

財政大借金時代の金融政策

—異次元緩和からポストコロナの「新常态」へ—

専修大学経済学部 教授 博士 (経済学)
田中 隆之

はじめに

金融政策の話をいたします。第 1 に、現在、日銀も主要国の中央銀行も展開している非伝統的金融政策がどのようなものか、第 2 に、その中でも日銀がアベノミクス以降の黒田総裁下で行っている異次元緩和という金融緩和、これは主要国の中央銀行の非伝統的金融政策の中でもかなり特殊ですが、これがどのようなものか、第 3 に 2020 年 3 月にコロナ危機が起きましたが、そこで非常に大きく財政支出が増えたことが金融政策にどう影響したか、第 4 に、最後に現在の金融政策が直面する問題と当面の焦点について、お話させていただきます。

はじめに金融政策の基本的なことを申し上げます。その 1 つ目は、金融政策には 2 つあるということです。

はじめに 基本的なこと

1) 2 つの金融政策

金融政策(広義)

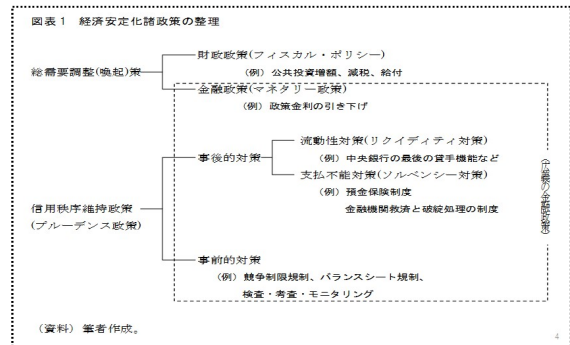
総需要調整策(マネタリー政策。Monetary Policy)
～金融政策(狭義)。景気・物価対策

金融システム安定化策(ブルーデンス政策。Prudential Policy)
～金融の制度設計、金融危機時の対応

です。1 つは総需要調整策(要景気対策、マネタリー政策)です。単に金融政策と言った時、狭義にはこれを指します。景気が悪くなった時に景気の下支えをする、良すぎるとインフレが来るので抑制策として景気を冷やす。つまり景気循環をならす政策で、金融政策と言った時に、普通はこれを指す事が多い。これに対し、金融システム安定化策(ブルーデンス政策)、日本語で言うと信用秩序維持政策があります。

金融危機が来た時どう対処するか、さらに金融危機が来ないようにどう制度設計をしたらよいか。広義の金融政策はこの政策も含まれます。

基本的なことの 2 つ目は、総需要調整策が歴史的に変遷して来ているという事実です。昔は、金融政策と言えば公定歩合でした。公定歩合は中央銀行から市中銀行への貸出の金利で、これを操作すると市中銀行の貸出金利、預金金利が連動して動く、規制金利の時代で、窓口指導などの手段がこれを補完していました。この政策は 1990 年代半ばまでですが、アメリカの FRB が以前から短期金利誘導型の金融政策を整えつつあり、これに倣うように日銀もそれから世界中の中央銀行も、これにシフトして来ました。公開市場操作、いわゆる買いオペ、売りオペで市中にある国債とか手形とかを売買することで資金供給をする、あるいは資金吸収をする、それで政策金利であるコール金利を誘導するという政策です。



その世界では金利が完全に自由化されていて、コール金利——銀行間の貸借市場での翌日物金利です。これは市場の需給で決まってくる——これを日本の場合は日銀が公開市場操作の売りオペ、買いオペで需給を変えて誘導します。この体制では、コール金利、一番短い金利が動くとその他の短期金利、中長期金利、5年とか10年とかの金利が市場の裁定で動くので、貸出し、社債の発行が増減する、という形で景気をコントロールします。飽くまでも短期金利のところを誘導する、このやり方が世界中で整って来た。

ところが 2008 年の世界金融危機が来て各国中銀は政策金利を引下げ、政策金利がゼロに到達、それ以上の金融緩和が出来なくなってしまっ、この政策が出来なくなってしまった。そこで非伝統的金融政策と言われる政策、資産購入によって長期国債等を中央銀行が市場から買う等の政策を 2008 年から

——日本では大分早めに1999年から——始めました。

1) 非伝統的金融政策の展開—世界金融危機後

短期金利誘導型の金融政策のメカニズムは、日銀であればまず「金融政策決定会合」で決める。景気が悪ければ金利を下げる。例えばコール金利を0.25%下げると決定すると、公開市場操作の買いオペで銀行に資金供給します。すると需給が変わり、コール金利が低めに誘導される。これが下がればその他の短期、長期の金利が下がり、貸出し需要が増えます。そこで銀行が信用創造を行い、貸出しが増加する。これが貨幣供給です。企業では設備投資が増え、家計では住宅、自動車等の耐久消費財の需要が増える。ここまで来れば金融緩和の目的達成です。

ちなみに、中央銀行が貨幣供給を行うと理解している人も多いが、銀行が貸さない限り貨幣供給は増えない。銀行が貸出すと預金が増え、その預金が貨幣になります。「資金」の方はベースマネーとかマネタリーベースと呼ばれ、「貨幣」の方はマネーサプライとかマネーストックと呼ばれます。本当にインフレを起こすためにはマネーストックが増加しなければなりません。

中長金利が下がれば株価が上がり、いわゆる資産効果が起きて消費が増えるとか、あるいは金利が下がれば円安が起きるので外需が増えて実体経済が拡張するルートもあります。ところがコール金利がゼロになってしまった世界では、日銀が資金供給しても短期・中長期金利の低下、設備投資・耐久財消費・住宅投資の増加が起こらない。この世界でどのようにこれを機能させるかが非伝統的金融政策です。ゼロ金利制約下での金融緩和策、これが非伝統的金融政策の定義です。

コール金利がゼロに到達してしまうその背景に、自然利子率（中立的な実質金利）が最近下がっているという事実があります。現在、世界的に低成長、低インフレ、低金利の現象が起きています。各国中央銀行の政策金利、日本の場合はコール金利（無担保コール翌日物金利）が99年にゼロになり、世界金融危機の08年9月以降再びほぼゼロになりました。アメリカの中央銀行であるFRB、イギリスのBOE（イングランド銀行）でもほぼゼロになり、ユーロ圏の中央銀行のECB（欧州中央銀行）では金利はまだプラスでしたがその後結局ゼロになり、主要国中央銀行が非伝統的金融政策に入って行きました。

その非伝統的金融政策についてお話いたします。その手段は、私の分類では5種類あります。A) 大量資金供給、これは中央銀行からの資金供給を増やしてもコール金利が下がらないので何も起こらない

非伝統的金融政策手段のメニュー

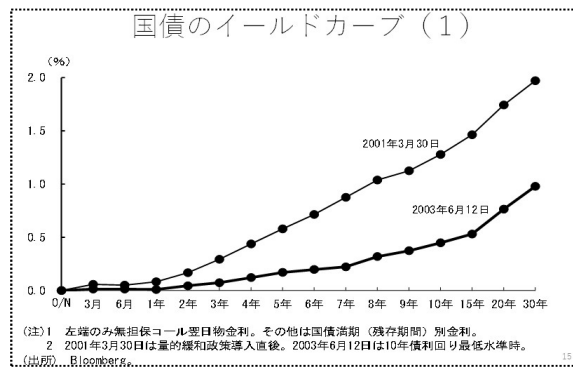
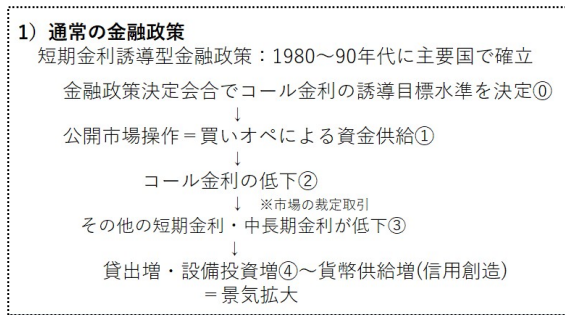
- A 大量資金供給
- B 大量資産購入 (AP)
 - ※長期国債(タムプレミアム縮小)、民間資産(信用プレミアム縮小)
- C フォワードガイダンス (FG)
 - ※FG1(金融市場参加者の期待に働きかけ長期金利の低下を促す)
 - FG2(家計や企業の期待に働きかけインフレ率上昇を促す)
 - FG2'(企業や家計の期待に働きかけ設備投資・消費増を促す)
- D 相対型貸出資金供給
- E マイナス金利政策

