

2005 年春季大会会長講演 『ゼロ金利と日本国の健全性』

一橋大学 清水 啓典

1. ゼロ金利下の財政政策

長期に亘るゼロ金利の影響は金融分野最大の課題の一つであるが、同時にその財政へ深刻な影響も忘れてはならない。ゼロ金利下の借り手として最大のメリットを享受しているのは公的部門である。ゼロ金利が長期間続くほど超低金利国債への借り換えが進んで、国債の利払費負担は軽減される。国債管理の視点からは、この超低金利の時により多くの国債を発行しておくことが有利である。たとえ、いずれ金利が上昇したとしても、資本損失を被るのは国債保有者であって、満期まで保有し続ける国ではないし、ゼロ金利時に発行した超低金利国債の表面利率が上昇するわけでもない。

国債と貨幣とは本質的にはいずれも国の負債であり、前者には利子が付くという点だけが異なるに過ぎない。国債を超低金利で発行できるということは、財政当局が貨幣発行の権限を持ったに近い効果がある。財政当局が年度ごとの資金フローに注目する限り、また、償還額の増加を将来の問題として考慮外に置く限り、超低金利国債発行による資金調達は最も合理的な選択なのである。国債残高の激増は財政当局の合理的選択の結果であるという認識が必要である。如何に問題視されようと、当面その選択が有利であれば、現在の内閣や政治家の任期よりも長い将来に問題が顕在化するような、国債残高増加のような動きを止める強い誘因は働かない。

しかし、より重要な事実は、国債増発を合理的な選択としている根本的な理由がデフレの継続にあるという点である。デフレが継続する限り、名目金利は低く抑えられて利払い費は低下するから、政治的には困難な財政支出削減を避けて、国債残高を増加させるといった選択が行われる。しかし、世界最悪の財政状況は既に破綻状態にあり、このままでは将来事態は一層悪化して、日本経済の命運に関わる極めて深刻な事態を引き起こすことは誰の目にも明らかである。利払費の増加という国債増加の歯止めと財政健全化の誘因を失わせるデフレの継続は、徐々に日本国の健全性そのものを蝕んでいる。

2. 国債残高の現状

一般会計歳出に占める利払費の割合は 1986 年の 19.1%から、2004 年度の 10.6%に低下する一方で、公債残高は、145.1 兆円から 2005 年度には一般会計税収の 12 年分に当たる 538.4 兆円に激増している。これに地方の債務残高を加えると、2004 年末で政府の債務残高は GDP 比 161.2%となる。大きな原因は 90 年代以降の国債発行調達による景気浮揚・金融システム安定化対策である。結果的には失敗であったが、それは財政支出の景気浮揚効

果を信じていた財政当局にとっては、超低金利下では合理的選択であった点に注意が必要である。

財政の現状については、財務省 HP で簡単に知ることができる。
(www.mof.go.jp/jouhou/syuzei/siryuu/003.htm ~ 007.htm) 先進諸国の中でも日本の債務残高が 90 年代に飛躍的に上昇して、財政は際だって深刻な状況に陥っていることが明らかである。

このような 90 年代以降の国債残高の驚異的な増加は、その利子率とどのように関連しているのだろうか。国債増加額と国債残高それぞれを、単純な OLS に基づいて国債利子率に回帰させた結果は次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{国債増加額} &= 32.35 - 338.20 \text{ 国債利子率} + \quad (1) \\ &\quad (10.64) \quad (-6.40) \quad \text{補正}R^2 = 0.571 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{国債残高} &= 433.28 - 4971.41 \text{ 国債利子率} + \quad (2) \\ &\quad (21.98) \quad (-14.51) \quad \text{補正}R^2 = 0.87 \end{aligned}$$

それぞれの係数はいずれも 0.1%水準で有意であり、非常に高い相関が見られる。とりわけ国債残高に関しては、補正 R^2 も 0.87 と非常に高い値となっており、利子率低下が国債残高増加の大きな要因となっていることが分かる。

3. マネーサプライと国債利子率

日本の 90 年代はマネーサプライ増加率が大きく低下したためにデフレとなり、それに伴ってゼロ金利状態が生じている。これが国債残高の急増を許した原因の一つである。もちろん、財政悪化の主要因はバブル崩壊後の景気低迷による税収の減少にあるが、国債の増発が利払費の急増を招くような環境の下では、国債残高増加率も抑制される誘因が働いたはずである。この意味で、国債残高の増加は、マネーサプライ増加率が低下したなかで、超低金利のために貨幣と代替的な資産となった国債が、貨幣に代わって大量に供給されている現象と考えることができる。貨幣の場合には、それが大量に供給されるとインフレとなる。国債の場合にはそれが直接インフレに繋がることはないが、財政破綻の帰結は将来の大インフレである。

警戒すべきは、財政破綻は将来の問題ではなく、将来の増税や大インフレを予測した国民が現段階で消費を抑制することで、不況からの脱出が一層困難になることである。

4. 財政負担と経済的繁栄

2005 年 Index of Economic Freedom (The Wall Street Journal and the Heritage Foundation 発行) によると、世界 155 カ国の経済的自由度を指標化した値と 2003 年基準の購買力平価調整済み一人あたり GDP をプロットした図から、経済的自由度と経済的繁栄の間に高い相関がある。このランキングによると、日本の経済的自由度の順位は 39 位であり、1995 年に比べて大きく低下している。その大きな理由は数値の高い「銀行と金融」、及

び「財政負担」である。

「銀行と金融」で表される日本の金融市場の 4.0 という値は他の上位国に比べても圧倒的に規制が厳しいという評価を意味する。それに加えて、ここで注目したいのは「財政負担」が経済的自由度を低下させる要因となっているという点である。長期的には不可避な増税のために今後はこの値の大幅な悪化が予想される。そうなれば、経済的自由度の低下は避けられず、それは同時に経済的繁栄の低下をも示唆することになる。155 カ国もの国をランキングするこの指標に対しては様々な異論もあり得よう。しかし、世界最悪の国債残高累積が将来の増税を意味すること、また、それが経済的自由度の低下を意味することに関しては異論の余地がないであろう。

国債残高の増加は大きな政府を意味するが、調達された財政資金が将来の経済成長促進のために有効に使われるならば、成長による増収によって返済減資を確保できるので必ずしも悪いものではない可能性もある。問題は、財政支出が本当にその様な使われ方をしていくかという点である。これこそまさに小泉首相の目指す「構造改革」に他ならない。「構造改革」の中核は財政構造改革である。小さな政府を目指しつつも、国債残高が激増を続けている現状は、「構造改革」が進展していると言える状況にはない。デフレの継続はそれを助長している大きな要因であり、日本が財政規律を取り戻すためにも、日銀の主導による一刻も早いデフレからの脱却が望まれる。