

基礎研 レポート

金融政策の「不都合な真実」： 政策空間再考¹

上智大学経済学部教授 ニッセイ基礎研究所客員研究員 竹田 陽介

要旨

金融政策が平時における伝統から非常時における非伝統に移行した現在、中央銀行の直面する「政策空間」は大きく変化した。フィリップス曲線はフラット化し、マクロ経済はインフレ率を高めるために失業率の大幅な低下が必要とされる「高圧経済」に陥っている。それに呼応し、統合された政府の予算制約式を構成する財政政策は、物価水準の引き上げを意図した非リカーディアン型のルールに転換し、インフレ期待とリスクテイクに働き掛ける金融政策は、中央銀行のバランスシートの拡大を図り、国債管理政策に転化しつつある。こうした変化の中、予期しないインフレの世代間の所得移転のリスクの高まり、技能間の賃金格差の拡がり、および文化的・経済的ポピュリズムの蔓延という社会・政治的攪乱要因が、政策空間を揺さぶっている。本稿では、金融政策のニューノーマルとして、ゼロ金利下限をもたらしてきた紙幣を廃止し、マイナス金利の誘導を容易にすること、既に拡大した中央銀行のバランスシートを活用し、超過準備に対する付利金利を政策金利の下限、リバース・レポ金利を政策金利の上限として設定する「コリドー・システム」を新たな手段とすること、の二点を提言したい。

1—はじめに

気候変動が私たちの社会経済的安定性を脅かす今日、金融政策の問題は気候変動の問題と類似していることに気づく。第一に、危機時において、政策協調の役割が絶対的になる。環境省や環境保護局など政策当局は、水や大気などの環境資源を脅かす気候変動への対応を迫られる。「環境」が消費の非競争性・非排除性という国際公共財の性質を有するため、地球温暖化や気候変動難民の発生など気候変動問題の解決には、COP21 のパリ協定合意に見られる国際的政策協調が不可欠である。しかし、COP3 の京都議定書のケースと同じく、パリ協定の合意からも米国は離脱を表明し、政策協調の効力

¹ 励ましのコメントを頂いた地主敏樹、打田委千弘、矢嶋康次、英邦広、井田大輔、海野晋吾、山内眞樹、与世田兼稔、竹下勇夫の諸氏および沖縄事業再生研究会における勉強会への参加者に感謝致します。

が殺がれつつある。

第二に、政策対応が依拠する科学的知見の不確実性は極めて高い。気候変動は非線形システムによって記述される。予測にはいくつかのステップを伴い、地球温暖化物質の排出量に対して、大気中濃度、気温、そして自然現象としての気候変動それぞれの間の関係には、**Risk** である既知の未知、**Uncertainty** である未知の未知が必要であるため、予測値の確率分布はファットテールを示す。国連気候変動に関する政府間パネル(Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC)の気候感度の予測(表1)によれば、可能性の高い1°Cから4.5°Cの範囲の発生確率は66%でしかなく、4.6°Cになる確率も最大10%もあることになる。こうした科学的知見は、たとえ不確実性が高くても予防原則の視点から必要であると考えられる一方、科学研究に対する財政支出の根拠を揺るがせ、政治介入の余地を与えている²。

表 1

気候感度	0°C以下	1°C以下	1.5°C以下	2.6°C以下	3°C以下	4.5°C以下	6°C以下
発生確率	データなし	0 - 5%	66 - 100%				0 - 10%
可能性		極めて低い	高い				非常に低い

