

# 政府と日銀の関係、再構築を 財政・金融政策の針路

植田健一・東京大学教授

2023/10/25 5:00 | 日本経済新聞 電子版

## ポイント

- 本来あるべき財政と金融の関係から逸脱
- 政府が国債管理政策を強化するの一案
- 財政赤字への市場からの警告に耳傾けよ

財政政策と金融政策の基本は中央銀行の独立性だ。中銀は通貨の番人とされ、国債を消化するための機関であってはならないことはマクロ経済学の初歩でもある。中銀が無制限に国債を受け入れざるを得ないと無制限に通貨が発行され、通貨価値が毀損するからだ。

現行の日本銀行法は物価水準の安定を確保することを目的とする。目的を通貨価値の安定とすると、国内での通貨価値である物価だけでなく、国外での通貨価値である為替水準の安定も果たさねばならない。これを同時に達成することは難しいはずだと、1997年の法改正時に考えられた。

もっとも、自由な国際資本取引がなされている状況では、金融政策（国内金利の調節）と為替政策（為替介入や固定相場）は独立して行使できない。このことは国際金融における「トリレンマ」として知られる。その意味で物価の安定を目的とした金融政策を行っていれば、為替水準も安定する。

ところがここ1～2年は物価が欧米に比べれば安定していた一方で、為替は大きく円安に動く異常な状況だ。取引量、参加者が多いドル円の為替市場での取引価格の趨勢が異常とは言えない。だとすると異常の主因は日本の物価の方だ。本来は日銀に任せるべき物価の安定を、首相（政府）が主導し各種補助金や管理価格制度を通じて図っていることに要因があると思われる。

また中小企業向けの手厚い信用保証などで本来より多くの生産性の低い中小企業を生存させ続けていることも、各業界で過当競争を生み、間接的に物価を低下させていると考えられる。

物価対策の各種補助金などは直接的に財政赤字の増大を招く。そのことは供給面から名目金利の上昇要因だが、物価が安定しているという理由で金融政策の名の下に市場から国債を買

い続けており、名目金利の上昇を抑えている。本来あるべき財政政策と金融政策の関係性から逸脱している。

もちろん、物価の安定が本物ならば日本は相対的に低いインフレが続くと考えられ、名目金利が相対的に低くても実質金利では低くなく、金利要因の円安は生じない。だが実際には為替は過去1~2年で大きく減価した。学界では年15%以上の減価は通貨危機と定義され、円の対外価値はそうした危機にある。市場参加者は、補助金などによる物価のゆがみは続けられるわけがないと考え、本来のインフレに戻ると認識しているとすれば、実質金利差は名目金利差と同程度ともみなされ、円安の説明がつく。



物価と為替の動向がかい離しているのならば、総合的な通貨の価値をどうとらえるべきだろうか。実質の短期金利と為替水準の両方を加味して総合的な通貨価値を測る「通貨状況インデックス (Monetary Condition Index)」を見ると、円の総合的な通貨価値は急速に低下している(図参照)。以前より大きい3%台のインフレによる影響もあるが、それ以上に為替の動向が強く表れている。

## 通貨状況インデックス (Monetary Condition Index)



(注)筆者作成。実質短期金利と実質実効為替レート(日銀)の基準年月(2000年1月)からの変化の加重平均。ウエートは欧州中央銀行(ECB)に倣い6対1。金利は国債1年利回り(財務省)、消費者物価指数(生鮮食品除くCPI、総務省)の前年同月比変化率で実質化

そもそも通貨の価値を、それに非常に近い代替性を持つ短期金融市場での金利調節により守ることが、伝統的な金融政策だ。それ以外の市場、すなわち長期国債市場、株式市場、不動産担保証券市場などで日銀が存在感を示していることは「非伝統的」金融政策と呼ばれるゆえんの一つだ。これらの市場のゆがみを正していくことが金融政策の正常化ということでもある。

特に長期国債市場で長期金利を積極的に管理するイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)は、それ以前の単純な買い入れ(量的緩和策)よりも、価格のゆがみがより直接的だ。

長期金利の上昇は国債残高の将来経路が発散する(金利高で借金が借金を呼ぶ)状況をもたらしかねないとの懸念もよく聞かれる。だがそれを考慮して金融政策をゆがめるのは高インフレを招きかねず、金融政策としては本末転倒だ。

一方、コロナ禍などを経て膨れ上がった民間部門の債務を鑑みると、長期金利上昇は多くの企業倒産を招きかねない。だが債務超過の状況に対応すべきは倒産法制の改善と、銀行など債権者と債務者との交渉だ。場合によっては銀行の不良債権問題への対応であり、主に金融庁が担うべき問題だ。日銀に低金利を通じてこの問題への対応を求めるのは、国債消化と同様に、物価の安定を減ずることとなり良い結果とならない。



財政問題には財政政策で対応するのが根本的な解決策だが、別の政策もある。国債管理政策だ。政府は国債発行元として市況に応じて最適に国債を発行し管理する必要がある。発行市場では長期金利の上昇時には長期国債の発行を控え、その分短期国債の発行を増やすといった対応がとれる。

発行済みの長期国債についても、長期金利が上昇すればその市場価値は下がるため、銀行財務などへの悪影響はあるものの、下がった市場価値で国債整理基金特別会計が購入できる。例えば100円の額面の長期国債の市場価値が90円に下がったときに買い入れ、償還まで持つことで、国家債務残高をその分実質的に減少させられる。もっとも、国債整理基金特別会計には多くの資金がないため、短期の国債を発行して賄う場合もあろう。つまり発行市場でも流通市場でも国債の発行残高の長短バランスを変えられ、イールドカーブの変化に対応できる。



うえだ・けんいち 68年生まれ。シカゴ大博士（経済学）。専門は金融論、マクロ経済学

ただし良いことだけではない。こうした対応ができるのは、あくまで日銀により金融政策として短期金利が低く抑えられていることが前提だ。さらに国債管理政策としての限界がある。国債残高に占める短期国債の割合が高まるほど、借り換えのために発行する国債が毎年増える。3カ月物なら3カ月に1回借り換えねばならず、ロールオーバー（借り換え）リスクがある。

国家債務の不履行や減免を迫られた国々の多くで、高い金利に急に直面することで借り換えが不可能になることが起きている。国家債務破綻に関する主要な理論でも、国債のロールオーバーリスクが破綻のトリガー（引き金）ととらえられている。そのリスクを下げるには多少金利が高くとも、短期よりも長期の国債をできるだけ多く発行することが良い政策となる。

それを踏まえたうえで長短国債のバランス調整という対応を国債管理政策として大々的に実施すれば、長期債利回りはある程度抑えられる。結局、市場への長短国債の供給バランスは日銀を含めた政府全体としては同じとなるかもしれない。

だとすれば、今まで通り日銀が実施すればよいという意見も出るかもしれないが、それは間違いだ。国の機関の中で財政政策と金融政策の責任を分離することに意味がある。それが経済理論で明らかにされてきた最適な制度設計だからだ。すなわち物価の安定は中銀に任せ、財政問題は中銀に任せないという姿に戻すべきだ。そして適切な国債管理政策の下でも長期金利が上昇するのならば、それは根本要因の財政赤字に対する市場からの警告として、素直に受け入れるべきだ。

