

第4章 国際通貨としての「円」の賞味期限 —日本がアルゼンチンタンゴを踊る日—

河野 龍太郎¹

【要旨】

2010年代以降、日本を含む主要国において長期金利（R）よりも名目成長率（G）が高い状態が常態化している。基軸通貨国や国際通貨国であれば $R < G$ を前提に公的債務の膨張をさほど気にせず、財政政策をマクロ安定化政策として利用できるかもしれない。現状「円」は国際通貨であり、アメリカとの通貨スワップ協定をバックストップとして、国際通貨としてのプレゼンスをある程度維持できているが、依然として低い日本の潜在成長率や財政インフレリスクの高まり、世界の政治情勢を考慮すると、「円」がいつまで国際通貨でいられるのかについては疑問が残る。

クズネッツは「世界には4種類の国々がある。先進国と新興国と日本とアルゼンチンだ」と唱えたが、このままでは日本もアルゼンチンと同じ経路を辿ってしまうのではないだろうか。

1. はじめに²

1971年にノーベル経済学賞を受賞したアメリカの経済学者・統計学者であるサイモン・クズネッツは「世界には4種類の国々がある。先進国と新興国と日本とアルゼンチンだ」と唱えた。この有名な4分類の意味するところは、「通常であれば先進国は先進国のまま、新興国は新興国のまま変わらないが、新興国から先進国に転身できたのは珍しく日本のみで、先進国から新興国に転落したのも19世紀末のアルゼンチンのみだった」ということである。戦後の高度経済成長期に目覚ましい成長を遂げ先進国の仲間入りを果たした日本だが、国際通貨としての「円」の現状を考慮すると、この4分類は今や再考が必要かもしれない。本稿では長期金利（R）と名目成長率（G）の関係性から「円」を取り巻く環境およびその展望について考察したい。

2. 近年における長期金利と名目成長率の関係

まず足下の状況について整理する。図表1は日米独の長期金利の比較である。2020年までの30年間、世界的な長期金利の低下が継続していたが、コロナショックを契機に世界的なインフレが起こった結果、長期金利は大きく上昇している。日本のイールドカーブコントロー

¹ BNPパリバ証券株式会社チーフエコノミスト、東京大学先端科学技術研究センター客員上級研究員

² 本報告は、河野（2023）での論考を基に、研究会で報告を行った2023年12月時点での情報にて執筆している。

ル (YCC) が機能しなくなったのはこれが影響したためであり、つまりは日本銀行が大量に国債を買っていたから長期金利が落ち着いていたというよりもむしろ、この30年、グレートモデレーションの下で世界的に長期金利が落ち着いていたために、日本銀行が長期金利をゼロ近傍に抑えることができていたように見えていた、ということである。

図表1 日米独の長期金利(10年、%)

