



財務省ランチミーティング

～財政政策と金融政策の一体運用によるマネー供給コントロールの可否～

May 2024

オールニッポン・アセットマネジメント株式会社
チーフストラテジスト 森田 長太郎

講演要旨

- コロナ対応での財政拡張が各国で行われた結果、マネーサプライが急増し、インフレを加速させたが、インフレを抑止できなかったことから「MMTの失敗」とも言われた。
- 財政赤字によるマネー創出機能は、中央銀行がゼロ金利制約に直面しているかどうかに関わらず、会計上のメカニズムとしては自明だが、政府債務増加が長期金利の上昇をもたらせば、民間債務増加がその分抑制される。
- コロナ対応で中央銀行が国債を大量に購入して長期金利の上昇を抑制したことがマネーサプライを過剰に増大させたのだとすれば、量的緩和政策の在り方自体が問われる。

財政政策と金融政策の一体運用によるマネー供給コントロールの可否

1. コロナ・パンデミックが惹起したもの

- ① マネー供給とインフレの関係
- ② 財政政策とマネー供給の関係
- ③ 政府債務と民間債務の関係

2. 財政政策と金融政策の関係についての考察

- ① 財政ファイナンスの定義
- ② 統合政府概念の当否
- ③ 実質金利、リスクプレミアムの決定要素

3. 財政危機の本質

- ① 統合政府概念に基づく財政の持続性
- ② ソブリン格下げの問題
