

金融政策の国債管理政策化

——超低金利環境からの出口はあるのか*——

白塚重典

要旨

本稿は、2021年度秋季大会における中央銀行パネル「金融政策の国債管理政策化：超低金利環境からの出口はあるのか」におけるモデレータとしての導入報告をもとにしている。具体的には、まず、議論の導入として、2000年代以降の日本経済の動向を振り返り、財政バランスと金融・財政政策の関係について統計データを整理する。その上で、ポストコロナ時代のマクロ経済政策の運営枠組みについて論点整理を行う。

1 2000年代の日本経済のパフォーマンス

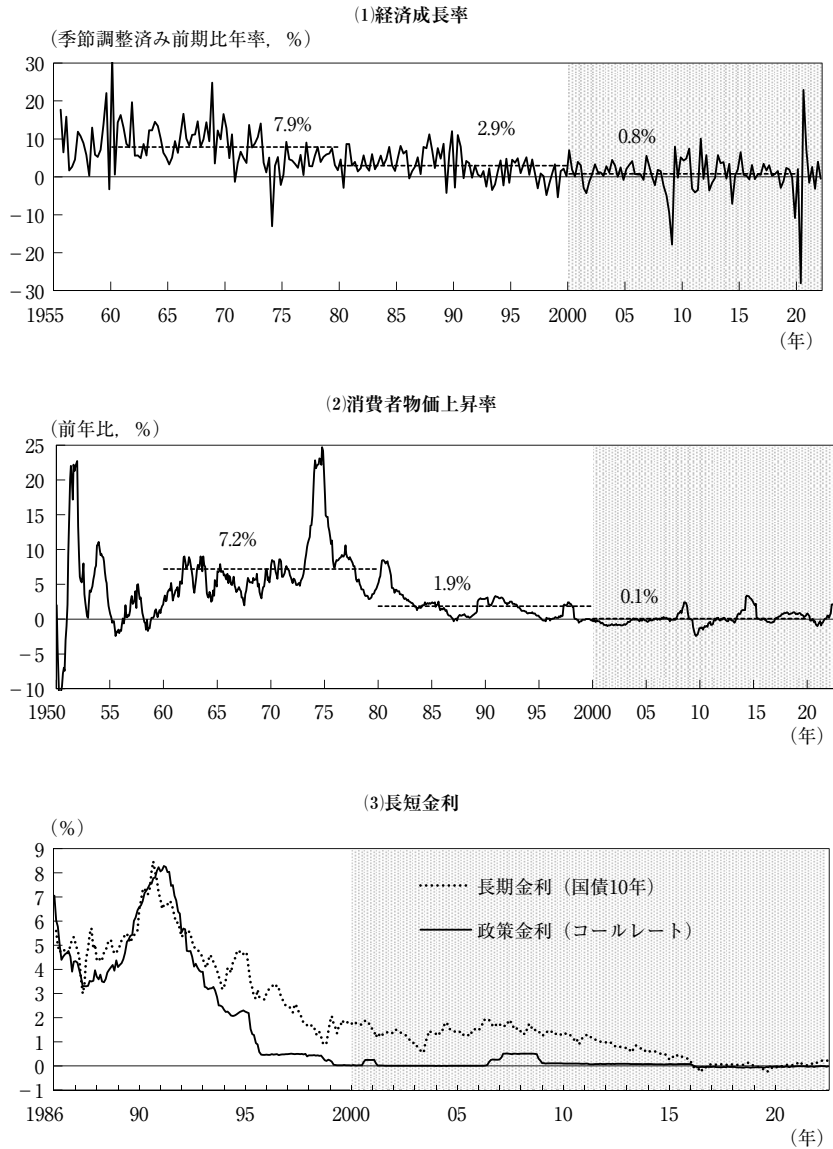
まず、過去20年間のわが国経済を振り返ることから始めたい（図1）。経済成長率と消費者物価上昇率の20年ごとの平均値をみると、前者は1960～79年が7.9%、1980～99年が2.9%、2000～19年が0.8%、後者は7.2%、1.9%、0.1%である。成長率・物価上昇率はともに低下傾向をたどり、2000年代に入ると、成長率も物価上昇率もゼロに近い水準となった。こうした日本経済の長期停滞は、しばしば「失われた20年」と呼ばれる。この間、長期金利・政策金利（短期金利）も低水準で推移し、政策金利が25年以上にもわたってゼロ金利制約に服しているだけでなく、2016年以降、長期金利もほぼゼロで推移している。過去20年間のわが国経済は、低成長、低インフレ、低金利という「3つの『低』」によって特徴付けられることが確認される。