※イールドカーブコントロール (YCC) は金利に目標を置いたBの一種

はずですが、何らかの効果を期待するもの。B) 大量資産購入は、長期国債あるいは民間の金融資産を買います。日本ではETF（指数連動型株式投資信託）、日銀が株を買っているようなものだと批判も多いのですが、こういう民間資産をも買います。C) フォワードガイダンスは期待に働きかける政策です。これは2つに分けられます。FG1は、中央銀行が関与

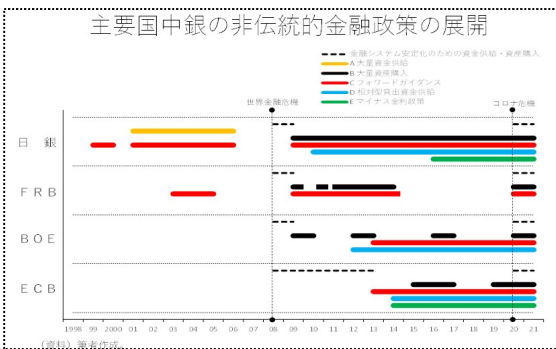
できるのは短期金利だけですが、これが現在はゼロでも、中央銀行が将来もこの金利をゼロに置くことと約束することによって、現在の長期金利を下げるというものです。「金利の期間構造に関する期待仮説」に立つもので、各国中央銀行がやっています。

ちなみにイールドカーブというものがあります。横軸に国債の年限、縦軸に金利水準をとり、異なる時点と比較したものです。異なる時点で短期金利は同じでも、長期金利は差が大きい。短期金利はこれ以上下げられなくなっても、何とか長期金利を下げれば景気を



刺激できるということがわかります。その意味で長期金利を引き下げようすることが、非伝統的金融政策の一つのやり方です。フォワードガイダンスの第1は、将来の短期金利が低いぞ、とマーケット参加者が思えば、現在の長期金利が下がってくる——これがFG1です。FG2はそれとは違い、将来も中央銀行が緩和を続けるとアナウンスすることで、それが続くのだったら将来インフレが来るぞ、と家計や企業などの経済主体が思う。それで期待インフレ率が上がって実際にインフレ率が上がる——こういう効果を狙っています。D) 相対型貸出資金供給は、金融機関が貸出しを増やした場合、その金融機関に中央銀行が例えば少し低い金利で固定の貸付をする、そういうインセンティブを与える事で貸出しを増やす政策です。E) マイナス金利政策は後で説明します。

イールドカーブコントロール、これも最近よく聞くのではないかと思います、長短金利操作と言われるものです。今、日銀がやっており、金利の目標を置いての大量資産購入政策である、と取り敢えず分類しておきます。



この5つの政策を各国中央銀行——日銀、FRB、BOE、ECBがどの様にやって来たか示したのが、この図(左)です。08年世界金融危機以降、各国中銀は大量資産購入とフォワードガイダンス、この2つの政策を中心に行っている。FRBはこの2つの政策のみを、BOEは加えて相対型貸出資金供給を行い、日銀とECBはさらに加えてマイナス金利政策を行っています。

もともと、世界金融危機直後には金融システム安定化のために資金供給、あるいは資産購入を行いました。国債と言うより社債、CPを中央銀行が買って市場を安定化させる。この政策は成長のためではなく金融システム安定化のためにやっていて、ECBの場合は欧州債務危機があつて長引いてしまった。コロナ危機後にもそのような資金供給をやっていて、現在、金融システム安定策と総需要調整策が共存している状態です。

長期金利はどう決まってくるかと言うと、短期金利の予想平均とリスクプレミアム(タームプレミアム)から成り立っています。短期金利予想平均の部分は、中銀がFG1で将来も短期金利を低く留め置く約束をすることで下がってくる。大量資産購入で国債を買うと、国債の価格が上がるので長期金利が下がる(債券価格と債券金利は逆の方向に動く)のですが、これはタームプレミアム(上乗せ金利)が圧縮される結果です。大量資産購入とフォワードガイダンスは、ともに長期金利を下げる政策です。

長期金利はどうか決まってくるかと言うと、短期金利の予想平均とリスクプレミアム(タームプレミアム)から成り立っています。短期金利予想平均の部分は、中銀がFG1で将来も短期金利を低く留め置く約束をすることで下がってくる。大量資産購入で国債を買うと、国債の価格が上がるので長期金利が下がる(債券価格と債券金利は逆の方向に動く)のですが、これはタームプレミアム(上乗せ金利)が圧縮される結果です。大量資産購入とフォワードガイダンスは、ともに長期金利を下げる政策です。

短期金利を低く置く約束で、なぜ長期金利が下がってくるのか。スライド(右)で説明すると、 R_n を10年物国債の金利、 r_1 を1年物国債の金利、 r_2 は1年後時点での1年物国債の金利です。 r_1 は現在決まっているが、 $r_2 \sim r_n$ は市場参加者の現時点における予想です。 $r_2 \sim r_n$ (つまり短期金利の予想)を引き下げれば R_n (長期金利)は低くなるという理屈です。

長期金利と短期金利の関係(金利の期間構造に関する期待仮説)

- ・長期金利 R_n と、将来の各期間の短期金利 r_1, r_2, \dots, r_n との間には、 $(1+R_n)^n = (1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_n)$ の関係がある。
- ・ただし、 R_n, r_1 は現在市場で観察される金利だが、 r_2, \dots, r_n は、将来の短期金利の現在における予想値
- ・これを R_n について解くと

$$R_n = \sqrt[n]{(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_n)} - 1$$
- ・これを線形近似すると、

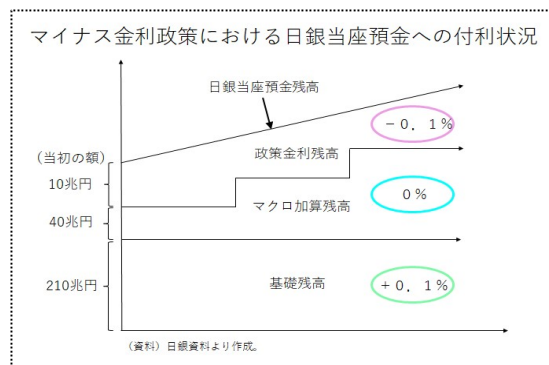
$$R_n = \frac{r_1 + r_2 + \dots + r_n}{n}$$
- ・が得られる。すなわち、長期金利は、現在から将来にわたって予想される短期金利の平均として表される

マイナス金利政策は、イールドカーブの起点である翌日物金利(政策金利)をマイナス領域まで下げることによってイールドカーブ全体を下げるという政策です。起点の金利をマイナスに誘導することで、長期金利も引き下げて景気を刺激します。「マイナス金利」といっても、預金金利はマイナスにならないし全ての金利がマイナスになる訳ではありません。