出所：『IPCC 第5次評価報告第一作業部会政策立案者向け概要』

金融政策にも、上記の気候変動の問題がそのまま当てはまる。「通貨の番人」である中央銀行は、金融危機時に国際金融秩序の安定性を回復するべく、IMFを通じて国際的政策協調を強いられる。しかしながら、輸出主導の経済発展を遂行するための通貨切り下げ競争の誘因に抗うことは困難である。また、リーマン・ショック時に見られた、住宅価格の下落幅、住宅ローンを原資産とする債務担保証券(CDO)の価格、CDO 購入資金の調達手段である資産担保コマーシャル・ペーパー(ABCP)の価格、CDO の保険手段であるクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の価格、そして金融システムが機能不全に陥る金融危機それぞれの間の関係は、非線形システムの中にある。こうした不確実性のため、Ph.D.の資格者で固める米国FRBのスタッフには、リーマン・ショック直前の実質GDPに対する予測が大幅に上振れしてしまった苦い経験がある。

以上述べたように、政策協調の必要性および科学的知見の不確実性という問題を内在させながら、金融政策を取り巻く中央銀行という政策当局およびマクロ経済学者という科学者双方は、気候変動と同じく「不都合な真実」³を直視しなければならない時が到来している。「ポスト真実」の時代に「分断された世界」で、あるべき金融政策について議論したい。本稿では、「政策空間」をキーワードに据えて、中央銀行の置かれた政策空間の変化について述べる。とりわけ、政策空間を規定する経済環境のみならず、政策空間を左右する社会・政治環境の攪乱要因にも着目する。最後に、金融政策のニューノーマルについて予測したい。

² ゲルノット・ワグナー、マーティン・ワイツマン『気候変動クライシス』(山形浩生訳、東洋経済新報社、2016年)

³ アル・ゴア出演の映画『不都合な真実2：放置された地球』(監督ジョン・シェンク、2018年)とジョージ・ソロス出演の映画『インサイド・ジョブ：世界不況の知られざる真実』(監督チャールズ・ファーガソン、2011年)を比較されたい。

2—政策空間とその決定要因：平時と非常時

政策空間という概念は元々、1980年代あるいは90年代の発展途上国に関して適用されてきた概念である。政策余地の小ささは、国内の経済政策が多国間貿易交渉などの国際的ルールによって縛られてきた状況を指す。国際貿易のみならず、外国為替管理、資本規制、産業政策、労働基準、健康・安全性など多くの経済政策に当てはめられてきた⁴。依って立つ理論は、1952年のティンバーゲン『経済政策の理論』である。ティンバーゲンは、外的要因を考慮したモデルの構造に従って、所定の政策目標を達成するのに最も直接的に効果のある政策手段を割り当てる経済発展の戦略を定式化した。

その後、様々な経済政策を単純化し、金融政策と財政政策のみから成る政策空間に対して、政策割当の問題が議論されるようになった。政策手段のルールとして、FFレートのベンチマークがGDPギャップとインフレ・ギャップの線形結合で表される金融政策のテイラー・ルール、97年に施行され98年には凍結された日本の財政構造改革法において財政赤字対GDP比3%以下に抑えることを謳った財政政策のルールが考えられてきた。アベノミクスの三本の矢は、持続的な経済成長を目的として、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を手段とする政策割当を意味し、金融政策を主たる手段とした。逆に、自国通貨を発行する政府は高インフレの懸念がない限り財政赤字を心配する必要はないとする現代貨幣理論(MMT)は、財政政策を主たる政策手段と考える点で大きく異なる。

単純化された政策空間を決定する要因は、大きく分けて二つある。第一には、統合された政府の予算制約式である。財政当局は、租税(あるいは基礎的財政収支)および国債発行を手段として、景気変動の安定化および所得再分配を目的とする。平時においては、物価水準に関わらず財政運営を行うリカーディアン型と呼ばれる財政規律を伴う政策ルールを採ってきた。最高裁判所に喩えられるほど独立性を付与される中央銀行は、名目銀行間超短期貸借金利および公開市場操作を手段として、物価の安定および金融システムの安定性の目的を達成する。平時においては、名目金利のゼロ下限制約は拘束的ではなく、公開市場操作は短期政府証券の売買に限られる「金融政策の規律」⁵が遵守されてきた。財政当局と中央銀行は、それらを統合した政府の予算制約式において、国庫納付金を通じて繋がる。政府の銀行でもある中央銀行は、貨幣発行独占権を担保とする貨幣鑄造益を財政当局に納付する。