インフレ率は経済活動の体温計、お金は血液とたとえられる。わが国経済は、金利が低く、お金は大量に供給されているが、血の巡りが悪く、恒常的な低体温症に陥ってしまっている。その結果、経済活動も不活発で、経済成長率も低い状態が続いている。失われた20年は、低成長、低インフレ、低名目金利という「3つの『低』」によって特徴付けられる低体温症経済に陥っていたといえる。これは、一時的な問題ではなく、より慢性的・長期的な問題である。慢性症状の処方箋は、対症療法で痛みなどの症状を緩和させるだけでなく、体質改善など抜本的・包括的な取組みが必要とされる。

わが国に低体温症経済が定着してしまった基本的な背景として、貯蓄超過経済であることが指摘

* 本稿は、2021年度秋季大会における中央銀行パネル「金融政策の国債管理政策化：超低金利環境からの出口はあるのか」におけるモデレータとしての導入報告をもとにしている。パネリストを務めて頂いた河野龍太郎、齊藤誠、鎮目雅人の各氏との有意義な議論に感謝したい。

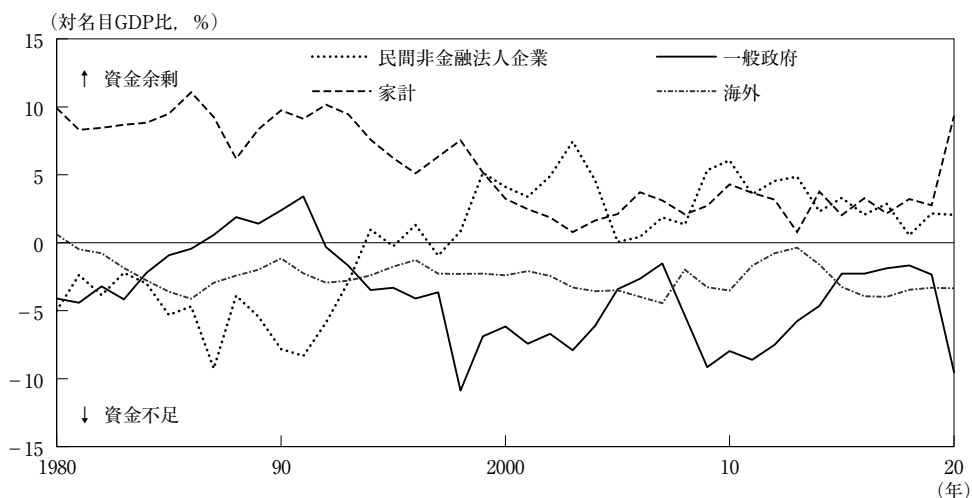
図1 日本経済のパフォーマンス



(出所) 内閣府『国民経済計算』, 総務省『消費者物価指数』, 日本銀行.

される。日本銀行の『資金循環』で各経済主体の資金過不足をみると(図2), 1990年代までは, 家計が資金余剰(貯蓄超過), 企業が資金不足(投資超過)という構図が定着していた。家計は将来に備えるため, 所得のすべてを消費せず一部を貯蓄に回し, 資金余剰主体となっていた。他方, 企業は生産活動に必要な設備投資などのために資金調達を行う結果, 資金不足主体となっていた。ところが, 1990年代に入ると, この構図に変化が生じた。まず, バブル崩壊後の不良債権処理が本格化し, 企業は新規の設備投資よりも債務返済を優先したため資金不足幅が急速に縮小し, 1990年代半ばには資金余剰となった。企業部門はその後も20年以上にわたって資金余剰が継続している。また家計部門も, 高齢化の進展などを反映して余剰幅は縮小傾向にはあるものの, 依然として企業

図2 制度部門別資金過不足



(出所) 日本銀行「資金循環」。

部門と同程度の資金余剰となっている。この間、政府部門が赤字主体という状況が定着している。

2 財政バランスの国際比較

財政バランスについてみると(図3)、足許、主要先進国は、コロナ危機への対応として、未曾有の拡張策を繰り出しており、プライマリーバランスは大幅な赤字となっている。先行き日本同様、大規模な政府債務の下での政策運営を余儀なくされるであろう。

もっとも、過去20年余りの推移を振り返ってみると、日本以外の主要先進国では、プライマリーバランスは景気循環に応じ、黒字化したり、赤字化したりしながら変動している。これに対し日本では、バブル崩壊後、1990年代半に赤字化した後、恒常的な赤字が続き、政府債務残高の対名目GDP比も累増し、200%を大きく上回る水準に達している。

