

門間 一夫の  
経済深読み

## 低金利で財政規律は緩むのか

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年8月29日

## 金融緩和の副作用はいろいろ言われるが

最初に筆者の意見をはっきりさせておくと、日銀のマイナス金利やイールドカーブ・コントロールには反対である。前者は開始から6年半以上になるし、後者も間もなく6年になる。それらを始めた局面では一定の意義があったとしても、5年も10年も続ける政策ではない。長期金利を無理やりほぼゼロに固定することや、たとえ短期金利でもそれをマイナスにすることは、緊急避難的な手段である。それらを2020年代の日常風景にしてはいけない。

これらの政策の弊害は、①資産運用や金融システムへの負荷、②市場機能の毀損、③為替変動の増幅、の3点である。とくに①は時間が経てば経つほど弊害が大きくなる。5年も10年も続ける政策ではない、と述べたのはそういう意味である。③の為替変動増幅のメカニズムについて本稿では詳述しないが、今年前半に約25円も円安になった事実から明らかだろう<sup>1</sup>。

今の日銀の政策について、筆者が懸念する弊害は概ね以上である。ただ、世の中には、日銀の政策がもっと大きな害悪をもたらしているという議論もある。例えば、低金利は非効率な企業を温存し日本の潜在成長率を低下させているという批判がある。日銀の政策が財政規律を弱めているという批判もある。これらは言いすぎだと筆者は思う。

まず前者から。低金利は非効率な企業だけに有利に働くわけではない。成長ポテンシャルが高く借入れ需要が旺盛な企業にこそ、低金利のメリットは大きい。そういう企業が勢いよく成長し、経済全体の熱量を高め産業構造を変えていくダイナミズムが、競争や淘汰を通じて健全な新陳代謝を生む。低金利は新陳代謝を円滑にする方向に働くはずなのである。低金利だから非効率が温存されているのではなく、低金利なのに非効率が温存されている理由を問わなければならない。

ありうる答えのひとつとして、中小企業への手厚い政策支援が非効率につながっている、という指摘は正しいように思う。中小企業に対する政策支援は、中小企業だけに有利に働くものである。中小企業から「卒業」すると手厚い支援がなくなるので、成長やM&Aへのインセンティブは削られる。低金利と非効率の関係を論じる時、中小企業向けの制度金融と、日銀によるマクロの低金利

<sup>1</sup> 門間一夫の経済深読み「イールドカーブ・コントロールの運命やいかに」（2022年5月2日）。

政策は、区別して考えなければならない。

## 「財政規律を弱める」とはということか

次に、「日銀の政策が財政規律を弱める」という批判について考える。日銀が長期金利を低水準に抑えたり、それとほぼ同義だが国債を大量に買ったりすれば、政府が国債を発行しやすい環境になることは確かである。論点は、それが「悪いこと」なのかどうかである。

経済が需要不足の状態にあり、総需要を政策的に押し上げる必要がある局面では、財政赤字を拡大する政策に合理性がある。その時、国債はなるべく低コストで円滑に発行できる方が良い。日銀がその環境作りに貢献するのは「良いこと」であり、「財政規律を弱める」などとネガティブに捉えるべきことではない。

欧州中央銀行（ECB）が低インフレを心配していた頃の話である。同中銀のシュナーベル理事が、「われわれがせっかく低金利にしているのだから、政府はそれを活用して国債を発行し経済を支えてほしい」という趣旨のことを述べていた<sup>2</sup>。低金利にしても民間需要が十分強まらない局面では、財政が金融緩和の「波及経路」になるべき、という整理であった。

もちろん、高インフレとなった今、「もっと財政赤字を」とはさすがのECBも言わない。ECB自身もこの7月から国債買い入れを停止し、利上げも開始した。国債を発行しやすくするのが「良いこと」か「悪いこと」かは、国債発行が適切な局面かどうかによるのである。

以上を踏まえると、「財政規律を弱める」とは、「国債発行が適切ではない局面で国債発行を容易にする」ことである。日銀が無制限に国債を買っても、それだけで「財政規律を弱める」ことにはならない。「国債発行が適切ではない」という評価がまずあって、そこで初めて財政規律が論点になる。では、今の日本で財政赤字を続けることは適切、不適切のどちらなのだろうか。

## 「財政の持続性」の正しい捉え方

その問いへの答えは人によって異なりそうだ。答えに違いが生まれる要因のひとつは、経済情勢の評価である。「日本経済は下振れリスクが大きく、2%台のインフレも持続しない」と日銀は判断し、異次元の緩和を続けている。その判断が適切だと考える人は、政府が拡張的な財政政策を続けることも適切だと考えるだろう。一方、景気はコロナ禍の最悪期からはずいぶん改善しているし、そもそも2%物価目標にこだわる必要はない、と考える人がいてもよい。そう考えるなら、異次元緩和を続ける日銀の方がおかしいのであって、財政政策までそれに付き合う必要はない。それどころか、日銀が緩和しすぎている分、財政は緊縮的にすべきですらある。

このように財政規律は、経済・物価情勢に関する評価や、目指すべき経済・物価情勢に関する価値判断と、無関係に議論できるものではない。ただし、財政赤字が適切かどうかの評価軸はもうひ

---

<sup>2</sup> 門間一夫の経済深読み「金融政策の目詰まりは財政にあり？ 問われる2%物価目標の価値」（2021年3月30日）。

とつ存在する。それは「財政の持続性」をどう見るかである。財政の持続性が失われるリスクが大きいなら、財政の支えを要する経済情勢であっても経済対策は自重すべきという議論が成り立つ。

