

「財政危機時の緊急対応プラン2025」 へのコメント

東京財団オンライン・シンポジウム(2025年3月17日)

東京財団政策研究所主席研究員
早川英男

インフレ転換ボーナスの存在

- デフレ経済からインフレへの転換時には、①名目GDPの拡大に伴って税収が直ちに増加する一方、②金利が上がっても利払い費が増えるのは新発債のみという時間差によって、財政収支は改善する(インフレ転換ボーナス)。
 - 日本では、日銀の慎重な利上げ姿勢(実質マイナス金利が続く)により、インフレ転換ボーナスが大きくなっている。
 - これは、第一義的には利払い後の財政収支の話だが、実際には財政支出デフレーターの上昇の遅れや、ブラケット・クリープに伴う税収増の結果、プライマリー・バランス段階でも収支は改善。
- 本来、インフレ転換ボーナスの存在は財政健全化への大きなチャンス。実際、昨年夏頃までは「2025年度にプライマリー・バランス黒字化」と喧伝されていた。
 - しかし、昨年秋の大型補正によりPB黒字化は挫折。さらに25年度予算の国会審議に伴い、実質的な赤字は拡大方向にあり、千載一遇のチャンスを失いつつある。

日銀の保有国債減額(QT)の影響

- 報告書では、日銀の保有国債減額(QT)が長期金利に及ぼす影響等が論じられているが、QTに伴う長期金利急騰リスクをあまり心配する必要はないのではないか。
- 確かに、昨年からスタートしたQTは、日銀が市場への影響を心配していたため、かなり慎重なものとなった。今後QTのスピードを速める可能性は十分にある。
- 日銀はどこまでQTを進めるかについて、先験的な判断基準を持っていない可能性。
- FedによるQTの進め方をみても、ある段階から長期金利だけでなく短期市場の混乱を招いてQT緩和が繰り返された。結局、QTは市場の反応をみながら手探りで進めていく以外、方法はないのではないか。
- IOER(準備預金付利)の下で、どこまで混乱無く準備預金を減らせるのかは誰も知らないのが実情。
- 日銀の国債保有シェアが高過ぎると、価格形成が歪むリスクはあるが、QTのスピードを速めて、長期債市場が混乱するようでは本末転倒。

r(国債利回り)とg(名目成長率)の関係

- 財政の持続可能性の議論では、常にr(国債利回り)とg(名目成長率)の関係が最大の注目を集めてきた。
- 言うまでもなく、 $PB=0$ と仮定すれば、財政の持続可能性は $r > g$ か、 $r < g$ かだけで決まる。
- BlanchardはJapanificationの時代に議論を始めた(2019年のAEA会長講演)せいか、 $r < g$ の可能性が高いと主張し、積極財政論を展開する(著書を刊行したのはコロナ禍の世界的財政出動時代)が、これを真に受けることはできない。
- Blanchardは主に米国のデータを使うが、基軸通貨である米ドルには世界中から資金が集まり、rが低くなり易いという「法外な特権」が。
- 日本についても、かつての円がsafe currencyと考えられ、円高になり易かった時代は $r < g$ が自然と考えられたが、円安が当たり前の時代には $r > g$ の可能性も。

自己実現危機の可能性

- 今回の報告書の大きな特徴は、 $r > g$ が続くことによるファンダメンタル危機だけでなく、自己実現危機にも注目していること。
- 国債大量発行時、とくに借換債が継続的に大量発行される場合の発行市場は、銀行預金の市場に似る。
 - 預金市場では、皆が「預金は大丈夫」と思っている限り市場は安定する(良い均衡)が、預金の価値に不安を抱く預金者が増えると、取付けが発生する(悪い均衡)リスクがある(2022年にノーベル賞を受賞したDiamond-Dybvigのbank runモデル)。
 - 2022年のトラス・ショックも基本的には自己実現危機と理解できる。
- トラス・ショックの場合のように、政府・中央銀行が機敏に対応すれば、市場の混乱への対応は可能。
 - ただし、2022年の黒田前総裁末期のYCCのように、中央銀行の国債買支えで長期金利上昇を抑えようとしても、円安→物価上昇→長期金利上昇圧力となる可能性。
 - 実際、英国でもトラス・ショックは短期間に収束したが、根本的な財政不安が解消されていないため、昨年にも長期金利上昇が再燃した。

日本国債(JGB)格下げのリスク

- 最後に注意すべきは、日本国債(JGB)の格付けの動向。
 - JGBの格付けはS&P、ムーディーズ、フィッチともにシングルA、かつ先行きは安定的なので、直ちに投資不適格(トリプルB未満)となるリスクは小さい。
 - ただし、格付けの水準はG7ではイタリアに次いで下から2番目。
- 問題は、格付け各社がコロナ後の財政の改善の鈍さや政局不安定に危機感を強めつつあること。
 - 実際、昨年中にフランス国債の格付けは引下げられた(欧州の長期金利上昇は不安材料)。JGBについても不安感が高まっていると言われる。
- JGBが格下げとなれば、ソブリン・シーリングにより邦銀の格付けも軒並み下がることになる。
 - 仮に邦銀の格付けが投資不適格となれば、邦銀の国際市場での行動は大きく制限される。グローバルに活動する日本企業への影響は深刻なものとなろう。