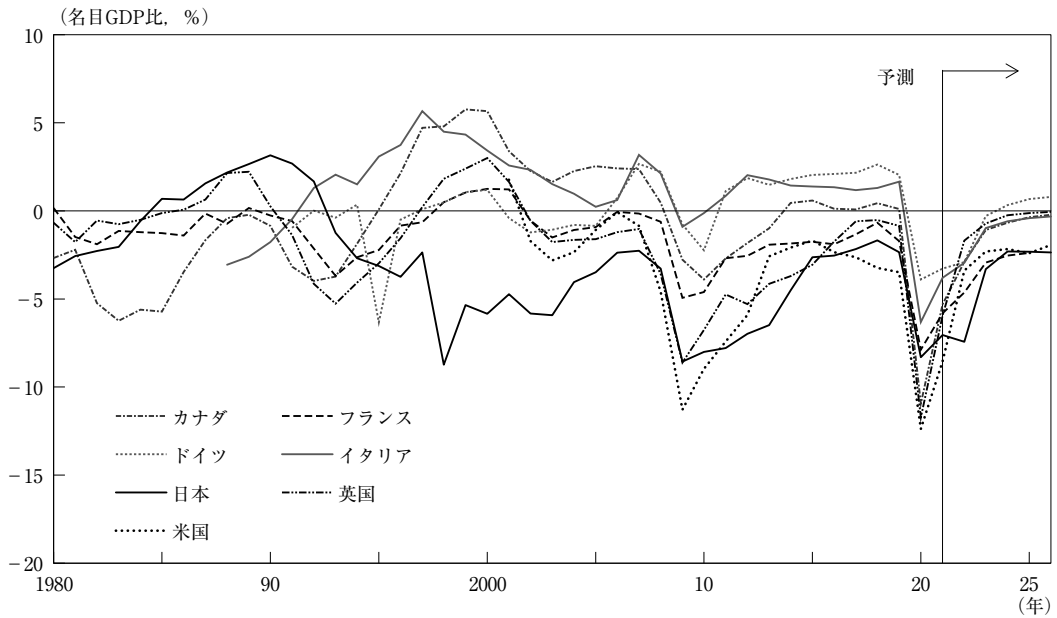
こうしたプライマリーバランスと政府債務残高の調整がどのように推移してきたかを確認しておこう(図4)。両者の関係は、短期的には円弧を描いており、プライマリーバランスが悪化した場合、短期的にはプライマリーバランスを改善し、政府債務残高の拡大を抑制する方向に調整されている。もっとも、バブルの崩壊、グローバル金融危機、そしてコロナ危機と大きなショックに見舞われるたびに、短期的な関係線が右方向にシフトし続けていることもわかる。この結果、政府債務残高の対名目GDP比が今後どのような水準で安定化に向かうのかは必ずしも明らかではない。

3 日本銀行バランスシートの膨張

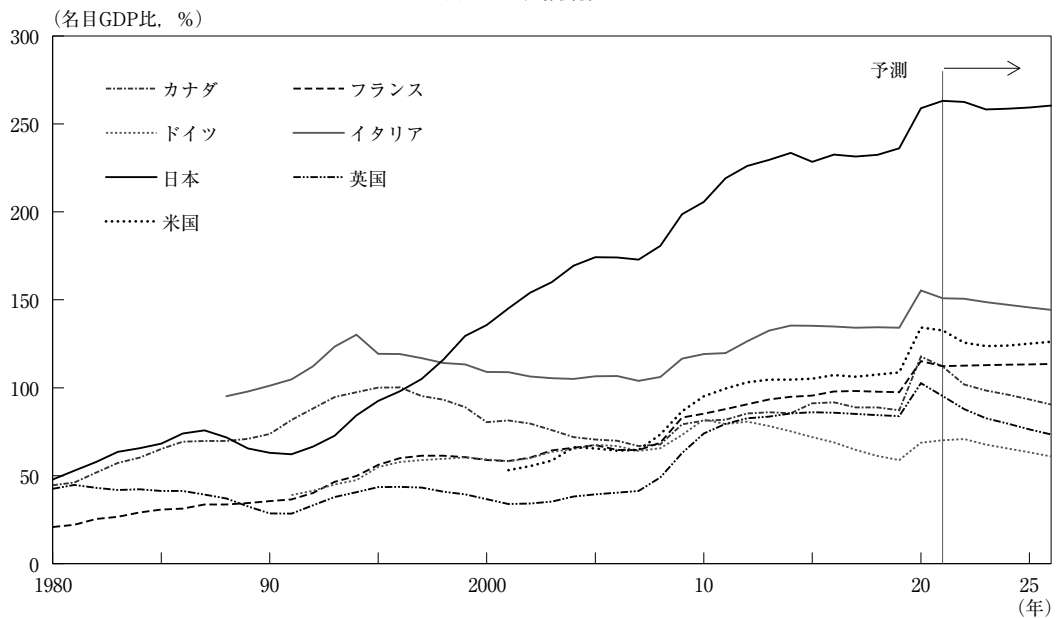
わが国経済は、1995年9月に日本銀行がオーバーナイト物無担保コールレート(政策金利)の誘導目標を0.5%に引き下げて以降、25年以上にわたって短期金利がゼロ近傍で推移している。政策金利を調整し、経済変動と物価を安定させる伝統的金融政策が機能しない、名目金利の実効下限制約に抵触し続けている。もちろん、低成長、低インフレが継続する中で低金利環境の長期化はある意味で自然なことである。そうした中で、金融政策は、非伝統的金融政策の新たな政策運営枠組みや政策手法を漸次生み出すことで運営されてきた。¹⁾

