



金融緩和の目詰まりは財政にあり？ ～問われる2%物価目標の「価値」～

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

2021年3月30日

非伝統的な金融政策の限界

非伝統的な金融政策 (unconventional monetary policy) という言葉がよく聞かれるようになったのは、リーマンショック後のことである。もともと金融政策は、政策金利（短期金利）を下げた緩和し、上げて引き締めるのが常識であった。ところがリーマンショック後は多くの先進国で、政策金利が概ねゼロまで引き下げられてしまった。そこで量的緩和、資産買入れ、フォワードガイダンス、マイナス金利、貸出支援制度、長期金利コントロールなどが用いられるようになった。このように従来は普通でなかった政策手段を用いる金融緩和を、「非伝統的な金融政策」と呼んでいる。

その効果はあったのだろうか。中央銀行エコノミストによるものを含め、おびただしい数の実証分析がある。その結論を一言でまとめれば、「一定の効果はあった」「やらないよりはましであった」といったところである。ただ、難しい分析をするまでもなく明白な事実が二つある。

第一に、中央銀行が目標とする経済・物価状況は実現できていない。中央銀行が目標（日銀の場合なら2%物価目標）を決めて政策を行う以上、その政策を評価する基準は「目標が達成できたかどうか」である。その当たり前の基準で見れば、非伝統的な金融政策は欧州や日本では成功していない。いったん利上げにたどり着いた米国も、コロナ危機であつという間に逆戻りした。効果があるならとつくに終わっているはずの非伝統的な金融政策は、多くの国・地域で延々と続けられ、それが「非伝統的」であったことすら忘れられかけている。

第二に、大きなショックへの対応力は限定的であった。リーマンショックでもコロナ危機でも、非伝統的な金融政策は金融市場の安定には貢献した。しかし、総需要の下支えと雇用の回復は、財政政策によるところが大きかった。その証拠に、リーマンショックからの回復過程で財政支出が引き揚げられたとたん、金融緩和は続いていたのに景気回復モメンタムが弱まった。コロナ危機に対して多くの国・地域が大型の財政政策を発動し、その正常化の議論にも慎重なのは、危機の性格もさることながら、リーマンショック後の早過ぎた財政撤退への反省がある。

筆者が大学で経済学を学んだ頃は「流動性の罠」という考え方が常識だった。金利がゼロ近辺まで低下したら金融緩和は限界であり、それ以上の総需要政策は財政によるべきだ、という腑に落ちる話であった。ところがその後、市場メカニズム重視の経済思想が全盛となるにつれて、「財政政策は非効率の温床となる一方、金融政策は金利がゼロでも期待に働きかければ有効」という考え方が主流に

なった。物価目標を掲げての非伝統的な金融政策も、そうした政策思想の影響を強く受けている。

しかし今度はその金融政策が行き詰まり、多くの国・地域で財政政策を再び重視せざるをえなくなった。コロナ禍の間はそれが変わることはないだろうが、コロナ後の中長期的な政策思想として、財政政策と金融政策の関係がどう整理され直していくのかは大きなテーマである。

より積極的な財政政策を求めるECB

その点に関し欧州中央銀行（ECB）のシュナーベル理事が講演を行っている¹。興味深いのは、財政政策は金融政策の波及経路（transmission channel）という捉え方をしている点である。

一般に金融緩和の起点は短期金利の低下である。それが様々な金利や金融資産の価格、金融機関や投資家への影響を通じて、設備投資や個人消費といった民間経済活動に伝わっていく。その過程を全体として金融政策の波及経路という。そして普通は、それとは起点を別にするものとして、財政政策があると考えられる。二つの起点から発せられたそれぞれの政策には相互干渉や相乗作用が付き物なので、両者の合成効果を考えるべきというポリシーミックス論は昔からあった。

これに対しシュナーベル氏は「財政政策は金融政策の波及経路としての役割を果たすべき」だと言う。ひとたび金利が下限に達すれば、金融緩和から民間経済へ波及する経路は機能しにくくなるが、もう一つ財政という波及経路が残っていると言う。ECBが作り出す低金利を政府が利用し、もっと国債を増発して財政支出を増やせば、金融緩和が活きるという意味である。