これら政府の予算制約式を構成する手段と目的は、現在のような非常時においては異なる様相を呈する。平時にリカーディアン型のルールを採る財政政策は、債務残高が対GDP240%を超える水準にある現在の日本においても、基礎的財政収支の赤字幅の改善は一向に見られない。低迷する物価水準を引き上げるために財政赤字を減らさない「非リカーディアンディアン」型のルールに転換している可能性が高い。また、平時においてはゼロ下限制約に直面する日本銀行の操作手段であるコールレートは、2016年初のマイナス金利政策の導入以来、マイナスの水準を続けている。平時には政府短期証券中心の日本銀行の公開市場操作を通じた長期国債の保有は、資産残高の80%を超える水準にまで達している。

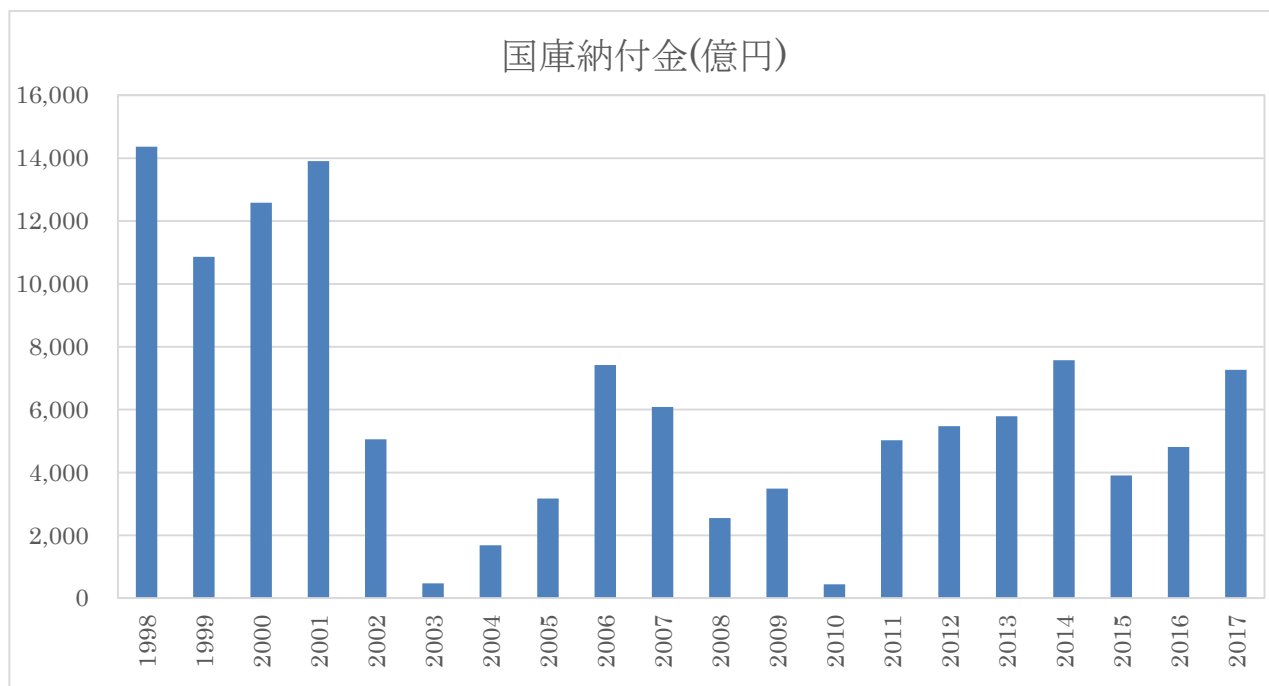
さらに、平時においては懸念されない国庫納付金の非負制約が、図1から明らかなように、2003

⁴ Jörg Mayer, "Policy Space: What, for What, and Where?" *Development Policy Review*, 2009, 27 (4), pp. 373-395.

