

## 〔中央銀行パネル〕

『金融経済研究』第46号，2023年3月

## 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

## 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、筆者の報告「金融政策による公的債務管理とその副作用の制御」を基にしている。低い自然利子率の下で、政治的に独立した中央銀行が、ゼロインフレ予想が根強いにもかかわらず、2%インフレ目標を掲げ、アグレッシブな金融緩和を続けることで、いかに国債管理政策に組み込まれていったのかを論じた。異次元緩和の最大の弊害は、政治的に財政ファイナンスがゼロコストであると誤認されるようになり、財政規律を大きく弛緩させたことであろう。その結果、公的債務残高の膨張を助長した。高いインフレや高い長期金利が観測されていないため、公的債務残高の膨張の弊害は未だ現れていないという主張もあるが、資源配分や所得配分の歪みによって、実質賃金の低迷や潜在成長率の低下という形ですでに弊害は現れていると思われる。金融政策は事実上の公的債務管理にすでに組み込まれていると考えられるが、本稿では、それがもたらす副作用の緩和を検討する。

## 1 はじめに：過去3回の金融学会での報告について

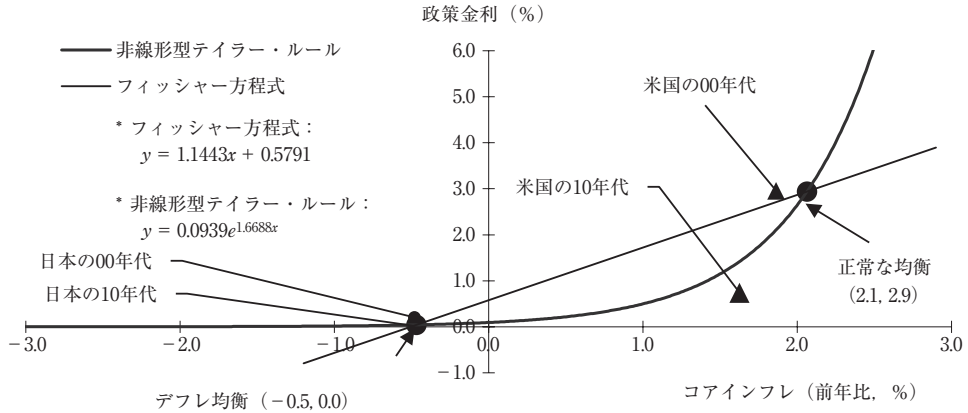
この11年で金融学会の中央銀行パネルの参加は、4回目となる。振り返ると、以下のとおり、11年前から論じていることは、さほど変わっていない。

まず、2011年春のパネルでは、「アグレッシブな金融政策の副作用」と題して、次のように論じた。<sup>1)</sup>日本が陥っている「ゼロ金利、低い成長率、マイルドなデフレ」の組合せであるデフレ均衡は、不安定な均衡であり、公的債務残高の膨張を伴っているため、天変地異やグローバルインフレなどによって、崩壊するリスクがあるものの、しばらくは、むしろデフレ均衡が強化される可能性が高い。また、公的債務残高の膨張が資源配分を歪め、人々の将来不安を強める、いわば非ケインズ効果を通じて、潜在成長率や自然利子率を低下させている可能性がある。後述するとおり、現在もその認識はまったく変わっていない。

\* 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」における報告を基にしている。コメントを頂いた齊藤誠、鎮目雅人、白塚重典の各氏には感謝申し上げます。また、本稿の作成に当たり、櫻川昌哉氏からは並々ならぬご指導をたまわり、心から御礼申し上げます。

1) 河野（2011）。

図1 非線形型テイラー・ルールとフィッシャー方程式  
(2000年1月～2009年12月)



(出所) Bullard(2010)を参考に、Bureau of Economic Analysis「Personal Income and Outlays」、Board of Governors of the Federal Reserve System、総務省「消費者物価指数」、日本銀行統計を基に筆者作成。詳細は脚注4を参照。

量的質的緩和がスタートした直後の2013年春の金融学会では、「デフレ脱却とマネタイゼーション」と題してパネル講演を行った。<sup>2)</sup> 名目成長率と名目金利を継続的に逆転させようとするアベノミクスの帰結は、短期的には資産バブルの発生や財政破綻確率の低下をもたらすものの、長期的には経済が常態に戻るとするのなら、バブルの維持困難や財政破綻確率の上昇をもたらすことを論じた。だとすれば、仮にデフレから脱却することができても、公的債務管理の観点から金融緩和を修正できず、物価安定が犠牲にされ、金融抑圧が続けられる可能性があることを論じた。今回のパネル全体のタイトルが「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」であるということは、筆者が当時から懸念していた状況に近づいている証左ではないだろうか。

2015年春の金融学会では、「量的質的緩和政策の評価」と題して論じた。<sup>3)</sup> 2013年春の金融学会で懸念したとおりの方向に向かっていること、すでにリカーディアン型政府を前提とした理論モデルを当てはめて日本の財政金融を議論するのは適切ではなく、最悪の事態を回避するという視点で、日銀の金融政策を再検討する必要があることを論じた。

