

# コロナ危機後の財政優越と中銀財務悪化を巡る課題

## ユーロ圏・ECBの取り組みとわが国への示唆

高インフレが一服しつつあるユーロ圏では、コロナ危機下において前代未聞の規模で実施された各国による財政出動とユーロシステムによる国債買入れからの正常化への取り組みが進められている。その過程において、①「財政優越」(フィスカル・ドミナンス)状態に陥ることなく、各国の財政再建と欧州中央銀行(ECB)の金融政策運営の正常化を進めつつ、経済・物価環境を安定させることができるとか、また②ユーロシステムに加盟する各中央銀行は自らの財務が悪化する局面を首尾よく乗り切ることができるとか、という重い課題に直面している。ユーロ圏各国とユーロシステムは現在、いかなる状況に置かれ、取り組みを進めているのか。わが国と日銀の今後の政策運営への示唆とは。

### コロナ危機後のユーロ圏の財政・金融政策運営

コロナ危機下においてはユーロ圏各国も他の先進各国と同様、政府が大規模な財政出動を実施した。ユーロ圏においてはかねてより、「政府債務残高名目GDP比60%以内」、財政赤字幅同3%以内」という目標を基本的には順守する方向を掲げて財政運営を行ってきたが、コロナ危機

下の2020年にこれらの財政ルールは停止された。各国の足元の財政状況を見ると(図表1)、政府債務残高の面でも、財政赤字幅の面でも、上記の目標を充足できない国(図表1の網掛け部分)が多く見られる。ユーロ圏各国においては、25年からこれらの財政ルールを復活させるべく、その枠組みに関して、23年12月の財務相会合で合意し、欧州議会

との間でも24年2月に合意し、最終決定された。具体的には、政府債務残高や財政赤字に関する上記の目標は堅持した上で、高債務国に関するセーフガードとして、政府債務残高が60%を超過した分について毎年削減を求める幅を、コロナ危機前の「5%分」から引き下げ、90%を超える国は「少なくとも年平均1%」、60%~90%未満の国は「同0.5%」に

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。近著に「日  
本銀行 我が国に迫る危機(講  
談社現代新書)。

緩和した。財政赤字幅の縮小目標に  
関しても、新たにセーフガードが設  
定され、25~27年に関しては、利払  
費の増加分をこれらの計算から除外  
することとされているが、多くの加  
盟国が抱える債務残高の大きさや財  
政赤字幅の大きさを鑑みれば、前途  
は多難と言えよう。

### ECBの国債買入れが支えた財政出動

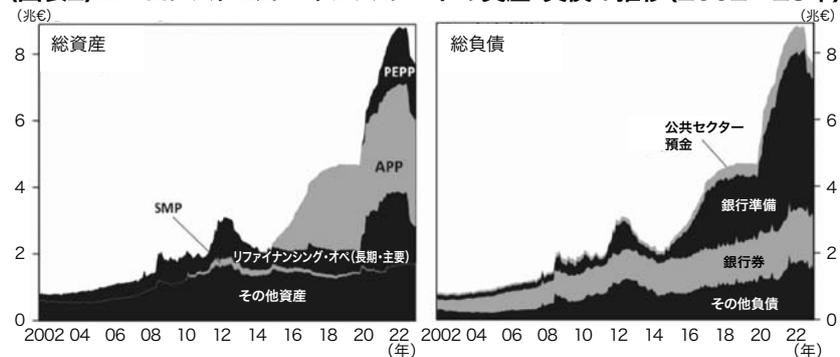
現実問題として、ユーロ圏各国の  
こうした財政運営を支えていたのは、  
ECBによる金融政策運営である。  
ECBはリーマン・ショックおよ  
び欧州債務危機を乗り越えた14年、  
新たな懸念として浮上してきたデフ  
レ・リスクに対応すべく、主要中央  
銀行のなかでは初めてマイナス金利  
政策の実施に踏み切るとともに、従

