

価格安定、 持続可能な 債務

公的債務が高止まりする見込みの中、
価格安定がこれまで以上に重要となる
リカルド・レイス



世紀、公的債務は過去最高水準に達した。先進国と新興市場国のほとんどが、似たような体験をしている。公的債務は2000年以降継続的に増え、その後2008年の金融危機後に急激に増加した後、2020年のパンデミック初期にはさらに大幅に増えた。この世界的な公的債務の増加は、新型コロナウイルス感染症や、家計と企業を支援するための追加的公共支出の実施より前に始まった。米国政府は、2001年以来一度も財政黒字を計上していない。米国の公的債務はGDPの130%にあたる30兆ドルに達しており、これは1791年に記録が始まって以来の最高額である。また、過去に戦争や自然災害、ソブリン債務を乗り切るために多額の借り入れをした国も今日、各国の経済規模に対して過去に例のない規模の借り入れをしている。

このことと、各国の中央銀行が過去20年間インフレを見事にコントロールしてきたことは偶然の一致とは思えない。2000年以降、多くの国において物価は公式目標に近い上昇率を維持し続けている。この金融政策の黄金時代には3つの特徴がある。すなわち、中央銀行の財務省からの独立を維持する制度（そして財政政策から切り離された金融政策）と、明確なインフレ目標がある金融政策マニフェスト、そして複数のツールを用いて異なる期間の金利に焦点を当てた金融政策を伴う運営戦略である。低インフレに伴い、公的債務の金利も低位安定した。その結果、債務が蓄積し続けても、利払いが政府予算に占める割合が安定した状態が続いた。

しかし世界中で急速に物価が上昇し、米国の年間インフレが1980年代初頭以来最も早いペースで加速する今、この黄金時代は終わろうとしているのだろうか。既に多数の新興市場国で金利が上昇する中、ソブリン債務危機が起こるのだろうか。政府は社会不安を引き起こす危険を冒してでも、財政を再建し債務を抑制しようとするのだろうか。公的債務水準がこれほどまでに高い今、金融政策の財政的影響はあまりにも大きく、中央銀行が独立性を維持することはもはや不可能だろうか。もはや、単一機関が金融政策と財務政策を調整すべきなのだろうか。今日のマクロ経済政策でこれほど差し迫った課題はほとんどない。

公的債務の「特殊性」

政府が公的債務を持続させる方法はふたつある。ひとつ目は、社会保障と購入に費やした以上の額を税金で徴収することにより、将来的に一次黒字を計上することである。19世紀から20世紀にかけては、実質黒字と黒字予想が公的債務を持続させてきた。戦争や自然災害の後には、政府は公共支出を削減したのだ。しかし21世紀に入ってからでは、ほぼ全ての先進国で黒字が縮小するか、赤字が続いている。米国では、少なくとも今後30年間は大幅な赤字が続くと予想されている。ヨーロッパ諸国では、増税や公共サービスへの支出削減を行う余地はあまりない。過去20年間の公的債務の増加に比例して、将来的な増税や支出削減が必要となったということ言を俟たない。

代わりに、近年の公的債務の増加は別の方法で維持されてきた。政府は投資家から、同じ投資家が将来の価値を割り引く際に用いる率よりも低い利率で借り入れることができたのだ。この割引率は、投資家が民間経済に投資することにより得るリターン率の率である。ふたつのリターン率の差は、政府が「債務収入」を徴収していることを意味する。つまり、もし政府が借入額を民間資本ストックに投資したならば、収入はその投資の利益ということになる。政府がそのような投資を直接行わなかったとしても、リターンの差は貸し手の機会費用を表し、つまり借り手である政府の利益となり、政府はこの低利率で債務をロールオーバーすることにより利益を徴収する。債務は、安全性や流動性なり債券が提供する何らかの有利性を求めている資本家を惹きつける特殊な性質がある限り、持続可能となる。この公的債務の「特殊性」こそが、このような低金利が認められる理由だ。

一部の政府の債務は、ほかの政府の債務と比べてより特殊だ。先進国政府（特に米国）は、新興市場国政府と比べはるかに少ない金利を支払っている。その確固たる評判と有力な機関を通じて債務収入を最大化することができた国は、パンデミック前もパンデミック中も債務のより大幅な増加を持続させることができていた。しかし全ての国に共通していることは、各国の金利が「Rスター」とも呼ばれる世界的な均衡利率に紐づけられていることである。これは、貯蓄の世界的な需要と供給が均衡状態にある

