

インフレは起こせる。しかし、健全な手法はない ～マイナス金利は財政政策である～

発表日：2012年11月16日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

無制限緩和とマイナス金利というテーマに共鳴して、為替相場が円安に振れている。ここ数か月の日銀の緩和でこれだけの円安効果が見込めなかっただけに皮肉な結果である。しかし、インフレ政策の副作用について十分に語られることはない。無理な信用拡張をすれば信用劣化が起こる。過剰消費・過剰投資は、民間信用の不良債権化もしくは政府債務にソブリンリスクを生じさせる。人為的インフレを起こす方法に健全なやり方はない。

為替を動かす安倍総裁の発言

衆議院が11月16日に解散した。政権を賭けた選挙となるだけに、政治家の発言は大胆になる傾向がある。11月15日の為替相場は、自民党の安倍晋三総裁の発言によって、円安に振れた。ドル円レートは、野田首相の解散示唆までは1ドル＝79円台前半だったのが、解散示唆で80円近辺まで円安になり、さらに安倍発言で80円台後半から81円まで進んだ。まるで為替相場が上げ潮に乗って動かされるように見える。ここ数か月の日銀の金融緩和が効かず、政治家の発言の方が為替を円安に動かす威力を持っていたことは、何とも皮肉なことである。

さて、15日午後に安倍総裁が講演（日本商工会議所との政策懇談会、読売国際経済懇話会）で話した発言内容を具体的に確認しておこう。

「政権を取ったら、日銀と政策議論、政策協調をして、大胆な金融緩和を行っていく。一番いいのはインフレ目標政策を持つことだろう。2%がいいのか、3%がいいのか、これは専門家に議論して判断してもらいたいと思うが、この目標達成のために、無制限に緩和をしていくということになって、初めて市場が反応していくと思う」

「国債の買いオペレーションについても、短期で買って売っていくというローリング型はやめてもらって、新しいお金を出していただくかなければ、インフレ期待は起こらない。しかもそれを無制限にやって、続けていくことによって、インフレ期待が起こる」

金融政策を行っても、実際にインフレ期待が起こるには時差がある。時差を待っている暇はないので、時差を短くするために政府が公共投資を行って、引っ張っていく」

「銀行が政府にお金を預ければ0.1%の金利がつくのは高すぎる。最も安全な日銀に0.1%で預けられるのであれば、すぐにお金は日本銀行に帰ってくる。それよりはむしろ逆にゼロにするか、マイナスにするくらいのことをして貸出圧力を強めていただくかなければならないだろう」

この発言でのポイントは、①インフレ目標を達成するまで無制限に緩和を行う、②マイナス金利で貸出圧力を強める、という2点である。ただし、後者の意味が、補完当座預金制度で日銀当座預金の適用金利が0.10%になっているのをマイナス金利にすることだとすれば、それでは貸出圧力は強まらない。なぜならば、銀行が日銀に預けている預金の受取利子がマイナスになれば、銀行は逆に日銀に利子を支払わないといけなくなるからだ。日銀当座預金の金利がマイナスになれば、銀行は一斉に短期国債に資金シフトを起こすだけだ。ここには誤解があるようなので、その理解について後段で再論する。

12月の決定会合で追加緩和の可能性

日銀は、政治家の発言を受けてどのように行動するのか。日銀の独立性を脅かすものとして、拒絶するのか、ある

いはい何らかの対応を求められたとして行動するのか。筆者は、12月16日に予定される衆議院選挙の結果がどうであれ、日銀は12月14日の日銀短観で企業の景況感が悪化するのを見極めて追加緩和を行う可能性が高いとみる。日銀は、資産買入基金残高を9月19日はプラス10兆円、10月30日はプラス11兆円と、物凄いペースで上積みしている。おそらく、12月も同じく資産買入基金の金額を増額することで、追加緩和の姿勢を演出するとみられる。

ただし、資産買入基金の増額では、日銀への風当たりはなくならないと考えられる。これは、国債購入の大幅な増額に踏み切っても、実体経済への刺激が乏しいからだ。政治が求めているのは、物価上昇や円安といった目に見える成果である。日銀の積極的な振る舞いだけでは納得を得られないだろう。

マネーを増やす方法

では、日銀が人為的にインフレを起こすことは可能なのだろうか。筆者は、技術的に人為的にインフレを起こすことは可能であると考え。その方法は、マネー＝購買力を増やして、超過需要を生み出すことである。わかりやすく解説すると、次のような「頭の体操」になる。

- (1) 日本経済が1つの世帯だったとする。世帯収入は100万円。今、個人消費を収入100万円よりも大きな金額にするために、借入を増やす（マネーが増える）。
- (2) 日銀が世帯に対して、200万円の貸付を行う。このとき、世帯は、消費金額を300万円にできる。
- (3) この理屈で、日銀が銀行を通じて、企業・家計にどんどん貸し付けを増やせば、消費・投資は膨らんで、名目成長率は上昇する。