〈図表1〉ユーロ圏各国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額、財政収支(2023年10月時点における、IMFによる2023年見込み、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 赤字幅	(参考) 満期までの 平均期間 (年)
		満期負債	財政収支 赤字幅	財政収支 赤字幅		
オーストリア	74.8	6.3	3.9	2.4	▲2.4	12.1
ベルギー	106.0	16.3	11.4	4.9	▲4.9	10.4
クロアチア	63.8	7.6	6.8	0.8	▲0.8	5.4
キプロス	78.6	8.1	10.0	▲1.9	1.9	8.3
エストニア	21.6	n.a.	n.a.	3.9	▲3.9	7.2
フィンランド	73.6	8.8	6.2	2.6	▲2.6	7.4
フランス	110.0	10.6	5.7	4.9	▲4.9	8.4
ドイツ	65.9	6.5	3.6	2.9	▲2.9	6.6
ギリシャ	168.0	n.a.	n.a.	1.6	▲1.6	n.a.
アイルランド	42.7	▲1.7	0.0	▲1.7	1.7	10.9
イタリア	143.7	23.0	18.0	5.0	▲5.0	6.9
ラトビア	40.6	n.a.	n.a.	3.7	▲3.7	7.5
リトアニア	36.1	4.4	2.6	1.8	▲1.8	8.6
ルクセンブルク	27.6	n.a.	n.a.	2.8	▲2.8	8.4
マルタ	54.1	10.0	4.8	5.2	▲5.2	7.8
オランダ	49.5	3.9	1.8	2.1	▲2.1	9.0
ポルトガル	108.3	4.8	4.6	0.2	▲0.2	7.3
スロバキア共和国	56.7	6.8	1.3	5.5	▲5.5	8.7
スロベニア	68.5	4.2	0.7	3.5	▲3.5	9.7
スペイン	107.3	7.7	3.8	3.9	▲3.9	7.9
ユーロ圏平均	89.6	n.a.	n.a.	3.4	▲3.4	n.a.
(参考) 日本	255.2	34.1	28.5	5.6	▲5.6	8.3
アメリカ	123.3	29.9	21.7	8.2	▲8.2	5.9
イギリス	104.1	8.3	3.8	4.5	▲4.5	14.1
G7平均	127.8	24.0	17.5	6.5	▲6.5	7.0
G20先進国平均	122.7	22.5	16.4	6.1	▲6.1	7.1

(注1) 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日本総合研究所が算出。  
(注2) EUの財政ルールを鑑み、財政収支赤字幅は3%超、政府債務残高は60%超(いずれも名目GDP比)の国々を網掛けで表示。  
(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 2023を基に日本総合研究所作成。

〈図表2〉ユーロシステムのバランス・シートの資産・負債の推移(2002~23年)



(原資料) ECBおよびIMFスタッフによる算出  
(出所) Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", *Working Paper 23/145*, International Monetary Fund, July 7, 2023, p6, Figure 1を基に日本総合研究所作成

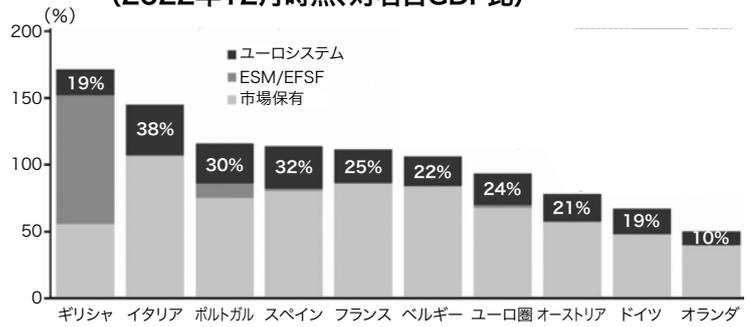
前の「消極的なバランス・シート政策」から「積極的なバランス・シート政策」に転じ、翌15年春からは加盟各国の国債を中心とする大規模な債券買い入れ(A P P II 資産買い入れプログラム)を開始した。  
国債等の買い入れ(P S P P II 公共セクター買い入れプログラム)を主力とするA P P による債券買い入れは、17年以降、段階的にペース・ダウンされ、19年1月にはいったん停止されたものの、その後の景気減