公債保有者の予想に反してインフレが起こると、債権者から政府に財が移転される。

利率を指す。人口の高齢化からより多くの人が老後資金を蓄えるようになり、生産性の低下により資本の需要が減少し、格差と金融リスクの拡大により家計の貯蓄が増え企業の投資が減少したことから、過去20年以上に渡りRスターは低下し続けている。

先進国・新興市場国ともに、程度に差はあるものの、債務を持続させる上でこういった時代の変化の恩恵を受けている。さらに、こうした傾向が今後数年間で突然変化する可能性は低い。また、傾向が変化したとしても、その影響は政府債務だけに留まらない。例えば、急激な生産性の向上は債務の利率を引き上げるが、同時に資本の限界生産物と政府の税収も引き上げることで、結果としてより債務を持続させやすくなる。

金融政策もまた、異なる方法で債務収入に影響を与える。今日では多くの政府が主に自国の通貨で借り入れることから、公的借り入れの費用は返済時の通貨価値に左右されるのである。さらに、主権国家が借り入れをする場合、(個人や企業と異なり)厳密には主権国家に対し返済を強制することはできないことから、債務の返済には自発的な側面がある。インフレと国家債務不履行は、公債保有者が負うふたつのリスクであり、債権の魅力を損なわせることから政府の債務収入が減る。金融政策は過去20年間、少なくとも5つの施策を用いて債務収入を高水準に維持することに貢献してきた。これらの施策が今後も高水準の債務収入を維持できるかが、将来的な債務の持続可能性を判断する鍵となる。

5つの持続可能性施策

第一に、政府が支払うべき額の実価を下げるためにインフレを用いるという誘惑がある。これと関係しているのが、公債の貨幣化(債務支払いのための通貨発行)であり、これもやはりインフレを招く。多くの国において過去20年にわたり、中央銀行の独立性によりこの選択肢は排除されてきた。このことは、公債をインフレリスクから守ってきた。インフレの予想だけでも通貨の下落を通じた損失につながる海外投資家に対して特に、その安全性を維持してきた。これは今後変化するだろうか。パンデミックのような国家的非常事態の後には、財務省が中央銀行の役

割を引き継ぐことが多々あることを、中央銀行の歴史が示している。

第二に、中央銀行は「不注意資本」を培ってきた。長年にわたり、中央銀行はインフレ率を約2%に維持してきた。中央銀行が金融危機、選挙期間、商品価格ショックやオイルショックの間でさえもインフレ率を目標値前後に維持してきたことから、家庭と企業は価格の変動に注意を払わない癖がついてしまった。このインフレ率の低位安定への期待は、政府が支払う名目金利がRスターの下降傾向に追随したことを意味する。これも変化する可能性がある。2021年から22年にかけてのインフレ率の急激な上昇は、この不注意にショックを与えた。米国では2021年夏の時点で、既に家庭が将来的なインフレ率の上昇を予想し始めたことを示す明らかな兆候が見られた。この状況が続けば、貸し手が返済通貨の下落による損失の補填を求めるようになり、国債金利が上がる。

第三に(そして前述の内容と関連して)、公債保有者は一般的に高インフレ時には、インフレ率がさらに変動するリスクを補うための追加補填を求めるものである。過去20年間にわたる価格の安定は、インフレを抑え、さらにインフレリスクを排除することにより、政府の債務収入を最大化した。さらに、インフレ率と国債金利が変動すると、財務省証券の支払利息も変動することになる。すると、財政上のバッファがなければ各国財務省は(場合によっては歪曲的に)増税を実施する可能性が高く、結果として経済への投資の総体的なリスクを高めることになる。

世界金融危機以降、中央銀行は4つ目の方法で債務収入の増加に貢献してきた。中央銀行のマクロプルーデンス政策は、中央銀行が金融機関に対しより安全で流動性の高い資産を保有するよう要求すると同時に、金融機関がリスクの高い民間資産を保有する際の費用を引き上げる働きがあった。国債は担保となり、規制当局を満足させられることから、国債の需要が高まった。そして新たな金融危機発生の可能性を下げることで、中央銀行は財政的な負担の大きい救済が将来必要になる見通しを下げることでできたのだ。要するにマクロプルーデンス政策は、それが政策の主要目的ではなかったものの、大規

