、基軸通貨国やそれに準ずる国際 通貨保有国が、危機時に中銀ファイナンスによる大規模な財政政策を行うことができると いう第一の命題だけでない。国際通貨を失うリスクがある我が国は、新興国向けである第 二の命題も意識する必要がある。アグレッシブな財政、金融政策は、短期的には景気刺激 効果を持つとしても、それが資源配分や所得分配を大きく歪め、潜在成長率を低迷させる と同時に、一人当たりの実質賃金を低迷させる、というのは、これまでも繰り返し論じて きたことである。最近、円安の弊害が広く論じられ始めたが、それは「痛み止め」である はずのマクロ安定化政策の処方が行き過ぎたせいで、副作用が無視しえなくなったことの 証左に他ならない。第一の命題が当てはまる間に、マクロ安定化政策の在り方を再検討す る必要もあるだろう。

日本がアルゼンチンタンゴを踊る日

再びクズネッツの分類。彼が意図したのは「先進国は先進国のまま、新興国も新興国のまま、新興国から先進国に転身できたのは珍しく日本のみ、先進国から新興国に転落する国も珍しくアルゼンチンのみ」ということだった。そして、新たな解釈は、言うまでもないだろう。今のところアルゼンチンが近い将来、先進国に仲間入りする可能性は高くはないから、新興国から先進国入りし、再び新興国に日本が転落すれば、日本はアルゼンチンと同じ経路を辿ることになり、国の種類は3種類になる。これがサブ・タイトルの「日本がアルゼンチンタンゴを踊る日」の含意だが、それは何としても避けたいところである。因みに、1990年代後半以降の第二次機械時代と第二次グローバリゼーション時代の到来によって、新興国が躍進を始め、中国が著しい復活を遂げるなど、「大いなる収斂」が続いているから、クズネッツの分類そのものが意味をもたなくなるのかもしれない。

蛇足だが、筆者の念頭にある四つ目の命題は、基軸通貨国であっても、あまりに規模の大きな中銀ファイナンスで大規模な追加財政を行うと、グローバル・インフレをもたらすだけでなく、大幅な金融引締めが必要となり、新興国経済を含めグローバル経済を相当に不安定化させるから、そうした政策はやはり行うべきではない、というものである。命題というより、現在進行形の大実験によって検証中の仮説というべきものである(拙著『成長の臨界』では、基軸通貨国での事実上のMMTの大実験と呼んでいる)。可能性は高くはないとは思われるが、もし、名目成長率と長期金利の再逆転が生じれば、グローバル資本市場は瓦解寸前まで追い込まれるリスクもある。

ボルカー的利上げが必要となるのか

グローバル資本市場は、未だに米国の家計や企業のインフレ期待の上昇を過小評価しているように見える。現状の低い実質金利では、米国の景気過熱を十分に抑えられず、インフレはさらに加速し、最終的にはボルカー的な強い引締めが必要となって、グローバル経済は大幅な悪化が避けられないのではないか。もちろん、ストック経済化の進展で、これまでの株価下落によって、米国の個人消費がスムーズに減速し、インフレが鎮静化するというシナリオも考えられなくはない。ただ、金利に敏感な住宅投資や耐久財消費には減速



(図6)米国のCPI(前年比、%)

19

20

21

22

-1.0 12 13 14 15 16 17 (出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

10.0 9.0

8.0

7.0

6.0 5.0 4.0 3.0 2.0 1.0

が見られるとはいえ、サービス消費は依然として強く、雇用統計でも米国経済が減速しているという兆候はほとんど確認されていない。

////