速を受け同年11月に再開された。その数カ月後にユーロ圏各国もコロナ危機に見舞われ、A P P とは別の危機対応策としての「パンデミック緊急買い入れプログラム」(P E P P)が設定され、加盟各国国債の大規模な買い入れが実施された。また、民間銀行側に極めて有利な条件で有担保の大規模な資金供給を実施する「ターゲット長期リファイナンス・オペ」(T L T R O) も並行して実施され、ユーロシステム(E C B

および加盟各国中央銀行から成る、ユーロ圏の中央銀行の総称)の資産規模は、14年の資産買い入れ開始直前(約2兆円)の4倍以上、またコロナ危機到来直前(19年末、4・7兆円)の2倍弱の8・8兆円にまで大きく膨張した(図表2)。  
これはすなわち、コロナ危機下でのユーロ圏各国の家計や企業に対するほぼすべての財政支援は、究極的には中央銀行の国債買い入れによって資金手

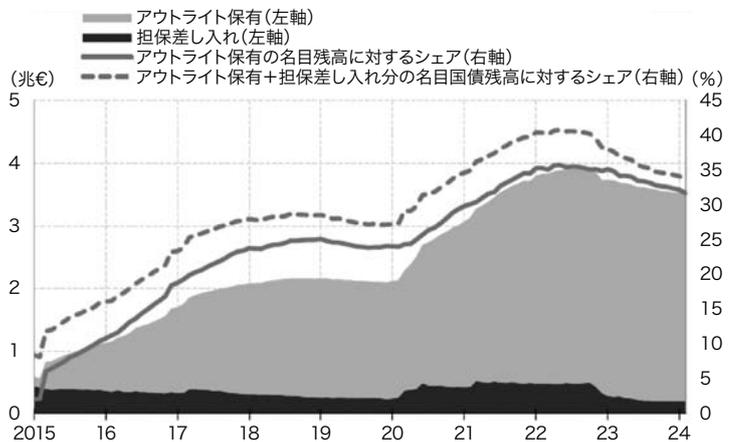
当てられていた、と言っても過言ではなからう。  
**「財政優越」を回避できるか**  
コロナ危機はこうして何とか乗り切ったものの、各国の政府による財政運営と中央銀行の金融政策運営がこれほど深く結びつく形となった結

〈図表3〉ユーロ圏各国の公債残高とユーロシステムの保有割合 (2022年12月時点、対名目GDP比)



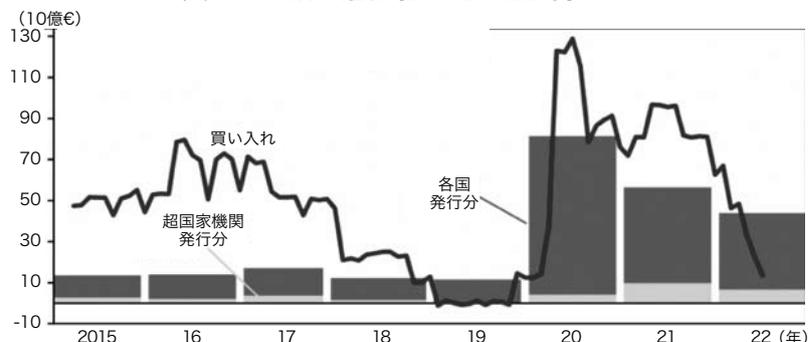
(原資料) ECBおよびIMFスタッフによる算出  
 (出所) Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, p10, Figure 5を基に日本総合研究所作成

〈図表4〉ユーロ圏の国債市場におけるユーロシステムの買い入れの推移 (2023年12月末時点)



(原資料) Eurosystem, CSDBおよびECBスタッフによる算出  
 (出所) Isabel Schnabel, "The Eurosystem's operational framework", Speech at the Money Market Contact Group meeting, March 14, 2024, Slides, p10を基に日本総合研究所作成

〈図表5〉ユーロ圏の公債のネット発行額とユーロシステムによるネット買い入れ額の推移 (2015~22年)



(原資料) ECBおよびIMFスタッフによる算出  
 (出所) Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, p8, Figure 3を基に日本総合研究所作成