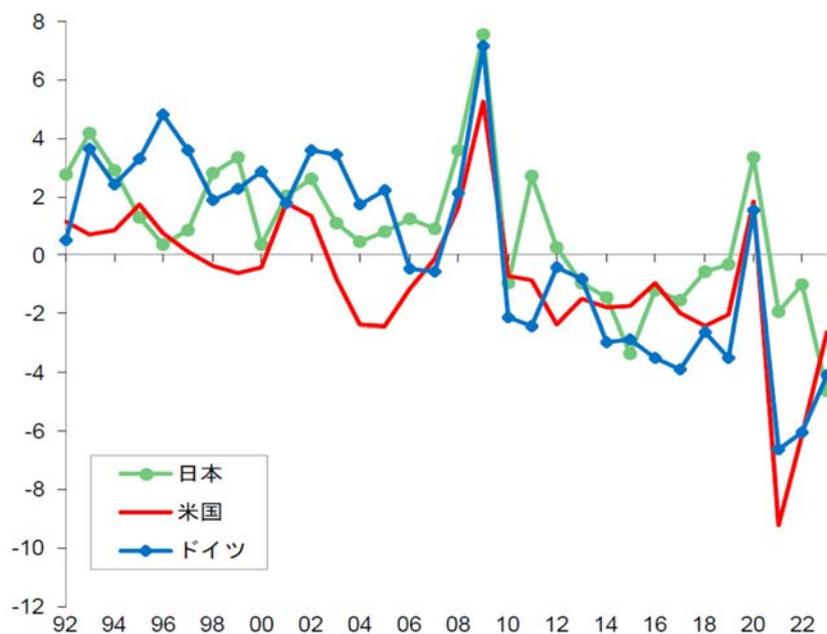


(出所) Macrobondより筆者作成。

次に、長期金利と名目成長率の関係について確認する。図表2は長期金利から名目成長率を引いた計数について日米独の3カ国で比較したものである。2010年代以降、長期金利から名目成長率を引いた計数がマイナス、すなわち長期金利よりも名目成長率のほうが高くなっている。この状況がコロナショック以降のグローバルインフレが始まっても続いている。これは、先進各国の中央銀行が大量の長期国債を購入し長期金利を低く押さえ込むQE（量的緩和）の影響が残存してきたこともある³が、富裕層への所得集中や国際通貨への需要の高まり等、長期金利を低下させる要因は他にもある（富裕層への所得集中については第3節第1項、国際通貨への需要の高まりについては第4節第1項で詳述する）。

³ 河野 (2022)

図表2 長期金利一名目成長率(%)



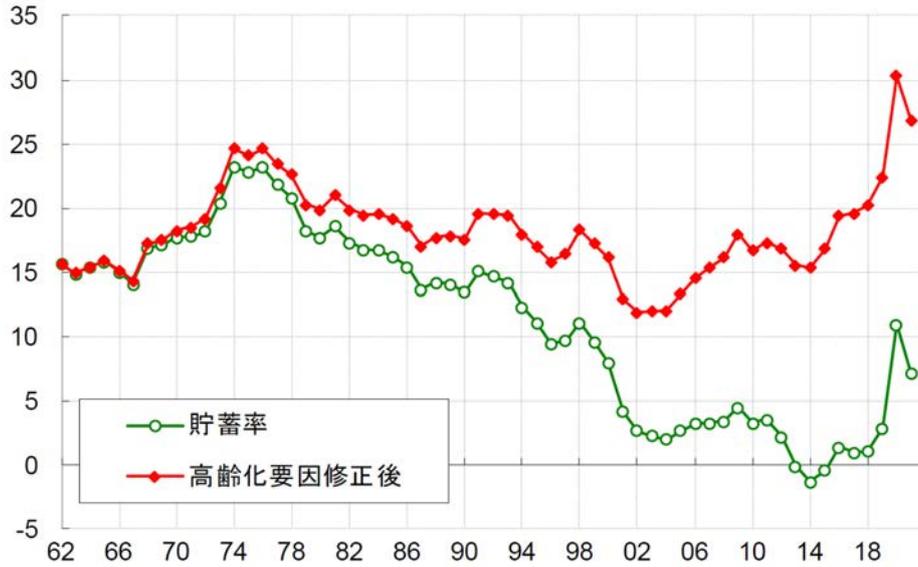
(注) 2023年は1～9月合計。

(出所) Macrobondより筆者作成。

これまで日本国内では公的債務残高の膨張が懸念されながらも、長期金利やインフレ率が上昇していない、という理由で問題ないという声も聞かれていた。しかし、例えば日本の貯蓄率に注目すると、図表3に示す通り、2000年頃から高齢化要因を取り除いた家計貯蓄率は上昇している。これは公的債務残高の膨張を背景に社会保障制度の持続可能性に対して疑念が広がっていて、予備的動機で貯蓄をしている人が増えているためだと考えられ、長きにわたり総需要の足枷となってきた。

