

# 出口なき量的緩和で財政膨張支える日銀 いずれ来る物価急騰と円急落

河野龍太郎 ● BNPパリバ証券経済調査本部長

主要国の中央銀行が金融緩和からの出口を模索する中で、気配すらないのが日本銀行だ。巨大な公的債務を支えるためには動けない。しかし、その先には物価急騰と超円安が待っている。

## 公

的債務残高の膨張が続いているにもかかわらず、2021年10月の衆議院選挙では、財源の担保なき大盤振る舞いの経済政策を与野党が競った。しかし、なぜ、名目国内総生産（GDP）比で200%を大きく超える公的債務が維持されているのか。日本銀行の金融政策との関係を抜きにして、この問題を語ることはできないだろう。

一言で言えば、長短金利共にゼロ金利だから、国債バブル（価格の高騰）が生じ、大量に長期国債が発行されても、債券市場で吸収可能なのだ。もし継続的な利上げが始まれば、国債バブルが崩壊し、大幅な物価水準の上昇によって公的債務価値の減価が始まる。

国債バブルが崩壊すると、マクロ経済や物価安定へのダメージは大きい。それ故、日銀は長短金利をゼロに保つ金融政策を継続せざるを得ない。しかし財政規律を担保する枠組みを作らなければ、大盤振る舞いの財政政策が繰り返されて債務が増大し、将来の危機のマグマがため込まれるだけだ。

左ページの図にあるように、政策金利（短期金利）がゼロになると、日銀はいくらでもマネタリーベース（日本銀行券＋日銀当座預金）を膨らますことができる。政策金利がゼロの下では、民間金融機関のマネタリーベースへの需要が無限大に膨らむ。いわゆる「流動性のわな」だ。

このとき、貨幣と経済の関係は失われ、日銀がいくら資金供給を増やしても、マネーはモノに向かわず、日銀当座預金に資金が滞留するため、物価上昇にはつながらない。マネーを増やせばインフレ率が上がるという、貨幣数量説がまったく成り立たなくなる。

さらに、中央銀行が長期国債の

大量購入を行い、長期金利もゼロ近傍まで低下すると、今度は長期国債もマネタリーベースと等価となり、長期国債に対する金融機関の需要も無限大に膨らむ。

大量に長期国債が発行されても、日銀が買い支えてくれるから旺盛な需要が続くのだ。ゼロ金利で長期国債の発行がいくらでも可能だから、財政政策をゼロコストと誤認し、冒頭で述べたバラマキ合戦が繰り返される。

国債発行で調達された資金は結局銀行預金に集まり、金融機関を通じて国債購入に向かうだけだから、やはり物価上昇にはつながらない。長期国債も貨幣化するのだ。経済全体で見ると、60%以上図にあるように、統合政府が発行する債務が、金利ゼロの下でいくらでも吸収されていることが分かる。つまり、長短金利がゼロとなれば、統合政府の債務に対する民間の需要は無限大に膨らむのだ。

統合政府とは、政府と日銀のバランスシートを統合したものだ。日銀が市場で国債を買えば政府の対民間債務は減少するが、一方で国債購入の対価として日銀は民間金融機関にマネタリーベースを供給する。統合政府の対民間向けの負債合計が減少するわけではない。国債発行が増えても、日銀が購

入し続ければ利払いは問題にならないという人がいるが、代わりに日銀の民間向けの負債が増え、統合政府の負債はやはり増える。日銀が金利を引き上げれば、日銀の利払い費が膨らむため、統合政府全体の利払い費が抑えられるわけではない。

本来、国債の価値は、将来の財政余剰（黒字）によって担保される。しかし、歳出拡大ばかりが行われ、一方で増税や歳出削減が棚上げされたままでは、国債の価値を裏付けるはずの財政余剰は見込めない。