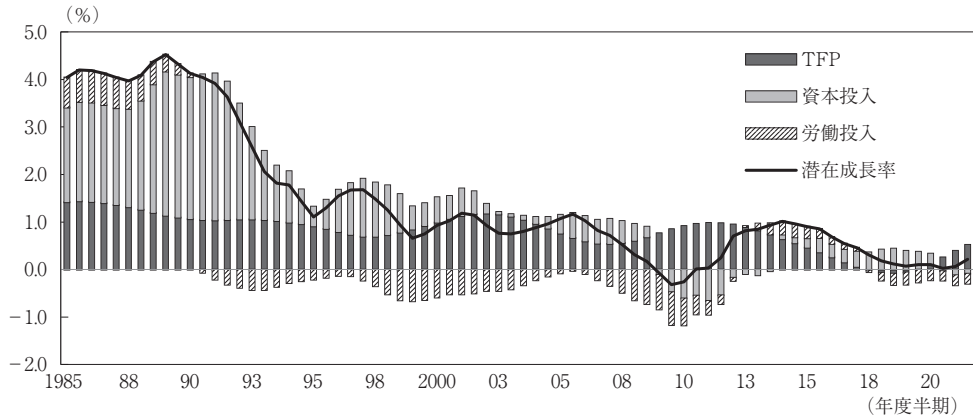
今回の報告内容は、過去3回の報告の延長線上にある。ここで簡単に、当時紹介したグラフを延長し、現在の日本経済がどのような姿になっているのか、簡単に確認しておこう。まず、図1は、Bullard(2010)を基に、日米の物価上昇率と政策金利のデータを用い、非線形型のテイラー・ルールとフィッシャー方程式の連立方程式を解いたものである。<sup>4)</sup> インフレ予想と政策金利について2つの均衡が得られるが、プラスのインフレ均衡として、2.1%のインフレ率と2.9%の政策金利の組合せが得られ、デフレ均衡としてマイナス0.5%のインフレ率と0.0%の政策金利の組合せが得られる。日本は、2011年の金融学会で報告した2000年代の平均と同様、2010年代平均もデフレ均衡の近傍に位置したままである。

2) 河野(2013)。

3) 河野(2015)。

4) 非線形型テイラー・ルールの推計式は  $y=0.0939e^{1.6688x}$ 、フィッシャー方程式の推計式は  $y=1.1443x+0.5791$  ( $y$ は政策金利、 $x$ はコアインフレ前年比)。コアインフレについては、米国はPCEコアデフレーター、日本は生鮮食品とエネルギー及び消費税・教育無償化を除くCPI。

図2 潜在成長率（前年比）



（出所）日本銀行調査統計局推計値。

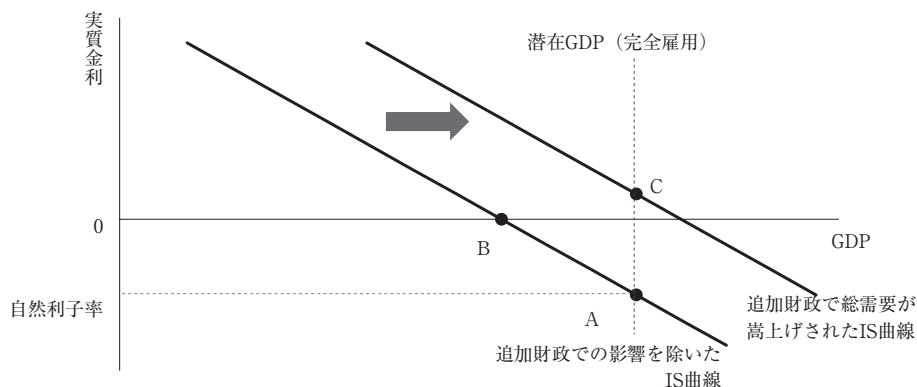
因みに、米国は2000年代にはプラスのインフレ均衡の近くに位置していたが、2010年代はインフレ率がやや低下するとともに、政策金利の水準が大きく切り下がり、テイラー・ルールに沿って、デフレ均衡に近づいていたように見える。ただ、2020年代には、コロナ禍をきっかけにインフレ予想が切り上がり、政策金利も継続的に引き上げられ、再びプラスのインフレの均衡の近くに位置するようになるのかもしれない。また、日本もグローバルインフレによって、デフレ均衡から抜け出すことができるのだろうか。

図2は、日本銀行調査統計局が川本他（2017）に基づいて推計した潜在成長率の推移である。引き続き1%を大きく下回ったまま、低迷が続いていることが確認される。2010年代は、労働投入の寄与度が改善したものの、資本投入と全要素生産性の寄与度が低下していたため、潜在成長率の回復にはつながらなかった。こうした状況の下、財政支出の拡大を繰り返すことによって、近年も比較的低い失業率が維持されていたが、そうなると、問題は、公的債務残高が臨界点を迎えるまでに、どのくらいの距離があるか、ということになると思われる。臨界点への到達には、まだ距離があると思われるが、上記の問題意識を持ちつつ、以下では、「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。

## 2 概念の簡単な整理

ここで簡単に概念の整理を行う。潜在GDPは技術や労働力、資本ストックによって規定され、完全雇用に対応した実質GDPの水準を示す。他方、実際の実質GDPの水準は、有効需要の原理の下、家計や企業、政府の支出などの内需と外需の合計である総需要によって規定される。図3は、横軸を実質GDPの水準、縦軸を実質金利の水準とし、完全雇用に対応する潜在GDPを縦軸に平行な垂直線、総需要に対応するGDPの水準をIS曲線として、それぞれ示している。IS曲線とは、貯蓄と投資が均衡する、実質金利と実質GDPの水準の組合せにほかならない。通常は、実質金利が変化することで総需要が変動し、潜在GDP（完全雇用を可能とする産出量）に達する。本稿では、完全雇用を可能とする産出量に対応する実質金利の水準を自然利子率と呼ぶ。仮にショックが訪れ、総需要が総供給を下回ると、完全雇用から外れるが、通常、金融緩和によって実質金利を自然利子率の水準まで引き下げることで、総需要が拡大し、再び産出量は完全雇用に対応した水準まで回復する。

図3 大規模財政による総需要の刺激



(出所) 筆者作成。

問題は、何らかのショックによって、自然利子率が大幅に低下し、実効下限制約を下回る場合である。日本のようにゼロ近傍のインフレ率が続くと、実質金利を自然利子率の水準まで引き下げることができなくなり、産出量を完全雇用に対応した水準（A点）まで回復させることが難しくなる。すなわち金融政策は有効性を失い、総需要を十分刺激できず、例えばB点に留まってしまう。これが、日本経済が直面している問題であり、長期停滞にほかならない。

ただし、例えば財政支出の大規模な拡大や外需の大幅な拡大によって、産出量を完全雇用の水準（C点）まで回復するのは不可能ではない。つまり、長期停滞に陥っても、完全雇用の到達は可能である。

