

日本総研Youtube
記者勉強会

「世界的なインフレとウクライナ危機下での 金融政策正常化と財政運営の課題」

2022年4月19日

株式会社日本総合研究所

調査部 主席研究員

河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

お問い合わせ先：調査部 主席研究員 河村 小百合
TEL：090-9956-4503 E-MAIL：kawamura.sayuri@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

問題意識

- コロナ危機後、世界経済は明確な“インフレ局面”へと転換。そこへ、ロシアのウクライナ侵攻が勃発。「低インフレ・低金利局面」は、もはや過去のものとなりつつある
- 海外の主要中銀は、正常化に向けての取り組みをどのように加速させているのか
 - 前回のリーマン・ショック後の局面と比較して、難易度はいかほどか
 - 中央銀行の財務運営の悪化に備え、どのような対応が講じられているのか
- わが国は“事実上の財政ファイナンス”状態を今後も続けられるのか
- 何の備えもなく、急激な円安が進行した場合、どのような状況に陥るのか
- その回避のために望ましい金融政策運営とは
- イールド・カーブ・コントロールの解除にはどのように取り組むのが望ましいのか
- 同時に、どのような財政運営を進めておかなければならないのか

構成

<u>1. 最近の経済情勢と主要中央銀行の金融政策運営</u>	…5
<u>2. イールド・カーブ・コントロールに先例はあるか</u>	…14
(1) 3つの事例	
(2) 第二次世界大戦時のFed－事実上“唯一の先例”	
<u>3. 日銀が利上げ局面に入った場合、何が起こるか</u>	…21
(1) 日銀の財務運営への影響	
(2) わが国の財務運営への影響	

4. 主要中央銀行の最近の金融政策運営と財務悪化に備えた対応

…31

- (1) 米連邦準備制度 (Fed)
- (2) イングランド銀行 (BOE)
- (3) 欧州中央銀行 (ECB)
- (4) 小括

5. わが国に求められる政策運営の方向性

…52

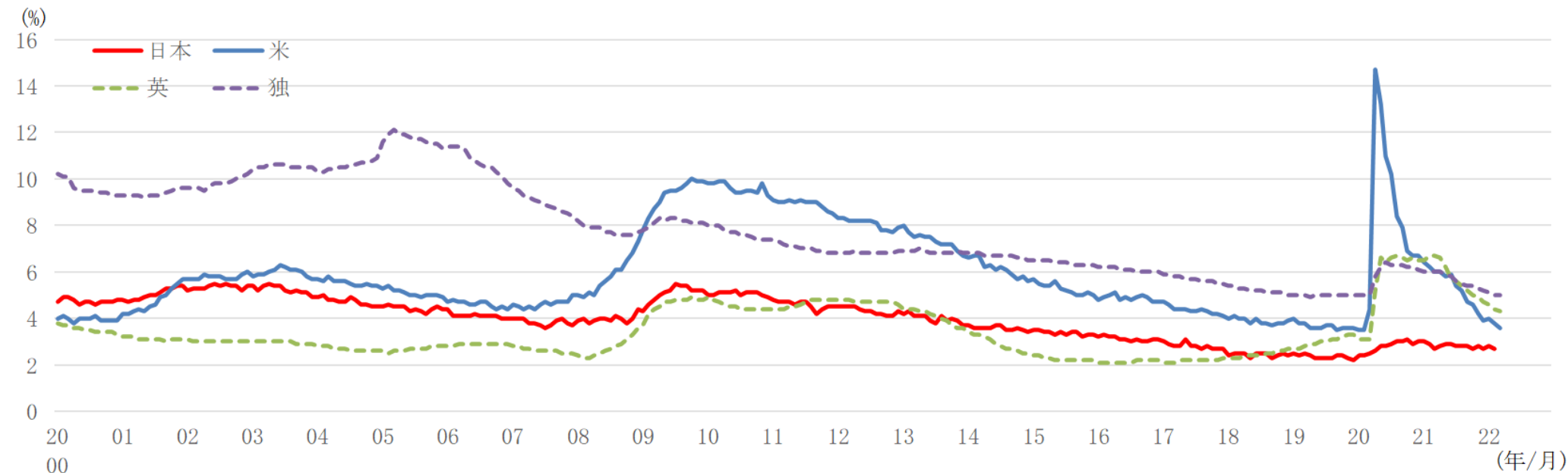
- (1) “日銀への損失補填” は“免れた国債利払費”の事後請求
- (2) 先々の財政運営上、金利変動リスクを誰が負担するか
- (3) “突然のYCC解除”に追い込まれたときに起こる事態とは
- (4) 今、求められるのは機動的かつ柔軟な金融政策運営と堅実な財政運営

1. 最近の経済情勢と主要中央銀行の金融政策運営

(経済情勢－リーマン・ショック後とは明らかに異なる展開に)

- リーマン・ショックは**金融**が震源。コロナ危機は**実体経済**が震源
- リーマン・ショックは**需要**ショック。コロナ危機は**供給**ショック

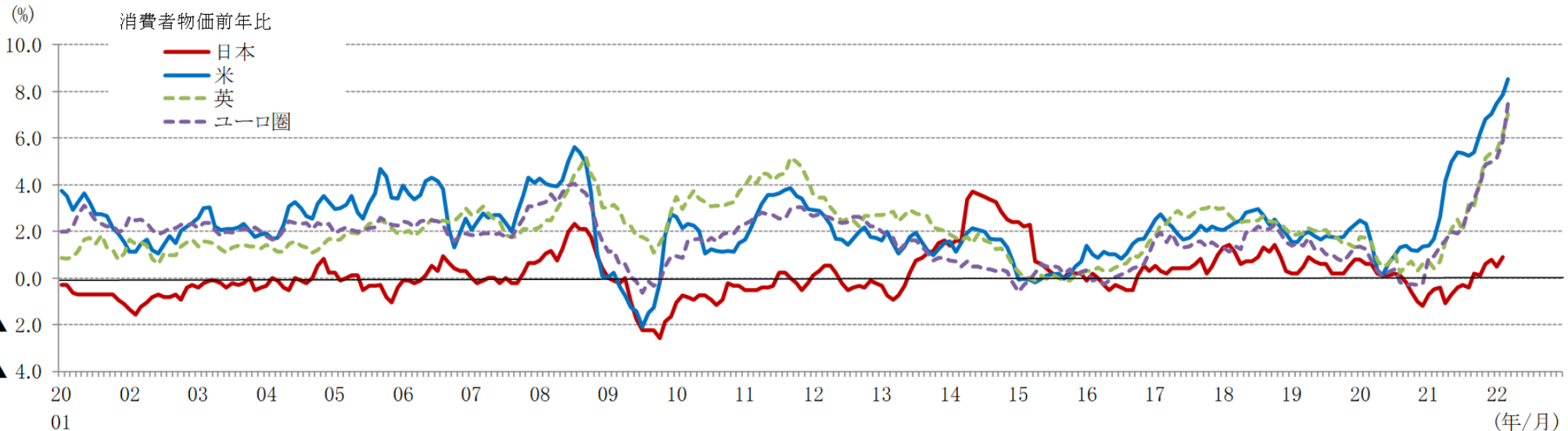
(図表1) 主要国の失業率の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成.

- 物価も、わが国以外の主要国では2021年夏頃から急進基調が明確化。数十年振りの高い伸びが継続

(図表2) 主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成。

(注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月、および2019年10月の消費税率引き上げ(それぞれ5%→8%、8%→10%)の影響を含むベース。

- わが国においても、資源高や円安を受け、川上の輸入物価や企業物価が上昇。川下の消費者物価へも徐々に押し上げ圧力が波及しつつある状況

(図表3) わが国の物価指標の推移

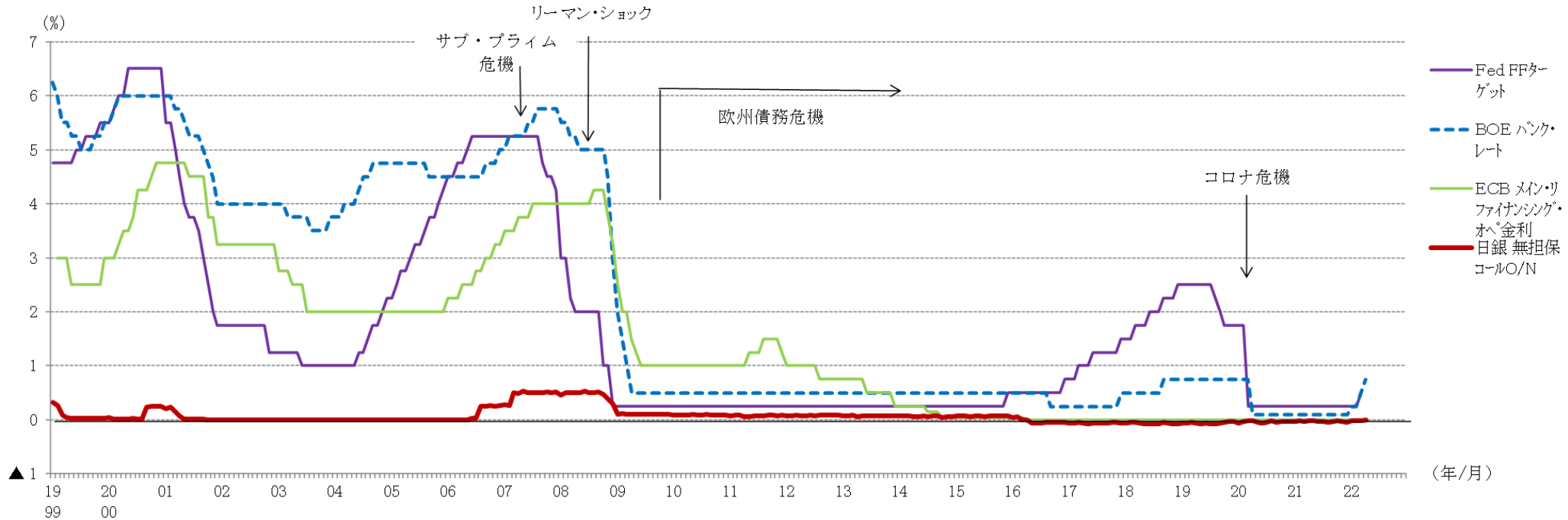


(資料) 日本銀行『時系列統計データ』およびThomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成.

(主要中央銀行の金融政策運営)

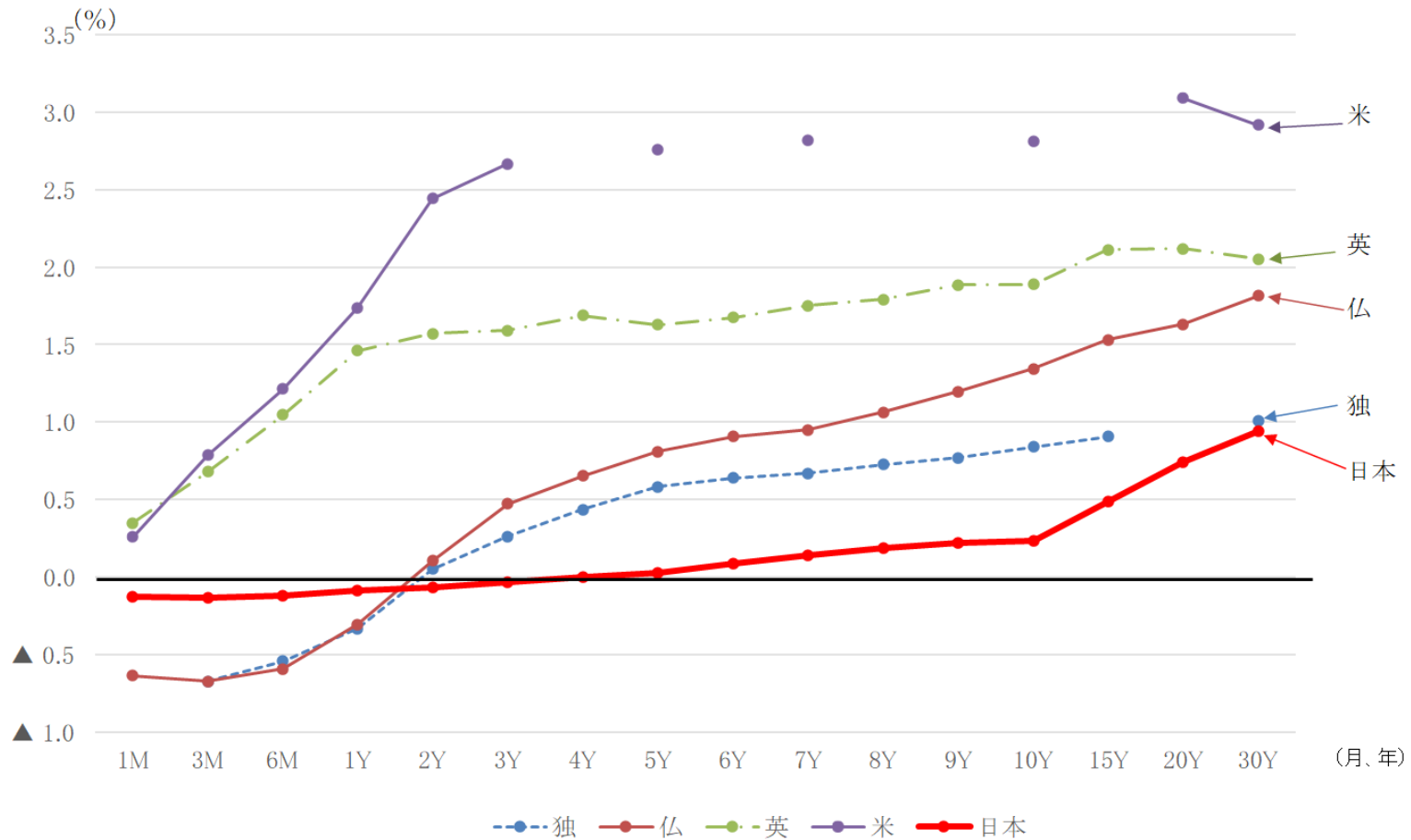
- **イングランド銀行(BOE)** :2021年12月で資産買い入れ終了
2021年12月利上げ開始。22年2月、3月に追加利上げ
22年3月から資産縮小開始(「満期落ち」方式)
- **米連邦準備制度(Fed)** :2022年3月で資産買い入れを終了し、利上げ開始
- **欧州中央銀行(ECB)** :2022年7~9月期で資産買い入れを前倒して終了予定
- **日本銀行** :イールド・カーブ・コントロール(YCC)付き量的質的金融緩和(QQE)を堅持の構え
2022年3月には“指値オペ”も実施