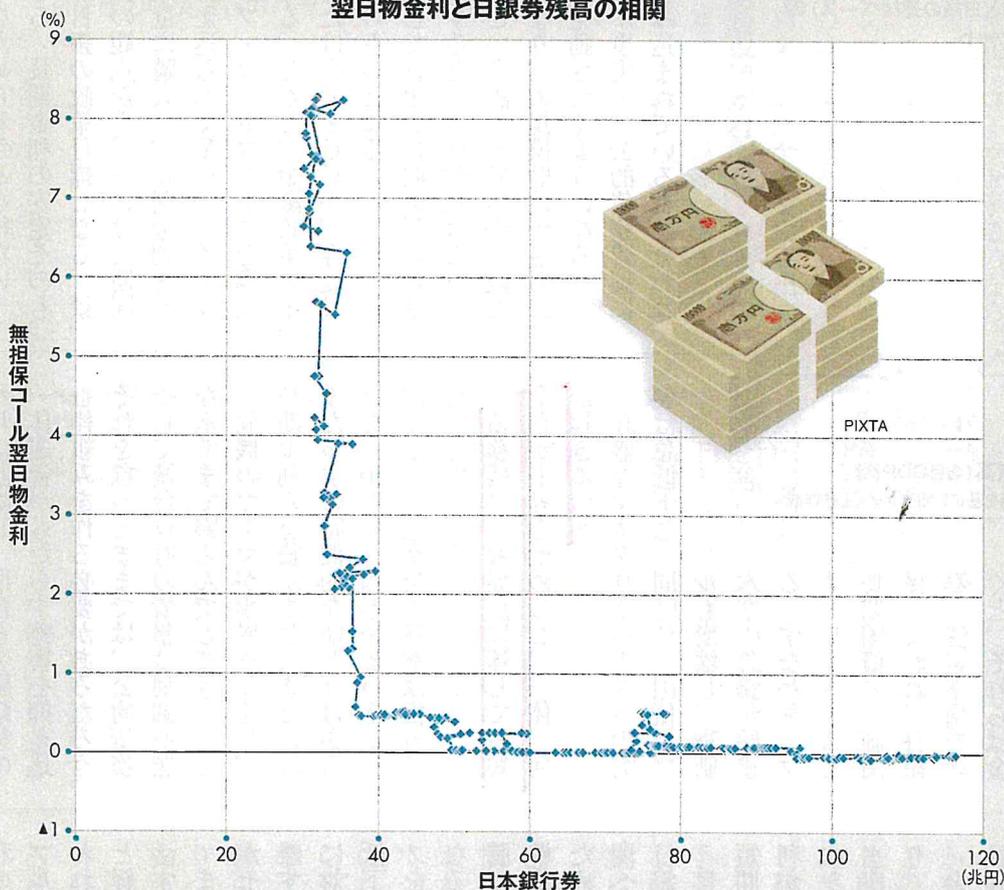
価値があると信じられているのは、日銀がマネタリーベースを対価に国債を買い支えているからだ。しかし、マネタリーベースに価値の裏付けはあるのか。

日銀のシニョレッジ（通貨発行益）は、銀行券など無利子の負債の発行と引き換えに購入する長期国債などから得られる利息収入だ。長期金利もゼロのままでは通貨発行益も期待できないはずだ。つまり、価値の裏付けが不十分という意味で、国債バブルなのである。

政策金利の引き下げ余地がほとんどなくなるため、無担保コール翌日物金利が0・5%以下まで低下した段階を中央銀行は事実上のゼロ金利政策と見なす。これが日

## ゼロ金利で紙幣が急増

翌日物金利と日銀券残高の相関



\*日本銀行の資料を基にBNPパリバ証券作成

本で始まったのは、四半世紀前の1995年だ。低成長とゼロインフレが続き、短期金利がゼロ近傍(0・5%)まで引き下げられた。しかし、景気を刺激も抑制もしない中立的な自然利子率が大きく低下したため、ゼロ金利になって

も景気刺激効果は乏しく、インフレも醸成できない。つまり金融政策の有効性が失われたのだ。その結果、不況期には追加財政が繰り返され、公的債務が積み上がり、低成長、ゼロインフレ、ゼロ金利、膨張する公的債務」のデ