⁵ 高橋亘「日本の金融政策：平成時代の回顧」RIETI Discussion Paper Series 19-J-055, 2019.

年度と 2010 年度には顕在化している現実もある。日本銀行の独立性を高めるべく 1998 年に改正された新日本銀行法以降、財政から中央銀行への損失補填が禁じられ、財務的独立性が高められた一方、国庫納付金の非負制約が中央銀行のリスクテイクを抑え、運営上の独立性を制約している可能性がある。

図 1



出所：会計検査院『決算検査報告』

政策空間の第二の決定要因は、マクロ経済構造である。とりわけ、物価または賃金のインフレ率と失業率のトレードオフの関係を示すフィリップス曲線の形状が重要である。近年におけるフィリップス曲線の形状は、とりわけ日本においてフラット化している。中央銀行がフィリップス曲線をシフトさせることなくインフレ率を高めるため金融緩和するには、大幅な失業率の低下を引き起さざるを得ないことになる。こうした状況を「高圧経済」と呼び、大胆な金融緩和政策の根拠とされてきた。

非常時と言える高圧経済における金融政策は、一般に非伝統的金融政策と呼ばれる。非伝統的金融政策を政策空間の中で表現すると、インフレ期待に働きかける、金融機関のリスクテイクを促すという二つの目的を持ち、マイナス金利からイールドカーブ・コントロールへ、中央銀行のバランスシートの拡大、長期国債の購入の三つの手段に訴える政策であると言える。いずれも平時には想定されてこなかった政策手段であり、二つの目的に対する政策効果には、多くの不確実性を伴っている。とりわけ、日本銀行による長期国債の購入は、GDP 以上の規模にまで膨れ上がった資産残高の 80% を超える国債保有にまで達し、保有国債の平均残存年数が 8 年にまで伸びつつある現状は、金融政策が国債管理政策に転化したとの危惧を抱かせる。

3—金融政策の社会・政治問題化

政策空間を取り巻く社会・政治的環境は、金融政策の攪乱要因となりつつある⁶。以下では、攪乱要因として三つの側面に焦点を当てる。

1 | 少子・高齢化の進行

ライフサイクル仮説に従えば、少子高齢化がもたらすマクロ経済的帰結には、フローの貯蓄レベルの現象とストックの資産レベルの現象とがある。フローのマクロ経済現象としては、第一に、少子高齢化によって、貯蓄する若年期の世代である現役世代の家計が、貯蓄を取り崩す老年期の世代である退職世代の家計を下回るようになるため、マクロ経済全体の家計貯蓄が減少することが考えられる。第二に、高齢化は退職世代が長生きする確率の高まりを意味し、現役世代・退職世代ともに長生きのリスクに対して予備的に貯蓄することを促す。退職世代は予備的な貯蓄を意図しないで遺す遺産になるリスクをシェアするために、金融機関や地方公共団体との間でリバース・モーゲージの契約を結ぶことが可能である。予備的な貯蓄を軽減するリバース・モーゲージは、長生きのリスクをシェアする有効な手段である。

一方、ストックの現象として、予期しないインフレによる世代間の所得移転のリスクの高まりがある。現役世代は実質資産に関して高い消費性向を有する債務者である一方、退職世代は低い消費性向をもつ債権者であると見ることができる。フィッシャー効果によれば、予期しないインフレは実質資産および消費にもたらす影響は、債権者と債務者の間で非対称となる。予期しないインフレは、債務者にとって実質債務の軽減となり、消費の増加をもたらす。一方、債権者にとっては、実質資産が目減りとなり、消費は減少する。よって、マクロ経済全体として予期しないインフレは、実質資産に関する消費性向の低い退職世代から消費性向の高い現役世代への所得移転を通じた消費の増加をもたらす。人口構成の変化である少子高齢化は現役世代を上回る退職世代の増加を意味するので、予期しないインフレによる世代間に所得移転のリスクの高まりを引き起こす。