では「財政の持続性」とは何か。簡単に言えば、ある程度将来まで展望しても財政は破綻しない、財政危機に陥らない、ということである。この「財政破綻」「財政危機」というのは国債のデフォルトのことではない。「国債をデフォルトさせない」だけなら簡単である。日銀が国債を買ってデフォルトを防げばよい。それは現代貨幣理論（MMT）のような賛否が分かれる思想を持ち出すまでもなく、限りなく当たり前のことである。

難しいのはインフレやバブルのリスクが大きい時であり、その場合は中央銀行が国債を買い続けると別の問題が起きる。インフレやバブルが止まらなくなり、最終的に大幅な金融引き締めと財政緊縮を迫られることになる。経済は超過熱から大不況へと大きな振幅を余儀なくされる。

国債がデフォルトしなくても、国民生活に支障が出るほど財政緊縮を迫られたら、それは「財政危機」である。あとから緊縮を迫られるということは、その前の財政政策に持続性がなかったということである。このように「財政の持続性」とは、国債がデフォルトするかどうかではなく、マクロ的な不均衡を拡大し経済に大きな振幅をもたらすリスクはないか、という基準で評価されるべきものである。その意味で、国債発行が適切かどうかを巡る二つの評価軸のうち、「財政の持続性」という評価軸の方は、「経済情勢やそのリスク」を巡る評価軸に最終的には包摂される。

## 政府債務残高は関係ない

ところが経済論壇では、巨額の政府債務残高（GDPの約2.5倍）は持続可能でない、として政府債務の削減自体を目的にすべきとの議論が少なくない。この考え方には二つの問題点がある。

第一に、政府債務残高が大きいほどその後の経済の振幅が大きくなる、という自動的な関係はない。経済の振幅を大きくする代表的な現象はインフレやバブルであるが、それらは政府債務残高が小さくても起きうる現象である。日本の場合、政府債務残高の加速的膨張が始まった1990年代後半から、インフレもバブルもぱったり起こらなくなった。

第二に、政府債務残高の大きさを問題視する考え方は、「いずれ政府の借金は返さなければならぬ」という予算制約式を前提としている。しかし、海外向けの債権債務を除いて考えれば、政府債務と民間の金融資産は表裏の関係にある。「政府債務残高をいずれゼロにする」ということは、「民間の金融資産をいずれゼロにする」ということと会計上同義である。多くの理論モデルで便宜上そう仮定されているが、その仮定は近年の現実を理解する助けにならない。

現在の世代にも将来の世代にも、自分たちが持ちたいだけの金融資産を持つ自由がある。そして、将来世代が持ちたいと考える金融資産の規模を、今から予測することはできない。それはGDPの3倍かもしれないし4倍かもしれない。もしそうなら政府の債務残高も、そういうオーダーにならないといけない。

海外に資金源を依存しなくてもよい日本のような国の場合、「政府の債務残高を減らすべき」と

いう命題は「民間の金融資産を減らすべき」という命題と同値になる。将来の国民に向けて「あなたの方の代からは少ない金融資産で我慢せよ」と命じることになるのだが、将来世代にそう命じる権利がなぜ今の政府にあると言えるのか、得心のいく理由は筆者には思いつかない。

ちなみに「国債は将来世代の負担」というレトリックは、「将来世代から金融資産を奪うべき」という主張の言い換えである。資産を奪われてしまうのであれば、確かにその世代にとっては理不尽な負担になる。

## 日銀の情報発信はあってよい

以上をまとめると、第一に、政府債務残高の大きさだけで「財政の持続性」を機械的に論じるのは不適當である。第二に、「財政の持続性」は、現在の財政運営がインフレ、バブル、資源配分の歪みなど、いずれは是正を迫られる不均衡を引き起こすかどうかで評価されるべきものである。

その評価は本当なら丹念な分析に基づくべきであるが、現時点における筆者の見立てでは、現状程度の財政赤字がしばらく続いても、今述べた意味での不均衡が拡大するリスクは小さいように思う。現局面での財政赤字は少なくとも不適切ではなく、したがって日銀の政策が財政規律を弱めているかどうかは最初から論点にならない。

筆者の見立てなど聞いても仕方がない、と思う読者もいるだろう。それは確かにそうである。大事なのは当の日銀がどう考えているかである。ところが日銀の展望レポートにも政策発表文にも、財政問題を巡る記述はない。

イーロドカーブ・コントロールを続けているのだから、「財政の持続性に問題はない」とおそらく日銀は考えているのだろう。ただ、前述のとおり、金融緩和が財政規律に与える影響を懸念する声はそれなりに存在する。日本の財政運営について問題がないなら、その点に関する日銀としての分析や情報発信があるに越したことはない。

ついでに言えば、2%物価目標と財政政策の関係を日銀はどう考えているのだろう。安定的な2%インフレが国民にとって本当に価値のあるものなら、それが10年達成できないことによる国民の機会損失は大きい。「粘り強く緩和を続ける」とただ言い続けるよりは、「金融政策だけでは難しいので財政にも力を貸してほしい」とかつてのシュナーベルECB理事のように素直に訴える方が、よほど理に適った情報発信である。

「イーロドカーブ・コントロールが財政規律を弱めている」という一見単純な批判の背後には、金融政策や財政政策を巡る意外に難しい論点が、多く隠されているように思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。