

## 中央銀行パネル「国債が貨幣と袂を分かつ時」

齊藤 誠（名古屋大学）

本報告では、まず、1995年9月より展開された超低金利政策の下で、政府と日銀を合わせた統合政府の債務が四半世紀という長い期間をかけてどのように構築されてきたのかを振り返る。

超低金利環境において短期金利がゼロ近傍に低下すると、短期国債と貨幣（日銀券と日銀当座）が等価になるとともに、イールドカーブがゼロ近傍でフラットになると、長期国債と短期国債が等価になる。その結果、長期国債、短期国債、貨幣がゼロ金利で旺盛となった貨幣需要に吸収されるとともに、長・短期国債の返済はゼロ金利で先送りすることが可能となる。この場合、国債の実質価値は、貨幣保有者が負担するセニョリッジではなく（短期金利と通貨金利がゼロ水準で一致しているのでセニョリッジは生じていない）、将来の財政余剰の割引現在価値を超える国債価格バブルによって支えられている。この国債価格バブルは、物価水準に対してマイルドなデフレ圧力も生じさせてきた。

四半世紀の統合政府債務の拡大をより詳しく見ていくと、まずは、2000年代半ば以降に定着した長期金利低下期待で民間銀行の長期国債への需要が急激に高まると同時に、日銀はより低い長期レートで民間銀行から長期国債を買い入れてきた。そうして日銀が積極的に買い入れた長期国債は、日銀が既に保有していた長期国債の事実上の借換に充てられた。その結果、日銀のバランスシートは、長期国債買入のテンポほどには拡大することがなかった。しかし、2013年4月以降は、日銀は民間銀行の超過準備預金への預け入れで長期国債を買い入れてきたことから、日銀のバランスシートは、資産側の長期国債と負債側の超過準備預金が両建てで急激に拡大していった。

それでは、四半世紀をかけて積み上げられてきた統合政府の莫大な債務は、今後、どのように返済されていくのだろうか。短期金利がゼロ水準からわずかに離陸すると、長期国債、短期国債、貨幣の等価関係は一挙に崩れてしまう。まずは、イールドカーブがスティープになって長期金利上昇期待が生じることから、民間銀行の長期国債への需要が縮小する。貨幣も、金利がゼロ水準に固定されている日銀券や法定所要準備は依然として貨幣であるが、短期金利が付される超過準備はもはや貨幣ではなく、統合政府にとって変動利付国債に変わる。ゼロ金利からの離陸で貨幣需要が縮小するとともに、長期国債、短期国債、超過準備は、もはや貨幣需要ではなく、将来の財政余剰で支えられる必要が生じる。換言すると、これまで統合政府の債務価値を支えていた国債価格バブルは、ゼロ金利からの離陸で一挙に破裂してしまうことになる。

超低金利環境の出口において予想されることは、旺盛であった貨幣需要の縮小と膨張してきた国債価格バブルの破裂で物価水準が即座に高騰する事態であろう。しかし、統合政府が長期的な財政構造改革にコミットすれば、物価高騰で減価しつつも、依然として残存する国債価値は将来の財政余剰で支えられることから、物価水準の上方への修正がハイパーインフレに転じることはない。すなわち、超低金利環境の出口においては、物価水準や長期金利の大幅な修正が不可避であるものの、統合政府が財政規律を回復することができれば、ハイパーインフレという非可逆的な破滅を避けることができる。