

日本銀行の出口政策と財政民主主義

井手 英策

慶應義塾大学経済学部教授

2001年の私が考えていたこと

以下の文章を読んでいただきたい。これは、当時、日本銀行の金融研究所に在籍していた私が2001（平成13）年4月にディスカッションペーパーで示し、加筆ののちに9月に公刊した論文の「脚注」である。脚注としては極めて長文だ。だが、論文の本筋からは外れるものの、後世の歴史家が問い返すべき重要な政策変更と考え、入稿直前に書き加えたものである。

「平成13年3月19日、日本銀行は、金融市場の操作目標を無担保コールレートから日銀当座預金残高へと変更し、銀行券発行残高を限度とした長期国債の買入増額措置を決定した。これは、

いで えいさく

東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。博士（経済学）専門分野は財政社会学、日本銀行金融研究所、東北学院大学、横浜国立大学を経て現職

著書に *Worlds of Taxation: The Political Economy of Taxing, Spending and Redistribution since 1945*, co-editor with Gisela Huerlimann and W. Elliot Brownlee, Palgrave Macmillan, 2018. *Debt and Deficits in Industrialized Democracies*, co-editor with Gene Park, Routledge, 2015. *The Political Economy of Transnational Tax Reform: The Shoup Mission to Japan in Historical Context.*, co-editor with W. Elliot Brownlee and Yasunori Fukagai, Cambridge University Press, 2013 など。

国債保有の上限を保証準備発行限度額に定め、日銀引受を通じて金融緩和を図ろうとした「共同調査会」での日本銀行の主張と極めて類似している。保有残高が政策委員会の主張する「明確な歯止め」として機能し得るか否かは今後の推移を待たなくてはならない。ただし、国債保有の急激な増大は、キャピタル・ロスによるバランスシートの毀損リスクも増大させるから、「市価維持」という金融調節とは異なる文脈において追加的な国債買入が行われる危険性をはらんでいる。また、本稿での考察からいえば、日銀当座預金残高の増額がマネーサプライの増額に結びつくための条件も問われねばならない。その際、土方総裁の発言に示唆されているように、財政政策による有効需要の創出を条件として金融緩和が企図された当時の状況と、財政政策が手詰まりな中で金融緩和が求められる今日の状況との相違を確認する必要がある。

いささか難解なので補足しておこう。1931年12月高橋是清が大蔵大臣に就任し、以後、大胆な財政出動が行われた。いわゆる高橋財政である。高橋財政の真骨頂は、是清の独創的な政策構想にもとづき、日本銀行に国債を引き受けさせ、そこで得た財源を大胆に支出して、恐慌にあえぐ日本経済をあざやかに再生させた点にあった、とするのが通説である。

私はこれに異議を唱えた。高橋の蔵相就任以前

の段階で、日本銀行と大蔵省の「共同調査会」が設置されており、そこでは日銀による新規国債の引受発行の可能性が追求され、また、日銀の保有する国債に上限を設けることで信用膨張の「歯止め」が準備されていたことを指摘した。

一方、歴史的に振り返れば、その歯止めは、財政膨張の圧力の前にまったく無力だった。それを知っていた私は、2001年に実施された量的緩和政策で強調されていた歯止め、すなわち、日銀の国債保有額を国債発行残高の範囲内に抑える、という制限に対して懐疑的な立場を取っていた。

もう一点、日銀が国債を保有すればするほど、国債売却時の価格下落が中央銀行や民間金融機関のバランスシートを毀損する。それを避けるために日銀は償還前の国債売却を避け、満期保有を行うだろう。しかしそれでは、金融政策の機動性・弾力性が失われてしまうし、国債価格の下落に固執すれば、政府の発行する国債を否応なく購入するほかなくなる。出口なきシステム転換、それが当時の私が抱いた率直な印象だった。