こうした状況は、グローバル金融危機後、主要先進国の中央銀行にとって共通の課題となり、大

図3 主要先進国の財政バランス
(1)プライマリーバランス



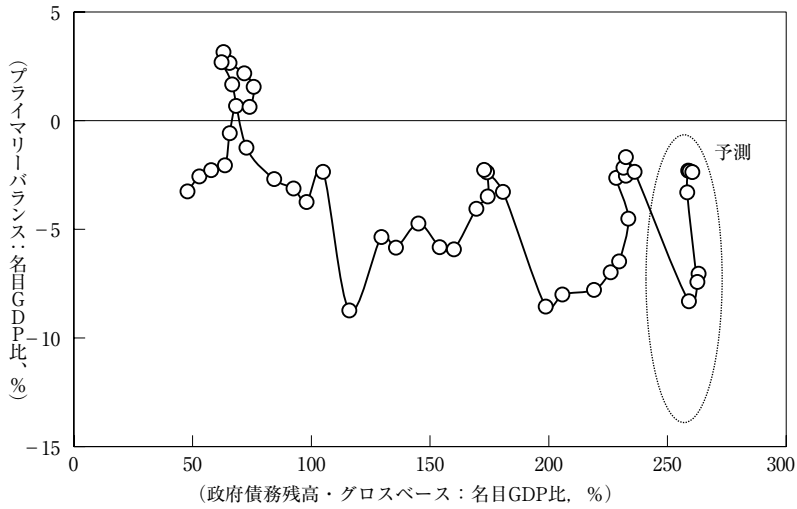
(2)グロス政府債務



(出所) International Monetary Fund.

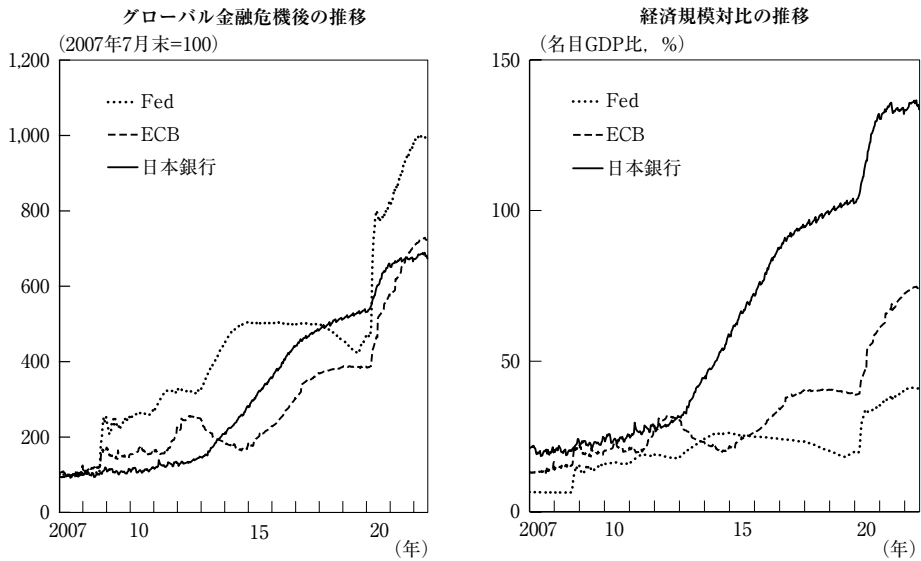
1) 中央銀行のバランスシートに着目した非伝統的金融政策の機能と有効性については、白塚(2010)の議論を参照。特に、政策効果を検証する上では、金融経済環境の変化に応じて、バランスシートの資産・負債の規模に加え、その構成の変化をみていくことが重要である。

図4 財政の持続可能性



(出所) International Monetary Fund.

