

## わが国の財政運営と日銀の 金融政策運営の課題

河村 小百合

本日は、「わが国の財政運営と日銀の金融政策運営の課題」というテーマで、最初に日本のこれまでの経済・財政運営の足取りを簡単に振り返り、コロナ危機後の内外経済情勢の急展開の状況、日銀が利上げ局面に入った場合の財務運営・財政運営への影響、出口局面における中央銀行のコストと課題、最後に今後の方向性についてお話しさせていただきます。

### 一、わが国の経済・財政の これまでの足取り

まず、これまでの経済・財政運営です。

日本の公債残高は、二〇〇七年に名目GDPの金額を上回り、その後差は開く一方という状況です。

一般会計収収は、九〇年代以降、不良債権の問題に対応するために行った減税や、リーマン・ショック、震災等の影響もあって伸び悩みまし

た。その後、消費税増税が税収増加に大きく影響し、コロナ危機もありましたが、それなりに伸びて足元では約六九兆円になっています。それに対して歳出は、八〇年代、九〇年代は、歳入より多いものの、それほど離れていなかったのが、年を追うごとに離れていって、よく「ワニの口」といいますが、歳入と歳出の差は開く一方になっています。

足りない分は全部借金です。二〇二〇年、新型コロナウイルス対策の第二次補正予算七十兆円で歳出は大きく増え、新規国債発行額は急増しました。現在、コロナ危機は過ぎ去りつつありますが、財政運営はあまり変わっていません。一般会計は当初予算一一〇兆円台が常態化し、さらに、昨年は二九兆円の補正予算を執行しています。

なぜこのような財政運営が続けられるのでしょうか。二〇二三年度の一般会計予算の歳出・歳入

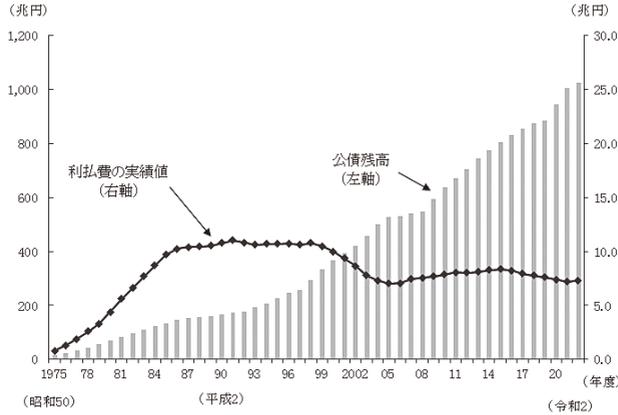
総額は一一四兆円です。歳出の構成を見ると、社会保障、防衛費、公共事業、教育関係支出などの一般歳出、地方交付税交付金、国債費となっていますが、これだけ借金があっても平気なのは、国債費に鍵があるわけです。

借金している主体が運営を続けていくには、国に限らず、企業でも家計の住宅ローンでも、利息の支払いが最初の関門です。国の公債残高は一〇〇兆円を超えているのに、利払費予算はたった八・五兆円で、一%にも満たない。それがこういう財政運営ができてきたカラクリです。

一般会計で負担していた利払費の推移を見ると、一九八〇年代から九〇年代前半は約一〇兆円で横ばいです（図表1）。公債残高は少なかつたのに、利払費は今より多いのです。短期金利も長期金利も高いと、すぐこれぐらいの利払費になります。その後の日本経済の推移を見ると、九〇年

図表 1

わが国の公債残高と利払費の実績値の推移



Copyright (C) 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. 10/11

(資料) 財務省『日本の財政関係資料』、および参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』各年版を基に日本総合研究所作成。

代末は銀行危機で一番大変なところで、国債残高は増えていきますが、利払費は逆に減っている。その後、横ばいになって、先ほど予算ベースで八・五兆円と申しましたが、このところ、決算ベースでは七兆円台でおさまった年が何年も続きました。

利払費が減った要因は二つあります。一つは金融政策です。二〇〇〇年代前半、リーマン・ショックの前に日本が世界で最初に銀行危機に直面して、速水日銀総裁、そしてかわられた福井総裁のもとでゼロ金利政策、量的緩和を行い、長期金利も信じられない水準にまで下がりました。もう一つの要因は、当時の大蔵省が、円の国際化の必要性もあるからということ短期国債をかなり出したことです。

結果的に、利払費が増えずに済んだからこそ、国債発行額が一〇〇〇兆円を超えてしまったので

すが、相当危ないところに来ているのではないかと思います。

## 二、コロナ危機後の内外経済情勢 の急展開／揺らぐ「放漫財政」 国家の足元

次に、コロナ危機後、どういう状況になったのか、諸外国も含めて簡単に見ておきます。

まず、主要国の失業率の推移を見ると、リーマン・ショックとの対比がはつきりわかります。日本はもともと失業率が上がりにくい雇用環境があります。やはりアメリカが典型的です。リーマン・ショックで失業率は一〇%まで上がりましたが、気をつけて見るべきはその後の緩慢な低下傾向で、経済が回復するのに一〇年近くかかりました。

コロナ危機では、二〇二〇年三月に失業率が跳ね上がり、ピークの四月には一四%を超えました。皆リーマン・ショックのときの教訓があるもので、景気の回復にはもつとかがると考え、各国でリーマン・ショックを上回る大規模な財政支援や金融政策を実施して経済を支えました。ところが、政策の効果もあつたと思いますが、その後、失業率はあつという間に下がりました。

ヨーロッパは、アメリカほどの動きではありませんでした。コロナ危機後の動きはリーマン・ショックとは違っていました。

感染症が一服して危機はどうなったかという点、物価に典型的にあらわれています。二〇二一年ぐらいから大変なインフレになってしまいました。最初は、FedもパウエルFRB議長も一時的だと繰り返し言っていました。全然そんなことはなく、前年比一〇%を超える水準にまで上昇