一つの応用問題として、低金利環境下の財政ルールがある。低金利環境で景気後退が起きた時、利下げの余地は限られるがそもそも低金利なのだから、財政政策は昔の常識よりも大きくかつ機動的に動くべき、という考え方である。コロナ危機に対してはそういう財政政策が実際に発動されたわけだが、今後もうまくいく保証はない。景気の上振れよりも下振れに大きく反応する非対称な財政政策を、自動安定機能としてルール化すべきだとシュナーベル氏は言う。

さらに重要な論点として、シュナーベル氏は「過去10年間ユーロ圏のインフレ率が上がらなかったのは、大幅な金利低下に財政支出が十分反応しなかったからだ」と述べている。財政政策のあり方を、景気循環の観点だけでなく慢性的な低インフレの観点から論じるのは、重い意味を持つ。2%近辺というECBの物価目標が過去10年間達成できなかった責任は、ECB自身にではなく財政政策にあると言っているようなものだからである。ECBが非伝統的な金融政策で必死に努力しているのに、波及経路に当たる政府がその役割を十分果たしてくれないから、ECBの目標が達成できていない、という整理になっているのだ。

「物価の安定」がECBの責務であることは、欧州連合（EU）条約で定められている。したがって、ECBは物価目標の未達を正面切って他人のせいにはできない。しかし、不良債権が金融緩和の波及を阻害しているという議論がかつてあったように、金融政策の波及経路が機能しているかどうかを分析・評価するのは中央銀行の仕事の一部である。

その意味で、財政政策もそういう波及経路の一つだとするECBの整理は、なかなか巧妙で感心さ

¹ Isabel Schnabel “Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound” February 26, 2021.

せられる。そのことによりECBは波及経路の評価という形をとりながら、①財政政策の不十分さ、②物価目標を金融政策の責任とする建付け自体の限界、といった本質的な論点をあぶり出している。条約で縛られていても、「金融政策だけで物価目標は達成できない」という真実を工夫して正直に語ろうとするECBの姿勢には、好感が持てる。

財政政策をなぜか語らない日銀

日銀はETFの買入れやイールドカーブ・コントロールなど、他の中央銀行が踏み込まない手段まで使って「異次元」の緩和を続けてきた。また、EU条約で財政ファイナンスを禁じられているECBは、国債買入れにみずから一定のルールを課しているが、日銀は上限を設けず国債を買うと言っている。日銀の方がECBよりも金融緩和そのものは強力である。

それにもかかわらず日本のインフレ率はユーロ圏よりさらに低く、2%物価目標は夢のまた夢である。シュナーベル氏のロジックを使えば、日銀がせっかく大胆な緩和を続けているのに、日本政府がそれを十分活用していないから物価が上がっていない、ということになる。さらに言えば、金融政策が欧州よりも緩和的なのに、インフレ率は欧州よりも低いのだから、日本の財政政策は、規律を重視し過ぎると言われてきた欧州以上に規律を重視し過ぎてきたことになる。

これは異次元緩和が成功しない理由として重要な論点の一つだと思うが、日銀が政策委員会の総意として財政刺激の不足を低インフレの一因としたことはない。現在の政策委員では片岡委員のみが、「デフレへの後戻りを回避するためにも、財政・金融政策の更なる連携が必要」と金融政策決定会合で毎回述べている。しかし、会合の議事要旨を読む限り、それを巡って活発な議論が行われている形跡はない。片岡委員の正当な問題意識は、なぜか日銀内で相手にされていないようだ。

