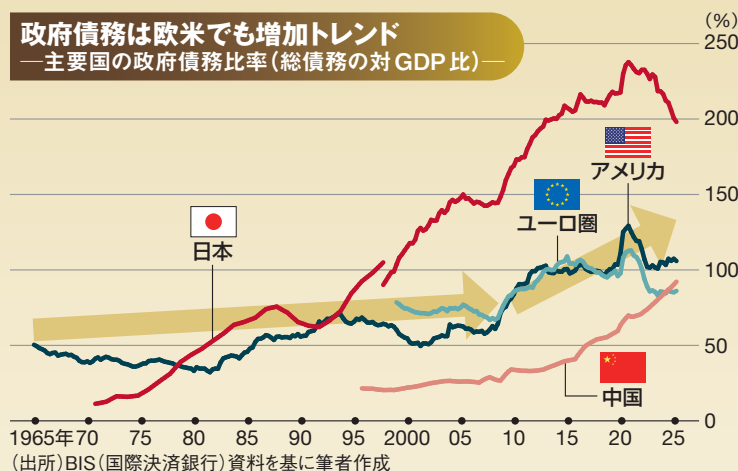


欧米は日本の債務膨張に追随 フロントランナー日本の選択

日本は金融・財政政策、そして国家資本主義への傾斜で先頭を走っている。

オールニッポン・アセットマネジメント チーフストラテジスト／ウォールズ&ブリッジ代表 森田長太郎

政府債務は欧米でも増加トレンド
—主要国の政府債務比率(総債務の対GDP比)—



(出所) BIS(国際決済銀行) 資料を基に筆者作成

日 本は、1990年代に先進国の中で初めて、30年代以来となる金融危機を経験した国である。アメリカでは日本に約10年遅れて金融危機が発生し、欧州債務危機もそれに1〜2年遅れて発生した。そしてその後、フロントランナーであった日本が、後続のほかの先進国を「ラップする」事象が出てくる。「ラップする」とは、自動車レースなどで先頭の選手が最後尾の選手に1周回って追いつくことをいう。

金融政策においては、日本銀行

は90年代末の金融危機と、それによるデフレ的状况の発生への対応として、ゼロ金利政策や量的緩和政策などのいわゆる「非伝統的金融緩和」を世界に先駆けて実施し、金融政策のフロントランナーとなった。

欧米の中央銀行は2008年に起きた世界金融危機(GFC)への対応で、日銀に追随して非伝統的金融緩和の手法を次々に導入した。一方、GFC後に深刻な不況と円高に苦しんだ日本では、金融緩和が不足しているとの論が強まり、13年に異次元緩和(QQE)を実施することになる。まさに日本が後続のほかの先進国をラップする事象だ。

財政政策においても似たようなことが起きている。日本は90年代以降、度重なる経済対策と税収減により財政赤字を急速に膨らませた。その結果、日本の政府債務は先進国の中で突出した規模に達した。だが、GFCを機に世界の潮流が変わった。欧米の政府債務が日本と同様のペースで急増したのである(上図)。10年代後半には中国も追随してくる。

なぜGFC後に欧米諸国で政府債務の急激な膨張が始まったのか。金融政策とも共通するが、金融危機後に長くデフレに苦しんで

た日本の状況を見て、金融危機に際しては、最速かつ最大の経済刺激策が必要だというコンセンサスができていたためである。

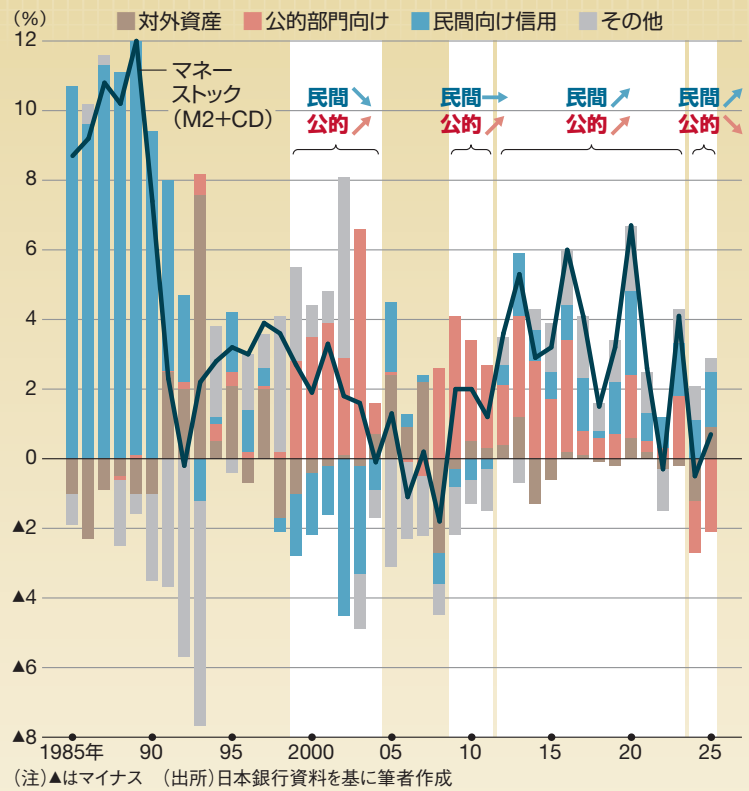
また、欧米エリート層は自らの歴史の中でも、30年代の金融危機がナチス台頭の遠因となり第2次世界大戦を引き起こした、という認識を共有していた。