果、両者の関係の今後の在り方を巡り、ひいては加盟各国が今後も持続可能で安定的な経済・財政運営を続けられるかどうかを巡り、二つの深刻な問題が浮上しつつある。

一点目は、ECBの金融政策運営が、これほどの大きな規模の政府債務残高を抱えた加盟各国の財政運営の安定的な継続について、現実問題として配慮せざるを得なくなる結果、

物価の中長期的な安定という本来のマンデートの達成が損なわれる結果にならないか、という「財政優越」(フイiscal dominance)状態に陥る懸念である。

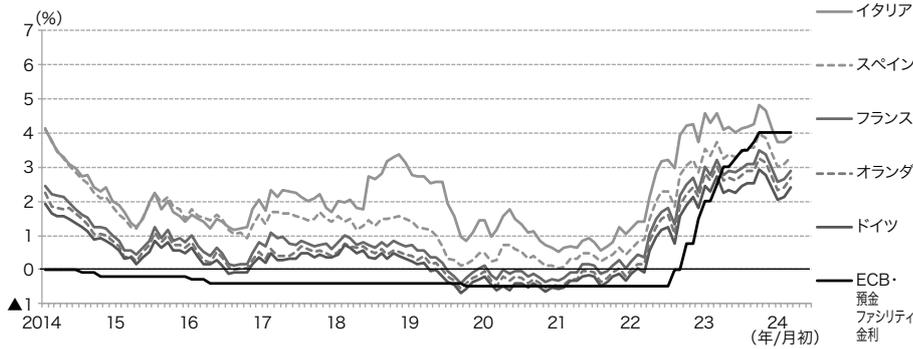
この点は、ECBにおいては、欧州債務危機当時から、またその後の14年に「積極的なバランス・シート政策」に転じ、大規模な国債等の買い入れに着手していった時点におい

ても懸念され、実際に政策委員会でも議論が戦わされていたとみられる論点でもある。ECBとしては、「財政優越」状態に陥ることがないよう、また、市場の価格発見機能を損なうことがないよう、①各国中銀が公共債の買い入れを実施するのに際しては、基本的に加盟各国の経済や金融活動の規模に応じて機械的に決定されるECBへの出資比率に従

