

円急落、国債暴落、金利大暴騰の恐怖も

過度な金融緩和政策のリスク

野口 悠紀雄：

2012年12月19日

傾向的な円安が始まったときに恐ろしいのは、キャピタルフライト（日本からの資金流出）が生じ、円安を増幅させることだ。同時に国債価格が暴落し、金利が高騰する。これが、過度の金融緩和がもたらす第1段階だ。この過程がさらに進めば、輸入価格の高騰により、国内でインフレが起こり、それがさらに円安を進める。これが第2段階だ。

第1段階は、イタリアやスペインなどの南欧諸国でいま起こっている現象だ。ユーロの動向やアメリカの金融政策のいかんで、現在日本に流入している資金が逆流すると、日本でも第1段階が生じうる。

なお、イタリアの場合は、ユーロという共通通貨に入っているので、資金流出の影響は緩和されている。それでも、ユーロはかなり減価した。日本は単独通貨なので、影響はもっと大きくなる。イタリアは、国債利回りの高騰だけで済んでいる（それも大きな問題だが）が、日本の場合には円安が輸入インフレをもたらして、第2段階に進む可能性がある。

金融緩和の手段として日銀引受けを行えば、ほぼ確実に第2段階まで進む。インフレ的な政策が将来取られるという予想だけで、キャピタルフライトが生じる可能性もある。

前回述べた1940年代の傾斜生産方式のときには、海外との資金移動は制限されていたので、以上で述べたメカニズムは働かなかった。それでも消費者物価指数が3年間で6倍になったのだ。いま類似の政策を行えば、キャピタルフライトによって、40年代のそれより激しいインフレが生じるだろう。

短期資金を原資にする投資は不安定

以上で述べたことが起きるのは、国際間の資本移動が自由化され、実需原則が外されたからだ。しかし、それだけではなく、投資資金が短期化しているという事情がある。

これは、投資者が自己資金の何倍もの短期の借り入れを行い、投資総額を増やして投資しているからだ（こうした投資を、「レバレッジのかかった投資」という）。

金融緩和を行えば、短期金融市场での資金調達が容易になる。しかも、低コストで調達できるようになるため、投資の収益率が高くなる。こうして、金融緩和は、金融資産への投機的な取引を促す。そのためバブルが生じる。それが破たんして、実体経済を混乱させる。

金融危機前のアメリカでは、こうしたことが、典型的な形で生じた。投資対象は、住宅ローンを証券化した商品（MBS、CDOなど）である（これらの説明は、後の回で行う）。投資主体は、ヘッジファンドなどだ。また、銀行などの金融機関が投資専門の子会社を設立して、上記のような投資を行った。これらは、「シャドーバンク」（影の銀行）と呼ばれた（なお、実物投資が増えないわけではない。証券化商品への投資が行われれば、住宅ローンが増えて住宅建設が促進される）。

こうした投資は、不安定なものだ。なぜなら、経済条件が変化して投資対象の市場価値が下落すると、借り入れの際の担保条件を満たせなくなり、損を被るとわかっていても、投げ売りせざるを得なくなるからだ。これが一斉に起こるために証券化商品などの投資対象資産の価格が暴落し、それが連鎖的、副次的影響を生む。証券化商品の場合、格付け会社が格付けを急激に引き下げたために、このメカニズムで価格が暴落した。ユーロ圏での国債の暴落も、同じメカニズムで生じていると考えられる。

国債の市場は、もともとは安定的な市場だった。とくに日本の場合は、銀行や保険会社が

預金や保険料を原資として長期的な運用を行う。仮に国債の市場価格が下落しても、国債を償還期限まで保有し続ければ額面通りの償還を受けることができる所以、売却する必要はないため、不安定な相場崩壊は起こらない。

日本の国債市場はこうした投資家に支えられていたので、これまで欧米のヘッジファンドなどが何回か売り投機を仕掛けたが、ことごとく失敗に終わっていた。

多くの人が、日本の国債市場はいまだにこのようなものであると考えている。しかし、現実は急速に変化しているのである。

資金が流出すると金利が暴騰する

日本の国債市場の変化は、下図に明瞭に表れている。短期国債の購入に占める外国人の比率は、2007年ごろまでは5～10%程度であったが、08年ごろから上昇を始め、11年には30%程度になっている。長期利付債での外国人比率が8%程度に留まっているのと対照的だ。これは、海外から流入する資金が短期国債に投資されているからだ（国債全体の購入に占める外国人の比率は、15%程度。また、短期債の売却での外国人の比率は5%程度）。