とはいえ、基礎的財政収支（PB）の大幅な赤字を継続し、公的債務残高の膨張を続けることは持続可能とは言い難い。本稿では分析の対象としないが、大幅な経常黒字を続けることも、円高リスクの惹起や国際政治の観点から、持続可能とは言えないだろう。それゆえ、自然利子率を持続的に回復させるための手立てが必要となるが、そのための方策は、掛け声ばかりで、実際には取られてこなかったのが現実であろう。むしろマクロ安定化政策が繰り返されたことで、慢心し、自然利子率の回復につながる構造改革が先送りされてきた、というのが筆者の問題意識である。

### 3 低い成長の時代のインフレーション・ターゲットの弊害

もともと、インフレーション・ターゲットは、「高い成長の時代」において、高いインフレを抑制するためのツールだった。自然利子率が高ければ、総需要の刺激が容易で、インフレも加速しやすいため、インフレーション・ターゲットを通じて、インフレがコントロールできた。金融緩和とは異なり、技術的に金利はいくらでも引き上げることができるから、コミットメントは強力である。そこでは、透明性、説明責任、コミットメントの三拍子が揃っていた。

それでは、「低い成長の時代」にはうまく機能するのか。Krugman (1998) など、低いインフレ期待を引き上げるのにも有効と唱える人が少なくなかったが、それは必ずしも妥当ではなかったようである。<sup>5)</sup> 厄介なのは、独立した中央銀行がインフレ目標を達成するまで、アグレッシブな金融緩和を継続することであろう。日本のように、自然利子率が低い場合、景気刺激効果やインフレ醸成の効果はなかなか現れないが、一方で資産バブルの発生や、財政規律の弛緩のリスクを高める。米国のように、2%程度のインフレ率が長年維持され、そこから多少低下しているのを引き上げる

のであれば、不可能ではないのだろう。しかし、長くゼロインフレが続き、価格の引上げが容易ではないという社会規範が強い我が国において、2%インフレターゲットを掲げるのは弊害も少なくない。

多くの主要国で事実上、インフレ目標が採用されたころには、すでに高い成長の時代が終焉していた。それゆえ、当初はインフレ率も簡単には上がらず、それでも金融緩和を続けたため、2000年代には金融バブルが観測された。パウエルFRB議長が2018年8月に認めたとおり、2000年代以降の2度の米国の景気後退は、物価の過熱ではなく、金融市場の過熱によるものだった。<sup>6)</sup> 振り返ると、2000年代の「大いなる安定」は、金融政策運営の成功のお陰ではなく、単に自然利率が低下したから成長率も加速せず、インフレ率も落ち着いていたということだったのかもしれない。慢心して緩和的な金融環境を維持していたため、バブルを繰り返したということであろう。

さらに、コロナ禍の2020年8月には、フォワードガイダンスを強化すべく、アベレージ・インフレーション・ターゲットが導入された。あえてビハインドザカーブの環境を作り出し、インフレ予想の下振れを避けることが目的だったとはいえ、結果的に、政策修正が大きく遅れ、本稿執筆段階において、米国では40年ぶりの高インフレとなっている。

単に中央銀行が物価見通しを誤ったという話ではなく、政策思想にそもそもの問題があった可能性がある。当初より、コロナ禍は需要ショックの性質だけでなく、供給ショックの性質も持つと広く受け止められていた。そうした不確実性が極めて高い状況の下で、これまで以上に将来の手足を強く縛って金融緩和を続けるのは、政策の機動性を大きく損ない、持続的な物価安定を損なうリスクが内包されていた。結局、2%インフレの達成にこだわりすぎたことが、逆説的に物価安定を大きく損なったのではないか。

近年、中央銀行の手足を強く縛って、金融緩和効果を前借りするフォワードガイダンスの時代が続いてきた。今回の高インフレをきっかけに、フォワードガイダンスの時代は終焉を迎えたのではなかろうか。

#### 4 マクロ不安定化政策

国ごとに経済構造が異なり、自然利率が異なるのだとすれば、望ましいインフレ率、つまり最適なインフレ率も異なると考えられる。米国が2%目標を掲げているのは、あくまで歴史的な経緯によるものである。それでも、日銀がグローバルスタンダードだからといって2%目標を導入したのは、かつての日本社会が円高に敏感であり、彼らの隠されたもう1つのマニフェストが円高回避と考えられていたためだろう。<sup>7)</sup> 国内均衡の観点から、2%インフレ目標が適切だったわけではないと思われる。

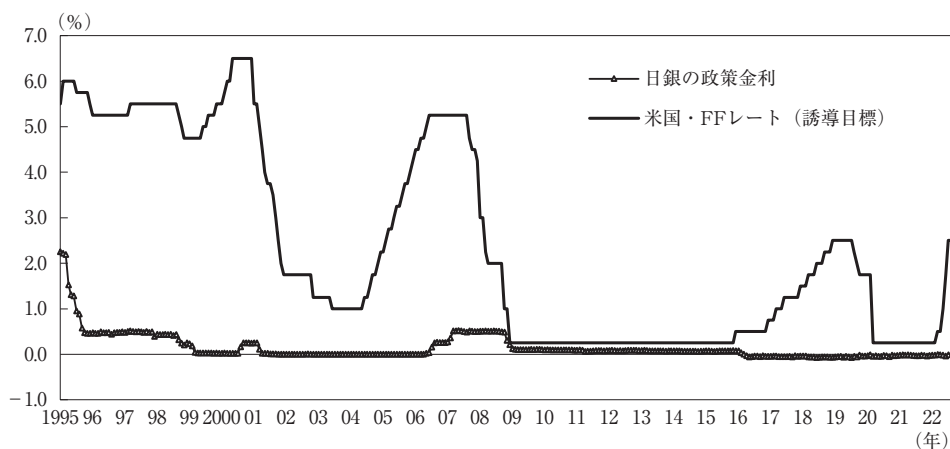
ただ、為替レートとの関係で言えば、日銀が伝統的に採用してきたフォワードガイダンスによる

5) Krugman (2015) では、実効下限制約に到達しても期待に働きかける金融政策が有効であるのは、自然利率の低下があくまで一時的な場合であり、恒久的な自然利率の低下の場合には、有効性を持ちえないことを認めている。しかし、すでに日銀の異次元緩和は、2013年に開始されていた。