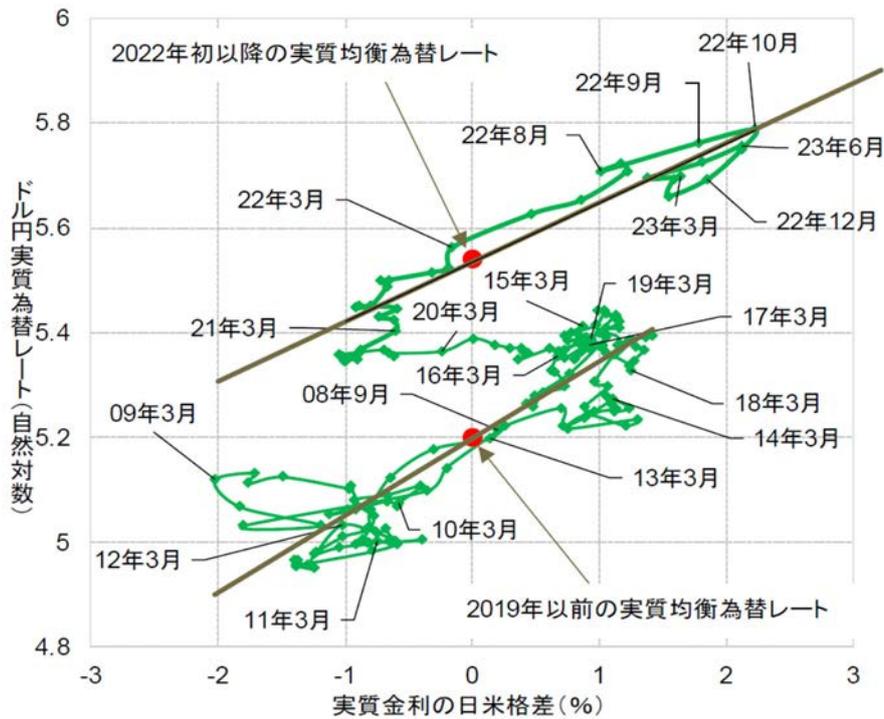
加えて、日本は「円安インフレの時代」に突入していることについて言及したい。図表4は実質金利の日米格差とドル円実質為替レートを示しており、横軸に日米の10年金利差、縦軸にCPIで実質化したドル円為替レートを対数表示している。図表4からは、実質金利差がゼロのときの実質為替レートを「均衡ドル円為替レート」と呼ぶならば、その「均衡ドル円為替レート」が2019年から2021年の間に30%ほど円安方向にジャンプしていることが確認できる。この背景として考えられるのは、日本の地政学上の脆弱性が米中対立によって露わになったことや、預金金利がゼロのままインフレ率が上昇したことによる海外への限界的な円預金のシフト(いわば、強固だった日本のホームバイアスの修正)等が考えられよう。

図表3 高齢化要因を調整⁴した家計貯蓄率の推移 (暦年、%)