模な公的債務を持続可能にすることに貢献したのだ。しかし、この状況が変化するリスクもある。金融危機ではなく財政危機が主なリスクという(可能性は低い絶対にはないとは言えない)状況が発生した場合、マクロプルーデンスの算術は不快なものとなる。国債市場はシステム全体の担保の基礎を成す。この市場が金融の不安定化の主な発生源となった場合、マクロプルーデンス政策と金融抑圧は紙一重になる。中央銀行は、国債危機を回避するために、国債の需要を拡大することもできる。しかし債務を返済する能力または意思がない財務省が、この機会を利用した場合、一層大規模な赤字を計上するだろう。そうなれば、市場はやがて崩壊する。

債務収入を通じて高債務を持続させる能力と、金融政策をつなぐ第5の要素がある。過去10年間、中央銀行は量的緩和政策に基づき、民間から長期国債を引き取り、オーバーナイト物と交換してきた。金利は低く、長期金利と短期金利の差はわずかであったため、中央銀行が国債から徴収した利益は銀行への支払額をわずかに上回り、中央銀行の財源への負担は少なかった。しかし、中央銀行は伝統的に、短期金利を長期金利より大幅に引き上げることで、インフレ率の急激な上昇に対応してきた。今同じ対応をしたならば、中央銀行は損失を出すことになるだろう。中央銀行は、過去に購入した低金利の国債から回収できる利子を上回る金額を、預金者に支払わなければならない。この損失は通貨を発行し、通貨発行益を回収することで相殺できるが、これは高インフレを確実に引き起こす。代わりに、財務省に中央銀行の資本構成変更を依頼して、損失を財務省に移すことができる。これにより政府の赤字は膨らむ。いずれにしろ、量的緩和の結果として、民間部門が保有する公債の満期は以前より短くなっている。この状況を急速に変えるには公債の売却が必要だが、それ自体が危機を引き起こす恐れがある。このため、各国は短期金利を急速に引き上げざるをえないかもしれない状況に追い込まれており、これは国全体がより厳しい予算の制約を迫られることを意味する。

価格安定の議論

中央銀行が引き続きこれらの5つの施策を通じて、公的債務の持続に確実に貢献する方法がひとつある。それは、価格の安定に尽力することだ。価格の安定はインフレリスクから公的債務を守るほか、インフレ期待を安定させ、インフレに関連したリスクプレミアムを排除する。また、

マクロプルーデンス政策のインフレ重視を再確認し、中央銀行のバランスシート方針とそれに対する政府の財政的支援の範囲の指針を提供する。価格の安定は債務収入を最大化し、公的債務の維持に貢献する。

価格安定の必要性は、一般的な直観に反するため意外と思われるかもしれない。今日のように公的債務水準が高いときは、インフレが役立つのではないか。公債保有者に負担を強いるインフレ税は、債務を何らかの歪曲的方法で支払わなければならない次善の世界で歪曲的な課税方法により徴収された税を補う。さらに、将来的にインフレ率が上昇することになっても、中央銀行が低金利を維持することにより、差し迫った債務危機を回避できる方が良いのではないか。つまり、高い公的債務水準を持続させることは、価格の安定と相反するのではないか。

この問いへの答えは「ノー」である。なぜなら、ここで想定されているインフレの利益は、インフレが期待されていない場合にのみ当てはまるからだ。公債保有者の予想に反してインフレが起こると、債権者から政府に財が移転される。これはまさに、2020年に米国で起きたことだ。中央銀行が政策金利を低水準で維持し、インフレマンドートの信頼性を損なうことなくバランスシートの規模を拡大することができる限り、国債の長期実質金利は低水準に留まり、債務収入を高水準に維持できる。しかし、予想に反したインフレは長続きしない。国債への投資者がいったんインフレを期待し始めるか恐れ始めると、前述の5つの議論から価格の安定を優先する金融政策が求められるようになる。適度な期間だけ公債保有者をインフレで驚かせることに依存する公的債務の持続可能性は、リスクが大きく当てにならない政策だ。

政府は、公的債務が特殊なもののみならず、関連する債務収入が高水準である限り、急激に金融引き締め策に転じることなくソブリン債務危機を回避することができる。そのためには、中央銀行がさらに独立性を持つ必要があり、インフレ目標達成への政府と中央銀行のより強力なコミットメントが必要となる。予想外のインフレは長続きしない。しかし、今日の高水準の公的債務を持続させることは、今後長く続く責務である。□

リカルド・レイスはロンドン・スクール・オブ・エコノミクス・アンド・ポリティカルサイエンスのA・W・フィリップス経済学教授。