その判断はおおむね正しく、10年代の欧米諸国では、景気はある程度安定した。しかし、GFC前を下回るインフレ率と雇用市場の軟調さは続くことになる。一方で、巨大なマクロ経済政策は、実体経済以上に株式などの資産価格を大きく押し上げていった。

アメリカではGFC前、株式の時価総額は好況期でもGDP比80〜90%程度だったが、10年代の終わりには130%に達し、現在では190%とほぼ倍である。資産価格の高騰は、所得の不平等を一層助長し、中低所得者層の不満を蓄積させていくことになる。

そういった状況下で20年にコロナパンデミックが起きた。各国政府は人道的見地もあって、「足りないくらいなら余るほうがよい」という感覚で、空前の財政政策を実施してゆくことになる。GFCとコロナパンデミックという経済史に残る2大イベントがわずか10

日本では財政マネーが民間の信用収縮を埋め合わせた
—マネーストックの伸びと経済部門ごとの信用増減寄与—



年余の間隔で起きたことよって、世界的に財政規律は大きく弛緩してしまった。

コロナパンデミック後に急増した財政赤字は、数年経って多くの国では一定程度縮小した。しかし、政府債務を対GDP比で見ると、中国やアメリカはまだコロナ前を上回っている。コロナ前を20ポイント近くも下回っている日本はかなりの優等生であるといつてよいだろう。

ここで、もう1つの日本のフロンランナー要素について述べて

おこう。ファイナンス構造である。
国家資本主義への傾斜

右図は経済全体の信用創造メカニズムを説明したものである。日本では、90年代末の金融危機後に民間信用の縮小が進む中で、経済成長を支えるマネーの創出を公的部門債務が一手に担ってきたことがわかる。

同じような傾向が、GFC後の欧米においても見られる。本来は民間部門で担うべき信用創造機能を政府が代替して経済成長を支え

るといふ構図は、ある意味で、アメリカ型の新自由主義的な経済イデオロギーの否定である。

対極にあるモデルが中国型の「国家資本主義」であり、産業、金融の重要部分を国家が管理して経済成長を高めてゆくというモデルである。GFC後に世界経済での中国のプレゼンスが急速に高まる中で、そういった中国型の経済モデルを導入すべきだとの議論が欧米でも一部出てきた。米トランプ政権は明らかにそういった志向を持つ政権であり、ヨーロッパでも同様の志向が強まりつつある。

ただ、日本は、バブル崩壊以前から、最も成功を取めた社会主義国などと海外から揶揄されていたような国であることに加え、90年代以降は経済成長の根幹を成すマネー創出機能の大半を政府が担ってきた。日本は、国家資本主義への傾斜という意味でも、実はフロンランナーなのである。現在、欧米諸国が国家資本主義モデルへの接近を図り始めている状況も、実は、フロンランナーとしての日本に周回遅れで追いつかれつつある状況だといえる。

日本は、過去数年間に關していえば、政府債務残高は対GDP比で減少し、公的部門の信用創造もマイナス寄与となっている。フロ

ントランナーが周回遅れの選手と伍して同じ競争を始めてしまう(ラップする)のとは別の道を、選択しつつあるようにも見える。それは、膨大な政府債務を長期にわたって保有し続けてゆくことの困難さを、フロンランナーである日本、あるいは日本国民が、潜在的に認識するようになってきた結果であるのかもしれない。

日本の最終的な選択は、おそらく今後数年中に、防衛費の拡大をどのような形で行うのかを国家意思として決定してゆく際にはつきりしてくるようと思われる。あるいは、巨大災害などによって、強制的にその選択を迫られる事態に至ることもあるのかもしれない。

少なくとも、昨年来議論が行われているようなポピュリスティックな消費減税実施の有無や規模といったことは、歴史的に俯瞰した見方からすると、ある意味でさまつな問題であるように思われる。日本の選択が欧米諸国に新たな事例を示すことにもなりうるという意味で、よくも悪くも、日本はまだフロンランナーなのである。

もりた、ちよつたらう 慶応大学経済学部卒業、SMBIC日興証券などを経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。