

時論

財政大盤振る舞いの果てはインフレかデフレか

来年度予算の概算要求は総額 105 兆円超となり、3年連続過去最大となった。新型コロナウイルスの影響が見極めにくいとして、現時点では金額を明示していない要求も数多くあり、規模はさらに膨れ上がる可能性もあるという。こうして財政の大盤振る舞いが続く一方、大量発行される国債の償還についての議論はほとんどなされず、財政健全化の道筋はますます不透明なものとなっている。

こうした財政事情であっても、いわゆる財政インフレへの警戒感が高まらず、現在のようなデフレの一步手前の状態が続くとの見方が一般的である。この見方に落とし穴はないのだろうか。

財政規律が失われ、財政赤字拡大を放置した果てに、とてつもないインフレに見舞われた事例は数多い。その代表格として挙げられるのが第1次世界大戦後のドイツのハイパーインフレである。1919年から1923年にかけて物価は400億倍という天文学的な上昇となった。かつてのブラジルのインフレも凄まじく、89～90年と93～94年にはインフレ率は1000%超となった。

日本も、ドイツやブラジルほどではないが、高インフレを太平洋戦争終戦直後に経験している。1946年の小売物価上昇率は509.7%となり、翌年・翌々年も169.8%、193.3%もの上昇となった。

いずれの場合も、財政赤字の埋め合わせ財源を中央銀行による国債引受け(財政ファイナンス)に求める安易な財政運営を行った点は共通している。支払い不可能な規模の賠償金を課せられたドイツは、国債の中銀引受けによって賠償金を調達した。徴税システムの不備により財政赤字が恒常化していたブラジルも、復員軍人や企業への支払いの原資に窮した終戦直後の日本も同様であった。

そもそも財政赤字が大幅に拡大する背後には、これをコントロールできない脆弱な政治があり、財政赤字が拡大するとインフレを誘発する可能性が高くなることは確かであろう。

しかしながら、財政赤字が拡大すると不可避的・必然的にインフレになるわけでもない。

70年代の2度にわたる石油危機においては、第1次危機から第2次危機にかけて財政赤字は大幅に拡大したにもかかわらず、インフレを加速させる要因とはならず、第2次危機では第1次危機のCPI上昇率20%超という「狂乱物価」のような激しいインフレは起こらなかった。

またドイツのハイパーインフレは、財政赤字が顕著に縮小しなくとも1924年に一気に終息した。前年11月に行われた旧マルクから新マルクへの切り替え、中央銀行の独立性回復、賠償金の現実的な規模への削減等によって、人々の通貨や政策への信認が回復したためと言われている。

このように、財政赤字の拡大とインフレとの関係は単純ではないが、前者が後者を誘発するか否かを左右する最大のポイントは、人々が過去の経験や足元の状況を踏まえ、「今後、どの程度のインフレを、どの程度の確信をもって予想するか」というインフレ期待であろう。

インフレ期待が強まれば、「物価(賃金)が上がるので賃金(物価)も上げる」という物価と賃金のスパイラル的な上昇＝国内インフレが発生する。「狂乱物価」はまさにこれであった。この国内インフレの地合いに、財政ファイナンスによる資金が散布されればインフレの火に油を注ぐこととなり、終戦後の日本やかつてのブラジルのようになる。さらにこれが極端に進むと、通貨で買えるものがどんどん少なくなり、人々は通貨を手放してモノに代えようと狂奔し、かつてのドイツのようなハイパーインフレとなる。

換言すれば、インフレ期待が強まらなければインフレは短期かつ小幅に止まるかも知れず、インフレ期待が沈静化すれば、これまたかつてのドイツのようにハイパーインフレも急速に収まることもありうる。

今日の我が国では、財政赤字が拡大してもインフレ期待は高まらないとする論拠として挙げられるキーワードが「ジャパニフィケーション(日本化)」である。ジャパニフィケーションの定義は様々だが、ここでは「低成長・低インフレ・低金利・財政赤字拡大が常態化する悪い均衡」と捉えたい。

「悪い均衡」とは、低成長→低インフレ→低金利→財政赤字拡大という一般的な因果関係に加えて、財政赤字拡大→低金利→低インフレ→低成長という逆の因果関係も成立しているものである。すなわち、①中銀は財政破綻を回避すべく低金利を維持する、②低金利と整合的な低インフレ期待が強まる、③低インフレ期待と整合的な低成長期待が強まる、④低金利の長期化によりゾンビ企業が残存し、潜在成長率が低下する、⑤財政出動が繰り返され、財政赤字がさらに拡大する—というメカニズムである。

インフレ期待を高めることを狙った日銀の超金融政策が、かえってインフレ期待を消失させ、低インフレ・低成長をもたらし、財政赤字拡大を助長する結果を招いているわけである。

このジャパニフィケーションの存在を考えると、わが国ではインフレ期待は直ちには高まらないと見るのが自然であろうが、ジャパニフィケーションの構図においては、インフレ期待に対する市場や海外からの直接的なインパクトは考慮されていない点には留意する必要がある。

市場や海外発でインフレ期待が高まるケースとしては、①我が国の財政事情がさらに悪化して市場の信認を失い、国債の格付とともに円が下落する、②FRB、ECB が金融政策の出口に向かう中、日銀の立ち遅れが明らかになり、内外金利差が拡大し円が下落する—という円安起点シナリオが考えられる。

足元では、各種給付金や銀行貸出を受けた企業・家計の預金残高は伸びが加速し、800兆円を超えた。また、しばらく400兆円で横ばいだった日銀当座預金も、日銀が国債等資産購入を増やしていることから増勢を強めている。こうした待機資金がインフレ期待の高まりによって、家計消費、企業の設備・在庫投資、金融機関の投融資として一気に流出した場合には、高インフレとまではいかなくとも、近年経験したことのない1けた台後半のインフレを誘発する恐れもなしとしない。

幸い？現在は先進諸国でも財政赤字が大幅に拡大しており、中銀も金融緩和を強化するなど、ジャパニフィケーションが進行中であることから、市場で円が単独で減価したり、日銀の出口戦略の立ち遅れが目立ったりする状況ではない。また、これまでの円安局面を見ると、原油価格の急落等によって輸入物価が下落する場合もあり、円安がインフレ期待を高めるには、円安基調が相当期間持続する必要がある。

だが、円安起点のインフレシナリオは非現実的とは言えず、そのきっかけは我が国の財政の持続可能性への懸念の台頭であることは、財政赤字拡大→低金利→低インフレというロジックが必ずしも堅牢ではないこと、換言すればジャパニフィケーションの持続可能性には疑念が残るということでもある(かと言って、ジャパニフィケーションが長続きすることが望ましいわけでもない)。

以上のように考えると、「財政の大盤振る舞いの結果、向こう3～4年程度はインフレでもデフレでもない現状のような状況が続くが、その先はどうなるか分からず、日銀が目指す2%インフレ目標を大きく上回るインフレもあり得る」と言えるだろう。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。