

量的緩和と中央銀行の財務悪化が国家の財政運営に及ぼす影響 —英予算責任庁の分析とわが国への示唆—

調査部 主席研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに
2. イングランド銀行の金融政策運営の経緯
 - (1) 当初から中央銀行の財務悪化を見越した対応の枠組み
 - (2) 正常化オペレーションの進展状況
 - (補論1) 量的引き締め (QT) の影響に関するBOEスタッフの分析
3. 予算責任庁による中央銀行財務問題および財政運営全体のリスク分析
 - (1) 独立財政機関としての予算責任庁の設立の経緯
 - (2) 予算責任庁がイングランド銀行の財務問題に着目する理由
 - (3) 資産買い入れファシリティ (APF) のライフタイム (通期)・コストの分析
 - (4) 政府・中央銀行統合ベースでのリスク分析
 - (補論2) 資産買い入れファシリティ (APF) の財政へのインパクトに関する予算責任庁の分析
4. わが国の課題
 - (1) 正常化に対して消極姿勢を続ける日銀
 - (2) 日銀と国の一般会計との関係が抱える課題
 - (3) わが国の国債管理政策・財政運営が直面する課題

要 約

1. 海外では、コロナ危機を脱した直後から急激な金融引き締め策を講じてきた影響で、主要中央銀行の多くが現在、赤字や債務超過状態に陥っている。イギリスでは、独立財政機関である予算責任庁（OBR）が、中央銀行の財務悪化というこの問題を繰り返しとり上げ、イングランド銀行（BOE）の足許の財務状況という観点にとどまらず、国家の財政運営全体に対する長期的な影響という、より幅広い観点からの分析も行い、その結果を明らかにしている。
2. 同国ではBOEが量的緩和（QE）に着手した当初から、正常化局面におけるリスク管理の在り方について、政府（財務省）とともにあらかじめ検討して必要な枠組みを構築し、日銀よりはるかに抑制的なレベルでQEを実施してきた。現在、BOEは計画的な正常化（量的引き締め=QT）に着々と取り組んでおり、2022年3月の着手以来、すでに資産の3割弱を縮減している。
3. BOEがQEを実施してきた資産買い入れファシリティ（APF）からは、利益を計上していた2022年10月までの間、財務省に累積で1,239億ポンド（約23.5兆円相当）の国庫納付が行われてきた。ところがその後、APFは赤字に転じ、現在では財務省からAPFに対して損失補填が実施されている。OBRの最新の分析によれば、こうしたAPFのライフタイム（通期）・コストは実に1,157億ポンド（約22兆円相当）に達すると見込まれている。
4. またOBRは、政府とBOEを合わせた統合政府ベースでのリスク分析も行っており、大規模なQE実施後には、統合ベースの負債の満期が極端に短期化された結果、金利リスクが増大したと警鐘を鳴らしている。
5. 一方、わが国では、金融政策の正常化や財政再建への取り組みは遅れている。日銀は2024年末にようやく自らの財務見通しに関する試算結果を公表し、先行きの金融情勢次第では一定の財務リスクがあることを明らかにした。しかし、その試算の枠組みや前提の設定、開示の仕方には問題点が多く、BOE等の他の主要中銀の情報開示やリスク管理姿勢との差はなお大きい。
6. OBRの分析に倣えば、わが国は統合政府ベースでは負債の満期が極端な短期化状態に陥り、極めて大きな金利リスクを抱えている。不測の事態を回避するためには、金融政策の正常化に日銀、政府が足並みを揃えて取り組むとともに、本腰を入れた財政再建に一刻も早く着手して、毎年度の国債発行額を減額していくことが求められる。

1. はじめに

海外主要国においては、高インフレ局面がようやく一服しつつある一方、コロナ危機を脱した直後から急激な金融引き締め策を講じてきた影響で、主要中央銀行の多くが現在、赤字や債務超過状態に陥っている。イギリスにおいては、独立財政機関である予算責任庁（OBR: Office for Budget Responsibility）が、国の経済・財政見通しを示す定期的な報告書のなかで、中央銀行の財務悪化というこの問題をとり上げ、イングランド銀行（BOE: Bank of England）の足許の財務状況という観点にとどまらず、国家の財政運営全体に対する長期的な影響という、より幅広い観点からの分析も行い、その結果を明らかにしている。

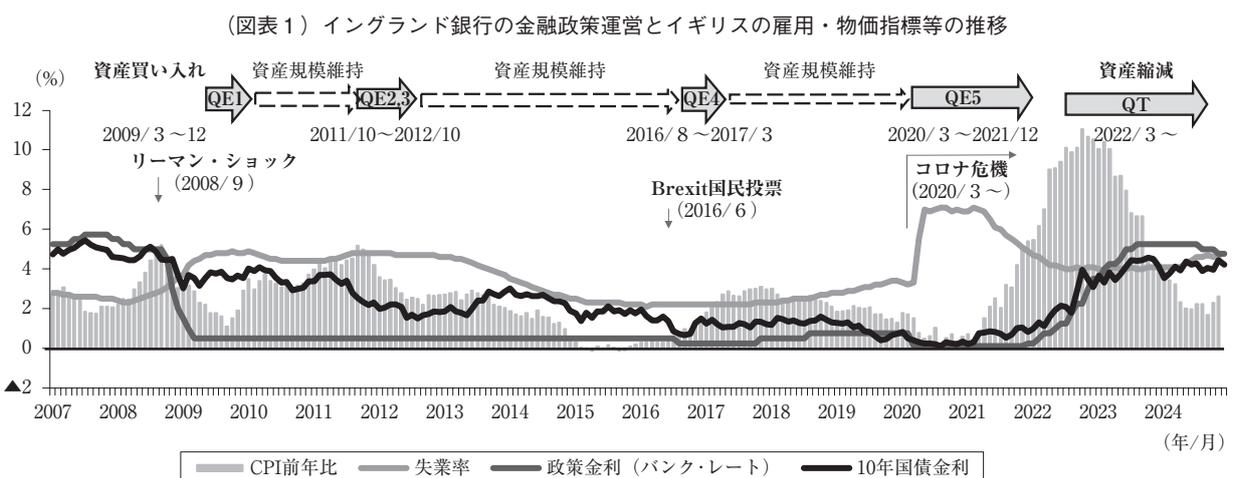
コロナ危機下において異例の形で展開された金融政策および財政政策運営によって、いかなるリスクを中央銀行と政府が抱えることになったのか。危機後の金融政策運営の正常化と財政健全化の達成に向けて、いかなる政策運営が求められるのか。わが国においては、財政運営の平時への回帰が未だに不徹底であり、かつ、金融政策の正常化への取り組みも他の主要中央銀行に比較すれば大幅に後れをとっているなか、OBRの分析を参考に、わが国が今後とるべき政策運営の方向性を考えたい。

2. イングランド銀行の金融政策運営の経緯

(1) 当初から中央銀行の財務悪化を見越した対応の枠組み

イギリスにおいてはリーマン・ショックから約半年が経過した2009年3月、“ゼロ金利制約”に直面したBOEは、米連邦準備制度（Fed: The Federal Reserve System）に続く形で、社債のほか英国債（ギルト債）を大量に買い入れる量的緩和（QE: Quantitative Easing）に着手した。

BOEの場合もFedと同様、QEはその時々々の経済・金融局面に応じて、必要なタイミングと期間に限って実施されてきた（図表1）。黒田東彦前総裁就任後から植田和男総裁の就任後約1年間が経過するまで、



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

実に11年間もの長期間にわたり、「物価目標2%を達成するまで粘り強く」として、漫然と国債買い入れを継続してきた日銀のような金融政策運営は決して行われることはなかった。

それでもBOEの資産規模（対名目GDP比）はピーク時には約48%（2021年末）に達している。これは世界最古の中央銀行の一つであるBOEの長い歴史を振り返っても、18世紀の南海バブル後の局面や、20世紀の第二次世界大戦後の局面での資産規模を大きく上回るという、前例のない高水準である。こうした事態に直面し、BOEのみならず英国内全体としても深刻な危機感が共有され、BOEは現在に至るまで計画的な正常化、すなわち量的引き締め（QT: Quantitative Tightening）に着々と取り組んでいる。

そのBOEが、2009年3月に初めてQEのオペレーションを開始した時点で、イギリスにおいては、当時他国にはみられなかった、特筆すべき枠組みが整えられていた（注1）。危機のさなかでQEに着手したその時点において、いずれ来たる危機脱却後の局面では中央銀行の財務が大幅に悪化することを見越し、危機後の局面においてもBOEの財務の健全性を維持するために、以下のような枠組みが、政府側（財務省）とともに整えられていたのである。

①BOEはQEのオペレーションを、BOE本体とは切り離れた別勘定（BOEの子会社）である「資産買い入れファシリティ」（APF: Asset Purchase Facility）上で実施する。

②APFに損失が発生した場合は政府側がその損失を補填する。

③APF内での英国債等の買い入れに際しては、政府側が上限を設定し、BOEはその範囲内で買い入れオペレーションを実施する。上限は必要に応じて引き上げる。

④（2013年以降）APFに蓄積された利益を、BOEは政府側に国庫納付する。なお、政府側はこの納付金をあくまで国債の元本償還に充当し、他の歳出には使わない。

⑤APFの財務内容に関しては、四半期ごと、および年ごとの詳細な情報開示を徹底する。

こうした枠組みのもと、BOEはこれまで、経済情勢や危機を理由に国債買い入れを濫発するようなことはなく、日銀と比較すればはるかに抑制的な金融政策運営を行ってきた。あわせてBOEは、APFの財務状況についても詳細な情報開示を適時に行うとともに、先行きの財務悪化の可能性についても、四半期報に解説・分析ペーパー（Nick McLaren and Tom Smith [2013]）を掲載したり、誰でもAPFの先行きの財務運営を金利シナリオに応じて試算できるExcelのスプレッド・シートを自らのホームページ上に掲載する、等の対応を行ってきた（注2）。こうした当局の取り組みを映じ、イギリスにおいてはかねてより、QE実施後の中央銀行が危機後に直面せざるを得ない財務悪化の問題、ひいてはBOEが金融政策運営を正常化していく必要性に関する理解が、市場関係者や国民の間に広く浸透していたように見受けられる。

なお、イギリスにおいては、このQEに着手した2009年当時は労働党政権、その後保守党政権となり、2024年10月の総選挙で労働党が再び政権に復帰しているが、QE実施に関するこの枠組みは政権交代の影響を受けることなく、一貫して維持されてきた。

(2) 正常化オペレーションの進展状況

BOEは2024年8月に公表した『金融政策報告』で、QTの進捗に関する年次評価結果を明らかにしている（注3）。そのなかでBOEはまず、QTは将来、必要が生じたときにBOEがQEを使えるように、その余地を生み出すために実施するものであること、また、同行の金融政策委員会（MPC: monetary Policy Committee）が、QT実施に際しては以下のような鍵となる3原則を設定していることを再確認している。

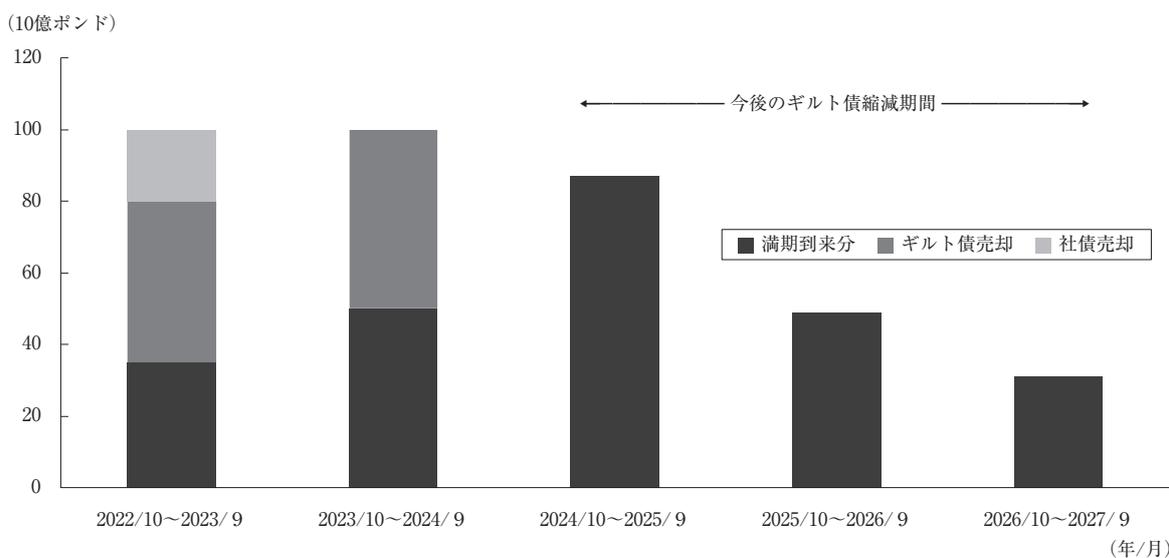
①金融政策のスタンスを調整する際のアクティブな政策手段としてはバンク・レートを用いる。

②（引用者注：資産の）売却は、金融市場の機能をかく乱することのないよう、市況が適切な状態にあるときに限って実施する。

③その達成のため、売却は一定の期間にわたり、相対的に漸進的かつ予見可能な方法（in a relatively gradual and predictable manner）で実施する。

MPCは2022年2月に、ギルト債の再投資を停止し、社債の売却を開始した。さらに2022年9月には、APFにおける保有資産を2022年10月～2023年9月の期間において800億ポンド縮減すると決定し、2023年9月には、2023年10月～2024年9月の期間において1,000億ポンド縮減すると決定した。満期到来時に再投資を停止する（いわゆる“満期落ち”）ではMPCの残高縮減ターゲットに不足するため、ギルト債および社債の市場での売却も実施された（図表2）。その結果、APFの残高は2024年9月末には6,580億ポンドにまで減少する（注4）ことが本報告で明らかにされている。これは、ピーク時（2021年末では8,950億ポンド）に比較すれば、QTにオペレーションに着手後約2年半で資産残高の26.5%がすでに縮減されていることに相当する。

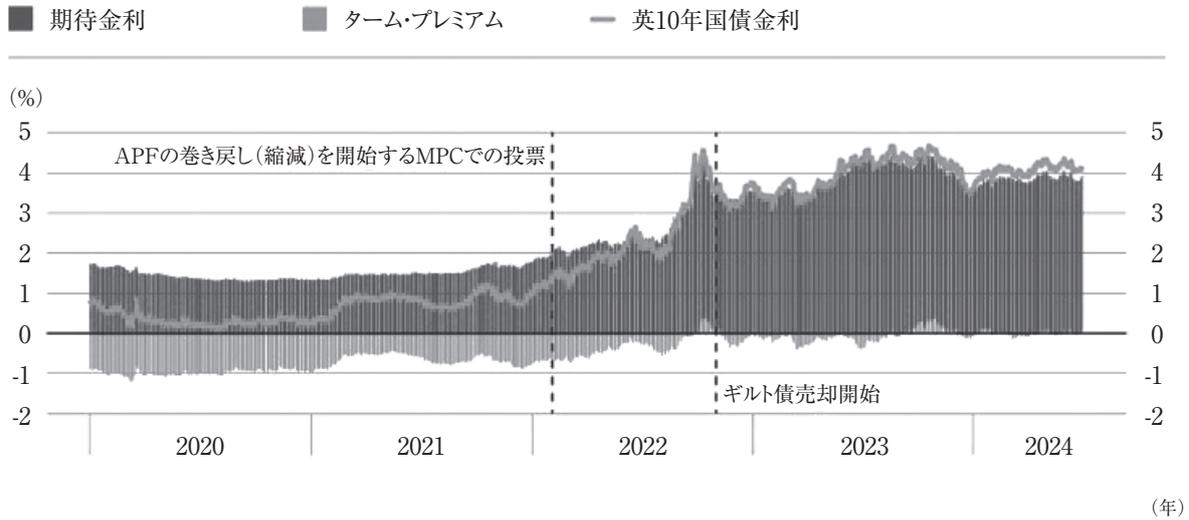
（図表2）APFの縮減開始後の満期到来分と売却分の推移、および今後のギルト債残高削減期間における満期到来分
（2024年8月のBOE, *Monetary Policy Report*）



（資料）Bank of England, *Monetary Policy Report*, August 2024, Chart B, p27を基に日本総合研究所作成

なお、BOEのスタッフの分析によれば（詳細は補論1参照）、QTのギルト債金利への影響は、ターム・プレミアムの推計結果（図表3）からみる限りでは控えめ（modest）であり、QTのオペレーションは、市場機能にはほとんど影響していない。こうした所見は、他の実証研究や他の中央銀行の分析とほぼ首尾一貫するものであり、QTの実体経済への影響もまた小さいと判断される。

このように、QTが段階的なペースで実施されているゆえ、その経済的なインパクトも限定的なものにとどまっていることを鑑みれば、QTが及ぼす影響は、バンク・レートを小幅で調整すればそれで相殺され得る程度のものにとどまっている。

(図表3) 10年英国債金利の要因分解 (2024年8月のBOE, *Monetary Policy Report*における推計)

(資料) Bank of England, *Monetary Policy Report*, August 2024, Chart A, p24を基に日本総合研究所が一部加筆して作成

2024年8月時点におけるこのようなQTの進捗評価を受け、BOEは続く2024年9月のMPCにおいて、同年10月～2025年9月期におけるQTの実施額も、前年度同様の1,000億ポンドとすることを決定した。

資産縮減の手法として、他の主要中央銀行は軒並み、“満期落ち”のみを採用し実施している。その背景には、市場金利が買い入れ時よりも上昇する（＝債券価格は下落する）なかで国債を満期到来前に売却すれば、中央銀行として売却損を被らざるを得ず、財務状況の一段の悪化につながる事態は回避したいとの考えがある。イギリスにおいてはかねてより、政府の債務管理政策の運営上、調達コストの抑制よりも確実な安定調達を優先させる志向が強く、長期債や超長期債の発行割合が高いなか、BOEとしてもこれまでに買い入れてきた英国債の大半もこれらの長期・超長期国債であるという事情があった。そのためBOEの場合、資産縮減の手法を“満期落ち”のみに頼ってはいは極めて長い年月を要することになってしまうため、資産縮減の手法として“満期落ち”のみならず満期到来前の中途売却（active sales）も併用している点は、他の主要中央銀行との比較において特筆に値する。ちなみに、実際のQTの内訳実績をみると（前掲図表2）、前2年度においてはいずれも、中途売却による資産縮減が全体の半分以上を占めている点に驚かされる。Fedや欧州中央銀行（ECB）といった他の主要中央銀行ですら、売却損がかさむことを懸念して踏み切れずにいる国債等の中途売却を、これだけの規模で実施できている背景には、BOEの当局者らが、「市場における取引資産の価格形成に中央銀行は本来関与すべきではなく、危機が過ぎれば中央銀行はすみやかに手を引くべきである」、「中央銀行自身の財務悪化を回避するためにも、中央銀行としての資産縮減を積極的に進める必要がある」との強い信念を有している様子が窺われる。もっとも、現下の年度（2024年10月～2025年9月）においては、“満期落ち”が増えることから、中途売却が占める割合は前2年度よりは低下することが見込まれる。

(補論1) 量的引き締め (QT) の影響に関するBOEスタッフの分析

BOEが2024年8月に公表した『金融政策報告』においては、QTの影響に関して、以下のようなスタッ

フの分析結果が示されている（筆者による抄訳）。

（QTのギルト債金利への影響は軽微）

QTの影響を測るうえでの方法は幾つかある。一つにはギルト債金利を構成する要素であるターム・プレミアムの変化から測ることができる。ターム・プレミアムとは、投資家が長期債を保有するうえで、一連の短期債との比較で相対的に要求する追加的な補償の意味である。

ギルト債のイールド（金利）の推移は、「APFの縮減の効果が作用すると期待されるターム・プレミアムの推定される変化によって引き起こされたもの」と、「政策金利の期待されるパスを反映されたもの」とに分解できる（前掲図表3）。

2022年2月から2024年6月までの間、10年物ギルト債の金利は約275bp上昇したが、そのうち、ターム・プレミアムの上昇分は75bp程度だったと推計される。

QTは、ターム・プレミアムの上昇分の75bpのうちのごく小さい部分にしか影響していないようである。ターム・プレミアムは、経済や金利の先行きやギルト債の需給等にもつわる様々な要因によって影響を受けるものである。BOEのスタッフが、QTに関するアナウンスメントや入札のインパクトの分離を試みるモデルを作成したところ、APFの縮減はターム・プレミアムの上昇分全体のうち10～20bpを説明するのに過ぎないことが示唆された。市場参加者からのヒアリングでも、QTによるギルト債金利への影響は同程度であったとの示唆が得られている。

APFのギルト債売却と満期落ちが、ギルト債金利に及ぼす影響は同じであると判断されている。

もう一つの方法は、イベント・スタディ分析である。これは、アナウンスメントや入札といった短い機会の間の資産価格の変化に焦点を当てることによってQTのインパクトを分離しようとするものであるが、その分析結果もまた、QTがギルト債金利に与えたインパクトは小さい、というものであった。

ちなみに、金融市場の様々な指標の動きをみると、QTのアナウンスメントが行われる日には、やや値動きがボラティルになる。しかしながら、典型的にはQTのアナウンスメントは、より幅広いMPCの決定に関するコミュニケーションと同時に進行するため、値動きが荒くなった原因をひとえにQTに帰することはできない。

同様のアプローチによれば、QTの入札の日と入札のない日との間で、ボラティリティに重大な差はない。このことは、売却は段階的かつ予見可能な方法で行われるべきであるとのMPCの意図と首尾一貫しており、MPCの意図通りにオペレーションが遂行できていることを意味する。

さらには、BOEのスタッフの分析によれば、QTの入札による10年物ギルト債のイールドへのインパクトはその日のうちに完全に消失する傾向があることを示唆している。

（QTのオペレーションは市場機能にほとんど影響なし）

ギルト債市場の流動性指標は、どちらかといえば、QT開始以降改善している。実のところ、売却はより短い満期における担保不足を軽減するというプラスの効果をもっていた。ギルト債の売却による市場機能へのマイナスのインパクトを示すエビデンスは、様々な金融市場の指標を見渡してみてもほとんどなく、ギルト債市場はよく機能しているように見受けられる。

なお、以上のような所見は、他の実証研究や他の中央銀行の分析とほぼ首尾一貫している。他の幾つかの中央銀行は、近年買い入れた資産残高の巻き戻しを開始している。オペレーションの枠組みやポートフォリオを縮減するアプローチが異なるゆえ、国際的な経験を直接的に比較することはできないものの、他の中央銀行の実証結果は、金融市場の指標に対してQTは一定の金融引き締めにつながっているものの、金融引き締め効果は相対的に小さいことを示唆している。

(QTの実体経済への影響も小さい)

QTが金利に与える引き締め効果は、経済活動やインフレーションを押し下げそうではある。しかしながら、QTによる実体経済へのインパクトを評価するのはまだ時期尚早ではあるものの、イギリスのQTに関する経験を基にすれば、金利の10bpの上昇による押し下げ幅は、GDPについては0.2%未満、インフレーションについては0.1%程度とみられる。

なお、APFの縮減の引き締め効果は、QEに関連する刺激よりも小さいと期待される。その理由の一つは、QEが実施されていた“ゼロ金利制約”下において、買い入れ資産の残高を引き上げることは、さらなる金融緩和が必要であるというシグナルを発していたかもしれないのに対し、QTは、“ゼロ金利制約”を脱却後のバンク・レートがアクティブな金融政策の手段であるという環境において行われており、APFの縮減のプロセスがバンク・レートを高いパスに導く必要があるというシグナルを発することはなく、ということによる。

加えて、QEは、市場がストレスを受けている期間に、流動性と市場機能を改善すべく注意深く実行された。対照的に、QTは、市場環境が適切であるときに限って、かつ段階的で予見可能な方法で行われていることによる。

QTが段階的に行われていることと相まって、その実体経済へのインパクトは限定的である模様であり、QTによる追加的な金融引き締め効果があるとしても、それを相殺するためにバンク・レートの調整が必要になるとしても、極めて小さいものととどまる。

イギリスにおいてはこれまでのところ、バンク・レートが引き上げられ、その後据え置かれるなかでQTが実施されてきた。それゆえ、バンク・レートが引き下げられる局面におけるこれらの手段の間の相互作用に関しては、一定の不確実性もある。

QTのインパクトが期待よりもより大きくなる事態は起こりそうにないが、もし実体経済に対する（QTによる押し下げ）効果を相殺すべく政策を緩和する必要があるれば、バンク・レートと実効的な下限との間に距離があることが引き下げ余地を確保することになるであろう。

(注1) BOEのこれまでの金融政策運営の経緯の詳細に関しては拙論 [2022] 参照。

(注2) スプレッド・シートは少なくとも2023年春頃まではBOEのホームページに掲載されていたものの、現在ではすでに古いものになったとの理由で同行のホームページからは削除されている (<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2013/q1/the-profile-of-cash-between-the-apf-and-hmt>, 2024年12月18日アクセス)。

(注3) Bank of England, “Box A: Reviewing the process of quantitative tightening”, *Monetary Policy Report*, Monetary Policy Committee, August 2024.

(注4) ちなみに、コロナ危機後のAPF残高のピークは約8,950億ポンド（2021年末）であり、2024年9月末にはピーク時対比ですでに3割弱（▲26.5%）もの資産規模が縮減されていることになる。

3. 予算責任庁による中央銀行財務問題および財政運営全体のリスク分析

(1) 独立財政機関としての予算責任庁の設立の経緯

イギリスにおいては2010年、リーマン・ショックで大幅に悪化した財政運営の再建を確実に進めるために、独立財政機関であるOBRが設置された。当時は保守党のキャメロン政権の時代であった。

先行きの財政運営の計画を立てるうえでの基盤となる経済・財政の見通し等を政府自らが策定すれば、政府にとって都合のよいものが策定されがちとなり、痛みを伴う財政再建はなかなか進まない、というのは各国に共通する経験である。この点を打開すべく、とりわけリーマン・ショック後には、イギリスのみならず欧州等を含む世界各国で、独立財政機関を設立する動きが広がっている。そのミッションは、国による若干の違いはあるものの、総じて政府や政治から独立した中立的、客観的な立場で経済・財政見通しを策定したり財政運営に関する分析を実施してその内容を公表したりすることである。

イギリスにおいては、OBRが設立されてからすでに十数年が経過しているが、その中立的な姿勢や分析の質の高さには定評があり、財政健全化に取り組むうえでの重要な礎の役割を果たしている機関として高く評価されている。

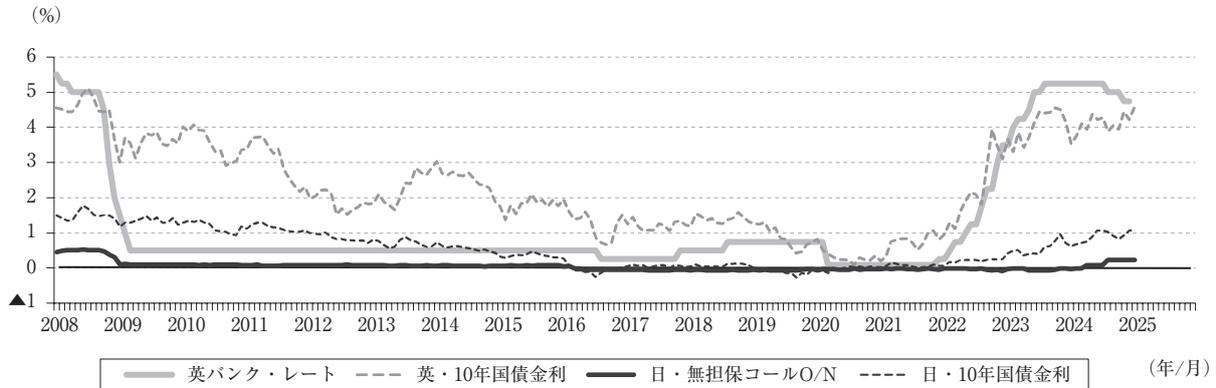
(2) 予算責任庁がイングランド銀行の財務問題に着目する理由

イギリスにおいてもコロナ危機後に高インフレに直面し、BOEが金融引き締め局面に入ったことを受け、OBRは経済・財政見通しの定期的な報告書（注5）等のなかで、このBOE（APF）の財務悪化問題を繰り返しとり上げてきた。それは、この問題がそれだけイギリス政府の財政運営全体に大きな影響を与えることになる、という認識があるからこそであろう。ちなみにOBRは、同国の物価が上昇基調に転じたとようやく認識され始めた時期の2021年7月（前掲図表1）、早くもその報告書において、「APFの財政インパクト」に関する検討結果を明らかにしている（注6）（詳細は補論2参照）。当時はBOEとしても今次局面におけるQTの実施手法を、Fed等の他の主要中央銀行に先立ち、ちょうど検討し始めていたという、いわば早期の局面であった。

OBRは、その後最近の報告書に至るまで、この問題を繰り返しとり上げるなかで、金融政策正常化の着手前までは相当な利益を計上していたAPFが、BOEの利上げ転換、およびQT着手後は赤字に転落するからくりを説明したうえで、バンク・レートとギルト債金利が2022年後半に史上最低水準から上昇して以来（図表4）、APFは利益を生む主体から損失を生む主体になった、としている。

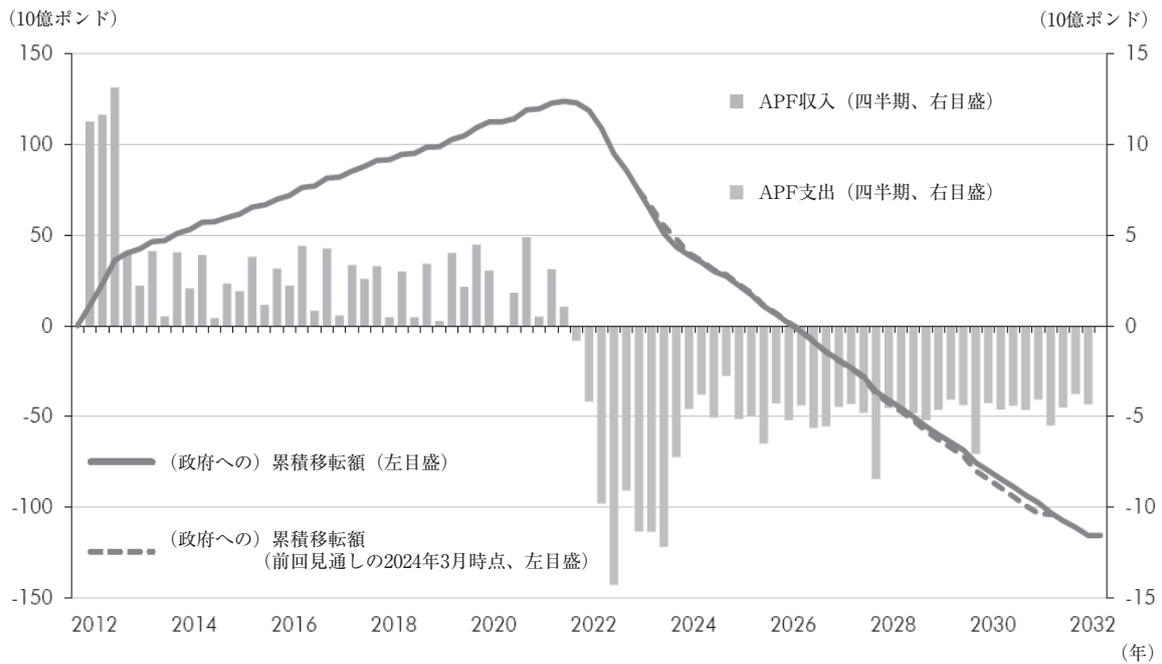
実際、2013年1月から2022年10月までの間、1,239億ポンド（1ポンド=190円で換算すれば23兆5,410億円相当）の利益がAPFから財務省に移転されたが、それ以降は逆に、2009年に財務省とBOEとの間で交わされていた損失補償の取り決めに基づき、APFが被った損失をカバーするために相当な金額が財務省から移転される事態となっている（各年度の移転額は図表5の棒グラフ）。なお、BOEの場合、先述のように、QTの手法として、国債の満期到来を待って再投資を停止する“満期落ち”ばかりでなく、他の中銀にはみられない満期到来前の中途売却も実施しているため、APFが被る損失には、①中央銀行当座預金に対する付利水準の引き上げに伴う、資産・負債サイド間での“逆ざや”転落に伴う「金利損失」(interest losses)のほか、②金利上昇局面で簿価を下回る時価で売却した場合に発生する「評価損失」(valuation losses)、の2通りが含まれる点に注意する必要がある。

(図表4) BOEの政策金利(バンク・レート)とイギリスの長期金利(10年国債金利)の推移およびわが国との比較



(資料) Refinitiv Workspaceのデータを基に日本総合研究所作成

(図表5) 予算責任庁(OBR)による資産買入れファシリティ(APF)の累積損益の見通し



(資料) Office for Budget Responsibility, *Economic and Fiscal Outlook*, October 2024, Chart 6.6 (p142) を基に日本総合研究所作成

(3) 資産買入れファシリティ(APF)のライフタイム(通期)・コストの分析

加えてOBRは、QE着手からQT完了に至るまでの、APFのライフタイム(通期)・コストについての試算も実施しており(図表5の折れ線)、その最新の推計値は1,157億ポンド(同21兆9,830億円相当)のネット損失となっている(注7)。ちなみにOBRがこの試算を行うに際しては、BOEがMPCで決定したQTの実施方針に従う形で、QTの今後の実施ペースに関する前提を設定している(図表6)。なお、このライフタイム・コストは、先行きの金利シナリオ次第で振れが極めて大きいため、OBRは金利上振れ・下振れ両方向でのサブ・シナリオのもとでのライフタイム・コストも示している。

ちなみにOBRは、このライフタイム・コストの試算結果は、QEプログラムの財政全体へのインパクトの包括的な評価ではなく、QEプログラムは過去15年間でストレスがかかった様々な時点において、経済、資産価格、そして金融市場を支援してきたものであり、QEの包括的な評価をするのであれば、これらの介入によるより幅広い経済および財政面での恩恵を考慮に入れる必要がある、としている。

(図表6) APFの年ごとの資産縮減 (runoff) の前提 (予算責任庁の見通し)

(10億ポンド)

	OBRの見通し (10月～9月の年度ベース)					
	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028	2028-2029	2029-2030
APF内で保有するギルト債残高計 (年初)	658.0	558.0	460.9	382.4	305.3	221.7
APF内で保有するギルト債の縮減額合計 (注)	100.0	97.1	78.5	77.1	83.5	71.9
うち						
能動的な売却 (active sales)	12.8	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
満期償還 (redemptions)	87.2	49.1	30.5	29.1	35.5	23.9

(資料) Office for Budget Responsibility, *Economic and Fiscal Outlook*, October 2024, Table 6.3 (p141) を基に日本総合研究所作成
(原資料) OBR

(注) APFで保有されているギルト債の年ごとの縮減額の前提は、取得原価ベース。

(4) 政府・中央銀行統合ベースでのリスク分析

さらにOBRは、政府と中央銀行を合わせて考えた、統合ベースでのリスク分析も行っている。英政府が発行した国債をBOEがAPF上で買い入れるオペレーションを、政府と中央銀行を統合したバランスシートとしてとらえれば、BOEが負債サイドで抱える中央銀行当座預金が統合政府部門の負債の相当な部分を占めることになる。BOEはその後の経済・物価情勢に応じて金融引き締めを行うために、この中央銀行当座預金への付利水準を引き上げなければならず、これは統合政府全体としてみれば、巨額の変動利付負債を抱えていることに相当する。

OBRはこれまで公表してきた報告書においてこの点を説明したうえで、統合政府全体が抱える先行きの金利リスクの大きさを把握すべく、統合政府の負債の満期の中位値を算出し、その先行きの見通しも合わせて示している (図表7)。OBRの分析によれば、コロナ危機後のBOEがQEを実施したことを受けて、統合政府ベースの負債の満期の中位値は2021年に1年にまで短期化した。しかしながらその後、BOEはQTに着手し、国債の保有額を着々と落としており、そうした短期化トレンドは反転しつつある。BOEが英国債の保有をピーク時から15% (2023年時点) 落としたことによって、統合政府ベースの負債の満期の中央値は、2023年には3年に延びている。OBRとしてはこの先、2028年までに、BOEが保有する英国債の71%が市場に戻されると仮定しており (注8)、それが実現すれば、統合政府ベースの負債の満期の中位値は7年に達すると見込んでいる。これはQEの実施前とほぼ同じ水準であり、このように負債の満期を再び長期化することができれば、その分だけ毎年の借り換えの所要額を抑えられることになり、財政運営の安定につながることになる。もっとも、OBRは、英政府が現在抱えている債務残高の水準が高いことや、先行きの金利動向次第では利払費がさらに大きくかさみ、財政再建を進めるうえでの足かせとなりかねない点についても、くぎを刺している。

(図表7) 英予算責任庁 (OBR) による英公共部門の負債の満期の見通し



(資料) Office for Budget Responsibility, *Economic and Fiscal Outlook*, March 2024, Chart F (p112) を基に日本総合研究所作成

(補論2) 資産買い入れファシリティ (APF) の財政へのインパクトに関する予算責任庁の分析

OBRは、コロナ危機からの脱却の道筋はまだ不確実であり、物価に関してもイギリス国内で上昇基調に転じたとようやく認識され始めた時期である2021年7月、早くもその『財政リスク報告』(*Fiscal risks report*)の第4章(公的負債のコスト)において、「APFの財政インパクト」(The fiscal impact of the Asset Purchase Facility)に関する検討結果を明らかにしている。

OBRはまず、APFと財政とのそれまでの関係について、次のようにまとめている。

QEは、公共ファイナンスに様々なインパクトを及ぼしてきた。例えば、①幅広い経済へのインパクトを通じて間接的に、②国債の金利を押し下げることを通じて、③公共セクターの統合負債の実効満期を短期化することを通じて、といった観点での影響が挙げられる。このうち③の公共セクターの統合負債の実効満期の短期化は、BOEの銀行準備(変動利付負債)が英政府の発行するギルト債(=英国債。長期固定利付負債)の購入に用いられてきたことから生じるものである。このことによって、金利上昇に対する、政府と中央銀行を合わせた公共セクター全体の負債の利払費の短期的な感応度が増加した。

今日(引用者注:2021年7月時点)に至るまで、APFは、APFのキャッシュの余剰を受け取る財務省に恩恵をもたらしてきた。OBRの2021年3月時点の予測では、APFは2022~2023年に、それまでにギルト債の買い入れのために発行した8,750億ポンドの銀行準備に対する付利として6億ポンドを支払っていたが、これは銀行準備残高の0.1%にも満たない水準である。他方APFは、買い入れたギルト債のクーポンとして財務省から172億ポンドを受け取っており、これはAPFの残高に対して2.0%の利息収入を得

ていたことになる。その結果、公共セクター全体としてみれば、民間セクターに対する利払い（ゆえに赤字も）は166億ポンド減殺されていたことになる。APFはこのようにして得られたプラスのキャッシュ・フローを財務省に納付することになっており、今日（引用者注:2021年7月時点）に至るまでの間、APFから財務省へのプラスのキャッシュ・フローは合計で1,130億ポンド（引用者注:1ポンド=190円で換算すれば約21.5兆円相当）に達した。

このようにして、APFがギルト債を買い入れた結果、公共セクター全体としては、負債の利払費の大規模な直接的削減ができたことになり、実効金利ベースで考えれば約0.8%ポイント引き下げられたことに相当する。しかしながら、過去10年間の負債の利払いコストの削減幅全体はもっと大きく、同4.1%ポイント相当に達していたことに留意する必要がある。その要因は、バンク・レートがより低水準に引き下げられていたことや、QEの結果としてイールド・カーブがよりフラット化していた（注9）ことによる。

このように述べたうえで、OBRはAPFの財務運営の先行きに関して、上述の“公共セクター全体として負債の利払コストをどれほど節減できたか”という観点からの試算を行っている。当時、BOEはまだQTには未着手で、コロナ危機後の経済・金融情勢を鑑み、いかなる判断をもってQTに着手していくか、という検討を始めた時期に相当する。このため、OBRはAPFの残高は横ばいで推移するとの前提のもと、本報告書のなかで財政運営全体の先行きの試算に用いた複数の金利・経済シナリオのもとで、試算を行っている。

基本となる金利・経済シナリオとしては、①2021年3月時点での市場参加者の予測に基づくベースライン、②より高い実質金利およびより高い実質成長（Higher R and G）、③より高い実質金利（Higher R）の3本が設定されたうえで、②と③は結果的に一致するシナリオとして示されている（図表8）。OBRはさらにリスクシナリオとして、④一時的なインフレ・ショック、⑤しつこい高インフレ、⑥投資家の信認喪失の3本のシナリオも設定している。

試算結果は図表9の通りである。

①「ベースライン」シナリオにおいては、ネットの利払費の節減額は徐々に減少する。当初はその大部分はバンク・レートの上昇が原因で、その後はギルト債が満期を迎えより低い金利でロール・オーバーされることによる。

②「より高い実質金利およびより高い実質成長」および③「より高い実質金利」シナリオにおいては、急激なバンク・レートの上昇が準備の利払費を増加させ、APFのキャッシュ余剰を減殺し、2026～2027年までにはこれらの支払いは獲得されたクーポン収入を超過しAPFは赤字に陥る。もっとも、ギルト債がより高い金利でロール・オーバーされるのにつれて、これらの損失は消失する。

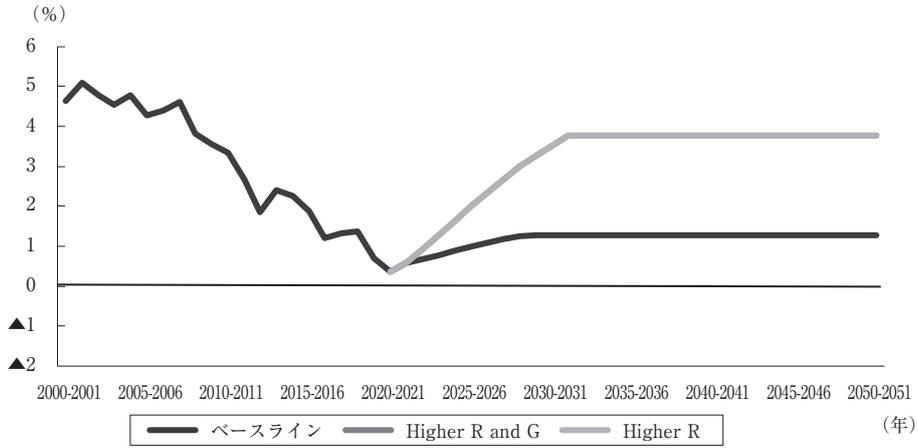
④「しつこい高インフレ」シナリオにおいては、②と同様のパターンを示し、ギルト債金利が十分に上昇した後で、APFは最終的に黒字を回復する。

③「一時的なインフレ・ショック」シナリオにおいては、バンク・レートの上昇によってAPFは赤字に転落する。しかしながら、バンク・レートの上昇が一時的であることから、数年後にAPFは黒字を回復する。

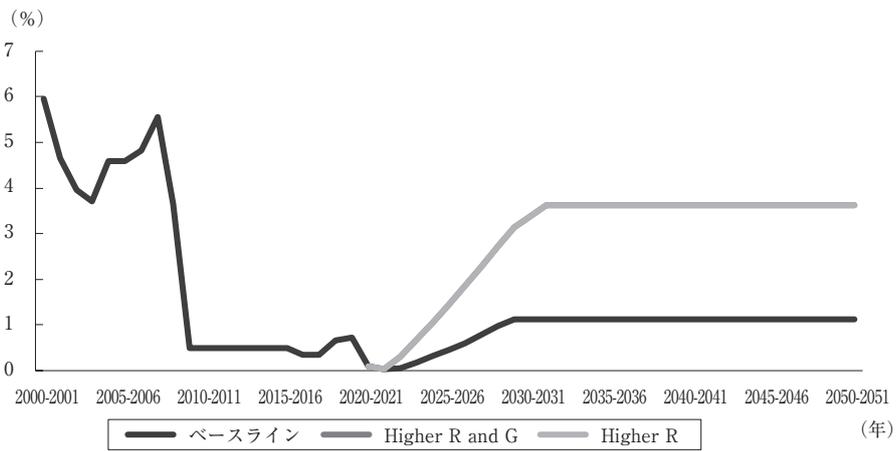
⑤「投資家の信認喪失」シナリオは、当初は③と同様であるが、その後、信認喪失に伴うギルト債金利の急上昇が、ロール・オーバーされたギルト債からの収益を増加させるのにつれてAPFの黒字幅は拡

(図表8) OBRの基本的な金利・経済シナリオ

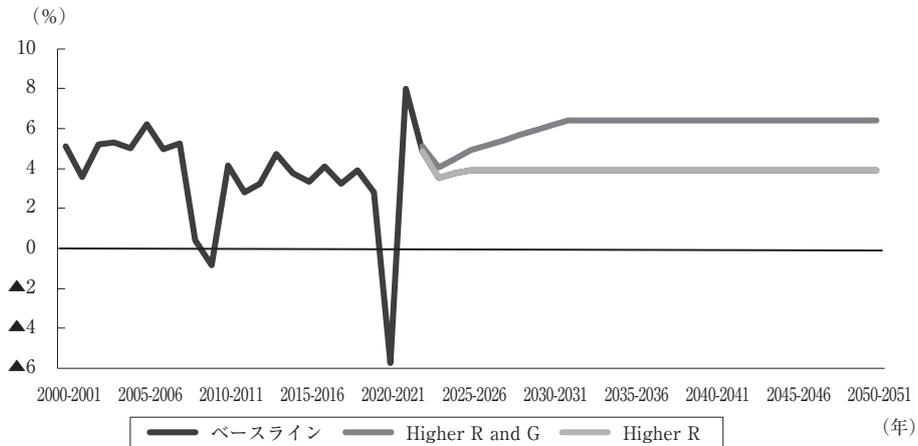
【ギルト債平均金利】



【バンク・レート】



【名目GDP成長率】



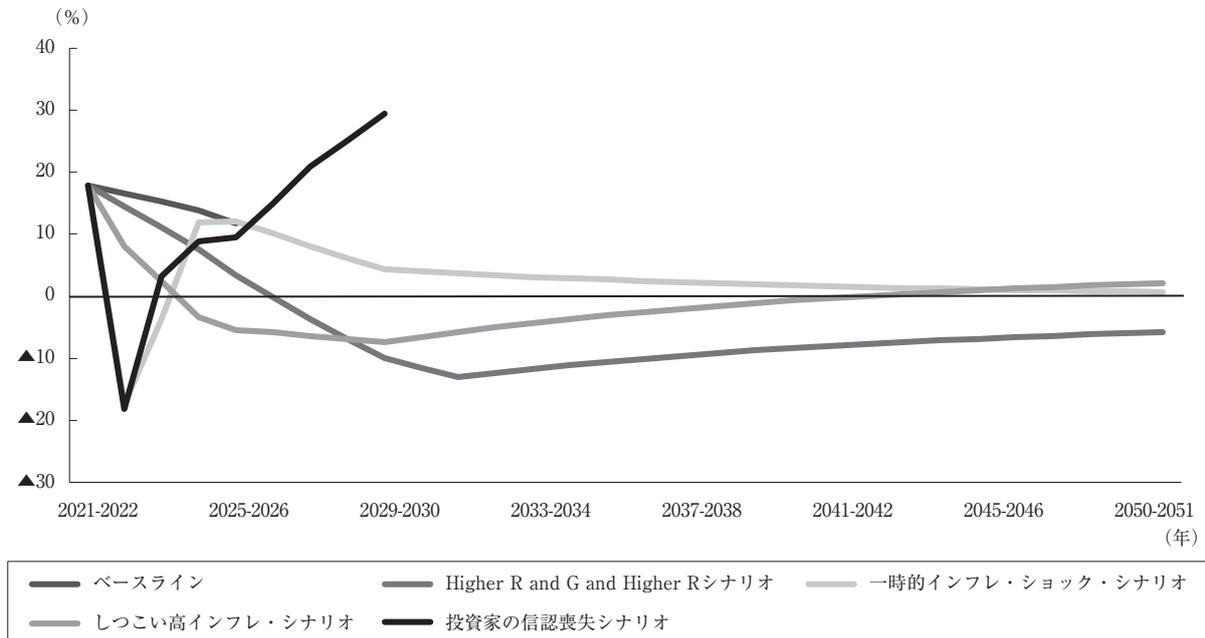
(資料) Office for Budget Responsibility, *Fiscal risks report*, July 2021, Chart 4.9

(原資料) Bank of England, DMO, ONS, OBR

(原資料注) 2012-2013年以前のギルト債平均金利は発行金利。

(注) 2020-2021年以降のギルト債平均金利とバンク・レートに関しては「Higher R and G」の値はすべて「Higher R」のグラフの値に重なっている。

(図表9) APFによる公共セクター全体の利払費の節減額の試算結果 (OBR)



(資料) Office for Budget Responsibility, *Fiscal risks report*, July 2021, Chart D
(原資料) OBR.