フレ均衡が徐々に定着した。さらに13年以降は、安倍晋三政権の下、日銀総裁の黒田東彦氏が異次元緩和を開始。長期国債の大量購入によって、長期金利もゼロ近傍まで低下した。その結果、財政政策はゼロコストと誤認され、

景気拡大局面でも、わずかなショックが訪れると大規模な追加財政が発動されている。今ではゼロインフレと低成長だけでなく、公的債務が大きく膨らんでいるという理由からも、日銀はゼロ金利を続けざるを得ない。

非ケインズ効果で、自然利子率が低下した可能性も排除できない。非ケインズ効果とは、本来、総需要を刺激するための追加財政や金融緩和などケインズのマクロ安定化政策が、過度になることや長期化することで、資源配分や所得分配をゆがめ、潜在成長率や自然利子率が低下することだ。完全雇用でも、超金融緩和や追加財政が長期化、固定化され、そ

れなしでは採算の取れない企業や投資プロジェクトが増えた。

また、個人消費が回復しない理由の一つに、医療や年金など社会保障制度の存続が懸念されていることがある。公的債務が未曾有の水準まで膨張しているため、将来、医療給付や年金給付を十分に受けられないと懸念する人が少なくな

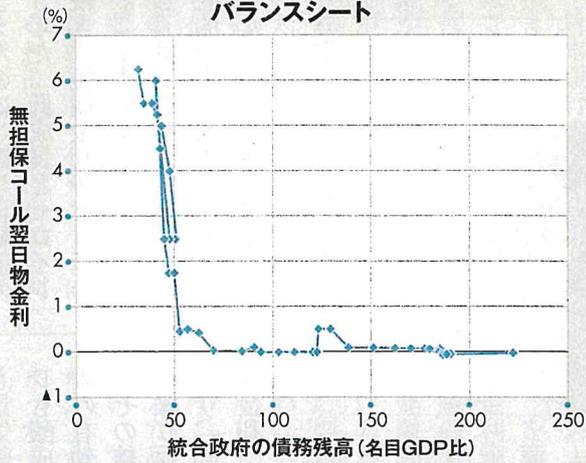
い。それ故消費が抑えられる。消費が増えないから企業も国内投資を抑える。マクロ経済全体では、貯蓄と投資のバランスが失われ、貯蓄超過となり自然利子率はさらに低迷する。大規模財政は一時的には景気をかさ上げするが、膨張する公的債務が社会保障制度の持続可能性に対する人々の懸念を強める。その結果、デフレ均衡が強化されるのである。

**債務残高が臨界点に達したとき、国債は暴落し物価は急騰**

このまま、デフレ均衡が継続するのか。デフレ均衡は、そもそも国債バブルに支えられた不安定な均衡だ。利上げが継続的に行われると、金利上昇で国債価格が暴落し、金融市場の動揺が始まる。そうなるマクロ経済と物価の安定が大きく損なわれるため、日銀は

## ゼロ金利で膨らむバランスシート

翌日物金利と統合政府(政府と日銀の連結ベース)の  
バランスシート



利上げをためらわざるを得ない。むしろ、長期金利の安定そのものが、日銀の政策目標となる。景気刺激の観点から、日銀は長期国債を大量に購入し、長期金利をゼロに抑え込むべくYCC(イールドカーブ・コントロール)を導入している。しかし、金融政策の手段だったはずのYCCが、今度は目的そのものとなる。

こうして日銀が長期金利の安定に成功すると、追加財政はゼロコストだという誤った確信が一段と強固になり、大規模財政がさらに安易に発動されるようになる。

日銀が事実上、公的債務管理に既に組み込まれていることをわれ

われは認識し、財政と金融政策の一体運営がもたらす弊害を抑え込む枠組みを作る必要があるだろう。それを怠ったままでは、公的債務そして統合政府の債務は制御不能な水準まで膨らんでしまう。

危機のマグマが臨界点に達し、長期金利の急騰が生じるまでには、まだ多少の時間的なゆとりはある。ただ、20年後、30年後ということになると、危機発生確率は相当に高いものとなる。

