



# わが国の財政・金融政策 運営が抱える課題

河村 小百合

## 1. わが国経済・金融・財政のこれまでの足取り

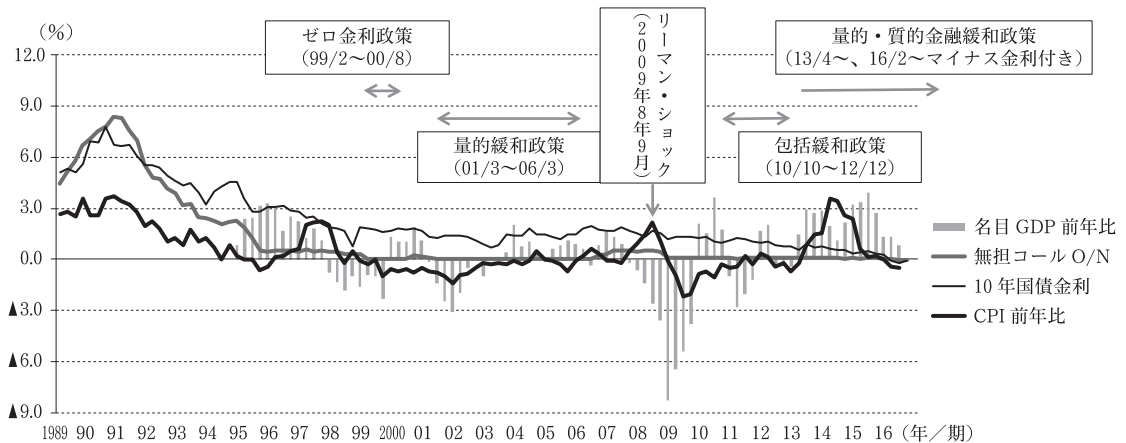
第二次安倍晋三政権の発足後、早くも4年が経過しようとしている。わが国経済の現状を総じてみれば、雇用情勢がタイトであるなど、決して悪くはない状態にある。もっとも、政権発足当初から「デフレ脱却」が声高に叫ばれてきたにもかかわらず、国民にとっては依然、先行きに明るい展望が開けてはいない状況だ。

わが国経済のこれまでの足取りを大まかに振り返ってみよう（図表1）。1980年代末のバブル崩壊の後、とりわけ、90年代末に不良債権

問題が深刻化した後から2000年代にかけて、わが国の経済は低迷し、物価もジリジリと下がる「デフレ」状態が長期化した。

これに対して日本銀行は、90年代末から2000年半ばにかけて「ゼロ金利政策」、その後2001年～06年にかけては「量的緩和政策」を実施した。この結果、不良債権問題と銀行危機は何とか収束したものの、経済や物価情勢はなかなか持ち直さず、その後、2008年にはリーマン・ショック、2011年には東日本大震災が発生し、わが国経済の弱体化に追い打ちをかける形となった。こうした状況下、日銀は2010年秋から白川方明前総裁の下で「包括緩和」を実施したものの、わが国の経済を立ち直らせる

図表1 わが国の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総研作成。  
(原資料) 日本銀行、総務省統計局、内閣府。  
(注) CPI前年比には消費税率引上げの影響を含む。

ことはできなかった。

この間の財政運営の推移をみると（図表2）、1980年代末頃のわが国は、財政収支、プライマリー・バランス（基礎的財政収支）ともに黒字で、一般政府債務残高の対名目GDP比も60%台という「健全財政国」の状態にあった。それが、バブル崩壊、不良債権問題深刻化による銀行危機や経済低迷の長期化を受けて悪化の一途をたどった。2000年代半ばにかけては、いわゆる「小泉構造改革」の進展などを受けて、一時的に財政収支が好転する局面もみられたものの（図表2）、債務残高の累増が続き、2005年には国（中央政府）の債務残高がついに名目GDPを上回るに至っている（図表3）。その後のリーマン・ショックを契機に、わが国の財政事情は再び大幅に悪化し、東日本大震災がこれに拍車をかけることになった。2009～12年度にかけては、実に、一般会計の税収以上の新発国債の発行を余儀なくされ、毎年度、税収以上の規模で、後の世代への新たな負担のつけ回し

