

時論

金融政策の財政従属と宗教的政策化

第1次・第2次補正後予算における国債発行額が約 253 兆円(昨年度は約 189 兆円)にも上る中では十分予想されたことではあるが、国・地方の基礎的財政収支の 2025 年度黒字化目標の達成はほぼ不可能であることが明らかになった。

このように財政事情が一段と悪化し、財政健全化が大幅に遅れることは、長期金利(国債金利)急騰リスクを高め、かつそのタイミングも前倒しになる、というのが教科書的な理解であるが、今日のわが国では真逆となる。すなわち、財政健全化が大幅に遅れるからこそ、現在のような超低水準の長短金利がより堅固となり、長期化する。これは次のような事由からである。

第1は、財政健全化の大幅な遅れは、日銀の出口戦略の進捗を大幅に遅らせることである。

出口戦略はその手段や手順がどうであれ、金利の超低位局面の転換につながるため、財政事情が悪化して健全化が遅れば遅れるほど、出口戦略の遂行は困難となる。長期金利の小幅な上昇でも国債費がますます増加するので財政事情はさらに悪化し、それが長期金利の急騰ひいては財政危機・経済金融危機を招きかねないためである。

このため政府は、出口戦略の進捗には一段と慎重を期すよう日銀に強く求めるであろうし、日銀自身も自らの意思で、出口戦略が台無しになる長期金利急騰を回避することを最優先に据え、「2%物価上昇目標」を脇に置くようになるだろう。

第2は、日銀の出口戦略の進捗の遅れは、財政健全化をさらに遅らせることである。

日銀が出口戦略に着手できず、国債の大量購入と超低水準の長期金利が恒常化すると、既に見られるように財政規律の弛緩を助長し続けるためである。このことは、上述のように日銀の出口戦略の遅れにフィードバックループすることは言うまでもない。

第3は、日銀が将来、財務の大幅な悪化に陥り、政治問題化する可能性が高まることである。

出口戦略の進捗が遅れると、①国債を大量に購入する、②長期金利を超低水準に抑え込む、③日銀当座預金が増える—という3点セットが続くことになるが、これらは、①保有する国債の含み損が増え、利息調整損失として期間収益を圧迫する、②資産の運用利回りが一段と低下する(調達コストを下回る逆ザヤとなりかねない)、③将来の利上げ段階において支払利息が巨額化する—ことにより、いずれも日銀の期間損失、その規模次第では債務超過をもたらす要因となる。

それが現実化した際には、現行日銀法では定めがない「日銀に対する政府の財政支援・公的資金注入」が議論されようが、日銀の損失補填を国民の税負担で賄うとの図式では、日銀は国会や世論から批判を浴び、政府の日銀に対する影響力が高まり、金融政策の自由度は狭まるだろう。

こうして、今般の財政健全化の大幅な遅れにより、①既にその様相を呈している「金融政策の財政従属」—低コストの財源調達と債務負担軽減を望む政府に従属する形で、中央銀行が金利を低位に抑え込み続けること—が強まり、②金融政策が「物価安定政策」から「政府債務管理政策」へと変質し、③向こう3~4年の間は、日銀のコントロールによって長短金利とも現在のような超低水準が続く—という姿を想定することができる。

だが、本当にそうなるのだろうか。日銀に、機関投資家やヘッジファンドなどの圧力を制御しつつ、長期金利を操作し続ける能力があるのだろうか。そのために必要な要件は何であろうか。中央銀行が市場コントロールに乗り出した過去の事例から、そのヒントを探ってみよう。

スイス国立銀行が2011年9月～2015年1月に行ったスイスフラン為替上限政策では、同銀行は「無制限でユーロ買い・スイスフラン売り為替介入を行う」方針を表明し、1ユーロ=1.2スイスフランと定めた上限を防衛した。また2012年、欧州債務問題の深刻化によりユーロが大幅に減価し、欧州発金融危機も懸念された際、ドラギ ECB 総裁は「ユーロを守るためには ECB は何でもやる」と表明し、市場の不安を沈静化させ、ユーロ安に歯止めをかけた(ドラギマジックと言われた)。

両者に共通しているのは、中央銀行(総裁)のアナウンスメント効果が強力に作用し、前者は大規模為替介入、後者は国債買取プログラムという政策を發動することなく、政策意図を実現したことである。

金利操作という伝統的政策を使い果たした今日においては、中銀の政策効果は一段とアナウンスメント効果への依存を強めている。今や金融政策は、中央銀行(総裁)がそのステートメントとパフォーマンスを以て「中央銀行の政策方針や市場見通しに逆らうのは得策ではない」と市場の信者に信じ込ませる宗教的・呪術的政策になったかのようである。

わが国の状況を見ると、日銀が保有国債残高の増加額を年間80兆円超から足元10数兆円まで減額する中でも、長期金利は概ねマイナス～0%のレンジで推移しており、日銀は相応のアナウンスメント効果を裏付けとした長期金利操作能力を有していると言えよう。かくして日銀は財政に従属して機能し、長短金利ともまだしばらくは超低水準が続くとのシナリオには現実味がある。

だがアナウンスメント効果は、開始時点の外部条件や経済環境が変わり、中央銀行の意図を実現する能力が疑問視されれば、当然、低下する。スイス中央銀行の為替上限政策も、欧州経済のデフレ傾向の強まり、ECB の金融緩和の強化によるユーロ安圧力の更なる高まりを受け、上限目標の防衛は困難化が予想されるようになり、最終的には放棄せざるを得なくなった(その直後、スイスフランは急騰した)。

日銀のアナウンスメント効果が低下するシナリオとして考えられるのは、①現在は足並みがそろっている先進諸国の金融政策スタンスにバラツキが生じ、FRB と ECB が日銀に先行して金融政策の出口に向かい始める、②これによって海外金利が上昇し、日本の長期金利にも上昇圧力がかかる、③為替市場では円安が定着し、輸入物価が上昇する、④市場・企業・国民の間でインフレ期待が高まり、駆け込み的な消費・投資需要が高まる、⑤滞留していた日銀当座預金が貸出、預金引き出し等を通じて市中に大量に流れ込み、消費・投資需要、賃金を押し上げる、⑥国内物価が上昇し(ホームメイドインフレ)、日銀による長期金利の超低水準維持は限界との見方が支配的になる—というのではないか。そうすると、長期金利は上昇する(場合によっては急騰する)ことになるだろう。

財政の大盤振る舞いによって、財政健全化が大幅に「遅れるにもかかわらず」ではなく、「遅れるからこそ」、「金融政策の財政従属」が強まり、向こう3～4年は長短金利とも超低位水準が続くというのは、今さら本稿で指摘するまでもなく、大方のコンセンサスとなっていると見られる。

だがそのロジックは、アナウンスメント効果という漠とした移ろいやすいものに支えられていることは、頭の片隅に置いておく必要があるように思う。

(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。