債務残高が臨界点に達して長短金利が上昇を始めると、一体、何が起きるのか。

旺盛なマネタリーベースへの需要は急低下し、同時に、国債バブルも崩壊し、物価水準の急騰が始まる。すなわち、マネタリーベースと長期国債の等価関係は失われ、日銀券と法定準備を除くと、それらは金利ゼロの貨幣ではなくなる。

長期国債も貨幣化していたから無限大の需要が維持されていたが、経済学者の齊藤誠氏が論じる通り、金

利の復活で国債バブルが崩壊し、失われていたマネーと経済の関係が復活する。

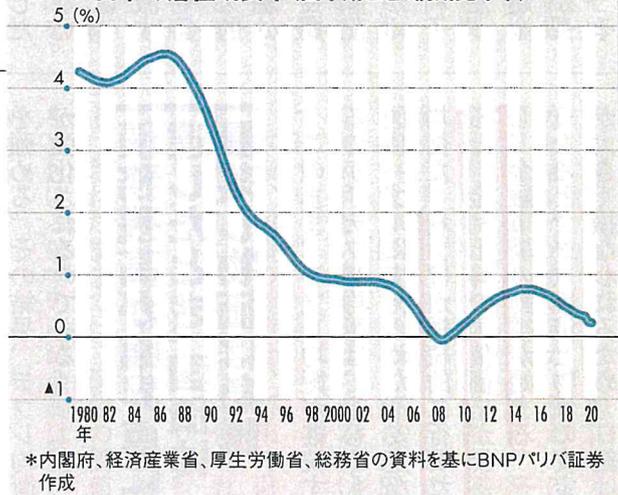
まず、短期金利がゼロ近傍から乖離すれば、日銀券に対する需要は急低下し、人々はモノを欲するようになるため、物価急騰が始まる。超過準備に金利が付くため、民間金融機関への利払いで、日銀の支払利息は急膨張する。

日銀券には金利が付かないが、短期金利が上昇すると預金には金利が付くため、日銀券から預金へのシフトが始まる。日銀券の日銀当座預金への大規模な還流が起こり、日銀の支払利息の重しになる。

金融市場では、日銀が膨らむ支払利息の急膨張に耐え切れず、バランスシートを圧縮すべく、保有する長期国債を売却するという思惑が生まれ、それがイールドカーブ(短期から長期の金利曲線)の急激なスティープ(急になること)化をもたらす。長期金利の上昇(長期国債の価格下落)で長期国債への需要はさらに低下する。

## ゼロ%台前半にまで低下

日本の潜在成長率(四半期ごと、前期比年率)



過去30年間、長期国債の貨幣化に伴って、イールドカーブのフラット(平たん)化が進んできたが、非貨幣化によって、その巻き戻しが生じる。政府が支払うにせよ日銀が支払うにせよ、統合政府の利払いが急増し、支払いがマネタリーベースの膨張によって賄われることで、物価急騰が助長される。

現段階の中央銀行のバランスシートの膨張、あるいは統合政府の負債の膨張から推計すれば、物価水準が数倍にジャンプする可能性はある。例えば物価水準が4倍になることで、現在、240%弱の公的債務の対GDP比が60%まで低下し、持続可能性が回復される

ということだ。

もちろん、国債バブルの崩壊後、それが逆バブルの過程に入れば、数倍の物価調整では済まされないリスクもある。その分水嶺となるのが、危機が始まった際、政府が財政健全化にコミットできるかどうかである。もし政府が信頼に足る財政健全化にコミットするのなら、国債価値の一部は、将来の財政余剰によって担保されるため、ハイパーインフレーションの経路に突入するのは回避できるだろう。

逆に将来の財政余剰を生み出す財政構造改革が打ち出されないのなら、逆バブルの過程が始まり、止めどない物価上昇によって、国

債価値の減価が続く。

日銀の長期国債の全額購入で、最後まで長期金利上昇を抑え込めれば、財政危機は避けられると考える人もいるかもしれない。ただ、そうした事態に追い込まれているとすれば、そのとき、為替市場では超円安が始まっているはずだ。