どうやってマイナスに誘導するのでしょうか。市中銀行は日銀に準備預金を預けていますが、この準備預金にマイナスの金利を付することでコール金利がマイナスに誘導されます。準備預金にマイナス金利が付されるということは、市中銀行が金利を日銀に支払うということです。やり過ぎると銀行は困ってしまうので、ごくごく一部にしかマイナスの付利はしてはけません。2016年1月のマイナス金利導入

時、日本全体で 260 兆円の準備預金がありました。三層構造の一部、政策金利残高と言われる 10 兆円に 0.1%のマイナス金利を付与した。しかし基礎残高の部分は0.1%のプラスの金利が付くので金融機関はそんなに困らない。日銀は0%部分のマクロ加算残高を漸増させており、政策金利残高がごく僅かになるよう予め操作し、政策金利残高への付利水準とマクロ加算残高への付利水準の間にコールレートが誘導されるという政策です。

各国中銀もこのような政策をやって来ましたが、日銀の異次元緩和は、次に見る様にかかなり特殊です。



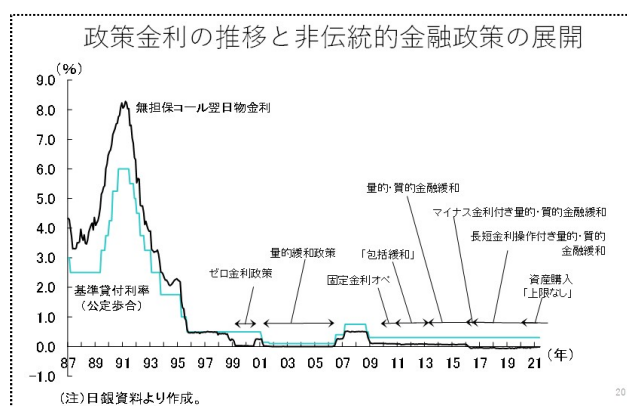
2) 日銀・異次元緩和とその問題点

日本ではバブルの頃のコール金利は8%でした。当時は公定歩合が政策金利でしたが、今は基準貸付率と名前を変えて一応存在はしています。99年からゼロ金利政策、その後量的緩和政策——これらは非伝統的金融政策です——が採られ、リーマンショック後、固定金利オペとか包括緩和をやって来て、13年4月から量的・質的金融緩和のシリーズが始まります。そこに「マイナス金利付き」「長短金利操作付き」という形容句が付いたりして大量の資産購入が進み、そこから脱却出来ないままにコロナ危機が来て、

上限なしの資産購入のアナウンスを打ち出しました。

その流れの中でアベノミクスが、12年12月に安倍政権が成立して始まる。「三本の矢」の第一の矢である大胆な金融緩和を実行したのが、それ迄の白川総裁が辞めて黒田総裁が就任した13年4月で、これが量的・質的金融緩和です。

その特徴はFG2を含むことです。デフレ脱却のため、2%の物価目標が達成されるまで緩和政策を続ける



ると約束することで人々のインフレ期待（予想）を引き上げ、現実のインフレ率を上げて行こうと言う政策です。「期待に働きかける」ために緩和措置を続ける。その緩和措置とは何かというとベースマネーの増加、長期国債の大量購入、ETF（上場投資信託）を日銀が買う——間接的に株式を買っている様なものです——、J-REIT（不動産投資信託）の購入などです。日銀のFG2は、結果的にはうまく効果を発揮していません。

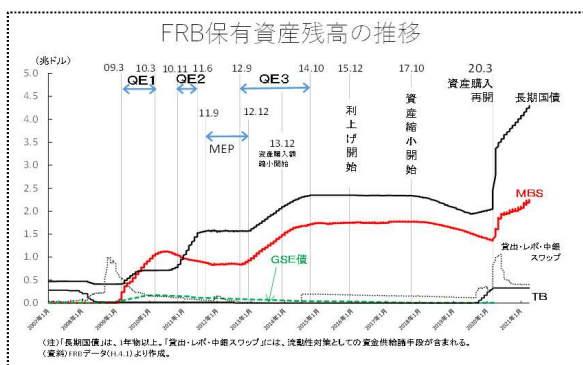
この政策を3年弱やって効かないので、もっと強力な緩和をやろうということでマイナス金利付き量的・質的金融緩和が行われました。先程お話したように、三層構造にして金融機関の負担にならないよう準備預金の一部にのみマイナス付利をしたのですが、結果的にイールドカーブが下方に平行シフトするのではなく、長期金利が下がりすぎてイールドカーブの過度の平坦化が起きてしまった。困るのは銀行です。銀行は短期調達・長期運用ですので、長期金利が下がると貸出し金利も低下して預金金利との利ザヤが取れず収益が悪化してしまう。これがどんどん進むと金融不安も起きかねません。

この事態への対策として、長短金利操作（イールドカーブコントロール）付き量的・質的金融緩和が実施されました。マイナス金利政策は継続しつつ、長期金利に誘導目標水準を設定するというもので、短期金利は政策金利残高に-0.1%の付利、長期金利は10年物国債金利が0%になるように国債を購入する。結果として、イールドカーブが是正されました。ここから先は長期金利が低下しないので、その意味では追加的な金融緩和の効果はないが、緩和状況を維持していると言って期待への働きかけを継続する政策に転換しました。

その後、コロナ危機が来て「上限を設けない資産購入」をアナウンスした。以上が、これまでの経緯です。結果、日銀のバランスシートを見ると、長期国債を大量に保有し、まだ増えている状況です。

日銀の非伝統的金融政策の特徴を他の中央銀行との比較でまとめますと、全ての政策手段をやっている。期待に働きかけるフォワードガイダンスや、民間資産としてのETFの購入——直接ではないが、ETFを通して株式を購入——を実施している中央銀行は他にありません。イールドカーブコントロール(YCC)で長期金利を誘導し、資産購入からの「正常化」に踏み出せないまま現在に至ってしまった。

各国中銀の「正常化」はコロナ前に進んでいて、日銀以外の3つの中銀は資産購入から撤退していた経緯があります。これは世界金融危機の後の事です。FRBはQE3(量的緩和策の第3弾)を行って程なく資産購入から撤収した。BOE、ECBもその動きに追随したが、日銀だけ目途が立っていない。大量資産購入からの正常化のステップの最初は、テーパリング、つまり資産購入の漸減です。資産購入を徐々に減らして行って全く買わない所までに持って行く。その時点で国債の保有残高はキープして、金利を上げて行く。これが2番目のステップ。3番目のステップは保有している国債の残高を減らして行くことです。この3つのステップで正常化を進めてきて、FRBは17年9月から残高を減らし始めたが、米中貿易摩擦などで景気が悪くなったので正常化を止めてしまった。BOEも利上げまでは行い、ECBはテーパリングの終了までは行いました。日銀はそれもやらず、ただただ国債を買い続けている。



FRBの保有資産の残高推移です(左)。MBS(不動産担保証券)は民間の金融資産ですが、アメリカは国債の次にメジャーな大きな流通市場を持っています。QE3で資産購入を始めて13年12月からテーパリングを開始して14年10月にテーパリングを終了しその後は満期が来た国債に再投資する事にして残高を維持、15年2月に利上げを開始、17年10月再投資を止めて資産縮小を開始し正常化に取り組んで来た、ところが20年3月コロナで資産購入を再開した。