(出所) 内閣府、総務省資料より筆者作成。

図表4 実質金利の日米格差とドル円実質為替レート

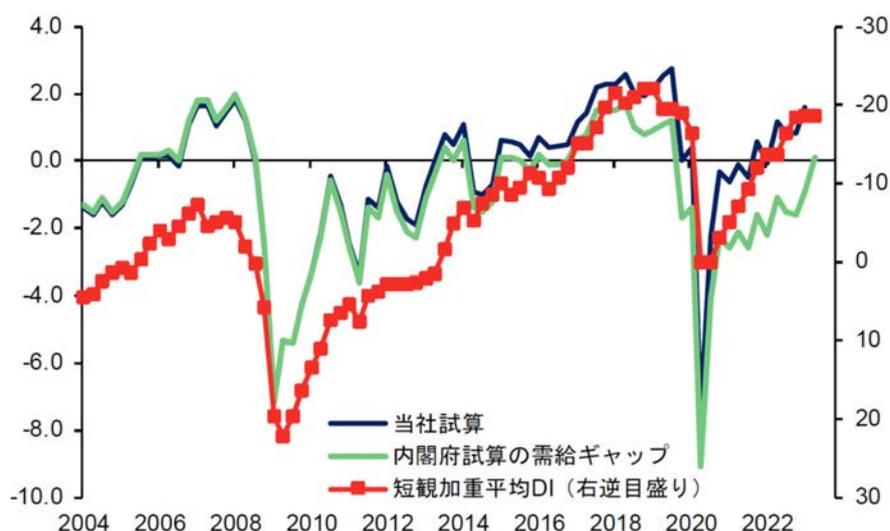


(出所) 総務省、米労働統計局、Bloombergより筆者作成。

⁴ 図表3では、家計貯蓄率を、高齢化要因（老年従属人口指数）、物価要因（消費デフレーター）、所得要因（一人当たりの実質可処分所得）で重回帰した上で、1962年から老年従属人口指数が変わらなかった場合の貯蓄率を再推計し、「高齢化要因を除いた貯蓄率」としている。

次に、需給ギャップのタイト化による円安インフレのホームメイドインフレ化についても考えたい。図表5は日本の需給ギャップを示したものであるが、2023年現在の日本の需給ギャップは前回の景気サイクルのピークである2018年頃と同程度までタイト化していることが分かる。この背景として、コロナショックの間に高齢者を中心とする労働市場からの退出が起こり、労働供給が手薄になっていたところで経済活動が再開したためと考えられる。このように需給ギャップがタイト化している状況で円安インフレが起こったため、通常であれば一時的な現象にとどまるはずの円安インフレが、ホームメイドインフレ化して長期化していることが示唆される。

図表5 需給ギャップ(季節調整値、%)



(出所) 日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より筆者作成。

3. 先進国と新興国の違い

(1) なぜR<Gなのか？

RとGの関係と現状については第2節で述べたが、そもそも2010年代以降、R<Gに転じた背景には何があるのだろうか。Rスター(自然利子率)が世界的に低迷する理由は3つ考えられる。1つ目は、世界的な長寿化による貯蓄の増加である。2つ目は、安全資産としての国債の有用性の高まりである。新興国においても長寿化を背景に貯蓄の増加の流れが訪れているが、新興国では安全資産を供給できないため、先進国の国債が選好されている⁵。最も注目したいのは3つ目で、先進国ではイノベーションの果実が所得水準の高い人に集中するため、イノベーションで所得が増えても所得の高い人ばかりに集中するあまり、貯蓄と投資のバランスが崩れRスターに低下圧力がかかる⁶、ということである。これはどういうことか。支

⁵ Bernanke (2005), Caballero (2006)

⁶ Mian and Sufi (2020)

出性向の低い富裕層の所得が増えた時、その使わなかった所得（＝貯蓄）は金融市場を通じて低中所得者層や政府の支出のための債務のファイナンスに使われ、借り手はいずれ過大な債務を抱えるようになる。その借り手は当初は支出を増やすので、景気が回復しRスターは短期的に上昇するが、やがて元利払いのために支出を抑制せざるをえなくなり、長期的に見るとRスターは元の水準よりも低下する、ということである。

これらはグローバルインフレーションの下では変わらなかったが、最近ではアメリカの長期金利が上昇してきているため、政治分断によりアメリカの債務返済能力が疑われ始めた可能性がある。いずれにしても、日本のRとGの関係は日本だけの要因で決定されるのではなく、グローバルな要因で決まっています。日本単独ではコントロールできない。それゆえ、RとGの世界的な逆転が起こった場合、日本がより大きなダメージを被るリスクがあることを考慮せねばならない。

(2) 国際金融に拡張した「国債バブル付き」のFTPL

物価水準の決定を理論づけたものとして「物価水準の財政理論 (FTPL)」がある。FTPLでは、物価水準が以下のように規定されている。

$$\text{物価水準} = \frac{\text{統合政府の負債(市中保有国債の市場価値 + 中央銀行のマネタリーベース残高)}}{\text{将来のPB収支の現在価値の総和}}$$

