

債務危機を回避 米の戦後に教訓

新型コロナウイルス禍で先進国の財政が悪化するなか、中央銀行の国債買いが財政を支援する構図が続く。長期金利を経済成長率より低くして利払い費を抑え、経済規模に比した政府債務に歯止めをかける役割だ。債務危機は回避できるのか。戦後の米国には中銀が国債利回りを低く保ち、結果的に債務の膨張抑止につながった経験があるが、経済成長に助けられた面も強い。中銀に頼り続けることは難しい。

米連邦準備理事会（FRB）は7日公表した6月開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨で、量的緩和の縮小に向けた議論を慎重に始めたことを明かした。欧州中央銀行（ECB）は8日、インフレ目標の表現を変えて一時的に2

金利抑え民需主導で財政健全化

％超の物価上昇を容認する姿勢を明確にした。

方向は反対にみえるが、緩和の正常化に長期戦の覚悟で臨むこととしている点では共通する。経済・雇用の底上げを促す狙いだ。別の問題も潜む。財政の持続性だ。

先進国の政府はコロナ禍で大規模な財政支出に動き、公的債務は急膨張した。米国では民間保有の政府債務が2020会計年度（19年10～20年9月）末に国内総生産（GDP）比で100％を突破した。政府内部部門の保有を含む総債務は130％前後と第2次大戦直後の120％を上回り、記録の残る1790年以降で最も高い数字という。

財務危機の表面化を結果的に防ぐ役割を担うのが、FRBだ。国債購入を通じて金利を低く抑え、政府の資金調達を助けている。米国債の発行

残高はコロナ禍前の2019年末から2割増えたが、増加分の半分以上をFRBの買いで賄った。

長期金利を成長率よりも低く抑え込めば、税収増が利払い費が増えるペースを上回り、GDP比でみた債務の膨張を食い止めることができる。

債務危機は回避できるのか。戦争直後の米国は長期金利を人為的に押し下げて公的債務の負担を減らす手法を経験している。FRBは1940年代にかけて国債買い入れなどを通じ国債価格の支持策に乗り出し、長期金利を低位（2.5％）に抑え込んだ。米総債務のGDP比率は120％まで上昇したあと、60年代には50％台に低下した。

もともと債務比率の急低下は、民需主導の経済成長による税収増に助けられた面も大きい。当時は軍需から民需への転換期のがたで企業の研究開発投資に火がついた。トランジスタや汎用コンピュータなどを軸に技術革新が生まれた。

今回は先進国の経済成長の地力が下がっていたところにコロナ禍が直撃した。DX（デジタルトランスフォーメーション）や脱炭素など喫緊のテーマはあるが、ただちに民需主導の高成長につながるわけではない。ではどう成長率を高め

るのか。「成長率よりも金利が低い状況が続くなら、財政は拡大しても問題ない」。2019年に

国際通貨基金（IMF）元チーフエコノミストのオリジェ・ブランシャール氏がこんな主張をしたのを機に、コロナ禍前から財政政策を軸に経済を押し上げるべきだとの声があがっていた。

コロナ禍が続く今、財政の役割は大きい。だが戦前の教訓に照らすと、

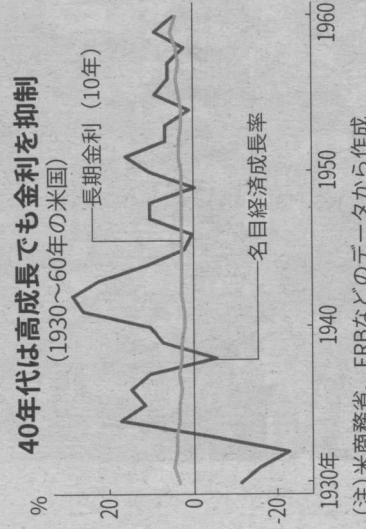
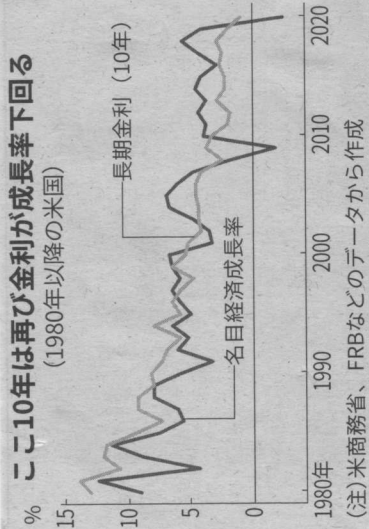
積極財政が税収増につながる道筋を描けないのなら、金利を低く抑えるだけでは債務比率を大きく押し下げるのは難しい。

