



日銀がしていることは 財政ファイナンス？

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫

2020年7月21日

「財政ファイナンス」なのかどうかは定義次第

コロナ危機で世界中の中央銀行が異例の大規模緩和を行っている中においても、日銀の政策には他国に見られない特徴がある。その一つが長期金利をターゲットにしたイールドカーブ・コントロールである。「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う」というのがそれだ。

これは、1次、2次の空前の大型補正予算により、多額の国債を追加発行することになった政府にとって、きわめて好都合である。金利ゼロでいくらかでも国債の発行が可能な市場環境を、日銀が保証してくれるという話だ。日銀のバランスシートは既に大きく膨らんでいる。これは中央銀行による財政ファイナンスではないか、という疑問が出てきてもおかしくない。

6月の記者会見でこの点を問われた黒田日銀総裁の答えは、はっきりしていた。政府に言われてやるなら財政ファイナンスかもしれないが、中央銀行が独立の主体として金融政策の観点から行う国債買入れは、金額がどんなに大きくても財政ファイナンスには当たらない、という明快な切り分けだ。

それはそれで一つの定義なのかもしれない。しかし、政府が空前の財政支出を行う時に、中央銀行が無制限に国債を買うというのは、普通の言語感覚では、財政ファイナンスそのものであるようにも思える。中央銀行が自主的に決めたことであっても、かつその目的が政府の資金調達を支援することではないとしても、結果的に財政赤字の急膨張に役立つことは動かぬ事実である。

実は、その意味で財政ファイナンスであるからといって、直ちに問題だというわけではないのだが、日銀には「財政ファイナンスではない」と言わなければならない事情がある。世の実態として「財政ファイナンス」という言葉が、過度なインフレなど大混乱につながる危険な政策、というレッテル張りに使われることが多いからである。メディア等が「財政ファイナンス」と言えば、それはほぼ例外なく強い政策批判である。無用の誤解を避けるという観点からは、「独立性のある中央銀行が金融政策として決めれば財政ファイナンスではない」という門前払い型の定義こそが、中央銀行のコミュニケーション戦略としては合理的なのかもしれない。

ただ、逆に言えば、この定義で「財政ファイナンスではない」と言ってみたとところで、「金融政策は日銀が決めている」という当たり前の事実しか言っていないことになる。誰もが知りたいのは、決めているのは日銀だという形式論ではなくて、決めた内容に関する長期的なリスクの評価なのである。

真の論点は「フィスカル・ドミナンス」のリスク

「中央銀行が独立した主体として金融政策の観点から」決めた政策でも、後から振り返った時に大きな過ちを犯していたことになる可能性、すなわち、いずれ過度なインフレなど経済に深刻な問題をもたらしてしまう可能性が、理論的には二つほどある。

第一に、将来いずれかの時点で、中央銀行が政府からの独立性を貫くことができなくなる可能性がある。第二に、将来いずれかの時点で、過度なインフレを許容しなければそれ以上に大きな問題が起きてしまう、というジレンマに中央銀行が直面する可能性である。

第一の点から説明する。日銀がこれまで、少なくとも形式上、政府から独立して金融政策を決定してきたことは確かである。金融政策の自主性を尊重すべきことは日銀法に明記されているし、正式な意思決定過程に政府の関与はない。しかしこのことは、政府が金融政策に対して実質的な影響力を持つ可能性を排除するものではない。日銀自身が政府に忖度する可能性もある。それが直ちに問題だというわけではない。むしろ日銀法自体、日銀の自主性をうたっているすぐ次の条文で、政府の経済政策の基本方針との整合性をとるよう、日銀に努力を求めている。一見矛盾するようだが、日銀の独立性と、日銀が政府の政策との整合性を考慮することは、多くの場合、両立するのである。

