

金融政策パネル「金融政策による公的債務管理とその副作用の制御」

河野 龍太郎 (BNP パリバ証券)

日本では四半世紀にわたり、低成長、ゼロインフレ、ゼロ金利が続く。自然利子率の低下で、金融緩和による景気刺激やインフレ醸成が困難となり、追加財政が繰り返され、公的債務の膨張も続く。今では経済・物価だけでなく公的債務管理の観点から、低金利を継続せざるを得ない。本報告では、金融政策による公的債務管理とその副作用の制御について論じる。

日米欧では、長期金利が名目成長率を下回る状況が2010年代以降、常態化する。米欧も実効下限制約に頻繁に直面し、近年、財政政策を活用すべきとの見方も増えている。日本でも地球温暖化対応や地政学的リスクへの対応から、財政政策を活用すべきという主張が政策の場でも増えている。低金利の常態化ゆえ、公的債務の膨張は放置されている。

膨張する公的債務への大忘却の背景には、日銀のイールドカーブ・コントロール(YCC)の成功がある。もし長期金利が急騰すれば、財政の持続可能性に疑念が広がり、金融市場は大きく動揺する。そうなるとマクロ経済と物価に多大な問題が生じるため、中央銀行は長期金利の上昇回避を最優先するだろう。YCCの成功もあり、既に政治的には、財政政策はゼロコストと誤認されており、公的債務の膨張が継続すると同時に、日銀頼みが益々進む。

コロナ禍で金融政策と財政政策の一体運営が進んだ。コロナ禍が収束しても、正常化は難しく、中央銀行が公的債務管理に組み込まれていることが明らかになるだろう。マクロ経済・物価の安定のためにはやむを得ないが、副作用である財政規律の弛緩を抑える仕組みの導入が必要である。まず、中央銀行による財政ファイナンスがゼロコストではないこと、潜在的成本は中央銀行のバランスシートに積み上がっていることを公に確認し、同時に将来の損失に対し、政府がコミットする必要がある。

公的債務膨張の弊害は現れておらず、喫緊の課題ではない、という見方もある。確かに、金利やインフレの急騰は直ちには生じないだろう。ただ、天変地異や地政学的リスクが顕在化する場合、公的債務のさらなる急膨張で、制御はより困難になる。また、公的債務膨張の弊害は潜在成長率の低下という形で、既に現れているのではないか。個人消費が継続的に低迷する背景には、将来の年金や介護、医療への強い懸念がある。財政が危機的であるから、社会保障の縮減が続くと予想され、予備的動機で貯蓄が行われるのである。社会保障との一体改革が必要である。その際、過去の社会保障制度改革で、財源として被用者保険の社会保険料の引上げに頼ってきたことに注目すべきである。低所得層の大きな負担増になり、また、企業の人件費負担回避から非正規雇用の増大につながった。財源を決める際、逆進性の緩和を考慮しなければならない。また、税と社会保障の一体改革は、公的債務の物価調整を和らげることに寄与する。

1990年代以降、望ましい金融政策のスタイルとしてインフレーション・ターゲットが掲げられた。それが上手く機能するのは高い成長の時代であり、低い成長の時代には、金融バブルや公的債務の膨張を助長する。低成長時代の下での金融政策を再検討する必要がある。