図5 主要中央銀行のバランスシート規模

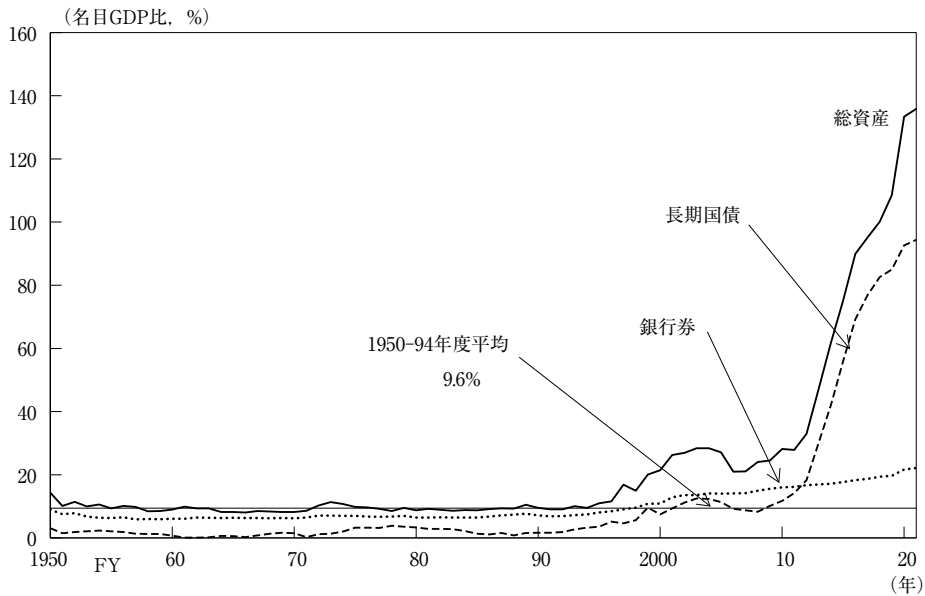


(出所) 内閣府, 日本銀行, Bureau of Economic Research, Board of Governors of the Federal Reserve System, Eurostat, European Central Bank.

規模な金融資産購入などの非伝統的政策が恒常的な政策手段として使われるようになった。この結果、中央銀行のバランスシート膨張が続き、特に、足許、コロナ禍において、主要中央銀行のバランスシートがグローバル金融危機時以上に急拡大している（図5）。そうした中、日銀のバランスシートが経済規模と比べて突出して巨額であることもわかる。

日本銀行のバランスシートの大きさについて長期的な推移をみると（図6）、戦後長らく名目GDPの1割弱程度で極めて安定的に推移していた。ところが、1995年にコールレートの誘導目標が0.5%にまで引き下げられた後、ゼロ金利の下で名目GDP比が徐々に上昇し、2019年に名目

図6 日銀のバランスシート規模の推移



(出所) 日本銀行「日本銀行勘定」。

GDPの大きさを超え、最近では1.4倍程度に達している。

この間、日本銀行は、銀行券を円滑に流通させるため、満期が長く、安全かつ流動性の高い金融資産として、長期国債の買入れを従来から行っていた。ただし、これはあくまでも銀行券の円滑な流通のためであり、財政ファイナンスと明確に線引きするため、長期国債の保有残高の上限を銀行券発行残高とする銀行券ルールの下で運営されてきた。その意味では、銀行券発行残高を超える長期国債は、同じ国債であっても、銀行券ルールの下で買入れられていた伝統的金融資産と異なる性格のものとして整理できる。そのような考えた場合、日本銀行が現在保有している長期国債のうちの8割程度は非伝統的金融資産ということになる。

