

コロナ禍における米英の金融面での危機対応とわが国の課題 —政府・中銀の役割分担の在り方と出口局面への移行の進展—

調査部 主席研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに
2. 米英両国の今次コロナ危機下における金融面での対応
 - (1) アメリカ
 - A. 対応策の概要
 - B. 政府と中央銀行の役割分担と危機時の公的介入に関するアメリカの考え方
 - C. 各ファシリティの実際の運用と出口に向けての進展状況
 - (2) イギリス
 - A. 対応策の概要と出口に向けての進展状況
 - B. BOEの資本と収益の配分の考え方
- 補論. マネタリー・ファイナンスをめぐる論争
3. わが国が抱える課題
 - (1) 日銀による対応策の概要
 - (2) コロナ危機であらわとなった日銀の財務運営の現実
 - (3) 金利引き上げ局面に入れば事態はさらに深刻化
 - (4) 中央銀行の財務悪化に関する日銀の考え方の変化
4. 今後求められる対応
 - (1) コロナ危機収束に向けてのコストは現世代の負担で
 - (2) 急がれる日銀の資産規模縮小への着手
 - (3) 日銀への資本注入の枠組み検討の必要性

要 約

1. 新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、わが国を含む世界各国は、経済・社会活動の両面で深刻な打撃を受けている。わが国と同様、米英両国においても、企業金融支援等の危機対応策が中央銀行も関与する形で強化されている。本稿ではこの両国において政府と中央銀行との間でいかなる形で役割分担が行われているのか、2020年秋以降は収束に向けてどのような政策運営が行われているのかを明らかにしつつ、わが国の課題を考えたい。
2. アメリカでは連邦準備制度（Fed）が2020年3月以降、連邦準備法の緊急事態条項を発動する形で、銀行以外の金融機関や企業等も対象とする様々な資金供給ファシリティを導入している。その過半はリーマン・ショック時にはなかった新規のもので、そのほとんどには連邦財務省による信用補完が行われており、危機対応によってFedの財務を過度に傷めることがないよう一定の配慮がなされている。なお、危機が峠を越えつつあることを映じ、2020年末～2021年初にかけて、幾つかのファシリティはすでに終了している。
3. イギリスにおいては元来、イングランド銀行（BOE）は金融政策の「手段の独立性」のみを有し、透明性を確保しつつ政府と協調する形での政策運営が行われている。今回の危機下で国債等の買い入れを再拡大するのに際しても、リーマン・ショック時と同様、将来的な正常化に伴うコストは全額英財務省が負担するという損失補償（indemnity）の考え方が明示されている。また危機対応としての企業の資金繰り支援プログラム（CCFF）に関しても、BOEはあくまで政府の代理人としてオペレーションを担当し、損失はすべて財務省が負担する。同国では、BOEが通常の政策運営を通じて得る利益の配分や政府による損失の負担のルールも明確に定められている。CCFFは予定通り、設置から1年経過後の2021年3月で終了させることが決まっている。
4. わが国においても2020年3月以降、日銀が企業の資金繰り支援策等を次々と打ち出し、5月の臨時的金融政策決定会合で決定された分まで合わせれば総額75兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」が用意された。これらは、日銀が直接的（社債やCP等の買い入れ）ないしは間接的（民間銀行等経由）に企業等の信用リスクを負担するものであるが、米英のような政府による信用補完や損失補填等の取り決めはみられない。
5. 今回の危機は、日銀が過去7年間あまりにわたって展開してきた金融政策運営上の実務上の限界もあらわにした。2020年3月の株価の急落を受け、買い入れてきたETF（信託財産指数連動型上場投資信託）にもし同年3月半ばの株安水準が会計上適用されていれば、少なくとも2兆～3兆円規模の評価損が発生し、引当金を積む必要が生じていた可能性もある。さらに今後、今回の危機対応のためのコストが上乗せされる可能性があることに加え、金利引き上げ局面に入ることを余儀なくされれば、当座預金への付利負担が嵩み、日銀の財務状況はさらに悪化する可能性が高い。
6. 日銀は中央銀行ゆえ、会計上の損失を拡大させながら金融政策や業務運営を継続することも不可能

ではない。しかしながら、そうした状態を放置することは、米英両国にみられるような、中央銀行の財務面での健全性の維持を尊重するという、国際金融界で共有されている考え方と相容れるものではない。そうした状況がさらに悪化し、長引けば、国際金融界におけるわが国の信用、ひいては通貨円の信認が危うくなるという事態も絵空事ではない。

7. わが国として、今後も安定的な経済・財政運営を継続するためには、こうした事態は何としても回避しなければならない。そのためには、「円の信認」を維持するうえで不可欠な、経済の潜在成長力を強化するための構造改革を断行することを大前提として、①コロナ危機の収束のための対策は、東日本大震災時の対応も参考に、現世代がコストを負担する形で行い、実効性のある財政再建に努めること、②危機収束後には速やかに、日銀は新たな資産の買い入れを止め、資産規模縮小に着手すること、③政府は日銀への資本注入の枠組みの検討に着手することが求められる。

1. はじめに

2020年入り後の新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を受け、わが国を含む世界各国は、経済活動・社会活動の両面で深刻な打撃を受けた。主要国の一部では2020年終わり頃から、わが国においても2021年2月から、ワクチンの接種が開始されたものの、世界各国で複数の変異種が確認されていることなどもあり、コロナ禍の収束がいつ頃になるのか、確たる見通しは未だに開けてはいない状況にある。

わが国を含む各国は、とりわけ、“社会的な接触 (social contact)” を要する業務に従事する人々やそうした事業を営む企業向けの支援に重点を置きつつ、コロナ危機への対応策を矢継ぎ早に打ち出しており、その内容は公衆衛生上や医療分野における対応を別としても、事業継続のための支援策や雇用維持政策、税制優遇策、自営業者・フリーランス支援、生活困難者支援等、多岐にわたる。本稿では、そうしたなかでも金融の手法を用いる企業金融等向けの支援策に焦点を当てる。危機時のそうした金融支援には、中央銀行が関与する例が多く、今回の危機におけるわが国と同様、米英両国もその例外ではない。この両国において、危機の初期段階においては、いかなる考え方にに基づき政府と中央銀行の間で役割分担をしたうえで、ショックの鎮静化が行われてきたのか、また2020年秋以降は収束に向けての政策運営が行われているのかを、リーマン・ショック時の対応との比較も踏まえつつ明らかにし、わが国との違いを指摘する。

他方、わが国においては今回の危機によって図らずも、これまで8年近くにわたって展開されてきた「アベノミクス」や「異次元緩和」の限界があらわになりつつある。それは、政府と中央銀行の役割分担があいまいにされ、欧米主要国とは大きく異なる考え方にに基づく政策運営が行われてきた結果でもある。再び深刻な危機に直面したわが国が今後、安定的な経済運営を確実に継続できるようにするためには、国と中央銀行のそれぞれの立場でいかなる政策運営が求められるのかを考えることとしたい。

2. 米英両国の今次コロナ危機下における金融面での対応

(1) アメリカ

A. 対応策の概要

コロナ危機に瀕したアメリカでは、連邦準備制度 (Fed) が2020年3月入り後、立て続けに政策金利を引き下げ、リーマン・ショック時以来の“事実上のゼロ金利” (FFレートの誘導目標0.25%) としたほか、3月15日には、「家計と企業の信用のフローを支援するため、フル・レンジの政策手段を投入する」と表明した。まず、米財務省証券 (米国債) を少なくとも5,000億ドル、MBS (モーゲージ担保証券) を少なくとも2,000億ドル買い入れて金融市場への流動性供給を開始し、その後3月23日には、米国債とMBSの買い入れ金額のめどは撤廃され、当面、必要な金額の買い入れを行うこととされた。

そして3月17日以降は、連邦準備法13条3項を活用した資金供給ファシリティが続々と導入された (図表1)。13条3項は緊急事態条項ともいわれるもので、通常の連邦準備制度銀行 (地区連銀) による貸出の対象は銀行に限られるところ、銀行以外の金融機関や企業等にも融資の形を通じた流動性供給が可能になる、というもので、今回の危機のような際に5名以上のFRB (連邦準備制度理事会) 理事と財務長官の賛成があれば発動できる。今回設置されたファシリティの約半数は、リーマン・ショック時に導入されたファシリティを原型とするものである (CP資金調達ファシリティ <CPFF>、プライマリ

(図表1) Fedが新型コロナ対策として採用した、連邦準備法第13条3項に基づく非銀行(企業等)向け資金供給ファシリティの内容

ファシリティの名称	公表日	目的	リーマン・ショック時の資金供給ファシリティとの比較
CP資金調達ファシリティ(CPFF)	2020年3月17日	合衆国のCP発行主体に流動性のバックストップを供給することによって、CP市場の流動性を向上させること	2008年10月7日公表のCPFFに類似
プライマリー・ディーラー信用ファシリティ(PDCF)	2020年3月17日	市場の流動性と機能を支え、企業や家計の信用のアービタリティを向上させるプライマリー・ディーラーに資金を供給すること	2008年3月16日公表のPDCFに類似
マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティ(MMLF)	2020年3月18日	家計およびその他の投資家による償還要請を満たし、幅広い経済への信用供給を促進するマネーマーケット・ファンドを支援すること	2008年9月19日公表の資産担保CPマネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティに類似
プライマリー・マーケット企業信用ファシリティ(PMCCF)	2020年3月23日	大企業がビジネス運営とキャパシティを維持できるような信用を支援すること	Covid-19パンデミック新規
セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ(SMCCF)	2020年3月23日	社債市場への流動性供給を通じて大企業への信用を支援すること	Covid-19パンデミック新規
ターム物資産担保証券貸出ファシリティ(TALF)	2020年3月23日	学生ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン、中小企業庁(SBA)保証のローン、および消費者と企業への信用の流れを支援するその他の資産に裏付けられた資産担保証券(ABS)の発行を可能にすること	2008年11月25日公表のTALFに類似
メイン・ストリート(*)貸出プログラム(MSLP)	2020年4月9日	従業員5千人以下、もしくは売り上げ50億ドル未満の企業へのローンを通じて、中小企業等への支援を促進すること	Covid-19パンデミック新規
メイン・ストリート新規貸出ファシリティ(MSNLF)	2020年4月9日	営利の中小企業が対象(「新規」「優先」「拡張」は貸出規模等に応じた申請区分)	
メイン・ストリート優先貸出ファシリティ(MSPLF)			
メイン・ストリート拡張貸出ファシリティ(MSELF)			
非営利組織新規貸出ファシリティ(NONLF)	2020年7月17日	非営利組織(教育機関、病院、社会サービス機関等)が対象(「新規」「拡張」は貸出規模等に応じた申請区分)	
非営利組織拡張貸出ファシリティ(NOELF)			
地方自治体流動性ファシリティ(MLF)	2020年4月9日	州および地方政府(市町村相当)の発行する短期債を買い入れ、キャッシュフロー圧力をよりよくマネージすることを支援すること	Covid-19パンデミック新規
給与保護プログラム流動性ファシリティ(PPPLF)	2020年4月9日	中小企業庁(SBA)の運営する給与保護プログラム(PPP)の実効性を強化するために、参加する金融機関に流動性を供給すること	Covid-19パンデミック新規

(資料) Michael Fleming, Asani Sarkar, and Peter Van Tassel [2020]. "Federal Reserve 13(3)Facilities Announced during COVID-19 Pandemic" (https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/blog/2020/LSE_2020_COVID-fed-response_fleming, 2020年4月16日アクセス), "The COVID-19 Pandemic and the Fed's Response," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, April 15, 2020, およびFRB資料を基に日本総合研究所作成

(注*) 「メイン・ストリート」には、「ウォールストリート」たる金融界、ないは大企業に対する実業界、中小企業という意味がある。

ー・ディーラー信用ファシリティ<PDCF>、マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティ<MMLF>、ターム物資産担保証券貸出ファシリティ<TALF>)が、リーマン・ショック後にその反省も踏まえて連銀法が改正された。具体的には、同条項適用のための要件として、①特定の企業の救済を目的とするものに相当してしまうことのないよう、当該プログラムの適格な参加者が5社以上存在すること、②支援を受ける側が可能な限り早期に受けた融資を返済するインセンティブを持つよう、適用金利は市場金利対比で高めの「ペナルティ金利」とすること、等の条件を満たすことが課されるようになっている。各ファシリティの発動可能な期間は原則1年間で、延長も可能とされている。

そしてFedは2020年春の危機に際して、リーマン・ショック時にはなかった新たなファシリティをいくつも設置している。3月23日には、金融市場の機能を維持するために、大企業向けの「プライマリ

ー・マーケット企業信用ファシリティ」(PMCCF) や、「セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ」(SMCCF) が導入された。また、“社会的な距離”を確保せざるを得ないために、多くの中小企業等の雇用に深刻な影響が生じていることを鑑み、4月入り後に議会が「コロナウイルス支援・救済・経済保障法」(CARES Act : Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) を成立させたのに合わせ、Fedは中小企業を対象とする「メイン・ストリート新規貸出ファシリティ」(MSNLF) や「メイン・ストリート拡張貸出ファシリティ」(MSELF)、および中小企業における雇用に支援するための「ペイチェック保護プログラム貸出ファシリティ」(PPPLF)、さらには州および地方政府の資金繰りを支援する「地方自治体流動性ファシリティ」(MLF) を設けることを公表した。これらのファシリティはその後も適宜、当事者等からの要望に応じる形で要件等の見直しが行われたほか、中小企業向けのメイン・ストリート・ファシリティは対象を非営利組織等にも拡大するなどして、上述のMSNLF、MSELFに加えてさらに「メイン・ストリート優先貸出ファシリティ」(MSPLF)、「非営利組織新規貸出ファシリティ」(NONLF)、「非営利組織拡張貸出ファシリティ」(NOELF) が設けられ、全部でファシリティ5本立ての「メイン・ストリート貸出プログラム」(MSLP) として構成されるに至っている。その実際の運営はボストン連邦準備銀行が担った。(詳細はC (b) で後述)。