しました。主要な中央銀行は、対応が遅れたという話もありましたが、二〇二一年末から慌てて引き締めには舵を切り、正常化も行いました。今は伸び率が鈍化しつつあり、天井に來たと思われる。

日本は、物価は相変わらず低水準ですが、過去の動きからすれば信じられないペースで上がりました。これまで消費税率引き上げ時を除けば日本の物価は本当に動かなかつたのに、一時期四%を超え、足元も三%と、まだまだ高い水準にあります。

リーマン・ショックは金融が震源でしたが、コロナ危機は实体经济が震源でした。しかも、ソーシャルディスタンスで打撃を受けたセクターと受けないセクターがはっきり分かれました。また、リーマン・ショックは需要ショックでしたが、コロナ危機は供給ショックから大きく広がっていつ

たことが、その後の展開にも大きく影響しました。

ちなみに日本の物価は、一時期、輸入物価がかなり上昇しましたが、今は一巡して伸びは前年比で下がってきています。しかし、消費者が肌で感じる物価水準は高い状態が続いています。

高インフレに対して主要中央銀行がどのような金融政策を行ってきたのかというと、先陣を切ったのは、ベイリー総裁が率いるイングランド銀行でした。少し遅れましたが、Fedもコロナ危機後の資産買い入れをやめ、利上げに転じました。

資産縮小については、Fedは月当たり十数兆円と、リーマン・ショックの二倍のペースで財務省証券を手放しました。それを断固としてできるのは、なかなか立派だと思います。

これに対して日銀は、昨年はいろいろなことがあったのですが、黒田総裁のもとで、大枠として

のイールド・カーブ・コントロールをまだ維持しています。一二月に変動許容幅を少し拡げましたが、それで終わって、まだマイナス金利を続けています。

為替レートは日米金利差で動くと言われます。確かに五年物ぐらいで金利差をとると、為替レートと動きが重なります。この日米金利差の拡大を受けて、二〇二二年には大幅な円安が進展し、ドル $\uparrow$ 一五二円近くまで行きました。足元は落ちつつありますが、これから先どうなるか、少し不気味ではありません。

### 三、日銀が利上げ局面に入った場合、何が起ころるか

これから日銀が植田総裁のもとでどのように動いていくか、我々にはわからないところもあります。

すが、日銀が利上げ局面に入った、あるいは入らざるを得なくなった場合、何が起ころるかを簡単に整理したいと思います。

一つ目は日銀の財務運営への影響です。

先行き利上げする時点で、日銀にコストがかかってきます。コストは、端的には資産規模に比例する形で大きくなりますが、日銀の資産規模は主要中央銀行の中でも群を抜いています。一時期、名目GDP比で一三〇%を超え、去年の秋、コロナ・オペを手仕舞ったところで少し下がりましたが、イールド・カーブ・コントロールで指値オペなどを行って国債を大量に買ったので、また上がりました。

これに対して、米英欧の中央銀行は正常化を始めて、資産規模を少しずつ落としてきています。

かつて中央銀行は、短期金融市場の資金を少し吸い上げれば簡単に短期金利の引き上げ誘導がで

きて、中央銀行にコストがかかることもありませんでした。状況が変わって、二〇〇八年ぐらいから当座預金に付利するようになりました。

リーマン・ショック、コロナ危機を経て、これだけ国債を買い入れてバランスシートを大きく膨張させれば、当座預金が非常に増えます。発行銀行券は、銀行券の需要、消費者や企業が手元にとれだけ現金を持つていくかで決まってきました。で、そんなに大きく増えるものではありません。多額の資産買い入れをすれば当座預金だけが大きく増えるのは、どこの中央銀行も共通です。

低金利のときはいいのですが、欧米が直面しているようなインフレになったら金利をどんどん上げなければいけない。そのときに付利をしなければならぬ当座預金は、日銀は二〇二三年三月末には五五〇兆円になってしまいました。1%の付利をするだけで、一年当たり五・五兆円のコスト

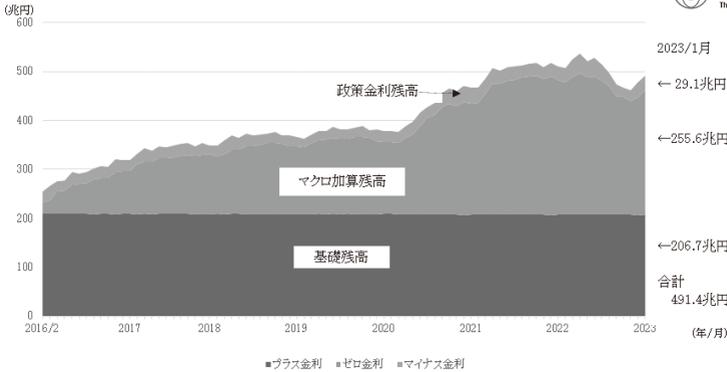
がかかります。中央銀行ですから、赤字になったからすぐ業務ができなくなることはありませんが、日銀がほかの中央銀行と違って問題なのは、資産で持っている国債についている金利が非常に低いということです。

二〇〇八年以降の日銀の運用資産利回りの推移を見ると、スタートラインがもともと低いのですが、それが下がる一方で、二〇二二年九月末の運用資産全体の利回りは〇・一九%です。短期金利を〇・二%に上げるだけで日銀は逆ざやになります。

現在、日銀は当座預金を三つの階層に分けて、マイナス金利政策を行っています（図表2）。マイナス金利をスタートした二〇一六年一月以降、基礎残高はほぼ横ばいで、ここはプラス〇・1%を付利しています。残りのごく一部、政策金利残高だけにマイナス金利をかけ、あとのマクロ加算

図表2

日銀当座預金の適用金利別残高の推移(補完当座預金制度適用先)



Copyright (C) 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. 1010

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、『時系列統計データ』。

(注) 「補完当座預金制度」とは、日銀当座預金のうちのいわゆる「超過準備」(民間銀行等の余剰資金の預け入れ分)に利息を付す制度。日銀と当座取引のある金融機関のほとんど(銀行、証券会社、短資会社等)が対象となるが、政府系金融機関や清算機関等、日銀と当座取引があっても対象外となっている機関も一部にある。投資信託、保険会社等そもそも、日銀に当座預金を有していないため、対象外である。

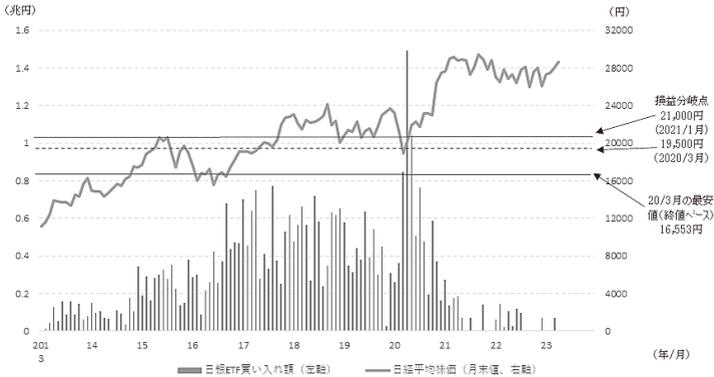
残高はゼロ金利です。したがって、現在抱えている当座預金約五〇〇兆円のうち、半分以上はプラスの付利をしなくて済んでいます。利上げ局面に入ると全体にプラスの付利をしなければならぬので、それだけコストがかさむことになりま

す。  
二〇一〇年以降の日銀の経常利益の主な内訳の推移を見ると、多額の国債を保有しているにもかかわらず、国債のクーポン収入はたった一兆円ぐらいしかありません。年々拡大しているのはETF運用益で、これでもっているのではないかと思

います。  
今、付利コストは約二〇〇〇億円だけです。金利をそんなに急に上げることはないと思います。例えば〇・二%にした場合、約五〇〇兆円に対して〇・二%付利すると一兆円になります。一%付利すると五兆円で、あつという間に赤字に

図表3

日経平均株価と日銀のETF買い入れ金額の推移


**日本総研**  
 The Japan Research Institute, Limited


Copyright © 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. 100

(資料) 日本銀行『時系列データ検索サイト』、『営業毎旬報告』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』(<https://index.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>)のデータを基に日本総合研究所作成。

(注) 本図における日銀のETFの買い入れ金額は、各月のETF保有残高から前月の残高を差し引いたもの。

なります。二〇一六年から、イールド・カーブ・コントロールで一〇年債の金利をほとんど〇%に抑えてきたことが、ブーメランのように自分の身に返ってくるということです。

もう一つ日銀が抱えているリスクが、ETFです。株式市況が好調であれば問題ないのですが、日経平均がいい水準に来てからもETFを結構買っているのです、今、損益分岐点は二万円を少し超えているという話もあります(図表3)。実際にコロナ危機の最初、二〇二〇年三月一六日、日経平均の終値が一万六〇〇〇円ぐらいに落ちたことがありました。ETFは時価評価で含み損が出たら損失引当金を積みまなければなりませんから、三月末の終値で損益分岐点を下回ったら大変なことになったと思いますが、このとき、日銀は自分で株を大量に買って株価を押し上げたのです。今はETF運用益で経常利益を支えています、こ

れも株式市況次第で、ある意味、非常に怖いところがあります。

日銀の自己資本をみると、引当金を少しずつ増やしてきていますが、二〇二三年三月末、準備金、引当金を合わせても一一・一兆円で、耐えられる負担には限界があります。

財政運営において、短期金利、長期金利の上昇で影響を受けるのは国債です。わが国が、新発国債だけでなく借換債も含めて、どういう年限の国債をどれだけ発行してきたのかを見ると、二〇一二年以降、年間一五〇兆円程度だった発行額はコロナ危機前には一三〇兆円程度まで減っていましたが、二〇二〇年度、コロナ危機の七十数兆円の補正予算で大きく増えました。ほとんど短期国債で調達し、年間の国債発行額は二一〇兆円を超えました。その後、減っても二〇〇兆円台で、二三年度も一九〇兆円の国債を市場に消化してもら

えないと、この国の財政運営が回らないという恐ろしい状態です。

短期国債の年間発行額は一時期八〇兆円ありました。財務省は様々な手法を使って一生懸命減らしてきているのですが、まだ五〇兆円あります。毎年満期が来て借り換えするという自転車操業です。これから金融政策も変えていかなければいけません。イールド・カーブ・コントロールかマイナス金利か、どちらを先に動かすかわかりませんが、この国債の調達構造では、今後、長期金利、短期金利のどちらが動いても利払費が増え、現在の八・五兆円では済まなくなります。短期国債が大量に残っているので金融政策運営の影響が大きくなります。

#### 四、「出口」局面における コストと金融政策運営の課題

日銀だけでなく、どこの国の中央銀行も直面している、「出口」局面におけるコストと金融政策運営の課題についてお話ししたいと思います。

中央銀行の正常化局面における財務コストの大きさを決める要因を整理すると、結局、

「逆ぎやの幅」×「当座預金の規模」×「正常化完了までの所要年数」となります。

逆ぎやの幅というのは、保有する国債に付いているクーポンが高ければ利上げをそんなに心配しなくてもいいのですが、それなりのクーポンが付いていなければ、あつという間に逆ぎやになってしまいます。

正常化までの所要年数というのは、大きく膨らませたバランスシートを正常化できるまでに何年かかるかということです。

この財務コストが赤字になったとき、基本的にはまず、中央銀行の自己資本で賄います。

こういう異例の金融政策を行った後に景気が回復し、今のようにインフレ局面になってくれば、正常化に伴うコストが、短期金利をどこまで上げる必要があるかという意味で、ある程度わかってくるということ、引当金の積み増し等でコストに対応しているのがユーロ圏各国の中央銀行です。ECBは各国の中央銀行で構成しているのですが、実際の財務運営の悪化は各国の中央銀行で異なっています。例えば独連銀は、三年ぐらい前から当期利益をゼロにして引当金に回しています。ECBが資産規模の縮小と利上げを始めた二〇二二年には、独連銀の決算は事実上の赤字になり、

引当金を取り崩して当期利益をプライマイ・ゼロとしました。

EUは「ワンマーケット・ワンマネー」で、ユーロの金利は一本です。上げなければいけない金利水準は同じなのに、国債の利回りは各国で違います。国債の買入れ金額も各国中銀の出資比率に応じて異なり、加盟二〇カ国の中で一番多いのはドイツです。健全財政国ほど国債の金利が低いので、ドイツ連銀は現に事実上の赤字になってしまいました。イタリア中銀はあまり簡単に逆ざやになりませんが、貧乏くじを引くのがドイツ、オーストリア、オランダ、フィンランドです。中央銀行からの政府への国庫納付金がなくなると、事実上、国民負担につながると言えなくもないので、これはヨーロッパでは政治的な問題になる可能性があります。

アメリカは急激な利上げで、Fedは事実上、

赤字になってしまっていますが、会計制度上、繰延資産を立てて、いずれ収益が好転すれば黒字に戻らるだろうと、先々の黒字を充当するような形で赤字を補うという形をとっています。

イギリスは、リーマン・ショック直後に量的緩和を始めた時点で、BOEが国債を買い入れるけれども、経済が回復して国債の価格が低下したときには損失を被ることになるので、そこを最初から考えて、国債買入れをBOEの本勘定と分け、万が一、正常化コストがかさんだら政府が補填する、国の方も、BOEからの国債のクーポン収入で得た利益による国庫納付金は国債の元本償還のみに使うことにするなど、国が赤字分を補填する枠組みを整えています。

各中央銀行の正常化局面における困難さの度合いは、①バランスシートの規模、②物価情勢、③買入れ資産の加重平均利回り、④買入れ資産

図表 4

主要中央銀行の正常化局面における困難さの度合いの比較



	日銀	Fed	BOE	ECB
① バランス・シートの規模 (名目GDP比)	125.6% (2022/4Q)	32.7% (2022/4Q)	48.2% (2021/4Q)	58.0% (2022/4Q)
② 物価情勢 (直近の前年比)	3.3% (2023/2月)	5.0% (2023/3月)	10.1% (2023/3月)	6.9% (2023/3月)
③ 買入れ資産の加重平均利回り	0.190% (2022/9月末)	2%台以下か? (2021/12月末)	2.63% (2022/2月末)	n.a.
④ 買入れ国債の加重平均残存年数 (デュレーション)	6.6年 (2021/12月末)	7.6年 (2021/12月末)	17.42年 (2022/2月末)	n.a.

Copyright (C) 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. 10/11

(資料) 各中央銀行および各国統計当局公表データを基に日本総合研究所作成。

(注1) 日銀の④買入れ資産の加重平均残存年数は、左三川郁子・梶田脩斗「保有資産長期化で日銀の出口、遠のくおそれも」『金融政策ウォッチ』公益社団法人日本経済研究センター、2022年2月14日による。

(注2) ECBの資産には、国債等の債券買入れ分ばかりでなく、残高縮小が容易なりファイナンス・オペレーション（民間銀行向け資金供給）の残高も含まれ、この両者の残高は概ね2：1であることに注意する必要がある。

の加重平均残存年数（デュレーション）という観点から比較できます。

逆ざや要因は、②どこまで短期金利を上げなければいけないかというその国の物価と、③中央銀行が買入れた資産に付いている利回りに分解できます。

主要中央銀行でそれを比較したのがこの表です（図表4）。

日銀は、①のバランスシートの規模は圧倒的に大きい。②の物価はほかの国に比べればはるかに低いのですが、③の加重平均利回りは異様に低いので、他の中央銀行に比べて逆ざやになりやすい。④のデュレーションが六・六年ということでは、これから植田総裁が満期が到来した国債を全額手放すことを断行されたら、六・六年たてばバランスシートの規模を半減できるということです。これは市場金利への影響を考えればFedで

もできていないレベルの話です。このように日銀の出口のコストは、ほかの中央銀行に比べると非常に大きいことがよくわかりただけだと思います。

中央銀行の債券買入れに適用する会計基準は各国で違いがあつて、日銀は、外貨建て資産とかE T Fは時価法ですが、国債については償却原価法です。海外では、時価法をとっている国もあります。ただ、これは利益や損失が認識される時点が違うだけで、長い目でみたときに財務面での影響は変わりません。

中央銀行が赤字になったとき、損失補填する枠組みを整えている国は、先ほどお話ししたイギリスのほかに、ニュージーランドの例もあります。

中央銀行が赤字や債務超過に陥ったとき、政策運営がすぐにはできなくなるわけではありませんが、一体どうなるのでしょうか。実は量的緩和の

さなかの二〇〇三年一〇月、植田和男日銀審議委員（現総裁）が日本金融学会で以下のような講演をされています。

そういう例は開発途上国に多く、債務超過に陥った原因は、金融危機処理費用の一部を中央銀行が負担させられる、自国通貨高により外貨準備に評価損が発生する等、多岐にわたる。中央銀行保有の国債に政府が利払いを実施しなかつたという例もあつた。問題は債務超過に陥った中央銀行の政策が歪められたかどうかで、現実には多くのケースで物価安定の目標追求が難しくなり、高率のインフレーションが発生した。その理由は、インフレになつてもいいということで多額の通貨発行益を稼ぐ。また、債務超過を埋めるための財政措置が発動される場合は、どこの国も楽に財政運営できているわけではないので、財政当局等の裁量権や介入余地が強まり、物価安定とは必ずしも

総合的でない政策目標が中央銀行の行動を縛る可能性があるということです。

私は今の日銀がまさにそうかなという気がしますが、利上げしなければ日銀は赤字にはなりません。インフレになっても放っておく。CPIが四％を超えて上がっていて、国民から見ればこんなひどい話はありませんが、日銀自身は赤字の問題に触れようとしませんし、解決しようともせず、政府と相談もしない。イギリスのようにあらかじめ対応している国もあるわけですが、わが国では政府も全然動かないという状況になっています。

また、植田先生は、中央銀行の債務超過がインフレにつながらなかったケースとして、一九九七～二〇〇〇年のチリ中央銀行を挙げ、財政が緊縮政策をしつかりして、マクロ政策全体としては安定的で物価もコントロールできていたと述べられ

ています。ここでまた日本を振り返ると、一体いつまで何十兆円単位の赤字国債を発行できると思っているのだろうかという気がします。

日銀が債務超過になったとき、どれぐらいの規模まで行くのか、出口の試算を出すべきではないかという議論もあります。日銀は現時点でも含み損状態だと国会答弁で明らかにしていますが、長期金利が1％上がったら幾らの含み損が出るのかと、国会でよく聞かれています。

実は含み損の全体の額は、ファイナンス理論の考え方に基づけば、

「国債評価の下落額」 $\parallel$ 「国債残高」 $\times$ 「平均残存期間（デュレーション）」 $\times$ 「金利上昇幅」という式で簡単に出てきます。

国債残高は、日銀のバランスシートを見ていただくとおわかりのように、日銀の当座預金残高とほぼパラレルです。日銀が国債を手放せば両建て

でその分だけ当座預金が減りますから、デュレーションは共通です。国債は満期まで保有すれば含み損はゼロになるのですが、日銀は中央銀行だから満期までの間を何もせずいられるかということ、そんなことはなく、長期金利が1%上がると、イールド・カーブの傾きにもよりますが、ごく単純化して短期金利も1%上がるとすると、1%付利しなくてはいけない。ということは、国債の含み損の金額は、満期までの間の当該中央銀行が負担する当座預金の付利支払い分の増加額にほとんど一致することが知られています。

雨宮前副総裁（当時）も昨年一二月に参議院予算委員会で答弁されているように、これから先、長短金利の環境が変わっていくと、付利コストとして数十兆円単位の額が出てくるのがわかります。

日銀はまだイールド・カーブ・コントロール政

策を続けています。新総裁のもとでどうされるのか、注目されますが、この手の政策は、日銀に限らず、解除することが非常に難しい政策です。

これだけ金融自由化が進んで、国際的な資本移動や金融取引が自由にできる世界では、どこかの国の当局が為替レートや金利について特定の水準を決めて、それを防衛することは困難です。デリバティブ等もあり、民間の市場参加者が動かせる資金量は圧倒的で、直物だけを扱う当局は太刀打ちできません。マーケットの見方が当局の設定した水準と差が生じて、しかも、世界中の投資家が束になってかかってこられるようなことがあると、とても勝てません。

そういうことは、過去に何度も経験しています。

為替の例でよく言われるのは、イギリスがまだEU加盟国で、ユーロに入ろうと思っていた一九

九二年ごろです。ユーロに入るためには物価、長期金利、財政赤字、政府債務、為替レートという厳しい水準をクリアしなければならない。国のメソッドもあり為替の中心レートを高めに設定していたところをジョージ・ソロスのヘッジファンド等に狙われ、ポンド安圧力が沸騰しました。BOEは公定歩合を一五%まで上げ、巨額の為替介入をしたのですが、結局抗し切れず、ユーロ参加を断念しました。

最近では、スイス・フランの例があります。スイスはユーロ圏という巨大な経済圏のすぐそばにある開放経済下の小国で、スイス・フランのレートが経済に大きく影響するので、中央銀行は為替レートにターゲットを置いて政策運営をします。

欧州債務危機でユーロ圏のデフレ圧力が高まり、二〇一一年九月、スイスはスイス・フランの対ユーロ・レートに上限を設定しましたが、EC

Bが量的緩和に踏み切る局面でそれが守り切れなくなり、二〇一五年一月、上限目標撤廃を何の予告もなく突然発表し、国際金融市場は大混乱に陥りました。日本でも、生保などが影響を被ったと聞いています。当局側は不意打ちで撤廃すれば防衛しないで済みますが、それを受けるマーケット側は大変です。

金利を抑えた例はあまりないのですが、第二次世界大戦時のFedは、真正正銘の財政ファイナンスを行っていました。戦中から戦後にかけて、米国は緩やかな準イーロッドでしたが、やはり一気には外せず、短期金利から順番に外していきまし。何とか財政運営を継続しながら、最後に外されたのが一九五一年で、有名な「アコード」が結ばれたときでした。