(図表4) 主要中央銀行の政策金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank, 日本銀行。

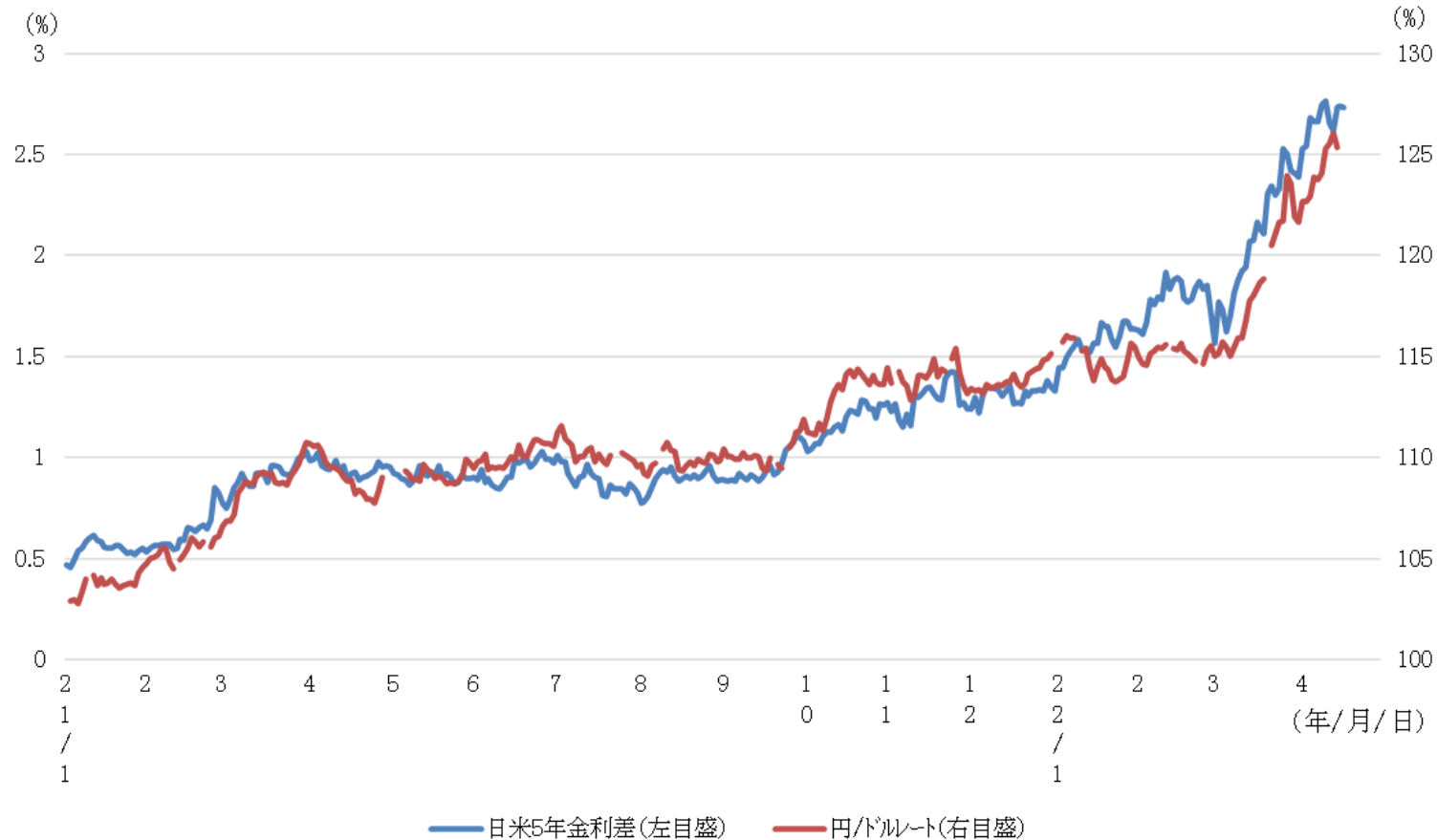
(図表5) 主要国のイールド・カーブの形状の比較



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
(注) 2022年4月14日時点のスポット・レート。

- 日米金利差の拡大を受け、足許では円安が進展

(図表6) 日米5年金利差と円ドル・レート推移

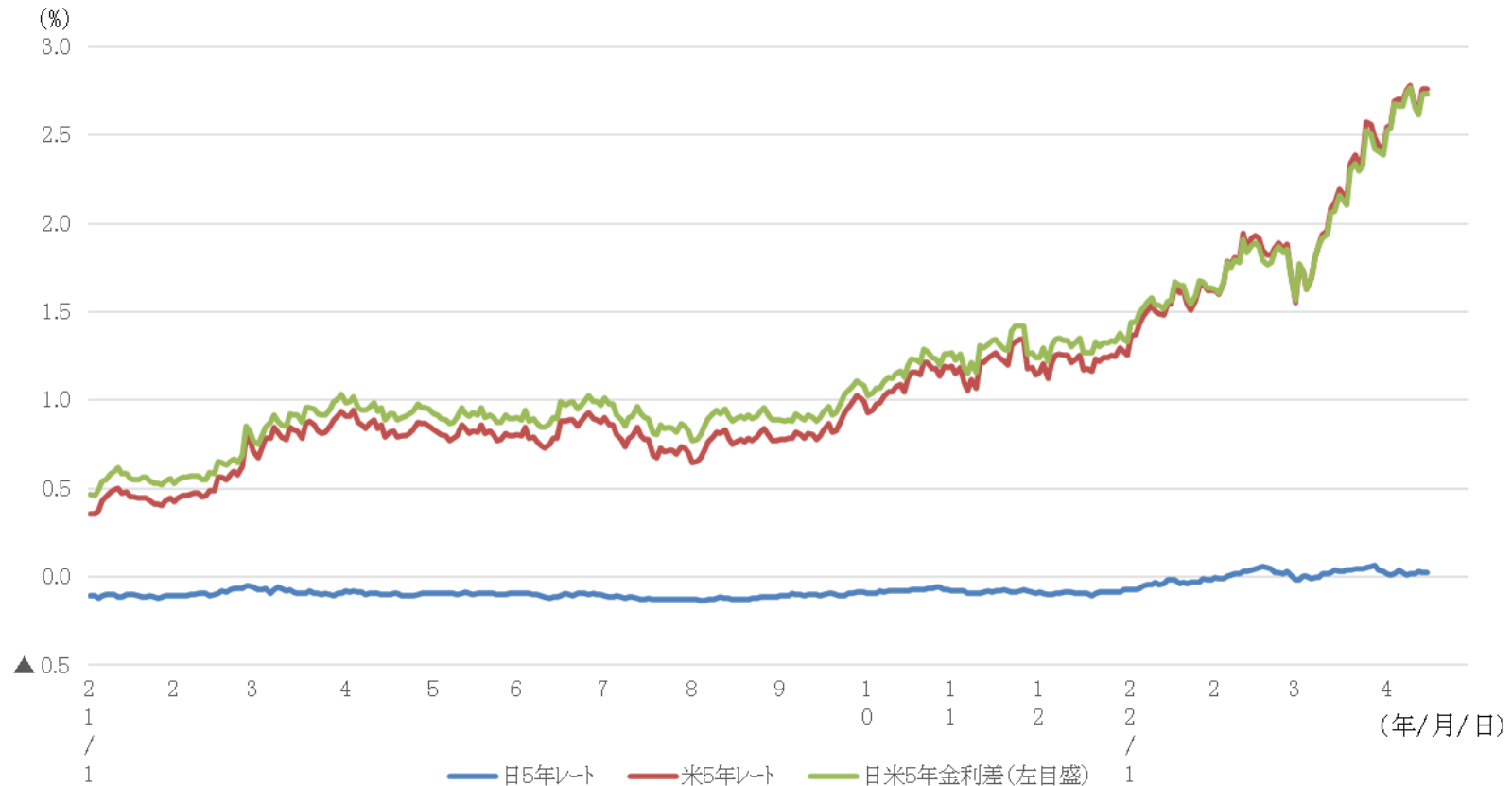


(資料) Thomson Reuter Eikonおよび日本銀行『時系列統計データ』を基に日本総合研究所作成。

(注) 金利はスポット・レート・ベース。

- 昨年秋以降、インフレ局面への転換を受け米金利が上昇する一方、わが国では日銀がイールド・カーブ・コントロール(YCC)政策を堅持し、日米金利差は拡大の一途

(図表7) 日米5年金利の推移



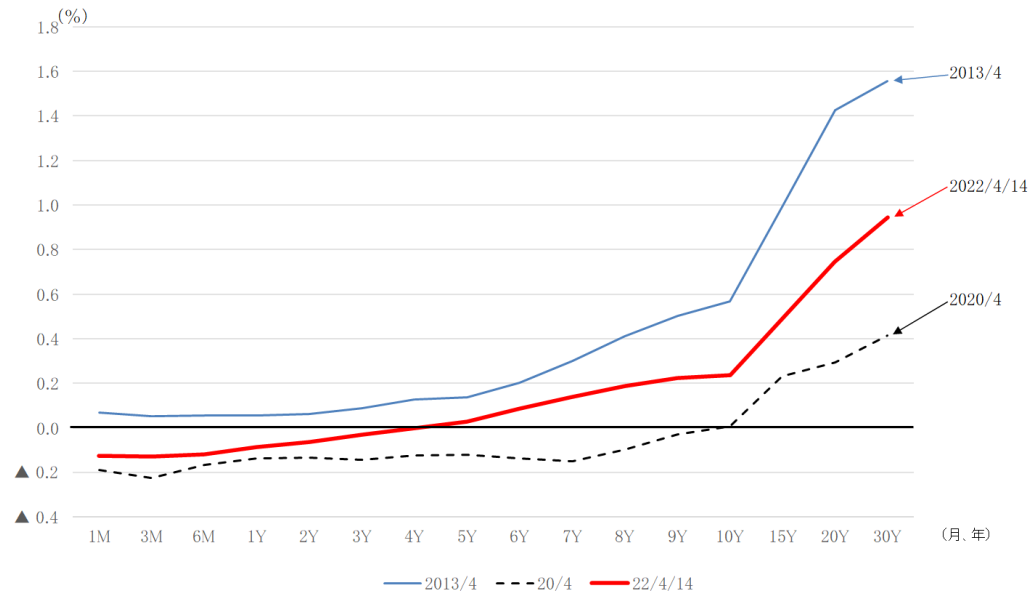
(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (注) 金利はスポット・レート・ベース。

2. イールド・カーブ・コントロールに先例はあるか

(1) 3つの事例

- 中央銀行が、短期金利のみならず、イールド・カーブ上の長めのタームの金利も合わせて固定する形で金融政策運営を行う「**イールド・カーブ・コントロール**」は、国内外の歴史を振り返っても、極めて異例の政策
- 類似する政策は、①オーストラリア準備銀行(RBA)が今次コロナ危機下で実施していた**イールド・ターゲット(YT)政策**、②**第二次世界大戦時のFedのみ**

(図表8)「量的・質的金融緩和」実施以降のわが国のイールド・カーブの形状の変化

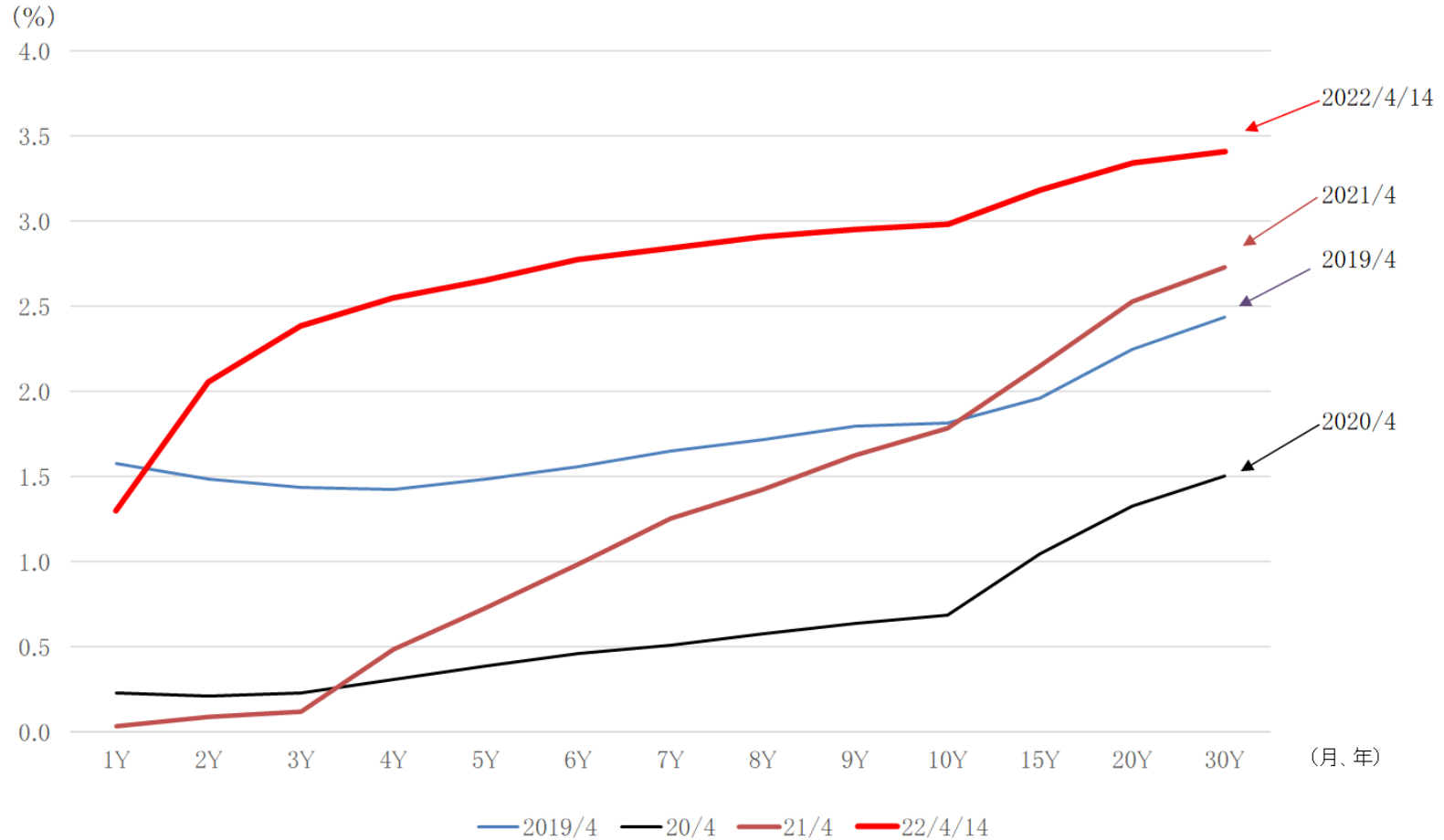


(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (注) 各年4月1日時点、および2022年4月14日時点のスポット・レート。

(RBAのYT<イールド・ターゲット>政策)

- 2020年3月～21年11月まで、3年物国債金利に短期の政策金利と同じ0.1%のターゲットを設定し、国債および州債を買い入れ
 - 目的は、3年物国債金利に大部分が連動する民間の貸出金利の上昇抑制
 - フォワード・ガイダンス(FG)強化の意味合いが濃厚
 - (当初はコロナ禍での超金融緩和状態を“**3年間**”維持することを想定)
 - 引き締め転換時には、まず、3年物のターゲットから解除すると当初から明言
実際にもそのように運営
- =あくまで、“**金融政策運営**”の一環としてのYT政策
- 豪は先進国でも指折りの健全財政国(*)。“財政ファイナンス”の要素や意図は皆無
(*)2021年の一般政府債務残高対名目GDP比(2021年10月時点のIMF見込み)は
豪…62.1%、独…72.5%、日…256.9%
 - 21年秋の金利上昇局面で、RBAは市場の金利形成を尊重し、YT政策を解除。
日銀の指値オペに相当するオペレーションは実施せず
- 日銀のYCCとは趣旨を全く異にするもの