うこと、および②債券の買い入れに際しては、銘柄ごと、および発行体ごとに33%という上限を順守すること、という歯止めのルールが設定された。

もつとも、このルールは、コロナ危機下で実施されたPEPPに関して適用が除外されることとなったため、IMFの試算によれば、ユー

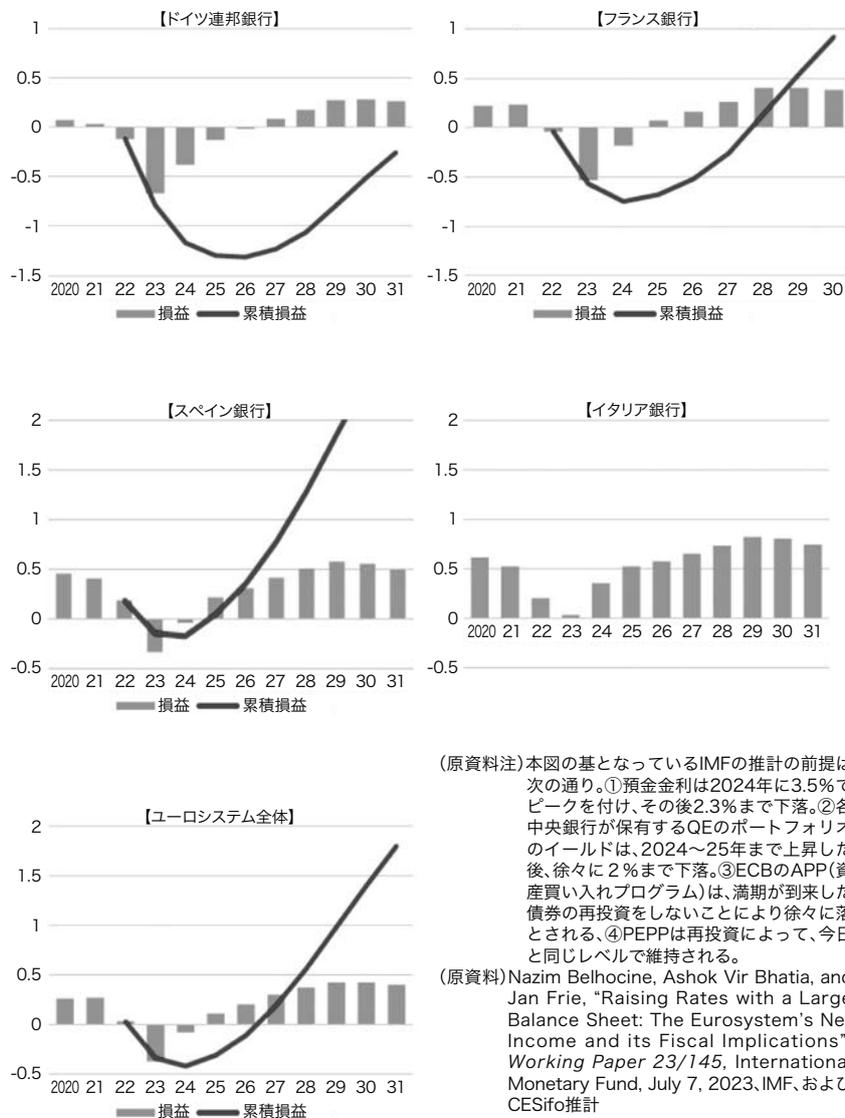
〈図表6〉ユーロ圏主要国の10年国債金利とECBの預金ファシリティ金利の推移



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

ロ圏内の重債務国であるイタリアにおいては、中央銀行による買い入れ割合が3分の1という上限を超過する結果となっている(図表3)。ECBとしてもこの点を認め、22年央のピーク時には、ユーロシステム

〈図表7〉ユーロシステムを構成する中央銀行の損益の見通し (IMF推計を基にCESifoが算出、対名目GDP比、%)



(原資料注)本図の基となっているIMFの推計の前提は次の通り。①預金金利は2024年に3.5%でピークを付け、その後2.3%まで下落。②各中央銀行が保有するQEのポートフォリオのイールドは、2024~25年まで上昇した後、徐々に2%まで下落。③ECBのAPP(資産買い入れプログラム)は、満期が到来した債券の再投資をしないことにより徐々に落とされる。④PEPPは再投資によって、今日と同じレベルで維持される。

(原資料)Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, IMF, および CESifo 推計

(出所)Paul De Grauwe and Yuemei Ji, "Fighting Inflation More Effectively without Transferring Central Bank's Profits to Banks", CESifo Working Papers, No 10741, Munich Society for the Promotion of Economic Research - CESifo GmbH, November 2023, p9, Figure 2を基に日本総合研究所作成

による各国国債の保有シェアが35%に達し、民間銀行による各国債の担保としてのユーロシステムへの差し入れ分も含めれば、実に40%に達していたことを明らかにしている(図表4)。また、IMFの試算によれば、PEPP開始前のPSPの時代も

彦前総裁の下で実施した「量的・質

含め、ユーロシステムによる国債買入れの規模は極めて大きく、各国の各年度の国債発行分を大きく上回る規模の買い入れをユーロシステムが実施していたことが見てとれる(図表5)。この点は、日銀が黒田東

【図表8】ユーロシステムのPEPPとPSPP保有分について、想定される累積損失

(10億ユーロ)

加盟中銀	総保有金額	2023~34年に想定される累積損失
ベルギー	152.7	26.7
ドイツ	1,062.4	192.7
スペイン	513.2	76.9
フランス	829.5	138.5
イタリア	736.6	88.1
オランダ	212.3	41.2
超国家的債券	434.5	75.7
上記6カ国+超国家的債券の合計	3,941.2	639.8
ユーロシステム全体の保有金額に占めるシェア(%)	89.4	

(注) 2022年7月時点の各中央銀行の国債保有額に基づくCEPSの試算結果。「超国家的債券」は、欧州投資銀行(European Investment Bank)債、欧州安定メカニズム(European Stability Mechanism)債、次世代のEU(NextGenerationEU)債が含まれる。

(出所) Daniel Gros and Farzaneh Shamsfakhr, "The Real Fiscal Cost of Central Bank Bond Buying", *CEPS Explainer*, 2022-04, Centre for European Policy Studies, table 1を基に日本総合研究所作成