大し続ける。ちなみに本報告書では、このシナリオの場合、利払費の急増によって政府の財政運営は極めて厳しくなる、という試算結果も示されている。

なお、OBRはこうした試算結果と合わせて、「APFの規模を縮減すれば、将来的な余剰もしくは赤字の規模も減殺されることになる」、「ギルト債の売却は、もともと支払われた価格よりもより低い価格で行いやすいが、そうでなければAPFの損失につながり、それは政府のAPFに関する損失補償 (indemnity) のもとでは、財務省が補償することになる。そうした取引損失は、潜在的には大規模になる可能性がある。2021年4月時点で、APFのポートフォリオにおけるすべてのギルト債を額面で(パーで)売却すれば、取引損失は1,140億ポンドに達する」といった点にも言及している。

さらにOBRは、APFが以後、政府の財政負担につながりかねないという観点から、基本的に政府はAPFからのキャッシュ・フローの減少を、増税、歳出削減、もしくは借り入れの増加によってカバーすることができる、と述べたうえで、英議会の委員会等における評論家達からの、APFから政府へのキャッシュ・フローの減殺そのものを相殺するうえでの提案の例を、以下のように三つ紹介している。

① (引用者注:民間銀行が中央銀行に預ける) 準備に対する付利の引き下げ (できればゼロに) 【グッドハート氏の提案 (注10)】

既存の取引を維持しつつ、銀行に対して準備保有に関する新たな税を導入することと経済的には同等の方策。また、他の資産と相対的にみて準備保有の機会コストを増加させることになるため、マネタリーな伝播メカニズムの性質を変化させ、BOEに短期金利を制御するテクニックを変えることを強いる可能性がある。またこれは、金融フローを銀行から他の透明性の低い経路にそらすことになる可能性を含む。

② 銀行に対して一定の最低準備を保有することを要求する一方で、それにはゼロないし低い金利しか

払わず、超過部分についてのみバンク・レートで付利【ターナー氏やホルツァム氏の提案（注11）】

金融政策手段としてのバンク・レートの実効性は維持しつつも、銀行にとって準備を保有することが税と同様に作用するもの。

③より高い金利の財政への影響波及の後倒し【アレン氏の提案（注12）】

例えば銀行が保有する準備の一定部分を短期満期のギルト債と交換するという方策。これは、金利の変化の影響が歳出全体におよぶスピードを落とすことになるが、銀行が中央銀行に準備を保有するのであればロール・オーバーされる必要はない半面、新たに保有する証券はロール・オーバーされる必要があるため、（引用者注：政府の側）資金調達リスクを増大させることになる。

OBRはこれらの例を紹介したうえで、結論として、金融政策の引き締めは、APFの公共ファイナンスに対する貢献をより小さくする結果につながりそうであり、その悪影響を相殺する方法は幾つかあるが、それぞれ難点がある、としている。

（注5）最新版は*Economic and fiscal outlook*, October 2024および*Fiscal risks and sustainability*, September 2024.

（注6）OBR, “Box 4.5: The fiscal impact of the Asset Purchase Facility”, *Fiscal risks report*, July 2021.

（注7）OBR [2024c] による。

（注8）2024年3月時点における仮定。

（注9）通常は短期金利よりも高くなるはず（イールド・カーブの形状は“右肩上がり”）の長期金利がそれほど高くならず済んだ（イールド・カーブの形状は“フラット<平ら>”）という意味。

（注10）Goodhart, C., *Evidence to House of Lords Select Committee on Economic Affairs*, 16th March 2021.

（注11）Turner, A., *Evidence to House of Lords Select Committee on Economic Affairs*, 16th March 2021 and Holtham, G. “Monetary Policy and the Value of Public Debt” in *Designing a New Fiscal Framework: Understanding and Confronting Uncertainty*, (edited by J. Chadha, H. Küçük and A. Pabst), 2021.

（注12）Allen, W., *Managing the fiscal risk of higher interest rates*, *NIESR policy paper 25*, 2021.

4. わが国の課題

イギリスにおいてはこのように、リーマン・ショック以降、コロナ危機をはさんで大規模に展開されたBOEによるQEの実施に関して、BOEのみならず政府や独立財政機関であるOBRも関与する形で、責任ある思慮深い政策運営が展開されている。同国ではBOEがQEに着手した当初から、いずれ来たる正常化局面におけるリスク管理の在り方について、政府（財務省）とともに検討して必要な枠組みを構築していた。そのもとでコロナ危機脱却後に実際に正常化を進める過程においては、OBRが、BOEと政府を合わせた統合ベースでのリスク分析も実施して公表していることが、ややもすれば“市場金利の急騰を招きかねない”として回避されたり敬遠されたりしかねない正常化の取り組みに対する世論の理解を醸成する土壌となっていることは間違いなからう。

(1) 正常化に対して消極姿勢を続ける日銀

これに対して、わが国における日銀や政府側のこれまでの政策運営や取り組みをみると、金融政策運営の正常化や財政再建、言い換えれば財政運営の安定的な継続を確実にするための取り組みには、消極的で後ろ向きであると言わざるを得ない。

日銀は、去る2024年3月にマイナス金利政策をようやく解除したものの、国債の買い入れはなお続行している。BOEのみならず海外の主要中央銀行の考え方では、“ゼロ金利制約”状態から脱却すれば、例

外的な手段であるはずの国債の大量買い入れ等からはきっぱりと手を引くのが当然で、実際、彼らはそのような金融政策運営を行っており、日銀の姿勢の特殊性が際立つ形となった。

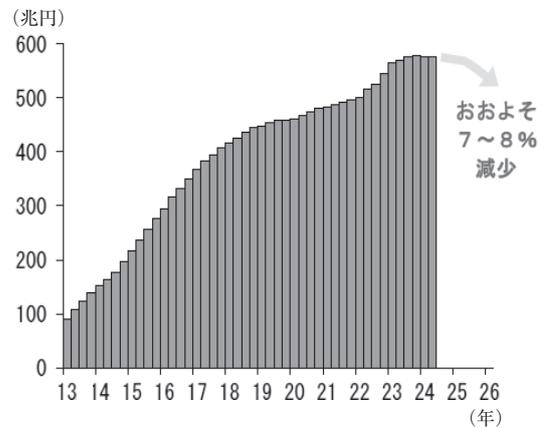
その日銀も、急速に進む円安トレンドに押される形で、2024年7月に国債買い入れの減額計画を決めた。しかし、そのペースは四半期ごとに4千億円ずつ減額するという、ごく小幅なものにとどまり、2026年までの国債保有残高の減少も7～8%にとどまる由だ（図表10）。日銀の資産規模は名目GDP比で123.4%（2024年第3四半期）と、他の主要中銀対比で群を抜いて大きいにもかかわらず、である。また日銀は、他の主要中銀のように、残高ベースで資産縮小を図る計画を立てておらず、“国債買い入れ額”というフロー・ベースの数字の減額を示すのみである。これでは、BOEをはじめとする他の主要中央銀行の感覚からすれば、植田総裁の言う“普通の金融政策”とは到底評価できないと受け止められよう。

インフレ局面への転換に伴う中央銀行自身の財務悪化問題にいかに向き合うかに関しても、日銀はまた然りである。BOEにとどまらず、単一通貨を導入しているという特殊事情のあるユーロ圏を除く他の主要中央銀行はみな、複数の金利シナリオに基づく自らの財務のシミュレーションを公表している。これらの国々においては、シミュレーションを出す以上、中央銀行自身が先行きの自らの財務運営にも責任を持った金融政策運営を展開するようになり、それがひいては市場の信認を獲得し続けることにつながっているものとみられる。これらの国々で、シミュレーションを出したからといって市場が混乱して不測の事態を招いた例は存在しない（注13）。

日銀は、植田総裁の就任後、『金融政策の多角的レビュー』をいわば“鳴り物入り”で進めてきた。その一環として、日銀企画局は2023年12月、「中央銀行の財務と金融政策運営」を公表しているが、そこでは、利上げ局面への転換後に中央銀行としての財務運営が赤字になることを説明し、他の主要中央銀行の正常化に向けた取り組みを紹介するだけで、日銀自身の今後の財務の見通しには一切触れてはいない（注14）。また日銀は、『金融政策の多角的レビュー』の最終報告書を2024年12月19日に公表したが、そのなかでも中央銀行の財務が悪化した場合の一般論について言及するのみで（注15）、日銀自身の今後の財務の見通しを示すことはなかった。

ところが日銀は、それに続く2024年12月26日、企画局企画調整課によるディスカッション・ペーパー（『日銀レビュー』）の形で「日本銀行の財務と先行きの試算」を公表した。遅まきながら、情報開示姿勢の面では一歩前進ではあるが、『金融政策の多角的レビュー』の最終報告書公表のわずか1週間後というタイミングは、いかにもチグハグである。日銀はそのなかで、「市場金利が織り込む金利見通しを前提とした場合には、財務面での負の影響は限定的となる一方、より厳しい仮定を置いた場合には、一定の財務リスクがあることが確認された」としているが、日銀自身による先行きの財務の試算結果は図表11に示す

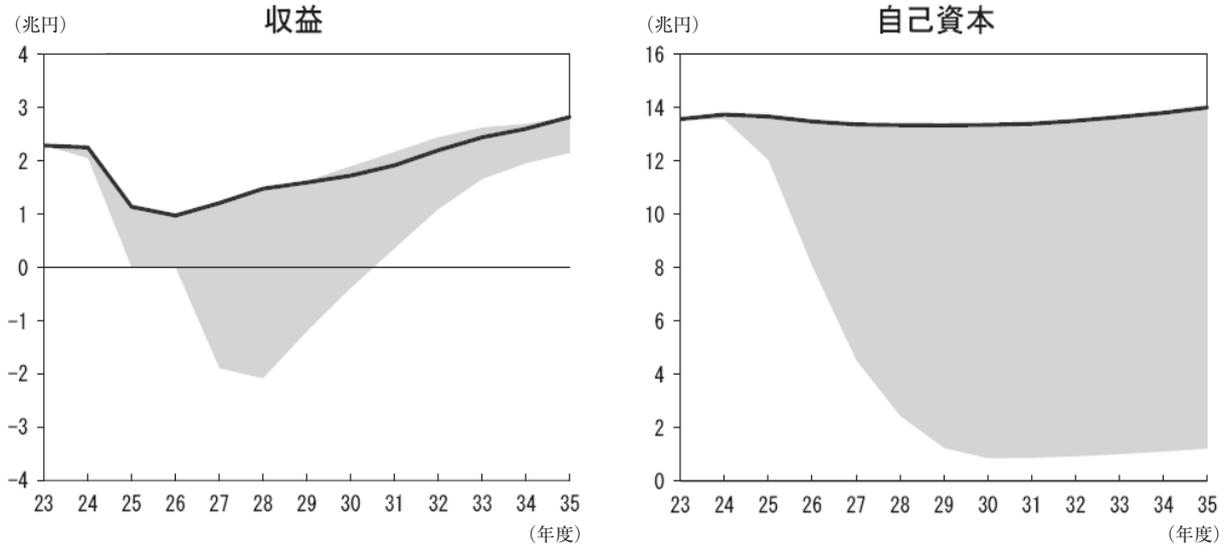
（図表10）日銀が示す保有国債残高減少の見通し



（資料）日本銀行『（参考）2024年7月金融政策決定会合での決定内容』2024年7月31日

グラフがすべてで、バックデータは公表されていない。加えて、試算に際しての枠組み（考え方）や前提の設定とその開示の仕方等にも、次のような幾つもの問題点が認められる。

（図表11）日銀による先行きの収益・自己資本に関する試算結果



（資料）日本銀行企画局企画調整課「日本銀行の財務と先行きの試算」『日銀レビュー』2024年12月26日

まず、試算の枠組みについては、黒田前総裁就任後に開始された“量的・質的金融緩和”で大規模に拡大された資産買い入れの部分から発生する損益に焦点を当てて分析することはなく、それ以外の、その時々々の外国為替市場次第でプラスにもマイナスにも大きく振れ得る外国為替損益等も含めた、日銀全体の収益や自己資本の試算結果が示されている。これに対してBOEであれば、先述のように、QEへの着手時点からBOE本体とは勘定を明確に分けて、APF上でオペレーションが実施され、正常化局面を含めた財務分析もAPFを対象に試算結果が示されている。また米Fedにおいても、金融調節のオペレーションはニューヨーク連銀がシステム公開市場勘定（SOMA: System Open Market Account）上で実施されており、その先行きの財務試算も、NY連銀が毎年の年次報告書のなかでSOMAを対象に実施しており、日銀とは対照的である。

日銀の場合、さらに問題なのは、“事実上の財政ファイナンス”に相当する巨額の国債の買い入れに起因する損益と、“質的金融緩和”の一環で長期間にわたって買い入れられ続けたETF（信託財産指数連動型上場投資信託）に起因する損益が、あえて区別されずに合算する形で示されていることである。しかもその前提は、今後の縮減計画が一切示されていないETFに関しては現在の保有規模を維持し、その運用利回りに関しては2019年度～2023年度の過去5年間の平均値を用いる、とされている。この期間は、日経平均株価で見れば、2019年3月末（21,205.81円）から2024年3月末（40,369円）にかけて、5年間で実に90%も株価が上昇した、過去30余年において特殊な期間でもある。

また、長短市場金利の前提として日銀は、「短期金利についてはOIS市場におけるインプライドフォワードレート、長期金利については国債のイールドカーブから算出されるインプライドフォワードレート（市

場金利が織り込む金利見通し)の通り推移すると仮定する。また、市場金利が織り込む金利見通しに加え、(a) 短期金利は、今後数年程度をかけて1.0%~2.0%となり、(b) その際の長短スプレッドは、+0.25% P~+0.75% P となると仮定した場合の試算値のレンジも合わせて示すこととする。」と文章で述べるのみで、年ごとの具体的な計数は一切、明らかにされていない。しかも、“より厳しい仮定”においてすら、短期金利が1%ないし2%に上昇するのは数年後、とされており、ベースラインでは相当に低い金利水準が長期間継続することが前提とされていることが窺われる。

これらを総じてみれば、日銀は今回公表した試算結果を通じて、要するに、「今後10年程度の期間にわたり、日銀が低金利状態を継続し、株価が好調を維持すれば、“より厳しい仮定”のもとでも日銀が債務超過に陥ることはない」と示唆しているように見受けられる。ゆえに、他の主要中央銀行に比較すれば大きく後れをとっている資産縮小の取り組みを加速させる必要もなく、換言すれば、“事実上の財政ファイナンス”状態を解消に向かわせる必要もなく、また、多額のETFを保有し続けることも正当化される、と示唆しているように受け止められよう。

そもそもETFに関しては、日銀は目下のところ、正常化に向けての議論を金融政策決定会合で一切行っていない模様であり、近々検討に着手する気配も見受けられない。そうした日銀の姿勢は、前掲図表2からも明らかなように、正常化局面で真っ先に社債を売却したBOEや、コロナ危機下で、日銀に比較すればごく限定的な規模ながら社債や社債ETFを買い入れたFedが、正常化局面ではやはり真っ先に、かつ短期間で社債や社債ETFを売却した金融政策運営姿勢とは極めて対照的である。彼らは資本主義経済圏においては市場メカニズムが健全に機能することが何よりも重要であり、とりわけ民間の信用リスクを含む債券等の金融商品に関しては、多様な参加者で構成される市場における価格形成メカニズムが健全に機能することが欠かせないと考えている。対照的に日銀がもし、この先も本試算で示すように多額のETFを10年間もの長期間にわたり保有し続けることになれば、わが国の主要な企業等の株価形成がゆがめられた状態が長期化することになる。それは結局、直接的には認識されにくいことながら、各企業、ひいてはわが国経済全体の健全な成長と発展を妨げる方向に作用する。

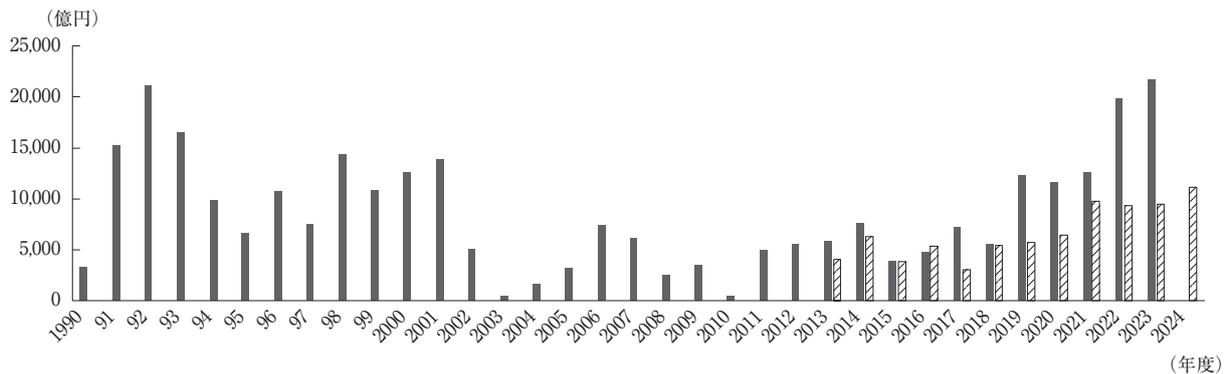
今回の日銀の試算結果は確かに、日銀がこのままETFを保有し続け、かつ株価が好調で推移すれば、長短金利が小幅で上昇しても、かろうじて債務超過転落を免れることを示している。しかしながら、そうしたこの試算結果には大きな落とし穴がある。日銀が今回の試算で前提としているように、今後10年もの長期間にわたり低金利状態を維持できるかは、現実問題としてわが国の物価情勢や外国為替市況に大きく左右される。そして今回の試算結果もあくまで“株価頼み”の前提で示されたものに過ぎない。株価が崩れれば、たちどころに日銀の実力ベースでの財務悪化が露呈することは明白である。加えて、今回の日銀の試算は、“より厳しい仮定”を含めても、金利シナリオの設定が極めて甘いものにとどまっている。例えば米Fedであれば、前提となるベースラインの金利シナリオに基づく分析に加えて、金利が100ベースポイント(bp, 100bp=1%)上昇した場合、200bp上昇した場合、といったストレス・テスト的な側面からの分析結果も合わせて公表しているが、日銀はそうした分析は実施していない。今後、日銀の先行き見通しを超えた円安や物価上昇が生じた場合はどうなるのか。次なる金融危機が発生した場合はどうなるのか。自然災害の多いわが国において、そう遠くない将来において相当な発生確率が想定されている南海トラフ地震や首都直下地震が発生し、政府がさらなる巨額の財政出動を余儀なくされ、

日銀が巨額の国債を買い支えなければならない局面に再び追い込まれたらどうなるのか。今回公表された試算の前提では、まったくもって想定しておらず、こうした事態に遭遇した場合にどうなるのかについては、全く明らかにされてはいない。BOEをはじめとする、他の主要中央銀行の責任ある情報開示姿勢との差はなお、相当に大きいといえよう。

(2) 日銀と国の一般会計との関係が抱える課題

政府の対応にも問題がある。わが国はついに金融引き締め局面に入った今に至っても、日銀からはなお、巨額の国庫納付金の受け入れを継続している（図表12）。とくに近年は、当初予算対比での上積み分が大きく、国の財政運営全体としては、防衛財源に充当するための決算剰余金の上積み狙いで、日銀から巨額の国庫納付が継続されている、とみることも可能である。日銀の運用資産の加重平均利回りは2024年9月末時点で0.33%にとどまる。日銀は2024年12月18日～19日に開催された金融政策決定会合においては、追加利上げの実施を見送ったものの、市場では、すでに0.25%にまで引き上げられている政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）の追加利上げが近いのではないかと取り沙汰されており、“逆ざや”への転落は目前に迫っている。また、先述の通り、日銀が巨額の株式ETFを保有しているということは、株式市場の価格形成をゆがめていることに他ならない事実も勘案すれば、日銀の赤字転落の回避をいつまでもETFの運用益頼みとして、ETFを長期間保有し続ける、というわけにもいかないだろう。日銀に自らの財務運営の見通しを、複数の金利シナリオのもとでしっかりと策定・公表し、そのうえで今後いかにして日銀の財務の健全性を維持していくのか、その具体的なプロセスを、政府と足並みを揃えて国全体として検討しなければならない局面であると言えよう。

（図表12）日銀の一般会計納付金の推移



（資料）財務省『一般会計歳出歳入決算』各年度版、『一般会計予算』各年度版、『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類＜第213回国会（常会）提出＞』、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）斜線のグラフは、各年度当初予算において計上されていた金額。2024年度は当初予算ベース。