しかし、政府の債務残高が非常に大きい例外的な状況においては、両者が衝突する可能性がある。理論的には考えられている。典型的には、政府が膨大な債務を抱えた状態でインフレ圧力が高まり、日銀としては金利を引き上げたいが、政府は国債の利払い負担が増えてほしくないと考えような場合である¹。そのようなケースで政府が利上げに強く反対しても、日銀があくまで独立性を貫いて粛々と利上げを実施できるかどうかは、現時点では何とも言えない。政府の圧力によって物価の安定が脅かされる時に、日銀がそれを跳ね返せるかどうかは、現行日銀法が1998年に施行されてから今日に至るまで、筆者の理解では一度も試される機会がなかった。インフレが問題になることはなかったからである。

第二の点のジレンマがどのように起きうるかという、例えば、インフレを抑えるには利上げが必要だが、そうすると国債の価格が下がり、国債を大量に保有する金融機関への悪影響が懸念される、といった場合である。日銀は、物価の安定だけでなく、金融システムの安定にも責任を負っている。金利を上げなければインフレになるし、金利を上げれば金融システムに問題が起きかねない、という「王手飛車取り」の状態に置かれたとき、日銀はいくら政府からの独立性を貫いたとしても、みずからの判断として、不本意なレベルのインフレを許容せざるをえなくなることが、ありうるのである。

以上の二つの可能性からわかるのは、政府債務残高が極めて大きくなると、日銀の思いだけでは過度のインフレを防げなくなるリスクがあり、かつそのリスクは、現時点で日銀が独立して金融政策を決めているという事実だけで十分小さくできるとは限らない、ということである。このように、過大な政府債務によって、物価安定に対する日銀の能力が事実上制約されてしまうことを、理論家は「フィスカル・ドミナンス」と呼んでいる。金融政策さえしっかりしていれば物価を確実に安定させられ

¹ 現在、日本のみならず各国で財政赤字の拡大と金融緩和が同時進行している。国際決済銀行（BIS）は、この点について本年の年次報告書で、現時点では政府と中央銀行がそれぞれの目的に沿って協力できているとしつつも、将来インフレ圧力が高まってきた場合に両者が緊張関係に置かれうるリスクを指摘している（The Bank for International Settlements (2020), “Annual Economic Report 2020” xvi.)。

る「マネタリー・ドミナンス」と、対をなす言葉である。

日銀の説明は重要

確かに、今述べたことは理論的可能性に過ぎない。現状、日本がフィスカル・ドミナンスへの危険な道をたどっている可能性が高いわけでは、おそらくないだろう。しかし、異例の金融緩和が財政規律を弱め、いずれはフィスカル・ドミナンスにつながっていく可能性について、日銀自身がどう判断したうえで国債を上限なく買うという政策を決めているのか、日銀の説明は重要だと思う。財政ファイナンスかどうかの定義論争はある意味どうでもよくて、イールドカーブ・コントロールが財政規律に与える影響に関する実質的なリスク評価が重要なのである。

この点に関する現時点での日銀の考え方は、日銀は2%物価目標の観点から適切な金融政策を行っていればよく、財政規律はあくまで政府の問題だ、という金融と財政の分離論である。しかし、長期国債の金利ゼロを保証する金融政策が、国債発行に関する政府の意思決定に何の影響も与えない、と仮定するのは無理がある。そして前述の通り、ひとたび財政規律が決定的に緩んでしまえば、肝心のインフレが2%を超えても止められなくなるおそれが生じる、という形で問題が日銀自身に跳ね返ってくる。こうした金融政策と財政政策の相互作用を巡る長期的なリスクは、中央銀行が独立した主体として意思決定するのだとしても重要な論点だと思うが、金融政策決定会合の議事要旨を読んでも、この点が深く議論されている形跡はない。

将来的なフィスカル・ドミナンスのリスクについて、「リスクはない」と判断しているならそれを明らかにすればよいし、「リスクはあってもイールドカーブ・コントロールが優先だ」というのであればそれも一つの判断である。いずれにせよ、歴史の検証に耐えうる丁寧な議論や説明はあった方がよい。将来、万が一、財政規律の過度な緩みが一因となって日本経済に不幸な事態が生じた時、それはすべて政府の責任であって日銀には関係ない、と言い切れる問題ではないと思う。

●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。