- ③ 19世紀英国の事例→危機管理としての財政政策

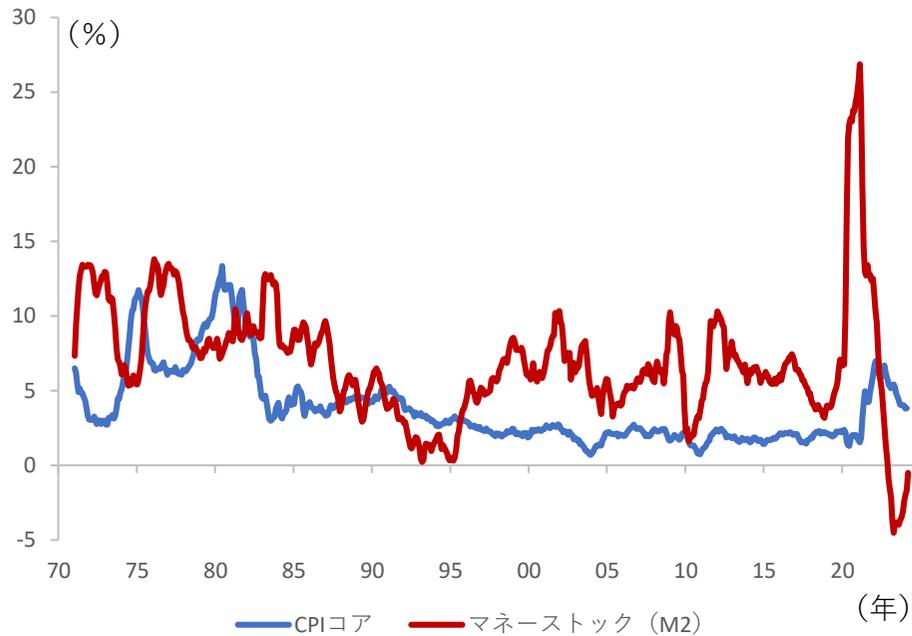
1. コロナ・パンデミックが惹起したものの

マネーとインフレの関係は明瞭ではないものの

米国では、コロナパンデミック開始後、マネー供給の急増がインフレ高騰を促したように見える。但し、70年代のインフレ高騰期の因果関係はむしろ逆

コロナパンデミック開始後、マネー供給の急増は先進各国の共通事象だったが、インフレ高騰は日本が大きく遅行した

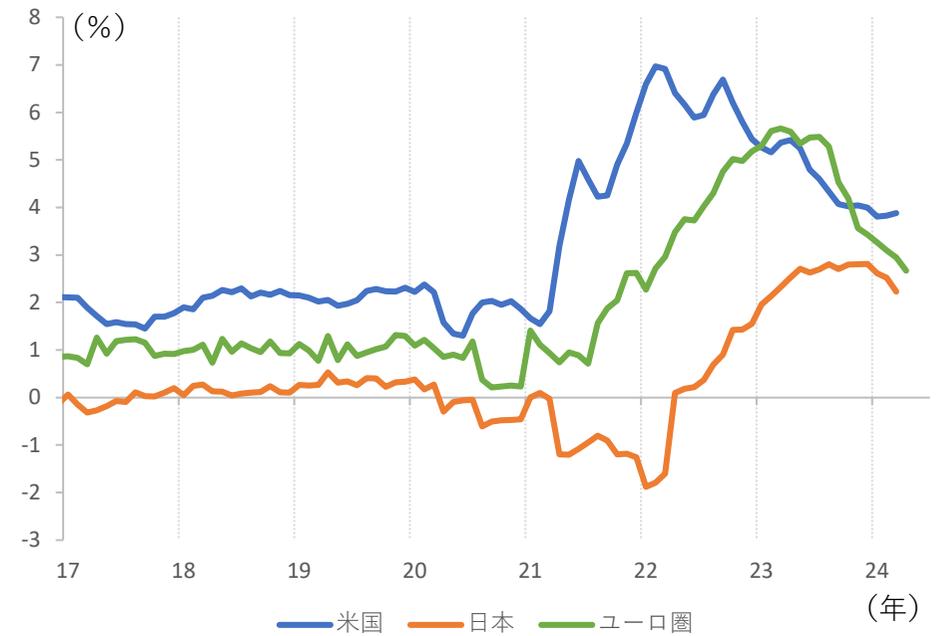
マネーサプライとCPI（米国）



(注) 前年同月比

(出所) FRB、BLS

日米欧のコアCPI



(注) 日本は食料品・エネルギーを除くベース

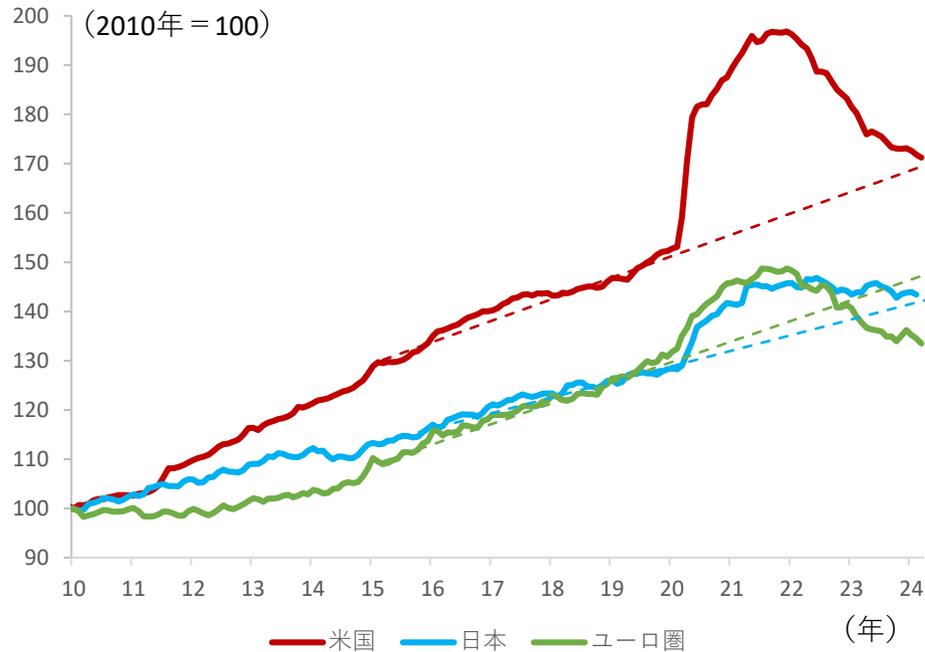
(出所) 米BLS、Eurostat、総務省

財政とマネーの関係は明瞭

各国で実施されたコロナ対応の大規模財政拡張はマネーサプライを急増させた。マネー供給と財政の直接的な関係を実証する「MMTの実験」となった。

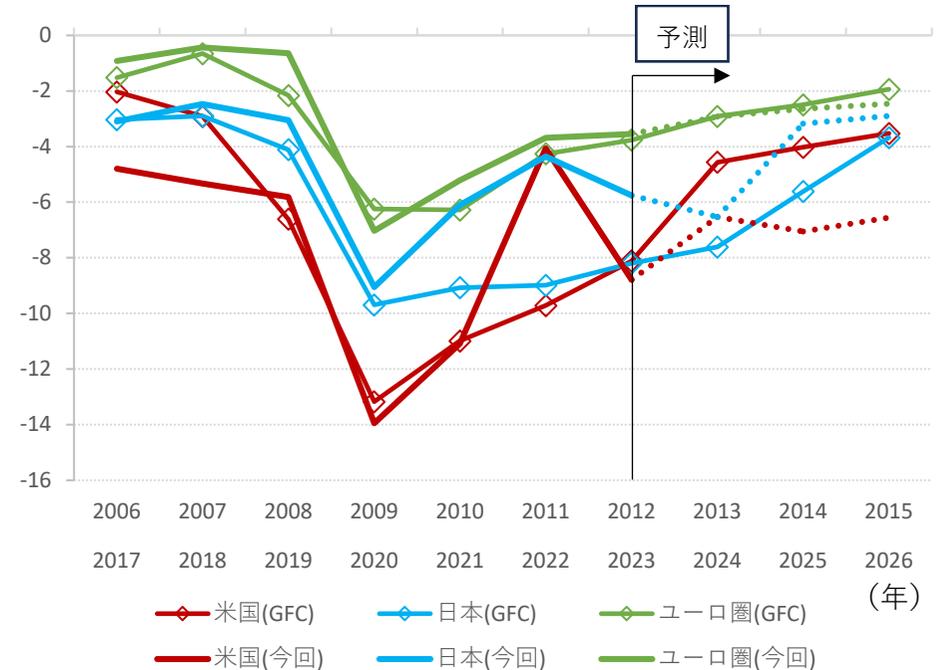
米国は2022年に財政収支が改善したものの、金融危機（GFC）後に比べて改善ペースは相当遅くなる見通し。日本は税收増でGFC後より改善は順調