いま日本には資金の流入が続いている。国際収支統計によると、11年において、イギリスから実に40兆円という巨額の対内短期証券投資の流入があった。これは、ユーロ危機の影響と考えられる。株式市場では、すでに売買の約6割が外国人によるものとなっている。

日本が長期的に有望な投資対象とみられているわけではなく、資金の一時的な逃避先（セイフヘイブン）として利用されている。利益を得ようとして投資をしているのではないで、他に有利な投資先が現れれば、容易に流出する。1年間で40兆円の短期資金が流入したということは、短期間で同額だけ流出する可能性もあるということだ。

金融取引は瞬時にできるし、レバレッジをかけられる。そして思惑で動く。だから、流出が始まると、円安がさらに進む。それがさらに資金流出を加速させる。財政状況はイタリアより悪いので、国債市場への影響は大きいだろう。

だから、経済にとって致命的なことが生じる可能性がある。実は、ユーロ危機におけるイタリアの場合がそうだった。それまで比較的安定的に推移していたイタリア国債の利回りが突如暴騰したが、この間にイタリアの実体経済に大きな変化が生じたわけではなかった。何が引き金だったか、いまだにはっきりしない。ただ、97年まで2割程度だった外国人保有比率がその後高まり、11年には4割程度まで上昇して不安心性を増大させたことは事実だ。

日本のメガバンクは、すでにこのリスクに対応して、保有国債の期間を短期化している。一方、地方銀行保有の国債は期間が長いものが多く、金利上昇に対して脆弱だ。外国人投資家が一斉に売りに走った場合、日銀がいくら買い上げても追いつかない可能性がある。これまで、日本国債に対する売り投機はすべて失敗したが、今後は分からぬ。

また第2段階に入った円安は、インフレの反射である側面が強いので、円の実質価値が下落するわけではなく、輸出は増えない。

日銀引受けが行われると、政府への信頼が崩壊して金利が高騰すると言われることもある。しかし、金利高騰も、インフレの反映である名目金利の上昇にすぎず、外国から資金を流入させることにはならない。

いまの日本経済は、薄氷の上を歩いているようなものだ。きわめて慎重な運営が求められている。

（週刊東洋経済 2012年12月22日号）

記事は週刊東洋経済執筆時の情報に基づいており、現在では異なる場合があります。

■ 長期国債と短期国債の購入の外国人比率



//////////

日銀引受けは円安とインフレの悪循環を招く

「安倍新政権」の真意を問う

野口 悠紀雄：

2012年12月17日

安倍晋三自由民主党総裁は、金融緩和発言が日銀引受けを認容すると受け止められたため、これは考えていない旨を表明した。

しかし、従来どおりの買い入れ方式に依存するのであれば、「無制限緩和」は技術的にできない。これは、前回指摘したとおりである。

仮に日銀引受けを認めれば、事態はまったく変わる。市場の制約はなくなるのだ。この場合には、次のようになる。

政府が国債を発行して支出する。たとえば道路を建設する。国債は、日銀が直接に購入する。代金は、政府が日銀に持つ当座預金に入る。政府は道路建設業者に小切手を振り出す。業者はこれを取引銀行に持ち込み預金にする。政府の当座預金から銀行の当座預金への振り替えが行われる。結局、マネタリーベースもマネーストックも増えるわけだ。

この過程で市場の制約はない。だから、いくらでも拡大できる。まさに、「無制限」だ。

ただし、これは、金融政策でないことに注意が必要だ。政府が支出している点が重要なのだ。これは金融政策でなく、財政政策である。

この点に関する誤解は一般的である。しばしば、「消費を増やすために、日銀が日銀券を増刷してヘリコプターからバラまけばよい」と言われる。しかし、日銀は紙幣を印刷することはできるが、それを無償でバラまくことはできない。無償でバラまけるのは、政府であり、その行為は財政政策である（無償のバラまきは、2009年に「定額給付金」という形で行われた）。

「金融緩和のため日銀が何でも買えばよい」との議論もある。しかし、日銀が買えるのは

金融資産だけだ。道路を建設したり、無償でカネをまいたりすることはできない。

----- 日銀引受けによるインフレは経験済み

日銀引受けによる道路建設を続けると何が起きるか。もちろん、どの程度行うかによる。「無制限に」拡大すれば、まず建設労働者の賃金が上昇する。そして、賃金一般に及ぶ。建設資材や建設用機械などの需要が増え、生産が拡大する。フル稼働になれば、価格が上昇する。

こうした過程は、日本経済がすでに経験済みのものだ。1946年12月、第1次吉田内閣は、傾斜生産方式を決定した。これは、復興金融金庫が発行する債券を日銀が引受け、その資金で基幹産業に融資を行うものである。復金債は国債と同じようなものなので、これは日銀引受け国債による財政支出増と同じような効果を発揮した。