例えば日本において量的金融緩和政策で日本銀行が大量に国債を購入したにも関わらずなぜ物価が変わらなかったのか。この式を参照すると、ひとつには右辺の分子の「市中保有国債の市場価値」と「中央銀行のマネタリーベース残高」の単なる交換にすぎなかったからだ、と説明ができる。

また、ブルネルマイヤーやブランシャールは不確実性に対して、金融市場が不完備な場合についてはこの限りではないと論じていて⁷、不確実性に対しては国債あるいはそれを裏付けとする預金などの安全資産に対する強い選好（国債バブル）が起きるためR<Gとなり、統合政府の負債が増えても物価水準は上がらない。そして、これを前提にマクロ安定化政策としての財政政策をもう一度考え直すことができるのではないかと指摘している。

これらブルネルマイヤーやブランシャールの主張と、第2項で論じたバーナンキやカバレロの主張をオリジナルのFTPLに組み込むと、以下のような式で考えられるだろう。

物価水準

$$= \frac{\text{統合政府の負債(市中保有国債の市場価値 + 中央銀行のマネタリーベース残高)}}{\text{将来のPB収支の現在価値の総和 + 国債バブル + 基軸通貨・国際通貨であることの信認}}$$

⁷ Brunnermeier et al. (2020), Blanchard (2019)

FTPLの分母に「国債バブル」と「基軸通貨・国際通貨であることの信認」を加えることで不確実性に対する国債バブルと安全資産を供給できない新興国からの基軸通貨国あるいは国際通貨国の国債に対する強い需要を反映させることができる。

つまり、不確実性に対する国債バブルと安全資産の不足に対する新興国からの強い需要があるので、基軸通貨国や国債通貨国である先進国は統合政府の負債が膨らんでもスムーズに市場に吸収され、さほど気にすることなく財政政策を行うことができるということである。

このモデルの含意として以下3つの命題を挙げたい。

- ① 先進国が資本流出等を気にすることなく不況期に大規模な財政政策を行うことができるのは、新興国の犠牲のおかげである
- ② 新興国には基軸通貨や国際通貨への強い選好が存在するため自国の国債は選好されず、危機が訪れても積極的な財政政策の発動は難しい
- ③ 新興国からの強い選好が存在するため、基軸通貨国や国際通貨保有国の公的債務の臨界を規定するのは自国の経済規模よりもむしろグローバル経済の拡大ペースである

ティローラらのバブル代替のモデルが示す通り、すべての資産バブルを足し合わせた「バブルの総和」が経済成長率と同率で成長するのであれば経済全体でバブル自体は持続可能である。だとすれば、国債バブルが発生しても、一国の経済規模を大きく超えて膨らむことは期待できないはずである。しかし、国際金融に拡張したFTPLモデルにおいて基軸通貨国や国際通貨国の統合政府の負債への需要を規定するのは、自国の経済規模ではなくグローバル経済の規模であるため、基軸通貨国・国際通貨国の公的債務の天井は思ったより高いと言えるだろう。

とはいえ、現段階で国際通貨国である日本がいつまで国際通貨国でいられるのかについては疑問が残る。以下、この点を見ていこう。

4. 国際通貨「円」の賞味期限

(1) 「円」の国際通貨性は延命したのか？

中国やユーロ圏の台頭によりドルの基軸通貨性は低下しているという議論があるが、少なくとも国際金融市場においてはむしろ増しているように思われる。グローバル金融危機やコロナショックを経て、FRBが日本を含む各国の中央銀行と通貨スワップ協定を結んで大量のドル資金供給を行うようになったことで、FRBは以前よりもグローバルな最後の貸し手機能を発揮するようになりドルの基軸通貨性はむしろ高まった、ということである。

