

「財政破綻懸念」も「過剰緩和の副作用」も杞憂だったのか？

オールニッポン・アセットマネジメント 森田長太郎

(1) JGB 市場においてなぜ膨大な政府債務に対するリスクプレミアムが発生しないのか？

- ・プレミアム自体が発生していないのか、他の要素が相殺しているのかは明確ではない
- ・ Saving glut の存在→将来不安が家計に過剰貯蓄を発生させ、バブル崩壊と金融危機が企業の投資意欲を抑制した
- ・ 政府債務の増加は信用創造メカニズムの一環に過ぎない→日本では政府債務の増加が民間信用の縮小を補完（前提は対外純資産保有国、経常黒字国、基軸通貨国・準基軸通貨国）
- ・ 投資家による長期固定債保有への需要の強まり→ALM の進展、金融規制の強化
- ・ 長期金利低下期待とデysinフレ期待の定着→キャピタルゲイン目的での債券保有需要の強まり
- ・ 長期化した日銀による金融緩和の影響、特に異次元緩和中の国債大量買入れ

(2) ソブリン格付け無効論

- ・ 主要先進国の国内政府債務格付けに債務比率や PB 比率など民間の社債格付けに類する判断基準をソブリン格付けに適用することの妥当性
- ・ 日本の 90 年代以降の格下げにソブリンプレミアムが殆ど反応しなかった実績がソブリン格付け無効論を強化した
- ・ なぜ欧州債務危機では、ソブリン格下げが市場インパクトを持ったのか？
- ・ ソブリン格下げは政府の発行コストは増大させないケースが多いが、銀行の外貨ファンディングコストには確実に影響する

(3) 財政政策と金融政策の一体化は善か悪か？

- ・ 政府と中央銀行がインフレ目標に共同責任を持てるなら、MMT 的な政府債務の貨幣化は容認されるのではないか？
- ・ 財政ファイナンスが政府の所得分配機能の強化を通じて経済成長に資するとの議論
- ・ 金融緩和が財政規律を低下させ、公的部門の肥大化と民間経済の非効率性をもたらす問題
- ・ 政府債務の増加による中立金利の上昇は、中央銀行の独立性とインフレ目標が堅持されていけば問題ないのか？→金融システムへの影響
- ・ 市場機能が資源配分の最適配分に資するのであれば、現在の日本経済の資源配分は既に大きく歪んでいることになる
- ・ 市場の「警鐘」がなくなれば、国家のリスクマネジメント能力は低下するのか？
- ・ 市場の「警鐘」があってもなくても、巨大な需要ショックと供給ショックへの対処能力は国家しか持ちえないという現実