【図表9】ユーロ圏各国中央銀行の付利の金額(2023年8月時点、付利レートは3.5%)と日銀の付利の金額の試算結果との比較

ユーロ圏加盟国・中央銀行	付利の金額	対名目GDP比
ルクセンブルク	7,095	9.15
キプロス	920	3.31
フィンランド	5,285	1.97
ベルギー	10,326	1.88
オランダ	13,918	1.45
マルタ	241	1.40
フランス	35,925	1.36
ドイツ	49,107	1.27
オーストリア	4,108	0.92
クロアチア	593	0.87
エストニア	302	0.84
スロベニア	426	0.75
スペイン	9,170	0.68
アイルランド	3,277	0.65
ポルトガル	1,434	0.59
ギリシャ	1,201	0.58
ラトビア	215	0.55
リトアニア	360	0.53
スロバキア	484	0.44
イタリア	8,347	0.43

(億円、%)

日銀	付利の金額	対名目GDP比
2024年1月時点	1,807	0.03
同 3月マイナス金利解除後(付利0.1%)	5,120	0.09
オーバーナイト金利0.25%に引き上げ誘導の場合	12,801	0.21
同 1.0%に引き上げ誘導の場合	51,204	0.86
同 2.0%に引き上げ誘導の場合	102,407	1.72

(注) 日銀の付利金額の試算は、2024年1月時点の補完当座預金残高のデータに基づく。対名目GDP比は2023年10~12月期のGDPの値に対する数値。

(出所) Paul De Grauwe and Yuemei Ji, "Fighting Inflation More Effectively without Transferring Central Bank's Profits to Banks", CESifo Working Papers, No 10741, Munich Society for the Promotion of Economic Research - CESifo GmbH, November 2023, p.7, Table 2を基に、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

縮小オペレーションに着手し、APPでの買い入れ分について、買入れ債券の満期到来分の再投資の減額を開始したほか、同年7月から再投資を完全に停止し、「満期到来分の全額満期落ち」を粛々と実施している。もともと、PEPPでの買い入れ分に関しては、23年12月の政策委員会において、全額再投資する期限を当初の「24年末」から「24年上半年期」へ前倒しすると決定しているものの、その資産縮小の過程で各国中銀ごとに縮小ペースに差をつけざるを得なくなる可能性もささやかれている。「財政優越」を排除し

た金融政策運営を貫けるかどうか、現実的には難しい問題も残存しているようである。

**各中央銀行は財務悪化局面を乗り切れるか**

もう一つの深刻な課題は、利上げ局面における中央銀行の財務悪化で、これは「財政優越」状態への転落が懸念されるほどの大規模な国債買入れを中央銀行が実施した後に必然的に生じる重い問題である。ユーロシステムの場合、この問題は、ECBおよび加盟各国中銀それぞれに関して浮上することになる。その際、悩ましいのは、ECBと

しての金融政策運営はユーロ圏で一本の形で行われる半面、ユーロ圏で「財政統合」は実現できていない現在、各加盟国ごとに国債が発行され、それぞれの経済・財政状況に応じた市場金利が付けられている故、各加盟中央銀行が利上げ局面で被る、「逆ざや」の幅にバラツキが生じる点である。図表6は、ユーロ圏主要国の10年国債金利とECBの付利レートに相当する預金ファシリティ金利の推移を見たものである。本グラフから明らかなように、ユーロ圏では高インフレ情勢を映じ、預金ファシリティ金利はすでに4%にまで引き上

げられているが、これは、最近年における各主要国の国債流通利回り、すなわちその時点で発行された各国債の表面利率(クーポン)を上回るレベルであり、こうした各国債を買入れてきた加盟各国中央銀行の多くが、「逆ざや」状態に陥らざるを得ないことを意味する。しかも、その「逆ざや」の幅は、ドイツのような健全財政国ほど、国債の流通利回りが低水準で推移してきた故、大きくならざるを得ない、という皮肉な状況となっている。

この点にはIMF(国際通貨基金)も関心を寄せ、ユーロ圏の主要な加

盟国の中央銀行の財務運営の行方について、一定の前提の下での試算結果を公表している(図表7)。それによれば、ドイツ連邦銀行やフランス銀行では赤字転落、ひいては債務超過転落局面が長引く半面、イタリア銀行は赤字転落は回避できる見通しとなっている。IMFはこうした各国中銀やECBの財務悪化が本来あるべき金融政策運営に影響を及ぼすことのないよう、くぎを刺している。