6) Powell (2018)。

7) グローバルスタンダード論の一形態として、為替レートの安定には2%インフレ目標の堅持が不可欠という意見が聞かれるが、これはややトリッキーな主張であろう。短期的に為替レートがアンダーシュート、あるいは、オーバーシュートすれば、確かに輸出企業の競争力に影響が現れる。ただ、インフレが低いと円高になるとはいうが、もともとインフレが低いことは、輸出競争力にはプラスに働くことを意味する。購買力平価説が長期的に成り立つのなら、それを調整するように為替レートが変動するのであって、低いインフレ目標を設定することで、輸出競争力に悪影響が現れるわけではない。グローバルスタンダード論は、あたかもインフレ目標が競争力に影響を及ぼすと主張しているように見える。

図4 日米の政策金利



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, 日本銀行.

将来の金融緩和効果の前倒し（時間軸効果）への大きな疑念もある。<sup>8)</sup> グローバル経済の拡大局面で、米国が利上げを行う場合、日銀は金利を低く抑え込み、内外金利差を拡大させることで、円安を通じた景気刺激効果や物価上昇効果を狙ってきた。これがイールドカーブ・コントロール（YCC）に期待されたメカニズムでもある。ただ、グローバル不況が訪れ、米国が利下げを行っても、我が国には利下げ余地は存在しないから、大幅にドル安・円高が進む可能性がある。グローバル経済の拡大局面で円安効果を得るための代償として、グローバル不況期には円高を甘受せざるをえなくなるのである。これは、景気循環の平準化を目指すマクロ安定化政策として果たして妥当なのか。振幅を大きくするだけのマクロ不安定化政策と呼ぶべきではないのか。

図4は日米の政策金利を示している。2005～2007年当時、米国が利上げを進める一方、日本の利上げは限られ、金利差拡大から円安が進んだ。電気機械セクターなど加工組立業種では、韓国や台湾などのライバル企業が生産拠点を中国や東南アジアにシフトしたが、日本では円安進行を背景に、国内で生産能力を拡大させた。グローバル経済が悪化し、米国が利下げに転じると、日本は利下げ余地が乏しく、円高・ドル安が進み、国内で生産能力を拡大していた電気機械セクターは大きなダメージを受け、その後、凋落の一途をたどったことは広く知られている。

ただ、図5は、日本銀行が公表する実質実効円レートを示したもののだが、2010年代初頭の円高は、実質ベースで見ると、さほど大きなものではなかったことも観察される。それでも、円高・ドル安のダメージが大きかったのは、それ以前の超低金利政策の継続で円安・ドル高が助長され、それが永続すると誤認した電気機械セクターの企業が国内の生産能力を過大に拡大していたからだと推察される。日銀の超低金利政策の長期化が為替レートの振幅を大きくし、マクロ経済の振幅を大きくしただけでなく、資源配分も大きく歪め、全要素生産性上昇率や潜在成長率に悪影響を及ぼした可能性もある。

8) 1999年にゼロ金利政策が初めて導入されたころ、日本銀行は、フォワードガイダンスによる金融緩和効果の前倒しを「時間軸効果」と呼んでいた。

図5 実質実効円レート（2010年=100）



（出所）日本銀行「実効為替レート」。

### 5 独立した中銀が財政膨張圧力を助長するという逆説

日本では、政府が大量の国債を発行する中で、日銀は国債の購入を続けている。財政ファイナンスという批判に対し、日銀は、政治的に独立した機関として、あくまで低いインフレ率と低い成長率に対して、2%のインフレ目標を達成すべく行動しているだけであって、批判は当たらないと反論してきた。10年金利をゼロ%程度に誘導すべく、長期国債を購入しているのは、財政ファイナンスが目的ではなく、インフレ目標を達成するため、というのが日銀の言い分である。政府の財政政策の有無にかかわらず、長期金利に上昇圧力が加われば、国債購入を積極化させ、逆に低下圧力が強まれば、国債購入を減額して、10年金利をゼロ%程度に誘導する。財政とかわりなく、政治的に独立した中央銀行として、YCCを運営しているというわけである。

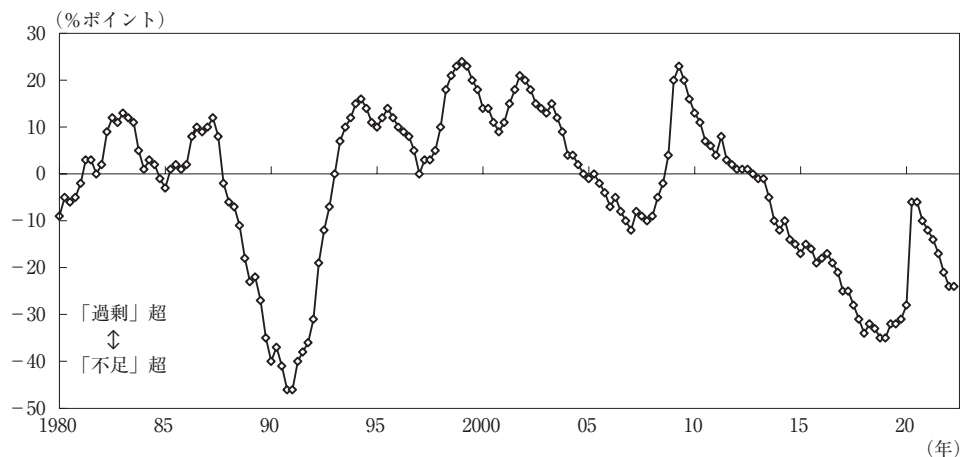
しかし、「逆説的」だが、このYCCこそが、暗黙裡ではあるにせよ、日銀を公的債務管理に組み込んだのではないか。もともと、2年で2%インフレの達成を掲げた異次元緩和は、マネー・プリンティングの罠に陥るリスクをはらんでいた。日銀総裁だった白川方明がその著書で明らかにしているとおり、2013年1月に安倍晋三政権の要求で共同声明を結び、2%物価目標の設置を受け入れた際、白川が最も懸念したのもこの点だった。<sup>9)</sup>