もう一つの金利の例は、ごくまれですが、コロナ危機の後、オーストラリアの準備銀行（R B

A)が行ったイールド・ターゲット政策がありま  
す。これは三年物国債の金利を政策金利とほとん  
どパラレルに置くという金融政策です。オースト  
リアの貸出金利のほとんどが連動して下がった  
ので、コロナ対策として一定の効果はありまし  
たが、高インフレ局面にオーストラリアも巻き込  
まれて市場の金利先高感が強まる中で、二〇二一年  
一月に解除しました。RBAは、金利先高感が  
マーケットに出てきたときに、早めに先手を打  
つて解除すべきだったと総括しています。

為替にしろ金利にしろ、特定の水準に固定する  
という政策を一回導入すると、外すのは大変で  
す。スイスのように不意打ち、だまし討ちのよう  
な形で外すしかありません。二月、植田先生が日  
銀総裁候補としての国会の質疑で、もしかしたら  
急にやらなければいけなくなる可能性があるかもし  
れないが、それはきちんと説明すれば理解いた

けるのではないかというようなことをおっしゃっ  
ていました。

## 五、わが国に求められる 政策運営の方向性

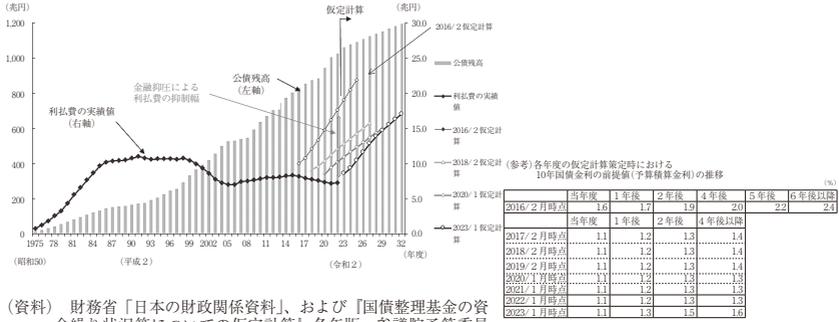
最後に、財政運営を含めて、今後求められる政  
策の方向性を一緒に考えてまいりましょう。

これから先、わが国がどういう政策運営になる  
かわかりませんが、金融政策を少しずつ調整し  
て、長期金利、短期金利を上げていかざるを得な  
いと思います。それで日銀が赤字になり、債務超  
過にまでなったら、損失補填が現実味を帯びてく  
るかもしれません。

そういう問題が世の中に認識されたとき、大多  
数の国民は「そんなひどいことは聞いていない」  
と言うと思いますが、そうとばかりも言えないの

図表5

財務省の「国債整理基金の資金繰り状況等」についての仮定計算が示した先行きの利払費の見通しと金融抑圧による一般会計の利払費抑制効果の考え方



(資料) 財務省「日本の財政関係資料」、および「国債整理基金の資金繰り状況等」についての仮定計算」各年版、参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」各年版を基に日本総合研究所作成。

(原資料注1) 各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の「試算-1」(\*)を前提とする。令和5年度版では、令和9年度以降、新規公債発行額は平成令和8年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令8年度と同水準と仮置き。

(原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。

Copyright (C) 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. 2023

ではないでしょうか。この一〇年間、黒田総裁の異次元の金融緩和のもとで、実は私たちもすごく楽な思いをしてきたのです。そこを確認したほうがいいと思います。

日銀が異次元の金融緩和やイールド・カーブ・コントロールを行わなかった場合、国債利払費は幾らになっていたかを、財務省発表の国債利払費の仮定計算から考えてみました。

日銀がイールド・カーブ・コントロールを導入したのは二〇一六年一月末の金融政策決定会合で、二月一日から実施しました。その二月の時点で財務省が想定していた長期金利は一・六〇一・七％で、ほかの要因はほとんど横ばいという前提で計算していた二〇二二年度の利払費は一五兆円を超えていました(図表5)。もちろんその当時、この後のコロナ危機は想定されていないので、その分は入っていません。

もし異次元緩和やイーロード・カーブ・コントロールをしなかったら、長期金利が何%だったかは誰にもわかりませんが、仮にこの数字で推移していたら、二〇二二年度の利払費は大幅に上がっていたはずです。実績値との差の一〇・三兆円を私たちは払わずに済んでいるのです。これはこの年に限ったことではありませんから、結局、実績値の折れ線グラフ、二〇一六年二月の仮定計算の折れ線グラフ、利払費の実績値の折れ線グラフで囲まれた三角形の面積分の利払費を払わずに済んでいる。

日本も遅ればせながら金融政策正常化に向かい、日銀がひどい赤字や債務超過になって、一般会計から補填しなければいけなくなったときは、私たちが払わずに済んできた利払費が、後払いで請求されることに相当するのではないかと思えます。ですから、国民が、これは理不尽だ、おかし

いとあまり言うのも虫が良すぎる。こういう金融政策をしてきたら後の局面ではこうなるということは、認識しておいたほうがいいという気がします。

次に、財政運営上の金利リスクの問題です。

わが国の国債・財投債の主体別保有残高の推移を見ると、二〇一二年時点では、固定利付債を国内の民間銀行や保険・年金基金がかなり引き受けてくれていたのに、その後の異次元緩和で、日銀が国債を引き剥がすような形で吸い上げて、今は発行残高の半分以上を保有していることがわかります。

今後の情勢変化によって、日銀は当座預金の付利を上げていかなければならなくなります。中央銀行はもちろん政府と一体の存在ですから、そこに先行きの金利リスクが乗ってきてしまっている。民間銀行や生保が国債をかつてはかなり持つ

てくれていたということは、金利変動リスクは民間が負っていて、国は決まったクーポンを払えばいいだけで安泰だったのに、わざわざ日銀が国債を買入れ入れて国の側に戻してしまつて、今や恐ろしい金利リスクを国全体として抱えることになつてしまいました。

