

日銀新体制とわが国が直面する課題

岸田政権は次期日銀総裁に経済学者の植田和男氏（元日銀審議委員）を指名した。近く2期10年の任期を終える黒田東彦総裁の最後の1年は、世界的な経済情勢が高インフレ局面へと急転換し、その影響がわが国へも及ぶ中でも日銀が超金融緩和政策を頑なに継続したため、わが国では国債市場の混乱が続いているほか、外国為替市場で大幅な円安が進展する局面もあった。そうした中で船出する日銀新体制、そしてわが国が直面する課題はどのようなものか。

もともと「無理筋」だったYCC

新総裁がまず直面するのは、日銀が2016年9月以降、すでに約6年半もの長期間にわたり継続してきたイーールド・カーブ・コントロール（YCC）政策をどうするかということだろう。

各国間での資本移動が自由ではなく、各国内における金融取引も厳しく規制されているような「閉鎖経済」下であればいざ知らず、主要国間で

の資本移動が完全に自由化され、各国内での金融自由化も進んだ「開放経済」下にある今日においては、金利や為替レートを当局が意のままに特定の水準に抑えつけ続けるなどということは無理、というのは、最初から分かっていたことだったはずだ。世界では21年半ば前後から高インフレ局面への転換が明確化した。各国中央銀行が金融引き締め局面に転換し、急ピッチで利上げを行うとともに、コロナ危機で膨張した中銀自

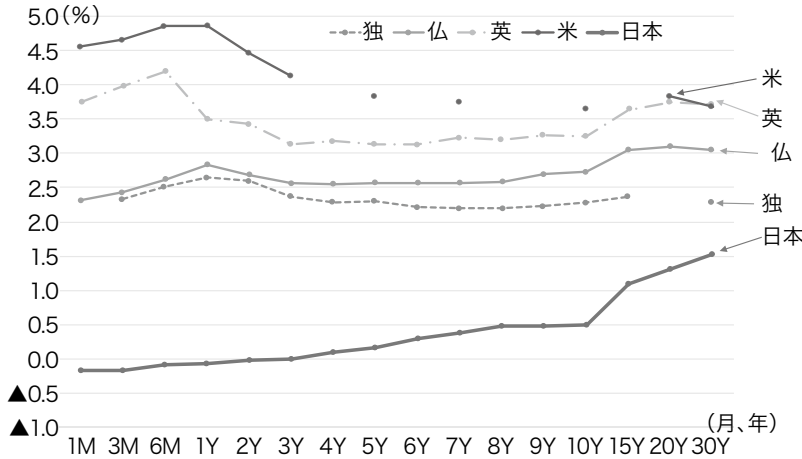
らのバランス・シートを縮小させる正常化を進める中、主要国のイーールド・カーブの水準や形状は1年前の22年春からはおよそ想像できなかつた形に変化している（図表1）。日銀がYCCを維持できていたのは、要するに世界的な低金利環境にあったから、というだけのことだろう。オープンな金融市場の力は、とてもないほどに大きくなって久しい。それに一国の当局が立ち向かって勝てるはずもない。当局側が「敗北

日本総合研究所 主席研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法卒、19年7月から現職。19年
から財政制度等審議会財政制度
分科会委員を務める。近著「中
央銀行の危険な賭け―異次元緩
和と日本の行方」(朝陽会)。

や「撤退」を余儀なくされた例は、1992年に単一通貨ユーロへの参加を目指して参加していたERM（為替相場メカニズム）からの脱退を余儀なくされた英国や、2015年に、スイス・フランの対ユーロでの上限目標を突然、撤廃したスイス国立銀行（SNB）など、いくつもある。自国の金利や為替レートの安定的な推移を望むのであれば、自らが健全な経済政策運営に努めるより他にない。市場主義経済においてはそれが唯一の道なのだ。

だからこそ、分別があり、思慮深い当局は、そもそも最初からYCCのような政策を採用することはない。採用したところで、情勢の変化次第では、市場の圧力に当局が負ける結果になることは分かっているからだ。

〈図表1〉主要国のイールド・カーブの形状の比較(2023年2月6日時点)



(注)2023年2月6日時点のスポット・レート
(出所)Refinitiv Eikonを基に日本総合研究所作成

採用したとしても、市場からの修正圧力が高まっているのに、それを当局側が無理に抑えようとするれば、価格形成に歪みが出るなど市場が混乱し、結局はその国全体の経済活動の足を引っ張る結果になる。また、抑えつけようとする当局自身にもコストが掛かる。為替レートを自国の経済の実力以上の割高なレートで維

