

物価安定実現の条件

中央大学法学部教授 富田俊基

●海外の経済論壇での評価

安倍政権発足から、アベノミクス3本の矢として、大胆な金融緩和、機動的な財政運営、民間投資を喚起する成長戦略が掲げられ、マーケットは円安、株高で応えてきた。そして、黒田新総裁のもと4月に日本銀行は、2%の消費者物価上昇率目標を2年程度で達成するために、従来とは量・質とも次元が異なる大胆な金融緩和を発表した。果たして物価安定は実現できるのか。その鍵を握るのは何か。

黒田総裁は、自著『財政金融政策の成功と失敗』（2005年）で、「日銀の物価安定義務をふまえ」、「2%程度の物価目標を明示して、それに向けて徹底した金融緩和を進めることにより、一気にデフレ期待を破壊しなければ、デフレはいつまでたってもやまない」と記していた。

そして、ポール・クルーグマンの考えを援用し、「日銀は、物価上昇率が相当のプラスになるまで徹底した金融緩和を推し進めることを宣言し、インフレ期待をプラスにすることによって実質金利をマイナスにするしかない」と指摘していた。いったんデフレから脱出すると、デフレ脱却を支持した国民も物価の上昇には反対となりかねず、中央銀行は金融緩和を続ける根拠を失いかねなくなるという、時間非整合性の問題が発生する。これへの対処法として、クルーグマンは、物価上昇率が十分に高くなるまで、中央銀行が事態を放置することを確信させるために、「中央銀行が無責任であることを公約する」ことが有効であると指摘し、具体的に「日本銀行はデフレ脱却後に4%インフレを15年間続ける」べきだと提言していた。

日本国内では、マーケットのポジティブな反

応、そして安倍政権への支持率がきわめて高いゆえであろうか、あるいは日本経済復活に向けての最後のシナリオへの期待ということなのか、経済論壇での大御所によるアベノミクスへの批判はあまり見られない。

一方、海外では真剣な議論がなされている。たとえば、プロジェクト・シンジケートで、ジェフリー・フランケルは、アメリカと日本の中央銀行が物価上昇率の目標（ゴール）を設定した直後の昨年5月に、「インフレ目標の死」という評論を書き、中央銀行が物価に固執するがあまり、資産価格の動向を軽視したことによるバブルの発生と崩壊が、経済の不安定化をもたらしたと批判している。

また、マーチン・フェルドスタインは、本年1月に「日本の間違った成長戦略」と題し、物価上昇と円安を目指す金融政策は、金利の上昇をもたらすので、政府は巨額の国債残高をインフレによって減らそうとするであろうと指摘している。そして、これに脅える投資家はより高い実質金利を求めるようになり、日本経済は破綻への道を進むことになると警告している。

●マネタリーベースと 国債の大規模な入替え

異次元といわれるほど大胆な金融緩和が、巨額の国債が累増を続ける中で展開されてゆく。これから2年間、日本銀行は、満期までの期間が平均7年という長期国債を、毎月7兆円余も市場から購入する計画である。これは毎月マーケットで入札発行される満期2年から40年までの長期国債（借換債を含む）の7割にも相当する。このため、黒田総裁が金融政策の必要から実施

していると繰り返し主張しても、実体的には財政赤字のファイナンスではないかという懸念を生みやすい。また、物価安定目標を達成すれば適当なところでインフレを抑制するとは言っても、それは可能なのか。

そこで、政府と日本銀行のバランスシートを連結してみよう。政府・日銀以外は全て民間部門とし、政府・日銀が保有する民間資産を政府債務から相殺すると、

政府債務=(通貨+準備預金)+民間保有国債、と表すことができる。日本銀行は国債の大量購入によってマネタリーベースを2年で倍増させる計画であるが、それは右辺の第2項民間保有国債から第1項マネタリーベースへの入れ替えであり、それによって政府債務は変化しない。

●物価水準が財政政策で決まる状況

財政が破綻しないためには、上式のマネタリーベースを含む政府債務を物価水準で割り引いた実質価値が、将来にわたる実質財政黒字の割引現在価値の合計以下でなければならない。「今日の赤字拡大は明日の増税・歳出削減」という世論が定着していれば、財政政策で財政黒字の現在価値は変化しない。こうした財政政策が経済に対して中立的であるリカードの世界では、中央銀行がマネタリーベースを適切にコントロールすること（金融政策）で、物価がコントロールできるという推論も可能である。

これに対して、わが国ではきわめて巨額のプライマリー収支赤字が発生しており、デフォルトすると投資家への利払いと償還だけではなく、より大規模な社会保障等の支払いも不可能となる。このため、財政破綻を避け国債を償還するためにマネタリーベースをさらに拡大させようとする圧力が働きやすい。

こうした状況で、後先を考えない非リカード的な財政政策が行われると、日本銀行は国債買い入れの拡大を続けざるを得なくなり、インフレ期待が強まり、一挙に金利が上昇しかねない。

この状況で物価安定を優先しようにも、政府のデフォルトリスクが高まり、国債価格の下落を通じて金融システム不安に向かう。

このため、適当なところで物価上昇を抑制し物価安定を実現することが困難となる。財政規律が弛緩した国では物価制御能力が失われ、人々の期待から急激な物価上昇、金利上昇が生じかねない。したがって、物価安定、金利安定のアンカーは、財政規律ということになる。

●6月骨太方針に求められること

安倍政権も財政規律として、国と地方のプライマリー・バランスを、15年度に赤字対GDP比を10年度比半減、20年度までに黒字化、20年代初めには同比率を安定的に引き下げるといふ、前政権と同じ財政健全化目標を掲げている。この目標の堅持が、古今東西まれな国債累増にもかかわらず、日本国債の信認維持の礎となっており、その実現に向けた具体的な道筋が6月の骨太方針でまとめられる。

その作成に当たっては、成長戦略が想定する数字とは別に、慎重なシナリオを踏まえねばならない。小泉政権下の骨太2006では、バブル的なアメリカ経済の成長を前提としたためであろうが、11年度のがわが国名目GDPを597兆円と見込んでいた。しかし、リーマンショックを経て、実績は470兆円にとどまった。これにつれて55.2兆円と見込んでいた税収の実績も42.8兆円にとどまり、11年度に指呼の間に望んでいたはずのプライマリーバランスの黒字化は果せず、GDP比▲6.4%もの巨額の赤字となった。

また、健全化目標が利払い費を除いたプライマリー・バランスであるので、高い成長率の前提であれば上昇するはずの国債金利、つまり増大する利払い費を考慮せずにすみ、ますます脇が甘くなってしまふ。したがって、成長戦略が描く高い成長率ではなく、慎重で現実的な見通しを前提とすることが必要である。