さらにもう一点、高橋財政では、大胆な財政出動が前提だった。ところが、巨額の政府債務を抱え込んだ2001年時点の日本において、その後の財政膨張が期待できるとは思えなかった。事実、小泉純一郎政権では、小さな政府路線が追求されたわけだが、財政出動なき金融緩和が物価の上昇をもたらすという観測は楽観的すぎる、と私は考えていた。

高橋財政と現代の決定的な相違

論文の公刊から22年の年月が過ぎた。量的緩和政策は段階的に拡充され、いつきの中断を挟んで、第二次安倍晋三内閣のもとで量的・質的金融緩和政策へとアップデートされた。ロシアによるウクライナ侵攻後、物価の上昇は実現した。だが、少なくとも日銀の歴史的な金融緩和政策は恒常的な物価の上昇をもたらさなかった。それどころか、空前の政府債務を可能とするような資金循環の一部に日銀は巻き込まれた。私の懸念は現実のもの

となった。

じつは、高橋財政との比較で考えたとき、21世紀の金融緩和政策には重大な相違点がある。高橋財政ではいったん日銀が国債を引き受けた後、これを民間の金融機関に売却していた。一方、景気が好転し、民間の資金需要が伸びてくれば、金融機関は国債の買い入れを削減し、企業への貸付を増やす。日銀はつぶさに国債売却の動向を確認しながら、売れ行きの悪化と同時に、緊縮財政への転換を大蔵省に提案した。大蔵省はこれを受け入れ、是清もまた、財政の引き締めに出た。

以上に対して、現代の財政法では、戦時期の教訓が活かされ、日銀引受は原則禁止とされている。だから、日銀が市場から国債を買い入れることで金融緩和が行われたのであり、同行の国債保有額は段階的に累積し、キャピタル・ロスのリスクが高まってしまった。こうして政策転換の契機は失われた。出口政策の有無こそが、1930年代と現代の金融政策の決定的な相違だったのだ。

いくら国債を発行しても、日銀が買い取ってくれるのだから、長期金利は安定的に推移する。長期金利が安定的に推移すれば、増税をして債務を削減するインセンティブは失われる。一方で、空前の政府債務のもと、財政出動には限界があるから、消費が刺激されず、金融緩和も物価の上昇に結びつかない。こうして、日銀は国の財政をファイナンスし続けるための装置に組み込まれたのである。

構造的な物価高と政治の責任

先にも触れたように、ロシアのウクライナ侵攻によって資源価格や穀物価格が上昇し、これに円安が加わることで、資源や原材料の輸入価格が急騰した。ウクライナ侵攻を強調する自民党は「プーチンインフレ」と呼び、円安を強調する野党は、アベノミクス以来の金融緩和の見直しを行わない岸田政権を批判して、「岸田インフレ」と名づけた。

以上の指摘は、いずれも的を射ていない。もちろん、物価上昇とウクライナ侵攻が無関係だとは言わない。だが、企業物価指数を見てみると、侵攻のは

じまる前の2021年初頭から急激な物価上昇が始まっていた。したがってインフレをひとりプーチン大統領の責任に帰すことはできない。

「岸田インフレ」という評価はどうか。これまで政治的、経済的な混乱が生じると決まって円高に振れていたが、今回は反対に円安が進んでいる。その大きな原因のひとつが内外の金利差であり、日本が利上げを行えない背景には、巨額に達した政府債務の存在がある。

金融引き締めを行うためには二つの方法がある。一つは国債を売却すること、もう一つは日本銀行当座預金（以下、日銀当預）にある超過準備への利子を引き上げることだ。前者は、当然、国債価格を下落させる。後者でも、国債の価格が下落し、民間の金融機関に損失が生まれる。いずれにせよ、国債売却が促され、さらなる価格下落、損失増という悪循環が生まれる。また、利払費も増えるから、財政は圧迫されるし、市中金利の上昇が起きれば、住宅ローンを抱える中高所得層の生活を直撃する。