日銀の非伝統的金融政策の効果についてお話しいたします。量的・質的金融緩和政策は、導入直後は円安株高を引き起こした。それによる企業収益の増加、資産効果による消費増は認められます。大量資産購入は長期金利の引き下げには意味があったが、2016年以降は追加的な緩和の効果はない。景気は緩やかに回復し、失業率は低下して雇用は増加したが、ただし賃金がなかなか上がりません。肝心のデフレからは脱却したが、2%物価目標は達していない。インフレ期待への働きかけは資産購入量に比例しない事がわかりました。市場参加者の期待、つまり為替、株価、長期金利は動き易いが、家計・企業の期待、つまり物価や成長率の予想は動きにくい。

日銀の非伝統的金融政策の効果

- 量的・質的金融緩和は、当初円安株高を引き起こした
 - その実体経済への効果(資産効果、企業収益増)は認められる
- 大量資産購入は2016年ごろまでは長期金利を引き下げ(フェーズ1)
 - その後は横ばい(フェーズ2)。設備投資拡大は限定的
- 景気はゆるやかに拡大
 - 失業率低下、雇用は増加。ただし賃金は上がりず
- デフレからは脱却 ただし、2%物価目標達せず
 - インフレ期待への働きかけは、資産購入量に比例せず
 - 市場参加者の期待は動くが、家計・企業の期待は動かず

アベノミクスが登場しただけで円安、株高が起き、量的・質的金融緩和でさらに進みました。最近では、為替と株価の動きが離れて来て、コロナ緩和では円安は起きないが株が上がっている。失業率は下がって来て、コロナで若干上がっている状況です。賃金は、一人当たりの名目現金給与総額がなかなか上がらない。非正規雇用が増えているので、平均すると賃金は上がっていない訳です。物価は、日銀が一番見ているのは消費者物価指数の「生鮮食品を除く総合」と「食品・エネルギーを除く総合」ですが、どちらも物価目標2%には届いていない。

日銀の非伝統的金融政策の問題点ですが、大量資産購入の「出口」が全く見えない。8年半かけても2%物価目標が達成されていません。国が大量に国債を発行して中央銀行が買うことが継続されていますが、「出口」でこれを止めた時に、長期金利が上昇し、利払いが増えて財政破綻が起きる、あるいは国債を大量に保有する金融機関が破綻する、また日銀の債務超過が起きる可能性が懸念されます。物価が上がらないので動けずに出口に至らないので、いま何も起きてはいないが、その時点でこれらの問題が起きて来る。

日銀の非伝統的金融政策の問題点

- 1 大量資産購入の「出口」が見えず
 - ※2%物価目標が8年半かけても未達成→国債購入継続の必要
 - 問題は～「出口」での長期金利上昇→財政破綻、金融機関破綻、日銀の債務超過(国庫負担増)の可能性
 - 事実上の財政ファイナンス(財政政策の財源を日銀が担う)
 - ※現在平穏なのは「政府・中銀がインフレで債務削減するはずはない(どこかで財政再建を行う)」と信じられているため
 - だが、政府債務残高がどんどん増えた場合、「インフレが起きるまで政府は債務を放置する」(インフレで債務削減を行う)と市場が読んだ時点で、長期金利上昇(国債暴落)、為替円安、インフレが進行
- 2 ETFの購入：売却方法、日銀財務、コーポレートガバナンスの弊害
- 3 低金利の弊害：金融機関の収益圧迫
 - ※準備預金への付利などの複雑な弥縫策

その様な状況は事実上の財政ファイナンス(財政政策の財源を日銀が担う)だが、何も起きてはいないので良いのではないかと言う意見も聞かれます。が、現在平穏なのは、これだけ大量の債務を返済出来なくなりつつある中でも、インフレを起こして実質の債務残高を減らす——インフレで帳消しにする——というやり方で、政府・中銀が債務削減するはずはないと、市場が思っているからです。ですが、現状の政策を継続し政府債務残高がどんどん増えた場合、「インフレが起きるまで政府は債務を放置する」「インフレで債務削減を行う」と市場が読んだ時点で、国債は売られるはずで、長期金利が上昇し国債は暴落、為替は円安、インフレが進行する——これが最大の問題点です。

ETFの購入、これも問題視されていて、売却方法をどうするのか、大量に売却した時に株式市場はどうなるのか、日銀の財務がおかしくなるのではないか、などの問題があります。違う角度からは、良くいわれていることですが、コーポレートガバナンスの弊害があります。株式の持ち合いと同じで、モノ言わぬ株主が株を持っているとその企業にはガバナンスが働かず、企業経営が適切に監視されない、市場から監視される力が弱まる、という問題です。もう一つ、低金利の弊害も指摘されます。金融機関の収益が圧迫される点ですが、日銀は現在、準備預金への付利等を行う複雑な弥縫策をやっています。

3) コロナ危機と財政支出、金融政策へのインパクト

コロナ危機が来て、財政支出が非常に増えています。2020年度の当初予算は102.7兆円でしたが、3回の補正予算72.9兆円を組んで175.6兆円、単年度としては非常に大きな財政支出となりました。2021年度はそこまでではありませんが、当初予算は106.6兆円と前年度の当初予算を超えている。経済対策が打たれていますが、悩ましいのは例えば「Go to政策」等で、通常の金融危機であれば景気拡大政策が

打てるが、景気拡大の需要喚起で人流の増加が懸念されるので、感染が収束するまで本格化できません。そのため給付が中心となり、所得補填政策が行われていますが、総需要の喚起が必ずしも目的ではありません。勿論それにより消費も増える訳ですが、1人10万円の定額給付金、それから持続化給付金・雇用調整助成金・家賃支援給付金で失業率上昇をかなり抑制している。自治体から支出される休業協力金は、地方創生臨時交付金として地方自治体に交付される。これも失業率上昇

コロナ危機と財政支出、金融政策へのインパクト

- 1) 危機で膨らんだ財政赤字
 - 2020年度 予算(当初) 102.7兆円 ⇒ 第3次補正後(+72.9兆円) 175.6兆円
 - 2021年度 予算(当初) 106.6兆円
- ◆支出拡大による経済対策の注目点
 - 景気刺激策 感染が収束するまで本格化できない(「Go to政策」など)
 - 所得に関する政策(給付)
 - 定額給付金 ⇒ ?
 - 持続化給付金・雇用調整助成金・家賃支援給付金 ⇒ 失業率上昇を抑制
 - 休業協力金(地方自治体→地方創生臨時交付金) ⇒ 失業率上昇を抑制
 - 失業手当の拡充 ⇒ 失業者の救済
 - 貸付・信用保証 中小事業者の資金繰り対策(無利子・無担保融資)

を抑制します。失業者も出ますので、失業手当で救済します。その他貸付・信用保証による中小事業者の資金繰り対策を行っています。国債発行額は20年度が112.6兆円、21年度は43.6兆円です、政府債務残高は、日本はもともと大きいのですが、2020年度は一般政府債務残高が19年のGDP比223%から238%にさらに増加します。日本のGDPは約500兆円ですから、債務残高は1100兆円を超えることになります。

財政再建がますます困難になって来て、プライマリーバランス(PB:基礎的財政収支)の黒字化目標を2018年に20年度から25年度に先送りしたばかりですが、2021年7月の内閣府の試算では、成長実現

ケースで27年度にようやく達成、より現実的なベースラインケースでは30年度でも未達成です。東日本大震災時の復興債・復興税（東日本大震災復興特別会計）の仕組みが望ましいとの声も一部ではあるのですが、余り検討されていない。その一方で、後程お話をしますが財政赤字容認論も登場しています。PB黒字化は、良く出て来る概念で、財政再建の目標になっていますが、その意味合いが以外に理解されていません。政府債務残高GDP比は、分母に名目GDP、分子に債務残高をとります。仮にPBが均衡しているか黒字であれば新たな借金が発生しないので、債務残高を増やすのは利払い費のみですが、これは長期金利に依存します。名目GDP上昇率が長期金利よりも高く、かつPBが黒字または均衡していれば、これは発散しないということになります。従って、PBが重要であるとの考え方です。