2 | 生産の自動化の浸透・人工知能の高度化

ロボットや人工知能などによる生産の自動化の影響について研究した Autor(2019)⁷によれば、生産の自動化は、大卒者あるいは非大卒者に関わらず、生産・事務・管理・販売に携わる中技能の雇用を浸食している。それにより、衛生・接客・清掃警備・オペレーター・非熟練工に従事する低技能職への非大卒者の流入による賃金低下が生まれている。一方、大卒・非大卒ともに、専門家・技術者・経営者から成る高技能職が減少しているため、賃金上昇が生じ、技能間の賃金格差が拡大している。こうした賃金格差は人工知能の高度化によって拍車がかかっていると見られる。

⁶ Jon Faust and Eric M. Leeper. “The Myth of Normal: The Bumpy Story of Inflation and Monetary Policy” *Inflation Dynamics and Monetary Policy: A Symposium* sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 2016, pp. 263-340.

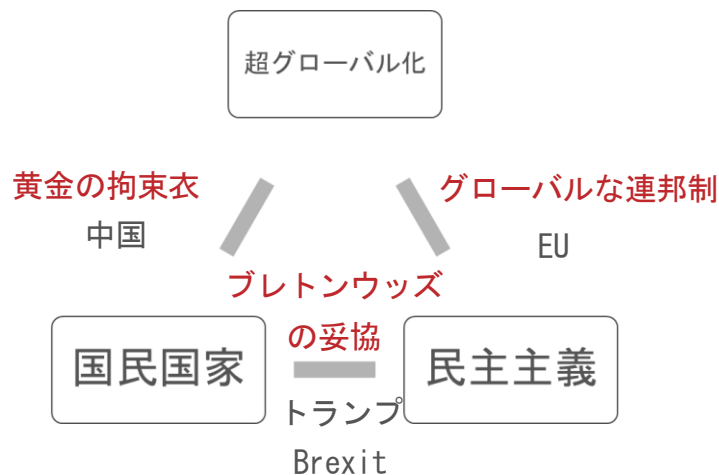
⁷ David Autor. “Work of the Past, Work of the Future.” *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2019, 109(5), pp. 1-32.

3 | 超グローバル化への反動としてのポピュリズムの蔓延

近年の超グローバル化は、資本自由化を加速化した。資本自由化の結果、国内における労働者と使用者の間の格差、税体系の変化がもたらされた。国内の労働者と使用者の間の賃金交渉において、資本自由化によって可能となった海外への資本移動の「脅し」は、使用者の交渉力を高め、賃金抑制に繋がった。また、政府の課税対象は、移動の自由な法人から不自由な消費者・労働者に移行し、法人の引き下げ、消費税・所得税の引き上げに税体系の比重が変化した。

経済の超グローバル化が国民国家における民主主義と矛盾する側面に光を当てたロドリック (2013) は、「政治経済のトリレンマ」(図2)を明らかにした。超グローバル化は国民国家における民主主義と矛盾するため、一国の為政者が採り得る政治経済体制は以下の三つのタイプしか選べない。一つは、現在の中国のように、民主主義を捨て超グローバル化のメリットを享受する国民国家を目指す「黄金の拘束服」である。第二は、米国トランプ政権や Brexit を進める英国に見られる「ブレトンウッズの妥協」である。超グローバル化のメリットを諦めても民主主義を堅持する国民国家を標榜する。第三は、国民国家の形態を捨て民主主義を世界的に実現する「グローバルな連邦制」である。EU という地域連合における連邦制はその典型である。