日銀の財務状況にも影響はおよぶ。国債の価格が下落すれば、巨額の含み損が発生する。事実、2022年度の決算では、長期金利の上昇で保有国債に評価損が発生した。また、日銀当預に対する利払費も増加する。日銀当預のうち金利のつくものは2023年5月時点で約515兆円である。2022年度決算で純資産が5.5兆円であるから、1%ちょっとの金利上昇で債務超過に陥ってしまう計算である。

要するに、日銀が金融政策の見直しを行わないのではなく、日銀が国債を買い続け、政府債務が累積し、その結果として日銀当預残高が増大した結果、見直しを行えなくなっているわけだ。

1990年代には大規模な所得減税と法人減税が行われた。もちろん、消費税は3%から10%へと引き上げられたが、それを上回るペースでリーマンショック、東日本大震災と段階的に歳出拡大が行われ、近年では、コロナ禍への対応の名目で多額の現金給付が行われた。十分な財源も示されずに財政出動が求められてきた結果が現在の政府債

務の累積である。それにも関わらず、野党は消費減税を求め、彼らもまた、財源を将来の課題（＝中長期的課題）として先送りしつつ、教育の無償化や児童手当の所得制限の撤廃を訴えている。野党もまた、利上げを行えない財政構造を生み出してきた加害者なのである。

いかなる出口戦略が求められるのか？

状況が以上のようなとすれば、まず、日銀当預を削減し、利上げが実現できる環境を整えていかなければならない。

オーソドックスな方法としては、日銀が民間の金融機関に国債を売却すれば、買い手の支払い分だけ、日銀当預を圧縮することができる。だが、繰り返しになるが、多額の国債を市場に出してしまえば、当然のことながら、国債の価格は下がり、長期金利も上昇する。

こうした事態を避けるためには、日銀の保有国債を償還していかなければならない。ただし、単なる償還であれば、日銀の資産が減少し、日銀内に存在する政府預金が増大するだけで、日銀当預には直接影響しない。ゆえに、政府が借換債を発行し、民間金融機関に購入してもらい、代金を日銀当預から政府預金に移していく必要がある。政府はこの資金を使って日銀の保有国債を償還していくわけである。

ここで注意したいのは、以上のプロセスは1～2年で完了するものではなく、相当長期の時間を必要とする、ということである。また、日銀の国債買い入れが縮小するなかで借換債の購入に民間金融機関が応じるためには、財政の健全性を確保する政府の姿勢を示さなければならない。従って、以上のプロセスでは、借り換えによる償還と同時に、増税を通じた国債償還への道筋がセットで提案される必要がある。つまり、出口戦略とは、財政と金融の一体改革とならざるを得ない、ということである。

気をつけておきたいのは、財政の健全化のための増税という政策パッケージでは、政治的な反発が避けられない点だ。仮に消費税の増税で対応し

たでしょう。フローの財政赤字を解消するためには4%程度、社会保障費の自然増への対応を考えればさらにもう3%程度の消費増税が必要となる。

これらは相当な規模であり、これを見返りのないなかで有権者に受け入れてもらうことは容易ではない。また、以上は、最終的な収支均衡のためにはこれだけの財源が必要になる、ということであって、完全な均衡財政を目指す必要もない。それゆえ、給付を通じた生活保障機能とパッケージで提案し、これに財政健全化のための財源を組み合わせ、段階的に国民負担率を上げていく慎重さが求められることとなる。なお、具体的な生活保障の内容については様々な場所で提案してきたので、ここでは割愛する。関心のある読者は、『幸福の増税論』岩波書店、『どうせ社会は変えられないなんてだれが言った』小学館をご覧ください。

MMTの政治的非合理性

私の出口戦略に対して、MMT（現代の貨幣理論）論者からはさまざまな批判が寄せられるかもしれない。MMTでは、巨額の支出を行なっても財政は破綻しない点が強調されるから、そもそもこうした財政の健全化努力は必要ない、ということになる。学問的に言えば、この主張の正当性はまだ定まっていな。したがって、正しいとも、間違っているとも断言できる状況にはないが、理論的な可能性を安易に現実の政策に結びつけるのは問題である。