あらゆるショックが訪れても長期金利をゼロ%程度に抑え込むという、究極の金利政策であるYCCは、そのまま公的債務管理のための装置に転化する。インフレ醸成や景気刺激の手段であるはずの10年金利ゼロ%誘導が、そのまま金利安定目標に変質する。

図6の日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の雇用人員判断DI（全規模・全産業）が示すとおり、コロナ危機が起きる前の2017～2019年において、日本は90年代初頭のバブル期以来の労働需給の逼迫に直面していた。しかし、先行きが不安だからといって、赤字国債の増発で財政支出の拡大が発動された。先行きが明るい時も、増えた税収を財政支出の拡大に振り向けてきた。政府は、赤字国債の発行で賄うのではないと説明してきたが、結局、赤字国債発行の抑制に使うべき税収増を原資に、財政支出の拡大を繰り返してきたわけである。本来、こうした政治的な財政膨張圧力を牽制するのが長期金利の上昇である。しかし、政治的に独立した中央銀行がインフレ目標達成のために、YCCを通じてゼロ金利で長期国債を大量に購入するから、政治的な財政膨張圧力への歯止

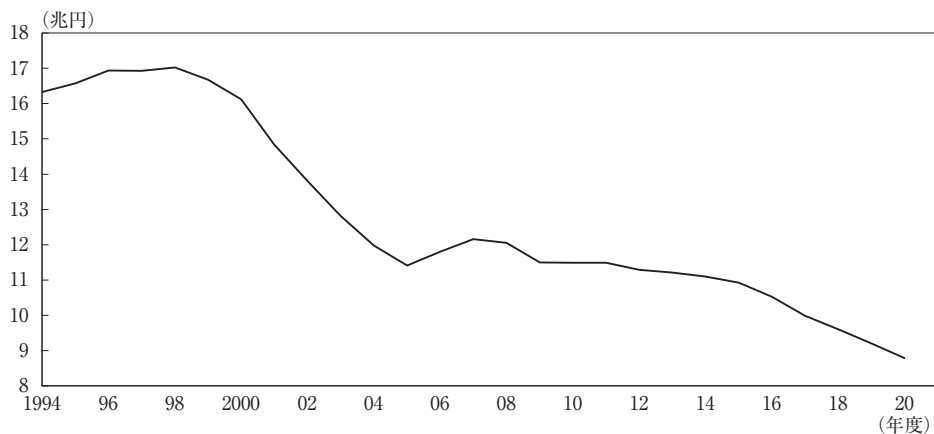
9) 白川 (2018).

図6 日銀短観・雇用人員判断DI (全規模・全産業)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」。

図7 国と地方の支払利子 (兆円, 年度)



(出所) 内閣府「国民経済計算」。

めがまったく効かない。これが「逆説的」の意味するところであり、財政とは関係のない正当な理由が存在するがゆえに、中央銀行が長期国債を躊躇なく大量に購入し、それが政治的な財政膨張圧力を助長しているのである。

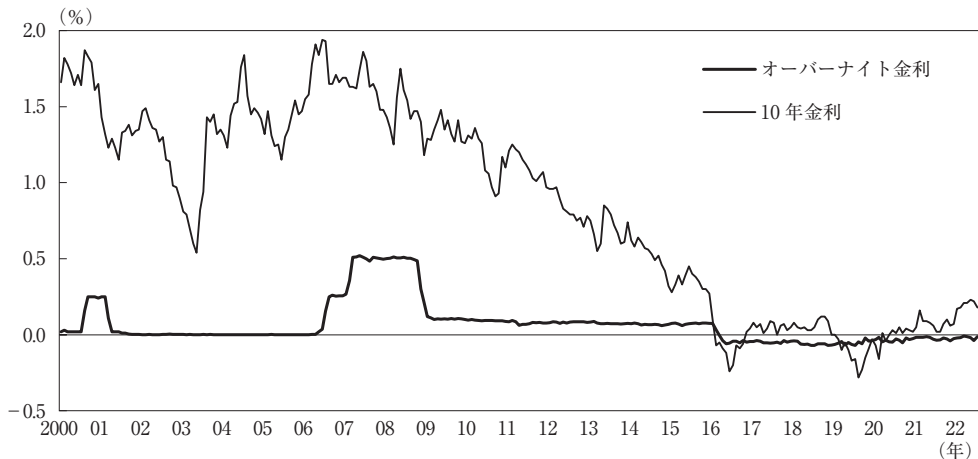
2020年度の国と地方の長期債務残高は、1998年当時に比べると、2倍以上に拡大したが、図7が示すとおり、国と地方の支払利子は、この間、おおむね半分になっている。2010年代も公的債務残高の拡大は続いたが、このように利払い費が減少してきたのは、図8が示すとおり、長期金利の低下が続いてきたためである。<sup>10)</sup>

## 6 公的債務残高の膨張がもたらす悪影響について

公的債務残高が膨張しても、その弊害はまだ現れていないと主張する人が少なくない。しかし、金利上昇や高率のインフレが観測されていないから問題ない、ということではないだろう。まず、大規模な財政支出の拡大や超金融緩和なしでは存続が難しい生産性の低い企業が増えている。資源



図8 10年金利とオーバーナイト金利



(出所) 日本銀行, Bloomberg.