持しようとするれば、1992年の英国のように、多額の外貨準備を介入に費やして失い、投機筋を儲けさせるだけの結果に陥る。長期金利を特定の低水準で維持するために中央銀行が国債の買い入れを続けられ、いずれ来る正常化局面で、当該中銀自らの財務事情を一層悪化させることになる。だからこそ、コロナ危機に

直面した2020年3月に、3年物国債金利を短期の政策金利並みに誘導するイールド・ターゲット(YT)政策を導入したオーストラリア準備銀行(RBA)は21年11月、市場の金利上昇圧力を受けてYT政策を解除した。直前の10月、3年物国債金利の目標維持のためにRBAが実施した国債の買い入れは22日の1日のみで、日銀のように連日の無制限買い入れで徹底抗戦することは決してなかった。RBAはその後22年6月、市場には早くから予兆があったにもかかわらず、市場参加者の金利先高観が強まる前にYT政策を解除でき

なかったことを反省する内容の「YT政策の総括」を公表している。その中でRBAは、日銀と比較すればはるかに限定的な金額にとどまったYT政策防衛のための国債買い入れについて「事後的な財務面でのコストを伴うものになった」という反省の弁も述べている。これが普通の良識ある中央銀行の感覚であろう。実際ある中央銀行の感覚である。いかに甘受しつつ、RBAは世間の批判を甘受しつつ、YT政策から素直に撤退したということなのだろう。ところが、日銀の姿勢はRBAとは大きく異なる。将来的な正常化局面において日銀自身が被る赤字幅は、仮に利上げによる「逆ざや」の幅が同じでも、バランス・シートの規模が大きくなればなるほど膨らむことになる。にもかかわらず日銀は、そんなことはお構いなさだと言わんばかりに、ほぼゼロ金利クーパーンの国債を指し値オベで際限なく買い入れ続けている。23年1月から導入した5年物共通担保オベも、日銀の財務に及ぼす影響を考えれば、ほぼゼロ金利の5年物国債を抱え込むのと同じことだ。こうした政策運営は、短期金融市場における資金需給をきめ

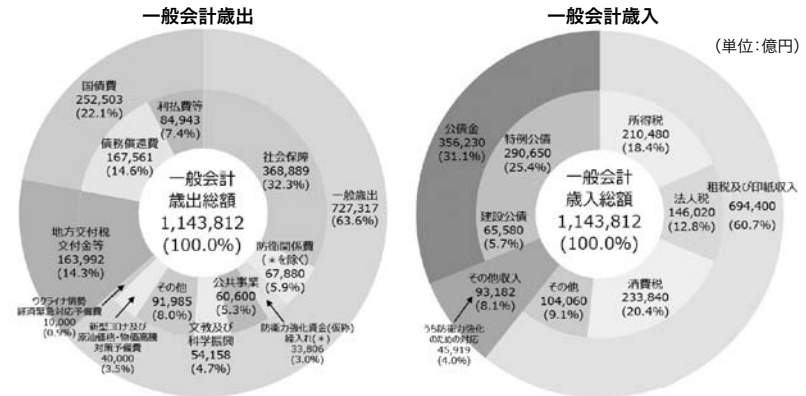
細やかに調節する上での手段であり、また、民間銀行経由で市中に円滑に資金を供給するための手段であるはずの共通担保オベの本来の趣旨を大きく踏み外すものもあるだろう。

23年1月21日付の英経済誌The Economistはこうした日銀の姿勢を「異常な金融政策の異常に高つく防衛」(An extraordinary expensive defence of an extraordinary monetary policy)と評している。中央銀行としての先行きの財務コストは将来的な国民負担につながるものだ。にもかかわらず、それを度外視した、日銀のこうした金融政策運営に、世界中が啞然としている。こうやって、円に対する「信認」が損なわれていくのだろう。そうやって失われた信用は、果たして日銀総裁1人と副総裁2人が交代するだけで、簡単に払拭されるものなのだろうか。