では、アメリカと通貨スワップ協定を結んだことで「円」の国際通貨性はどうなったか。もともと「円」は国際通貨であり、新興国からの強い選好が存在するため中銀ファイナンス

による大規模な追加財政を行っても資本流出を懸念する必要が無い。そこに無制限かつ恒久的なアメリカとの通貨スワップ協定という制度的に強固なバックストップが加わったことで「円」の国際通貨としての頑健性は増した、と考えることもできる。

当初は、何らかの危機により日本国債の格下げが繰り返された場合、それに付随する国債金利の急騰は日本銀行の国債買入により抑制可能だが、グローバル展開する日本の大手金融機関の格付も同時に引き下げられるため、彼らが国際金融市場でドル資金を調達する際に困難を来し、それが超円安といった危機の引き金を引くと考えられてきた。しかし、通貨スワップ協定によってFRBを通じ無制限のドル資金を恒久的に日銀が手にできるということであれば、そのドル資金をもとに大手邦銀に対しても資金供給が可能なので、もはや大手邦銀は外貨資金の調達に窮することはないのだろうか。楽観論もあるが、筆者自身はやや慎重で、その答えは「Yesであり、Noでもある」と考えている。

(2) 国際通貨としての「円」は安泰か

これまで述べてきたとおり、国際通貨であるかどうかには相対的な国力が大きく影響する。このまま1人当たり所得がほとんど増えず、人口も減少する状況が続いていくのだとすると、国際通貨としての「円」が埋没を避けることは難しいだろう。 $R < G$ が維持されていても国際通貨でなくなってしまうと日本国債への選好は失われてしまうのである。

また、日本の潜在成長率はゼロ近傍まで低下しているため、実効下限制約が解消されても、 R と G の差分を十分に確保できなければ、仮に公的債務の対GDP比が収束したとしても実質的に発散と変わらない。例えば、PB収支がマイナス3%で、 R と G の差がマイナス1%の場合、収束値は300%であり、PB収支がマイナス3%で、 R と G の差がマイナス0.5%の場合、収束値は600%となる。このように、 R と G の差分を十分に確保できなければ、公的債務の対GDP比は大きな値でもって収束することになり、実質的に発散と変わらないのである。

一度国際金融市場が財政破綻のリスクを織り込み始めると、長期金利が急騰し利払い費が急増することで、自己実現的に公的債務の持続可能性が一気に崩れる可能性がある。PB黒字が全く見通せず公的債務の対GDP比の上昇が続く日本においては、何らかのアタックが始まった場合に、それは単なるサンスポット均衡だとは言いきれないのではないだろうか。

さらに問題なのは、これまでの議論は「FRBが恒久的に通貨スワップ協定を容認してくれる」ことを前提にしていたが、その前提が揺らぐ可能性があるということである。例えば、イタリアでコロナ危機が起こり当初多数の死者が出た際、財政の持続可能性が大きく疑われたことにより長期金利が急騰した。これに対してECBが国債を大量に購入することで危機を回避したが、これは単なるサンスポット均衡だったと言いきれるだろうか。恐らくECBが単なる一国の中央銀行ではないからこそ、イタリア国債の購入をECBが行うことを通じてユーロ全加盟国からイタリアに対して潜在的に所得の移転が行われて、デフォルトが回避された可能性もあるだろう。これを日本に当てはめて考えると、何らかの危機が発生し多大な

損失をFRBが被る事態が懸念されるようになれば、当然にしてアメリカの有権者・議会は日本との通貨スワップ協定を容認しなくなるので、そうした懸念が生じるようになった段階で通貨スワップ協定の有効性がむしろされる可能性がある。