図 2



出典：ダニ・ロドリック『グローバリゼーション・パラドクス：世界経済の未来を決める三つの道』（2013年,白水社）

こうした超グローバル化に対する政治的反動として、政治勢力の二極化が二重の意味で生まれている⁸。第一は、国民性・民族性・宗教・社会的アイデンティティの違いに基づく文化的分裂である。今日のEUにおける右派ポピュリズムに顕著に見られる。北アフリカ地域やイスラム圏から流入する移民・難民は、ヨーロッパの現地人の職が奪われ、移民・難民への公共サービスの対応から現地人の公共資源が減退することを意味する。こうした理由から、右派ポピュリズムは財政緊縮を主張することで政治的支持を得ている。第二の二極化は、富裕層や大企業への反発に基づく経済的分裂である。ラテン・アメリカ諸国における左派ポピュリズム、米国のMMTに典型的に見られる。彼らは、急激な

⁸ Dani Rodrik. "Populism and the Economics of Globalization" *Journal of International Business Policy*, 2018, 1(1-2), pp. 12-33.

貿易自由化、金融危機、経済改革を要件とする IMF プログラム、外国企業の国内への参入を契機として、反発を強めてきた。弱者救済のための財政拡張を主張する。

4— 結び:金融政策のニューノーマルへ

以上の議論から、金融政策が、平時における伝統から非常時における非伝統に移行した現在、中央銀行の直面する政策空間は大きく変化したことがわかる。フィリップス曲線のフラット化に見られるように、マクロ経済構造はインフレ率を高めるために失業率の大幅な低下が必要とされる高圧経済に陥っている。それに呼応して、統合された政府の予算制約式を構成する財政政策は、物価水準の引き上げを意図した非リカーディアン型のルールに転換し、インフレ期待とリスクテイクに働き掛ける金融政策は、中央銀行のバランスシートを拡大し、国債管理政策に転化しつつある。

こうした非伝統的金融政策の先に何があるのか。予期しないインフレの世代間の所得移転のリスクの高まり、技能間の賃金格差の拡大、文化的・経済的ポピュリズムの蔓延という、政策空間を左右する社会・政治的攪乱要因の中で、金融政策の手段・目的の政策割当の「ベクトル」をどう張るか。政策協調の必要性・科学的知見の不確実性を前提としながら、本稿の結びとして、新たな平時における金融政策のニューノーマルについて予測したい。

第一は、FB のリブラ等の暗号資産が跋扈する事態における法定通貨への信認の動揺である。早晩、国際的な法定通貨の暗号資産化は避けがたい⁹。むしろ、ゼロ金利下限をもたらしてきた紙幣を廃止し、マイナス金利の誘導を容易にする意味でも、国際的な政策協調が望まれる。

第二に、これまでの非常時におけるインフレを指向する通貨膨張は、中央銀行の資産縮小への反発を催すであろう。既に拡大した中央銀行のバランスシートを活用する「コリドー・システム」を新たな手段とするべきである¹⁰。まず、政策金利の下限として、超過準備に対する付利金利を設定する。そのために、預金通貨金融機関以外のいわゆる「シャドバンキング」にも、準備預金制度を拡充する必要がある。次に、政策金利の上限として、リバース・レポ金利を設定する。リバース・レポとは、中央銀行が保有国債を資金借入れのための担保として民間金融機関に貸し出す現先取引である。中央銀行の拡大したバランスシートを活用しながら、資金供給する手段を提供する。この点は、次なる金融危機への予防的対応としても適切であろう。

⁹ ケネス・S・ロゴフ『現金の呪い：紙幣をいつ廃止するか?』（村井章子訳，日経 BP，2017年）

¹⁰ Yosuke Takeda, Yuki Fukumoto and Yasuhide Yajima. “A Note on the ‘New Normal’ of Central Bank’s Balance Sheet” presented at APEA 2018, USC, August 4 2018.