日本で危機対応を除き、積極財政を支持する議論が起こりにくいのは、政府債務残高の対GDP比率が主要国中で群を抜いて高いからである。日本はどの先進国よりも財政破綻に近いと考える人が多いのだ。しかし、冷静に考えれば、自国通貨を自由に発行できる中央銀行が存在する限り（ギリシャなどユーロ圏の国々はそうではない）、財政の破綻（国債のデフォルト）は必ず防ぐことができる。それは財政赤字や政府債務残高の大きさとは関係のない話である。とくに日本は、中央銀行が上限を設けず国債を買うと言っているのだから、国債のデフォルトが最も起こりそうもない国である。

もちろん、そういう意味で財政が破綻しないということと、「財政が持続可能」であるということとは違う。中央銀行の国債買入れでデフォルトは防げても、それがインフレなどマクロ経済上の問題を引き起こすなら、結局その後は厳しい緊縮政策を断行せざるをえなくなる。その場合、もともとの財政のあり方が持続可能ではなかったのである。

このように、財政の持続可能性は、政府債務残高だけから強い結論を出すべきものではなく、インフレなどマクロ経済上の不均衡につながるリスクが大きいかどうかで評価されるべきものである。「評価」である以上絶対に正しい評価というものはないが、今の日本では、マクロ経済上の問題となるほどの高インフレ（およびそれに伴う金利上昇）が起きるリスクは無視できるほど小さいだろう。

むしろ、日本経済にとって低インフレは望ましくなく、2%インフレが絶対必要だと言うのであれば、政府がその実現を日銀だけに任せ続けるのは無責任である。日銀の低金利政策を無駄にしないよ

う、政府は大胆な財政支出などあらゆる政策を総動員すべきである。

改めて問われる 2%物価目標の必要性

もちろん、そうまでして2%インフレを実現する必要はない、という考え方があってよい。少なくとも筆者はそう考えている。そして、もしそうなら、金融政策で2%インフレを実現せよと言うのもおかしい。財政政策を使えば成功の可能性が高まりそうなのに、それを使って目指すほどではないという程度の目標なら、わざわざ効果がなさそうな金融政策でがんばり続ける理由はもったない。

効果がない政策には、それがいつまでも終わらないという問題がある。超低金利は、金融機関や家計から政府や企業への所得移転効果を持つ。金融政策が循環的に緩和と引締めを繰り返すなら、所得移転効果はそのたびに方向が変わり、長期的には打ち消し合う。しかし、長期金利の抑え込みやマイナス金利を無期限に続けるなら、それは金融機関や家計への恒久課税になってしまう。しかもそれを、金融セクターや家計にもともと逆風が吹く日本で行っているのである²。仮に2%インフレをどうしても目指すなら、10年経っても成功の目途すら立たない金融政策という手段は避け、より現実的な時間軸で達成の可能性がある財政政策を手段として選択すべきである。

より基本的には2%インフレの必要性を改めて問うことが重要だ。「経済の下降局面で強く反応する」という前述の財政ルールがある世界では、主流派経済学が説く2%インフレ重視の根拠も弱まる。インフレを2%程度まで高めるべきとする最大の根拠は、利下げの余地を平時に確保しておくことにあるが、それは不況期に財政政策が機動的に動けないという前提に立った考え方である。しかし、財政が十分な自動安定機能を発揮するなら、金利の十分な「のりしろ」は無理なら諦めてもよい。

慢性的な低金利環境が続くような現実を踏まえれば、上下双方向の「物価の安定」を金融政策に任せるといふ今の建付けは、マクロ経済政策の枠組みとして有効ではなく、それでもがんばる中央銀行に無理を強いるだけである。経済の下降局面やデフレには財政政策が主として対応し、インフレの行き過ぎには独立性のある金融政策が毅然と対応する、という役割分担を目指すべきである。

ECBは現在進めている包括的な「戦略レビュー」において、財政政策と金融政策の関連も議論している。その結果は今年中に出てくるし、今年後半にはEUレベルで財政ルール見直しの議論も進む予定である。低金利環境でのマクロ経済政策を再考するうえで、追加的なヒントが出てくることを期待したい。

² 個人消費の弱さについては、本コラム「コロナ前の日本経済のアキレス腱～個人消費の弱さ～」(2020年9月8日)。

●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。