「だまし討ち」できなかった理由

こうした問題含みのYCCをどうやって解除まで持つていくか。為替レート・ターゲットも同じことではあるが、当局本位で考えれば、最もダメージの小さい方法は、市場に対

〈図表2〉わが国の2023年度一般会計予算の歳出・歳入の構成



※「一般歳出」とは、歳出総額から国債費及び地方交付税交付金等を除いた経費のこと。
 ※「基礎的財政収支対象経費」(=歳出総額のうち国債費の一部を除いた経費のこと。当年度の政策的経費を表す指標)は、895,195(78.3%)
 (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50.7%。
 (出所)財務省『令和5年度予算のポイント』2022年12月23日

する「不意打ち」ないしは「だまし討ち」によるしかない。それを最も端的にやってみせたのが、SNBが15年1月に実施した、スイス・フランの上限目標の突然の撤廃だった。こうやって「だまし討ち」に成功すれば、当局側はレート防衛のため、無理な介入をしなくて済むため、当局自身が被るダメージは最小化で

前に万端の準備を整えておく必要があったが、できていなかった。すでに日銀が「事実上の財政ファイナンス」状態に深く入り込んでい

るわが国では、いきなりYCCを解除すれば、市場金利全般が跳ね上がりかねず、それはストリートに政府の側の利払費の金額に、ひいては財政運営の持続可能性の問題に直結す

きる。もつとも、その煽り、わが国の生保等の機関投資家等を含む世界中の金融機関が相当な損害を被り、国際金融市場は大混乱する結果になった。日銀の場合、本当の意味での「だまし討ち」ができた時期はとつくに過ぎてい

る。その準備は政府の側も全くできてはおらず、日銀の側から、いざ、金融情勢がそういう展開になることもあり得るから、しっかりと財政再建を進めておくように、と政府の側に促すこともなかった。とても「だまし討ち」によるYCC解除が

できるような状況ではなく、何よりも黒田総裁体制の日銀が、自分達の任期中には、この困難を極める「出口」局面に取り組むつもりはさらさらなかった、ということなのだろう。

しかしながら、現下のような状況に追い込まれている以上、日銀としてもYCCはもはや、解除する方向で進めるより他にないものとみられる。後は同年12月に10年国債金利の許容変動幅を±0・50%に拡大したときのように、小手先の「だまし討ち」を繰り返すくらいしか方法がなさそうでもある。

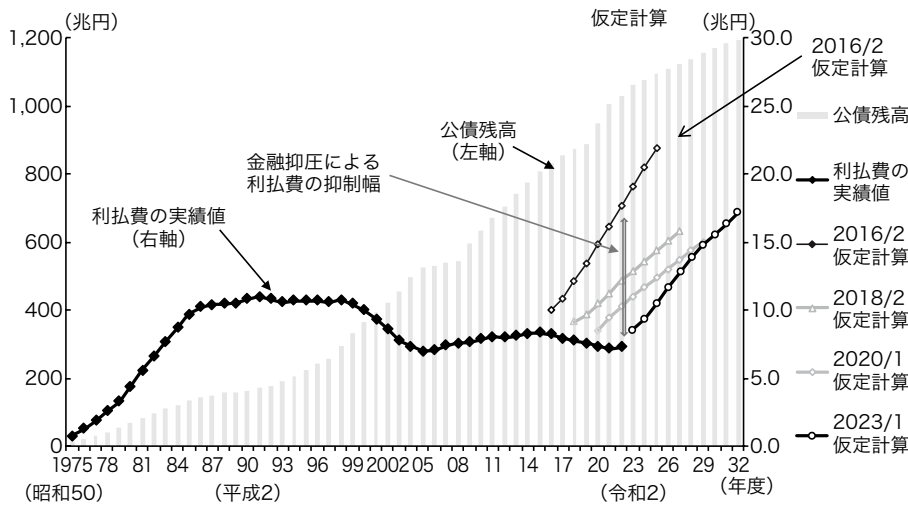
利払費膨張はどのくらいまで

日銀がいよいよ正常化に着手せざるを得ない局面に入りつつあるにもかかわらず、わが国の財政運営の方は、はなはだ心許ない状況にある。図表2は23度一般会計予算の政府案の概要だ。歳出規模が114兆円に

まで膨れ上がっているにもかかわらず、利払費は予算上、わずか8・5兆円で済む形になっている。近年の一般会計の運営上は、予算編成上は利払費は8兆円台とされていても、実際には7兆円台で済ませてこられていたのが現実だ。

その利払費が今後、どうなると思込まれるかを示したものが図表3である。このグラフから明らかのように、これまでは毎年、予算編成に合わせて財務省がこのように利払費の増加の見通しを示しても、実際には利払費は財務省の見通しのように増えることはなかった。ところが、これからはそうはいかなくなるのではないか。

〈図表3〉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

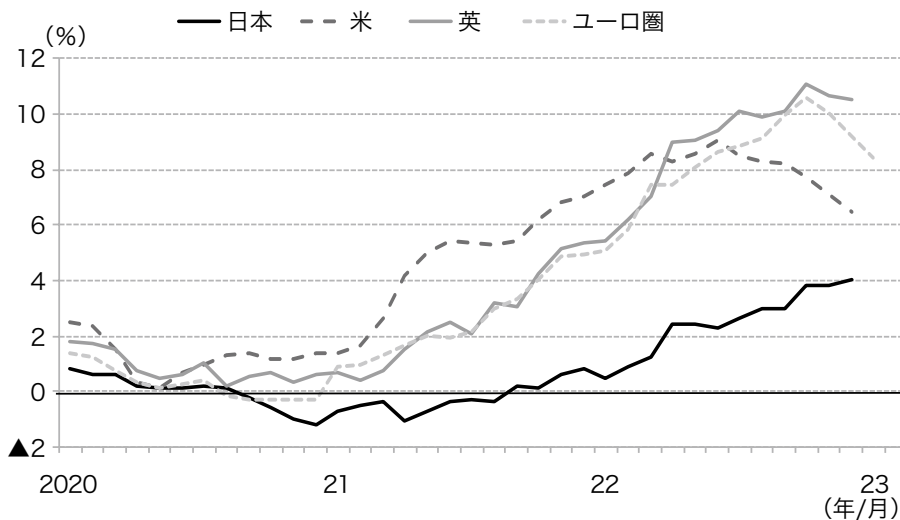


(原資料注1)各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の[試算-1](*)を前提とする。令和5年度版では、令和9年度以降、新規公債発行額は令和8年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令和8年度と同水準と仮置き。
 (原資料注2)計算の対象は、定率繰入および発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。
 (出所)財務省『日本の財政関係資料』および『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』各年版、参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』各年版を基に日本総合研究所作成

(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
	当年度	1年後	2年後	4年後以降		
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		
2023/1月時点	1.1	1.3	1.5	1.6		

〈図表4〉主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(出所)Refinitiv Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

YCCを完全に撤廃していれば、10年国債金利の水準が1・6%で済む保証はどこにもない。国債が安易に増発されれば、それは国債市場の需給悪化を通じて、長期金利を一段と押し上げることになる。しかも、消

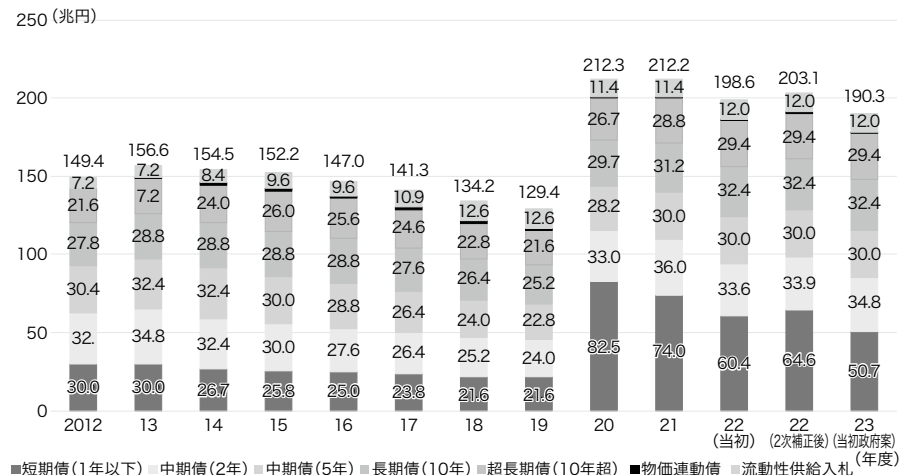
費者物価前年比の伸び率の内外格差は、欧米各国の伸び率が鈍化し始めている一方、わが国では4%に乗せるなど、ここへきて縮小し始めており(図表4)、IMFからは、本年の対日4条審査終了に際し、わが国

の物価について「リスクは上方に傾いている」「日本のインフレ期待は主として後ろ向きであるため、ひとたび高インフレが発生するとそれが長期化しかねない」との見方も示されている。わが国のインフレ率がこ

の先、日銀の見通し通りに減速しなかつた場合、当然ながら長期金利にはその分、押し上げ圧力が作用することにもなる。図表5は、わが国の国債発行計画の推移を見たものだ。コロナ危機の

ピークにあった3〜4年前よりは多少は好転したとはいえ、今年度もわが国は、なんと190兆円もの国債を発行できなければ財政運営を続けていくことができない状態にある。その規模を名目GDP比と比較すれば(図表6)、他の主要国よりも圧

【図表5】わが国の国債のカレンダー・ベース市中発行額の推移



(注)本図では、物価連動債のみデータラベルを非表示にしている。
 (原資料注)2021年度までは最終補正ベース。
 (出所)財務省『国債発行計画の概要』各年度版を基に日本総合研究所作成

算で新規国債を簡単に三十数兆円も発行したり、補正予算で赤字国債を簡単に23兆円も発行したりすることは、一気に困難になるだろう。財政運営上、こうした事態に近々直面する可能性があるにもかかわらず、国全体としてその認識や覚悟は

倒的にわが国の状況は悪く、金利上昇の影響の波をもろにかぶらざるを得ないであろうことは一目瞭然だ。そのわが国で、日銀がYCCの解除に追い込まれる事態となったとき、市場金利の過度な上昇を何とかして抑制するためにできることはただ一つ、市場の信認を得ることしかない。言い換えれば、国債発行額を減らすしかなくなる。これは市場主義世界では当然のこと、諸外国は従前からそうしたメカニズムの下で財政運営を回してきている。わが国としても、その世界に、いままさながら戻るといって他ならない。当初予

算で新規国債を簡単に三十数兆円も発行したり、補正予算で赤字国債を簡単に23兆円も発行したりすることは、一気に困難になるだろう。財政運営上、こうした事態に近々直面する可能性があるにもかかわらず、国全体としてその認識や覚悟は

できていだろうか。内閣府は去る1月、中長期的な経済・財政見通しを公表しているが、その内容は、わが国のプライマリー・バランス(PB)が黒字化するの、成長実現ケースでも26年度、ベースライン・ケースではこの先10年間、赤字のまま、というものだった(図表7)。これだけ世界の金融情勢が変化しており、日銀も追い込まれつつあるのに、多額の新規国債を発行し続ける財政運営をこの先もずっと続けられるものだろうか。あまりにも見通しが甘いのではないか。

このように考えれば、わが国の財政運営は「2026年度のPB黒字化が目標」などと言っているような状況ではもはやないことは明らかだろう。本腰を入れた財政再建への取り組みは喫緊の課題だ。

【図表6】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

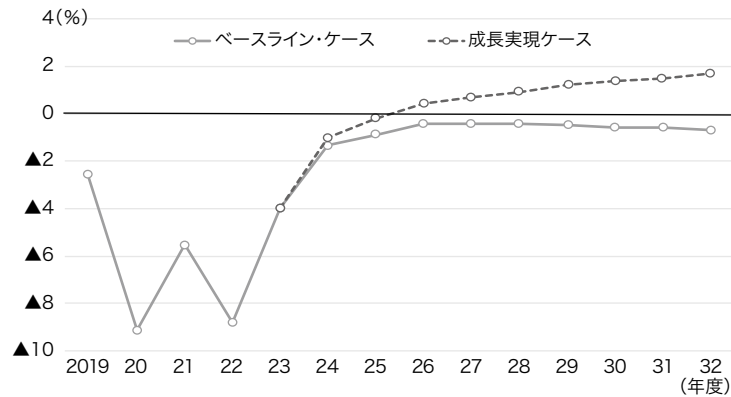
(2022年10月時点における、IMFによる2022年見通し、対名目GDP比)(%)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考) 財政収支
		満期負債	財政収支赤字幅		
日本	263.9	52.8	44.9	7.9	▲7.9
ドイツ	71.1	11.4	8.1	3.3	▲3.3
イタリア	147.2	21.2	15.8	5.4	▲5.4
米国	122.1	31.7	27.7	4.0	▲4.0
英国	87.0	10.2	5.9	4.3	▲4.3
G7平均	128.3	28.0	23.6	4.4	▲4.4
G20先進国平均	122.9	26.4	22.1	4.3	▲4.3

(注)満期負債の計数は、グロス所要資金調達額から財政収支赤字幅を差し引いて筆者が算出(原資料)Bloomberg Finance L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。
 (出所)IMF, Fiscal Monitor, October 2022を基に日本総合研究所作成

YCCは解除する方向としても、市場金利の不測の急上昇時に備えた、日銀の国債買入れの余地は残しておきたいところではある。ただ、それも現実的にはおよそ難しくなる可能性が高い。日銀自身がこの先、深

【図表7】わが国のプライマリー・バランス(基礎的財政収支)の見通し



(出所)内閣府『中長期の経済財政に関する試算(令和5年1月24日経済財政諮問会議提出)』を基に日本総合研究所作成

彼らと同じ姿勢での政策運営が、日銀とわが国の政府にできるかどうか。新総裁就任後のわが国では、まさにその点が問われることになる。しかも日銀の

あることは周知の通りだ。一般論として、中央銀行が小幅でも赤字に陥ればすぐに大問題、ということでは必ずしもないだろう。現に、急激な利上げを余儀なくされている欧米の主要中央銀行の中には、すでにそういう状態に陥っている中銀や、陥りかけている中銀がいくつが存在する。しかし、それが大きな問題とはされていないのは、彼らが中長期的な物価安定というマントの達成を最優先に利上げを進めつつ、同時に、自らの財務の悪化を最小限に食い止めるべく、資産規模を縮小する正常化のオペレーションを進める計画をしっかりと立て、実際に実行しているからこそだろう。彼らは、やむを得ず非常時対応の金融政策を執ったとしても、中央銀行としての財務の悪化を放置したり、悪化幅を平気で膨らませたりするようなことは決してしていないのだ。

そのためには、岸田政権のリーダーシップが何よりも欠かせない。今後のわが国にとっての最大のリスクは、国債金利の急騰や円の急落であろう。そうした事態が現実のものとなつてから対応を考えるのでは到底間に合わず、万事休す、となりかねない。

このように考えれば、将来的な政策対応の余地を残しておくためにも、そして何よりもわが国が引き続き国際金融界から信頼を得られるようにするためには、①日銀が計画的に金融政策の正常化を進めること②財務悪化問題への対応を政府とともに検討しておくことは必須であろう。

まず、財政再建の面では「2026年度にPB黒字化」などでは到底、市場からの容赦ない攻撃に間に合わなくなる可能性が高く、実効性の高い歳入・歳入の計画を立てて、もつと前倒して財政再建を進める必要があるものと考えられる。数年中に新規国債の発行はゼロにして、財政収

入を確保し、同時に、自らの財務の悪化を最小限に食い止めるべく、資産規模を縮小する正常化のオペレーションを進める計画をしっかりと立て、実際に実行しているからこそだろう。彼らは、やむを得ず非常時対応の金融政策を執ったとしても、中央銀行としての財務の悪化を放置したり、悪化幅を平気で膨らませたりするようなことは決してしていないのだ。

刻な財務悪化に直面することになるからだ。日銀はこの先、わが国の今後の物価情勢や外国為替市場の情勢の展開次第では、短期の政策金利についてマイナス金利から脱し、徐々に引き上げていかざるを得なくなる可能性が高い。ただし、そうなれば、日銀はほどなく赤字に転落し、数年のうちには債務超過に転落するのが必至で

あることは周知の通りだ。一般論として、中央銀行が小幅でも赤字に陥ればすぐに大問題、ということでは必ずしもないだろう。現に、急激な利上げを余儀なくされている欧米の主要中央銀行の中には、すでにそういう状態に陥っている中銀や、陥りかけている中銀がいくつが存在する。しかし、それが大きな問題とはされていないのは、彼らが中長期的な物価安定というマントの達成を最優先に利上げを進めつつ、同時に、自らの財務の悪化を最小限に食い止めるべく、資産規模を縮小する正常化のオペレーションを進める計画をしっかりと立て、実際に実行しているからこそだろう。彼らは、やむを得ず非常時対応の金融政策を執ったとしても、中央銀行としての財務の悪化を放置したり、悪化幅を平気で膨らませたりするようなことは決してしていないのだ。

