

2013/10/10 08:19

◎『金融抑圧』は可能か＝日本総研・河村氏【円債投資ガイド】（10日）

河村小百合・日本総合研究所主任研究員＝安倍政権はようやく、2014年4月からの消費税率8%への引き上げを決定した。他方、本年8月の時点で閣議了解の扱いにとどめられた『中期財政計画』について、閣議決定は今回も見送られた、と報じられている。

この『中期財政計画』においては、15年度の基礎的財政収支（PB）赤字幅の国内総生産（GDP）比を、10年度（▲6.6%）対比で半減（▲3.3%）させるといふ目標を達成するために、13年度対比で17兆円程度改善する必要がある、と記されている。この要改善幅は、同日に内閣府から示された『中長期の経済財政に関する試算』における「経済再生ケース」の試算結果が根拠となっている。同試算は、閣議了解の対象となるものではない旨明記されてはいるものの、事実上、安倍政権の今後の経済政策運営のいわば「メイン・シナリオ」と位置付けられようとしている、この「経済再生ケース」の試算結果が気になる。

「経済再生ケース」は、消費税率を8%、10%へ予定通り引き上げることに加え、「一定の歳出削減努力」が前提のうえで、上述のPBの半減目標が達成される形になっている。そこで目を引くのは、併せて示されている国と地方の公債等残高規模の推移だ。15年度時点のPB赤字幅は▲13.6兆円、利払い費も含む財政収支は▲28.2兆円と、毎年度のフロー・ベースの財政運営上は引き続き、大穴があいたままであるにもかかわらず、国と地方の公債等残高の名目GDP比は14年度の191.4%をピークに、15年度以降は逡減していく姿が示されているのだ。そこでは大がかりな財政構造改革は一切想定されてはいないにもかかわらず、である。

財政収支のみならず、PBも大幅な赤字であるにもかかわらず、公債等残高の名目GDP比が低下する、という試算結果を得る鍵は、公表されている計数をみる限り、どうやら前提としている名目成長率と長期金利の水準にあるようだ。この「経済再生ケース」においては、13～15年度において前提とされている長期金利の水準は1.1～2.3%、これと名目成長率との差を取ると▲1.7～▲1.4%ポイント（長期金利の方が名目成長率よりも低い）、実質成長率と消費者物価上昇率の和との比較では、実に▲2.9～▲2.2%ポイント（長期金利の方が低い）に相当する。要するに、名目成長率の上昇によって、大幅な税収増の恩恵を受ける一方で、利払い費の増加はごく少額にとどまるという、政府によって極めて都合のよい見通しとなっている。

この『中長期の経済財政試算』は、毎年度この時期に内閣府から発表されているものだ。過去の試算結果をみても、長期金利が名目成長率よりはやや低めとされたことは確かに少なくないが、今回ほど大幅な低水準に設定された例はみられない。

今年度の試算結果を数字の通りに解釈すると、安倍政権が少なくとも今後数年間、「金融抑圧」を行うつもりであるように受け取れる。確かに、今年4月以降の日銀によ

る「異次元緩和」の導入後、紆余（うよ）曲折を経ながらも、10年国債金利の水準は足元、物価上昇率を下回るに至っている。これはわが国の財政運営上、極めて都合がよいものではあるが、そうした状態を、今後も何年間にもわたって継続させることは果たして可能なのだろうか。

「金融抑圧」とは、名目金利を人為的に抑圧することによって実質金利をマイナスに抑え込むこと、を意味する。第2次世界大戦の終戦直後から、先進各国で金融自由化が行われた1980年前後までの約35年間に、この「金融抑圧」を行っていた国は、わが国を含め数多く存在した。終戦後の経済復興を企図する国や、開発途上段階にある国が、高度成長を達成するうえで、「金融抑圧」は有効な手段であるからだ。しかし、注意すべきは、当時は外国為替の固定相場制（72年までのブレトン・ウッズ体制）が取られ、国際間で厳格な資本移動規制が設けられていたからこそ可能であった、という点である。各国の当局が政策運営によって人為的に「抑圧」できるのは、当然ながら、あくまで「国内金利」に限られるのだ。

また、アメリカや英国は、戦後のこの時期に、「金融抑圧」によって政府債務残高規模を大幅に削減することに成功した例として挙げられることがあるようだ。確かにアメリカは基軸通貨国、英国も国際金融センターであるロンドン市場を抱え、国外への資金流出は相対的に起こりにくく、「金融抑圧」を行いやすい環境下にあったのだろう。しかしながら、戦勝国の立場にあったこの両国の戦後間もない時期の財政政策運営に関する情報開示には、なお不十分な側面も残っており、戦後の政府債務残高規模の削減を可能にした主因が「金融抑圧」であるかは断定できない。

また、同じ時期に「金融抑圧」を行っていた国々の事例をみると、政府債務残高規模の削減に成功した国ばかりではなく、失敗した国の例も多く存在することがわかる。歳出・歳入をきちんとコントロールできなければ、いかに「金融抑圧」を試みても、政府債務残高規模の削減はおぼつかない、ということだろう。

話を現在に戻せば、主要国間の資本移動は完全に自由だ。ただし、足元では、先進主要国の中央銀行がいわば「量的緩和競争」を行っているような状態にあるため、わが国としては相対的に「金融抑圧」を行いやすい環境にあるとも考えられる。現に国債市場では、足元の長期金利は物価上昇率を下回る水準にある。これは、日銀が異例の規模で国債買い入れを続けているからこそだ。民間金融機関は、財務省の入札で落札した国債をすぐさま、「日銀トレード」によって買いオペに供出しており、この低い金利水準に納得して国債を買っているわけではない。こうした状態を今後も数年間にわたり継続することが可能であるとは考えにくいのではないか。

今後も、安倍政権が本格的な財政再建に腰を据えて取り組むことなく、日銀の「異次元緩和」による「金融抑圧」状態の継続を強行しようとするのであれば、いずれ、国外への資本流出が始まる可能性も否定できなくなろう。それでもなお「金融抑圧」を継続しようとするのであればおそらく、資本移動規制を復活させ、為替を固定相場制に戻す、という覚悟が必要になる。現代のわが国における経済活動において、これが何を意味するのか。「金融抑圧」は、重債務国にとって、誘惑的な政策手段ではあるが、決し

て特効薬たり得ず、失敗したときの代償はあまりにも大きいということを肝に銘ずるべきであろう。(了)

[/20131010NNN0055]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved