

「次世代の国づくり」 記者勉強会  
「安倍政権の財政・金融政策の  
レジーム転換をどうみるか」

2013年2月28日

株式会社日本総合研究所  
調査部 主任研究員  
河村 小百合  
kawamura.sayuri@jri.co.jp

本レポートは、JRI Review 論文として、近日中に弊社ホームページにアップする予定です。

お問い合わせ先：調査部 主任研究員 河村 小百合

TEL：03-6833-1577 E-MAIL：[kawamura.sayuri@jri.co.jp](mailto:kawamura.sayuri@jri.co.jp)

## 問題意識

- 「デフレ脱却・景気押し上げ」を最優先課題に掲げる安倍政権は、金融政策運営・財政政策運営の両面で、わが国の従前の政策運営スタンスを大きく転換。
  - 中央銀行による金融政策運営は、リーマン・ショックを挟み、世界的にみてどのような潮流のなかにあるのか。
  - 物価目標達成を日銀に課し、非伝統的手段で金融緩和を強化する政策運営について、海外も含め、どのような見方があるのか。
  - 公共事業による拡張的な財政政策に期待できる効果はどれほどか。
- 「非伝統的手段による金融緩和の強化」と「拡張的財政政策」を組み合わせた政策運営には、わが国経済・財政にとっていかなるリスクがあるのか。
- 実際に財政危機に見舞われた欧州各国は、いかなる財政・金融政策運営によって対応しているのか。わが国との比較ではどうか。
- 「アベノミクス」の取り組みを契機として、これをわが国経済の持続可能な真の再生につなげるため、安倍政権は今後、いかなる課題に取り組むことが求められるのか。

# 構成

## 1. 金融政策

… 5

- (1) 日銀のこれまでの金融緩和政策の足取り
- (2) わが国および欧米主要国の経済は、これまでどのように推移してきたのか
- (3) 中央銀行の政策運営は、世界的にみてどのような潮流のなかにあるのか
- (4) 欧米主要中銀は、危機後、どのような金融緩和を行ってきたの  
— 日銀との比較ではどうか
- (5) 非伝統的手段による金融政策運営の効果および副作用は、国内外でどのように考えられているのか
- (6) 1月22日の「政府・日銀共同文書」をどうみるか

## 2. わが国にとっての先行きのリスク

… 21

- (1) 「拡張的財政政策」の効果の考え方
- (2) 「拡張的財政政策」+「非伝統的手段による金融緩和の強化」により、予想される展開はどのようなものか
- (3) 仮に市場金利上昇が始まると、いかなる財政運営を余儀なくされるのか

## 3. 欧州の経験

… 30

- (1) 市場金利上昇を、いかなる財政・金融政策運営で抑制したのか
- (2) ECBおよび金融当局の対応はどのように評価できるか

## 4. わが国に求められる政策運営

… 40

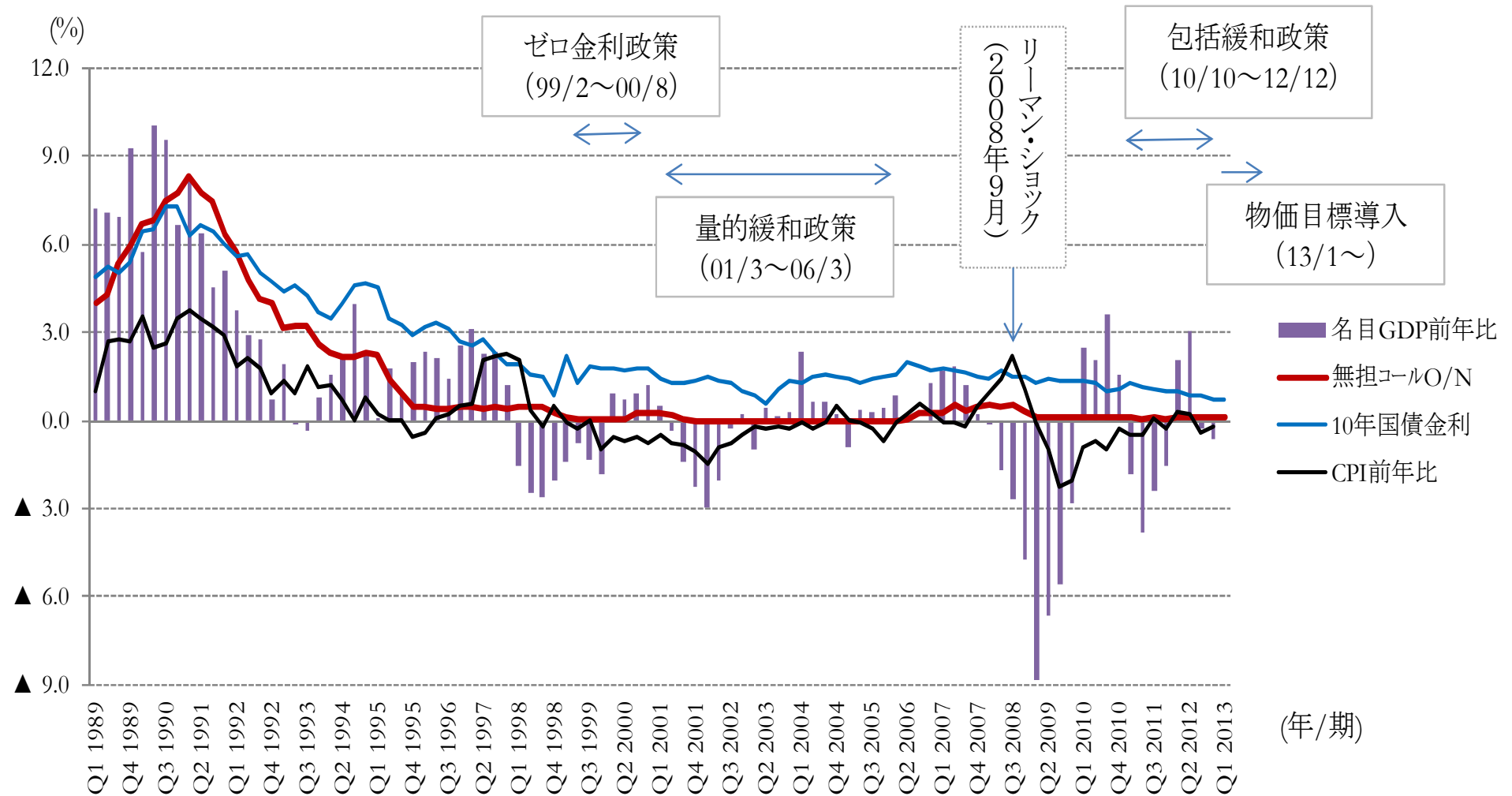
- (1) わが国にとって懸念される展開はどのようなものか  
— あり得る政策対応には、いかなる選択肢があるか
- (2) ハード・ランディング回避のために、取り組むべき課題とは何か

# 1. 金融政策

## (1) 日銀のこれまでの金融緩和政策の足取り

- 1980年代末のバブル崩壊後、日銀は、91年初をピークに政策金利を引き下げ。
- その後、90年代後半の金融危機深刻化を受け、99年2月～2000年夏には「**ゼロ金利政策**」を実施。いったん解除するも、01年3月からは、その後5年間に及ぶ「**量的緩和政策**」を実施。
- 08年のリーマン・ショックを経て、主要先進国の中銀が、軒並み、非伝統的手段による金融緩和を導入するなかで、日銀も10年秋より「**包括緩和**」を実施。
- 安倍政権誕生後の13年1月、「**+2%の物価目標**」を導入し、それが達成されるまで、「**無期限の資産買い入れ**」を継続することにコミット。

(図表1) 日銀の政策金利とわが国の経済情勢の推移



(資料) Datastream.

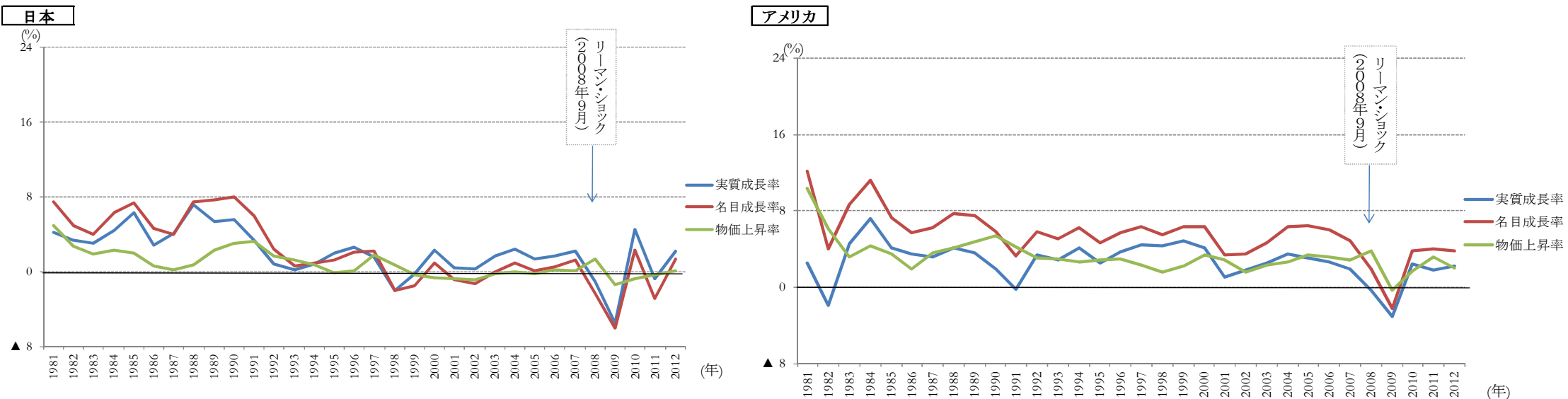
(原資料) 日本銀行、総務省統計局、内閣府.