場合、将来的に想定される財務の悪化の度合いは、他の中銀をはるかに上回ることになる。その理由は①日銀の資産規模が名目GDP比で120%を超えていること②YCCを継続してきたことの裏返しとして、買い入れてきた国債のクーポンの加重平均利回りが異常なまでに低いこと③他の中銀が決して手を出さなかつたETF(信託財産指数連動型上場投資信託)までも買い入れてきたこと―などによる。あまりにも問題が困難だからといって、この問題について日銀も政府側も何もせずに放置すれば、円の信認がさらに損なわれ、円安がさらに進むことは間違いない。そうなれば、日銀が国債の買い入れを続行することは不可能になる。買い入れ続行は、さらに赤字幅を膨張させることになるからだ。

日銀新体制移行後のわが国の課題は、国内外の経済・金融情勢の展開をにらみつつ、わが国全体が安定的な経済運営を継続していく上で必要な、①財政再建②日銀の金融政策運営の正常化―をしつかりとした計画を立てて、進めていくことだろう。そしてこの二つは、バラバラではなく、しっかりと連携し、協調して進めることが欠かせない。既存の組織であれば、経済財政諮問会議において、こうした問題を取り上げ、しっかりと検討していく必要がある。

財政再建と金融政策正常化が急務

〈図表8〉日銀が保有する国債が金利上昇に抱える含み損の金額

(2022年12月2日参議院予算委員会における
雨宮副総裁答弁)

長期金利の上昇幅	含み損(▲)の金額
1%	▲28.6兆円
2%	▲52.7兆円
5%	▲108.1兆円
11%	▲178.8兆円

(出所)2022年12月2日 日本経済新聞夕刊報道を基に
日本総合研究所作成

支均衡を達成するくらいの覚悟が必要だろう。

日銀の財務問題に関しては、他の主要中央銀行の取り組みにならない、まず、複数の金利シナリオの下での今後の財務運営の試算を日銀に実施させ、その結果を公表して国民に対する透明性を確保した上で対応を検討する必要がある。

ちなみに、ファイナンス理論の考え方に基づけば、中央銀行が買入れた国債等の金利上昇時の評価額の下落幅は、当該中央銀行がそれらの国債を満期まで保有し続けたとしてもその間に同じ幅での金利引き上げによる付利の増加額とほぼ同じであ

ることが知られている。ゆえに、雨宮正佳副総裁の22年12月の国会での答弁内容を鑑みれば(図表8)、日銀が今後の財務運営の試算を実施するとして、その結果はもうすでに明らかになっていとも言える。将来的な債務超過幅として、数十兆円、場合によってはそれ以上の数字が出てくることになるだろう。それも驚くにはあたらない。よくよく考えれば、これは日銀のこれまでの超金融緩和政策、とりわけYCCによって、私たちが負担せずに免れてきた利払費の累計額が、後払いの請求書になって回ってきたものに相当する、と考えることができるからだ。日銀の緩和なかりせば、わが国の長期金利が何%であったかを推計するのは容易ではないが、仮に前掲図表3における財務省の前借金利による試算結果通りに私たちが利払費の負担を余儀なくされていたとすれば、後払いの請求書の金額が数十兆円レベルになるのは当然とも言えよう。

重要なのは、この日銀の債務超過幅は、今後のわが国の財政政策・金融政策の運営次第で、実際には大きく変わり得るものであることだ。わが国がしっかりと財政再建を進めることができれば、また日銀がしっかりと物価を安定的にコントロールでき、自らの正常化も進められれば、長短金利の上昇幅は抑えられ、為替レートが大きく振れるような事態も回避できるだろう。

IMFは、去る1月26日に公表した、「2023年対日4条協議終了にあたっての声明」で、わが国に対して、次のような警告を発している。「公的債務のGDP比が上昇軌道に乗っていることから、金利が急上昇し、ソブリン・ストレスがかかる可能性がある」。先述のThe Economist誌の論調も然り、国際金融界のわが国に対する視線は厳しくなりつつある。

デフレ克服を言い訳に、無秩序に放漫財政や超金融緩和を継続してきた「甘え」の時代は、もう終わったのだ。日銀の新体制発足を機に、私たち一人ひとりが、その点をしっかりと認識し、政府と日銀が、よい意味での緊張関係に立ちつつ、連携と協調をしながら、わが国全体の経済運営を安定的に継続できる枠組みを作り上げていくことが、今こそ求められていると言えよう。