

## 経済立て直しには財政再建が必要 金融緩和による下支えは限界

日本は主要国で最悪の財政事情にもかかわらず、金融緩和による低金利のため、国民は痛みを感じていない。だが、それは長くは続かない。

かわむら さゆり  
河村 小百合

(日本総合研究所上席主任研究員)

2 012年12月の安倍晋三政権  
発足から約3年間の財政運営

で、毎年度の財政収支や基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字幅は、やや縮小した。消費税率引き上げや、円安の影響などによる法人税の増収などのためだ。

しかし、「20年度のプライマリーバランス黒字化」達成のめどは全く立たず、名目国内総生産(GDP)比で250%程度に上る政府債務残高の規模が縮小する見通しも全く立っていない。主要国で最悪の財政事情からの脱却に向けた財政再建の取り組みは、ほとんど進んでいないといつてよいだろう。

にもかかわらず、これまでのところ財政運営に目立った支障は生じておらず、国民は何ら「痛み」を感じていない。なぜか。それは、日銀が黒田東彦総裁のもと13年4月から着手した「量的・質的金融緩和」(以下、QQE)が下支えしているためだ。

QQEが「日銀トレード」で成り立っていることは周知の事実だ。日銀トレードとは、民間の金融機関が財務省の入札で国債を落札してすぐ日銀に売却し、利ざやを稼ぐこと。日銀は、国からの国債の直接引き受けを形式的に回避しているが、その意図や形式はどうあれ、経済的実態から、QQEは極めて財政ファイ

ナンス(中央銀行による国債の引き受け)色が濃厚のように見受けられる。

### 低金利が 問題を隠している

日本の財政運営の実情を見ると、債務残高や毎年の財政収支赤字幅(※新発国債の発行額)の大きさもさることながら、国債発行における短期債の比率が高い。このため、毎年調達しなければならぬ国債の発行規模(新発債+借り換え債)はGDP比で5割超と、諸外国に比べ突出して高い(表)。

これは、財政運営をするうえで、市場金利の影響を強く受けざるを得ないという、極めて脆弱な構造にあることを意味する。にもかかわらず、日本で問題が表面化しないのは、日銀が「デフレ脱却」を目的とするQQEによって、金利を異例の低水準に抑えているためだ。

QQEを2年半以上も続けた結果、日銀による国債の保有シェアは、すでに全発行残高の3割を超過。2年物国債や5年物国債に至っては、5割近くに達する。これでは、市場は「国債の価格発見」機能を健全に発揮しようがない。足元の10年物国

日本の毎年必要な国債発行額は主要先進国で特に高い  
(2015年見直し、対名目GDP比) (%)

	債務残高	毎年必要な国債発行額			(参考)	
		満期到来国債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリーバランス
日本	246.1	46.5	6.2	52.7	▲6.2	▲5.7
米国	105.1	15.8	4.2	20.0	▲4.2	▲2.2
英国	91.1	7.4	4.8	12.2	▲4.8	▲3.2
(参考)						
ドイツ	69.5	6.1	▲0.3	5.8	+0.3	+1.5
イタリア	133.8	18.8	2.6	21.4	▲2.6	+1.4
スペイン	99.4	17.2	4.3	21.5	▲4.3	▲1.6
ギリシャ	172.7	8.8	1.2	10.0	▲0.8	+3.0

(注)IMFによる2015年4月時点の見直し。「財政収支赤字幅」の「▲」は、財政収支が赤字であることを示す。2015年、16年の短期負債残高は、それぞれ16年、17年に満期を迎える短期負債で再調達されると仮定。「必要な資金調達額」と内訳の「満期負債」「財政収支」は、ギリシャのみ中央政府ベース。「財政収支赤字幅」以外の▲はマイナス。14年10月時点の計数(出所)IMFの資料を基に日本総合研究所作成

債の金利は、わずか0・3%程度なので、昨年10月に消費税率引き上げが先送りされても、何も起きない。利払い費の急増もない。

このようにして、国全体に「油断」と「慢心」が充満し、蓄積されている。財政再建目標の達成に向け、実情に合った取り組みが進んでいるようには見えない。耳目を集めた新国立競技場の建設問題は、財政規律の緩みを物語っている。