日米欧の実質マネーストックの推移



(注) M2をCPIで実質化 (出所) FRB、BLS、日銀、総務省、ECB、Eurostat

日米欧の財政収支の推移



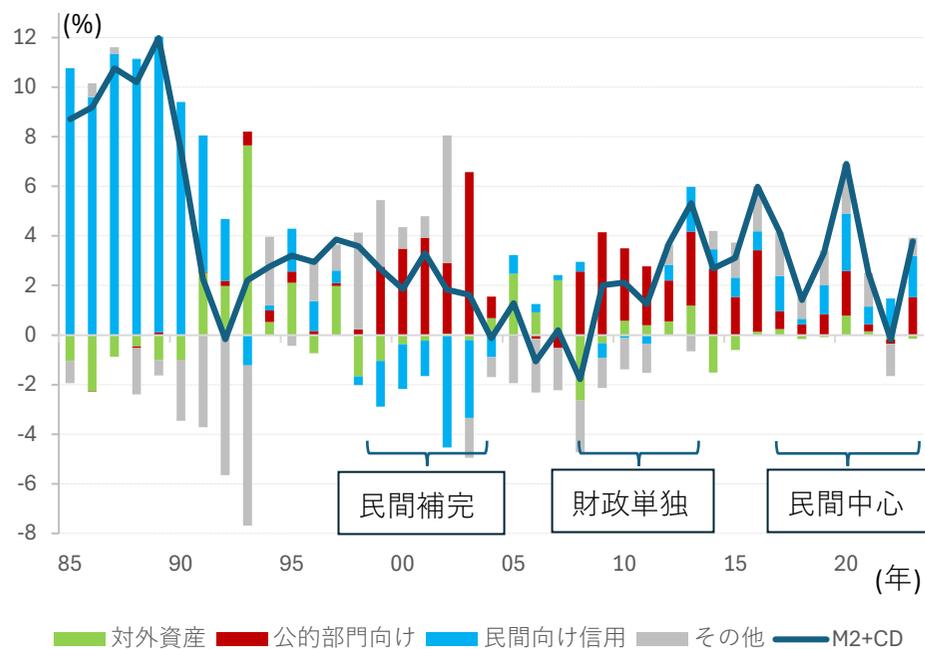
(注) 対名目GDP比 (出所) IMF

日本では90年代以降、財政マネーが民間の信用収縮を埋め合わせた

日本では90年代後半の金融危機以降、民間信用の収縮を政府信用の拡大で補完する関係が継続した。民間信用が増加基調に戻ったのは2010年代半ば以降

日本の民間部門が90年代後半以降、「債務拡大＝マネー供給」の中心とならなかったのは、企業部門の貯蓄主体への転換と、家計部門の貯蓄継続による

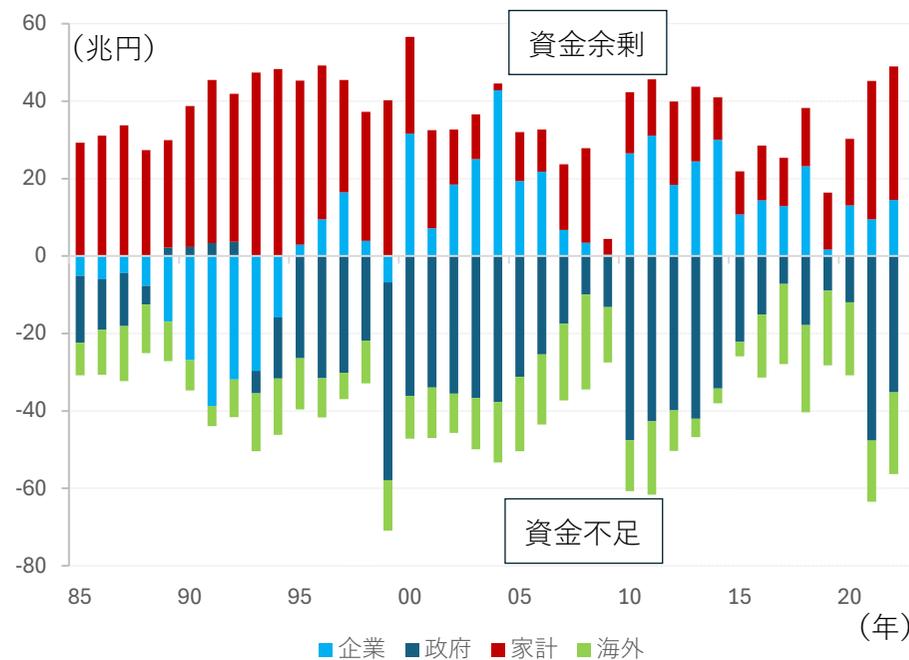
マネーサプライの伸びと経済部門ごとの信用増減寄与



(注) 2004年以降はマネタリーサーベイ、2003年以前はマネーサプライ増減と信用面の対応

(出所) 日銀

経済部門ごとの資金過不足



(出所) 日銀資金循環統計より