(図表9) コロナ危機前後における豪のイールド・カーブの形状の変化

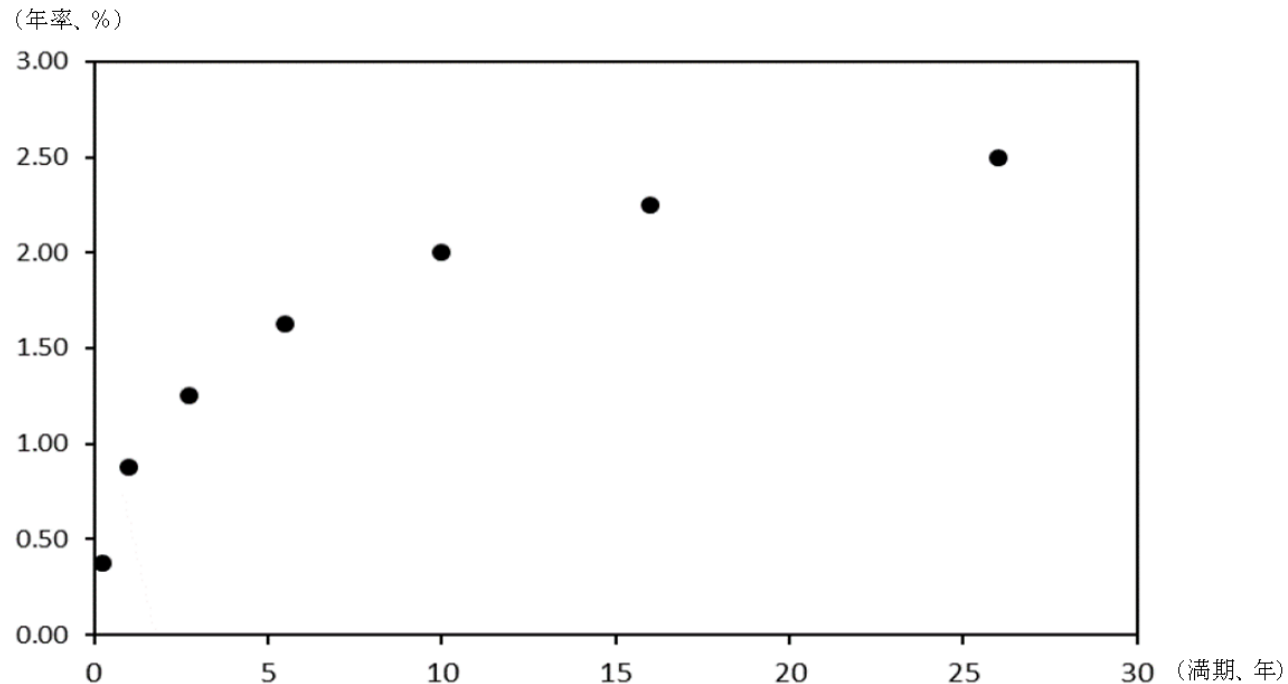


(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (注) 各年4月1日時点、および2022年4月14日時点のスポット・レート。

(2) 第二次世界大戦時のFed－事実上“唯一の先例”

- 日銀のYCCに類似する例は、**第二次世界大戦前後のFedのみ**
 - －FOMCは1940年代当初、財務省の資金調達コストを低位で安定させるため、財務省証券のイールドの年限にキャップ(上限)を設定(図表10)
- ただし、当時のFedが採っていたイールド・カーブの形状は、“**緩やかな順イールド**”
 - －この形状ゆえ、民間投資家は長期の財務省証券の保有を選好
＝財政運営の安定的な継続を下支え
 - －その状態を戦後にかけて維持した後、40年代後半には段階的な解除に成功
 - －その際、最も短いタームの短期金利から順次、キャップを外していくという慎重なアプローチを採用(全年限のキャップを一気に外すアプローチは不採用)
＝“**財政ファイナンス**”から脱却する際には、**長短金利の変化による国債利払費への影響に配慮しつつ、慎重にキャップを外していくことが必要**

(図表10) アメリカの第2次世界大戦参戦後に固定された財務省債務のイールド・カーブの形状



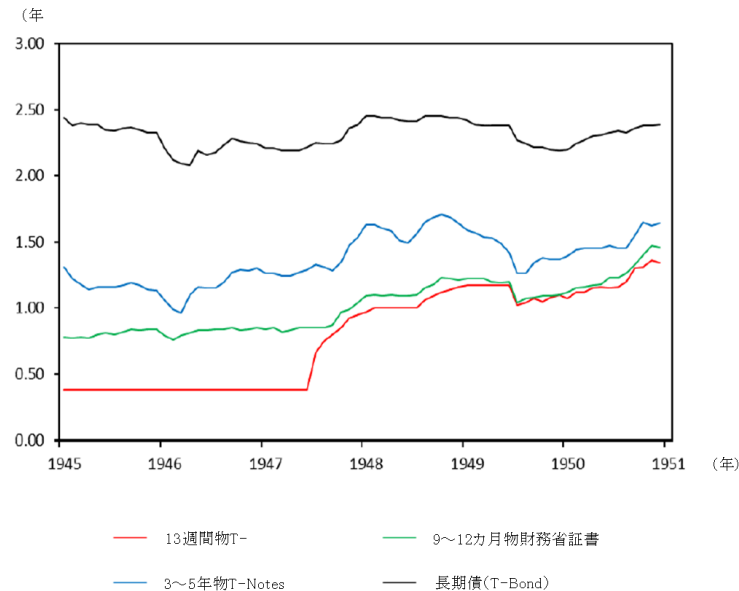
(資料) Kenneth Garbade, "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York, February 2020, p24, Figure 5を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Federal Reserve Bank of New York circulars and Treasury annual reports.

(注) 戦争ローン (war loan) のクーポン・レートで、財務省証券のイールド・カーブとして機能。

- 1947年7月、Fedがまず短期金利のキャップを外したところから、短期金利は上昇
- 民間投資家の選好は、長期債→短期債にシフト
 - Fedは戦中まで多く保有していた短期債を売却し、長期債を多額に買い入れて、長期・超長期金利のキャップ(それぞれ2.0%・2.5%)を何とか堅持し、戦後の米の財政運営を下支え
- その後1951年には、すべてのキャップを外すことに成功。財務省との間で“アコード”を締結し、金融政策運営の独立性を回復

(図表11) 第2次世界大戦後の財務省証券のイールド推移



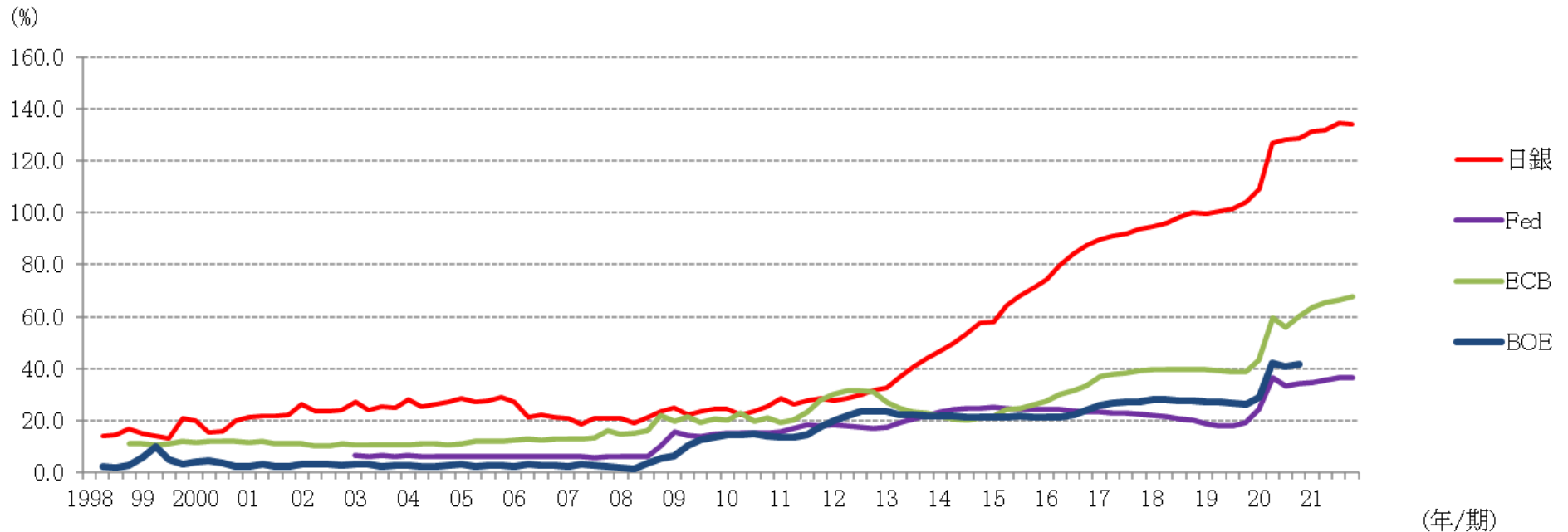
(資料) Kenneth Garbade, "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York, February 2020, p28, Figure 9を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) FRB, Banking and Monetary Statistics: 1941-1970, Table 12.7A and 12.12A.

3. 日銀が利上げ局面に入った場合、何が起こるか

(1) 日銀の財務運営への影響

- 日銀の資産規模は、**主要中央銀行のなかでも突出して膨張**しており、先行き抱えるリスクは極めて大きい

(図表12) 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



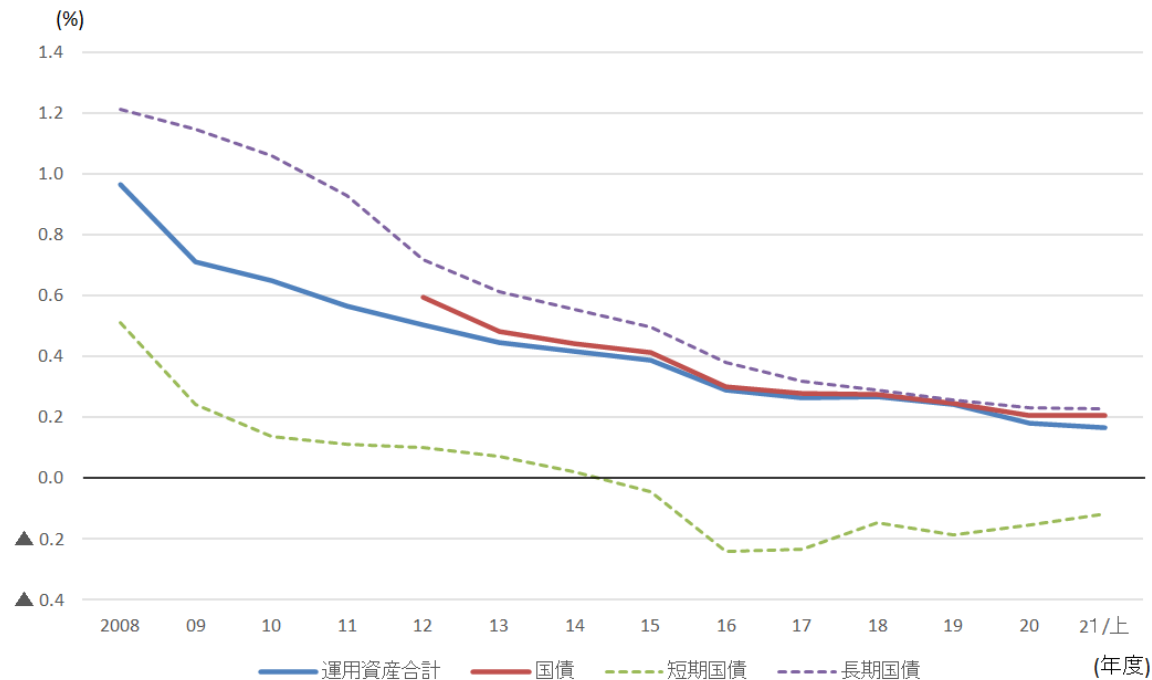
(資料) Thomson Reuter Eikon、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, *Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks*, ECB, *Statistical Bulletin*, BOE, *Monetary and Financial Statistics*を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS。

(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2022年4月現在、2020年12月値までしか公表されていない。

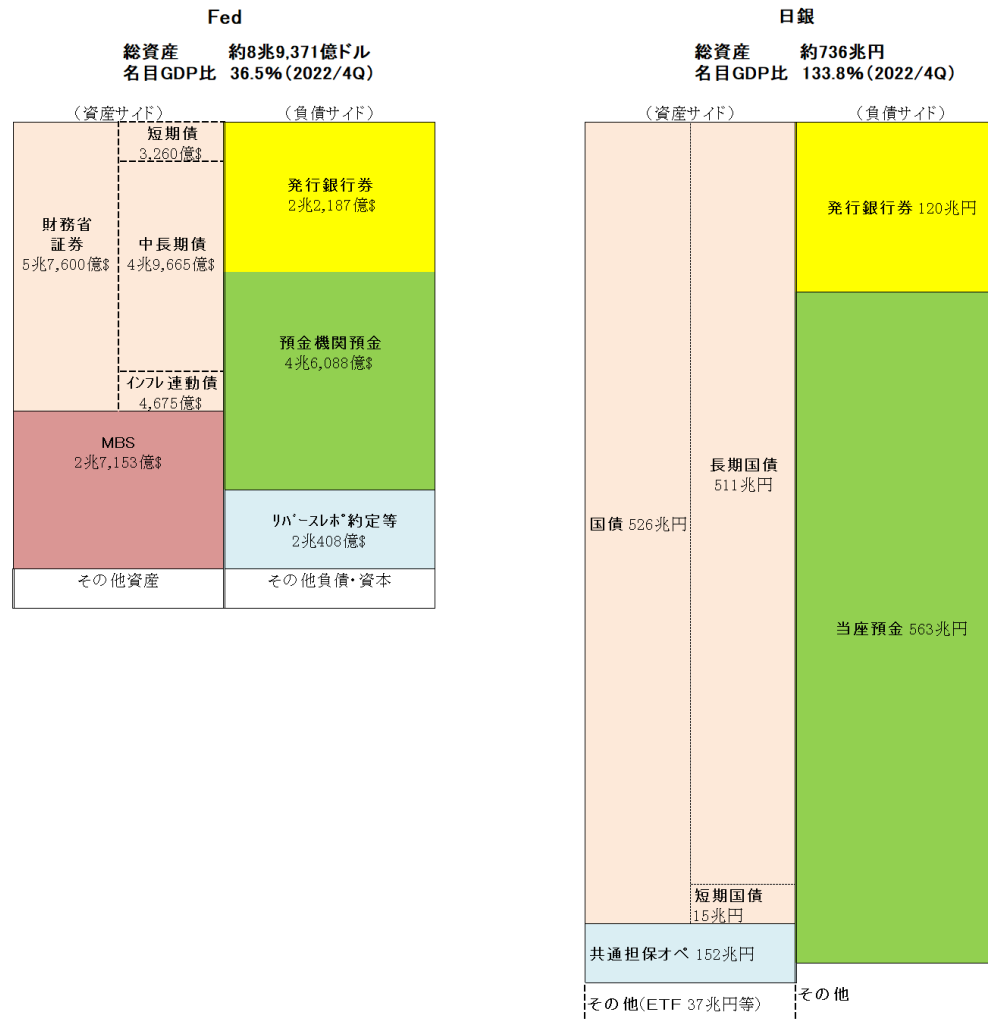
- 日銀の運用資産利回りは低下の一途
 - YCCによって長期金利まで抑えつけている以上、当然の結果
 - 日銀はいわば、“**自縄自縛**”状態
- 2021年9月末時点の運用資産全体の利回りは、わずか**0.166%**
 - 短期金利をわずか0.2%に引き上げるだけで、日銀は“**逆ざや**”に転落

(図表13) 日銀の運用資産利回りの推移



(資料) 日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。
 (注) 2021年度は上半期決算時点の計数。