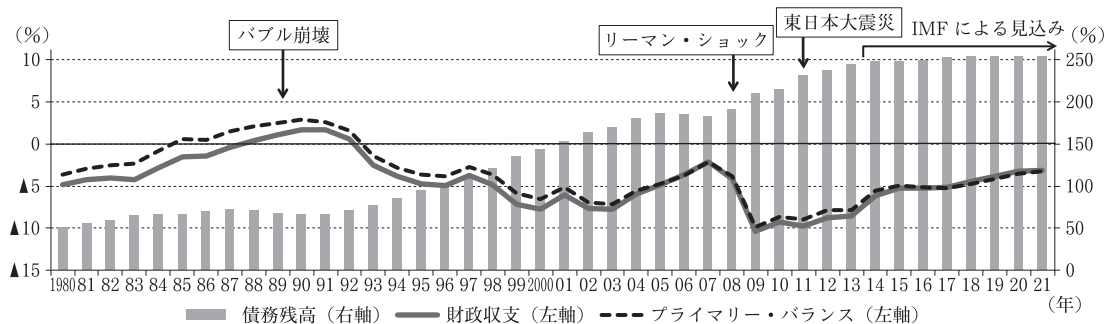
が行われる状態に陥った。なお、この間、銀行危機対応やデフレ対応のために、超金融緩和状態が長期化して長短市場金利が低水準に抑えられてきたことが、利払費の抑制を通じて毎年度の財政運営を弛緩させてきたことは否めない。

## 2. 第二次安倍政権誕生と日銀の「量的・質的金融緩和」開始後の状況

こうした閉塞状況を打開しようと、2012年末の総選挙で民主党から政権を奪還して発足した第二次安倍政権は、「デフレ脱却」を旗印に、①大胆な金融緩和、②機動的な財政出動、③民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」から成る「アベノミクス」なる経済政策を推進した。

日銀では、2013年3月に黒田東彦総裁が就任した。そして、黒田総裁は、「それまでの日銀の金融緩和の度合いが足りなかったから、日

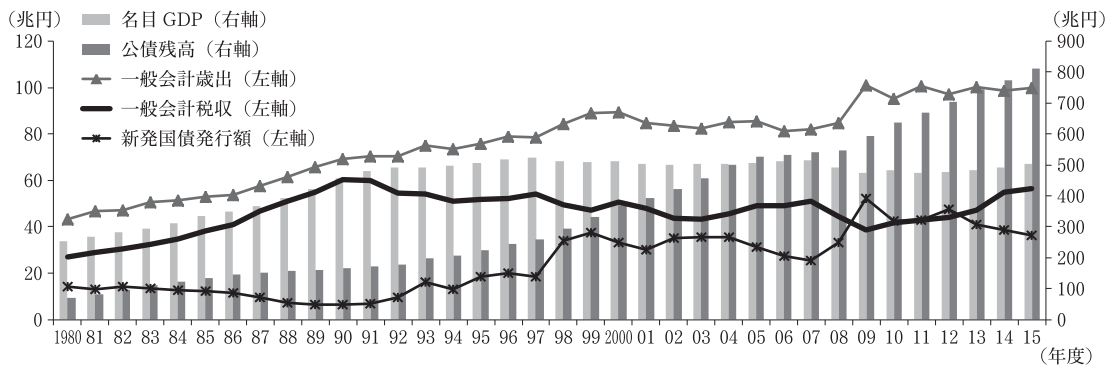
図表2 わが国の一般政府グロス債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移（名目GDP比）



（資料） IMF, World Economic Outlook Database, October 2016 を基に日本総研作成。

（注） 2014年以降は、2016年10月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見通し。

図表3 わが国の財政・経済の長期推移

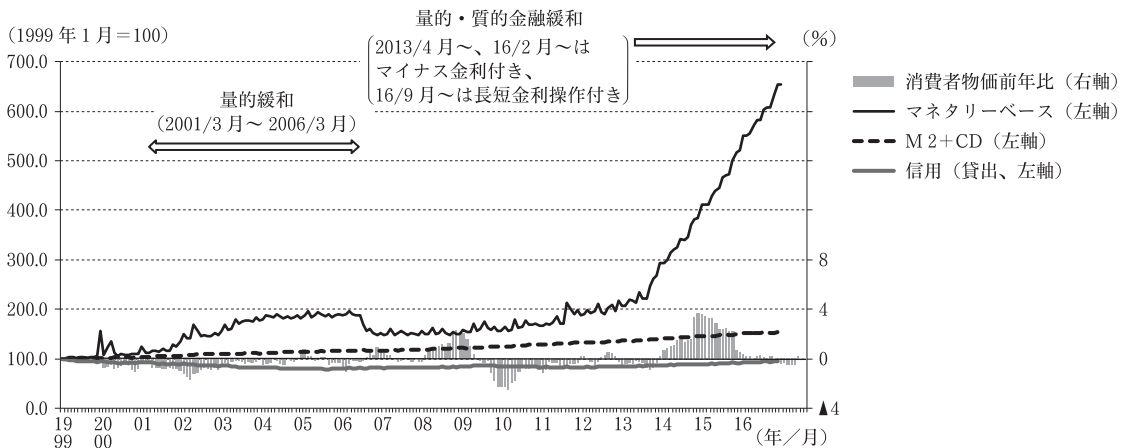


（資料） 内閣府『国民経済計算』、財務省『日本の財政関係資料』2016年4月を基に日本総研作成。

本はデフレから長年脱却できなかった」というかねてからの持論<sup>(1)</sup>に基づき、その直後の同年4月から、年間約50兆円という“破格”の規模で国債等を買入れてマネタリーベースを供給する「量的・質的金融緩和」（以下QQE）を開始した（図表4）。この政策の開始直後は、外国為替市場で急速な円安が進行したことや、安倍政権が同時に13兆円規模の補正予算を策定・実行に移したことなどもあって、物価が前年比プラス圏内へと上昇し、景況感も大きく好転するなど、一見すると目覚ましい成果がみられた（図表5）。しかしながら、それも長続き

はせず、2014年4月に実施された消費税率の引き上げ（5→8%）の効果が一巡した2015年夏頃からは、原油価格下落の影響等もあって、物価上昇率は鈍化し、足許では6ヵ月連続前年比マイナスの状態に陥っている。日銀はこの間、2014年11月に国債等の買入れによるマネタリーベースの供給規模を年80兆円に増額し、2016年2月からはQQEに追加する形で「マイナス金利政策」を導入（図表5）、同年9月からは「長短金利操作」（いわゆる「イールドカーブ・コントロール」）を追加するなどの追加緩和策を講じたものの、その効果が経済や物価に及ぶ

図表4 日本のマネタリーベース・広義マネー・信用（1999年1月=100）と消費者物価指数前年比の推移



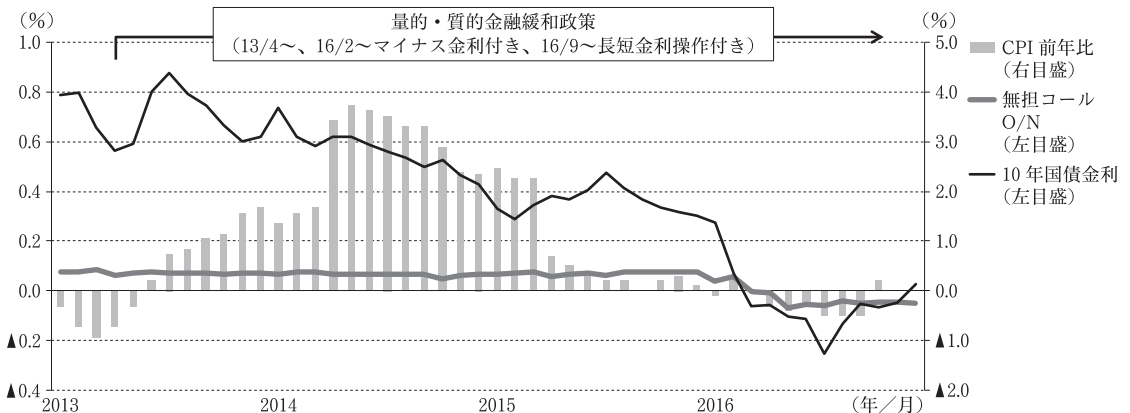
（資料）日本銀行時系列統計データを基に日本総研作成。

（注1）マネタリーベース、M2+CD、信用（貸出）は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月の消費税率引き上げの影響を含むベース。

（注2）M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数（1999年1月=100とすると111.2）が一致するように新統計を接続して表示。

（注3）貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

図表5 量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



（資料）Datastreamのデータを基に日本総研作成。

（原資料）日本銀行、総務省統計局。

（注）無担コールO/Nと10年国債金利は月初値。CPI前年比には消費税率引き上げの影響を含む。

状況には至っていない。むしろ、マイナス金利導入による金融システム等への副作用の方が目立つ状況にある。

また、この間の財政運営の状況を見ると、第二次安倍政権発足以降「アベノミクス」による円安の影響を受けた企業業績の改善に伴い税収が増加し、財政収支はやや持ち直したものの、足許ではそれも息切れし、法人税収の下振れを赤字国債発行で賄う状況に再び陥りつつある。財政再建に向けては、「経済成長なくして財政再建なし」というスローガンが声高に叫ばれるばかりで、社会保障や地方財政といった財政運営上の重要分野における抜本的な財政構造改革については、事実上、具体的な検討への着手すらされていない状況にある。そして、2012年の「税と社会保障一体改革」によって与野党で合意されていたはずの消費税率の8→10%への再引き上げは、安倍政権の下で二度にわたり延期されてしまった。こうした結果、世界最悪の規模（GDP比）に膨張している政府債務残高を今後、いかにして抑制していくのか全く見通しが立たない状況になっている。

この4年間の経済運営を振り返れば、「アベノミクス」の恩恵は、家計においては専ら株保有比率の高い一部の富裕層に限られ、格差の拡大も指摘されている。企業においても好況感が強いのは大企業や都市部が中心で、なかなか地方や中小企業には及んでいない。少子高齢化のさらなる進行が避けられないとの認識が強まるなかで、「地方消滅」が語られる機会が増え、国民の間では、社会保障や財政、経済の先行きに対する不安が一層根強くなっている。企業は国内市場の先行きに自信を持ってないがゆえに賃上げに躊躇しており、これらのことが相俟って、個人消費の停滞は長期化している。企業の設備投資も力強さを欠き、国全体として先行きに明るさを見だし難い状況にあるといえよう。

### 3. わが国財政の先行きのリスクの所在

わが国の経済や財政は、このように先行きの明るさに欠け、閉塞感の強い状況にある。半面、

足許で何らかの特段の支障が生じているわけでもない。世界で最悪の財政事情にあるものの、消費税率の引き上げを2度も先送りしたところで、市場金利がそれに反応して上昇することもなかった。長短市場金利は、日銀の3年半以上にわたるQQEの下で、上昇するどころかむしろ低下し、足許ではマイナス圏内に入っている（図表5）。一見すると「無風」状態の下で、安定的な経済運営が営まれており、そのなかで私たちは暮らしている。

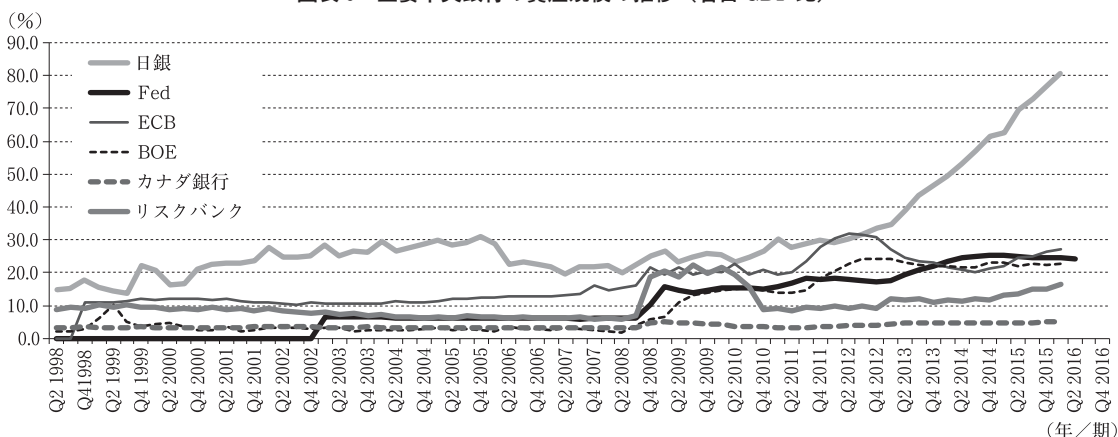
しかしながら実際には、表面上の静けさの下で、この国の経済・財政運営の先行きを大きく揺るがしかねないリスクの膨張が放置されている。そのリスクの所在は、中央銀行である日銀だ。

日銀は2013年4月以降、黒田総裁のもとでQQEを実施し、諸外国の主要中央銀行を圧倒的に凌駕するペースで資産規模を拡大させてきており（図表6）、足許ではすでに名目GDP比で8割を超過した。

日銀のバランス・シートの大まかな見取り図をみると、2001～06年に「量的緩和」を行っていた時代とは様変わりし、日銀の資産および負債が膨れ上がっている様子がみてとれる（図表7）。2000年代の「量的緩和」時代には、日銀は「買入れた長期国債の残高が銀行券の発券残高を上回らないようにする」という「銀行券ルール」を自らに課し、遵守していた。そうした状況下、日銀は2006年3月に量的緩和を解除した後、バランス・シートの規模を速やかに縮小させ、同年7月には、短期金利の0.25%への引き上げ誘導が可能となったのである。

その時の市場における実際の資金の動きは次のようなものであった。「量的緩和」が解除された2006年3月前後も、短期金融市場には、日銀の国債買い入れによって、法定準備預金を除き約30兆円規模という巨額の余剰資金が供給されており、他に行き場がないゆえ、日銀の当座預金に無利子であるにもかかわらず預けられていた（いわゆる「超過準備」）。このため、市場参加者のなかには「資金不足」先はないため、短期金融取引は発生せず、それゆえ市場金利が事実上形成されない状態にあった。しかし

図表6 主要中央銀行の資産規模の推移（名目 GDP 比）



（資料） Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総研作成。

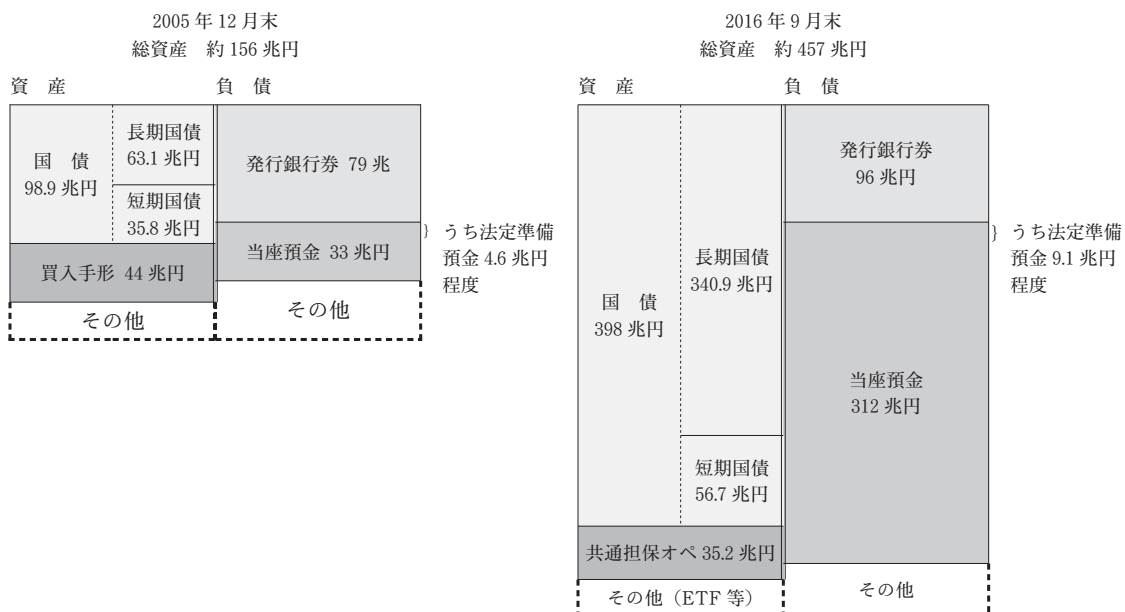
（原資料） 日本銀行、内閣府、FRB、U.S. BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden.