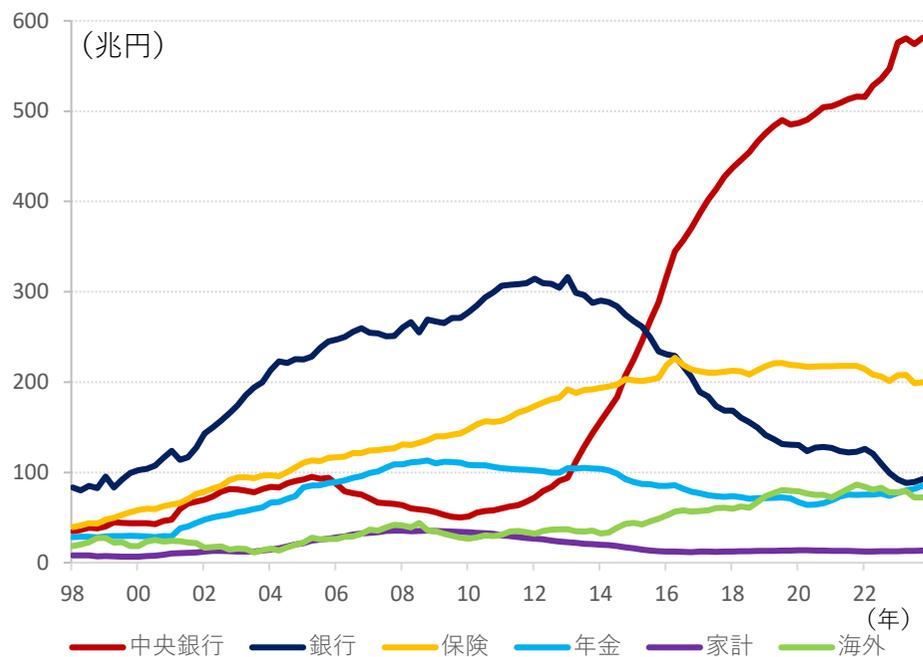
2. 財政政策と金融政策の関係についての考察

日銀が削減する国債を誰が買うのか？

2013年以降、日銀の国債保有増に応じて銀行が国債保有を削減してきた。この間、投資家で国債保有を増加させたのは外国人のみ

今後、銀行は国債保有残高の復元が行うと予想されるが、BIS規制によって、銀行の長期国債保有は日銀の国債保有額の3分の1程度しか吸収できないと試算されている

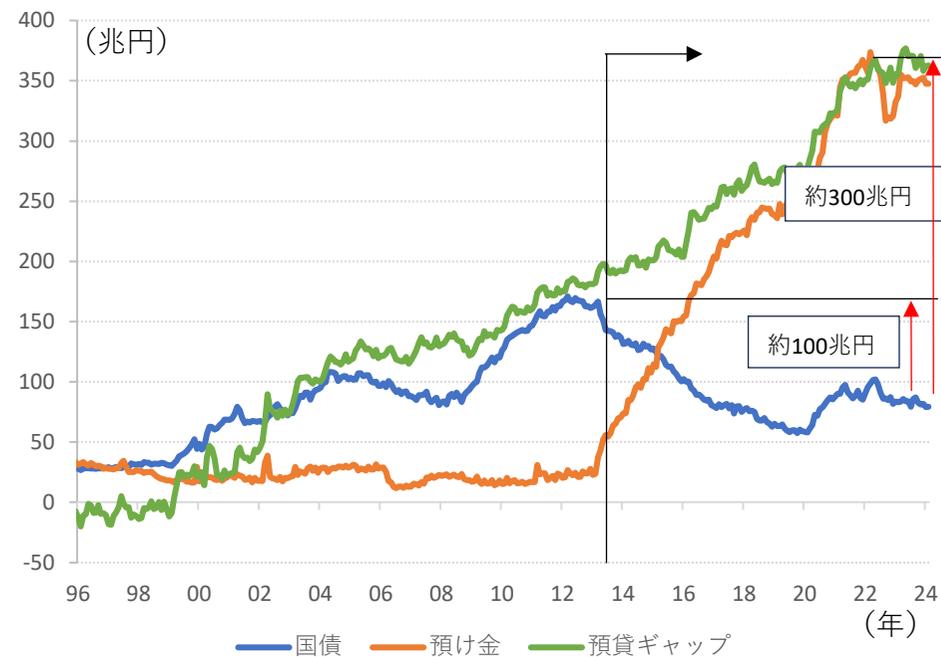
主要セクターの国債保有残高（ストック）



(注) 国債・財投債（除く短国）

(出所) 日銀

国内銀行の国債保有増減



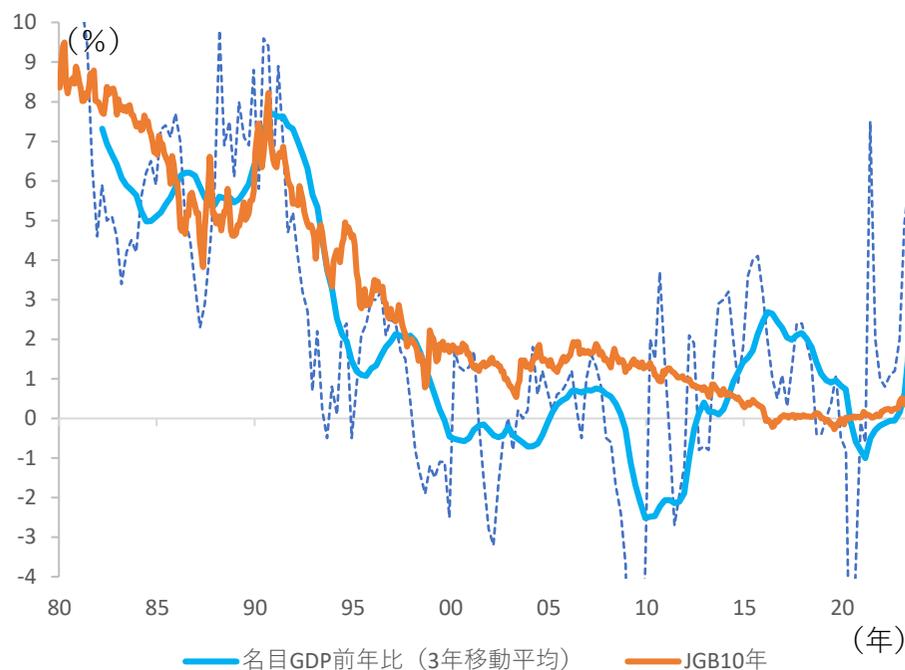
(出所) 日銀

長期金利とGDP成長率の関係

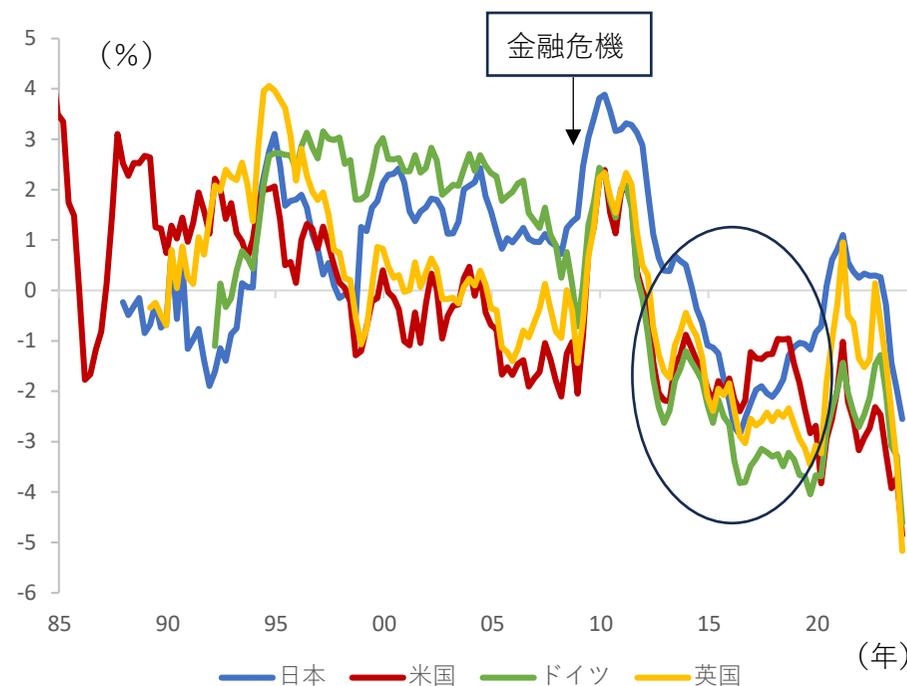
日本で長期金利（ r ）がGDP成長率（ g ）を明確に下回り始めたのは2013年の異次元緩和開始後。「 $r-g < 0$ 」であれば、政府債務比率の上昇は抑制される

日本以外の先進国も2010年代以降、「 $r-g < 0$ 」になっているが、これには金融危機の直接的な影響と、それに伴って各国で開始された非伝統的金融緩和の影響が大きい

日本の名目GDP成長率と長期金利



主要国の長期金利と名目GDP成長率のスプレッド（ $= r-g$ ）



（出所） 内閣府、ブルームバーグ

（注） 名目GDPは3年移動平均、長期金利は10年国債金利

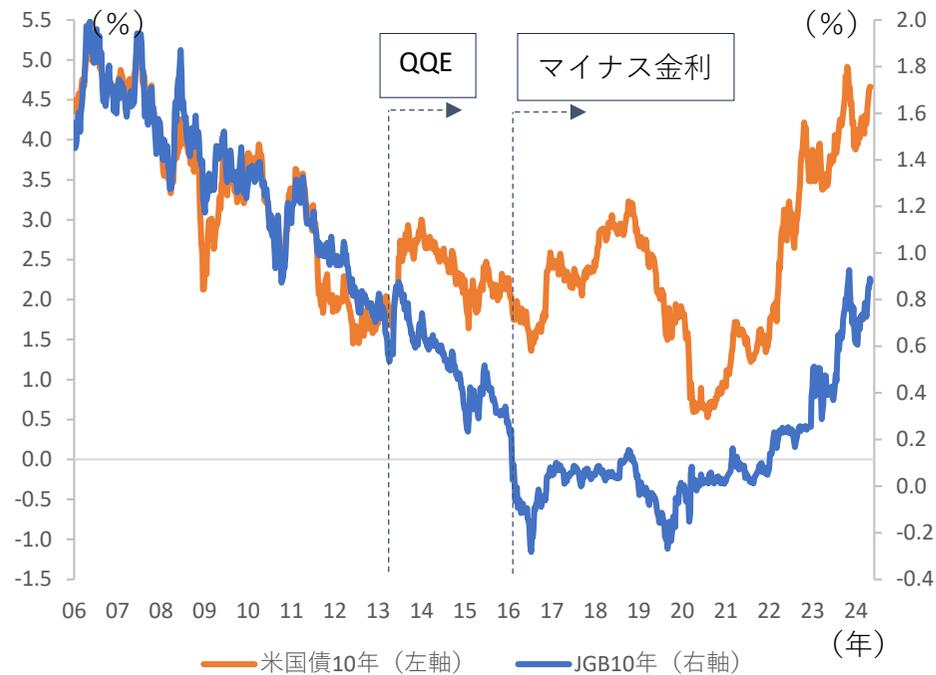
（出所） 内閣府、米BEA、独連邦統計局、英国家統計局、ブルームバーグ

日本の長期金利は2013年以降、米国の長期金利対比で相対的に低位

2013年以前の日米長期金利の関係に戻るとすれば、米債10年物金利の5%に見合うJGB10年物金利は1.8%

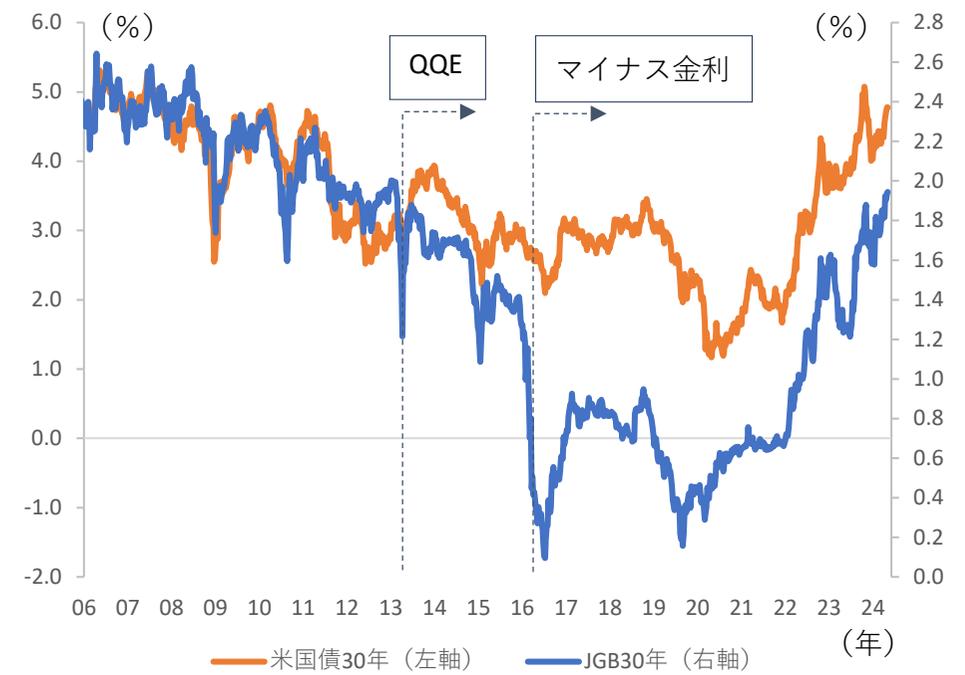
2013年以前の日米長期金利の関係に戻るとすれば、米債30年物金利の5%に見合うJGB30年物金利は2.5%

日米国債金利の関係（10年）



(出所) ブルームバーグ

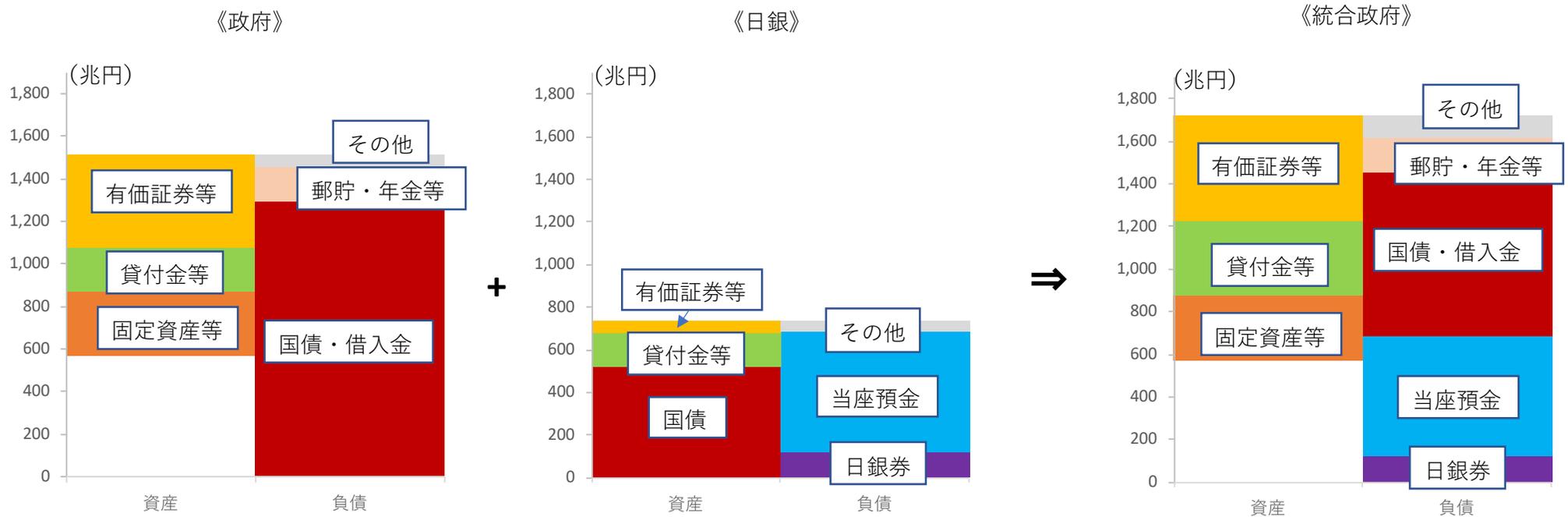
日米国債金利の関係（30年）



(出所) ブルームバーグ

異次元緩和によって統合政府のファイナンスは大幅に短期化した

国と日銀の統合バランスシート



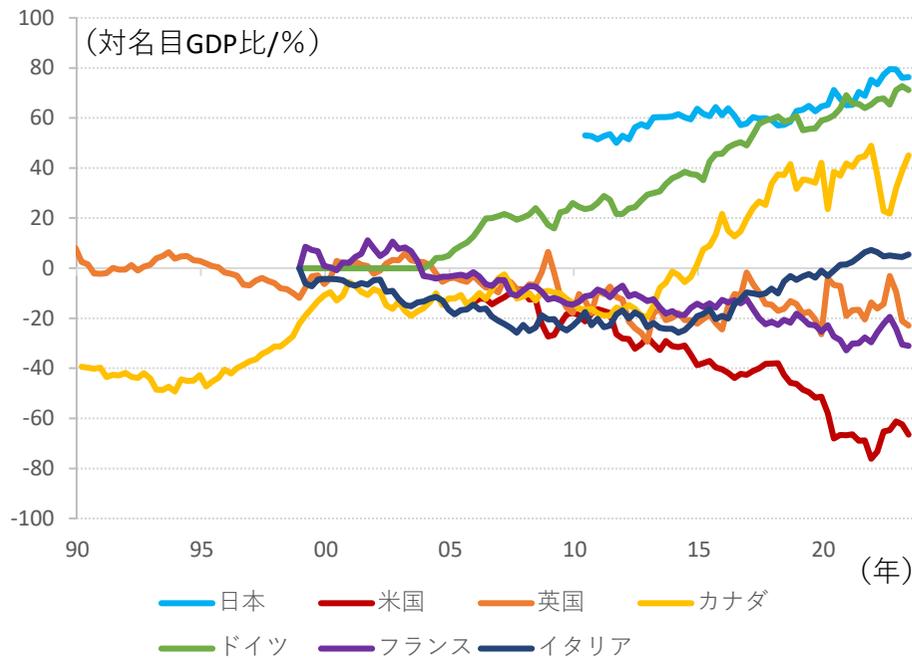
(注) 22年3月末時点 (出所) 財務省、日銀データより作成

日本のソブリンリスクと対外純資産

対外純資産の存在は国全体としての対外ファイナンスが不要であることを意味し、ソブリンに対する信用度を担保する

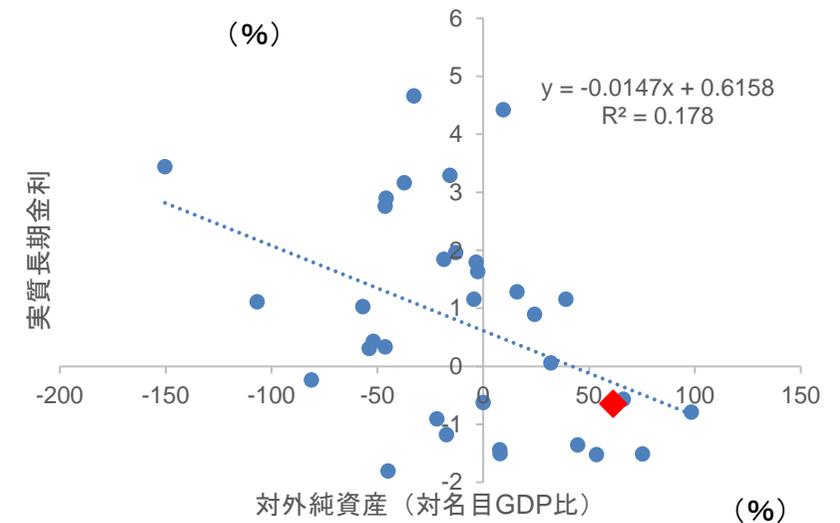
対外純資産と実質長期金利の間には緩やかな相関があり、日銀がQEをやっていないとしても、日本の実質長期金利は低かったはず

対外純資産 (IIP)



(出所) IMF

対外純資産と実質長期金利の関係



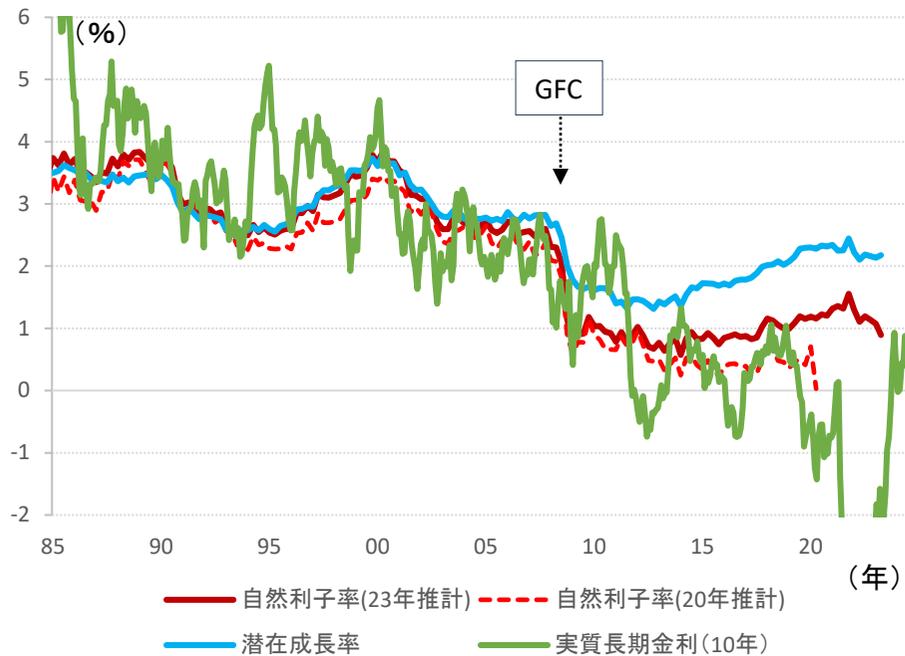
(出所) IMF、ブルームバーグ

自然利子率が潜在成長率を下回る世界の終焉

米国の自然利子率（中立金利－均衡インフレ率）は、GFC以降、潜在成長率を大きく下回っているが、コロナ財政の影響で上昇傾向にある

日本でもコロナを機に自然利子率はマイナスではなくなってくる可能性があり、その場合は、中立金利は2%超となり、日銀の金利引き上げ余地は大きくなる

米国の自然利子率、潜在成長率、実質長期金利



（注）実質長期金利は国債金利－CPI（食品・エネルギーを除く）（出所）NY連銀, BLS, ブルームバーク

日本の潜在成長率、実質長期金利



（注）実質長期金利は国債金利－CPI（食料・エネルギーを除く）（出所）OECD, 総務省, ブルームバーク

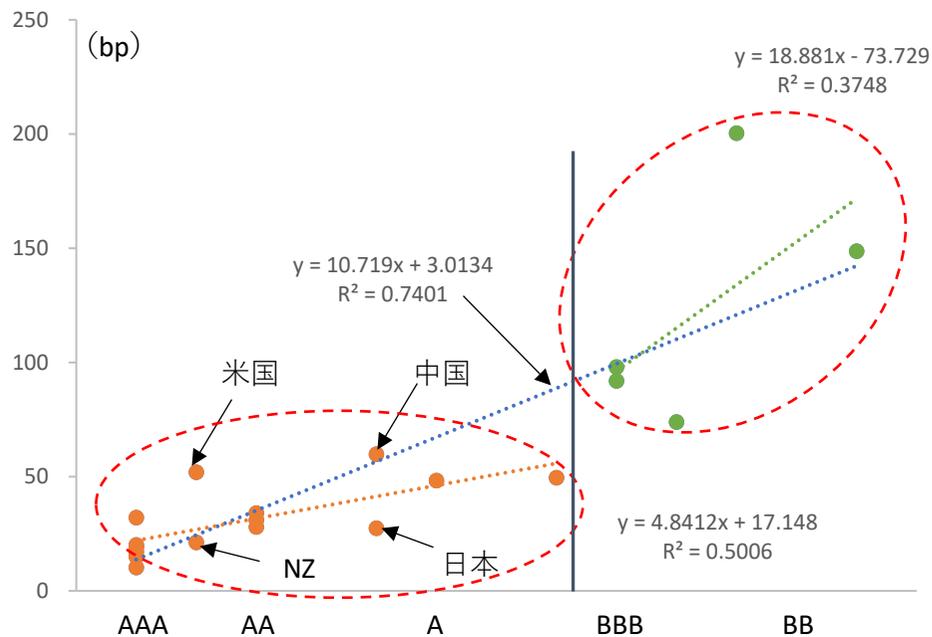
3.財政危機の本質

格付けとソブリンライシングの関係

BBB+以上の格付けでは、格付け低下によるCDS拡大の相関は殆ど認められない。BBBとBBB+の間に分水嶺がある

海外格付機関は、現行の日銀による「実質的な財政ファイナンス」の状況を、政府債務への評価としてはポジティブに認識している

ソブリン格付けとCDSの関係



海外格付機関の見解

「YCCに伴う日本銀行の大規模な国債買い入れは、日本の格付けを下支えする重要な役割を果たしている」

(フィッチ・レーティングス, アジア太平洋地域ソブリン格付部門ディレクター, クリヤニス・クルスティン氏 2022/11/28)

→日銀による実質的な財政ファイナンスが「財政の持続可能性」に影響を及ぼしているとの認識

「基調的なインフレ率が上昇しない状態で政策金利が上がることも債務を巡る力学 (debt dynamics) を傷つけかねない」 (同上)

→実質金利が重要であるという示唆

(注) S&P格付けを使用 (出所) ブルームバーグ

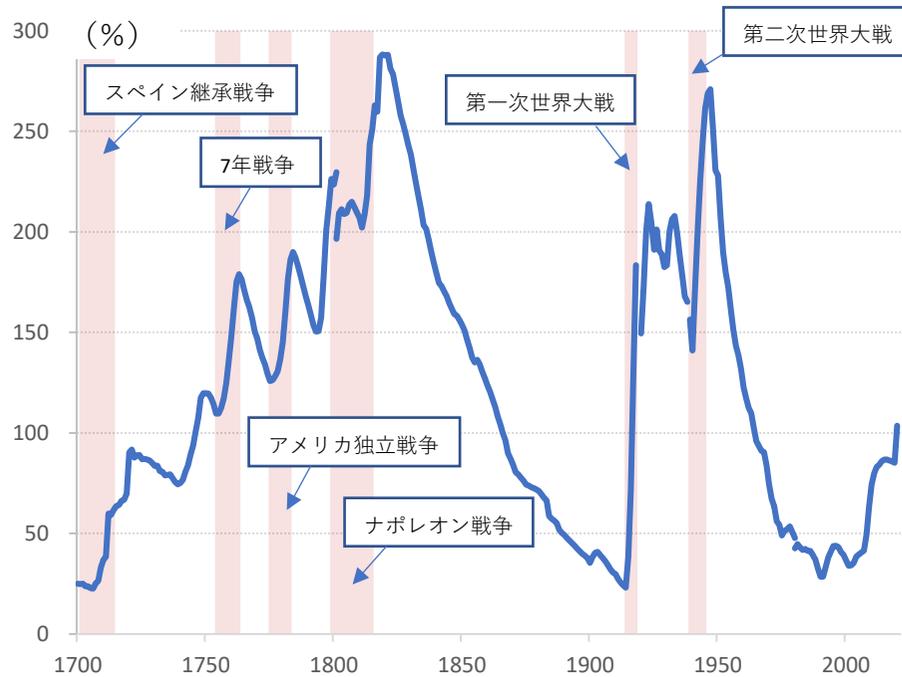
(出所) ブルームバーグ

19世紀における英国の政府債務削減

英国が19世紀にGDP比300%に達した政府債務の主たる増大要因は「覇権確立のための戦争コスト」。19世紀後半にこれを削減した最大の動機は「戦争準備」

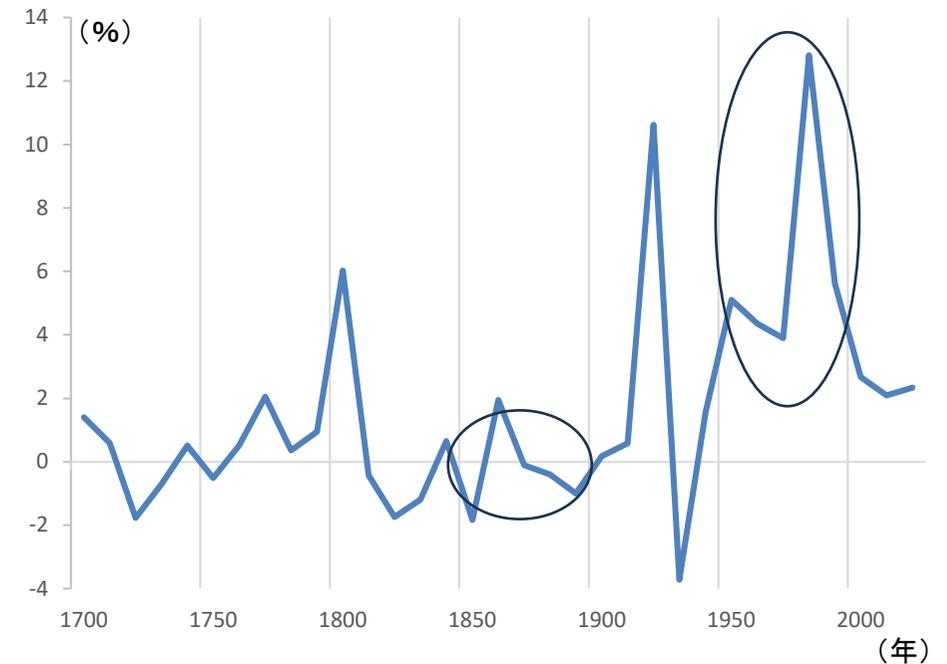
19世紀後半の英国の政府債務圧縮は、実質的な債務削減行動によった。20世紀後半の圧縮は、主としてインフレによるものだった

英国の政府債務残高（対GDP比）



(出所) イギリス歴史統計、Maddison Project Database、IMF

英国のインフレ率（消費者物価）



(出所) BOE

オールニッポン・アセットマネジメント株式会社



金融商品取引業者

登録番号 関東財務局長（金商）第2904号

一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

〒103-0027 東京都中央区日本橋三丁目2番5号 毎日日本橋ビル2階

TEL : 03-6262-5280 (代表)