各国のコロナ対策の事業規模対GDP比、アメリカが突出して大きいですが、日本も程々の規模です、一般政府債務残高対GDP比は、2021年(OECDによる予想)では日本241%、アメリカ144%、イギリス141%、ドイツ83%です。アメリカもイギリスも増えていますが、日本に比べればマシでドイツは優等生です。

次にコロナ危機の、各国中銀の政策・役割へのインパクトについて話をさせていただきます。第1に、短期金利誘導型金融政策に戻るのはほぼ絶望的になりました。戻るにしても20年、30年かかるのではないかと思います。中銀の超過準備ゼロまでの資産圧縮は見通せず、「新常态」、つまり大量の超過準備を抱えながら政策金利を上げ下げする政策に移行します。自然利子率が低いのでゼロ金利制約に達し易く、その時は大量資産購入、フォワードガイダンスなどの非伝統的政策手段を使います。

第2に、経済ショックへの対応としてのプルーデンス政策（金融システム安定化策）の中に、新たな役割が入って来ました。金融システムを安定させる以上に、借り手の企業金融を直接支援する方向に中央銀行が動き出している。そのこと自体は良いかもしれませんが、中央銀行の役割が一つ加わりました。

FRBの例でみると、伝統的には中銀の「最後の貸手機能(LLR)」という流動性の供給、資金を貸付け銀行システムに供給すること、これが金融危機の時の主要な手段でした。それが08年の金融危機の後、「最後のマーケットメーカー機能」(MMLR)が加わったといわれました。社債とかCPを市場から購入する訳で、これは証券化、資本市場が非常に発達した国、特にアメリカで重要になってくる。伝統的な銀行融資の世界に、これが加わりました。コロナ危機後は、企業金融への直接関与ということになり、FRBが財務省と一緒に子会社の特別目的法人(SPV)を作って①社債の買入れ、②金融機関から貸出債権の買入れ、③政府信用保証付融資を行う金融機関に資金供給等を行う、などをしました。

コロナ危機の中銀の政策・役割へのインパクト

- 1 短期金利誘導型金融政策がほぼ終焉
中銀の超過準備ゼロまでの資産圧縮は見通せず「新常态」へ
-大量の超過準備を抱えながら政策金利を上げ下げ ※超過準備に付利
-ゼロ金利制約下では、大量資産購入他の非伝統的政策手段を使用
- 2 経済ショックへの対応(プルーデンス政策面)で、新たな役割
企業金融を直接支援する方向
FRB(米連邦準備制度)の例
伝統的には 流動性供給(中銀の最後の貸手機能。LLR)
金融危機後 「最後のマーケットメーカー機能」(MMLR)が付加
※CP、社債などを投資家、発行者から購入
コロナ危機後 企業金融への直接関与が付加 一実体経済直撃型の危機
※FRB・財務省設立SPVによる①社債の買入れ、②金融機関から貸出債権の買入れ③政府信用保証付融資を行う金融機関に資金供給

第3に、「中銀による暗黙の財政支援の構図が明確化」と書きましたが、国が大量の国債を発行しそれを中央銀行が購入する状況が拡がりました。戦前の日本で、「高橋財政」の時に日銀が国債を買って戦後のインフレを招いたと批判されます。そういう直接引受ではなく、市場に出ているものを買う訳ですが、結果は同じことです。もっとも「中銀の財政ファイナンス」はいつでも悪いのかというと、そうではない。例えば戦争の時とか今回のコロナショックの時は、ある意味で中央銀行の役割だと確認ができた。

3 中銀による暗黙の財政支援の構図が明確化
大量の国債発行+中銀の国債購入 が日銀だけのものではなくなる
危機時における中銀の財政ファイナンスの役割を改めて確認
危機収束後、政府の財政再建+中銀の資産購入正常化が可能 との期待をいかに維持できるか？

4 超金融緩和による金融システム不安定化の懸念が拡大
i)資産価格バブル発生の懸念→崩壊時の金融不安定化
とりわけ株価
ii)イールドカーブ平坦化による金融機関収益悪化→金融不安定化

ただし、重要なのは危機が収束した後に国が財政再建を行い、中銀が資産購入を正常化させるというメッセージを出すことです。それが出来るという期待が民間の経済主体に生まれるようにしないと、これが出来ないと思われた時に、国債が売られ始める。「財政ファイナンス」は必要な時は中央銀行はやらざるを得ないが、将来はそこから脱却出来ると言う道筋を示す事が非常に重要である。日銀はこれを全くやっていない、ということになります。FRBは「11月からテーパリングを開始する」というメッセ

ージを出していますが、この事資産購入からの撤退を明らかにしているのは、とても良いことです。

第4に、超金融緩和で金融システム不安定化の懸念が却って拡大したことです。一つには、バブル的な株高が日本、アメリカでも見られ、崩壊時に金融が不安定化する懸念が発生しています。もう一つは、イールドカーブが平坦化し、金融機関の収益悪化から金融が不安定化するのではないかと懸念です。

各国中銀のバランスシート規模(対GDP比)は20年で日銀が127.5%と、ECBの60.2%、FRBの34.3%と比べて断トツです。日本は、政府による国債発行額も断トツで、それを日銀が保有している量も断トツな訳です。

4) 金融政策が直面する問題と当面の焦点

最後に、金融政策が直面する問題と当面の焦点と言う観点から、大きな問題と直近の話をしたと思います。大きな問題を、3つほど上げますが、コロナ危機収束後、財政支援的な資産購入、財政ファイナンスからどう脱却するのが最大の問題です。政府がどう財政再建するかもその中に含まれます。財政破綻、インフレによる債務調整(削減)をどう回避するかが1番目です。

2番目に、低成長・低インフレ・低金利下の状況が2000年代に入ってから続き、世界各国で非常に明確になって来ましたが、その下での金融政策運営です。日本の場合はデフレですが、各国はデフレまでには行かないがディスインフです。低インフレ下での金融政策運営は、非常に難しい。中立金利、つまり景気にニュートラルな金利が低くなるので、金融緩和の時に少しか下げられなくて、ゼロ金利制約に直面し易い(中立金利:景気を減速も加速もさせない金利)。その結果、中央銀行は非伝統的金融政策にのめり込まざるを得なくなり、頭の痛い問題となります。3番目に、これは最近の問題となって来たものですが、「中央銀行は気候変動対策にどうかわるべきか」という問題です。6月に日銀が金融政策決定会合で「気候変動オペ」を行う方針を、明確にしました。後程お話ししますが、通常、中銀は資源配分には関わりません。資源配分は、財政政策の範疇であるというのが通念です。

今、財政赤字容認論が出ている中で、MMT(modern monetary theory)、日本語で現代貨幣理論が目されています。「財政赤字が大きくても良い」という人たちの中でも、MMTは米民主党左派の財政拡張論

MMT(現代貨幣理論)をどう見るか

- ・背景:①米民主党左派の財政拡張論、②「金融政策の限界→財政の出番」という論調
- ・MMTの結論:「自国通貨を発行できる国は、通貨発行で財政をファイナンスできるので、インフレが来るまで財政赤字を膨らませるべきだ」~それ自体は当たり前。MMTでなくても主張可
- ・「異端」なのは**貨幣観**:「貨幣は、それを納税手段として政府が認めるから貨幣たりえている」→「課税は、通貨価値を高めて貨幣価値を維持する=インフレを抑えるためにある」
- ・問題点:①**課税強化によるインフレ抑制**の非現実性(金融引き締めに言及しないのはなぜか)、②**最低賃金での政府雇用**などの提言はMMTの貨幣観と無関係