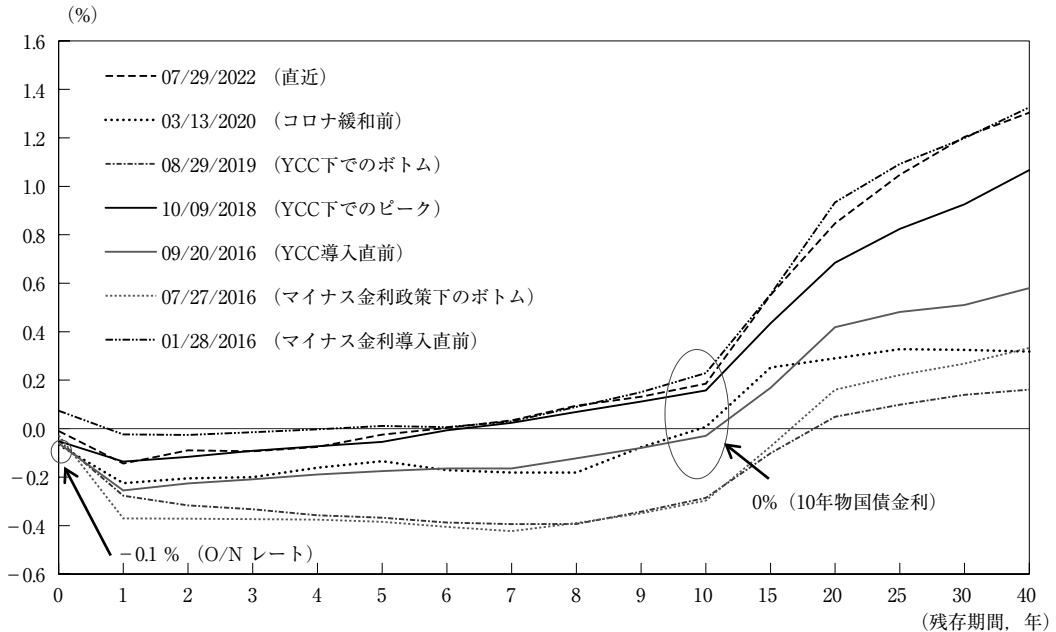
4 イールドカーブの制御可能性

非伝統的金融政策は、財政政策との境界が極めて曖昧である。特に非伝統的な金融資産の大量購入により様々なリスクプレミアム（安全資産に対するリスク相当分の上乗せ）に働きかけることで、価格・数量の両面から資源配分への強力な介入となる。さらに、コロナ危機後を展望すると、日本銀行が低金利環境を維持することで、実態として財政の持続可能性を支えていくという構図が定着していく可能性が高い。非伝統的金融政策は、デフレ脱却というマクロ安定化政策から、政府債務管理政策の色彩を強める姿へと変貌を遂げつつある。²⁾

現時点における日銀の金融政策運営枠組みの根幹は、短期の政策金利と長期の10年物国債金利の

2) 伝統的金融政策の運営においても、金融経済環境の変化に応じた政策金利の変更が、政策金利の将来経路に関する予想に影響を及ぼし、イールドカーブがスティープ化したりフラット化したりすることで、有効需要に対して影響が波及していた。この点、YCCの下では、10年までの満期の金利はほぼゼロで変動せず、イールドカーブの変動は主として10年を超えるゾーンで生じており、有効需要を刺激することは極めて限定的になっていると考えられる。

図7 イールドカーブの推移



双方に誘導目標を設定する「長短金利操作」、いわゆる「イールドカーブコントロール (Yield Curve Control)」である。この枠組みは、短期から長期までの金利を低位安定化させ、超緩和的な金融環境を粘り強く維持する上で、極めて有効に機能している (図7)。³⁾

では、長期金利をコントロールし続けることは可能なのだろうか。過去の経験は、米国の戦中から戦後にかけての長期金利キャップである。第2次世界大戦の遂行のための戦費を円滑に調達するために、長期金利に上限が設定された。財務省が2.5%の金利上限で国債を発行し、米国連邦準備制度 (Fed) が国債買入れなどの市場操作によりこの長期金利上限が維持された。短期金利も同様に Fed が3か月物 TB を0.375%で買入れられた。こうした政策の下、Fed の国債保有は急増したが、金利上限に対する信認は、戦時中を通じて維持された。ただし、これは統制経済の時代の話であり、戦後、1950年代になって、この枠組みは放棄せざるをえなくなった。

この時期、日本でも同様に、日銀と預金部による国債引受が実施され、終戦期に向けてその規模が加速度的に拡大した。日銀による国債引受は、高橋財政の一部として大恐慌直後に開始され、当初は、日銀が引き受けた国債が速やかに市中売却されるなど、財政規律に対する牽制効果が働いていた。もっとも、高橋是清の死後、戦況の悪化につれて、戦費調達メカニズムに変貌し、最終的には、戦後の激しいインフレにつながった。こうした経験が財政法5条の日銀による国債引受を禁止する規定につながった。

3) 最近時点では、米欧でのインフレ率の高進、長期金利の上昇を受けて、日本の金利も YCC の目標レンジの外側となる10年超の超長期ゾーンで幾分スティープ化していることがわかる。なお、本稿脱稿後、金利環境が大きく変化しており YCC 政策によるイールドカーブの歪みと債券市場の機能低下が強く意識されるようになっている。

戦後、金融市場の規制撤廃・自由化が進展する下、金融市場調節は短期金利をコントロールし、長期金利を含めた金融資産価格の形成は、市場に委ねることを原則とする運営が定着していった。この結果、一般に、中央銀行による金利操作については、短期金利の操作はできるが、長期金利の操作はできないし、すべきではないと考えられるようになった。もちろん、伝統的金融政策の運営が定着したのは過去25年ほどのことであり、それほど長い歴史があるわけではない。