無理に金利を抑える行為には危険も伴う。バイデン米政権の大規模な財政支出にはサマーズ元米財務長官から「長い間経験しなかった種類のインフレ圧力を引き起こす可能性がある」と懸念の声があがった。ブランシャール氏も今年に入り、

行き過ぎを警告した。インフレ圧力が高まるなかでFRBが無理に金利を低く抑えようとすると、物価をさらに押し上げるリスクもある。

戦後のFRBは国債価格政策の終了をめざしたが、政権や財務官は継続を求めて激しく反発し、財務官とアコード（政策合意）を結んで支持策を終えたのは5年になってからだった。この間、折に触れインフレ懸念が強まり、経済が不安定になる兆しもみられた。

成長の実力が落ちたなか、いくら金利を低くしても、借入れを子にしたりリスク投資を増やすばかりでバブルを招いて終わる可能性もある。とはいえ経済成長を高めない限り、いつまでも金融緩和からも抜け出せない。結局、民需を引き出す中身のある成長戦略の実行が問われる。



(注)米商務省、FRBなどのデータから作成

(注)米商務省、FRBなどのデータから作成

上がらぬ米金利の「謎」再び

日経 6/21

の頃には政府の危機対応の財政出動も弱まるため、FRBの購入減は国債発行の減額である程度相殺される見込み。こうした需給構図が見えてくるから足元の金利も上がりにくくなっている。

グリーンズパン氏が発表した言葉で、もう一つ最

近話題なのが「フロス」だ。非常に細かい泡で、バブルにはいらない過熱を指し示す言葉で、ケリンズパン氏は00年代の住宅市場の活況をこう呼んだ。パウエル現議長は4月、ゲームストップ株などの乱高下を「フロス」とし、相場の過熱に

警戒感を示した。

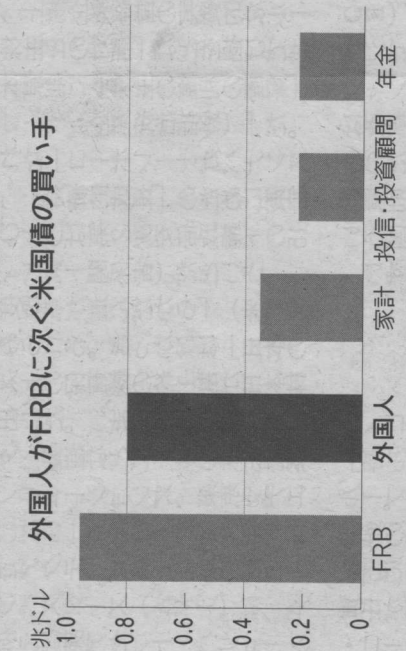
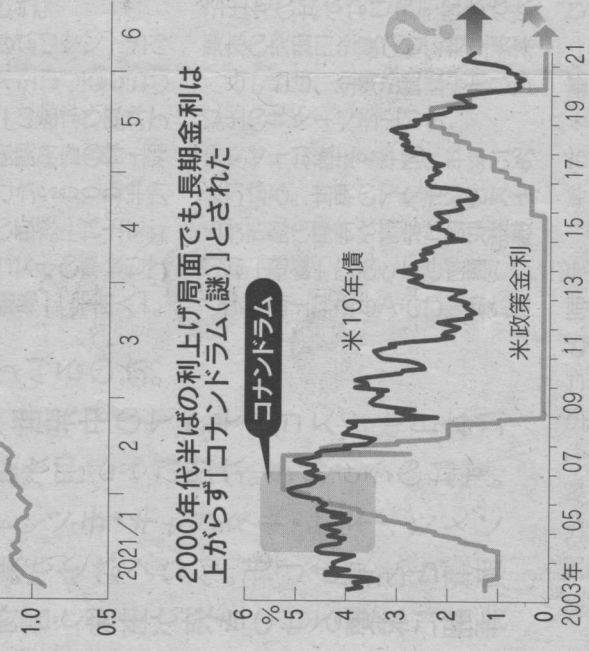
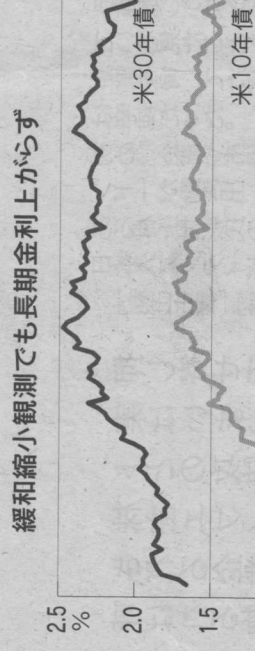
フロスのはずだった住宅市場の活況はのちに金融危機をもたらした。グリーンズパン氏の利上げが遅れたことや、海外マネーの流入で長期金利の上昇が抑えられたことが要因とも評された。