で充分言えます。MMTの主張者は自分達を「異端」だといい、主流派経済学は間違っているというのですが、彼らが「異端」なのは貨幣観です。貨幣は何故貨幣なのか。現実の世界では「貨幣は貨幣だと認められるから貨幣である」訳で、お札で支払ったり、銀行預金で決済したりを、誰も拒否しないで受け取るから貨幣なのです。MMTでは「貨幣はそれを政府が納税手段として認めるから貨幣たりえている」「課税は、通貨価値を高めて貨幣価値を維持し、インフレを抑えるためにある」と主張します。インフレが来たら増税すれば収まる、それまでは財政赤字を拡大して良い、と。問題点は、第1に、課税強化

金融政策が直面する問題と当面の焦点

1) 大きな問題

- 1 コロナ危機収束後、財政支援的な資産購入からどう脱却するか
-どう財政再建するか
-財政破綻、インフレによる債務調整(削減)を回避できるか
- 2 低成長・低インフレ・低金利下で金融政策をどう運営するか
-中立金利の低下→ゼロ金利制約に直面し易い→金融緩和余地の縮小
中立金利:景気を減速も加速もさせない金利
- 3 中央銀行は気候変動対策にどうかわるべきか
-資源配分における中銀の中立性(資源配分は財政政策の範疇)、が通念

です。もともと民主党は共和党よりも財政政策は拡張的です。金融緩和で景気を良くしたり物価を上げたりするのが難しくなって来たので、今度は財政の出番だという文脈の中で出て来ている。MMTの結論は「自国通貨を発行出来る国は、通貨発行で財政をファイナンス出来るので、絶対財政破綻しない。インフレが来るまで財政赤字を膨らませるべきだ」と主張しますが、それ自体は当たり前で、普通の経済学

日銀の「気候変動対応を支援するための資金供給」(グリーンオペ)

環境対策を行う企業への投融資を行う**金融機関**に優遇的な資金供給

-低金利:金利0%。マクロ加算残高に資金供給額の2倍を加算。

-長期:期間1年。ただし、2030年まで借換え可。

→**環境対策(脱炭素)**を行う企業への貸出増加をねらう

※非伝統的金融政策の貸出支援資金供給に類似

-ただし、「環境対策を行う企業」か否かの判断は金融機関に委ねる(中銀の中立性に配慮)

疑問点:中立性は担保できるか? 政府系金融機関の役割では? 市場にもグリーンな事業の判断基準はない(グリーンウォッシュの惧れ)

長期では気候変動の安定は物価の安定に寄与する、との理屈も

背景:欧州が積極的(BOEは脱炭素を金融政策の使命に)。FRBは慎重だが検討開始

によるインフレ抑制の非現実性です。増税は国会が決めないと出来ず即応性がないので、中央銀行が金融引締めをやっている。そもそも財政ファイナンスのつけは、パニック的な国債売り（国際価格暴落。金利上昇）として現れるので、金融引締めでも収束が難しい。第2に、財政赤字を膨らませて最低賃金での政府雇用を増やす等の提言をしていますが、これもMMTの貨幣観と無関係でしょう。

先程の日銀の「気候変動オペ」（グリーンオペ）の話をしていただきます。先週骨子が発表されました。環境対策を行う企業への投融資を行う金融機関に、日銀が優遇的な資金供給をする。環境対策を行う企業への資金供給を日銀が直接する訳ではありませんが、銀行や信金信組を通して間接的に手厚く資金が流すことで、環境対策を奨励することになります。

日銀は金利0%のマクロ加算残高（準備預金の三層構造の二層目）に、資金供給額の2倍を加算してマイナス金利部分を減らすので、その分金融機関の収益は増えます。気候変動対策、脱炭素の推進が目的で、これが物議を醸しています。中銀の中立性が成り立つのか。環境対策を行う企業か否かの判断は難しいが、それを日銀ではなく民間金融機関に委ねるのは妥当なのか。中立性を担保するために日銀が判断を避けているのですが、市場にも金融界にもグリーンな事業の判断基準はない。とすると、グリーンウォッシュ（環境配慮のふり）の恐れもあります。しかし長期的に見れば気候変動の安定は経済の安定に繋がるので、物価の安定に寄与する。だから中央銀行の目的に合致する、という理屈もある。背景は、欧州が積極的で、BOEが脱炭素を金融政策の使命に入れている事情もあります。ただ伝統的金融政策観に立つと、違和感があります。日銀も当初は慎重であったが国際的な流れに遅れないように乗り出した、FRBも慎重だが検討を開始した、という経緯です。ECBはユーロ圏の中央銀行ですので、EUとしての気候変動対策を支える意味もあるのだと思います。

最後に直近の話をして終わりたいと思います。アメリカでインフレ懸念が出て来ています。FRBがテ

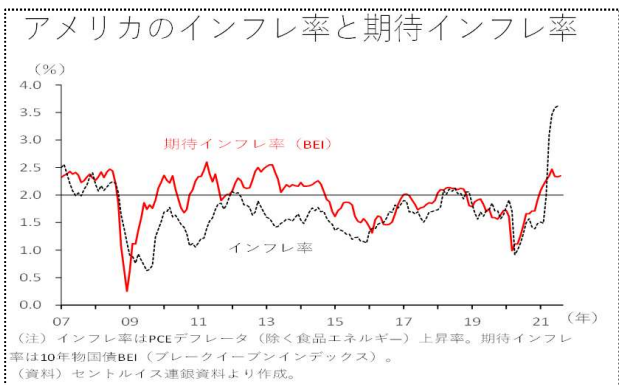
FRBのスタンス（「日本化」懸念とインフレ懸念の狭間で）

①現在：平均インフレ目標政策（一時的物価水準目標、TPLP）で、期待インフレ率2%超へのアンカーをはかる。2020年8月の政策枠組みの「見直し」期待インフレ率を引き上げ（FG2）で、実質金利を引き下げる
 実質金利＝名目金利－期待インフレ率
 ※低成長・低インフレ・低金利の下でのインフレ目標：引き上げor引き下げ？
 ⇒FRBは「引き上げ」の判断
 コロナ危機からの回復・需要急拡大に乗じて2%超物価アンカーを目論んだ？
 バイデンの1.9兆円「米国経済救済法」etc.は追い風？
 ⇒いずれにしても、多少の2%オーバーシュートは放置か。
 コモンインフレ(CIE)指数に注目

②コロナ危機終了後 正常化へ：資産購入漸減→利上げ→B/S圧縮へ

③正常化後、緩和の必要性が生じたとき：基本的には利下げに加え、資産購入(AP)とフォワードガイダンス(FG1) に対応
 -中立金利2~3%が前提

ーパリング（資産購入の漸減）を11月から始めることを、早々と表明しています。アメリカのインフレ率（PCEデフレーター）は、この6月から3.5%を超えています。これはコロナが終わって経済活動が急激に回復して来たためで、インフレ懸念が起きているのであればFRBは引き締めに出て来るだろうというのが普通の考え方です。一方期待インフレ率（予想インフレ率）は現実のインフレ率を決める要素がありますが、実はこれが低いのです。それでFRBが見ているといわれているコモンインフレ期待指数（共通インフレ期待指数）で見ると、2%の物価目標を14年、15年頃から割っている。これを2.1%程度に繋ぎ留めたい（アンカーしたい）というのが、FRBの本音です。ここまで落ちて来てしまって、さらに日本のようにインフレ率がマイナスに、つまりデフレになると困る。そういう意味での日本化(Japanification)を食い止めるため、もう少し上まで持って行きたいとの思いがある。それがあって、FRBは20年8月に政策枠組みの見直しを行いました。元々アメリカ