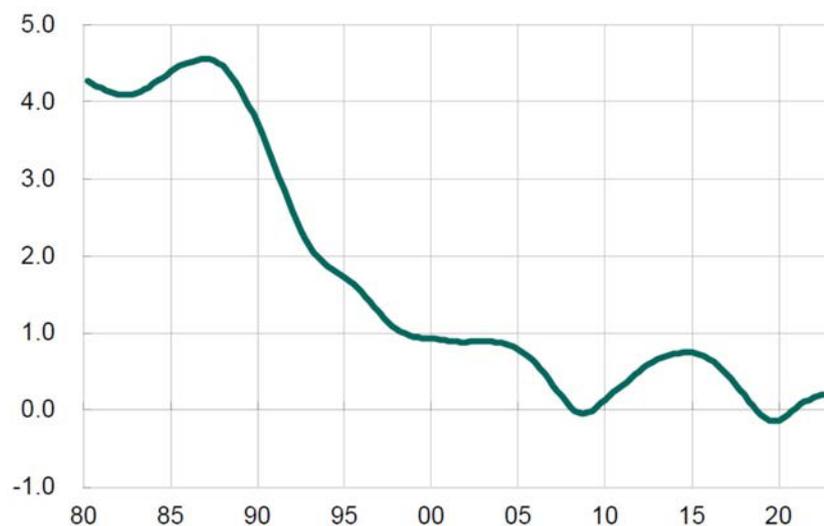
つまり、一見すると国際通貨としての頑健性を増したかに見えるが、継続的に安泰ということではないだろう。

(3) 市場はRとGの差分の先行きをどう見るか

今、市場はRとGの差分をどう見ているのだろうか。図表6は日本のトレンド成長率を示しており、このままゼロ近傍で推移することが予測されている。図表7は短期・中期のショックを取り除いたことが反映されている日米欧の5年先5年の実質金利を示しており、日本は5年先5年の実質金利もゼロ近傍で推移している。よって日本のRとGの差はほとんどないため、ブランシャールの議論はあまり当てはまらないだろう。

またアメリカの実質金利については2%を超える状況が続いており、約1%台後半と言われるアメリカの潜在成長率を上回ることから、ブランシャールの議論、すなわち $R < G$ であればマクロ安定化政策として財政政策を行うことができる、というのはアメリカでも難しくなっている可能性がある。

図表6 日本のトレンド成長率(前期比年率、%)



(出所) 内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省等資料より筆者作成。

図表7 日米欧の5年先5年の実質金利(%)



(出所) Bloombergより筆者作成。

政治学的な視点からであれば、アメリカの政治学者バーバラ・F・ウォルターが著書『アメリカは内戦に向かうのか』の中で「来年の大統領選挙の前に内戦のリスクが相当高まっているのではないか」と語っている⁸ように、昨今のアメリカのタームプレミアムの上昇は政治分断に伴うアメリカの公的債務返済能力に対する疑念を反映している可能性がある。このように、日本ではコントロールできない要因が実質金利に大きく影響を与えている可能性も否定できない。

5. 日本人が円預金を見捨てる日

(1) 始まったのは好循環ではなくインフレタックス

昨今の日本において賃金やインフレ率が上がっているが、少なくとも現段階では、決して好循環が起こっているとは言えない。なぜならば、日本のインフレ率の上昇の起点は外生的な要因であり、名目の所得は増えていても実質賃金はむしろ低下が続いているからである(図表8)。

企業業績が改善しているのは事実だが、マクロ経済的に見ると、それは実質賃金の低下によって家計から企業に所得の移転が起こっている、あるいは税収は増えているが、それはインフレタックスによって家計から政府に所得の移転が起こっているにすぎない。我々が増税を選択していない、あるいは歳出削減を選択していないため、インフレタックスもやむなし、と考えることもできるが、一方で、増えた税収を「還元する」という言葉によって追加

⁸ Barbara (2022)

財政を繰り返しているのは大きな問題があると言えよう。

図表8 雇用者報酬(季節調整値、兆円)



(出所) 内閣府資料より筆者作成。

(2) 高まる財政インフレのリスク

第3節の図表5で確認したとおり、現在の日本では需給ギャップがタイト化している。その状況下で物価高の国民生活への悪影響を吸収するとして追加財政を行うと、それもまたインフレを引き起こす要因となる。