ながら、「銀行券ルール」が遵守されていたゆえ、30兆円規模の「超過準備」に見合うだけの、国債以外の資産、具体的には金融調節オペの残高（図表7中の「買入手形」）が存在したため、日銀はこれを、2006年3月の量的緩和解除後約3ヵ月間で満期落ちさせることにより、短期金融市場に滞留していた30兆円規模の余剰資金を一気に吸収することに成功し、短期金利の引き上げ誘導を可能にしたのである。

これに対して、現在の日銀のバランス・シートの状況をみると、2013年4月のQQE着手の

段階で「銀行券ルール」は一時的に停止（事実上の放棄）され、買い入れた資産サイドの国債の額と、それに見合う負債側の当座預金（そのほとんどは市場の余剰資金である「超過準備」）が巨大に膨張している。仮にここで日銀がQQEを停止し、金利の引き上げ誘導をすべく、2006年当時と同様、金融調節オペを数ヵ月ですべて満期落ちさせたととしても、市場から吸収できる資金はわずか35兆円程度にとどまり、なお260兆円規模の巨額の余剰資金が短期金融市場に残存することになる。これまで買い入れ

図表7 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較（2005年末と2016年9月末）



（資料） 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に日本総研作成。

てきた国債を逆に市場に売却すれば、短期金融市場から資金を吸収することは可能ではあるが、市場金利にかなりの上昇圧力がかかることは不可避で、経済に相当なマイナス影響を及ぼしかねず、決して現実的ではない。当然、日銀も、買入れたときよりも高い金利（＝低い債券価格）で国債を売却することになり、相当な額の売却損を被らざるを得ない。これでは、日銀の財務運営が持たず、最終的には国民負担につながりかねないため、未来永劫、金利の引き上げ誘導ができない、という事態ともなりかねない。

なお、2008年のリーマン・ショック以降、約6年間にわたり、多額の米国債やMBSの買入れを実施した米国の連邦準備制度（以下Fed）も、同じような状況に陥っている。ただし、Fedの場合は、多額の超過準備にFedが付利を行い、その金利水準を徐々に引き上げることによって、かつてほどの規模ではないにせよ、短期金融市場での資金取引を促し、市場金利が形成されるように図っている。他方、買入れた国債やMBSは、Fedも中途での売却はせず、将来のある時点から、満期が到来したものを順に期落ちさせ、資産規模の縮小を図る、という正常化戦略をとっている。加えてFedの場合は、資産規模の拡大を、日銀よりはるかに低い、名目GDP比25%前後の水準までにとどめている。

日銀はこれまでのところ、自らの「出口戦略」ないし「正常化戦略」に関して、国会での質疑に答える程度で、自ら具体的な方策を明らかにすることは一切していない。もっとも、実際にはFedと同じ戦略で進めるよりほかにないものと考えられる。

問題はそこの日銀の財務運営である。各中央銀行が買入れてきた国債等についてのクーポンの水準は、各国のそれまでの金利動向を反映しているため、Fedが保有する国債の加重平均利回りが3%台とみられるのに対して、日銀の場合は、決算発表時の公表計数によれば、国債の加重平均利回りは0.332%、その他の運用資産合計でも0.317%にとどまる（いずれも2016年9月末時点）。このため、今後、国内外の経済情勢が変化して、日銀としても、短期金