は2%の物価目標——正式には物価ゴール——を設定していましたが、見直し以降、「平均インフレ目標政策」として、2%を少し超えても引き締めないというメッセージを発しています。

これは明らかにインフレ率が低すぎるので、もっと上の方に期待をアンカーさせるためにやって来たのですが、しかし21年に現実インフレ率が上がってきて、逆に行き過ぎると困る、との見方も出て来ている。しかし、これはコロナからの急激な回復による需要増に、供給制約、特に半導体の不足といった特殊要因も加わったものなので、1年位で戻るはずだ、それよりもインフレ率アンカーの方が重要

である、という見方も有力です。そうすると、テーパリング後の利上げは遅くなるのではないかと、というのが最近のアメリカの金融政策に対する見方です。

11月にテーパリング（資産購入額の漸減）を始め、資産購入縮小が終わる来年末か23年には利上げを始めるのではないかとこの見方も出て来ています。アメリカの中央銀行としては期待インフレ率をアンカーしたい、日本化を避けたいと言う複雑な事情がある訳です。バイデン大統領の1.9兆ドルの米国救済計画法はインフレ期待のアンカーには追い風です。これが今の状況です。

FRBは、コロナが終了後は間違いなく正常化を目指しています。完全な正常化は難しいと思いますが、正常化後は景気が悪化すれば利下げ、ゼロ金利制約に直面すれば、資産購入やフォワードガイダンスで対応することになります。

物価2%超アンカーがうまく行くかどうかですが、アメリカ場合は結構うまく行くのではないかとこの感じがします。日本の場合は難しい。アンカーどころか現実に今インフレ率はマイナスですし、期待インフ

レ率がどこにあるかもよく解らない。インフレ期待には「適合的期待形成」と言う理屈があって、これは過去のインフレ率に引きずられて期待が形成されると言う理論です。もう一つ「フォワードルッキングな期待形成」があり将来の緩和継続を予想させることにより形成期待を行おうとするものです。「適合的期待形成」VS「フォワードルッキングな期待形成」では、どうも「適合的期待形成」の方が強い。であれば、アメリカの場合は過去のインフレ率の平均が2.1%、日本は0.1%なので、日本は非常に難しいがアメリカは上手く行くのでは、そんな感じがする。仮にFRBがこれに成功すると、困るのは日銀とECBです。今でも2%物価目標が世界の中央銀行のスタンダードになっているが、もっと高い目標が必要となると日銀は困ります。今の2%物価目標の旗を降ろせない、降ろすと為替が円高なる、これが一番困ります。逆に降ろせないと、資産購入を継続することになり、将来に大きな禍根を残しそうです。

最後に、現在の日銀のスタンスを申しますと、2%という物価目標を掲げながら資産購入を続けている。

日銀のスタンス（8年間で2%物価未達の状況下で）

- 物価2%追求揚げつつ、資産購入継続で金利上昇を抑制して緩和継続
- この間、円高阻止/追加緩和手段確保のための金融機関支援

問題点・論争点

1 物価上昇も資産購入停止も目処が立たないまま政策継続か？

⇒ 出口を模索できないか？

- 物価2%の曖昧化
- 資産購入撤退しつつ、大量資産の維持が緩和的であるという発信
- 財政ファイナンスからの撤退を、市場が評価する状況をつくる

2 そもそも物価の上昇は経済に必要なか？

物価上昇が、生産性上昇・実質成長率上昇に寄与するののか？(イノベーション促進のための、長期的視野に立った政策が重要では？)

インフレ目標の引き上げは期待インフレ率を上昇させるののか？(フォワードルッキングな期待形成は作用するののか？)

維持。中央銀行が国債を持っていること自体が緩和的である、とのアナウンスで市場を納得させることが重要です。それによって財政ファイナンスからの撤退を市場が評価する状況をつくれれば、国債が売られて長期金利が跳ね上がることは回避出来る。これを行う以外に、展望は開けません。

最後に、そもそも物価の上昇は経済に必要なかという問題もあります。物価が2%上がったら、庶民としてはかなり生活が苦しくなると思います。また物価上昇が生産性上昇や実質の成長率上昇に寄与するののかという、そのような理論はありません。物価上昇が、景気の良い証として起こること、生産性や成長率が上がって景気が良くなった結果として起こることはあり得ますが、その逆の因果関係はないと思われま。インフレ目標を引き上げれば期待インフレ率が上昇するののかも、実証されていません。フォワードルッキングな期待形成は、なかなか作用し難いと言えるのではないかと思います。

成長率を上げるには、イノベーションの促進が重要であり、そのため、長期的視野に立って、金融政策に過度に頼ることなく、地道な成長戦略を続けて行くことが重要です。

◆FRBの物価2%超アンカーの成否と主要国中銀

FRBはアンカーに成功する可能性も

過去20年間のインフレ率平均は2.1% vs.日本0.1%

※「適合的期待形成」が作用するとすればアメリカは有利インフレ期待の形成(「フォワードルッキングな期待形成」)は難しそう

適合的期待形成 vs. フォワードルッキングな期待形成

現実のインフレ率は2%超え(ただし一時的なものである可能性大)

一方で、オーバーシュート放置が過大なインフレを招く危険性も

追い込まれる日銀・ECB ※ECBも2021年7月 事実上2%超える物価目標

FRB中心に2%超がスタンダード⇒2%物価目標を降ろせない

降ろすと為替円高？

資産購入の継続→将来に大きな禍根

【質疑応答】

Q：一人当たりの賃金が下がっているということですが、景気が良くなって雇用者数が増え非正規雇用が増えた結果とだということでは解るのですが、総額はどうかお伺いしたい。

A：賃金総額は増えていると思います。しかし、労働分配率は増えていません。一人当たり賃金の低下は、非正規が増えているからですが正規の賃金も下がっています。「名目賃金の下方硬直性」と言うのがこれまでの常識で、賃金を下げるのは難しいと言われて来たのですが、ここへきて下がっています。

Q：①アベノミクスの金融緩和で増えた日本の低金利資金を海外に投資し高金利で儲ける、それはあって良いと思いますが、そのような資金はどの位あるのでしょうか。②その資金を、例えば中国に投資すると、中国は生産力を上げてその収益が軍事力強化に使われるのは問題ではないか、③安倍元首相が消費税を2回上げた結果がどのように影響しているのかをお伺いします。

A：①いわゆる円キャリートレードと言われるものですね。日米の金利差が開いている時は、そうした資金の流れがかなりあったと思います。そのことは日本の景気を必ずしも良くはしないが、そのリターンが日本企業の収益として戻って来るのであれば良い面があるかもしれません。が、国内に投資されないと全体に回って行きません。②結果的にそのようなことになる場合もあるかも知れませんが、それは投資する個別企業の判断であって、その収益を中国が軍事力強化に向けるかもまた別の問題だと思います。③1回目の増税の後に、2%物価目標が達成出来なかったのはそれによる景気悪化のためで、消費税増税をやらなければ2%達成は出来たと言う学者もいます。いわゆるリフレ派と言われる人達です。しかし、消費税を上げないで日本経済がやって行けるとは思いません。今日、話をさせて頂いた様に中央銀行が国債購入から脱却する為にも財政再建が必要で、消費税は引き上げなければならなかったと思います。質問の趣旨と違うかもしれませんが、安倍元首相は増税を2回先送りしています。民主党政権の時に3党合意で当時5%の消費税を14年10月に8%、15年10月に10%に2段階で上げることにしていたが、10%増税を2回先送りにした。2回目の先送りの時はリーマンショック級の金融危機があれば先送りと言っていたが、そうでないのに先送りをしました。ようやく19年10月に実施しましたが、米中貿易摩擦とかブレグジット関係で世界景気が悪くなった時に当たってしまいました。先送りしないで、もっと早くやっておけば良かったと、私は思っています。