暗号資産の乱高下や住宅価格の高騰など低金利の副作用ともいえる現象は広がっている。米金利が上がらない「謎」は資産価格を支えると同時に、バブルのリスクを蓄積している可能性もある。

長期金利をなんとか上

げようと利上げ予測をさらに強めれば、財政と金融政策を総動員する「高圧経済」の力は弱まる。FRBの政策は難しさを増している。

(ニューヨーク 後藤達也)



「昔前に「謎」と呼ばれた現象が米債市場で起きている。金融緩和の修正が意識されているのに、長期金利が上がりつらくなっているのだ。金利を抑えているのは海外マネー。0%前後の利回りで停滞する日欧の国債を避け、米債市場へ流入している。金融政策の正常化を進めても、資産価格高騰への懸念を解消できない可能性がある。

米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果が公表された16日。米10年債利回りは発表前後に1.49%台から1.59%台へ上昇した。FOMCメンバー18人中7人が2022年の利上げを予測し、市場は「あと3人で過半となる(利上げに積極的

な)多力派的シグナルだ(シテグループのアン・ドリー・ホレンホースト氏)と受け止めた。

ところが17、18日には10年債利回りは特段の材料もないまま1.43%台へスルスルと下がった。30年債にいたっては2.00%と約4カ月ぶりの水準に低下した。「短期的な米債の発行減が理由では」(国際金融協会)などと諺説が飛び交う。国債取引の最前線にある債券トレーダーは、最近の資金の流れに注目する。海外など中期の投資家からの注文が継続しているという。

米債は主要国では金利が突出して高い。日本の10年債は日銀の金融政策で0%前後に抑えつ

られ、ドイツ国債は利回りが上昇したといっても依然マイナス圏だ。信用力の低いギリシャですら0.8%程度。世界最大の経済大国であり、圧倒的な流動性を誇る米国債に1.4%程度の金利がひくならは魅力的に映るのには不自然ではない。

21年2、3月には景気の急回復に伴って米金利も急上昇した。どこまで金利が上がるか読めず引いていた買い手は4月以降はじわりと戻ってきた。日本の財務省によれば国内投資家は5月30日から6月12日の2週間で海外の中長期債を1兆円以上買い越した。多くは米債とみられている。

今後数年の金融政策の影響を受けやすい5年債

の金利は上昇傾向にあるのに対し、10年債や30年債は海外の需要が根強く、金利は上がりつらくなっている。フラット化(利回り曲線の平坦化)という現象だ。

似た現象は00年代半ばにも起きていた。米連邦準備理事会(FRB)が利上げを進めても長期金利は上がりず、06年には政策金利と10年債金利が5%台でならんだ。当時

Market Beat

FRB議長だったグリーンズパン氏は「コナン・ドラム(謎)」と呼んだ。

当時は中国など新興国の貯蓄が米債に向かい、米長期債の金利上昇を抑えた。今は先進国も含めた世界がカネ余りだ。新型コロナウイルス後の経済回復でリードする米国に資金は集まりやすい。