### 資産買い入れは続かない

こうした政策運営の結果は、日銀の資産規模の異常な膨張に表れる

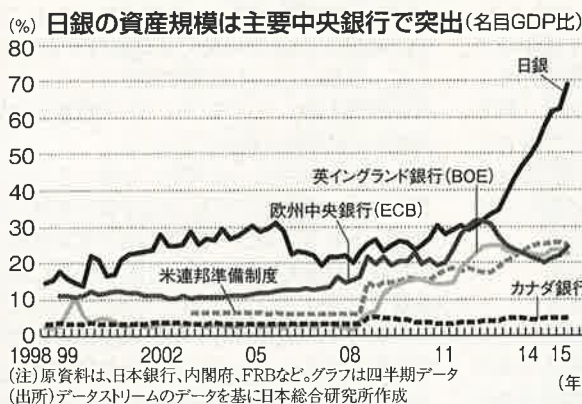
# 景気回復のウツ

〔図〕金融危機以降、大規模な資産買い入れを行った中銀には、米連邦準備制度や英イングランド銀行がある。いずれも、先行きのリスクや弊害なども考え、日銀よりずっと手前の段階で、資産買い入れを停止して、危機前の「平時」の状態に引き返そうとしている。他の主要中銀では、リスクの高い大規模な資産買い入れを最初から回避したところもある。

つまり日銀は、先行きの政策運営上、突出して大きいリスクを抱えているのだ。にもかかわらず、「この低金利状態は、このままだとまでも続くのではないかと」と、国全体が信じ切つて疑わない。

日本でこのような政策運営が可能だったのは、実は海外情勢によるところも大きい。リーマン・ショック以降は、日本だけでなく、海外の主要国でも異常な低金利状態が続いている。だが、遠からずこの潮目は大きく変わる可能性がある。その契機となるのは、米連邦準備制度が近々始める市場金利の引き上げ誘導だ。

連邦準備制度や日銀が実施してきた大規模な資産買い入れによる金融政策運営は、長く続けられるものではない。中銀は本来、経済・金融情勢などを見つつ、政策金利を上げ下げして、金融政策を運営するものだ。しかし、ひとたび「大規模な資産買い入れ」に手を染めてしまつと、



自由に政策金利を上げ下げして、金融政策を運営できる状態を取り戻すのが難しくなる。中銀自身の財務運営も相当に圧迫され、日本のように財政事情が悪ければ、国の財政運営の継続にも影響を及ぼしかねないなど大きな困難が待ち受けるためだ。

紙幅の関係で詳細を述べられないが、連邦準備制度が近々行つてであろう政策金利の引き上げ誘導開始は、正常化に向けて、本格的に取り組む局面に入ることを意味する。

連邦準備制度は、この引き上げ誘導に着手した後、大規模に買い入れしてきた米国債や住宅ローン担保証券(MBS)の満期が到来した時に、同額を再投資せずそのまま手放す「満期落ち」により、資産規模を縮小し始める意向を示す。自らの財務運営に大きな負荷がかかるため、正常化に向けて費やせる年数は限られる。その間に連邦準備制度は、膨れ上がった資産規模を元に戻さなければならぬ。満期落ちは相当な規模で実施される模様で、連邦準備制度が手放すのと同額の国債等を市場で円滑に消化できなければ、米国の長期金利には、かなりの上昇圧力がかかる」と予想される。

**円安進めば資本移動規制も**

このような連邦準備制度の政策運営の転換には、他の主要先進国や新興国の中銀も追随する構えだ。むしろ「追従せざるを得ない」と言つた方が正確かもしれない。これらの中銀は、金融政策を運営する上での自由度を連邦準備制度や日銀のように失つておらず、必要ならいつでも政策金利を引き上げることができる。そして、このように海外情勢の潮流が変わつた時こそが、日本にとつての正念場になろう。海外市場の金利が軒並み上昇局面になれば、円安圧力が相当に強まる可能性もある。日本の金融市場は、果たして「無風」のままではいられるのか。日銀はQQEを継続できるのか。日銀自身の財務運営を安定して続けることすら、危ぶまれる可能性もある。

それでもなお、日本のみが異常な低金利を維持したければ、日本の経済活動の生命線である「開放経済体制」を犠牲にする恐れすらある。これはいつい先ごろ、キプロスやギリシャが、資本移動規制や預金封鎖、預金口座の凍結などの形で経験した。そうした段階になるまで、財政・金融の正常化に自ら踏み出せないのなら、「自由な資本移動、自由な貿易による利益を最大限に享受」する形で経済活動をしてきた日本は、果たしてどのような姿になるのか。

このままでは、日本は財政危機、前述のような形で国民や企業に突然の重い負担を強いる「非連続的な債務調整」局面に、なし崩し的に突入せざるを得なくなると懸念される。現在のような政策運営のままでは、持続可能とは到底、考えられないのだ。そのような事態は、何としても回避しなければならぬ。

それには、国債の金利を、デフレ脱却目的で中銀が無理に抑えつける「金融抑圧」に任せず、本来の市場メカニズムによつて形成する形にできるだけ早く戻すことが肝心だ。

その結果、生じるであろう金利上昇を実力に見合ったものとして、国全体で正面から受け止め、財政運営上のやりくりをすべく、抜本的な財政再建に取り組むよりほかに、手立てはない。