それを消費者物価の推移でみたのが図である。決定直後から物価上昇が始まり、46年11月から49年5月の間に、5・8倍になった。物価が上昇すれば実質所得は低下する。この時賃金も上昇したので、実質労働所得の低下は抑えられたが、名目値で決められている資産所得の実質価値は、約6分の1になった。

なお、当時、為替は固定レートで、輸入について厳しい制限がなされていた。いま同じことを行えば、輸入が増え、円安になるだろう。

----- インフレが進行すれば、国債の実質残高は減少する。しかし、財政支出の中にはインフレにスライドするものが多いことに注意すべきだ。年金にはインフレスライド条項がある。医療費や介護費も上昇する。公務員賃金も上昇する。したがって、財政赤字が縮小することにはならず、拡大する可能性が強い。

この過程が続くと、資金が日本から逃避し、円安が加速する。輸入価格の上昇によって、国内のインフレが加速する。こうなってくると、日本経済の潰滅（かいめつ）は、確実になる。

以上の議論に対して、「経済活動が活発化し、しかもインフレが激しくならない段階で止めればよいではないか」との意見があるだろう。しかし、抑えられるだろうか？ それは、極めて難しいはずである。

実際、傾斜生産方式によるインフレは、49年度予算において超緊縮財政が行われたためにやっと終息した。これは、「ドッジライン」と呼ばれる強硬策である。占領軍の絶対権力の下ではじめて可能になったものだ。現代の日本では、こうした政策は到底取りえないだろう。

だから、日銀引受けによる財政支出拡大を行えば、それをコントロールすることはおそらく不可能だ。すると、円安とインフレの悪循環が際限もなく続く。

しかも、40年代にはなかった資本の海外逃避が現代の社会では生じる。それを食い止めるることは難しい。

ここで注意すべきは、国内のインフレを伴う円安は、円の実質価値を低下させないことだ。したがって、輸出を増やすことにはならない（この点については、誤った議論が多い）。日本経済は破滅への道をまっしぐらに進むだろう。

カーメン・M・ラインハートとケネス・S・ロゴフは、200年間以上の長期的な経済データを分析し、「国内債務が大きいとインフレになる」「政府は膨れ上がった財政赤字をインフレによって解決してきた」という（村井章子訳、『国家は破綻する』、日経BP社、11年）。日本もこの歴史法則の例外にはなりえないのだろうか？

----- 保守思想に矛盾する政策 を保守派が言う不思議

社会が成立するためには、破ってはならないルールがある。たとえば、「気に食わない人は殺してもよい」と認めれば、社会は成立しえない。したがって、いかなる理由があるにせよ、殺人は禁止される。

中央銀行による国債引受けの禁止は、これとあまり変わらぬレベルのルールだ。認めてしまうと、政府は市場から何の掣肘（せいちゅう）も受けずに財政支出を拡大できる。つまり、日銀引受けは、増税なしに政府に無限の財源を与える措置である。これは政府にとって、打ち出の小槌のようなものだ。したがって、憲法が規定する租税法定主義に反する。これを認めるのは、国会の自殺行為だ。

政府にとっての打ち出の小槌はあっても、経済全体としての打ち出の小槌はありえない。政府支出の負担は、インフレによって実質所得が減少するという形で、国民が負う。この意味においても、インフレは税と同じものだ。しかも、低所得者に比較的重くかかる過酷な税である。

国債の中央銀行引受け禁止は、インフレに苦しんだ経験から、人間の叡智が作り上げた基本的経済運営ルールである。

安倍氏は、一般に「ウルトラ保守」と見なされている。ところで、「保守」とは、ルール厳守に極めて厳格な立場を取るはずだ。だから、金融政策に関して保守派が本来主張すべきは、金融引締めだ。ウルトラ保守となれば、極めて厳格なルール、つまり金本位制の復活を主張しても不思議でない。金融緩和は、保守思想とは正反対のものだ。保守派の安倍氏がなぜ金融緩和を主張するのか、まったく不可解だ。

また、保守派は、政府性悪観に立ち、政府の権限をできる限り限定化しようとする。したがって、政府に無限の財源を与える国債の日銀引受けなど、論外として切り捨てるはずである。それにもかかわらず、なぜ安倍氏がそれと誤解されそうな発言をするのか、私にはまったく理解できない。

（週刊東洋経済 2012年12月15日号）

記事は週刊東洋経済執筆時の情報に基づいており、現在では異なる場合があります。

■ 物価水準が約6倍に—日本国内の消費者物価指数—