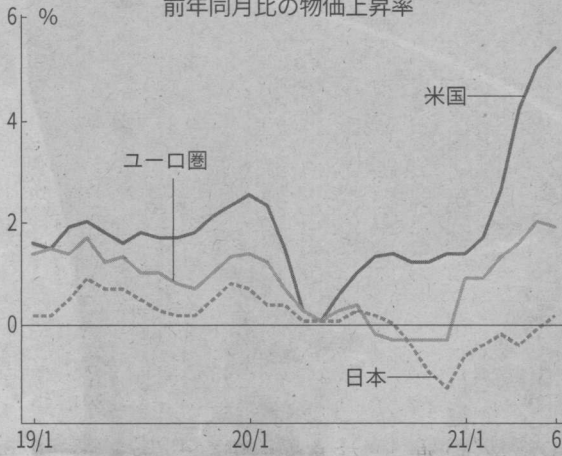
ゴールドマン・サックスの試算では21年の米債の最大の買い手はFRBの約9600億だったが、それに次ぐのが海外の約8000億だった。米家計や投信・投資顧問、年金はそれぞれ2000億、3000億、3000億にどまる。20年はFRBが圧倒的な買い手だったが、21年はFRBと海外の「2強」の構図となる。

FRBの資産購入の縮小(テーパリング)が実際に始まるのは22年初めからとみられている。そ

物価上昇なお鈍く

7/21

日本は低インフレが際立つ
前年同月比の物価上昇率



6月0.2%止まり

日本の物価上昇率が低 発表した6月の消費者物
いまだ。総務省が20日 価指数(CPI)は総合

インフレ進む米欧と差

で前年同月比0.2%の上昇にとどまった。上昇率は時間がかかっている。率が5%を超す米国、2品目別ではガソリンが%近いユーロ圏に比べ鈍17.9%上昇したほか、さが際立つ。携帯電話料自然災害の増加などで金の引き下げという政策火災・地震保険料が16.要因に加え、景気を持ち4%上昇した。携帯電話直しが遅れていることが通送料は27.9%低下し底流にある。

変動の大きい生鮮食品 米国はインフレが加速を除外した総合指数は0.2%しており、6月はCPI%上がり、2カ月連続で5.4%上昇した。新プラスとなった。生鮮食品型コロナウイルス禍で落品及びエネルギーを除くち込んだ経済活動の急回復で航空運賃などが大きく、3カ月連続でマイナーク伸びた。ユーロ圏は1.9%上昇と前月に比べ1.9%上昇の影響がやや鈍化した。景気の6月の輸入物価指数が28.0%持ち直しを背景にモノや上昇するなど川上の価格サービスなどの値段が幅は上昇しているの対 広く上昇している。

日経 7/21

インフレ警戒し「あらゆる措置」

7/21

米大統領

バイデン米大統領は19日の演説で、米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長と最近会談したことを明らかにした。米国でのインフレの加速を巡り、バイデン氏は「力強く持続的な経済回復を支えるため、必要なあらゆる措置を講じるべきだ」と伝えたという。バイデン氏はこの日の演説でも、最近の物価上昇は新型コロナウイルス禍からの経済再開に伴う「一時的なもの」との見解を繰り返した。インフレはFRBが当初予想したよりも長引いており、米政権が警戒感を高めていることが浮き彫りとなった。【ワシントン共同】

毎日 7/21

27/10



西村康稔
経済再生担当相

西村康稔経済再生担当相は8日夜の記者会見で、新型コロナウイルス対策で行う酒類提供停止などに応じない飲食店に対し、金融機関から対策順守を働きかけてもらう考えを表明した。資金面から飲食店への圧力をかけた受け止められかねない発言だけに、飲食店や金融機関の反発も広がり、野党は辞任を要求。西村氏は9日、方針を撤回し

「酒停止金融機関通じ」

西村氏発言 批判受け撤回

た。(5面に関連記事)
西村氏は8日の記者会見で、酒類提供停止や休業要請などに応じない飲食店が増えているとし、酒類販売事業者にそうした飲食店との取引停止を要請するのに加え、「お店の情報を金融機関と共有しながら働きかけをしていただく。金融機関は日常的に(飲食店と)やりとりを行っている」などと述べた。
この発言に対し、インターネット上で「協力金を増やせばいい」「金を人質にした手法だ」などとした批判が相次いだ。西村氏は9