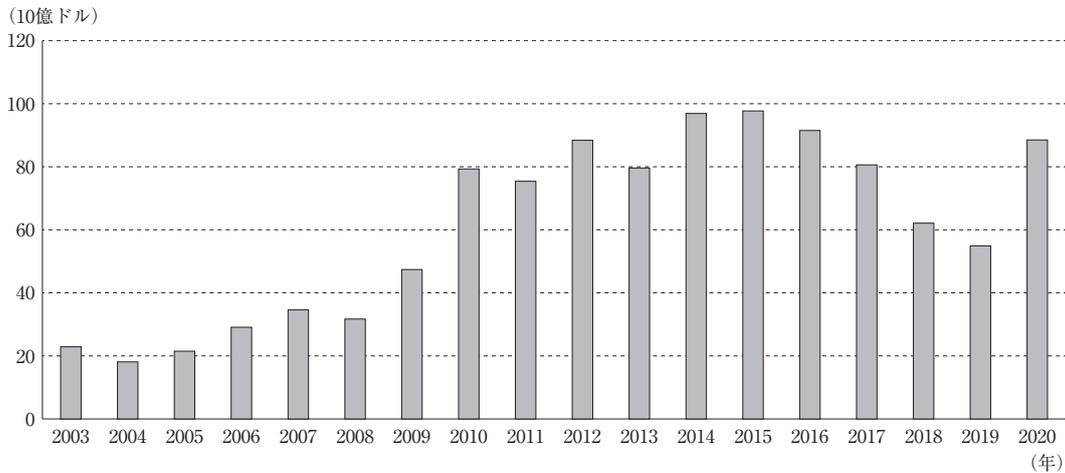
B. 政府と中央銀行の役割分担と危機時の公的介入に関するアメリカの考え方

a. 政府と中央銀行の役割分担

現下のような危機時における中央銀行の企業等向けの金融支援策には、当然ながら信用リスクの負担が伴う。今次コロナ危機で新たに設置されたファシリティはいずれも企業やその従業員の支援目的のものであり、そのほとんどの部分には連邦財務省による信用補完が行われている。危機対応の資金供給を行った結果、Fedの財務を過度に傷めてしまうことのないよう、一定の配慮がなされているといえよう。ちなみにこうした考え方は、リーマン・ショック時の危機対応の際にもすでにみられていたものである(注1)。なお、パウエルFRB議長は、2020年6月10日のFOMC(連邦公開市場委員会)後の記者会見で中央銀行の役割に言及し、「Fedが有しているのはお金を貸す力であり、使う力ではない」、「課税し、それを社会としてどこに振り向けるかを決定する権限を有しているのは、選挙で選ばれた議員である」、「Fedが貸す力を前例のない規模にまで拡大できているのは、その大部分が議会と財務省からの財政面での支援が得られていることによる」などと述べている。財務省による財政資金の後ろ盾を得て、Fedはその財政資金を信用プログラムの資本に充当することで、実際には、財務省が実体経済の支援のために財政資金を補助金の形で直接投下するのに比較すれば、より幅広い形で家計や企業、州政府や地方自治体への支援を行き渡らせることが可能になったといえよう。あくまでそうした前提のもと、Fedは技術的およびオペレーション上の専門性を発揮する役割を果たしたと評価することができよう。

また、こうした財務省との間でのかねてからの役割分担を受けてのFedの財務運営をみると、Fedの連邦政府への納付金の実績は、リーマン・ショック後に展開された大規模な資産買い入れ(LSAP)による影響を大きく受けつつも、これまでのところは大きな問題なく推移している(図表2)。その後コロナ危機に直面し、CPFF、PDCF、MMLFによってFedが一定のリスクはとることになったものの、2020年までの財務運営上のこうした余裕がその一定のバッファーになるものとみられる。

(図表 2) Fedの連邦財務省への納付金の実績推移



(資料) FRB, The Federal Reserve System Purpose & Functions, 10th Ed. October 2018, p7, Figure1.4, FRB, "Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2019", Press Release, January 10, 2020, "Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2020", Press Release, January 11, 2021を基に日本総合研究所作成

(注) 2015年、2018年の資本余剰の移転分は含まない計数。2020年は推計値。

b. 危機時に公的介入が正当化される理由 (注 2)

