

財政・金融政策協調をめぐる 国際的な議論と課題

慶應義塾大学総合政策学部教授

白井さゆり

2015



新型コロナウイルス危機による景気後退に対応するため、2020年以降、世界各国で大規模な財政拡大と金融緩和が実施された。結果として、財政・金融政策の事実上の政策協調が実現し、景気後退や大量失業の長期化を回避することができた。

その後、新型コロナウイルス危機からの回復途上で、コモディティ価格の高騰や2022年のロシアによるウクライナ侵攻によって、世界は予想外の高インフレに見舞われた。欧米の中央銀行は前例のない速さで利上げを行い、保有資産の縮小にも踏み切った。長期金利が上昇し、政府の利払い費が増加する一方で、エネルギー・食料価格の急激な高騰に対して財政支援を行う国が多く見られた。この結果、インフレ抑制を目指す金融政策とインフレによる負担の緩和を目的とする財政支援の間で、不整合が生じるようになった。

本稿では、自国通貨建て国債の発行が容易で量的緩和を採用してきた先進国を中心に、最近の議論や政策協調のあり方について考察する。

新型コロナウイルス危機前後の 政策協調の考え方

新型コロナウイルス危機の前から、政策協調をサポートする見解が様々な国から示されるようになっていた。その背景に、1980年代頃からの趨勢として国債の利回り(長期金利)が実質・名目ともに低下していたことが指摘できる。このため政府債務の名目GDP比率が着実に上昇しても、利払い費の名目GDP比率は低下していた(図表1)。政府は低金利で容易に借り換えができたため、政府債務GDP比の指標では債務の持続性を測れなくなっていた。また、長期金利の低下には、主に次の四つの要因が影響していた。

第1に、先進国では、完全雇用状態で資金需給を一致させる実質金利(自然利子率)が趨勢として低下したことである。背景には、高齢化による雇用の長期化がもたらした貯蓄率の上昇や、生産性伸び率の低下による投資率の低迷などがある。これが、財政赤字と公的債務残高の

拡大に基づく自然利子率の上昇要因を相殺したため、自然利子率は緩やかに低下していった。

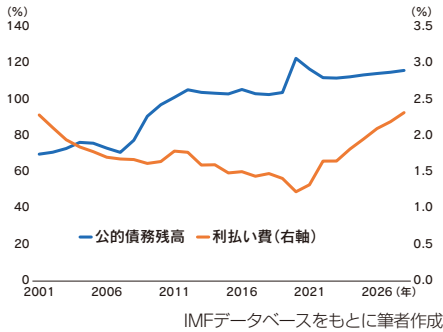
第2に、1990年代以降、多くの国の中央銀行がインフレ目標政策を採用する中で、先進国では2%がインフレ目標の共通の標準となったことである。この結果、インフレ率の低下と安定化に成功し、インフレ予想も2%前後で低位安定したため、長期金利の低下につながった。

第3に、2008年の世界経済危機以降、金融規制が強化されて国債を安全資産として保有する需要が高まったことである。これにより、タームプレミアム(期間に伴う上乘せ金利)が低下した。先進国の国債市場は流動性が高く、金融規制、銀行間取引の担保、経済危機時の安全資産として安定的な需要がある。

第4に、日米欧の中央銀行による量的緩和も国債需要を高めて長期金利を押し下げたことである。

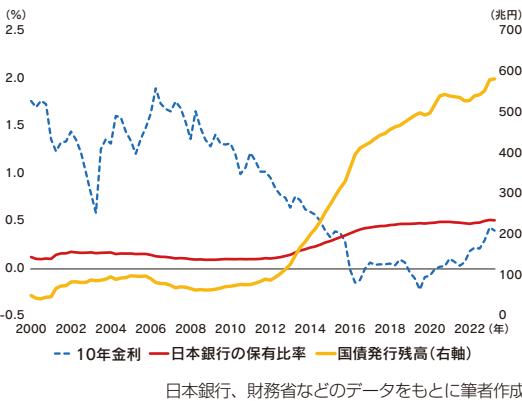
こうした情勢のもと、先進国では財政・金融政策の協調が徐々に容認されるようになっていた。そこには、2008年の世界金融危機

図表1 先進国の公的債務と利払い費の対GDP比



と欧州債務危機の際、財政規律を優先させたことで景気回復が遅れたとの欧州連合(EU)の反省がある。加えて、日米欧では量的緩和の効果が減衰して2%を下回るインフレが続いていた。そこで、政策金利がゼロ%近傍に達する「実効下限制約」下での財政効果に注目が集まった。財政拡大のクラウディングアウトが限定されるために財政支出乗数が高くなること、量的緩和によって政府の資金調達費用が抑えられることなど、有力な識者たちからは財政拡大の余地を広げる効果などが提起された。政策協調をめぐる議論は、政府と中央銀行が積極的に政策をすり合わせるというよりも、同じ方向を向いているか否かという事実上の政策協調に集中している。協調を支持する見解が高まる中で新型コロナウイルス危機が発生すると、先進国はためらいなく大胆な事実上の政策協調を実践した。

図表2 日本の10年国債利回り、国債発行残高、日本銀行の国債保有比率の推移



財政政策は、財政措置(減税、歳出拡大)と政府系金融機関などを通じた直接的な低金利融資、保証、支払い猶予など多岐にわたった。そして金融政策は、量的緩和や銀行支援により中央銀行の金融資産を膨張させた。

2022年以降のインフレと金融引き締め下での政策協調の難しさ

先進国の財政・金融政策の考え方は、「財政政策と債務持続性は政府の責任、物価安定の実現は中央銀行の責務」という役割分担を基礎とする。中央銀行にとって、量的緩和下での国債買入れは物価安定のための金融政策の手段であり、低金利で政府の財政支出の拡大余地を広げるというのはあくまで副次効果だという見解だ。

世界では2021年頃からインフレ構造が変化し、長期金利も上がりやすくなっている。1980年代からのトレンドが変化した可能性がある。理由は二つある。一つは、地政学リスクによる生産分散化やGX投資拡大に加え、日本ではシニア層が労働市場から退出することによる貯蓄取

り崩しと高齢化に伴う歳出拡大により、自然利子率が上昇していくと見込まれることだ。もう一つは、生産分散化、気候変動、カーボンプライシング、高齢化による人手不足などによって、世界がコストプッシュ型のインフレになりやすい構造に変化しつつあるからだ。長期金利が上昇しやすい状況下では、大きく上昇させないためにも国債への信頼性と中央銀行の物価安定重視の姿勢が維持されることが重要だ(図表2)。国債の安全神話が崩れば、国債需要が低下し長期金利は大きく上昇する。財政再建を重視する姿勢が国債市場の安定を維持するために期待される。

高齢化が進む先進国では、今後経済成長・消費の拡大は起きにくくなり、デマンドプルよりも、コストプッシュ型のインフレになりやすい局面が続くとみられる。これにより実質消費を下押しする圧力に目配りしつつ、インフレが二次的影響として経済全体に波及していかないように時宜に応じて利上げが必要になる。これが需要調整のための金融政策よりも難易度が高いことは、直近の金融政策運営を見れば明白である。インフレを放置すれば、債券投資家はインフレリスクを懸念して高い金利を要求するため、債務危機につながる恐れが高まる。

低金利・低インフレのもとで需要拡大を目指す時代が長く続いたが、そうした金融・財政政策運営からの脱却が必要になりつつあるようだ。複雑な要因でインフレになりやすい新時代においては、柔軟で機敏に対応できる金融政策運営と金利の変動を意識した財政政策運営が必要とされるようになっていく。