Q：①今日の話は将来の暗い予測、現在は出口のない財政政策であると受取って、その理解で良いですか。②日本もそうですが、中国の政府債務残高は相当膨大なものではとわれながら実態が良く解らない。今回の恒大的問題は大きく拡大するのか解りませんが、もし中国がバブルで崩壊したら日本も大きなショックを受けると思います。先生のお考えをお伺い致します。

A：①何もしないと暗いですが、中央銀行がアクションを起こすべきで、「財政ファイナンス」をやらなことを政府と一緒に示すべきだと思います。黒田総裁は「財政ファイナンス」ではないと言っているが、行動で示すべきだと思います。FRBはテーパリングを打ち出しています。これはインフレが怖いからでもあるが、私はそれだけでないと思います。中央銀行が「財政ファイナンス」をやらなメッセージです。BOEもそうです。政府も、中央銀行と一緒にそういうメッセージを出さないといけないと思います。そのためには、2%物価目標を曖昧にしておかなければならない。資産購入量を減らして行って、ただし残高は維持し、大量に抱えている事が金融緩和なのだと言うメッセージを市場にうまく伝えて国債は購入しない。EOBは14年から16年頃、その様な政策で資産購入しないで済んでいる経験があります。何よりも、その様なアクションをしたことを市場が評価する状況を作りたい。今、緩和の旗を降ろすと、市場になめられて円高が進むのではと思います。日本は円高アレルギーが非常に強いのですが、しかし円高は経済活動の結果として進むのは良いことです。円高になると輸出が駄目になるから、円高だけは回避して来た訳で、金融政策もそれに引きずられている。これもうまく意識を変えないといけない。現在の1ドル=110円は相当の円安だと思います、一時アベノミクスで120円位まで行ったが100円近くになると大騒ぎで、緩和しろとなるのですが、現在の為替レートは恐らく購買力平価で図って90円台が良いのではないかと思います。購買力平価（均衡レート）、ある意味で普通のレー

トが保てないと言うことは、日本の製造業が弱くなって少しでも円高になったらやっていけない状況にある訳です。むしろイギリス等はポンド安になったら困ると言う考え方です。均衡レートを超えた円高は困るが、そうでない生産性向上の結果としての円高は素直に受け入れるべきだと思います。物価目標を外すと円高になるかもしれませんが、そこのところは上手に、もう少し円高になっても騒がずにやるべきだと思います。②中国のバブル崩壊は怖い。現在、経済の連鎖は世界中で深まっており、日本だけでなく世界各国が恐れています。ただ、今回の恒大集団は、非常に大きな負債を抱えています。これがきっかけで全体の金融システムに波及すると言う感じはない。中国政府が救うだろうと、みな思っておりまして、その意味ではそんなに大きくなりません。ただご指摘の様に中国のこれからは非常に大切で、国有企業が大きな債務を持っていて、これが公的債務なのか民間債務なのか解らない。何かあった時システミックリスクが顕在化すると思います。かつて、中国の債務の大きさは4大国有銀行の不良債権がもの凄いとされていて、10年以上経っている。これが何で破裂しないかと言うと、いわゆるグロウイングアウトで、経済が成長しているからでそれで良かったと言う面があります。しかし、最近6%程度の成長に低下しており、怖いのは日本と同じ少子高齢化がこれから来る訳です。社会保障がしっかりしていない中で、高齢化が進んで行く、社会保障費が嵩んで行く、そこに不良債権問題が来ると、今度はグロウイングアウトできない。中国リスクは、これから大きくなるのではないかと思います。しかも、米中で国際協調出来ないとなると、本当に嫌な世界に入っていく感じがします。

Q：生産性の向上は単位当たりの投入に対して生産が増えるということでコストダウンですから、物価を下げる方向、実質成長率が伸びて行くことは購買力が増えて行くことで、これは物価とは無関係と考えられます。物価を上げて金利を下げると言っています。企業が投資をするためには金利を下げれば良いが、今回の政策は最初に物価上昇から来ている。これは債務の負担を軽くするというのが目的と考えられて、結果的に債務の負担が軽くなるということで債権者側が不利になる。年金生活者は年金収入だけなので、物価が上がって行くと年金生活者は苦しくなる。その面でリスク資産を持たない人には厳しく、借り入れて投資をする企業には有利である。世代間では、物価上昇は年金生活者には厳しい政策で、その層への増税になるのに、政府は何故、物価上昇を目標とした政策をするのかお伺いいたします。

A：物価上昇は債権者に厳しく、年金生活者が苦勞するのは、その通りです。2%の物価目標を掲げているのは、政府債務残高を減らすという意味合いもあります。物価が上昇すると実質の債務価値が減るからであり、デフレになると政府も困ります。デフレになると、中央銀行も困ります。物価上昇率が高いと実質金利が下がる、例えば政策金利（名目）がゼロ%のとき、物価上昇率が2%であれば実質金利はマイナス2%まで下がります。物価上昇率がある程度あれば、ゼロ金利制約下でもマイナスの実質金利を実現出来る。中央銀行の緩和政策のアローワンスを増やすという意味では、物価上昇率が2%位だったらちょうど良い。日銀は、過去の日本の物価上昇率は高くないので、物価目標を1%位に下げる手もあると、私は思っているのですが、それをやるとアメリカは2%を掲げているので、円高になります。それが怖い。政府は、国債を紙切れにするほどのインフレではない訳ですが、着々と債務を実質で減らせる訳です。中央銀行も国も、2%物価目標を掲げる背景にそう言う事情がある。生産性向上、実質成長率は物価上昇とはそもそも無関係だと思います。生産性の向上は、コストダウンに繋がります。しかしイノベーションで新しい需要を生み出すのが重要で、それによって成長率が上がると思います。確かに生産性が向上すれば物価は下がって来る。しかしデフレ脱却のため、インフレ率を上げるために生産性を下げれば良いという議論も成り立ち難い。実質成長率を上げるためには労働生産性を上げなければならないが、それは物価を下げるので、2%物価目標とは矛盾するとの指摘ですね。労働生産性の上昇で節約された労働を、イノベーションで生み出された新しい需要を満たす新しい産業に回すことで、経済が成長します。私は、物価を経済の目標にしないで、実質成長率と生産性に注目すべきだと思います。

田中 隆之（たなか・たかゆき）先生のプロフィール

【略 歴】

1957年長野県生まれ

1981年東京大学経済学部卒業

日本長期信用銀行入行。調査部ニューヨーク市駐在、長銀総合研究所主任研究員、長銀証券投資戦略室長チーフエコノミストなどを経て、

1999年専修大学経済学部専任講師。2001年より同教授

この間、2012年度ロンドン大学東洋アフリカ学院（SOAS）客員研究員
専門分野 金融政策、日本経済論

【主な著書】

『現代日本経済 バブルとポスト・バブルの軌跡』（日本評論社、2002年）、

『「失われた十五年」と金融政策』（日本経済新聞出版社、2008年）、

『金融危機にどう立ち向かうか』（ちくま新書、2009年）、

『総合商社の研究』（東洋経済新報社、2012年）、

『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』（金融財政事情研究会、2014年）、

『総合商社』（祥伝社新書、2017年）。その他単著、共著多数

以上