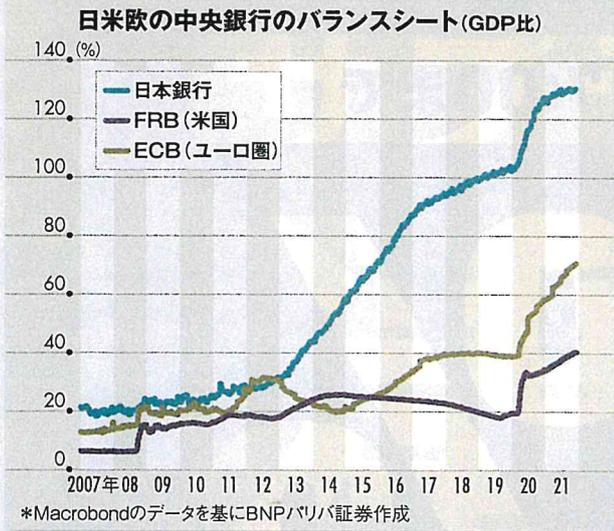
## 金利が上昇せずとも 超円安とインフレの 連鎖の公算も

超円安がもたらす輸入物価上昇に端を発したインフレで実質金利は低下するが、金融政策を長期金利の安定に割り当てているため、

実質金利の急低下を止めることができず、超円安とインフレ高騰のスパイラルが続く。

仮に長短金利の上昇が観測されなくても、物価水準の調整が始まる可能性がある。物価が数倍程度の調整で済むのなら、為替市場の特性故に円安が進む過程では円安が行き過ぎる可能性がある。

## 対GDP比100%超の日銀のバランスシート



それで最終的には物価は数倍となり、それに対応し円相場も数分の1の水準にまで減価するとみられる。ここでも超円安とインフレ高騰のスパイラルが続く。

現実には危機の引き金となるのは、首都直下型地震や南海トラフ地震、あるいは、台湾海峡を巡る東アジアでの地政学リスクの顕在化なのかもしれない。天変地異や戦災などのショックをきっかけに何度か公的債務の水準が切り上がり、それが制御不能な水準まで膨らんだと確信された段階で長短金利をゼロや小幅マイナスに固定化しても手遅れだろう。為替レートの大幅な減価から、物価水準の大幅な調整は始まる可能性がある。

それらのイベントを契機に日本国債の格下げが続いた際、同時に国内の大手金融機関の格下げも行われ、グローバル資本市場において、大幅な上乗せ金利を支払わなければ外貨の調達が困難になってくる。そうなると、ドルやユーロなどの外貨を調達するために、為替市場で円を売らざるを得なくなり、それが引き金となって円安が加速し始めるのである。

98年の金融危機の際も、ミニクライシスが生じて円安が進んだ。不良債権問題を抱える邦銀に対して、上乗せ金利が課されて外貨調

Kazutoshi Sumitomo



この・りゅうたろう / 1987年横浜国立大学経済学部卒業、住友銀行入行。2000年11月BNPパリバ証券。現在、経済調査本部長チーフエコノミスト。

達が困難になり、為替市場で円売りによる邦銀の外貨調達が拡大するという思惑で円安が加速したのである。ただ、円安が進んだといってもピークで1ドル=147円。円の価値が数分の1に減価する、という水準からは程遠い。

かつては、経済ショックが訪れると流動性選好が高まり、国内への資金回帰によって、円高傾向が観測されていた。それは、デフレ均衡の特徴でもある。近年、経済ショックが生じて、必ずしも円高現象は観測されなくなっている。むしろ最近では、円安傾向が見られることもある。

また、物価で調整した実質為替レートは既に70年代前半のレベルまで低下している。日銀は近年、経済ショックが訪れた際、円高が回避されたことを金融政策の成功と自画自賛するが、果たしていつまで喜んでいられるのだろうか。過去50年間、円高回避に日銀は注力してきた。遠くない将来、超円安を止められなくなる日が訪れるのではないか、心配である。