### 付利で民間銀行が得る棚ぼた利益への不満

また、民間セクターからもこうした事態を懸念する試算結果や指摘が出されている。民間シンクタンクである欧州政策研究センター(CEPS)は23年から10年間で、主要6カ国と欧州関係機関債の損失が約6400億ユーロに達するとの試算結果を公表している(図表8)。また、CESIS研究所は、加盟各中央銀行で発生する付利負担の対名目GDP比に相当なバラツキが生じているとの分析結果を公表した上で(図表9)、こうした付利コストはユーロシステムに当座預金を有する民間銀行に対して支払われることになり、いわば

納税者の負担で民間銀行に「棚ぼたの利益」が生じることになるため、そうした状況を少しでも回避すべく、ユーロシステム側に付利負担が生じない準備預金の比率を引き上げるべきである、という提言を行っている。さらには同旨の政策提言が、複数の欧州議会議員も加わって連名の公開書簡の形で、ECBの政策委員会メンバーに提出されている。

### 「財政優越」回避に手つかずの日銀

日銀は去る3月19日、マイナス金利政策の解除をはじめ、黒田前総裁時代から続けてきた、「量的・質的金融緩和」をすべて終了させることを決定した。ETFやJ-REITの買い入れも含め、すべての非伝統的な手段を終了させるとの決定がなされたことは評価できるが、重大な懸念が残った。「財政優越」を回避するための対応に、全くと言ってよいほど手が付けられていないのである。わが国においても、本稿で述べてきたユーロ圏よりもはるかに深刻な形で、①「財政優越」状態に陥らずに済むか、むしろ事実上そうした状態にある現状から脱却できるか、②日銀の財務悪化局面を首尾よく乗

り切れるか、という問題が浮上することになる。仮に日銀が足許のバランス・シートの状態で利上げを継続していった場合の付利コストとその規模を試算すると(前掲図表9)、短期金利を2%に引き上げ誘導するだけで、ドイツ連銀が3・5%に引き上げ誘導していた時点で被っていた付利コストの規模を大きく上回ることになる。国債買い入れ等で膨張した日銀の資産規模がドイツ連銀、ひいてはユーロシステム全体の規模

を大きく上回っているゆえである。今後のわが国を取り巻く経済・金融情勢の展開を考えれば、現下のよいうな「平時」が永続的に続くと考えるのは楽観的に過ぎるであろう。自然災害も多いわが国が、近い将来、何らかの危機に直面すれば、政府は大規模な財政出動を再び行わざるを得ない。日銀がその国債を買い入れて支えようとすれば、日銀の財務は大幅な悪化を余儀なくされる。これでは、わが国の財政運営全体や通貨円に対する信認の維持は望めない。

だからこそ、ECBをはじめとする主要中央銀行は、金融引き締めに転じたタイミングでみな、自らの資産縮小に向けた計画を構築し、すみ

やかに実行に移している。次なる危機に備え、平時のうちに、金融政策運営の余力を回復させておく必要がある、との彼らに共通する判断がその背景にある。

ところが日銀のみは、今回、そうした対応を一切、とっていない。イールドカーブ・コントロール政策を終了させるとしつつも、資産縮小の計画を立てるところか、従前の月当たり6兆円のペースで国債の買い入れを当面継続する由だ。財務運営の面でも、先行きの財務悪化がこれだけ確実に見込まれるにもかかわらず、巨額の国庫納付金を安易に一般会計に納付する状態が継続されている。

わが国の場合、財政事情は債務残高や財政赤字幅の規模の面のみならず、国の所要資金調達額の規模の側面も含めて、ユーロ圏各国などよりはるかに悪いのが現実である(前掲図表1)。政府の財政運営、そして中央銀行の金融政策・財務運営の両面で、安定的な政策運営、ひいては経済運営の軌道を決して損なうことのないよう、財政再建と金融政策運営の正常化に本腰を入れて加速させていくことが喫緊の課題であると言えよう。