## (2) わが国および欧米主要国の経済は、これまでどのように推移してきたのか

- わが国および欧米主要国の、80年代以降の経済状況の長期推移をみると、80年代前半は、高インフレがなおみられていたところ。
- その後は、85年のプラザ合意による為替レート調整や90年前後のバブル崩壊を経て、経済成長率やインフレ率の振幅は徐々に収斂。
- 08年9月のリーマン・ショックを受けて、09年は各国とも成長率が大きく落ち込み。
- この間、90年代末以降、デフレ状態が継続しているのはわが国のみ。

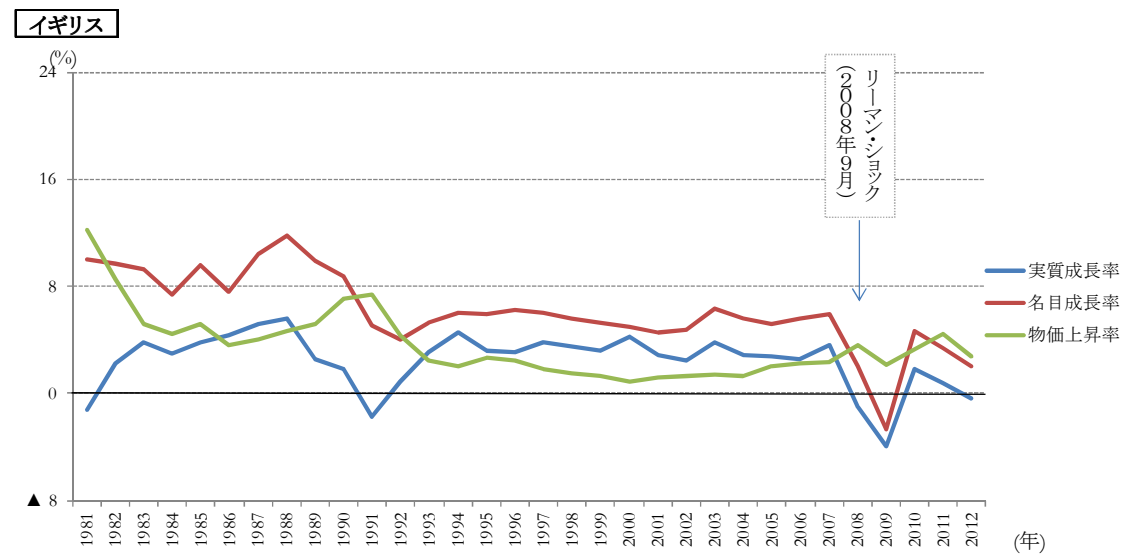
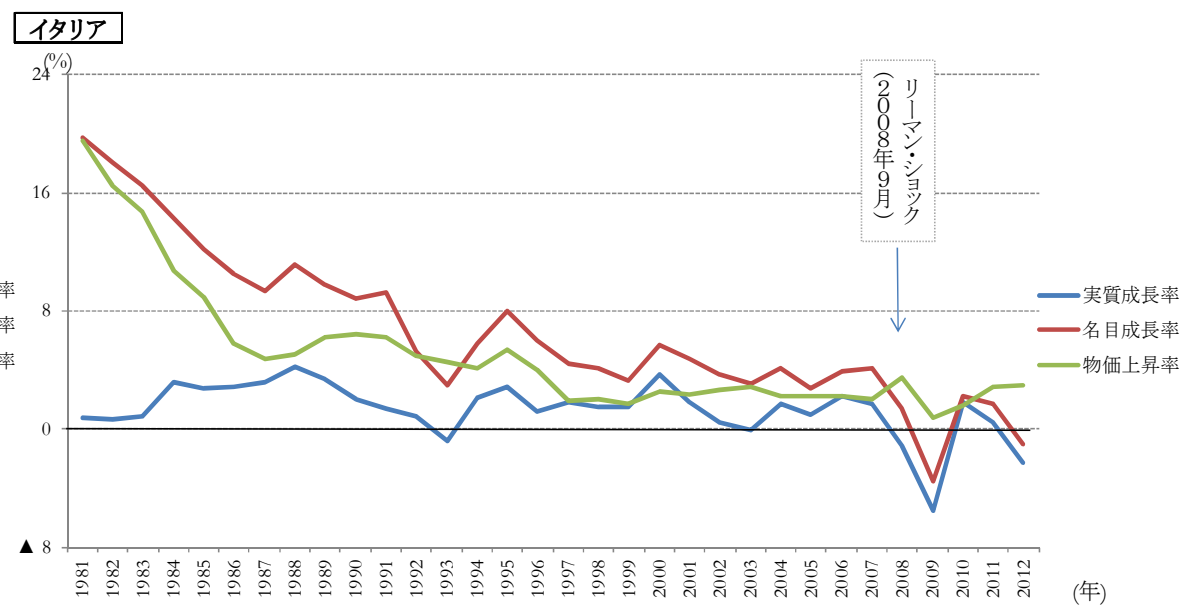
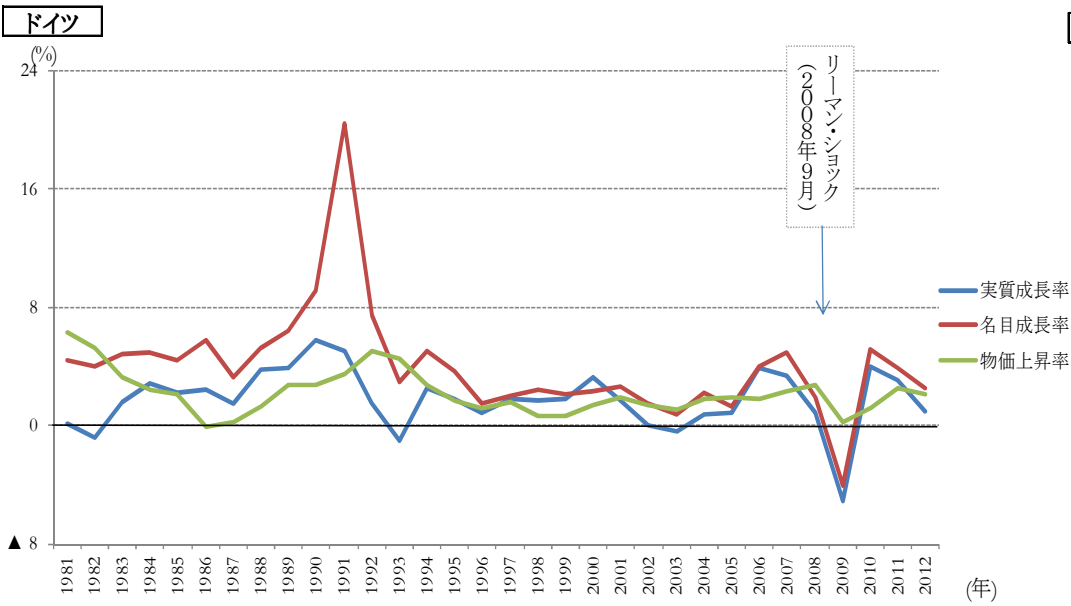
(図表2-1) 主要国の経済状況の長期推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

(注) 2011年以降はIMFによる見込み。

(図表2-2) 主要国の経済状況の長期推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012  
(注) 2011年以降はIMFによる見込み。

### (3) 中央銀行の政策運営は、世界的にみてどのような潮流のなかにあるのか

(中央銀行の金融政策運営の変化のトレンド)

1990年代

- 過去のインフレの反省から、**中央銀行の独立性を強化**。
  - 日本 : 97年日銀法改正、98年施行
  - ユーロ圏 : マーストリヒト条約により、99年のユーロ導入に参加する国は、中央銀行の独立性を確保することを義務付け
  - イギリス : 99年に、金融政策の決定権を、大蔵省から中央銀行(BOE)に移管
- 独立性強化と表裏一体として、**国民への説明責任を果たすことが求められるように**。
  - 「**インフレ・ターゲティング**」が、わかりやすく、有効なツールとして機能。実際のインフレ抑制にも効果。
- 同時に、中央銀行への権限集中を回避するため、**金融監督権限は、多くの国で政府(金融監督庁等)が所管することに**。

2000年代  
前半

- 一般物価の安定を達成。
  - 中央銀行の独立性の強化、「インフレ・ターゲティング」の導入が有効に機能。
  - 新興国経済の参入。
  - 金融政策運営は、事後的にみれば、「テイラー・ルール」(\*)で説明可能。

(\*)スタンフォード大学のテイラー教授が、1993年の論文で提唱。  
87～92年のアメリカの金融政策運営(政策金利:FFレート)を推計すると、長期的な均衡実質金利と、目標物価上昇率、需給ギャップで説明可能、というもの。  
アメリカのその後や、他国の金融政策運営にも、おおむね実際に合致。

2000年代  
後半

- **ただし、経済的な不均衡は、一般物価以外の側面(資産価格)で発生。**
  - 2007年 サブ・プライム危機(米住宅価格)
  - 2008年 リーマン・ショック、世界的な金融・経済危機(証券化商品価格)
  - 2009年 欧州ソブリン危機(欧州の一部の国々の国債価格)(アイルランド、スペイン等では不動産価格も)
- **欧米の中央銀行も、危機を収束させるため、非伝統的な金融政策運営(信用緩和、量的緩和)の導入を余儀なくされることに。**
- **ECBでは、従来、否定的に捉えられていた「最後の貸し手」機能を、やむにやまれず、大規模に発動せざるを得ない結果に。**
- **各国政府による金融監督は有効に機能せず。マクロ・プルーデンスの視点も欠如。**
  - 金融監督を中央銀行に移管する動きが拡大。
- **わが国では、デフレ克服が課題に。**

## (4) 欧米主要中銀は、危機後、どのような金融緩和を行ってきたのか －日銀との比較ではどうか

(オーソドックスな金融政策＜従来の「金融論」＞の世界)

・金利を動かすことによって、実体経済の需給バランスを調整。

- －①金利を上下させる余地がある場合、  
および、
- ②一般物価の上昇率がプラスの範囲にある

限りにおいてではあるが、財・サービスの需給バランスを有効にコントロールすることが可能。

・2000年代の前半、わが国を除く主要先進国は、こうしたオーソドックスな手段による政策運営によって、従来からの金融政策運営の目標であった「一般物価の安定」を達成。

－キーワードは、「テイラー・ルール」、および「インフレ・ターゲティング」

## (金融危機後の世界－非伝統的金融政策)

- ・金融危機(日本:90年代末の銀行危機、欧米:2008年以降の世界金融・経済危機)以降、主要国の中央銀行は、金利操作の下限(1%を下回る水準)に直面。

→危機対応の必要性も加わり、各国中銀は、軒並み、「**非伝統的金融政策**」に踏み切ることに。

- －政策金利が、0%近傍に到達した後も、さらに、金融政策運営上、多額の資金(ベース・マネー)を銀行システムに供給。
- －その際の力点の置き方は中央銀行により様々。

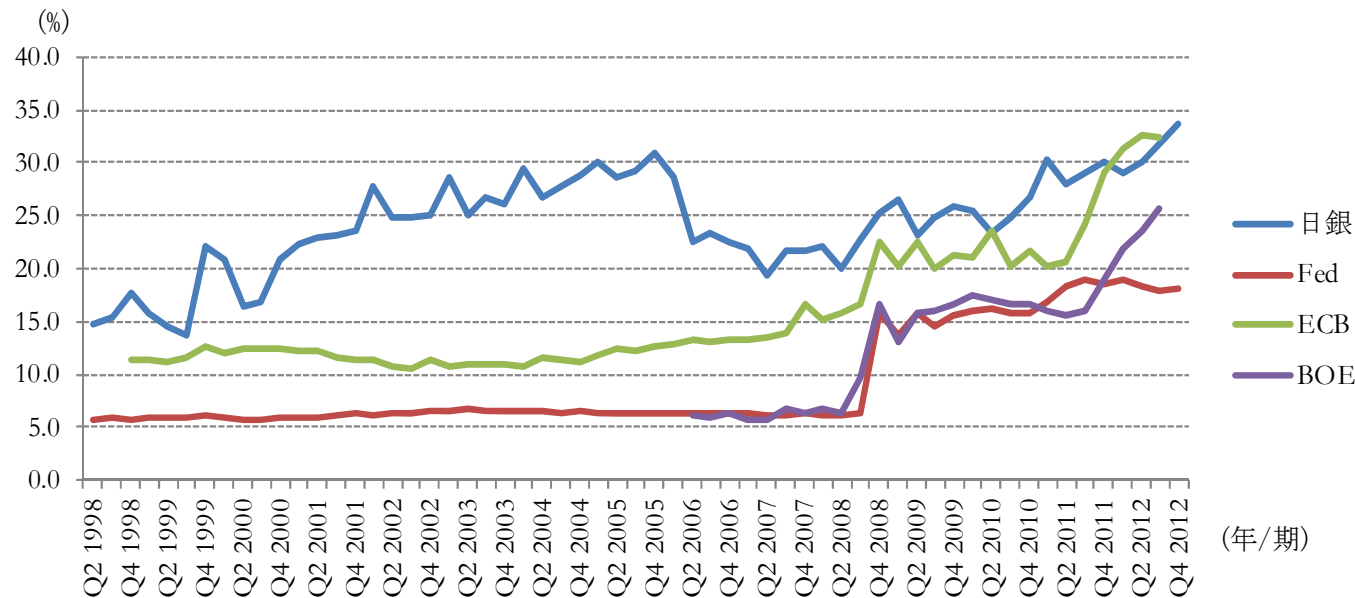
**信用緩和** : 中央銀行が、従来の範囲を越えてリスク資産を買い入れることに主眼。【中央銀行の資産の観点】<Fed、ECB>

**量的緩和** : 経済における通貨の流通量を増やすべく、中央銀行がベース・マネーの供給量を増やすことを重視。【中央銀行の負債の観点】<BOE>

**包括緩和** : 日銀(2010年10月～)

- 主要先進国の中央銀行の資産規模の推移をみると、日銀は、90年代末のわが国の国内の金融危機以降、相対的な資産規模を大きく拡大。
- 欧米主要国の中央銀行も、2008年のリーマン・ショック以降、日銀の後を追う形で、資産規模を拡大。  
 – ただし、非伝統的手段による金融緩和の度合いは、中央銀行の相対的な資産規模の大小のみで測れるものではないことに注意が必要。

(図表3) 日米欧中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(資料) Datastream.

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



## (5) 非伝統的手段による金融政策運営の効果および副作用は、国内外でどのように考えられているのか

(期待できる効果)

- 金融危機を収束させるうえでは効果あり : 国内外で見解は一致。
  - 国際金融市場にシステミック・リスクが差し迫る場合、非伝統的手段による資産の買い入れや流動性の供給は、銀行システムの危機を収束させるうえで有効に機能。
- 実体経済へのリフレ的な効果ないし影響はあるか？
  - わが国の経験 : 否定的な結論が多い。
    - 欧米 : 現時点では、データが揃わず、未確認。
      - 非伝統的金融政策に踏み切ってから、まださほど時間が経過せず。初期は政策金利引き下げも同時に実施→金利引き下げと量的緩和のいずれの効果か、判別は困難。
    - 考え方としては、賛否両論が存在。
    - リーマン・ショック前は、海外からわが国に対して「デフレ対策としての一段の量的緩和の拡大」を提言する向きが多くみられたものの、危機後は下火になっている印象もぬぐえず。

(あり得る副作用)

・過剰流動性の供給

- ①一般的な物価が、適切な範囲を超えて、大幅に上昇することはないか。  
②資産価格が大幅に上昇し、持続不可能な不均衡が生じることはないか。  
③金融市況の変化(市場金利上昇)により、非伝統的手段による金融政策の運営主体である中央銀行が多額の損失を被ることはないか。

(買い入れ資産の残存年限のデレージョンによっては、金利上昇＝債券価格下落により、「出口」局面で「資産売り戻し・資金吸収」のオペ実施時に大幅な損失を被りかねず。損失を伴う政策は、本来は「財政政策」の領域。)

(参考)1月29日・30日 米FOMC議事録

物価が望ましい水準を上回って上昇しかねず。

金融市場の安定性が損なわれかねず。

景気が回復してFedが長期国債を売却する際、国債価格が下落して、Fedが巨額の損失を被りかねず。

- ・わが国の場合、財政の基礎的条件が極端に悪いため、「出口」局面における市場金利上昇には、国の財政運営そのものの安定的な継続を困難にする、という、他の主要先進国とは別のリスクが存在。

## (6) 1月22日の「政府・日銀共同文書」をどうみるか

### 【2010年10月～12年12月 : 「包括緩和」】

- ・フレキシブルなインフレーション・ターゲティング
- ・「中長期的な物価安定の理解」 : 2%以下のプラスで、中心値は1%程度
- ・「基金」を設置。買い入れ対象の資産も拡大。
- ・「2つの柱」により、金融政策を点検
  - 第1の柱 : 先行きの中心的な見通しに関する点検
  - 第2の柱 : 第1の柱における標準的な見通しに関するリスクの点検  
(→具体的なリスクの指摘は、実際には特段なし)

## 【2013年1月22日 : 「物価安定の目標」、 「期限を定めない資産買い入れ方式」導入】

- 2%物価目標を決定(2審議委員反対)
- 当分の間、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円の買い入れを実施
- 14年初から、期限を定めず、2%の物価目標が達成されるまで、毎月一定額の資産を買い入れ。
- 政府との共同文書を発表。

- デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。
- 日本銀行は、金融緩和を推進し、この物価目標をできるだけ早期に実現することを目指す。
- 金融政策の効果波及には相応の時間を要する。日本銀行は金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないかを確認。
- 政府は、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、強力に推進。
- 経済財政諮問会議で、マクロ経済政策の運営や物価の状況を定期的に点検。

## 【問題点・先行きのリスク】

- わが国経済のデフレは、金融政策のみに起因するものか？他の原因はないのか？
  - － 産業構造の転換を遅らせる要因：主に賃金による雇用調整  
金融仲介機能の不全（公的金融の肥大）  
→ 新たな成長分野に、ヒト・カネが移動しにくいのが実態。
- +2%の物価目標の達成になかなか至らない場合、  
日銀はいつまで緩和強化を継続するのか？  
いかなる資産を、どの程度まで買い入れるのか？
- 目標を超えた、インフレが進行する可能性はあるか？
- 日銀による国債保有残高の積み増しは、何を意味するのか？
  - － 日本国債の市場は、主要先進国に比較し、公的セクター保有の比率が高い。  
日銀による金融緩和強化は、この比率をさらに高めようとするもの。
  - － 日本国債市場が、金利上昇の形で、「財政ファイナンスとみなす」というサインを出すのが遅れても、背後で問題が解決に向かっているわけではない。
  - － 「中長期的に持続不可能な不均衡」のマグマが、潜在的に巨大化しつつ、蓄積。

## 2. わが国にとっての先行きのリスク

## (1)「拡張的財政政策」の効果の考え方

- 安倍政権は、「デフレ脱却、景気押し上げ」を最優先に掲げ、24年度補正予算、および25年度当初予算において、公共事業増発による拡張的な財政運営スタンスに転換。
- もっとも、公共事業の乗数効果(景気押し上げ効果)は、主要なインフラ整備の一巡等を映じ、高度成長期(2倍超)に比較すれば、近年では趨勢的に大幅に低下(1倍程度)。一足許では、近年、公共事業の規模の縮小状態が続いていたことから、人手・資材確保の面で、急な公共事業の発注増に対応できない、との指摘もきかれるところ。
- 他方、中長期的な財政再建の道筋を、具体的にいかなる方策によっていかに描くかは、今後の検討課題。

## (2)「拡張的財政政策」+「非伝統的手段による金融緩和の強化」により、 予想される展開はどのようなものか

- 「アベノミクス」が所期の目的を達成しても、しなくても、市場金利は遅かれ早かれ上昇する可能性が高い。

－名目金利の構成要素を分解すれば、

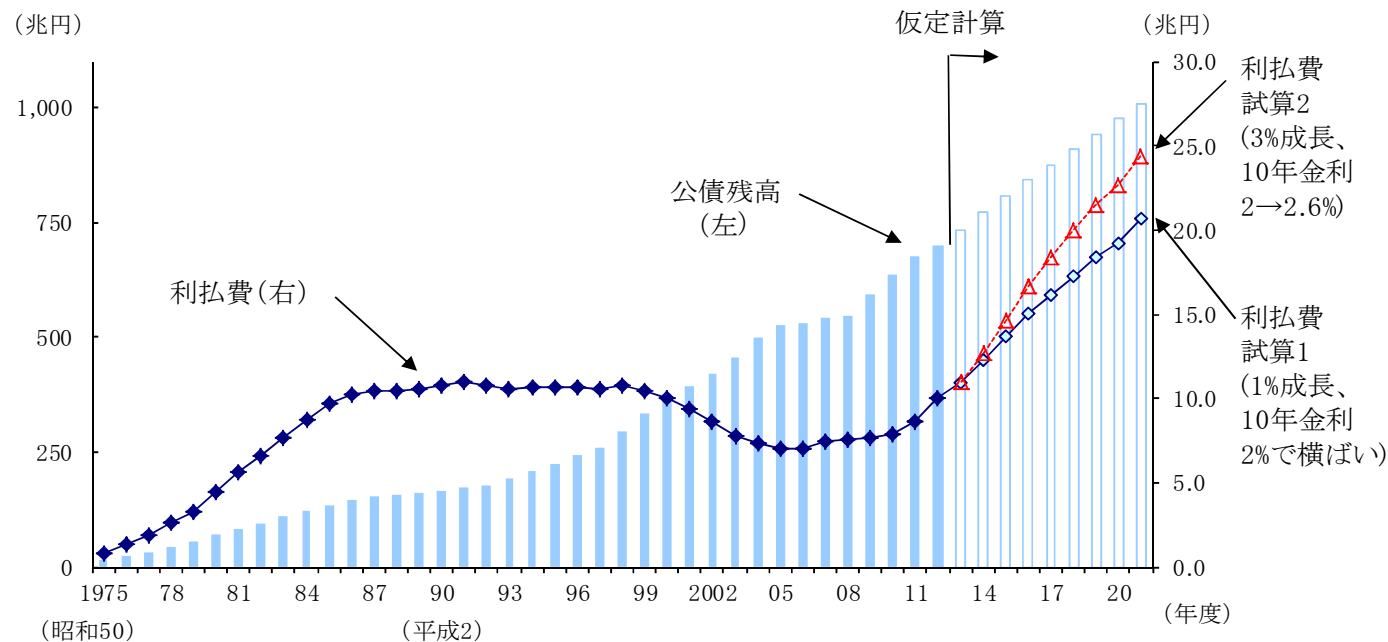
$$(\text{名目金利}) = (\text{実質金利}) + (\text{予想インフレ率}) + (\text{リスク・プレミアム})$$



### (3) 仮に市場金利上昇が始まると、いかなる財政運営を余儀なくされるのか

- わが国の場合、国の債務残高はすでに、名目GDP比200%を超過。
- 今後の市場金利上昇がマイルドなものにとどまったとしても、利払い費は今後、急増局面に入る見通し。
  - － 高金利で調達した国債の借り換え効果を楽しむ期間はずでに終了。

(図表4) 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払い費の見通し



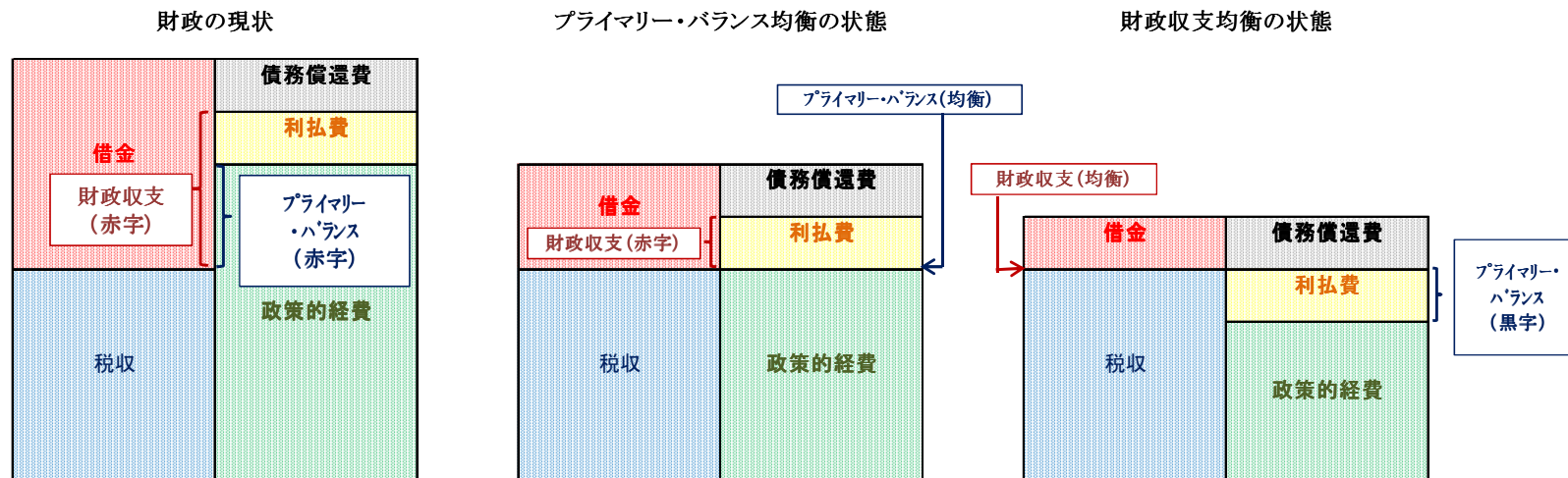
(資料) 財務省『日本の財政関係資料－平成24年度予算案補足資料－』平成24年2月、同『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月。

- 財政・金融政策運営のレジームが、「アベノミクス」によって転換されたことで、今後の金利上昇幅は、このような財務省の想定を大きく上回ってくる可能性。
  - 財務省による長期金利想定は、「低成長シナリオ」ベースで、平成24年度予算策定時点までは2.0%。25年度はこれを1.8%に引き下げている模様。
  - 金利上昇の時期がいつかは、「アベノミクス」が奏効するか否かにも依存。
- 経済成長の面で大きくは期待できないもとの、安定的な財政運営の継続が困難に。
  - 一般会計の財政運営は、利払い費の増嵩に圧迫され、社会保障費、地方交付税等を、現行制度通りの金額で確保することが極めて困難に。
- 「日本は今後、安定的な財政運営を自力で継続することが果たして可能か？」
  - 「臨界点」に達すれば、市場のセンチメントが急変することもあり得る。
- 市場の信認をつなぎとめるには、どのような財政運営に転換する必要があるのか。
  - 国債残高の相対的な規模(名目GDP比率)は、足許、増加傾向が止まらず。この増加傾向を放置したままで大丈夫か？
  - 実際に財政危機に見舞われた欧州各国の経験では、少なくとも向こう2~3年程度の期間中に、国債残高の名目GDP比率を低下傾向に明確に転じさせられるに足るだけの財政緊縮に直ちに着手しない限り、市場金利の上昇は止まらず(後述)。

(国債残高規模の増加傾向を止めるには、どの程度の財政緊縮が必要か)

- 「プライマリー収支均衡」では、利払い費の分だけ、国債残高(金額)は増加してしまう。
- 国債残高規模(名目GDP比率)の増加傾向を止め、確実に減少させていくには、
  - 「プライマリー収支均衡」のレベルでは、名目成長率と市場金利との関係によっては、国債残高規模(名目GDP比率)が横ばいを維持できるとは限らず、増加することもあり得る(金利 > 成長率のケース。市場の信認がほころぶ局面ではこの可能性が大)
  - 大幅なプライマリー黒字を安定的に計上する財政運営を行い、最終的には財政収支均衡を目指すことが必要に。
- 実際に欧米主要国は、財政運営目標として、プライマリー収支ではなく、財政収支均衡を採用。

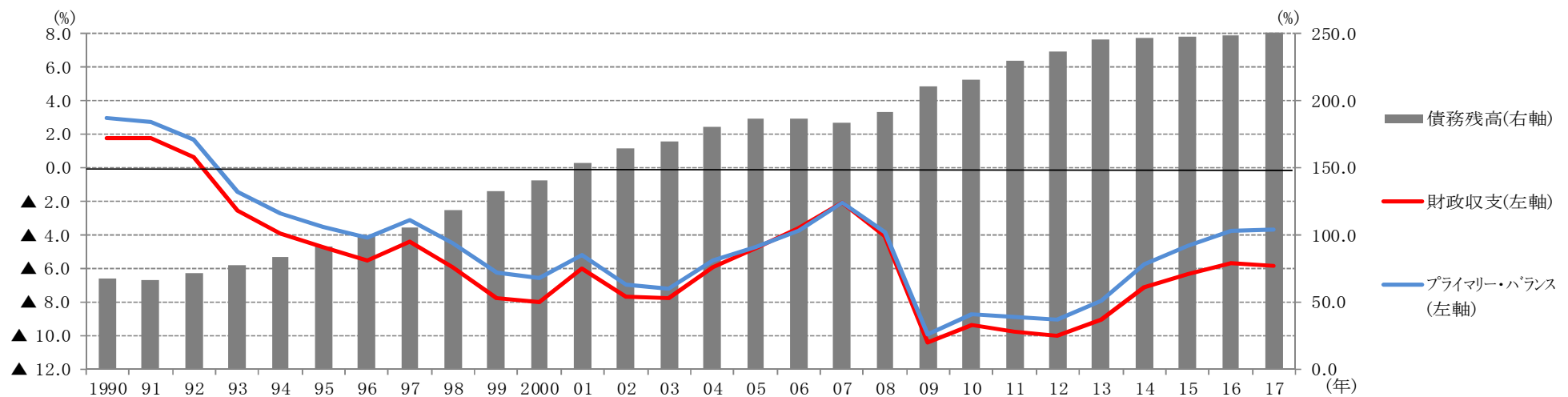
(図表5) プライマリー・バランスと財政収支、債務残高の関係



(資料)財務省『日本の財政関係資料』2012年9月、を参考に日本総合研究所作成。  
 (原資料注)プライマリー・バランスを考える際には、厳密には歳入から利子収入を除く必要があるが、ここでは簡単化のため捨象。

- わが国の場合、1990年代半ば以降、プライマリー収支、財政収支とも、大幅な赤字状態が継続。  
 – その結果、国債残高規模の積み上がり傾向は放置されたままの状態。
- 2000年代の前半～半ばにかけては、小泉構造改革によってプライマリー収支、財政収支の赤字幅は縮小する局面にあったものの、2008年のリーマン・ショック、11年の東日本大震災を経て赤字幅は拡大している状態。  
 – 「アベノミクス」は、拡張的な財政運営によって、この赤字幅拡大を少なくとも当面、継続しようとするもの。

(図表6) 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)

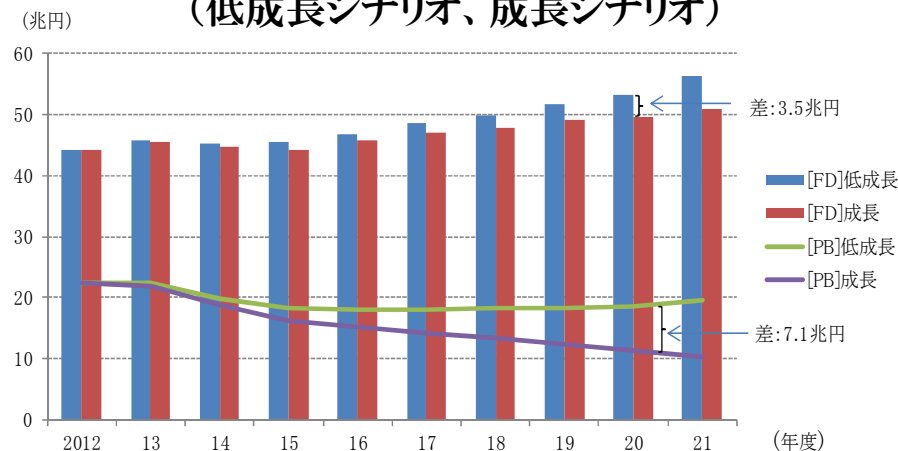


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。

(注) 2011年以降は、安倍政権発足前の2012年10月時点におけるIMFによる見通し。

- 社会保障、地方財政等について、現行制度を維持し、消費税率は2014年度以降予定通り引き上げること前提に、また、各歳出の伸び率に関しては極めて抑制的な前提（図表7の注参照）のもとで、低成長シナリオ（1.5%成長）と成長シナリオ（3%成長）とに分けて、今後の財政運営状況を試算すれば、
  - －20年度時点でのPB赤字幅は、低成長Sで18.5兆円、成長Sでも11.4兆円に到達。
  - －財政収支の赤字幅はさらに大きく拡大。低成長Sで53.2兆円。成長Sで49.7兆円。
  - －20年度時点での低成長Sと成長Sの差は、PBLレベルでは7.1兆円ながら、財政収支レベルでは3.5兆円に縮小。成長に伴う金利上昇が財政バランス改善効果を減殺。
  - －「成長」は重要だが、成長のみで財政問題を解決できるレベルではもはやない。

(図表7) わが国のプライマリー・バランス、および財政収支の赤字幅の見通し  
(低成長シナリオ、成長シナリオ)



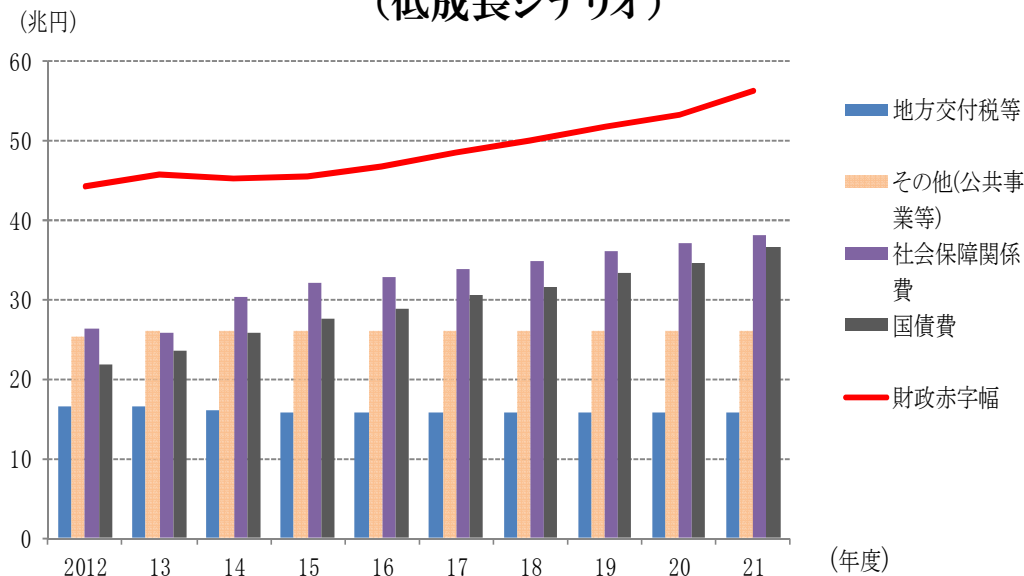
(資料) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成。

(注) 低成長シナリオは名目で年+1.5%成長、成長シナリオは+3%を前提。2015年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他(公共事業等)は14年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。

## (財政収支赤字幅50兆円の含意)

- ・財政収支の赤字幅を、主要歳出項目と比較すれば、「地方交付税および公共事業等のその他歳出の100%カット」でも不足、または「社会保障費の100%カット」でもなお不足。
- ・消費税率の引き上げのみで対応するとすれば、20%ポイントの引き上げに相当。
- ・わが国としては、これほど大幅な財政緊縮策を毎年度とり続けない限り、国債規模の増加傾向を止められない状態にすでに陥っているのが現実。

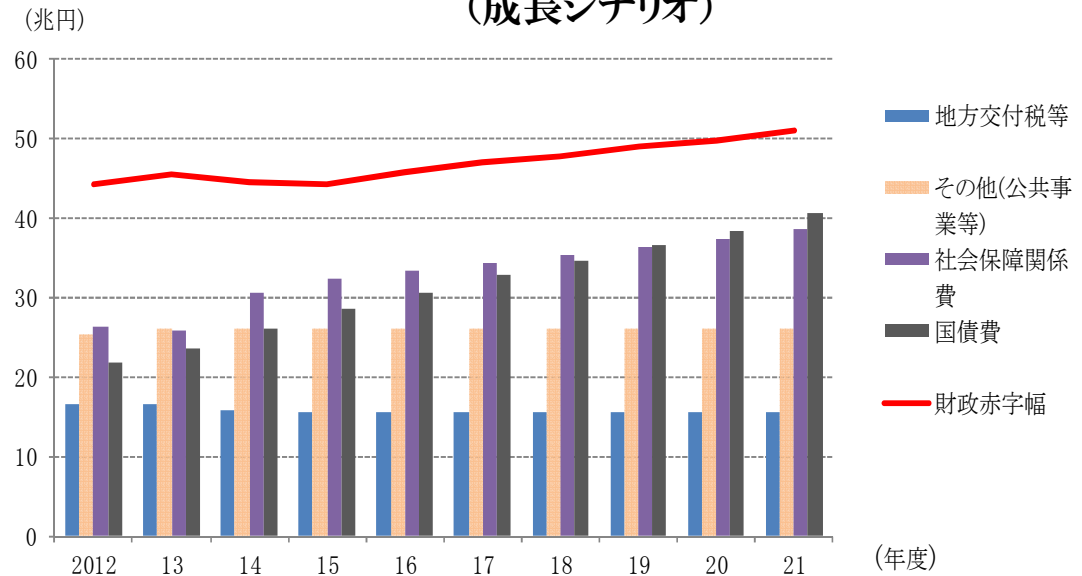
(図表8) 財政収支赤字幅と内訳別歳出の見通し  
(低成長シナリオ)



(資料) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成。

(注) 図表2に同じ。

(図表9) 財政収支赤字幅と内訳別歳出の見通し  
(成長シナリオ)



(資料) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』、『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成24年1月を基に日本総合研究所作成。

(注) 図表2に同じ。

## 3. 欧州の経験

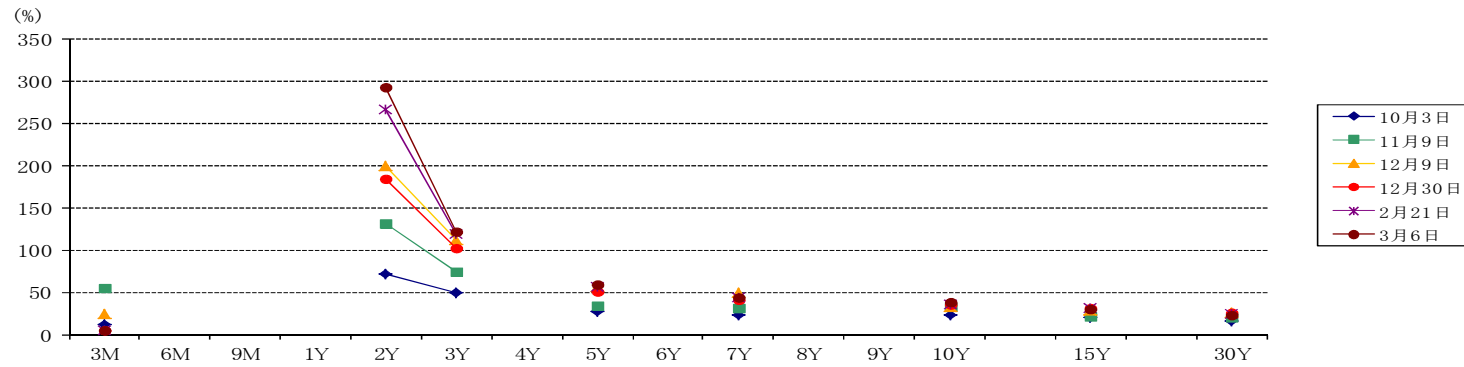


## (1) 市場金利上昇を、いかなる財政・金融政策運営で抑制したのか

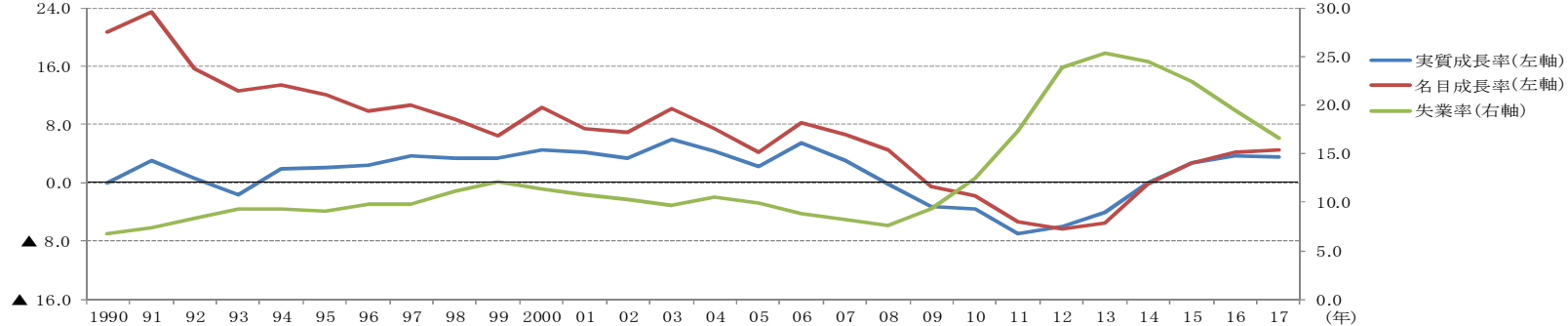
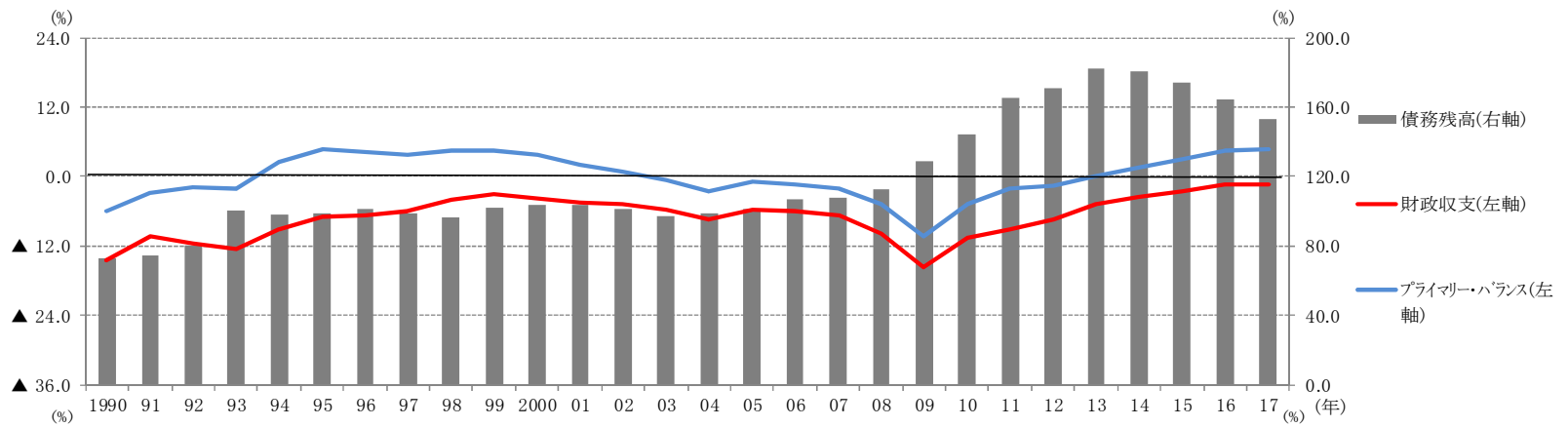
- 欧州の一部の国々は、2010年～12年夏にかけて、財政リスク・プレミアムの拡大による市場金利の上昇を経験。
- 自力での財政運営が困難となったのは、
  - ①ギリシャ、②アイルランド、③ポルトガル、の3カ国→ 当事国自身の財政再建に加え、ユーロ圏・IMFからの支援融資により危機脱却を企図。
- このほか、イタリアとスペインも市場の標的に。
  - イタリア：自力での財政再建によって、いったん、危機を脱却するも、2013年2月の総選挙結果を受けて、先行きは再度不透明に。
  - スペイン：自力での財政再建に加え、銀行部門限定でユーロ圏へ支援要請。
- 各国とも、自力での厳しい財政再建を断行し、財政指標は今後、大きく改善することが確実視されたことを受けて、市場金利は低下。
  - 各国の財政再建策の厳しさの度合いは、財政収支指標の推移に顕現。
- 半面、各国の実体経済には、厳しい緊縮策を映じて大きな痛みも。
  - 一度、金利上昇に見舞われると、「景気後退」を「緊縮回避」の言い訳にすることは、もはや不可能に。



(図表10) ギリシャの2011年10月～12年3月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移

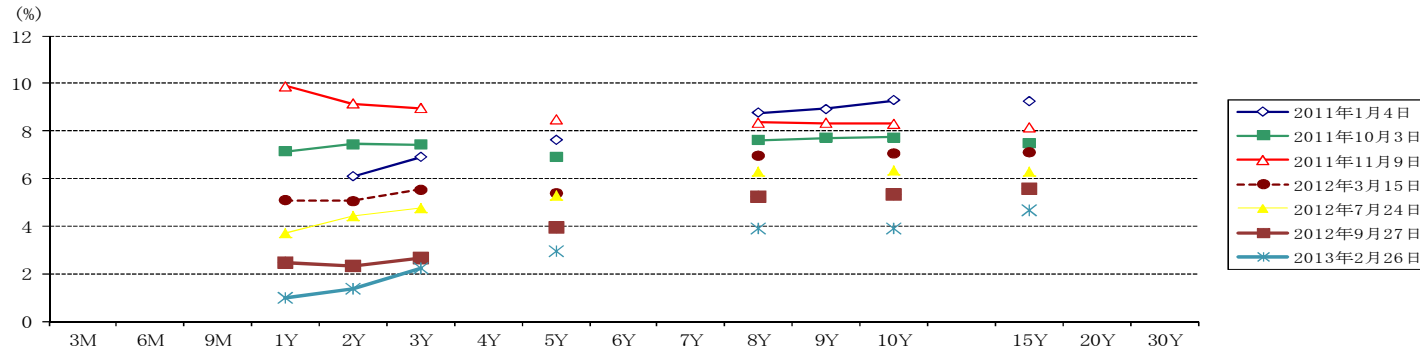


(資料) Datastreamを基に日本総研作成。  
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。

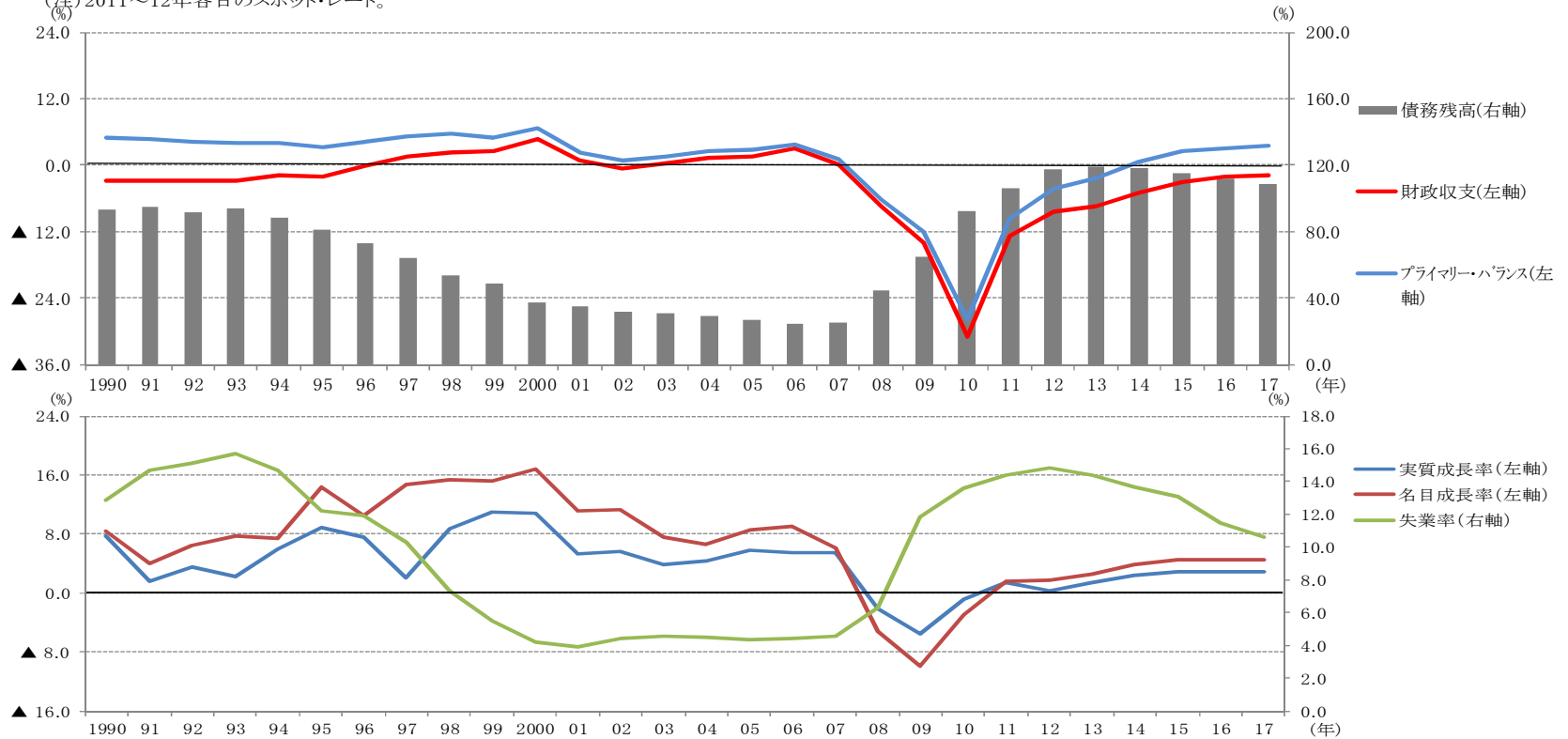


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

(図表11)アイルランドの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移

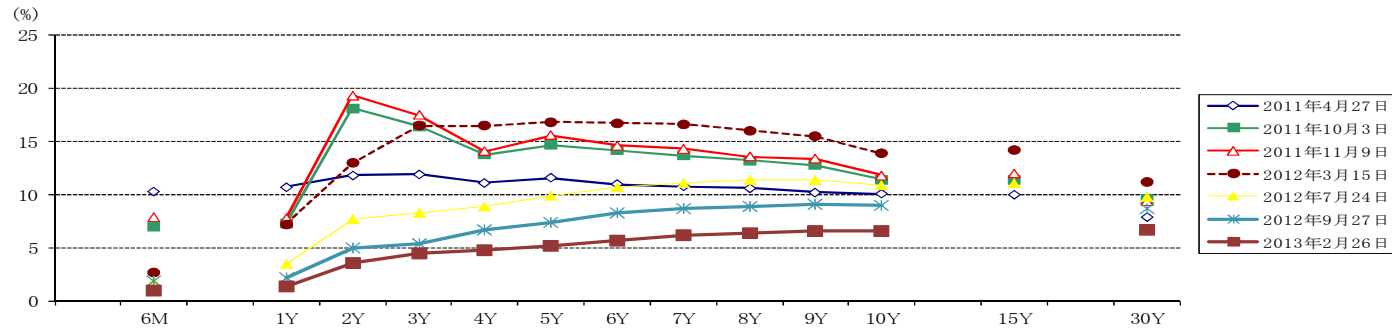


(資料) Datastreamを基に日本総研作成。  
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。

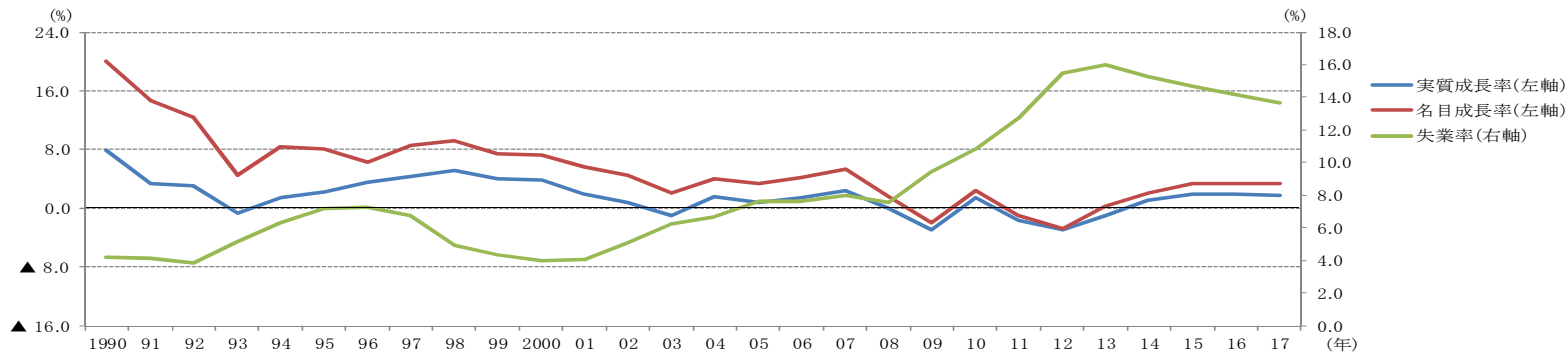
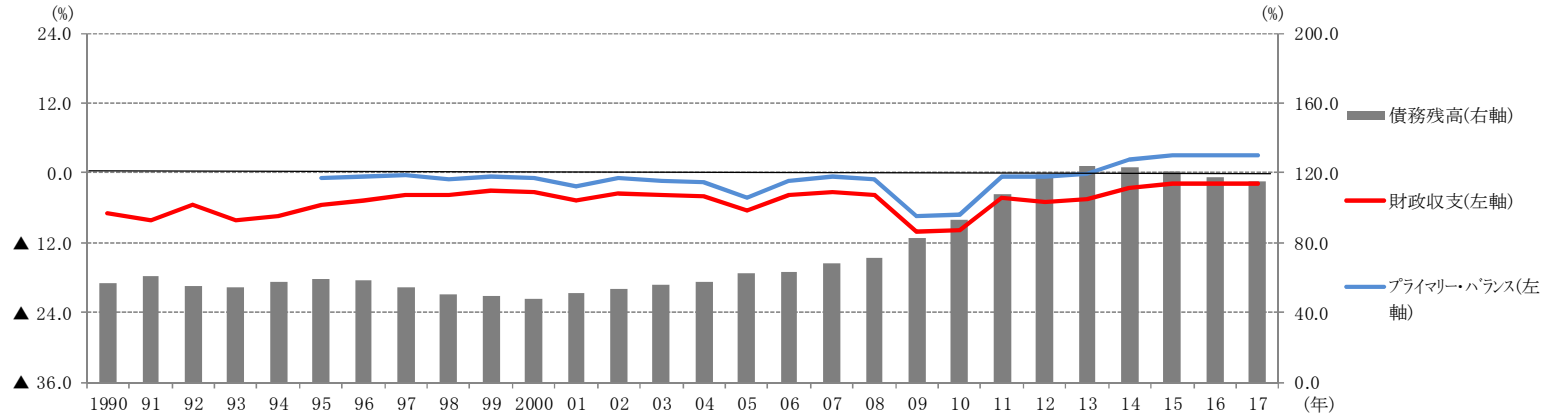


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

(図表12)ポルトガルの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移

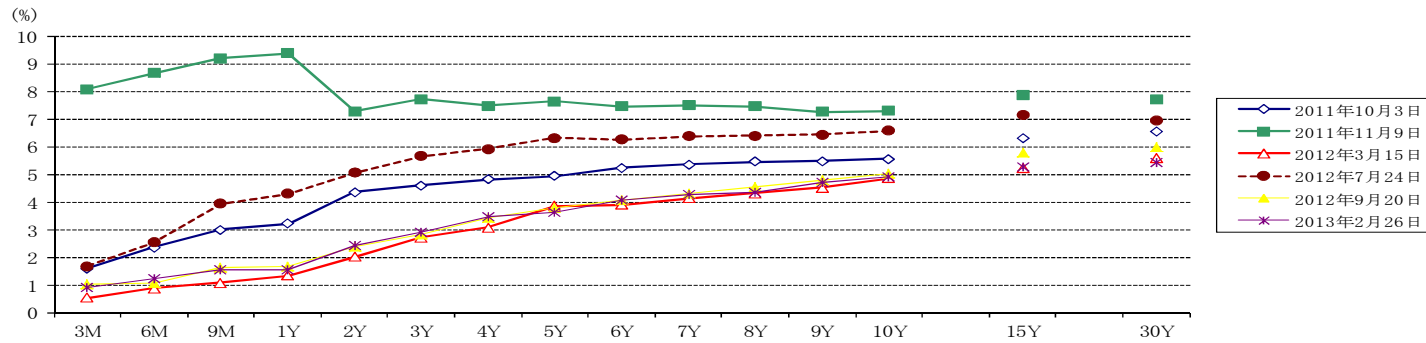


(資料) Datastreamを基に日本総研作成。  
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。

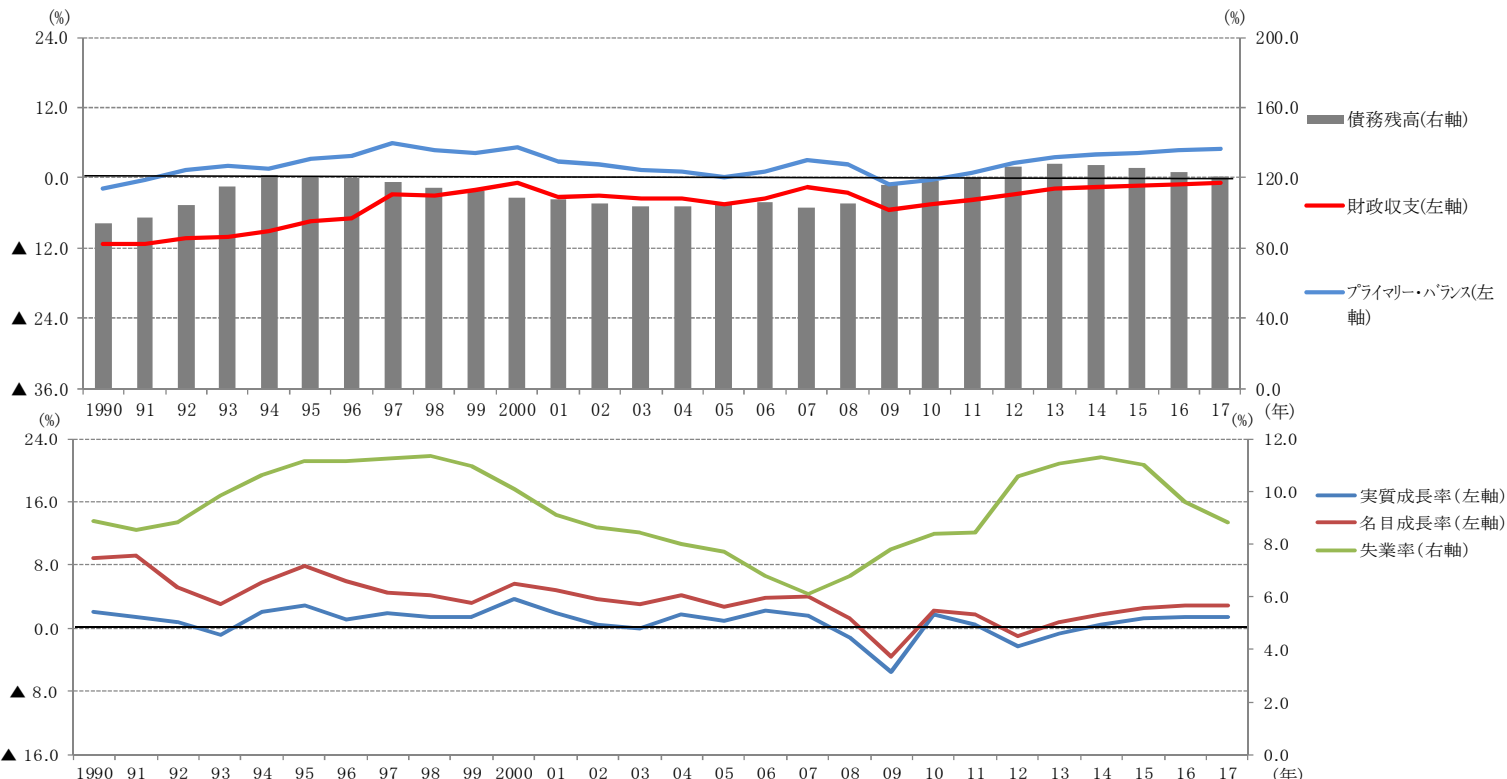


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

(図表13) イタリアの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移

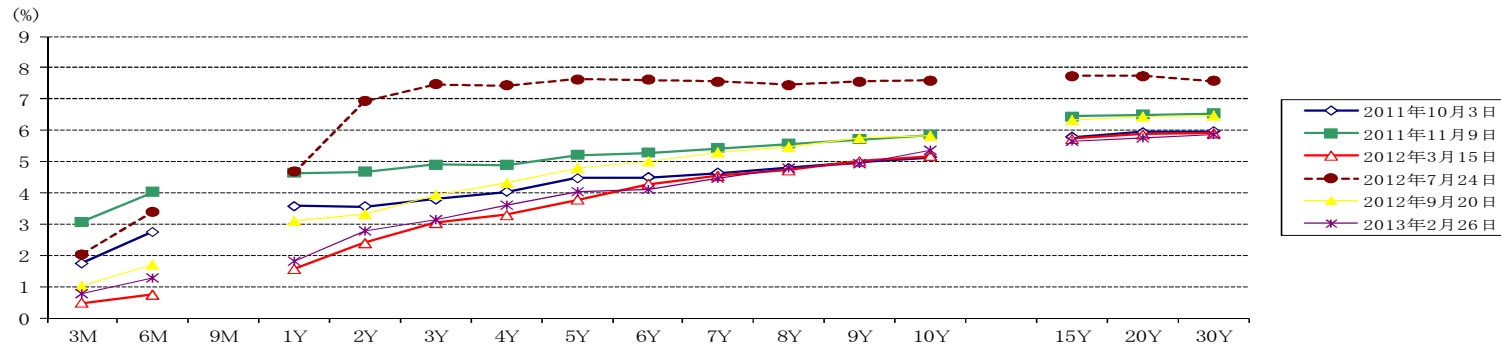


(資料) Datastreamを基に日本総研作成。  
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。

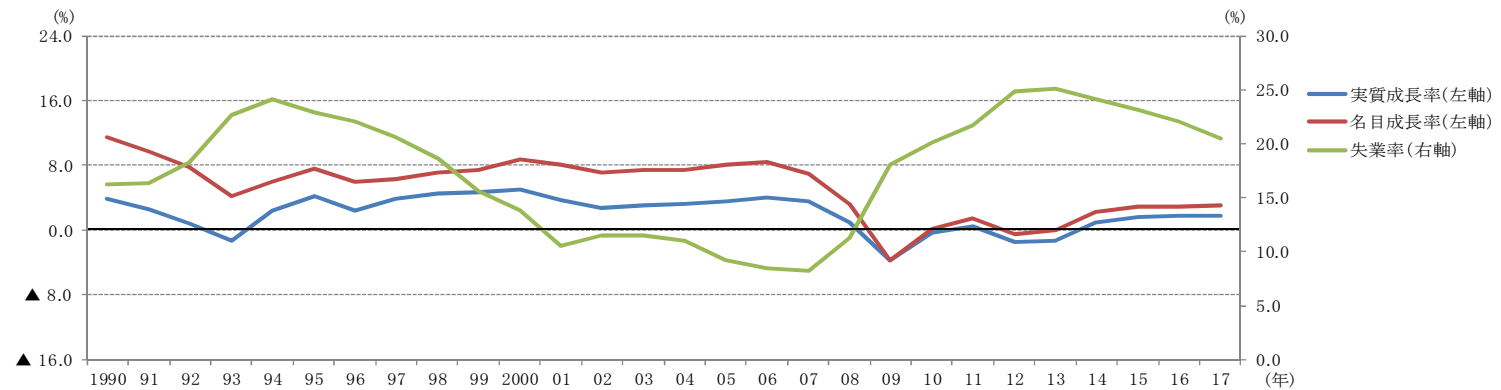
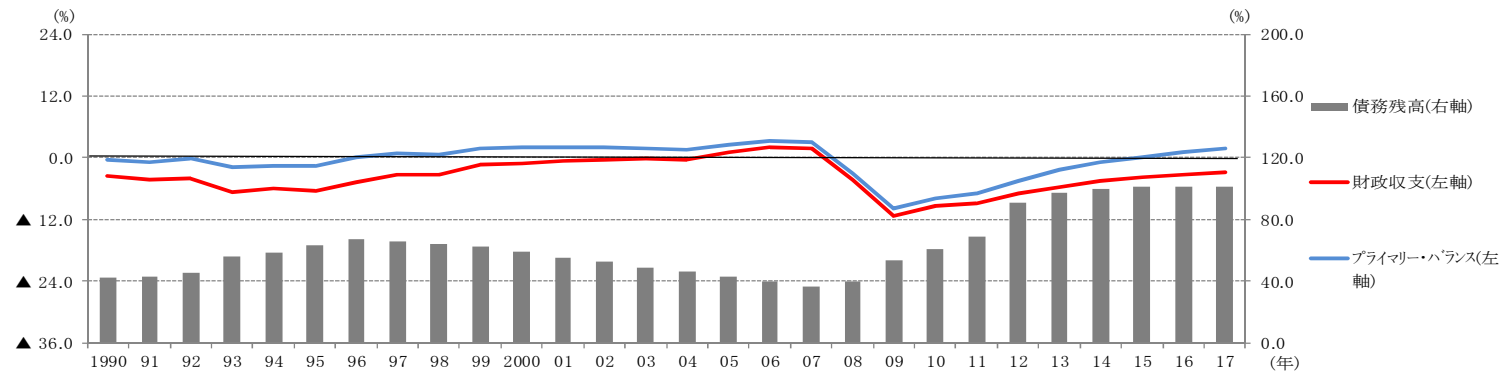


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

(図表14) スペインの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移



(資料) Datastreamを基に日本総研作成。  
(注) 2011～12年各日のスポット・レート。



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012を基に日本総合研究所作成。  
(注) 2011年以降はIMFによる見通し。

## (2) ECBおよび金融当局の対応はどのように評価できるか

- ソブリン危機により、欧州の銀行システムにも深刻な影響。  
→ 欧州はいかにしてこれを乗り切ったのか。

### 【金融当局の対応

#### — 民間金融機関の業務継続確保に向けての信用秩序維持政策】

- 「保有国債の時価評価凍結」等の措置は実施せず。
  - EBA (欧州銀行監督庁) による2度のストレス・テスト、1度の資本審査を経て (いずれも保有国債は時価に基づき評価)、各行、各国ごとに、自力での増資や資産売却、ないし公的資本注入により対応。
  - EBAはこれらのテスト結果公表時に、**各個別行の詳細な計数を、オン・バランスの資産(各国別国債)保有状況から、オフ・バランスのソブリンCDS (クレジット・デフォルト・スワップ)の対象国別ポジションに至るまで、徹底的に開示し、市場の信認を獲得。**
- CDSのペイ・アウト実施による、国際金融市場へのシステミック・リスク発生が、一時期、深刻に懸念されたところ。
  - 2012年3月のギリシャの管理デフォルトにより対応、大きな混乱は回避。

## 【ECBのオペレーション】

- 欧州危機の緊張のピークであった2011年秋前後には、欧州の現地でも、「中央銀行による重債務国の国債買い入れ増額」や「全額引き受け」を求める論調が一部にみられたのが事実。
  - － 重債務国の財政運営を行う立場からすれば、市場金利の水準が大幅に上昇し、かつ、イールド・カーブの形状も異例の「財政危機型」となったことは、国債発行継続による自力での財政運営継続を極めて困難なものに。
- ECBはこうした要求を拒否。
  - － ギリシャをはじめとする問題国の国債の格付けは、デフォルト目前で大幅に下落
    - 2010年まで一時的に実施していた「証券市場プログラム」による重債務国の国債買い入れは、停止状態を継続。
  - － 他方、ECBとしては、重債務国の民間銀行向けに、
    - ① 適格担保基準をさらに緩和し、
    - ② 異例のオペ(3年物LTRO)で無制限・長期の資金を供給することによって、各国銀行が自国債を保有し続けられる環境を整備する形で、各国国債市場の下支えを企図。

- 中・短期国債の無制限買い入れオペ (OMT) のスキームは、2012年9月によりやく導入。
  - 対象国は、ユーロ圏として要求する厳しいレベルの財政再建を実施することが条件。
  - この条件確保の環境が整うまで、ECBとしてはOMTの導入を待った形。
  - 実際のOMT利用申請は、今のところなし。
- このようなECBおよび欧州金融当局の対応を評価すれば、

**「国債金利は民間市場参加者が形成する」**  
**「民間銀行の保有国債の時価評価は継続する」**  
**「重債務国を含む加盟国に、財政再建を断行させる」**

形を死守する対応をとった、との評価が可能。

- わが国の当局および日銀によるこれまでの対応、今後予想される対応と比較するとどうか？
- 欧州各国の財政指標 (債務残高名目GDP比率、財政収支等) の推移は、当局のこのような政策運営の結果の一つの表れ。



## 4. わが国に求められる政策運営

## (1) わが国にとって懸念される展開とはどのようなものか －あり得る政策対応には、いかなる選択肢があるか

(懸念される展開)

- 「アベノミクス」が奏効して、物価が上昇し、日銀が反対方向のオペレーションに転じ、売りオペによって資産売却・資金吸収を図る、市場金利は上昇するが、抜本的な財政再建が断行され、その上昇幅は抑制される、という展開に至ればよいものの、
- 実際には、
  - 日銀が金融緩和を継続・強化しても、実際の+2%の物価目標が達成されず、日銀は、「+2%の物価目標達成」の名目のもと、買い入れ国債を際限なく増加させざるを得ない、という事態となりかねないことが懸念される。
- 日銀によるそのようなオペレーションが、市場から「財政ファイナンスである」と「みなされなければよい」のか？市場金利が上昇しなければよいのか？
  - －マクロ金融面では、国債という金融商品価格についてバブルが形成され、大幅な不均衡が発生し、巨大化している状態に相当するのではないか？
  - －「金融面での不均衡形成→崩壊」による経済危機、は内外の歴史的な経験、近年の国際金融市場の経験が示すところ。
  - －非伝統的手段による金融政策運営がもたらすことが懸念される重い副作用の一つ。

(実際に考え得るシナリオ)

- 「アベノミクス」が奏効しても、しなくても、市場金利は遅かれ早かれ上昇する可能性が高い。
- 実際に、市場金利上昇が始まった場合、仮にそれが当初、限られた年限、小幅であっても、わが国は、欧州のようにそれに耐えられるか？
  - わが国の国債発行の年限構成をみると、短期化がすでに相当に進展。  
従来から長期調達为主であった欧州の重債務国を含む各国に比較すれば、市場金利変動の影響は、短期間のうちに財政運営に波及せざるを得ず。
- 「物価目標達成」を名目上の目的とする、日銀による国債買い入れ増額、年限によっては全額引き受けもあり得るか？
  - 買い入れ対象資産の市場規模からすれば、日銀が買い増す資産の主力は国債に。
  - ECBの場合は、厳格な財政再建断行を各国政府に要求。これを確実に担保するスキームを、ESMのメカニズムを通じて確保。
  - こうした条件付けなしに、日銀による国債の買い入れ・引き受けが進めば、わが国の財政法が本来、禁じているはずの「中央銀行による国債引き受け」に、実態が限りなく接近。
  - その最終的な結末は、国内外の歴史的な経験が示すところ。

- 民間金融機関保有国債の時価評価凍結も選択肢か？
  - －リーマン・ショック後、わが国として、国債に限られた商品（物価連動債、変動利付債）に関しては、すでに導入の実績あり。
  - －全ての国債が対象となれば、話は別か？ 国際金融市場からの評価は？
- 仮に当初、日銀による国債引き受けで、市場金利上昇を見かけ上抑制しても、事態が抜本的な解決に向かっているわけではなし。「金融的な不均衡」はいずれ崩壊。

## (2) ハード・ランディング回避のために、取り組むべき課題とは何か

- わが国の場合、長年にわたり、低金利のもとで、「デフレ均衡」に安住。
  - － 負担の多くを、後の世代に先送り。現世代の痛みは緩和され、切実な問題意識や危機感は欠如。
- 安倍政権が掲げるように、この「デフレ均衡」を破ることは必要。
  - － であるからこそ、国内外から「アベノミクス」を前向きに評価する声が存在。
- ただし、わが国の場合、「デフレ均衡」を首尾よく破ることができた場合も、できない場合も、時期は不透明ながら、市場金利上昇を通じて、安定的な財政運営の継続が危ぶまれるという、ハード・ランディングに至りかねない大きなリスクが存在。

・そうした「最悪の事態」を回避しつつ、「アベノミクス」の効果を最大限、国民が享受できるようにするためには、

- ①財政収支均衡を目標に、50兆円規模の収支改善を適切な期間で実現する「財政構造改革プログラム」を早急に策定し、できるだけ早期にこれを実行すること
  - －小手先の「ムダの削減」レベルでは到底達成不可能。
  - －地方財政、社会保障といった根幹的な財政制度そのもの、ひいては、「国のかたち」のあり方の抜本的な改革に踏み込むことが不可欠。
  
- ②物価目標の達成に際して、責任を中央銀行の金融政策運営のみに偏重して負わせるような政策運営は改め、政府としても、成長力強化、産業構造の円滑な転換が可能となるような政策運営に責任を持つこと

が求められる。