利を引き上げ誘導せざるを得なくなった場合、現在のFedの政策金利（0.75%）にも満たない0.50%とするだけでも、日銀は資産の利回りを負債の利回りが上回る「逆ざや」に陥ることになる。これに対して、日銀の資本金はわずか1億円、その他の準備金や引当金等を合わせても、資本勘定は7兆円強しかない。すでに、300兆円規模の超過準備を抱えてしまっているなかで、1%の「逆ざや」が発生すれば、年当たり3兆円のコストが日銀の財務運営にのしかかる。しかも、その状態は、買入れた国債の相当部分を満期落ちさせるまでの間、相当な年数にわたって続くことになる。足許の日銀の買入れ国債の平均残存期間が7.4年（2016年10月末時点）であることからすると、今後、満期が到来した国債の全額を期落ちさせるとしても、残高を半減させるまでに7年半はかかる計算となる。国内外の「ゼロ金利」ないし「マイナス金利」状態が永続するとは到底考えられず、このままでは、資本勘定が7兆円強しかない日銀の財務運営は早晚、持ちこたえられなくなり、債務超過状態に転落するとみられる。現行日銀法を改正して、政府の一般会計から損失補てんができる枠組みを整えることも考えられるが、その場合、今度は、巨額の国債残高を抱えるわが国の財政運営が、金利上昇と日銀の損失穴埋めが相俟って危うくなることにもなりかねない。わが国の場合、政府債務残高の規模の大きさもさることながら、短期債を中心に多額の国債の借り換えを繰り返す調達構造をとってきたため、毎年のグロスでの国債発行による資金調達規模が、諸外国に比較しても極端に大きい（図表8）。これは、市場金利の小幅の上昇でも、あっという間に利払費が増加するという、金利変動に対して極めて脆弱な財政構造であることを意味する。

加えて日銀は2016年入り後、QQEを継続するも「マイナス金利」政策を導入したため、「マイナス金利」＝「償還額面を上回る割高な債券価格」での買入れ、換言すれば「損失覚悟」で年80兆円ペースの国債買入れを行っている状態にある。日銀は、この国債のマイナス金利での買入れによる損失を、満期到来までの各期で均等割りして償却する「償却原価法」を

図表 8 主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額  
(2016年4月公表時点における、IMFによる2016年見通し、対名目GDP比)

(%)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリー・バランス
日本	249.3	36.5	4.9	41.4	▲4.9	▲4.8
アメリカ	107.5	16.0	3.8	19.8	▲3.8	▲1.8
イギリス	89.1	6.2	3.2	9.4	▲3.2	▲1.6
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	68.2	4.3	▲0.1	4.2	+0.1	+1.1
イタリア	133.0	16.0	2.7	18.7	▲2.7	+1.4
スペイン	99.0	14.7	3.4	18.1	▲3.4	▲0.9
ギリシャ	178.4	8.8	1.2	10.0	▲4.2	▲0.6

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015 および April 2016 を基に日本総研作成。

(原資料) Bloomberg L.P., および IMF スタッフによる推計・予測値。

(注1) 殆どの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)にかかもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。

(注2) 満期負債は、2016年および2017年の短期負債残高が、それぞれ、2017年および2018年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2016年もしくは2017年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2015年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。

(注3) スペインのデータは、連結ベースの一般政府にかかもの。

(注4) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務にかかる帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。

(注5) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

(注6) ギリシャのみ、グロス所要資金調達額(その内訳としての満期負債、財政収支)は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。債務残高と財政収支、プライマリー・バランスは2016年4月時点における2015年の計数。

図表 9 「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の経常収入と外国為替関係損益、当期損益の推移

実施前←→実施後

(億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度			
					上半期	下半期	上半期	前年同期比
経常収入	7,410	9,087	11,447	13,963	6,938	7,025	6,712	▲226
円貨資産	6,641	8,385	10,785	13,267	6,593	6,673	6,371	▲221
貸出金	332	256	286	348	173	175	82	▲90
買現先勘定	—	—	—	▲0	—	▲0	—	—
国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,391	6,483	6,284	▲107
短期国債	220	295	108	▲208	▲28	▲179	▲483	▲455
長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,420	6,662	6,768	347
(参考)受入利息	9,595	12,703	16,822	21,614	n.a.	n.a.	12,221	n.a.
(参考)償却額(利息調整額)	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	n.a.	n.a.	▲5,936	n.a.
コマーシャル・ペーパー等	18	18	19	10	8	2	▲2	▲10
社債	65	53	39	32	19	13	6	▲12
外貨資産	768	701	661	696	345	351	340	▲4
外国為替関係損益(為替差損益)	6,036	6,194	7,601	▲4,083	272	▲4,355	▲6,976	▲7,248
(各期末時点の為替相場)	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末		2015/9月末	2016/3月末	2016/9月末	
ドル相場	94.18	103.23	120.03		119.90	112.57	101.34	
ユーロ相場	120.74	142.21	128.96		133.99	128.11	113.92	
ポンド相場	143.09	172.07	177.93		181.33	161.67	131.51	
当期損益	5,760	7,242	10,090	4,110	6,288	▲2,178	▲2,002	▲8,291