例えば、政権担当者がMMTを採用すると主張したとしよう。その簡単な事実だけで、劇的な不安が生じ、日本財政は危殆に瀕するかもしれない。これは憶測ではない。イギリスのトラス首相が大胆な減税を打ち出しただけで、実際に為替の暴落が起き、わずか2ヶ月も政権を維持することができなかった。

MMT理論でも認められているように、大規模な財政出動は物価を上昇させるから、それを抑えるための増税が必要となる。もし、増税を行わなければ、物価の上昇は実質的な負担増、すなわち見えない増税として機能する。現役世代の無駄遣いが

将来世代の負担増をもたらし、現役世代の意思決定が将来世代の負担をめぐる意思決定を阻害することは、民主主義の観点からも、世代間連帯の観点からも、許容されえない。

まさにこの点、民主主義の弱体化は深刻な問題だ。支出を拡大しても財政が破綻しないのであれば、国民の求めに応じて際限なく給付を行えるのであれば、どの費目が必要なのか、対話する必要はない。財源論が不要であれば、どの税で、誰に、どのくらいの負担を求めるのかを議論しなくてよい。税を財源とするからこそ支出の要・不要を議論するのであり、公正な負担や受益とのバランスを真摯に論じ合うからこそ、社会的な合意、連帯の基礎が整うのである。

中庸を探る政治の責任

ここで、戦前日本の経験を振り返りながら、思考実験をしておきたい。財政が破綻しないという根拠で、すべての国民に10万円の現金を配るとしよう。この試みがうまくいき、物価上昇も幸いにして目立たない、そのような理想的な状況が生まれたとする。では、その理想的な政策を止める必要はどこにあるのか。次は20万円、その次は50万円と、歯止めがなくなり、仮に財政は破綻しなくとも、いずれは経済がインフレというかたちで破綻するに違いない。

これは憶測ではない。なぜなら、ファシズム期の日本が、まさにそうした経験をしたからだ。大恐慌に苦しんだ日本は、当初、「雇用創出」の名目で財政支出を増やしていった。財政と金融を総動員して行われた政策は、最初の数年こそ順調に推移したが、順調だったからこそ、政府は、中央銀行が国債を買い入れ、財政をファイナンスするというメカニズムを修正しようとはしなかった。

国際的な緊張の強まりとともに、国防の重要性が叫ばれるようになり、支出は雇用から軍事費へとなし崩し的に置き換えられていった。次第に物価も上昇し始めた。政府は、統制経済を全面化し、力づくでそれを抑えにかかった。一方で軍事費は国家

の最高機密という理由で議会による統制から自由な別会計へと移され、膨張を続けた。こうして議会による財政のコントロールは形骸化した。たしかに財政は破綻しなかった。だが、この物語の結末が、敗戦とハイパーインフレだったことは周知の事実だ。

民主主義の衰退は思想的な融解を起こした。意外かもしれないが、日中戦争期に第3党に躍り出たのは、左派政党、社会大衆党だった。同党は、減税と借金で金をバラまけ、インフレになってもいいから台所に現金を届けろという主張を展開した。権力の奪取に躍起になった彼らは、「対決路線から、対案

路線へ」の転換を訴えた。そして、大政翼賛会の成立とともに同党はあっさり解党され、メンバーはわれ先にと、競いあうように翼賛会に参加した。

ヒトラーは「とにかく歴史から学びたまえ、これまで借金で亡びた民族など一つもありはしない」と述べたとされる。自由と責任。秩序と裁量。答えは少なくとも、これらの〈中庸〉を探し続けるのが政治の責任である。コロナ禍を経て、ウクライナ侵攻とともに、防衛費の拡充を求める声が一気にあがった。今後はこれに社会保障費の自然増も加わる。政治の無責任がインフレを生むという歴史の教訓を、いまこそ噛み締めるべきときである。■