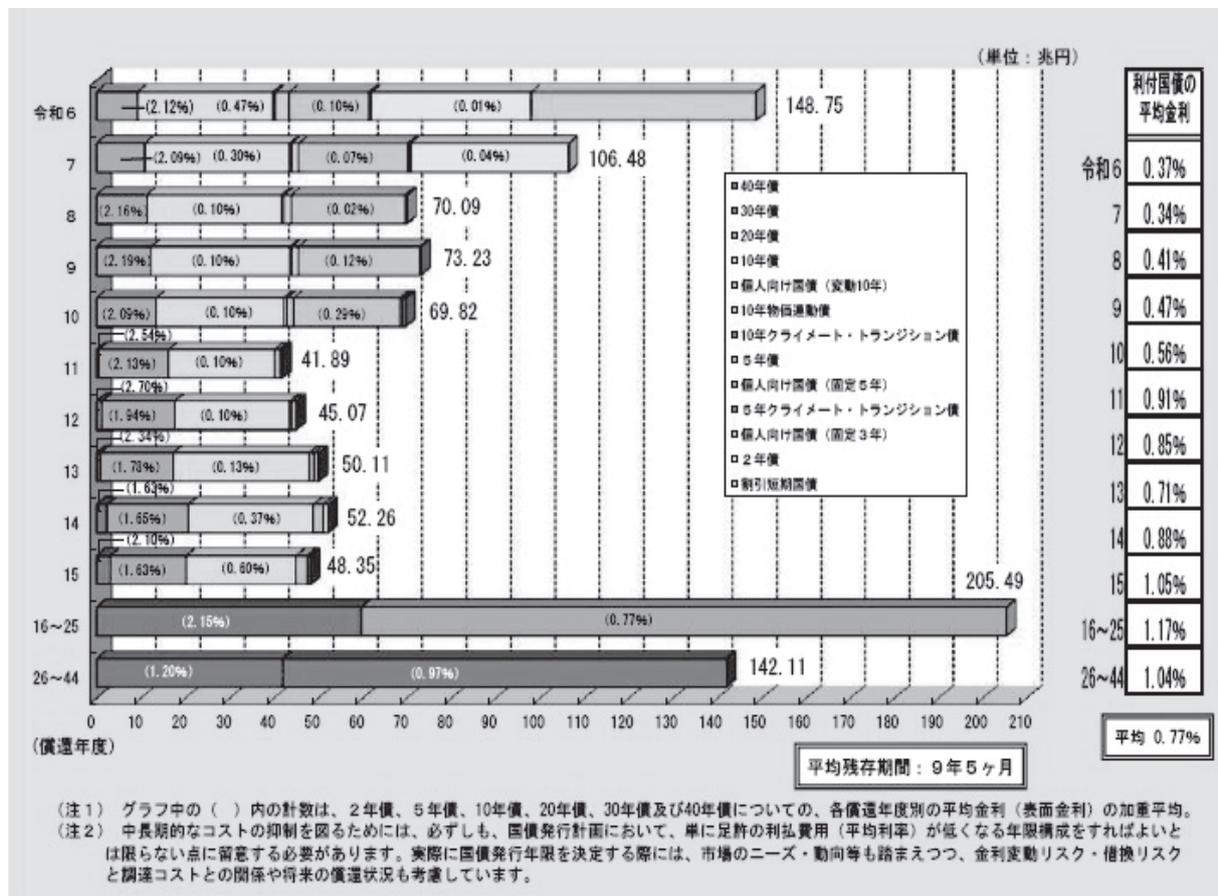
(3) わが国の国債管理政策・財政運営が直面する課題

他方、わが国の財務省からは去る6月、国債の発行年限を短期化する方針が打ち出されている。これは、

イギリスが採っている財政運営・国債管理政策とは真逆の方向である。加えて財務省は、2026年度にも変動利付債を発行する方針であるとも報じられている（注16）。国債の発行年限の短期化や変動利付債の発行は、かつてのイタリア、アルゼンチンといった重債務国が、財政破綻の可能性が目前に迫るなかで採らざるを得なくなった常套手段でもある。

財務省理財局は、わが国の普通国債の発行残高の平均残存期間が9年5カ月であると明らかにしている（図表13）。ここで、英OBRが実施している統合政府ベースでのリスク分析にならって考えてみよう。財務省主計局が公表している国の財務書類の最新データ（2023年3月末<令和5年度末>時点）を基に、わが国の統合ベースのバランス・シートがどうなるのかを考えると（図表14）、普通国債（その大半は建設国債と特例国債<赤字国債>）の残高は1,027兆円（注17）であるが、そのうち日銀が581.7兆円を保有していた。日銀はこれに見合う形で、バランス・シートの負債サイドで549兆円の当座預金を受け入れていた。これは、統合政府ベースでみれば、わが国が発行した普通国債の残高の過半が、オーバーナイトという最も短い期間の変動金利が付された統合政府の負債に置き換わっていることを意味する。国と日銀を合算した統合政府ベースで考えれば、わが国は先行きの金利変動の影響を極めて強く受けやすい脆弱な構造にすでに陥っていることがみてとれよう。

（図表13）普通国債の償還年度別残高及び各償還年度の利付国債の平均金利（2023年度末、財務省理財局公表）



（資料）財務省理財局『債務管理レポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』、2024年7月、p159

(図表14) わが国の統合政府ベースでのバランスシートの考え方 (2023年3月末時点)

【国】 資産合計 740.7 兆円		負債合計 1,442.7 兆円	
資産		負債	
現金・預金 53.8 兆円		政府短期証券 87.7 兆円	
有価証券 125.6 兆円			
貸付金 125.1 兆円			
運用寄託金 114.7 兆円			
有形固定資産 194.6 兆円 うち 公共用財産 157.5 兆円 国有財産 33.1 兆円 物品等 4.0 兆円		公債 1,143.9 兆円 うち 建設国債 297.5 兆円 特例国債 708.9 兆円	
出資金 97.6 兆円			
その他 29.3 兆円			
資産・負債差額 ▲ 702.0 兆円			
		借入金 33.8 兆円	
		預託金 11.6 兆円	
		公的年金預り金 123.0 兆円	
		その他 42.7 兆円	

【日本銀行】 総資産=負債・資本合計 = 723 兆円		
資産	負債	
国債 581.7 兆円	短期国債 4.0 兆円	発行銀行券 122 兆円
	長期国債 576.2 兆円	当座預金 549 兆円
貸付金 (共通担保オペ) 94.4 兆円		
その他 58.7 兆円		その他 63.8 兆円

(資料) 財務省主計局『令和4年度「国の財務書類」のポイント』2024年3月、p21、日本銀行『営業毎旬報告 (令和5年3月31日現在)』2023年4月7日を基に日本総合研究所作成

わが国の財政運営は、日銀による巨額の国債買い入れに安住できる局面ではもはやなく、小手先の国債管理政策で乗り切れるような局面でもないことは明らかである。金融政策の正常化にも財政再建にも積極的に取り組もうとしない、このままの政策運営が続けば、いずれ円安や高インフレが抑えられなくなり、国民は“インフレ税”の形で重い負担を否応なく負わされることになる。そうした事態を回避するためには、イギリスの例を参考にしつつ、金融政策の正常化に日銀と政府が足並みを揃えて取り組み、あわせて本腰を入れた財政再建に着手して、毎年度の国債発行額を新規国債、借換債とも計画的に確実に減らしていくほかはない。その道筋を早急に立て、断行することが、今まさに求められている。

(注13) 2024年8月23日に開催された衆議院の閉会中審査において、植田総裁は、日銀が利上げに伴い赤字に陥るリスクを指摘されたうえで、財務のシミュレーションを日銀自身が出してはどうかと問われたのに対し、「将来の金融政策について思惑を呼び不測の事態を招く懸念がある」と発言している。

(注14) ちなみに、2023年12月に開催された多角的レビューの第1回ワークショップで日銀企画局が示した資料でも、日銀自身による財務運営の見通しは一切示されず、外部の大学や民間シンクタンク等の研究者による、過去の時点における日銀の財務運営の三つの見通

しを表の形で並べて掲載するのみであった。民間が外部の立場で出口局面の試算をするには、入手可能なデータの制約や前提条件の設定の問題などもあるにもかかわらず、である。

(注15) 日本銀行『金融政策の多角的レビュー』（2024年12月19日）のpp.62～63における記述は以下の通り。

「また、バランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策手段は、その引き締め局面で、中央銀行の財務に影響を及ぼしうる。この点、管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、幾ら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。」

(注16) 2024年12月12日付日本経済新聞朝刊記事（「変動利付国債26年度にも発行 財務省」）。

(注17) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類 第213回国会（常会）提出』による。

(2025.1.9)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・ Bank of England [2024a]. *Monetary Policy Report*, Monetary Policy Committee, August 2024.
- ・ Bank of England [2024b]. *Monetary Policy Report*, Monetary Policy Committee, November 2024.
- ・ Nick McLaren and Tom Smith [2013]. “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013.
- ・ Office for Budget Responsibility [2021]. *Fiscal risks report*, July 2021.
- ・ Office for Budget Responsibility [2023]. *Fiscal risks and sustainability*, July 2023.
- ・ Office for Budget Responsibility [2024a]. *Economic and fiscal outlook*, March 2024.
- ・ Office for Budget Responsibility [2024b]. *Fiscal risks and sustainability*, September 2024.
- ・ Office for Budget Responsibility [2024c]. *Economic and fiscal outlook*, October 2024.
- ・ 河村小百合 [2022]. 「コロナ危機後の量的引き締め（QT）局面におけるイングランド銀行の金融政策運営—透明なリスク管理の枠組みと政府との連携—」『JRIレビュー』 Vol. 5, No. 100、2022年5月20日
- ・ 日本銀行企画局 [2024a]. 『中央銀行の財務と金融政策運営』（「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ（第1回）—第3セッション日本銀行のバランスシート—）2023年12月4日
- ・ 日本銀行企画局 [2024b]. 「（多角的レビューシリーズ）中央銀行の財務と金融政策運営」『BOJ Reports and Research Papers』 2023年12月12日
- ・ 日本銀行 [2024]. 『金融政策の多角的レビュー』 2024年12月19日
- ・ 日本銀行企画局企画調整課 [2024]. 「日本銀行の財務と先行きの試算」『日銀レビュー』 2024年12月26日