日の会見で「法律に基づく要請ではなく、日常のコミュニケーションの中で感染防止策の徹底を呼びかけてほしい」ということだ。融資を制限するといった趣旨ではない」と釈明したが、批判は収まらなかった。
このため、与党は政府側に対応を要求。西村氏は9日午後、加藤勝信官房長官に金融機関を通じた働きかけをとりやめると伝えた。
加藤氏は会見で「西村氏に気をつけてほしいと伝えたい。閣僚には発言の趣旨が伝わるよう対応していただきたい」と述べた。ただ、政

毎日 7/10

府は酒類販売事業者への取引停止は求めていく構え。

野党は批判を強めている。立憲民主党の安住淳国対委員長は記者団に「感染対策の失敗のつけを関係者に回している。強圧的な態度で、即刻辞任をしたほうがいい」と述べた。来週、衆参両院で開かれる内閣委員会での閉会中審査で追及する方針だ。【花澤葵】

協力金支出が筋 銀行関係者不満

西村経済再生担当相の発言には、金融機関の間でも困惑と反発が広がっていた。発言を受け、ある金融業界関係者は「酒類を提供する飲食店を狙い撃ちして融資を打ち切るのにはあり得ない。政府からどういった要請が来るのか」と当惑を隠せず、情報収集に走り回った。ある銀行関係者は「まずは政府・自治体が飲食店に協力金を出して(酒類提供停止を)きちんとしてもらうのが筋だ」と不満を口にしていた。

わずか1日で方針は撤回され、業界関係者は「美現していたら相当苦しいことをやらなければならなかった」。銀行幹部は「融資で縛るようなやり方はどうか」と思っていたので、撤回されてよかった。西村氏はこれまでの発言でも語めが甘い部分があり、今回も印象が悪くしたのではないかと話した。【竹地広憲】

幹部逮捕から1週間で廃刊

クワ/6

真相深層

香港で民主派支持を鮮明にする唯一の新聞だった蘋果日報（アップル・デイリー）があつたという間に消えた。警察が香港国家安全維持法（国安法）に基づいて幹部を逮捕したのは6月17日。24日付での廃刊までわずか1週間だった。

給与も払えず

国安法が初めて企業を追い詰めた。当局は創業者の黎智英（ジミー・ライ）氏に続き、発行会社の老伝媒（ネクスト・デジタル）トップや編集長らを次々と逮捕し、蘋果日報など3社の資産1800万香港ドル（約2・6億円）を凍結した。最後は従業員の給与も払えなくなった。

だが、老伝媒は3月末時点で5億香港ドルあまりの現預金を保有し、1年半は事業を続けられると表明していた。単純計算で4億香港ドル超は残って

香港紙葬った銀行の深謀

いたはずだ。

誰がとどめを刺したのか。複数の香港メディアはある有力銀行が摘発リスクを恐れて、当局が指示していない口座まで配慮して凍結したと報じた。実際、同紙は事業を続けようとクラウドファンディングなどを模索したが、銀行が外部からの入金を拒んだという。

老伝媒の取引銀行は英HSBCやシンガポールのDBS、台湾の銀行と西側の金融機関が名を連ねた。現時点で口座を凍結した銀行名は明らかに

結した銀行名は明らかに。訪問中に政治亡命を表明した民主派前議員の許智峯氏と家族の口座を凍結したことがある。英議会から批判を浴びたノエル



「自由なき金融」に傾斜

・クイン最高経営責任者（CEO）は「香港警察の指示に従っただけだ」と語った。同行は税引き前利益の9割以上を香港で稼ぎ、中国本土の事業拡大にも意欲を示す。

米は劇薬に慎重
国安法に対し、トランプ政権は2020年に金融機関への2次制裁を可能にする香港自治法を制定した。高度の自治を脅かす人物と取引する金融機関への融資や為替取引を禁止する内容だ。基軸通貨ドルへのアクセスを封じる劇薬だが、専門家の間では「米当局はそこまでやる気はない」との見方が広がる。

米国はこれまで香港の林鄭月娥（キャリー・ラム）行政長官など個人34人を香港自治法での制裁対象に指定した。林鄭氏は銀行やクレジットカードのサービスを使えなくなり、自宅には現金が積

み上がっているという。ただ、金融機関への2次制裁の可能性は低いとみられている」と語る。

中国は6月、外国の制裁を発動し、財務省の制裁を発動し、米企業が拠点を置く香港への適用を懸念する。米企業は拠点を置く香港への適用を懸念する。米企業は拠点を置く香港への適用を懸念する。