これから先、植田総裁のもとで金融政策を徐々に調整し、財政運営がそれについていくことが望ましいのですが、突然のイーールド・カーブ・コントロール解除に追い込まれると本当に怖いと思います。昨年来、金融政策決定会合の直前に国債が海外勢に大規模に空売りされたことがありました。それが円安と一緒に去年の秋は本当に怖かったです。そういう局面になつたとき、日銀は何ができるかということですが、

急激な円安は、金利差によるものだけでなく、国全体の信用が揺らいでいることを意味するので

はないかと思えます。日銀はいずれ金利を上げなければいけなくなり、あつという間に赤字になり、債務超過になります。

世の中には、日銀が赤字なら国債を幾らでも出して、また日銀に引き受けさせればいいのではないかと言うリフレ派の方もおられます。為替レートが安定しているときはいいかもしれませんが。これまで実際にそうやってきたのですが、一ドル＝一五〇円以上の円安になつて、日銀が金利を上げて防戦してもまだ止まらなかったら、国債を買い支えるのは無理だと思えます。国債を買えば買うほど自分の赤字幅が増えるので、火に油を注ぐようなものです。そういう状態に陥ることを、そのときになって初めてこの国は気がついたふりをするのでしょうか。そんなことになっては困るから、こんな政策をどこの中央銀行もやらないのです。

これから先の一番の課題は、日銀の国債買い入

れはいつまでもできるものではなく、長期金利の上昇抑制はいずれやり切れなくなる。市場金利が少しでも上がったなら、財政はもたないような状況です。そこをどう両立するかだと思います。そのときに大事なものは、当然ですが、この国の財政運営は大丈夫だ、続けてやっていけると思ってもらえるかどうか、市場の信認が得られるかどうかです。

市場金利が上昇しないようにするために国にできることは、国債の発行額を減らすしかありません。一九〇兆円も出しているは無理です。新発国債の減額どころか、もしかしたら発行が一切不可能になるかもしれない。借換債も元本償還して減らさなければならぬかもしれません。

新発国債が出せないという状況に急に追い込まれたとき、財政運営は、歳入の三分の一にあたる公債金の部分が全部消えて、残り三分の二の歳入

額の中に、歳出を全部入れなければいけなくなりません。どれを入れますか。こうお尋ねすると、大抵の方は社会保障、防衛費、地方交付税、大事なものをいろいろお答えになります。答えは違います。最優先は国債費です。国債の償還や利払いを予定どおりできないとデフォルトになります。

三分の二の歳入額からまず国債費をとって、残りに国債費以外の一般歳出をおさめるということは、単純計算で一般歳出を一律で四割カットせざるを得なくなることになります。

今、日本はプライマリーバランスの黒字化を目標にしています。それも達成できておらず、二〇二五年にできるかどうかと言っていますが、プライマリーバランスの均衡を達成できても、新発国債の発行は残ってしまいます。

ドイツは財政収支を黒字化していました。コロナ危機以前は、黒字化している国がほかにもたく

さんありました。利払費まで含めた財政収支が均  
衡していたら税収で全部賄えるので、一般会計の  
歳入に公債金は要りません。新発国債を出せなく  
ても慌てる必要はありませんが、日本は財政再建  
の努力をしないで、プライマリーバランスの黒字  
化も先延ばしにしてきたので、こういうことにな  
ってしまったのではないかと思いません。

コロナ危機後、世界経済の局面が大転換しまし  
た。日本は低インフレ、超低金利が永久に続くの  
ではないかと思っていたところが、実はそうでは  
なかったことがあらわになって、今、政策転換を  
迫られています。いきなり危機的な状況に追い込  
まれるようなことになる、財政運営が大変なこ  
とになりかねません。

こういう状態に対して日本国内では危機感が薄  
いのですが、海外は気づいています。

いろいろな記事がありますが、一番厳しい

The Economist誌は、二〇二二年一月五日付の  
記事で、「イールド・カーブ・コントロールから  
の無秩序な出口は、世界第三位の経済にとって劇  
的な事態となるだろう」とか、「悪夢のシナリオ  
となった場合、日本の政府負債の持続可能性に疑  
問を投げかける事態となり得ることがあり得る」  
と書いており、日銀がイールド・カーブ・コント  
ロールを外さなければいけなくなったら、日銀だ  
けでなく日本の国の財政運営が大変になるよと、  
お見通しなのです。

IMFから「二〇二三年対日四条協議報告書」  
が三月末に出ました。そこでも「ソブリン・スト  
レスがかかる可能性がある」とはつきり書かれて  
います。日本の場合は国債はデフォルトにはなら  
ないけれども、ものすごく急激な歳出カット、増  
税といった財政緊縮をやらざるを得なくなるかも  
しれないとか、物価は上振れリスクのほうが大き

いとか、いろいろ言われています。

では、どうしていけばいいか。本当にいろいろ難しいとは思いますが、これまでやってきた「事実上の財政ファイナンス」のようなことは続けられません。円安になったときに、どうにも止められなくなってしまうことが一番怖いので、そうならないうちにいろいろと手を打っていくべきです。目指すべきは市場主義経済の根本である市場メカニズムの回復です。

日本では、金利は低ければ低いほどいいという概念が蔓延しています。もちろん、日本経済は高金利に耐えられるはずもないし、そんなことをする必要ありませんが、金利ゼロと一％は相当違います。金利の資源再配分メカニズムもあります。金利ゼロ%を長くやってきた結果が、今、出ているのではないかと思います。

国債は、基本的に民間投資家に保有の中心に

なってもらう。低金利は日銀につくり出してもらうのではなく、市場の信認で実現できるようにしていくべきです。

そのように考えていくと、日銀は、近い将来に赤字や債務超過への転落があり得、下手をすると国に損失補償を求めざるを得なくなることを対外的にきちんと説明もした上で、植田総裁の任期五年では正常化は終わらないので、一〇年、二〇年という長期的な計画を立て、正常化の歩みをきちんと進めていくことが必要なのではないでしょうか。

財政運営は、最近、防衛費の議論はいろいろやっているのですが、コロナ対策をどうするのかという議論を全然しようとしません。東日本震災時の復興債、今も復興特別所得税を納めてみんなで少しずつ負担していますが、そういう枠組みの導入をきちんと考えていったほうがいいと思

ます。

コロナ禍で日本の家計貯蓄は大幅に増加しました。税を追加的に負担できる余裕のある層が存在すると思いますから、そういったところも考えた上で、財政運営をしつかりやっていく必要があります。プライマリバランス黒字化の目標が二〇二五年と言っていますが、それでは間に合わないというぐらいの危機感を持って、財政運営に本腰を入れて進めていかないといけないと思っております。

私からは以上でございます。(拍手)

○増井理事長 我々がふだん懸念している悪夢を、具体的な姿で見せていただいた感じがいたします。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。御意見、御質問等いかがでしょうか。

○質問者 A 質問は二つあります。一つ目は、日

本は諸外国と比較して間接税の比率がまだ低い。そのあたりがIMFの評価のポイントになっていました。が、財政規律という意味では、それが一つの解決になるとお考えですか。

二つ目に、幾ら借金しても大丈夫だという政治家の考え方が全体の鍵になっていっていると思いますが、そういう議論にどのように対抗し、説得していくのがいいかという御示唆をお伺いできればと思います。

○河村 間接税の負担比率が低いことはおっしゃるとおりです。IMFからは、今回に限らず、何年も前からいろいろ言われてきました。ヨーロッパでは消費税が二〇%の国もあって、日本はまだ上げる余地があると言われています。ただ、それだけでなく、所得課税、法人課税の課税ベースの狭さも言われていて、なかなかよく見えていると思

います。日本も配偶者控除を少し縮小しましたが、まだ年収九〇〇万円のラインが残っています。そういうところを社会情勢の変化に合わせて、公平性が担保できるような形で解決していくことで、歳入も上がってくると言われておりますので、決して間接税だけではありません。

日本の場合、増税というとすぐ消費税に持つていくので世の中の反対が根強くなって、増税できない。結局、誰が負担するかという議論を正面からしないで、国債を出して後の世代に負担を押しつけて終わる。それはよくないのではないかと思います。課税ベースは本来に拡大の余地があります。私も思います。法人税もどこの企業がどれだけ納めずに済んでいるのか、財務省は明らかにしていません。国全体の低成長の要因がどこにあるのかを考えたときに、消費税一本やりでなく、そういうところにきちんと手をつけていかないといけな

い。そういったことも含めて、海外からも指摘が来ています。

二点目の政治の考え方にどう対応していくかというのですが、日銀に幾らでも国債を出させておけばいいとか、日銀は政府の子会社だとか、そういう方々の議論を伺っていると、往々にして中央銀行は政府と一体だから何をやっても問題ないと言われる。今日、私がお話したような、現実の市場の中での中央銀行のオペレーションを考えていったときに、中央銀行がどういう状態に陥り、国がどう支えなければならぬ事態に陥るかといった議論をする方はいません。そういう話は難しいということもあって、世の中全体として易きに流れてしまうところがありますが、決してそんな簡単な話ではありません。

政治がプレッシャーをかければ日銀が幾らでも低金利をつくり出せるという考え方があったかも

しませんが、それは決してノーコストではないし、下手をすると国民に負担がかかってきってしまうかもしれない。世の中全体の理解と政治家の理解は当然連動しますので、それをみんながしっかりと理解できるような形でやっていくしかないのではないかと思っております。

○質問者B 先生のご指摘は確かにそうだと思いますが、今の経済情勢で金利の引き上げと財政の引き締め方向に動くと、一挙に不景気になってしまつて税収が減少する。財政事情はかえって悪くなるという心配はないでしょうか。

○河村 もちろん下押し圧力がかかってくると思いますが、それ以上に大変な、国内債務調整みたいなことになってしまふのではないかというのが、私の考えです。

○質問者C 円安リスクが高まる要因として、海外金利の上昇や自然災害の発生、英国のトラス政

権のようなインフレ時の減税策といったシナリオが考えられますが、その他に想定されるものがあれば御教示ください。

○河村 まず、国際収支が根強く効いてくるころがあるのではないかと思います。あとは、財政運営が難しい局面に入っていくことになれば、そこは間違いなくリスクとして認識されることになると思います。おっしゃられた三つ目の英国のトラス政権の状況に通ずるところがあるかもしれませんが、きちんとした財政運営を粛々と続けていけることを、国内外の市場参加者に信用してもらうような形での政策運営が行えないことがあからさまになったときは、それも円安リスクの一つの要因になり得るのではないかと思っております。あとは、おっしゃられた要因も十分あり得ると思います。

○増井理事長 時間も少し過ぎておりますので、

このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終らせていただきたいと思います。

今日は、我々がいつも思っていることを相当具体的にお話しただいて、大変重く受け止めなければならぬお話であったと思います。

河村さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(かわむら さゆり・日本総合研究所調査部主席研究員)

(本稿は、令和五年四月二日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

河村 小百合 氏

略 歴

日本総合研究所調査部主席研究員

1988年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て1991年日本総合研究所入社、2019年より現職。

近著『日本銀行 我が国に迫る危機』（講談社、2023年3月）のほか、財政・金融政策運営関連の著作・論文等執筆多数（いずれも <https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790> に掲載）。

財務省財政制度等審議会財政制度分科会委員（現職）のほか、内閣官房行政改革推進会議民間議員、厚生労働省社会保障審議会委員、国税庁国税審議会委員等を歴任。