そして、伝統的金融政策運営は、グローバル金融危機後の大規模な非伝統的金融政策の中で大きく変節する。YCCの経験は、長期金利について、短期金利のような精緻なコントロールはできないが、大規模な市場介入を行えばある程度コントロール可能であることを示した。⁴⁾ YCCは、資源配分に積極的に介入する非伝統的金融政策の性格そのものを象徴する政策運営の枠組みと言える。

5 超低金利環境からの出口

では、こうした長期金利の定位安定は望ましいことであろうか。もちろん、景気が悪化した時に経済活動を刺激するためには、金利水準を押し下げることがある。ただし、これは、金融政策がマクロ経済安定化政策として機能していることが前提である。

前述のように、YCCにおいて、日本銀行が10年物長期金利の目標水準をゼロ%とすることは、10年先までの短期金利を平均してゼロ%に誘導すると公約していることを意味する。こうした公約に信認が確立され、イールドカーブが短期から長期までほぼゼロ近傍でフラットとなっている現状は、ゼロ金利がほぼ永続する「永遠のゼロ」とも呼ぶべき世界である。こうしたイールドカーブは、低成長、低インフレ、低名目金利という「3つの『低』」によって特徴付けられるわが国の低体温症経済を映す鏡でもある。そして、同時に、こうした低体温症経済の継続という予想を定着させ、経済をゼロ金利の状況にロックインする方向にも機能している。

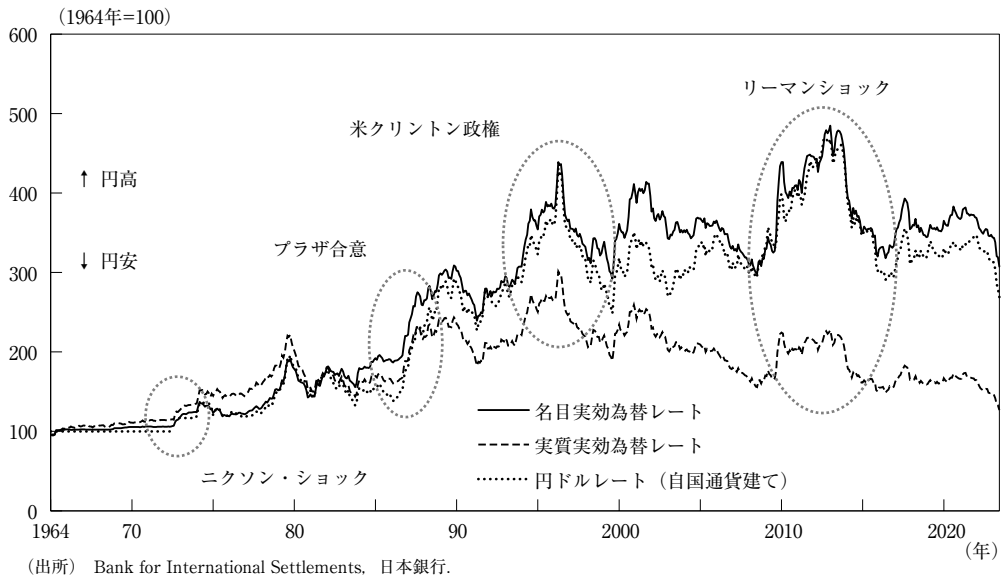
YCCは、同時に、長期金利を低位安定化させることで、政府債務の持続可能性を高める政府債務管理政策としても重要な役割を果たしている。新型コロナウイルス危機の下、世界各国で大規模な財政拡大が続く、政府債務が膨張しているが、日本は、その中でも、恒常的な財政赤字と政府債務残高の規模が突出して大きく、その重要性がとりわけ高い。

日本銀行は、2021年春の政策点検で、金融政策決定会合において年4回、金融システムに関する報告を行うことを決めている。これはあまり目立たず、報道も限られた決定事項である。ただ、長期金利を低位安定させることは、国債を大量に保有する金融システムの安定を確保する上でも重要である。金融政策の運営においても、金融システムに対する影響を考える必要があることは言うまでもない。ただ、同時に、現時点における金融システム安定への配慮は、意図しているかどうかにかかわらず、金融政策の実質的な国債管理政策化をより円滑に進めることに寄与しよう。

では、この「永遠のゼロ」からの出口は展望できるであろうか。可能性として考えられるのは、大規模な技術革新などにより潜在成長経路が押し上げられるという幸せな帰結か、財政の持続可能性に対する信認が喪失し、短期間のうちに大規模な物価水準の調整が起こるといった不幸な帰結のい