配分の歪みで、低生産企業が増えているから、実質賃金の低迷が続いているのではないか。

図9は、時間当たり実質賃金上昇率を定義式に沿って、時間当たり労働生産性上昇率、交易条件の変化率、労働分配率の変化率の3つに要因分解したものである。<sup>11)</sup> 一貫して、時間当たり生産性上昇率が低下し、それが実質賃金上昇率の最も大きな低迷の要因になっていたことがわかる。また、そのことは図2で見たとおり、潜在成長率の低迷の主因が全要素生産性上昇率の低下にあったことと対応していると思われる。

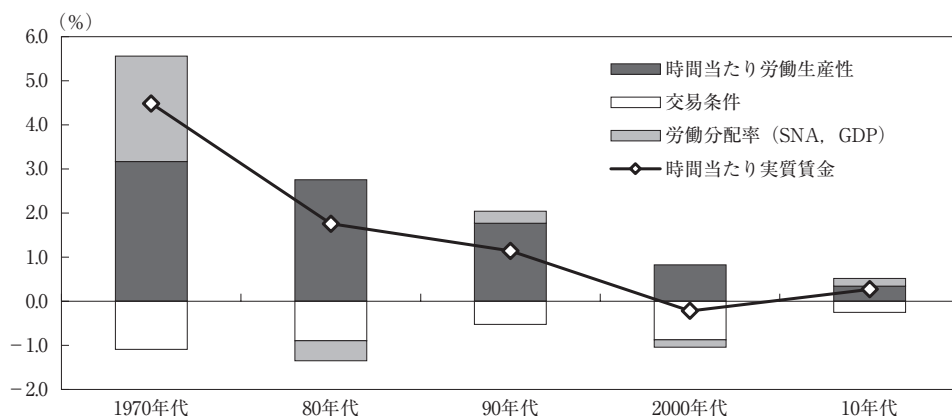
前述したとおり、2017~2019年はバブル期以来の労働需給の逼迫に直面していたが、消費回復は遅れていた。理由の1つには、医療や年金など社会保障の持続可能性に対する人々の疑念があり、予備的動機で家計が貯蓄を行っていたのだと見られる。そして、社会保障制度の持続性への疑念の底流には、公的債務残高の膨張が大きく影響していると思われる。図10は家計部門の貯蓄率の推移を見たものである。高齢者世帯は貯蓄率が低いため、高齢化の進展で高齢者世帯のウエイトが増えてきたことで、貯蓄率は大きく低下している。ただ、高齢者世帯のウエイトが膨らんだことによる影響を取り除くと、2000年代以降、上昇傾向にある。2011年春の金融学会で報告していた時よりも、非ケインズ効果は強くなっているように見える。<sup>12)</sup>

10) 日本では、以前から、資本コストを引き下げても、民間の経済主体の支出刺激効果が限定的であることは、日銀自身が表明してきた。一方、財政支出の場合、利払い費を抑え込むことさえできれば、現役世代が直接負担するコストは相当に抑えられるため、資本コストの引下げによる公的支出の拡大を助長する効果は相当に大きいように思われる。財政規律は、政府、議会の問題ではあるが、政治家が選挙に直面する民主制の下で、歳出決定が資本コストに影響されないということは、ありえないだろう。低い資本コスト故に、将来世代へのツケ回しが助長されているのである。

11) 時間当たり実質賃金(時間当たり名目賃金÷CPI) = (実質GDP÷総労働投入時間) × (GDPデフレーター÷CPI) × (時間当たり名目賃金×総労働投入時間÷名目GDP) であり、右辺の第1項が時間当たり労働生産性、第2項が交易条件、第3項が労働分配率に対応する。河野(2022)で論じたとおり、GDPデフレーターとCPIの変化率の差は、交易条件の変化を反映したものとなる。

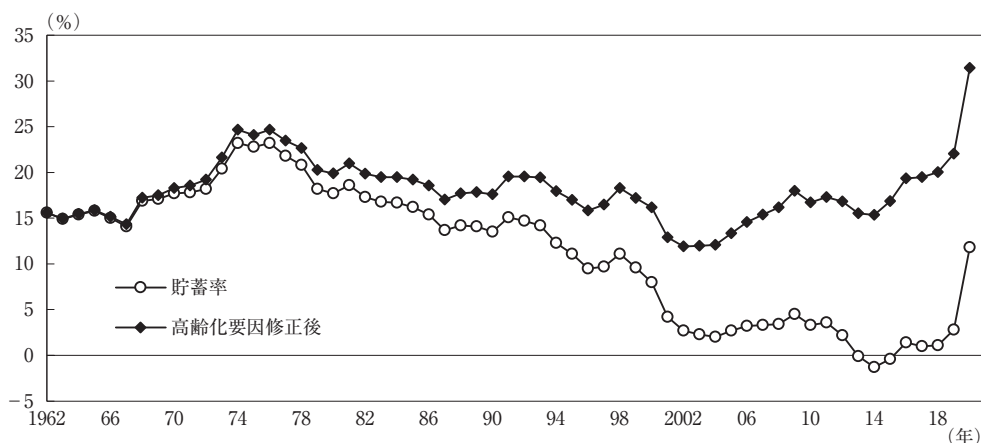
12) 図10では、家計貯蓄率を、高齢化要因(老年従属人口指数)、物価要因(消費デフレーター)、所得要因(1人当たりの実質可処分所得)で重回帰した上で、1962年から老年従属人口指数が変わらなかった場合の貯蓄率を再推計し、これを「高齢化要因を除いた貯蓄率」としている。推計式は、家計貯蓄率 =  $-0.497 \times \text{高齢化要因} + 0.703 \times \text{物価要因} - 6.397 \times \text{所得要因} + 24.297$  ( $R_2: 0.939$ ,  $t$ 値: それぞれ  $-16.773$ ,  $8.564$ ,  $-5.468$ ,  $19.633$ )。なお、老年従属人口指数とは、65歳以上人口を生産年齢人口で除したものである。

図9 時間当たり実質賃金の要因分解（年率）



(出所) 総務省「消費者物価指数」、総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」を基に筆者算出。算出方法については脚注11参照。

図10 高齢化要因を調整した家計貯蓄率の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「人口推計」を基に筆者算出。算出方法については脚注12参照。

なお、貨幣、あるいは貨幣化した短期国債や長期国債に対する超過需要の裏側には、実物経済における超過供給があると考えられる研究者も存在する。筆者自身も、以前より、日銀が国債価格をサポートするから、銀行部門はリスクの高い貸出よりも国債投資を進めてきたと考えてきた。つまり、国債投資を助長する政策を行ってきたがゆえに、金利が上昇しなくても、クラウドアウトが生じた可能性があるということである。