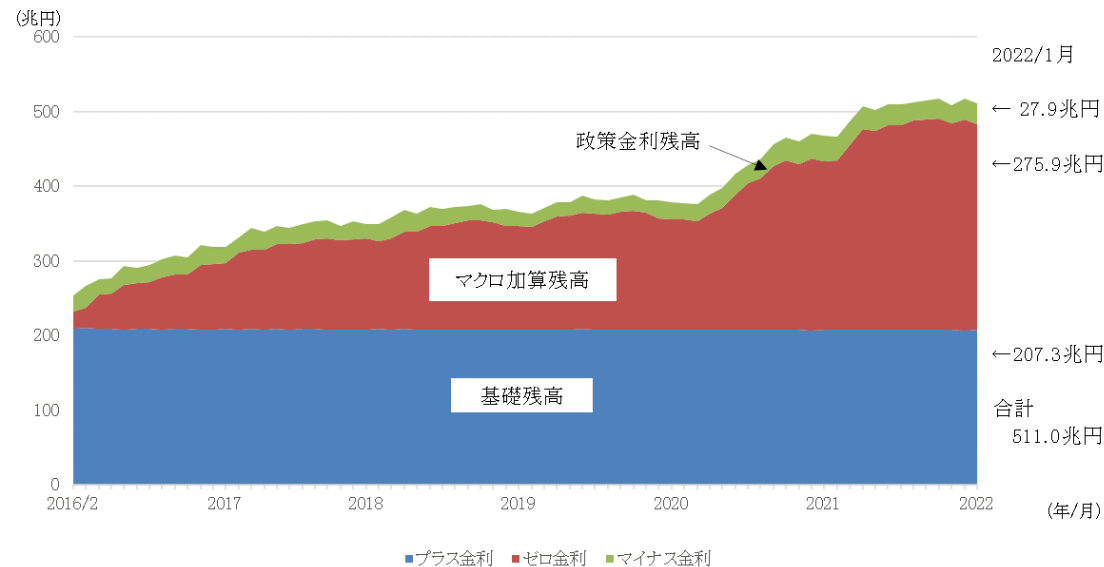
(図表14) Fedと日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較(2022年3月末)



(資料)FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, March 31, 2022、および日本銀行「営業毎旬報告(令和4年3月31日現在)』(2022年4月7日)の計数を基に日本総合研究所作成。
 (原資料注)Fedのインフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

- 日銀は現在、階層方式のマイナス金利政策を実施することにより、日銀当座預金の半分以上について、プラスの付利を回避
- しかしながら、利上げが必要な局面に入った場合、この当座預金全体にプラスの付利をしない限り、市場金利の引き上げ誘導は不可能
 - －日銀が負う年度当たりの付利コストは、1%に利上げの場合で**約5兆円**。
0.2%の場合で**約1兆円**

(図表15) 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)

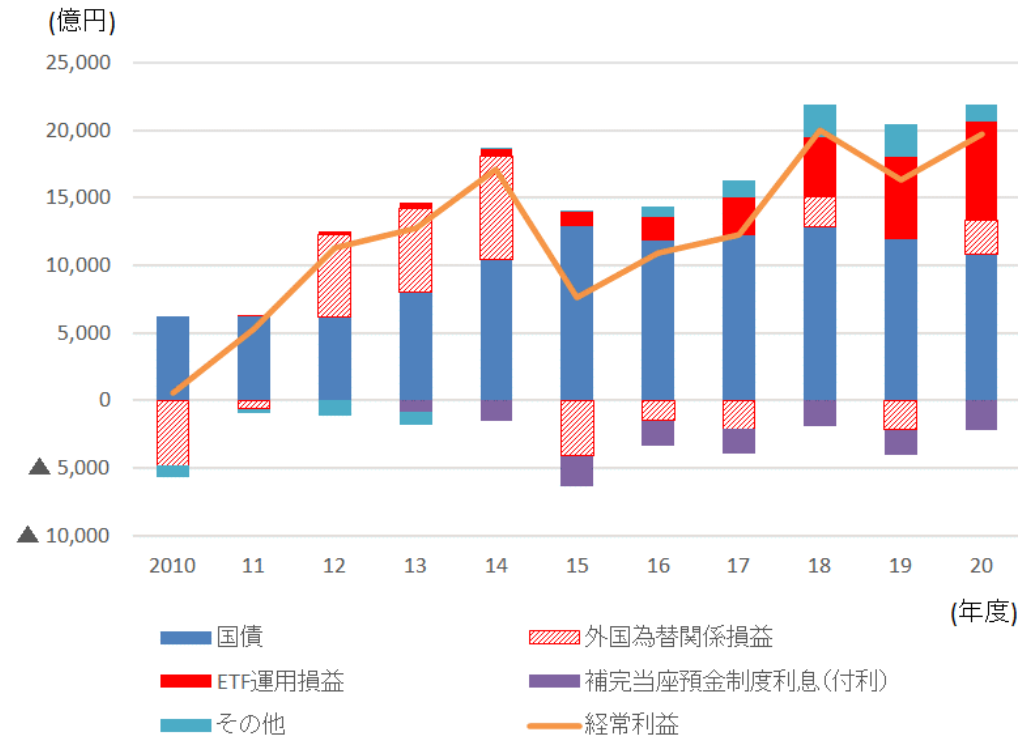


(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『時系列統計データ』。

(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、保険会社等はそもそも、日銀に当座預金を有していないため、対象外である。

- 日銀の近年の経常利益の推移をみると、国債のクーポン収入が頭打ちとなるなかで、ETFの運用益への依存度が年々、拡大している状態
 ー利上げ局面に入った場合、日銀当座預金への付利コストの増加には到底、耐えられず

(図表16) 日銀の近年の決算における経常利益の主な内訳の推移



- 日銀の自己資本は、引当金まで含めても**10.3兆円**。利上げ局面に入って日銀が赤字に転落すれば、数年ともたずに**債務超過**に転落する可能性が大
- 現行の日本銀行法には、政府による損失補填の規定はなし

(図表17) 日本銀行のバランス・シート項目の内訳 (2022年3月末時点)

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,198,708
現金	2,984	当座預金	5,631,785
短期国債	149,425	その他預金	265,689
長期国債	5,112,312	政府預金	130,325
CP等	25,144	売現先勘定	9,200
社債	85,830	引当金勘定	69,345
金銭の信託(信託財産株式)	4,419	資本金	1
金銭の信託(ETF)(*1)	365,658	準備金	33,777
金銭の信託(J-REIT)(*2)	6,567		
貸付金(共通担保資金供給)	1,515,329		
外国為替	78,969		
その他含む資産合計	7,358,203	その他含む負債・資本合計	7,358,203

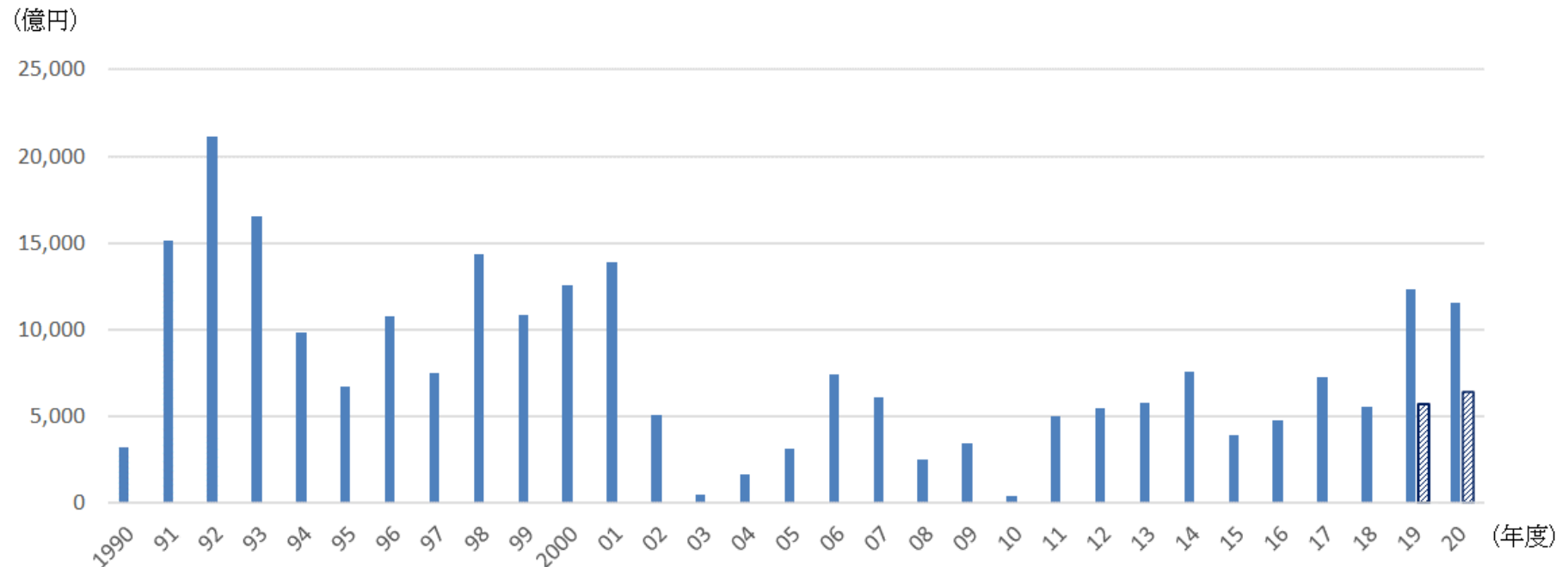
(資料) 日本銀行『営業毎旬報告(令和4年3月31日現在)』、2022年4月7日。

(注*1) 信託財産指数連動型上場投資信託。

(注*2) 信託財産不動産投資信託。

- 日銀は、ひとたび正常化局面に入れば財務の悪化が見込まれるにもかかわらず、国庫納付を継続。近年では当初予算編成時の想定を上回る金額を納付
 —「債券取引損失引当金」の計上額を減額するなどして捻出している模様

(図表18) 日本銀行の国庫納付金の推移



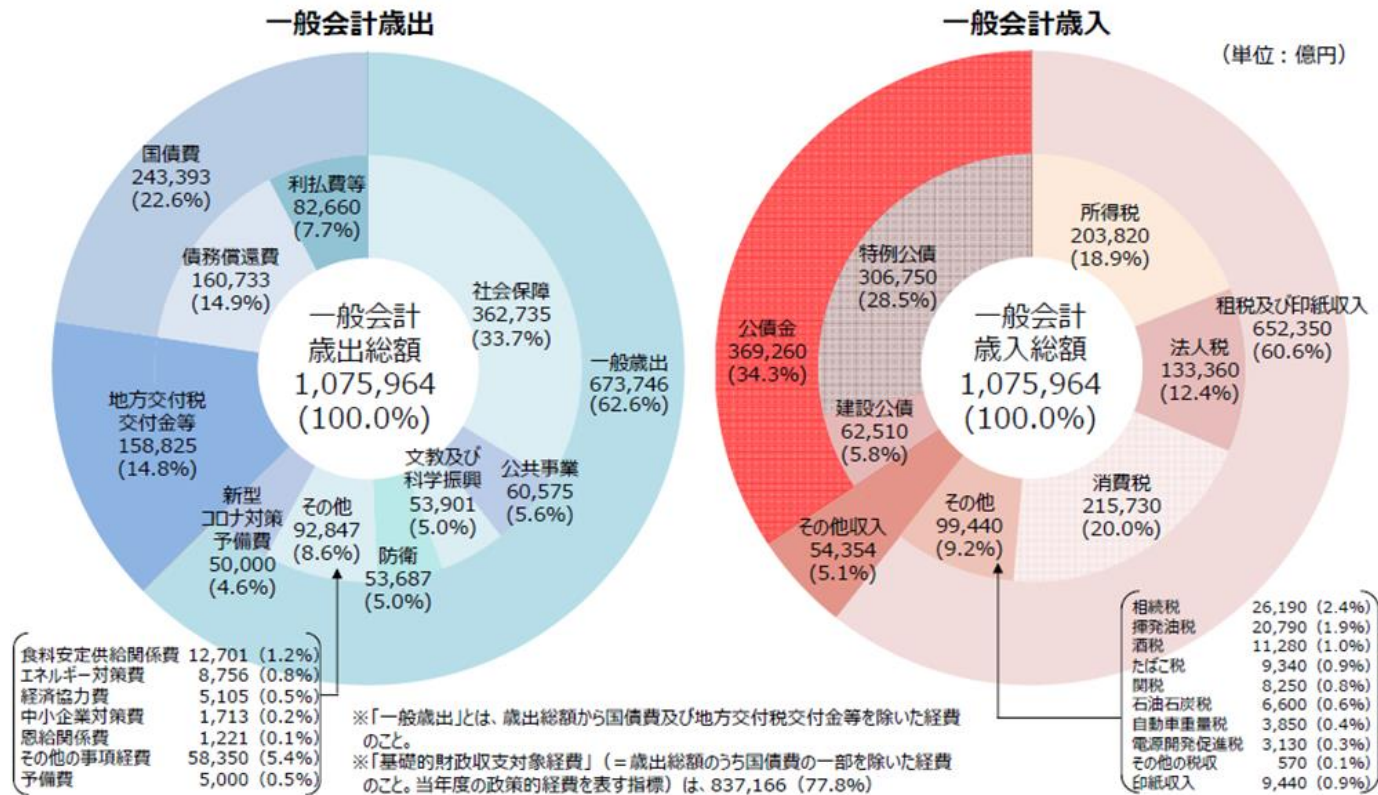
(資料)財務省『決算書データベース』、財務省主計局理財局『令和2年度予算及び財政投融资計画の説明』(第201回国会)、2020年1月、日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。

(注)2019、20年度の斜線部分は、当初予算編成時点での財務省主計局による見込みベース。

(2) わが国の財政運営への影響

- わが国の予算は、1,000兆円超の普通国債残高を抱えながら、利払費をわずか**8兆円**で済ませることができているからこそ組めている、というのが現実

(図表19) わが国の2022年度一般会計予算の歳出・歳入の構成

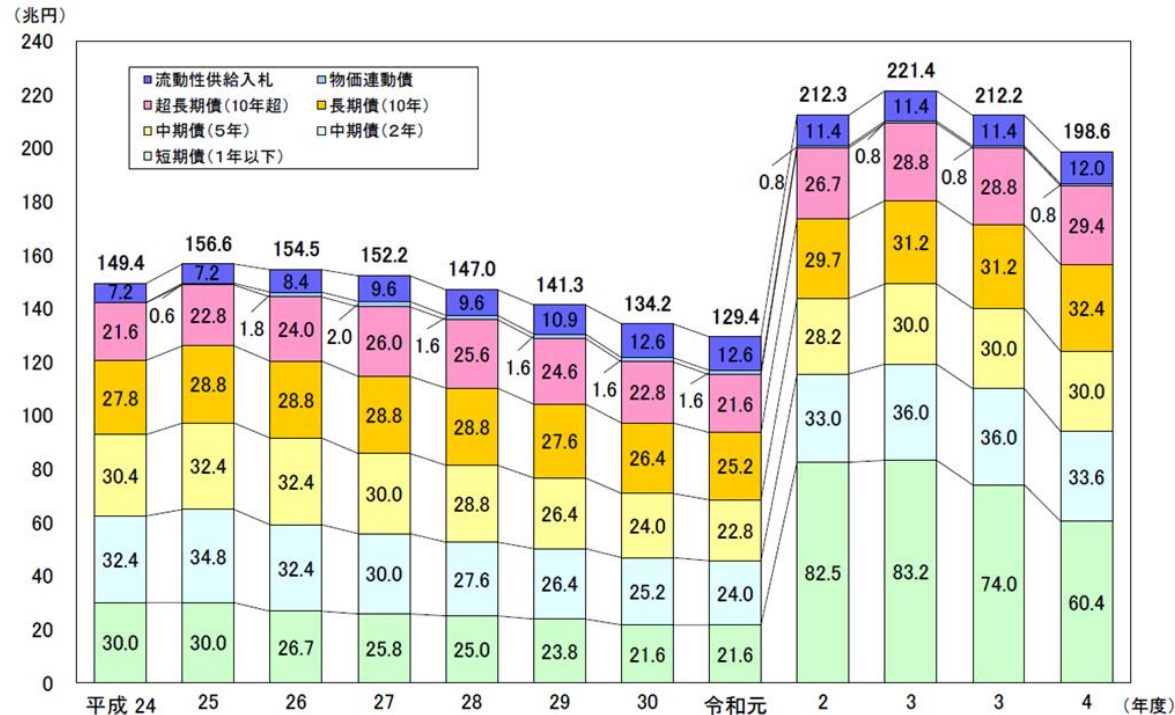


(注1) 計数については、それぞれ四捨五入によっているので、端数において合計とは合致しないものがある。
 (注2) 一般歳出における社会保障関係費の割合は53.8%。