昨今、本報告で参照したようなブランチャール等々のRとGの議論を参考に、日本でもマクロ安定化政策としての財政政策を検討すべきだ、という意見が増えているが、これまで述べてきたとおり現在の日本国内のマクロ経済状況、あるいはグローバルな金融環境を考えると適切な議論とは言えないだろう。

(3) 日本人が円を見捨てる日

第2節でも述べたように日本は超円安に直面しており、YCCの再調整が2022年12月に続き2023年7月と10月にも行われた。早晚マイナス金利政策の撤回が行われる見通しだが、巨額の公的債務と大幅なPB赤字を抱えたままでは、中立金利水準への政策金利の引上げ（金利正常化）を意味する継続的な利上げは容易ではないだろう。一方、高いインフレが続く中で、日本の預金者が果たしてこのままゼロ近傍の預金金利を甘受するのか疑問が残る。

公的債務が膨張を続けてもゼロ金利政策を続けさえすれば、利払い費を抑え込むことができ、公的債務も管理可能という見方も少なくない。しかし、インフレによって実質価値が目減りすれば日本の預金者はゼロ金利の続く円預金を手放し、ドルや他の国際通貨の預金、或いは内外の株式ファンドなどを徐々に保有し始めるのではないだろうか。

また邦銀も、一度円預金が流出し始めれば、たとえ自国通貨建てであっても日本国債を積極的に保有しようとはしなくなる。そうなると、金融取引の担保需要等はともかく、日銀以

外で円建ての日本国債を積極的に購入する者は少なくなる。

そう考えると、「日本人が円預金を見捨てる日」はそう遠くないのかもしれない。

6. おわりに～日本がアルゼンチンタンゴを踊る日～

ここまで見てきたように、現状、「円」の国際通貨としてのプレゼンスはFRBとのスワップ協定等をバックストップとしてある程度維持されている。しかし、依然として低い日本の潜在成長率や財政インフレのリスクが高まっているのではないかと懸念される事態から、世界の政治情勢を考慮すると決して安泰ではなく、むしろこのままの状況が続けば、そのプレゼンスはやがて失われるだろう。

「世界には4種類の国々がある。先進国と新興国と日本とアルゼンチンだ。」

このクズネッツの4分類が意図したのは、通常であれば先進国は先進国のまま、新興国は新興国のまま変わらないが、新興国から先進国に転身できたのは珍しく日本のみで先進国から新興国に転落したのも19世紀末のアルゼンチンのみだった、ということだと述べた。しかしこのままでは日本もアルゼンチンと同じ経路を辿ることになり、国の種類は4種類から3種類に数を減らしてしまうことになるのではないだろうか。

参考文献

河野龍太郎 (2022) 『成長の臨界—「飽和資本主義」はどこへ向かうのか』, 慶應義塾大学出版会

河野龍太郎 (2023) 『グローバルインフレーションの深層』, 慶應義塾大学出版会

Bernanke, Ben S. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Lecture presented at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10.

Blanchard, Olivier J. (2019) “Public Debt and Low Interest Rates,” *American Economic Review* 109 (4), pp.1197-1229

Brunnermeier, Markus K., Sebastian, A. Merkel, and Yuliy Sannikov (2020) “The fiscal theory of price level with a bubble,” NBER Working Paper, 27116.

Caballero, Richardo J. (2006) “On the Macroeconomics of Asset Shortages,” in Andreas Bayer and Lucrezia Reichlin(eds.) , *The Role of Money-Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*, pp.272-283, Frankfurt: European Central Bank.

Mian, Atif R., Ludwig Straub, and Amir Sufi (2020) “INDEBTED DEMAND,” *NBER Working Paper* 26940. <https://www.nber.org/papers/w26940>

Walter, Barbara F. (2022) *How Civil Wars Start: And How to Stop Them*, California:Viking.