ただ、日本の長期停滞を考える上でより重要なのは、実物的な要因だと思われる。繰り返し危機に直面してきたから、企業は儲かっても溜め込み、無形資産投資や人的資本投資を抑制してきたのではないか。コストカットを続ける企業は非正規雇用に頼るようになり、十分なセーフティネットを持たない彼らが予備的動機で貯蓄を増やそうとするから、完全雇用であっても、消費回復が精彩を欠いてきた。

本題に戻ろう。公的債務膨張の悪影響はすでに現れはじめてはいえ、最大の問題は、将来、

万が一の大きな経済ショックが訪れた際に、公的債務残高の水準が一気に切り上がり、財政運営が困難になることである。近年も2008年からの12年間に、グローバル金融危機、東日本大震災、コロナ危機と100年級、1,000年級のショックが3度も到来した。そのたびに、公的債務残高の水準は切り上がっている。次の10年、20年においても、天変地異や地政学的リスクを含め100年級、1,000年級のリスクが顕在化する可能性はゼロではない。<sup>13)</sup>

今後、例えば、首都直下型地震、南海トラフ地震、富士山噴火、千島海溝や日本海溝での巨大地震、台湾海峡を巡る地政学リスクなど潜在的な脅威と考えられている中の複数の危機が繰り返された場合、現在250%程度の公的債務残高の対GDP比は400%、いや500%で抑え込むことができるだろうか。その際、財政危機に陥ることを懸念することなく、必要な歳出を増やすことができるのだろうか。現在は臨界点に達していなくても、大きなショックが一国の経済社会を襲った際、致命的なダメージをもたらす事態を避ける手立てが不可欠である。

## 7 日銀は公的債務管理に組み込まれているのか

ここで、もし長期金利が急激にジャンプすると、財政の持続可能性が失われ、資本市場が大きく動揺し、マクロ経済と物価の安定が大きく損なわれる。それを避けるために、中央銀行は金利安定を事実上の政策目標とせざるをえない。そこでは、金融緩和の手段だったはずのYCCは公的債務管理の手段になる。

その結果、公的債務残高の膨張が続いても、中央銀行が金融の安定に成功すると、財政政策がゼロコストと誤認され、ますます財政の中央銀行頼みが強まる。2021年10月の衆議院選挙において、財務事務次官だった矢野康治が論じたように与野党でバラマキ合戦となったのは、すでにわが国の財政がそうした領域に入っていることの証左ではないか。<sup>14)</sup> また、2021年度補正予算が検討されたのは、夏場に猛威を振るったデルタ株が終息し、高めの経済成長率が見られた2021年10～12月である。

それではどうすればよいか。まず我々は、金融政策がすでに公的債務管理に事実上組み込まれ、財政政策と一体運営が始まっていることを認める必要があるだろう。その上で、一体運営が引き起こす副作用である、財政規律の弛緩を抑える枠組みを整える必要がある。

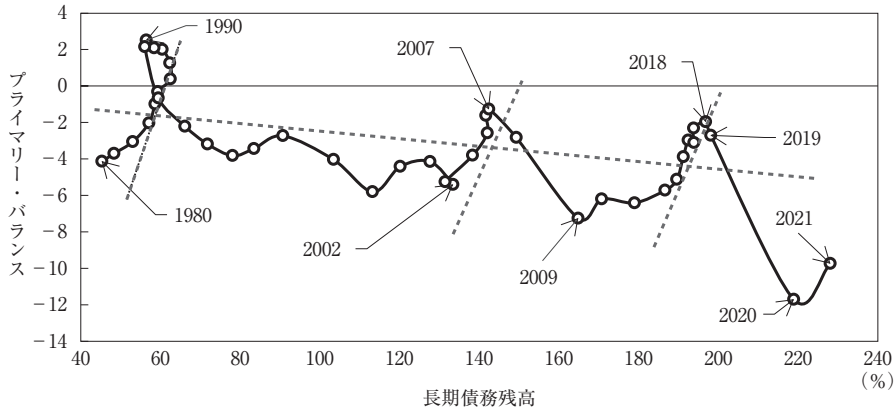
具体的には、白塚・河野（2020）が論じるように、2013年1月の政府、日銀の共同声明（アコード）を見直し、日銀のバランスシート上に多大な逆鞘リスクが存在していること、その結果、日銀は短期金利の上昇に極めて脆弱な財務構造になっていること、政府が支払うにせよ、日銀が支払うにせよ、短期金利の引上げを余儀なくされれば、統合政府の支払いが急膨張することなどを確認する必要があるだろう。新たなアコードでは、政府が日銀のバランスシート上の潜在的な逆鞘リスクにコミットすることが必要だと思われるが、利上げの過程では、日銀の負債である超過準備が事実上の短期国債になっていくことを考えると、岩村（2018）が論じるように、日銀が保有する長期国債を政府が新たに発行する変動利付国債と交換することも一案だと思われる。

同時に新たなアコードで、政府は直ちに中立機関による中長期的な財政見通し、公的債務残高の見通しの公表を始めることを表明する必要があるだろう。財政健全化の第1歩であるPB黒字化の先送りが繰り返されているのは、実現不可能な高い成長を前提にしているからである。高い成長を

13) 本報告後の2022年2月末には、ロシア・ウクライナ戦争が始まったが、これを契機に、長年、対GDP比で1%程度に抑えられてきた日本の防衛費は、今後、増額される見通しである。

14) 矢野（2021）。

図11 国と地方のプライマリー・バランスと長期債務残高  
(対名目 GDP 比, 年度)



(注) 2021年度はBNPパリバ証券予測。  
(出所) 内閣府「国民経済計算」、財務省「国及び地方の長期債務残高」。

前提にすれば、税収が増える見通しとなるため、いつまでも歳出削減努力を怠ることになる。今や中立機関による長期の財政見通しが公表されていないのは、先進国では日本だけである。

有権者が時として、近視眼的なバラマキ政策を容認しているのは、必ずしもそれを望んでいるからではないと思われる。財政の透明性が極めて低く、その惨状が明らかにされていないことも大きく影響しているのではないか。中立的な財政機関を作って、財政情報を徹底開示し、公的債務残高の長期的な見通しを示せば、強い警告となり、事態は多少なりとも変わるはずであろう。そうすれば、選挙のたびにバラマキ的な経済政策を取りまとめる必要もなくなるはずである。