(資料)財務省『令和4年度予算のポイント』2021年12月24日。

- コロナ危機後、短期国債による調達が大幅に増加
 - － 利払費は今後の短期金利と長期金利双方の影響を受けざるを得ない状況
- 財務省が2022年1月に公表した『令和4年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』によれば、10年国債金利が1%上昇した場合、利払費は2023年度には**0.8兆円**、25年度には**3.7兆円**増加する見込み。短期金利も上昇すれば、利払費はさらに増加

(図表20) わが国の国債のカレンダー・ベース市中発行額の推移



(資料)財務省『令和4年度国債発行計画の概要』2021年12月24日。

4. 主要中央銀行の最近の金融政策運営と 財務悪化に備えた対応

(1) 米連邦準備制度 (Fed)

(最近の金融政策運営)

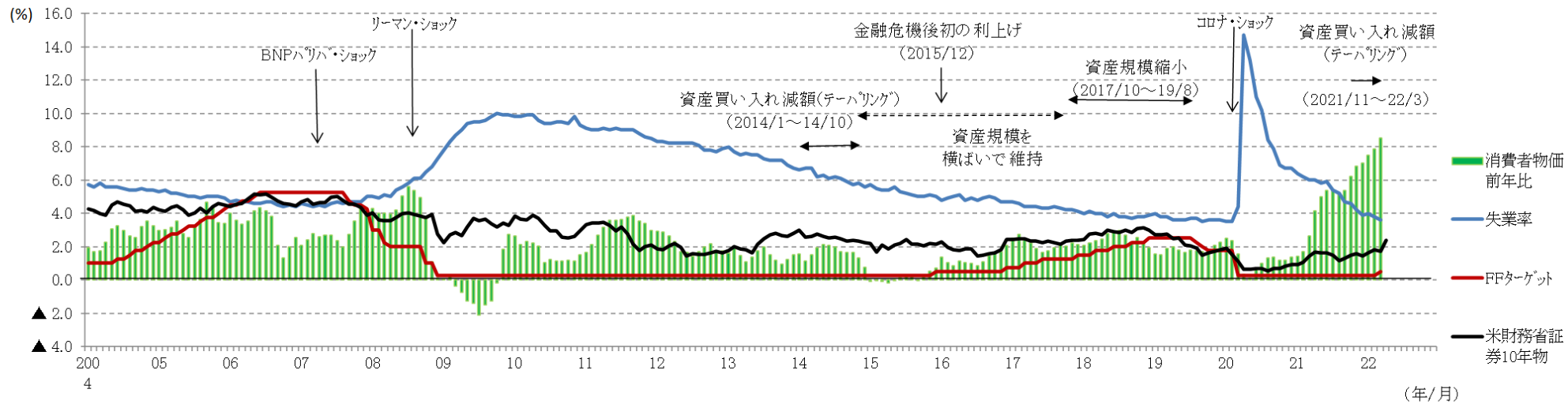
- なぜ、インフレへの対応が遅れたのか？
 - 2020年8月、新たな金融政策運営戦略としての「**平均物価目標**」(いわゆる“**埋め合わせ戦略**”)を採用
- 2022年3月で資産買い入れを前倒して終了し、コロナ危機後初の利上げに着手
- 正常化の進め方は現在検討中。本年5月にも資産縮小に着手する模様
 - 資産縮小は、リーマン・ショック後に比較して相当なハイペースで進める模様
 - BS縮小が十分に進んだ後、MBS売却を検討(それまでは利回り稼ぎ?)

< 月当たりの「満期落ち」実施ペース(億ドル) >

	財務省証券	MBS	
リーマン・ショック後(*) (2017/10~12月期=着手時)	60	40	(四半期ごとに2倍、3倍、…に)
(4四半期後の巡航速度)	300	200	(着手時の5倍)
今回	600?	350?	3カ月~かけて実施?

(*) “**Phase Out**”方式を採用。“Cease at all once”(一度に全部停止)方式は不採用

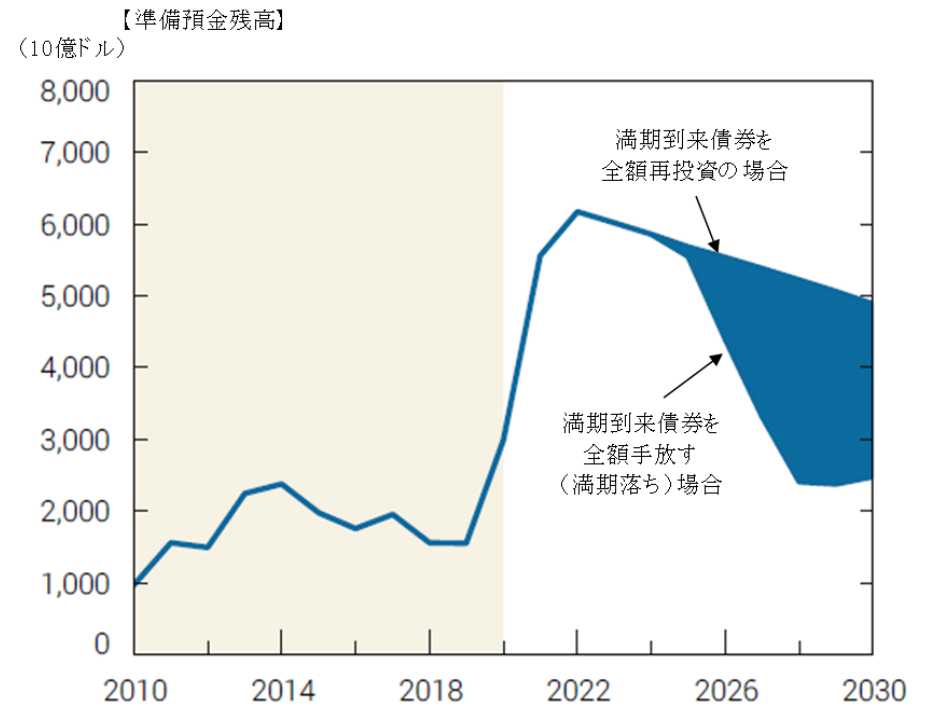
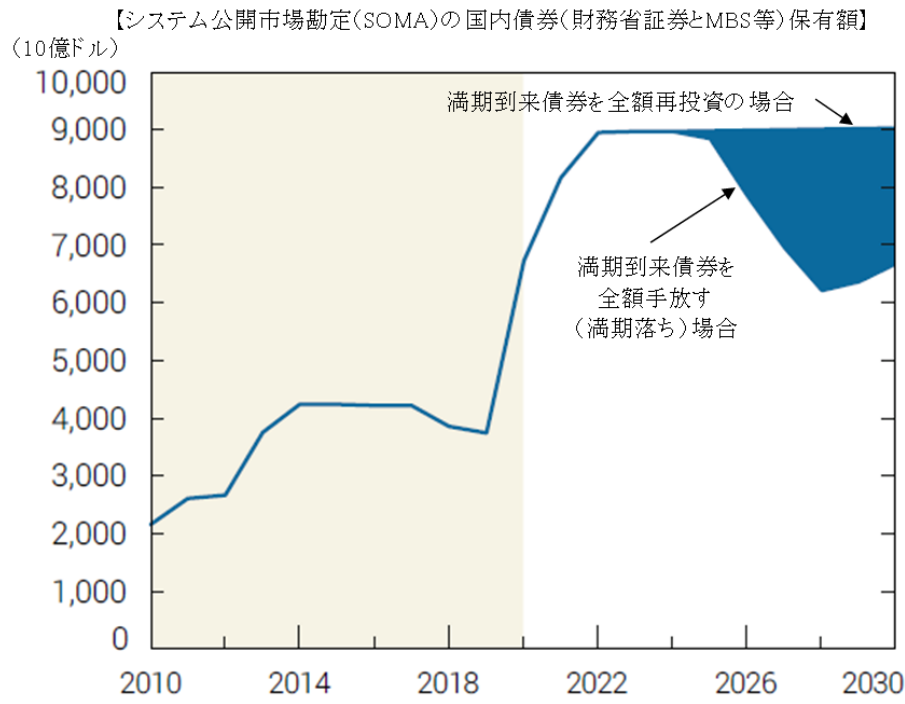
(図表21) 米連邦準備制度の政策金利(FFレート・ターゲット)と米国の雇用・物価指標等の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (原資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters.

- 今次局面の正常化は、前回の正常化よりもはるかに困難
 - 一仮に準備預金(中央銀行当座預金)をコロナ危機到来前の水準である2兆ドル強にまで減らすと想定した場合(FOMCでは未決定)、「全額満期落ち」(前回の正常化局面ではそこまではやらず)を断行するとしても、4年を要する計算

(図表22) NY連銀が示すFedの正常化の見通し



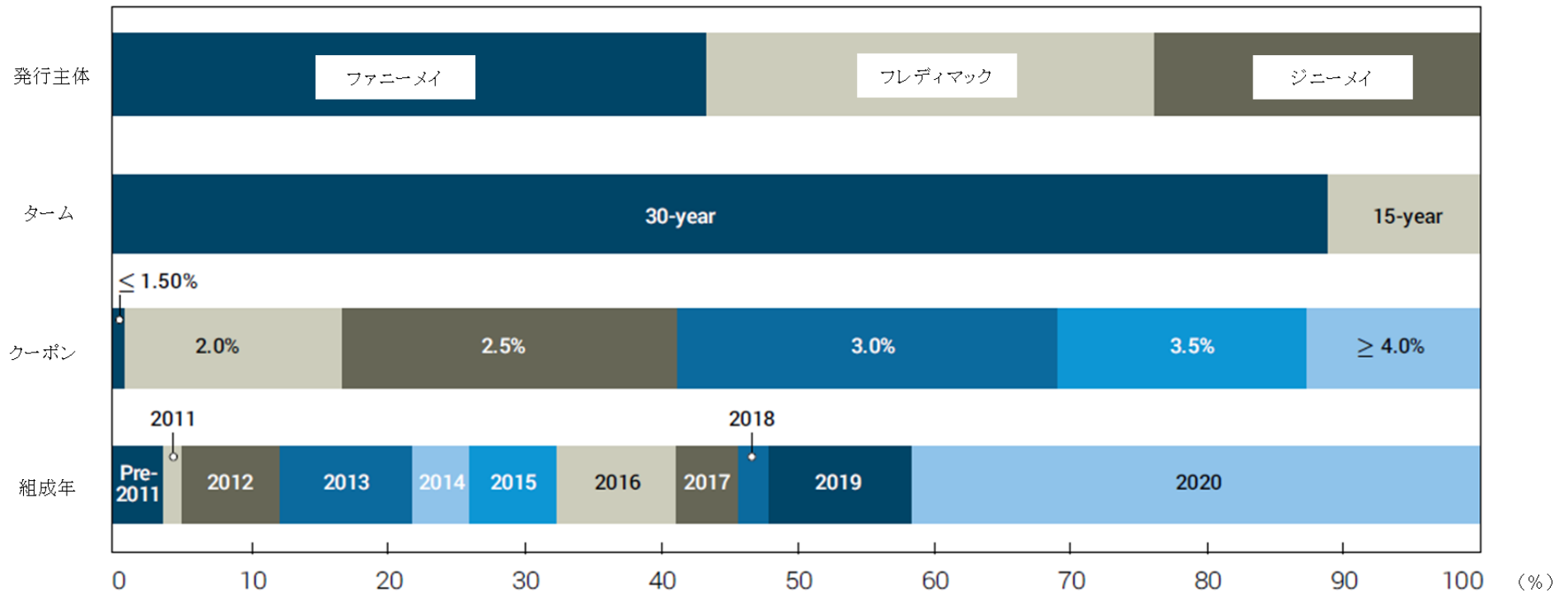
(資料)Federal Reserve Bank of New York, “Open Market Operation during 2020”, May 2021, Chart 33 & Chart 35を基に日本総合研究所作成。

(原資料)NY連銀試算。

(原資料注)SOMAにおける資産買い入れ、金利、再投資局面の長さ等の前提は、NY連銀が2021年3月に実施したプライマリー・ディーラー・サーベイや、市場参加者サーベイでの回答結果に基づく。

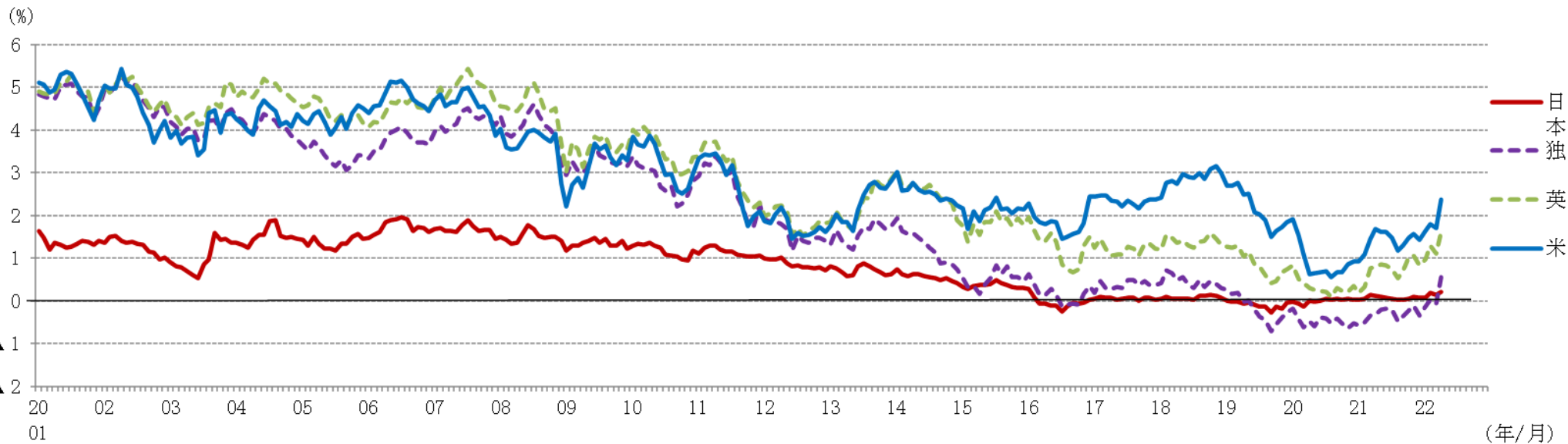
- Fedが買い入れた資産の質は、リーマン・ショック後の局面对比で悪化
 - NY連銀公表のSOMAの年次報告によれば、2020年末時点のMBSのクーポンの加重平均利回りは**2.9%**
 - 米国債については明らかにされていないものの、利回り低下は必至の情勢(図表24)
- Fedといえども、今後の利上げの所要幅次第では“逆ざや”転落の可能性も排除できず

(図表23) Fedのシステム公開市場勘定(SOMA)が保有するMBSの内訳(2020年末時点)



(資料)Federal Reserve Bank of New York, “Open Market Operation during 2020”, May 2021, Chart 21を基に日本総合研究所作成。
(原資料)NY連銀。

(図表24) 主要国の10年国債金利の推移

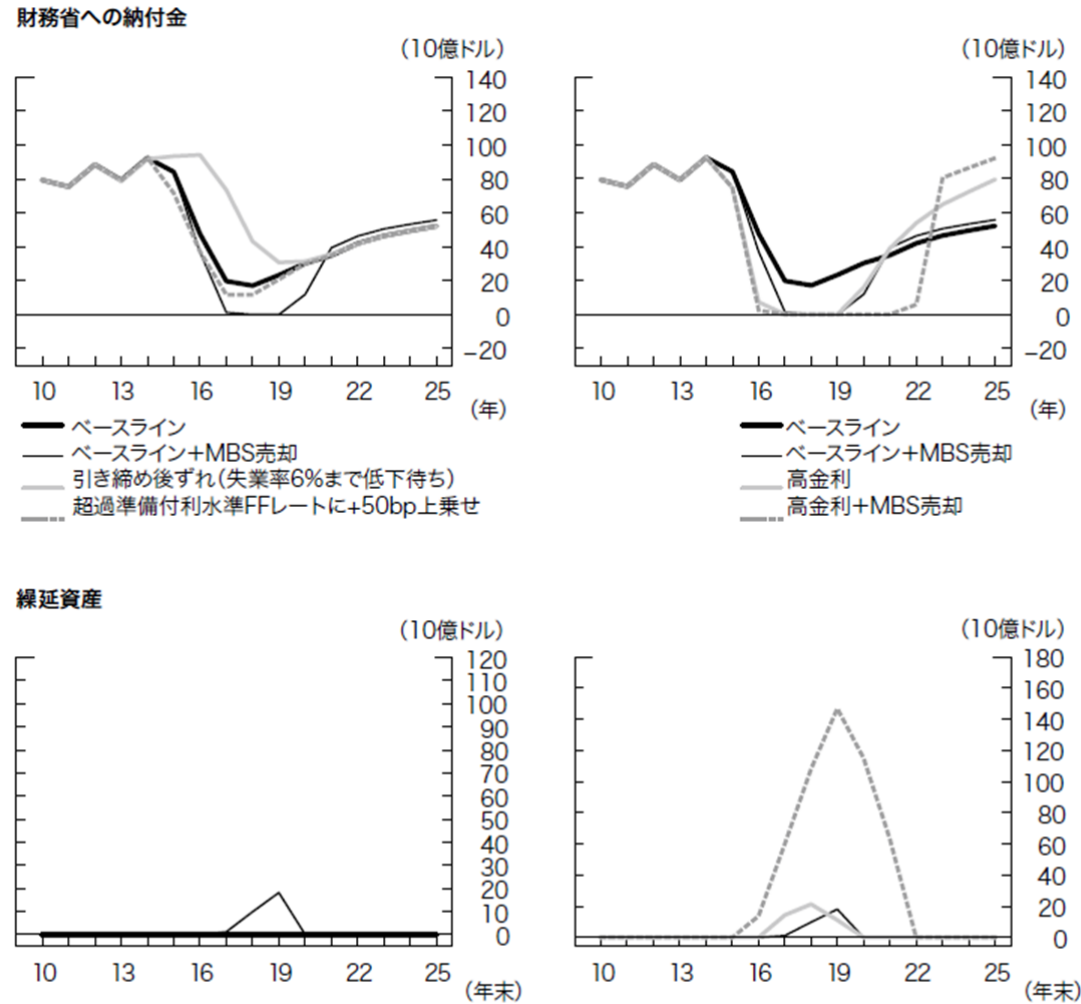


(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成。

(中央銀行としての財務運営悪化の場合の対応)

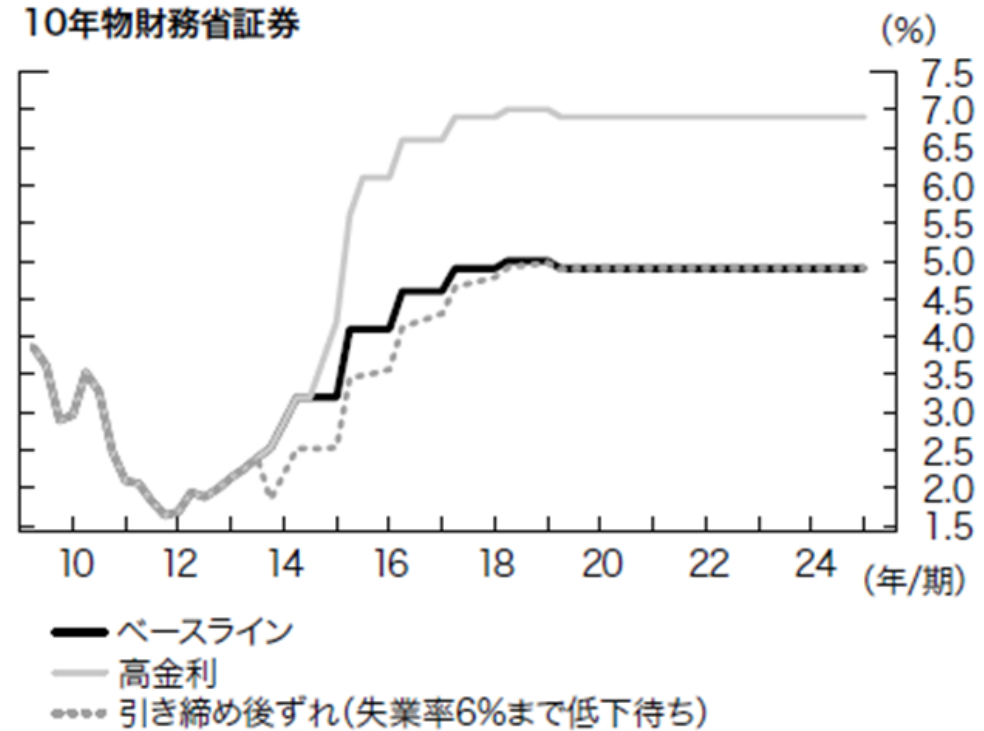
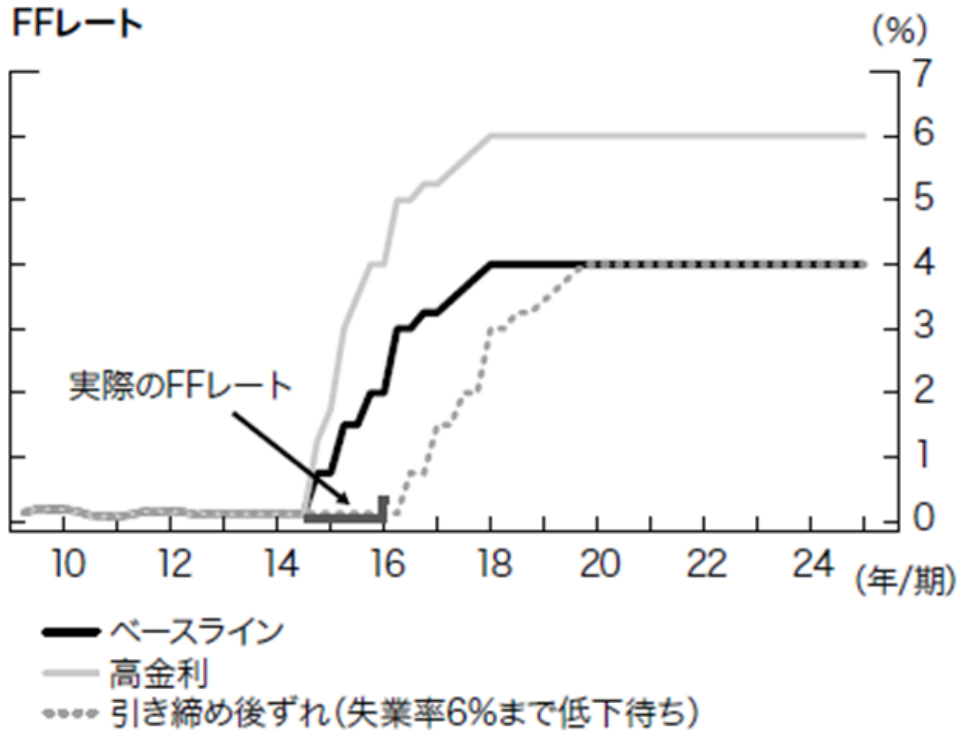
- Fedの場合、中央銀行としての損失計上や連邦政府からの損失補填は制度上、想定されておらず、自らの先行きの収益を充当して損失を埋める形での「繰延資産」を計上(図表25)
- 「繰延資産」は、どこまで計上することが許されるのか？
→「繰延資産が将来の収益によってペイ・ダウンされることに鑑みれば、
“全ての将来の収益を割引現在価値化した額”を超過することは許されないと考えるのが妥当であろう」
(2013年1月公表のFRBスタッフのディスカッション・ペーパー)
= 正常化局面での政策運営上の重い制約
- アメリカの場合、中央銀行と議会の間には緊張関係が存在
- Fedの首脳陣やFOMCメンバーも、先行きのFedの収益悪化が、金融政策運営の、政府からの独立性が損なわれることにつながりかねない点を、かねてから憂慮

(図表25) Fedの財務省への納付金および繰延資産の試算結果(2013年初時点)



(資料)Seth B. Carpenter et al, "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure 3, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成.

(図表26) 2013年のFedの試算の際の金利の前提



(資料) Seth B. Carpenter et al, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p24 Figure 1を基に、日本総合研究所が一部加筆。

(2) イングランド銀行 (BOE)

- 英国では、BOEは金融政策運営の「**手段の独立性**」のみを有する
「目標設定」は政府側が行う
— もともと、政府との関係が緊密な中央銀行
- リーマン・ショック直後に量的緩和 (QE: Quantitative Easing) に着手した時点 (2009年) において、英国では、正常化局面におけるBOEの財務悪化が必至である点を見越し、対応の枠組みを構築
 - QEはBOEの別勘定 (子会社) である**資産買い入れファシリティ (APF)** 上で実施し、その損益はBOE本体とは明確に区分。定期的な対外情報開示も徹底
 - BOEのQE実施および正常化に伴い**あり得べき損失は、政府が全額補償**
 - BOEは、政府側があらかじめ設定するAPFの買い入れ上限額の範囲内でQEを実施 (図表27)

(図表27) BOEの資産買い入れファシリティ(APF)の買い入れ上限額等の推移

MPC開催年月	BOE総裁	財務大臣	中銀マネーによる買い入れ 上限額と実際の残高(億ポンド)
2009年2月	キング	ダーリング	
3月	↓	↓	1,500
8月	↓	↓	1,750
11月	↓	↓	2,000
2011年10月	↓	オズボーン	2,750
2012年2月	↓	↓	3,250
7月	↓	↓	3,750
2013年7月	カーニー	↓	↓
2016年7月	↓	ハモンド	↓
8月	↓	↓	4,350
2019年7月	↓	ジャビド	↓
2020年2月	↓	スナク	↓
3月	ベイリー	↓	6,450
6月	↓	↓	7,450
11月	↓	↓	8,950
2022年3月	↓	↓	(8,670) (1回目の資産減額 実施後の残高)

(資料) 英財務大臣・BOE総裁間のAPF関連での各年の公開書簡(Exchange of letters between HM Treasury and the Bank of England)等を基に日本総合研究所作成。

(注) APFでの買い入れ対象の大半はギルト債(英国債)で、例えば直近の上限8,950億ポンドのうち、8,750億ポンドがギルト債で、200億ポンドが社債。

(最近の金融政策運営－コロナ危機後は主要中銀の先陣)

- BOEは、コロナ危機局面入りとほぼ同時(2020年3月)に就任したベイリー総裁のリーダーシップのもと、**先進国の主要中央銀行の先頭を切る形で、金融政策運営の正常化**を着々と進める
 - －2020年中から21年にかけて、正常化の枠組み等の必要な検討を着々と進める
 - ベイリー総裁は、当初から「フォワード・ガイダンス」には消極的な姿勢を明言
 - －21年12月には**QEによる国債等の買い入れを停止するとともに利上げを開始**
 - －22年2月には**追加利上げを実施したうえで、翌3月からはQTにも着手**

(図表28) 英国の実体経済と金融政策運営の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (原資料) Bank of England, Office for National Statistics.

(正常化の手法)

- BOEはかねてより、正常化に際して、Fedとは異なるアプローチを採用
 - 政策金利(バンク・レート)が一定水準に到達したところで、QTを開始

QTに着手するバンク・レート的水準

…“中立金利”の水準や、MPCとしての操作可能性(今やマイナス金利も実務的にも可能に)を考慮している模様

2015年11月のガイダンス : 2%

2018年6月のガイダンス改定 : 1.5%

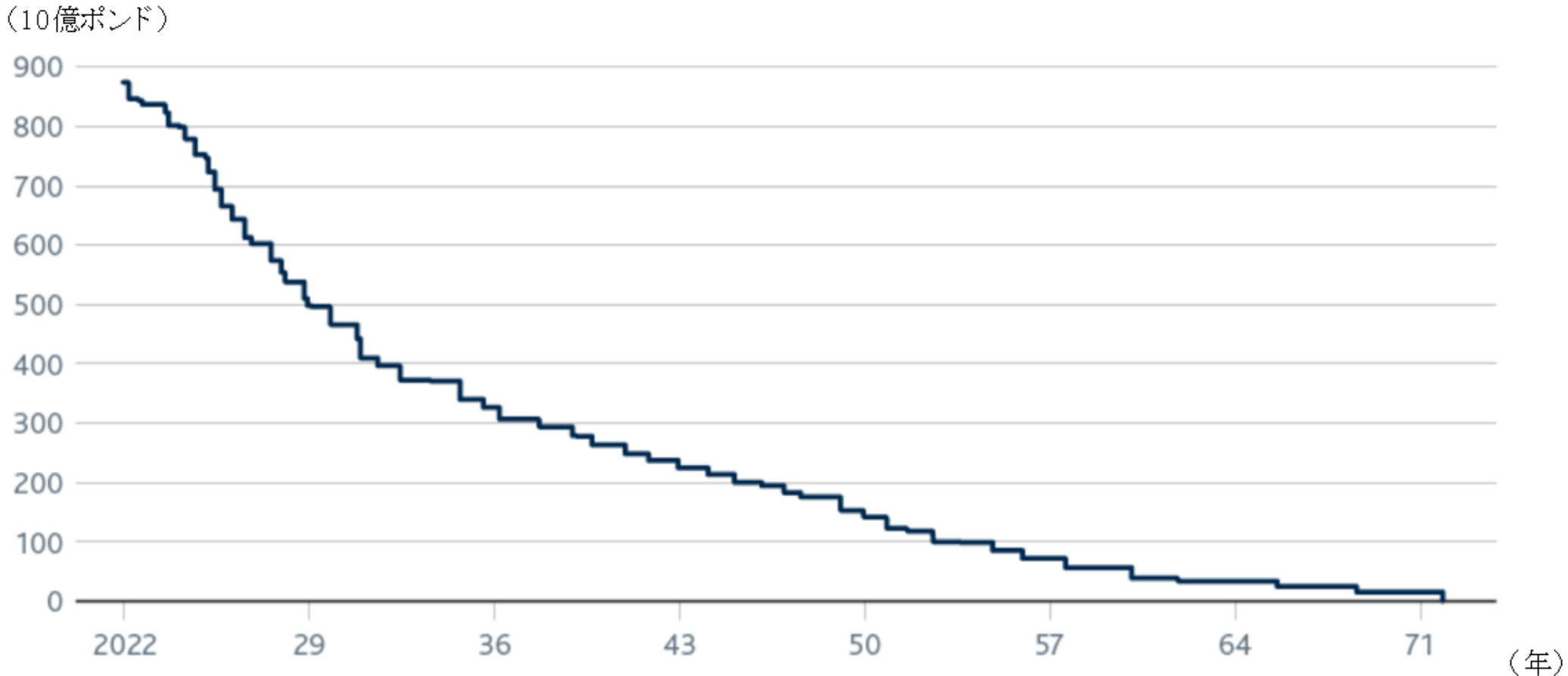
2021年8月のガイダンス改定 : **0.5%**で「満期落ち」によるQTに着手
1%で「中途売却」によるQTに着手

– コロナ危機後に買い入れた社債(200億ポンド)は、中途売却も活用し、最も早ければ2023年末までに全額を手放す方針

– 「社債市場の価格形成にBOEは関与すべきではない」との信念が背景

- 英国の場合、国債管理政策の運営上、従来から“調達コスト”よりも“安定”重視志向が根強いいため、超長期債の発行が多い。ゆえにBOEの買い入れた国債も超長期債が多く、「満期落ち」のみによるQTでは、完了までに50年を要する計算(図表29)

(図表29) APFの英国債ポートフォリオにおける満期到来償還による残高縮減の見通し



(資料) Bank of England, “Results and usage data” (<https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/results-and-usage-data>, 2022年2月28日アクセス)を基に日本総合研究所作成

(図表30) APFが保有する英国債の、向こう3年間の満期到来の見通し(2022年2月末時点)

ギルト債銘柄	満期日	クーポン (%)	総買い入れ額(10 億ポンド)	満期到来後の APFの国債保有 残高(10億ポンド)
4% Treasury Gilt 2022	2022年3月7日	4.000	27.9	847.0
0½% Treasury Gilt 2022	2022年7月22日	0.500	3.2	843.8
1¾% Treasury Gilt 2022	2022年9月7日	1.750	5.9	837.9
0¾% Treasury Gilt 2023	2023年7月22日	0.750	14.2	823.7
2¾% Treasury Gilt 2023	2023年9月7日	2.250	21.1	802.5
0 ⅝% Treasury Gilt 2024	2024年1月31日	0.125	2.9	799.6
1% Treasury Gilt 2024	2024年4月22日	1.000	20.4	779.3
2¾% Treasury Gilt 2024	2024年9月7日	2.750	26.3	753.0
0¾% Treasury Gilt 2025	2025年1月31日	0.250	6.0	747.0
5% Treasury Stock 2025	2025年3月7日	5.000	23.2	723.8
0 ⅝% Treasury Gilt 2025	2025年6月7日	0.625	29.6	694.1
2% Treasury Gilt 2025	2025年9月7日	2.000	28.3	665.8

(資料) Bank of England, “Maturity Profile of APF” (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/asset-purchase-facility/table-for-website.xlsx>, 2022年2月28日アクセス)を
 基に、日本総合研究所作成。

(注) 2022年3月7日の満期到来分は、再投資停止が実施されている。

(中央銀行としての財務運営悪化の場合の対応)

- 損失補償をめぐるBOEと財務省との債権債務関係は、当初から定期的に情報開示
 - これまでのAPF収益の国庫繰り入れ分や、APF保有国債の時価評価も勘案
 - 国庫繰入金はもっぱら、国債残高削減(元本償還)に充当。他の歳出には回さず
 - 正常化局面でBOEは、損失を最小化するオペレーション実施を求められる
- QTへの着手を受け、2022年4月以降は、損失補償の金額について、財務大臣とBOE総裁との間で6カ月ごとに公開書簡を交換し確認
- 英国債の売却に際しては、金融市場の機能を攪乱しないよう、**予見可能な方法**で実施。**政府の債務管理局(DMO)と連携**するほか、**市場参加者の見解も考慮**

(図表31) 損失補償のもとでの資産買い入れファシリティ(APF)の財務省に対する貸借の推移

	(百万ポンド)											
	2010	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
補償のもとでの3月1日時点での英財務省に対する借り(債務)				41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325	32,992	32,618	69,115
補償の時価評価による変化額				7,675	▲ 6,128	39,511	18,819	21,299	▲ 7,306	9,310	43,634	▲ 40,184
財務省へのキャッシュの移転(▲)金額				▲ 7,515	▲ 34,860	▲ 10,737	▲ 8,528	▲ 10,316	▲ 10,027	▲ 9,684	▲ 7,137	▲ 13,662
補償のもとでの2月28日時点での英財務省に対する借り(債務)	▲ 1,752	9,832	41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325	32,992	32,618	69,115	15,269

(資料) Bank of England, *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report* 各号(2009/10~2015/16), Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report and Accounts 各号。

(注1) APFの会計年度は毎年3月1日から翌年2月末日まで。例えば、本表での「2021年」は2020年3月1日から2021年2月28日までの会計年度の計数。

(注2) 2010会計年度末の時点では、APFは損失を計上し、財務省に対して貸し(債権)がある状態であった。

(注3) 2013会計年度より、APFから財務省に対して四半期ごとに資金移転が行われる会計方式に改められた。

(3) 欧州中央銀行 (ECB)

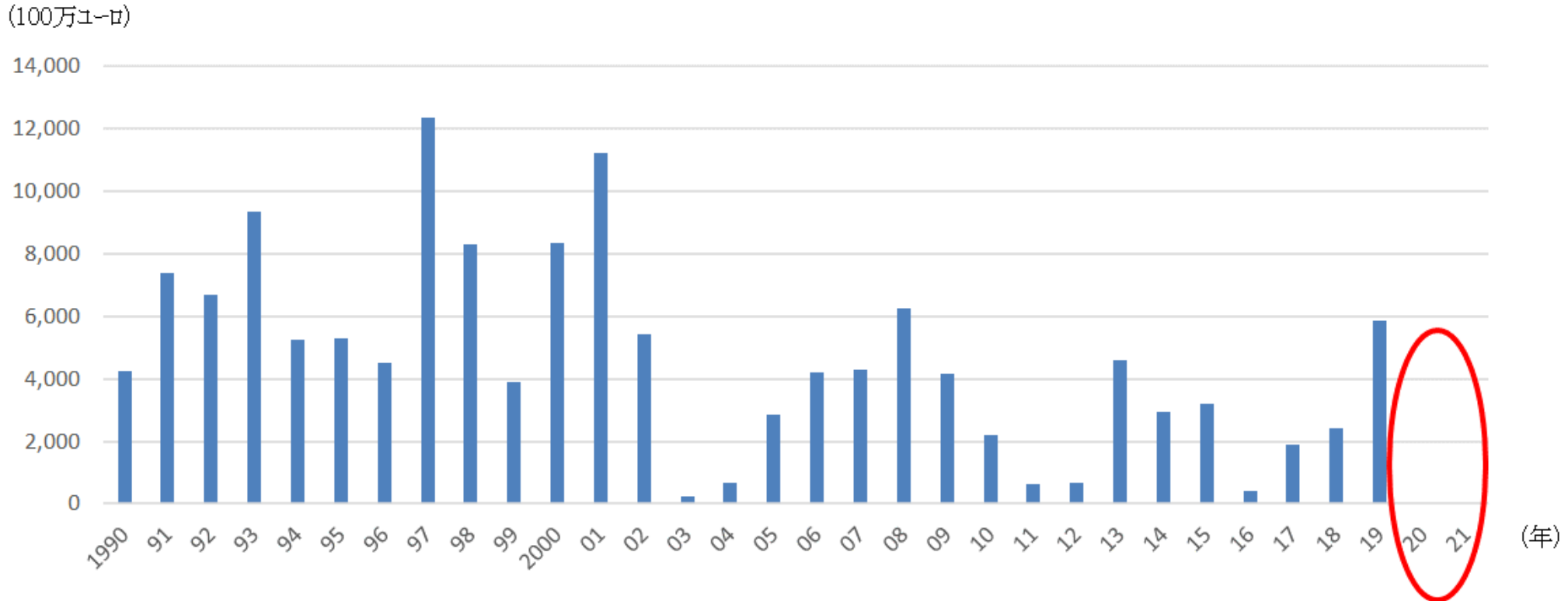
(最近の金融政策運営)

- 2022年3月開催の政策委員会において、資産買い入れを2022年7～9月期をもって、前倒して終了することを決定
 - その直後から利上げに着手する意向、との当局者の発言も報道
(シュナーベル理事)
- 具体的な正常化の進め方は今後決定

(中央銀行としての財務運営悪化の場合の対応)

- ユーロシステムの場合、各国中銀ごとに財務運営
- 中心的な存在である独連銀の場合、2020年決算で、当期利益を計上できず「**国庫納付金ゼロ**」に転落(図表32)。1979年以来、実に41年振りの事態
- その要因は、コロナ危機下での大規模な国債買い入れに伴い、独連銀が抱える先行きの金利リスクが膨張したことを受けて、引当金を大幅に積み増したことによるもの
—ユーロシステム内での国債の買い入れは、各中央銀行の出資比率に比例して実施—
—独連銀は、加盟各国の国債のなかで最も金利の低い独国債を、加盟中銀のなかでもっとも多額に買い入れざるを得ず、財務悪化の影響を最も重く被らざるを得ない立場
- 独連銀は、2021年度も引当金の積み増しを継続し、「**国庫納付金ゼロ**」状態を継続。コロナ危機後の財務悪化を乗り切る構え

(図表32) 独連邦銀行の国庫納付金の推移



(資料) Deutsche Bundesbank, “Profits of the Deutsche Bundesbank”, March 2, 2022 を基に日本総合研究所作成.

(4) 小括

- **中央銀行の財務コスト**は、次のように考えることが可能
「逆ざやの幅」(=「買い入れた債券等の収益性」-「付利引き上げ所要幅」)
 ×「(付利が必要になる) **中央銀行当座預金の規模**」
 ×「**BS規模縮小までの所要年数**」
 - この財務コストが当該中央銀行の自己資本で賄い切れなければ**赤字**、その状態が長引けば、ひいては**債務超過**に転落【**独連銀は引当金積み増しでカバー**】
 - **会計制度上の手当て**(「繰延資産」方式の採用等)で、赤字状態は事実上放置したままで、一定の年数をかけて乗り切るか【**米Fed**】
 - もしくは、**国が租税を投入**して赤字分を補填するか【**英BOE**】
- 各中央銀行の**正常化局面における困難さの度合い**は、以下の観点から比較可能
 - ① **BSの規模**(1%逆ざやになるごとに、どの程度の損失が発生するか)
 - ② **物価情勢**(どこまで短期金利を引き上げる必要があるか)
 - ③ **買い入れた資産の加重平均利回り**(短期金利何%で逆ざやに転落するか)
 - ④ **買い入れた資産の加重平均残存年数**(「満期落ち」での資産規模縮小に何年を要するか)

(図表33) 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)	133.8% (2022/4Q)	36.5% (2022/4Q)	41.6% (2021/4Q)	67.8% (2022/4Q)
② 物価情勢 (直近の前年比)	0.9% (2022/2月)	8.5% (2022/3月)	7.0% (2022/3月)	7.5% (2022/3月P)
③ 買い入れ資産の加重平均利回り	0.166% (2021/9月末)	2%台以下か? (2020/12月末)	2.61% (2022/2月末)	n.a.
④ 買い入れ資産の加重平均残存年数 (デュレーション)	6.6年 (2021/12月末)	n.a.	17.42年 (2022/2月末)	n.a.

(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 買い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。

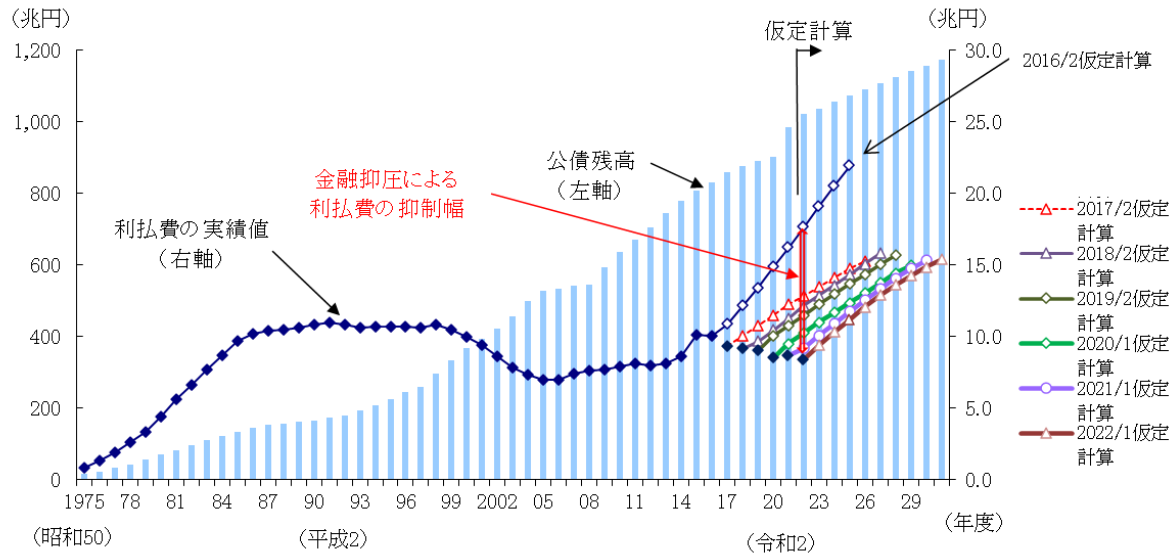
(注2) ECBの資産には、国債等の債券買い入れ分ばかりでなく、残高縮小が容易なリファイナンス・オペレーション(民間銀行向け資金供給)の残高も含まれ、この両者の残高は概ね2:1であることに注意する必要がある。

5. わが国に求められる政策運営の方向性

(1) “日銀への損失補填”は“免れた国債利払費”の事後請求

- 日銀の“異次元緩和”がなかりせば、わが国の国債金利がどの程度の水準にあったのかを見極めることは容易ではない
- 財務省が毎年度公表している、国債利払費の仮定計算を手掛かりに考えてみれば…
 - 日銀がこれまで“金融抑圧”を実施してきたもとで、わが国としては国債利払費を相当に抑制できていた計算
 - 例えば、日銀がマイナス金利政策を導入する直前の2016年1月時点の仮定計算を起点に考えれば、2021年度分だけでも**約9兆円**の利払費を節減できたことに相当
 - 起点を2017年1月時点の仮定計算とすれば、2021年度分だけで**約4.5兆円**
- わが国として、これまで日銀の“金融抑圧”によって“浮かせる”ことができていた利払費を、日銀への損失補填の形で、事後的に負担せざるを得なくなることに相当
 - “これまで浮かせることができていた分”と、
“今後、損失補填を余儀なくされることになる分”
の、どちらの金額の方が結果的に大きくなるかは、今後の経済・物価情勢と市場金利の動向次第

(図表34)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



(参考)各年度の仮定計算策定時における
10年国債金利の前提値(予算積算金利)の推移

	当年度	1年後	2年後	4年後	5年後	6年後以降
2016/2月時点	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4
2017/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2018/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2019/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2020/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		
2021/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		
2022/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		

- (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。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。令和3年度版では、令和7年度以降、新規公債発行額は平成令和6年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令6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。

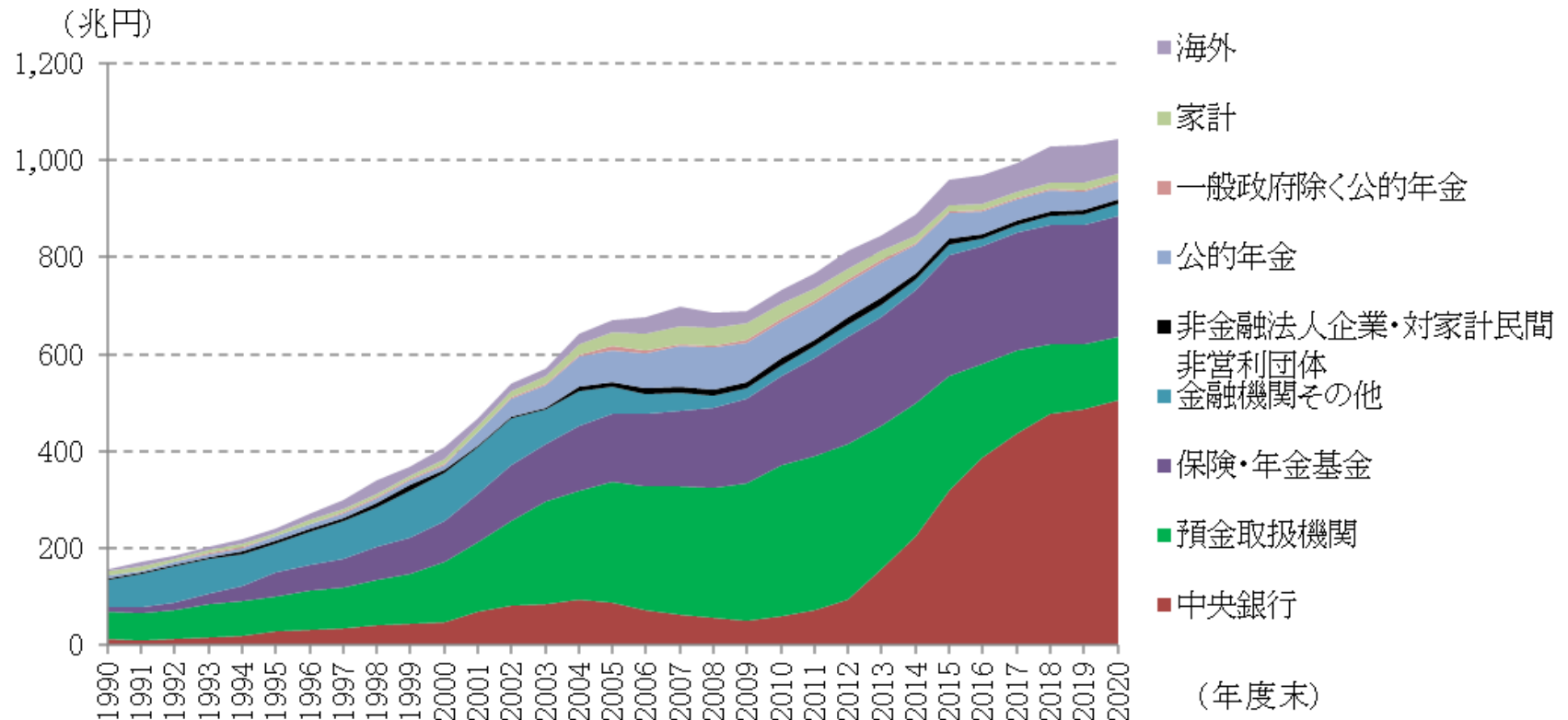
(2) 先々の財政運営上、金利変動リスクを誰が負担するか

- 固定金利のクーポンのついた国債を政府が発行し、無事、市場で消化
= 先行きの金利変動リスクは市場が負担
(長期国債として市場で消化されていれば、国の先々の利払費が増えることはなし
= 安定的な財政運営継続が可能に)



- その国債を中央銀行が市場から買い入れ(図表35)
= 先行きの金利変動リスクが、国の側に戻ってきてしまうことに相当
- 多額の固定利付国債を市場で消化できていたにもかかわらず、それを日銀が“デフレ脱却”目的で買い入れてしまったあげく、今や日銀自体が金利変動に自力で対応しきれなくなり、国際的な経済・金融情勢の変化に対応した機動的な利上げを実施するためには、新たな国民負担を必要としつつあるのが現実

(図表35) わが国の国債・財投債の主体別保有残高の推移



(資料) 日本銀行時系列統計資金循環データを基に日本総合研究所作成。

(原資料注) 2003年度以前は93SNAベース、2004年度以降は08SNAベースの計数。

(3) “突然のYCC解除”に追い込まれたときに起こる事態とは

- 日銀のYCCのもとにある現在のわが国のイールド・カーブは、**金利水準・形状の両面でかなり異様**(前掲図表5)
- 現在の日銀の金融政策は、**事実上の“財政従属”**状態(独立性は事実上喪失)
- “急激な円安”=円の信認の動揺を意味する
 - “有事の円買い”はもはや起こらず
 - 欧米主要国は現在、軒並み増税を含む財政再建に着手(図表36)
 - 対照的なわが国は、財政再建や日銀の“出口問題”の議論に着手すらせず
 - 円安は、わが国に対する海外の冷ややかな目線の表れではないのか?
- この先、一段の円安が進むことになれば、日銀の財務問題を放置できず



日銀に国債を買い入れさせることはもはや不可能に

- 日銀のバランス・シートが膨張するほど、日銀の財務は悪化する悪循環
- その時点になって初めて気づく(気づいたふりをする?)のでは遅すぎる

(図表36) 欧米主要国等の財政再建に向けた最近の取り組みや財源確保策の例

<p>【米国】 「超党派インフラ法」(2021年11月成立) バイデン大統領が2021年3月に発表した「米国雇用計画」の一部の施策を超党派で合意したもの。交通インフラ向け2,840億ドル、その他インフラ向け2,640億ドル、合計で約5,500億ドル規模の歳出を見込む。財源は、新型コロナ対策予算の未使用分や、徴税強化等で、歳出にはほぼ見合う5,476億ドル分を10年間かけて確保。</p> <p>「Build Back Better 法案」(下院は通過するも、上院でとん挫中) バイデン大統領が打ち出した「米国家族計画」をベースに、教育・医療・育児・気候変動分野への投資による成長を目指す10年間の歳出計画。支出規模1.7兆ドルに対して、①大企業に対する15%の最低課税、②自社株買いに対する課税、③高所得者に対する徴税強化等で約1.5兆ドルの歳入を確保。</p> <p>「2023年度大統領予算教書」 バイデン大統領「私たちが大切にしているのは、①財政への責任、②安全・安心、③米国の将来への投資。最も重要なのは①財政への責任」 「本予算が提案する投資は、より公平な税制改革によってまかなう」 ①法人税率の引き上げ(21→28%)や、②富裕層の課税強化(金融所得を含む20%の最低課税)等の税制改革による増税を提言。</p>
<p>【EU】 「次世代のEU」資金(NGEU) 総額8,069億ユーロのうち、7,238億ユーロが「復興・強靱化ファシリティ」。その用途は、①グリーン移行、②デジタル移行、③R&D、中小企業向け支援、④公共事業、⑤衛生・経済・社会・制度面での強化、④次世代・子ども・若年層向け。 その財源は、①プラスチック賦課金(21年1月導入済み)、②排出権取引制度の拡張(23年1月までに導入予定)、③炭素国境調整メカニズム(国境炭素税、23年1月までに導入予定)、④法人課税の強化(国際課税強化の2本の柱の1つである、多国籍企業の超過利潤課税。23年1月までに導入予定、ほか)</p>

(資料)各国当局資料、報道資料、財務省財政制度等審議会財政制度分科会「財政総論等」「財政総論等(参考資料)」2022年4月8日等を基に日本総合研究所作成。

- “日銀の国債買い入れ不可能”と“市場金利の上昇抑制”を両立できるかどうか
 - 新発国債の発行は不可能に
 - 借換債(前掲図表20)全体の発行継続が困難となれば、借換債の元本償還を迫られる可能性も
 - …新発国債、借換債を問わず、元利償還が予定通り行い得なくなればデフォルトに
- 仮に、一般会計の税収が65兆円規模を維持できるとしても、現在、107兆円の歳出をそのなかに収めなければならないことに(前掲図表19)
 - 国が“デフォルト”の瀬戸際に立たされる以上、国債費(24兆円)の減額は困難
元本償還費、利払費ともさらなる増額を迫られる可能性も大
 - 残る最大41兆円のなかに、現在83兆円を充当している一般歳出(社会保障ほか)と地方交付税交付金等を収めなければならないことに
= “**歳出一律5割カット**”に相当

(4) 今、求められるのは機動的かつ柔軟な金融政策運営と堅実な財政運営

- コロナ危機後、世界の経済情勢は一転して「**高インフレ局面**」に
 - ただし、わが国の足許のインフレ率は、欧米主要国ほど高くはない
- わが国にとって、当面の最大のリスク要因は**円安**
 - 硬直的な政策運営に固執し、さらなる急激な円安を招来して、日銀が利上げに追い込まれる形になれば、これまでわが国が目をそらし続けてきた、日銀や財政が抱える問題点が一気に噴出し、財政運営が行き詰まりかねず
- 世界的な「低インフレ・低金利時代」の終焉に合わせた柔軟な政策運営を、先手を打つ形で展開できるかどうかが、大幅な円安を招来することなく、わが国が安定的な経済運営を継続していかれるかどうかの**カギ**を握る
 - “先手を打つ”ことができるかどうか、今はまさにその最後の機会

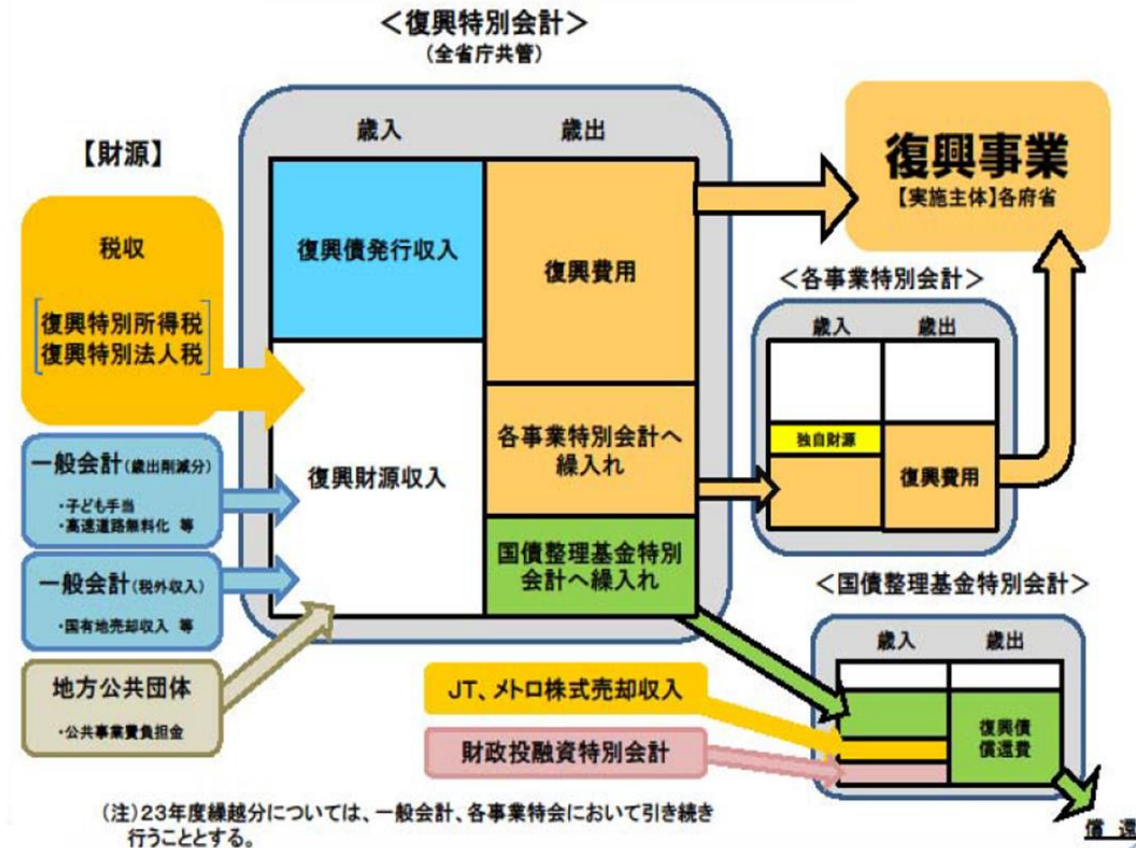
(安定的な運営継続のために、最終的に目指すべき財政の姿)

- 日銀の“事実上の財政ファイナンス”、“金融抑圧”に依存した財政運営継続は不可能
- 目指すべき方向性は、
「民間投資家が国債保有の中心となり(=先行きの金利変動リスクは市場が負う)、
長期国債中心の安定的な国債発行による安定的な財政運営」
- そのためには、金融市場で“緩やかな順イールド”が形成されることが望ましい
- 同時に、日銀への国庫からの損失補填を最小化することを目標に、中長期的な計画のもと、日銀の資産規模を段階的に縮小。これを市場金利の安定と両立させることを目指す
- 日銀のYCCは、激変回避のため、財政運営・国債管理政策と協調しつつ、段階的に解除。最終的には完全に解除し、国内外の市場参加者によるわが国の財政運営に対する信認を基盤に、“緩やかな順イールド”が形成される状態を目指す

(今、求められる政策運営)

- ①国内外の金融情勢の変化(=段階的な利上げ)に耐えられる財政運営体制の構築
 - まず、コロナ対策で膨張した60兆円の短期国債発行分の財源を手当てし、長期国債に切り替えることが必要
 - 東日本大震災時の「**復興債**」のような枠組み(図表37)が望ましい
 - コロナ禍でわが国の家計貯蓄は大幅に増加
 - 担税力のある、経済的な余裕のある層は間違いなく存在する
 - 彼らにターゲットを絞った増税を考えるべき(所得税、法人税、金融所得課税等)
 - 2025年の基礎的財政収支の黒字化にとどまらず、近い将来に**財政収支の均衡**を達成することが必要
 - それができれば、柔軟な金融政策を行い、国債市場の機能が回復しても、市場金利の上昇幅は抑制できるはず

(図表37) 東日本大震災復興特別会計の仕組み(2012年4月時点)



(資料)復興庁『特別会計に関する法律第20条に基づく財務情報の開示について』、2012年4月1日。

(注1)復興特別所得税の税率は、基準所得税額の2.1%。

(注2)復興特別法人税は、2012年度から3年間課税された後、2014年度をもって廃止された。財務省の『特別会計ガイドブック平成27年度版』によれば(p170)、2014年度の同税の税収規模は4,298億円で、復興特別所得税の税収規模(3,083億円)を上

(注3)「東日本大震災からの復興の基本方針」において、復興のための財源については、「次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し負担を分かち合う」とされ、復興債には特定の償還財源が確保されているため、60年償還ルールは適用されず、借換債を含め令和19(2037)年度までに償還することとされている。

- ②金融政策は、短期金利に関してはまず、**マイナス金利を解除**
長期金利に関しては、財政当局と協調しつつ、**10年債金利にキャップ(上限)を設定し**、
日銀の資産規模縮小との両立を図りつつ、**キャップを徐々に引き上げる形で**、
市場機能の回復を目指す
- 日銀の、力づくの“金融抑圧”によって長期金利を押し下げのではなく、わが国の財政運営に対する市場の信認によって、長期金利の上昇を抑制する途を選ぶべき
- ③日銀の財務運営の中長期試算を、複数の金利シナリオ別に明らかに
- **“金融抑圧”には事後的な重い国民負担**が伴うことを世論が理解することが必要
- ④中長期的な計画を立てたうえで、**日銀の資産規模を段階的に縮小**
- 基本的に「**満期落ち**」方式で、中途売却により売却損を被ることは回避
 - 日銀の財務悪化の幅、すなわち国民が損失補填の負担を余儀なくされる金額を極力、減らすためには、何よりも日銀の資産規模を縮小することが肝心
 - これは、中央銀行としての財務悪化を可能な限り回避するために、今まさに米Fedが取り組んでいるアプローチに相当
 - ETFも今後の株式市況次第では大きなリスク。市中売却による段階的な残高削減が必要

- 財政運営と金融政策運営がバラバラに行われ、潜在的に抱える問題の大きさゆえ、お互いに口をつぐんだまま、では、このままわが国が“取り返しのつかない事態”に突入してしまう可能性も否定できず
- 今、何よりも問われているのは、
 - ①この国が置かれた経済・金融環境、この国が抱える問題の在り処を私たちが客観的に認識すること
 - ②岸田政権の覚悟とリーダーシップ

なのではないか

(主な参考文献)

- 拙論「量的引き締め(QT)局面に入ったイングランド銀行－透明なリスク管理の枠組みと政府との連携－」『Research Focus』(株)日本総合研究所、2022年3月15日
- 拙論「非伝統的手段としての金利政策の評価と課題－マイナス金利やイールド・カーブ・コントロールは広く活用可能な政策手段たり得るか」JRIレビュー、(株)日本総合研究所、2021年10月20日
- 拙著『中央銀行の危険な賭け 異次元緩和と日本の行方』朝陽会、2020年10月刊

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp
<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>