米国の制裁は、香港の金融機関が制裁を受ける可能性はほとんどない。法律事務所ステップウ・アンド・ジョンソンのニコラス・ターナー氏は「制裁によって対象とする政府の政策を変えるのは難しい。バイデン政権は難しい。バイデン政権は難しい。」と語る。

はトランプ時代の制裁が効果的でなかったと考える」と語る。

中国は6月、外国の制裁を発動し、財務省の制裁を発動し、米企業が拠点を置く香港への適用を懸念する。米企業は拠点を置く香港への適用を懸念する。

米国の制裁は、香港の金融機関が制裁を受ける可能性はほとんどない。法律事務所ステップウ・アンド・ジョンソンのニコラス・ターナー氏は「制裁によって対象とする政府の政策を変えるのは難しい。バイデン政権は難しい。バイデン政権は難しい。」と語る。

（香港）木原雄士

脱炭素 詰め甘い日銀

マ 7/17

投融资支援先 民間任せ

日銀は16日、気候変動対策の投融资を後押しする新制度をまとめ、「脱炭素」社会実現に向けた取り組みへ踏み出した。ただし、どの投融资が対策につながるのかは、制度を活用する金融機関の判断に委ね、日銀は踏み込まないことにした。先行する欧州では、政府が気候変動対策につながる事業を選別する基準を順次整え、投融资を促しているが、国内ではこうした基準が未整備。欧州に比べ踏み込みの甘い制度になった。

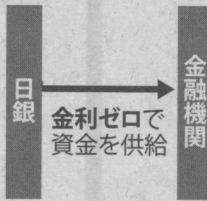
(2面参照)

「中央銀行は物価の安定と金融システムの安定が任務だが、気候変動の問題が経済に大きな影響を与えることは分かっている。中央銀行としてできることはどういふものか、かなり議論した」。黒田東彦総裁は気候変動対策に乗り出す意義

を強調した。気候変動対策が各国中銀も含めて大きな関心事となっているのは、温室効果ガスの排出を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」の実現には、大規模な資金投入が必須なためだ。国際エネルギー機関（IEA）

は、脱炭素化に向け必要となる投資額は、エネルギー関連だけで2040年までに世界で67・8兆ドル（約7

日銀が金融機関を通じて気候変動への対応を後押しする



- 対象になるとみられる事業例
- 再生可能エネルギーの技術革新につながる事業への融資
 - 環境対策を進める企業を後押しする融資
 - 二酸化炭素排出削減につながる設備投資への融資

460兆円）と見込む。脱炭素への移行を迫られる企業を金融面で支える必要性は増している。

欧州連合（EU）の欧州委員会は、どのような事業が気候変動対策に貢献するかを示す基準「EUタクソノミー（分類）」を示し、

金融機関や企業の指針となっている。「気候変動の緩和」の分野では、農業、製造業、電気・ガスなど8分

野で計70項目の技術基準を設定する。欧州中央銀行（ECB）は今年1月から、気候変動対策に役立つ事業に投資する債券を資産購入の対象にしているが、この基準を満たすことが条件になっている。

ところが日本では、どのような事業ならば、対策に貢献するのかを判断する基準が未整備だ。ある日銀関係者は「日銀が『グリーン』

記者会見する日本銀行の黒田東彦総裁（東京都中央区の日銀本店で16日午後3時50分、代表撮影）



（気候変動対策に貢献）かどうかを判断すると、日銀が基準を作ることになる」として、中立性の観点から踏み込んだ判断をすることは難しいとの考えを示す。これに対し、金融機関側からは「基準が明確でない」と、どの事業に取り組むべきか判断しづらい。気候変動問題は中央銀行の一番の関心事のはず。産業界を巻き込む形で、政府や日銀にもっと主体的に動いてほしい」（メガバンク首脳）との声も上がる。

BNPパリバ証券の中空麻奈チーフクレディットストラテジストは「日銀が一歩踏み出したことには意義があるが、（気候変動関連の）市場の拡大を促す制度設計をしないと日本は競争で劣後しかねない」と述べ、政府や日銀による環境整備の重要性を指摘している。

【安藤大介】