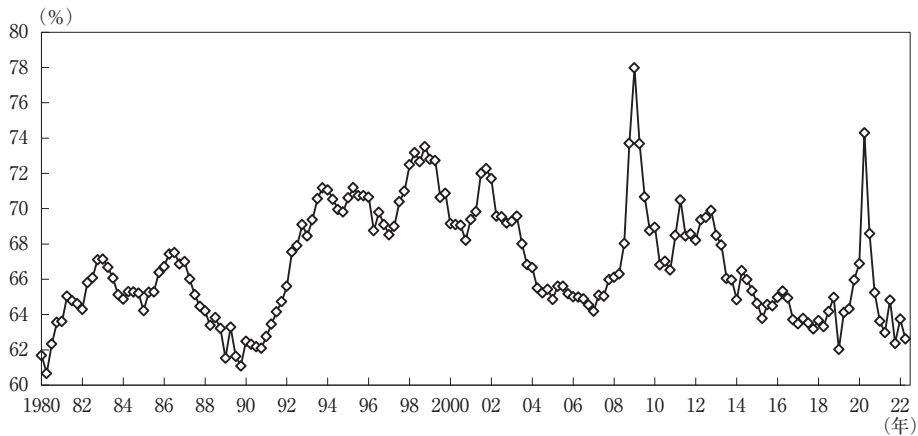
## 8 財政健全化の方向性について

最後に、財政健全化の方向性について論じる。財政膨張が続いているのは、経常的な歳出が経常的な歳入で賄われていない、ということだけが理由ではない。そもそも日本経済が長期停滞にあるから、PB赤字なしでは完全雇用には到達できない、という点も考慮する必要があるだろう。図11は、国と地方のPB収支と長期債務残高の対GDP比の推移を示したもののだが、労働需給の逼迫に直面していた2017～2019年においても、GDP比で2.0～2.8%のPB赤字が発生していた。潜在成長率が1%を大きく下回ることを考えると、急激な大規模増税や大幅な歳出削減は、経済を大きく悪化させることになるため、財政健全化は政治的に頓挫するリスクが高い。

安倍晋三政権の下、2014年に3%、2019年に2%の消費増税が実施された。例えば0.5%の潜在成長率の下で、仮に、家計の実質所得が0.5%程度、毎年増加する場合、3%の増税では6年間、2%の増税では4年間の所得の増分に匹敵する課税が行われたことになる。実際の税収増は、非課税品目や軽減税率があり、また、所得のすべてが消費に回るわけではないため、これよりやや小さくなるが、潜在成長率が低い上、図12にあるとおり、近年、労働分配率が低下傾向にあることを鑑みると、家計にとっては、それでもかなり無理のある増税だったと見られる。<sup>15)</sup> だからこそ、増税後に実質消費水準が元の水準になかなか戻らなかったのだろう。

15) 図12の労働分配率は、財務省『法人企業統計季報』を基に、簡便的に「人件費÷(営業利益+人件費+減価償却費)」として求めたものである。

図12 日本の労働分配率（季節調整値，%）



（出所） 財務省『法人企業統計季報』を基に筆者算出。算出方法については脚注15参照。

1%の増税でも2年間の所得増に匹敵し、0.5%の増税でもその年の所得増をほぼ打ち消すほどの規模感であることに留意しなければならない。仮に消費税率が20%になるまで、毎年0.5%の増税を行うと、20年間は実質所得がほとんど増えない、ということになりかねないが、それでは経済社会がもたないだろう。

一案として、例えば、2～3年に1度の小幅な消費増税なら、景気後退を回避しつつ増税が可能だと思われる。3年で1.5%（ $=0.5\% \times 3$ ）の所得増に対し、0.5%の増税なら、3年で1%程度の実質所得の増加が可能となる。こうした「間隔を置いた小刻み増税」であれば、景気への悪影響が小さいため、景気対策を行うことも不要となる。2010年代の増税では、景気への悪影響を相殺するために、大規模な財政政策を繰り返すだけでなく、新たに恒久的な歳出も追加した。これではいくら増税を行っても追いつかない。

もちろん、こうした間隔を置いた小刻み増税の場合、10%の消費増税には40年、あるいは60年もの長い年月を要する。15%の増税には、60年、あるいは90年を要する。ただ、何より必要なのは、増税しても不況に陥ることのない財政健全化策である。不況でも瓦解しない財政健全化プランであることが理解されれば、金融市場は信頼に足る財政健全化プランとして受け止めるのではないだろうか。

（BNPパリバ証券）

投稿受付2022年4月17日、最終稿受理2022年9月28日

#### [参考文献]

岩村充（2018）『金融政策に未来はあるか』岩波新書。

川本卓司・尾崎達哉・加藤直也・前橋昂平（2017）「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」*BOJ Reports and Research Papers*.

河野龍太郎（2011）「アグレッシブな金融政策の副作用」日本金融学会2011年春季大会報告要旨。

———（2013）「デフレ脱却とマネタイゼーション」日本金融学会2013年春季大会報告要旨。

———（2015）「量的質的緩和政策の評価」日本金融学会2015年春季大会報告要旨。

———（2022）『成長の臨界：「飽和資本主義」はどこへ向かうのか』慶應義塾大学出版会。

- 白川方明 (2018) 『中央銀行：セントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社.
- 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』2020年6月30日付「経済教室」.
- 矢野康治 (2021) 「財務次官、モノ申す『このままでは国家財政は破綻する』」『文藝春秋』2021年11月号.
- Bullard, J. (2010) "Seven Faces of 'The Peril,'" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 339-352.
- Krugman, P. R. (1998) "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2.
- (2015) "Rethinking Japan," NEW YORK TIMES BLOG, 20, October, [http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/?_r=0) 最終閲覧日2022年9月9日.
- Powell, J. (2018) "Monetary Policy in a Changing Economy," A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24.