これが単純化した理屈である。日銀が、政府にファイナンスをして、政府が給付金を配れば同じことができる。政府は、国債を発行して無制限に給付金を配ることもできるが、政府債務の持続性が不安視されるので、給付金を無制限に配ることはできなくなる。実は、日銀が政府にファイナンスをする方法も、国債発行残高を無制限に増やすことにつながり、政府債務の持続性を危うくする点で変わりはない。つまり、人為的にマネーを増やすことは、使途が生産性上昇に寄与するかどうかによって、場合によってはマネーの裏側にある負債の信用力を不安定化させる副作用を伴うのである。この理屈は、民間部門が自分の予算制約を超えて支出を増やすことを、公的資金を使って行っても限界があるということである。民間企業が予算制約を度外視して借入を増やせば、過剰投資・不良債権の山ができる。政府が過剰支出をすれば、政府債務にソブリン・リスクが生じる。それにも拘わらず、日銀の資金を使えば、政府債務の持続性問題を度外視できると考えることは、日銀資金が公的資金であると認識せず、別勘定の資金だと考えるところに問題がある。人為的に購買力を膨らませてインフレを起こすことは、民間・政府のいずれかの信用を劣化させる点で、副作用を免れられない運命にある。人為的にインフレを起こすことは技術的には可能なのだが、信用劣化をコントロールして、副作用を抑制することはできない。現在はそうした副作用には言及されていない。もしも、「無制限に」という言葉のニュアンスに、そうした副作用に目をつむって、という意図が込められているのならば、要注意である。

現実的な政策まで譲歩すると

効果が乏しく副作用が大きい政策であるならば、常識的にはそれを選択せずに、別の方法を探すというのが賢明だ。金融政策以外に、デフレ対策を手厚くすることが好ましい。筆者はあくまで穏健な政策運営を望む。

しかし、日銀の立場からすれば、金融政策で可能な範囲内で何か有効な策を考案しなくてははいけないという課題があるのだろう。そこで、金融政策の範囲内で何が可能なのかを思考実験してみた。

まず、前提としてマネーが増えない理由として、銀行が、無制限に企業・家計に融資を増そうとはしない事情を考える。安倍総裁は、貸出圧力を高めていかないといけないと述べている点は、購買力を増やすための手法として正

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しい認識である。もっとも、銀行は融資を自由に増やせないところには、事業の貸し倒れリスクが大きいと判断して、企業に融資を手控えている。銀行が融資活動を積極化しないのは、「しない」のではなく「できない」からだ。貸し倒れによって損失が生じると、銀行は収益基盤を脅かされる。

そこを敢えて、マネーを増やそうとすれば、銀行はファイナンスに際して、ある程度の損失発生を容認しなくては行けない。その場合、政府が税金を使って、銀行の損失の肩代わりをするしかない。

さて、日銀の金融政策が、そうした限界に挑戦することは可能なのだろうか。ひとつの工夫としては、10月30日の決定会合で示された「貸出増加を支援するための資金供給」を見直すことで実行可能である。「貸出増加を支援するための資金供給」では、金融機関の貸出増加額（基準時点からのネット貸出増加額）について、金融機関からの希望に応じて資金供給するとしている。日銀が念頭に置いているのは、0.1%の貸付金利である。貸付期間は、各取引先の希望に応じて、1～3年とし、最長4年までロールオーバー可能とするとある。

この0.1%の貸付金利を見直して、マイナス金利にすれば、金融機関にとっては著しく魅力を増す。例えば、100億円のネット貸出増加額を達成した金融機関に▲1%のマイナス金利で応じたとする。このとき、日銀は金融機関に1億円の利子を支払う。これは、金融機関のリスクテイクに対して、1億円の補助金が支払われたのと同じである。間接的には、金融機関の貸し倒れリスクを日銀が肩代わりして、事業リスクの高い事業者にファイナンスが実施される効果が及ぶ。仮に、予備費4,000億円のすべてが、日銀のマイナス金利のための利子補給に使われたならば、潜在的に拡張可能な民間貸出は、▲1%のマイナス金利として40兆円の貸出純増ということになる。40兆円は国内銀行貸出の約10%に相当する。

ここで注意しなくては行けないのは、日銀がマイナス金利で資金供給を行うと、利子相当の金額が補助金と同じようになって、日銀の収益を減らす作用を持つことである。実は、これは、財政負担にほかならない。日銀は剰余金の一部を毎年国庫納付しており、過去5年間で年間400～6,000億円の納付金を納めている。もしも、政策委員会がマイナス金利で資金供給を認めることは、日銀が財政政策の肩代わりをすることになる。日銀が、政府の許可を得ずに、補助金を金融機関に提供してよいかどうかは、慎重に臨むべきだろう。最低限、国会の議決を経て、公共事業を行う代わりに、政府は日銀に利子補給の財源として認める手続きが必要である。

また、こうした政策を日銀が始めたとき、財政資金が膨らみ、民間企業・金融機関の規律が低下する可能性も十分に配慮しなくては行けなくなる。運用期間として1、2年で止めるような縛りをつけることも必要である。

議論できない金融政策は限界

日銀は、政権運営が揺れ動く中で、隘路を進んでいかざるを得ない。政治家が選挙前に大胆にアピールしたことを額面どおりに受け取って、日銀が冷静さを失うことはいかかなものかと思う。選挙前に掲げられた野党のマニフェストが、政権政党に入れ替わったときに、実現可能性の乏しいものにも変わることも多々ある。2009年の政権交代以降、民主党の政策運営で障害になったことは、選挙前に公約したマニフェストが財源の手当てに失敗して、かえって歴代政権の重荷になったことだ。政権政党になってから、選挙前の政策綱領を再度吟味して、実現可能性を検証するくらいの慎重さが求められる。

日銀の姿勢として、政治家から提示された政策に対して歯切れよく議論しないことがある。日銀は、柔軟に政策を考えられるように独立性が与えられているはずである。政策論を舞台の表で論じることをしなければ、金融市場は日銀の味方にはならない。成熟した市場と日銀の関係を築く上でも、フェアな政策論を交換することが望まれる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。