(資料) 日本銀行『第132回事業年度(平成28年度)上半期財務諸表等について』(2016年11月28日)、『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(2015年5月27日)、ブルームバーグ記事「日銀：国債購入で償却負担拡大、15年度8700億円に——緩和策が財務圧迫」2016年6月29日、日本経済新聞(電子版)記事「日銀に3つの不都合な真実 株高期待、高まらず」2016年8月18日、時事通信記事「日銀、9月中旬損失2002億円——4期ぶり赤字、円高で差損」2016年11月28日を基に日本総研作成。

(注) 国債収入のうち、(参考)と表記した別枠の内訳(受入利息、および償却額<利息調整額>)の計数は、2016年6月29日付ブルームバーグ報道、および2016年8月18日付日本経済新聞(電子版)報道、2016年11月28日時事通信報道に基づく(この各社に対して日銀が開示した計数)。

採用しているが、図表9は、その償却額の負担がすでに膨らみつつあることを示している。日銀が去る11月末に発表した2016年度上半期の中間決算によれば、国債の受入利息1兆2千億円余りのうち約6千億円がこの償却で食われてしまい、上半期は円高進行による外貨建て資産の評価残も嵩んだため、当期損失は約2千億円の赤字に転落した。

このように、QQEにマイナス金利を併用する日銀の金融政策運営が、中央銀行たる日銀自身の財務運営をじわじわと蝕み始めている。また、遠くない将来にいずれ到来するであろう正常化局面を見通せば、財務コストの問題から、国の財政運営に大きな負担が転嫁されたり、ないしは、中央銀行として本来行うべき機動的な金融政策運営を行い得なくなり、大幅な円安の進行や物価上昇に打つ手がなくなる事態ともなりかねないことが懸念される。

わが国の財政運営は、確かに、足許では平穩そのものだ。しかしながら、実際には、「デフレ脱却」という「錦の御旗」のもとで展開されている「事実上の財政ファイナンス」によって、中央銀行である日銀に、この国の行く末を左右しかねない大きなリスクが今日もなお、蓄積され続けている状況にあるといえよう。

#### 4. 今後の課題

日銀は、2016年9月に「総括的な検証」を実施した。QQEに着手した当初、日銀は、「2年で2%」という物価目標を掲げ、“異次元”のQQEを続けてきた。しかし、今日に至り、2017年度末までという現執行部の任期中の目標達成を結果的に断念した。最近の検証ペーパー

の発表等を通じて、これまでの3年半余りにわたる、マネタリーベースを大幅に拡大させる金融政策運営が、長い目でみた物価動向には大きな影響を及ぼし得なかったことを、日銀自身も認めつつある。

にもかかわらず、日銀は今なお、QQEを維持するなかで「イールドカーブ・コントロール」を導入し、マイナス金利での巨額の国債買入れを継続している。「総括的な検証」では、日銀自身が抱えるこのように深刻な財務運営上の問題に触れることは一切なかった。本来であれば、中央銀行として国民に誠実に説明すべきこのような重大な副作用の問題、米国のFedは大規模な資産買入れを実施している最中から米国民や市場に対して誠実に説明してきたこの財務運営の問題に、日銀は、QQE着手から3年半が経過したこの期に及んでも、自ら蓋をしてしまったのである。

このような金融政策運営は、中央銀行たる日銀の財務や信認のみならず、わが国の財政や経済運営、国民の生活に大きな禍根を残すこととなりかねない。漫然と、惰性で継続して先行きのリスクを無為にさらに大きく膨張させることが許されるようなものでは決してなかろう。すでに国際金融市場では長期金利の上昇など変化の兆しも出始めている。わが国全体として、直ちにこの問題に正面から向き合っていくことが求められている。

#### 《注》

- (1) 例えば、日銀総裁候補として黒田氏に対する所信聴取が行われた2013年3月4日の衆議院議院運営委員会会議録等を参照。