4) 金利政策の延長線上での非伝統的金融政策手段は、フォワードガイダンスが出発点となる。政策金利が実効下限制約（ELB：effective lower bound）に抵触しても、中央銀行が将来にわたってゼロ金利を継続することを公約し、これが信認を獲得すれば、より長期の金利の低下を通じ、緩和効果が発揮される。やや長期の金利に目標水準を設定する政策は、その満期までの期間の政策金利をゼロに維持するというフォワードガイダンスの変形として理解されるが、満期が長くなればなるほど、公約に対する信認を確立することは難しくなると考えられる。YCCの下で、日本銀行は長期国債残高の半分以上を保有しており、強いストック効果が発揮される状態を作り出すことで、長期金利にもある程度までのコントローラビリティを維持できていると考えられる。

図8 為替レートの推移



ずれかである。ただし、日銀によるイールドカーブコントロール政策の下、債券市場は長期金利上昇という形で財政規律の信認低下に対するシグナルを発する機能も失っている。こうした状況において、為替市場が財政規律に対する最初のシグナルを発する可能性が考えられる。

もちろん、最近の円安傾向は(図8)、実質実効為替レートでみると、1990年代半ばをピークにした低下トレンドの延長線上にある。これは、わが国の所得水準が相対的に低下傾向をたどっている中、バラッサ＝サミュエルソン効果が戦後の実質為替レート上昇過程と逆方向に作用していることが大きいと考えられる。しかしながら、部分的には、日本の財政規律に対する信認の低下を映している可能性も考えられる。その場合は、急激な資本逃避(キャピタルフライト)のリスクも静かに高まっている可能性もある。

6 ポストコロナ時代のマクロ経済政策の運営枠組み

低体温症経済の下で、政府債務残高が累増し、日本銀行は、金融経済の安定化を図るために、財政の持続可能性に一段と注目していかざるをえない。ただ、財政運営について、危機感を必要以上に煽るべきではないが、時間稼ぎのリミットはそれほど長いわけではない。幸せな出口に向けての必要な時間稼ぎを円滑に進めるためには、マクロ経済政策の規律付けメカニズムを再構築していく必要がある。⁵⁾

その際、あらゆるマネタイゼーションを排除する必要はないが、マクロ経済政策の規律付けメカニズムを明確にする必要がある。規律付けメカニズムが欠如した状況が続くと、制御不可能な財政拡張を日本銀行がファイナンスしていく制御不可能なマネタイゼーションとなりかねない。ポイントになるのは、マネタイゼーションを制御された形で運営し、財政拡張にも一定のたがをはめていくことである。特に、今後、本格的な人口減少・高齢化社会を迎える日本の将来を展望すると、世代を超えるかなり長期的な視点を取り込むことが喫緊の課題である。

5) ここでの議論は、白塚・河野(2020)での議論を踏まえて論点を拡張させている。

この点、高橋財政の下での日本銀行の国債引受は、引き受けた国債を市場で売却できる範囲内での財政拡張という規律付けメカニズムを有していたが、高橋是清の死後、第2次世界大戦の巨額の戦費調達メカニズムに遷移する結果となった。近年の非伝統的金融政策の運営の下で長期国債買入れを明示的に非伝統的金融政策手段として導入したのは、白川総裁時代の包括的な金融緩和政策であった。ただし、この時には、銀行券ルールを超えて購入する長期国債は、「資産買入等の基金」として別勘定で管理されていた。

量的質的金融緩和政策は、できるだけ早期にデフレを脱却することを目標に掲げ、短期決戦型の政策運営枠組みとしてスタートした。しかしながら、デフレ脱却に時間を要している中、量的質的金融緩和政策は、マイナス金利付き、長短金利操作付きと、パッチワークをあてるような形で、徐々に持久戦型へとモデルチェンジを図ってきた。ただ、弥縫策には限界がある。本格的な持久戦のためには、政策効果よりも副作用抑止を重視する枠組みへの抜本的なモデルチェンジが必要となろう。

中央銀行の究極的な政策目標は、通貨に対する信認を確保し、経済の健全な発展の基礎を提供していくことであり、そのために、物価の安定と金融システムの安定を統合的かつ持続的な形で追求していくことが求められる。⁶⁾

（慶應義塾大学）

投稿受付2022年4月17日、最終稿受理2022年8月11日

[参考文献]

- 白塚重典(2010)「わが国の量的緩和政策の経験——中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」『フィナンシャル・レビュー』99号、財務省財務総合政策研究所。
- 白塚重典(2011)「中央銀行の政策運営におけるマクロブルーデンスの視点」『金融研究』第30巻第3号、日本銀行金融研究所。
- 白塚重典・河野龍太郎(2020)「危機後の金融政策の枠組み——財政との一体運営に規律を」『日本経済新聞』6月30日付「経済教室」。

6) 物価の安定と金融システムの安定という中央銀行の責務について、白塚(2011)はマクロブルーデンス的な視点から整理している。