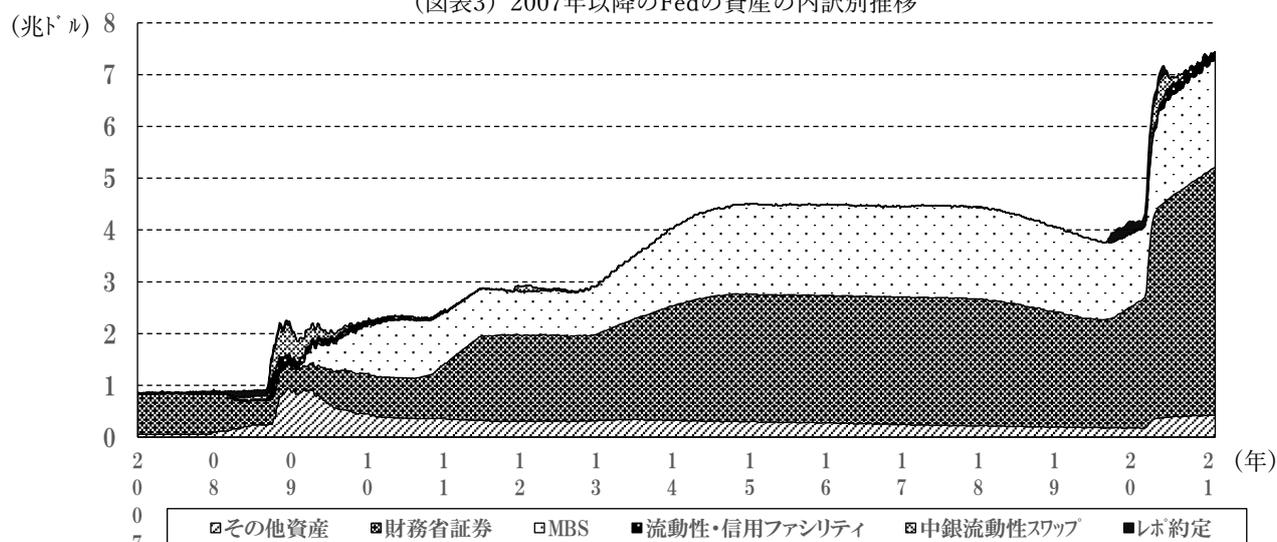
危機時におけるこうした信用ファシリティによる公的介入は、実体経済が直面している複数均衡 (multiple equilibria) を解くうえで必要なものとアメリカでは考えられている。これは最近、経済学的な研究が増えている分野でもある。今回のコロナ危機は、先行きに関する経済的な結果が、異なる方向で複数あり得るといった典型的なケースに該当し、企業や家計が将来に関して悲観的な見方をすれば、消費も投資もしなくなってしまう、結果的には経済活動の下押しにつながる。今回、Fedによる様々な信用プログラムが設けられた背景には、危機後のアメリカ経済が、“複数均衡”のうち“悪い均衡”の方ではなく別の“よりよい均衡”へと向かうように誘導するために、公的な政策介入が正当化される、という考え方がある。ただし、こうした信用ファシリティは、何ら副作用やコスト無しに機能させることができるものでもなく、そのあり得べき代償の最たるものはモラル・ハザードであると考えられている。そのため、これらのファシリティを利用する当事者にも一部、信用コストの負担を求める、といった制度設計が行われているほか、公的な介入策の発動期間を徒に長引かせることなく、本稿執筆時点 (2021年3月) ですでに、いくつかのファシリティはすでに機能を終了させるに至っている (詳細後述)。

C. 各ファシリティの実際の運用と出口に向けての進展状況

a. 概況

Fedは2008年のリーマン・ショック以降に展開した異例の金融政策運営で大幅に拡大させた資産規模について、2017年秋以降は縮小させる正常化プロセスに入っていたものの、今回のコロナ危機でそうした政策運営を一転させ、リーマン・ショック直後を大きく上回るペースで資産規模を急拡大させた (図表 3)。しかしながら最近では資産全体の増勢は鈍化しつつあり、危機対応目的で設置された信用ファシリティの残高も縮小基調となっている。

(図表3) 2007年以降のFedの資産の内訳別推移



(資料) Federal Reserve Statistical Release, "Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)", February 11, 2021 および同統計の時系列データを基に日本総合研究所作成

個々の信用ファシリティの設置からこれまでの展開を振り返ってみよう (図表4)。機能別にみると、ファシリティには、①負債買い入れファシリティと、Fedが直接貸出を行う②貸出ファシリティがある。②貸出ファシリティは中央銀行の伝統的な窓口割引貸出に近い性質を有するファシリティとみることができ、PPPLF (給与保護プログラム流動性ファシリティ) 以外は2008年リーマン・ショック時にも設置した経験があったこともあり、オペレーション開始までの日数は短く済んでいる。これに対して①負債買い入れファシリティは、今回のコロナ危機で初めて取り組んだ新たなファシリティであり、潜在的なリスクも高いゆえ、具体的な運営の枠組みを構築するまでにはより長い日数を要していることがみてとれる。

負債ファシリティは、CPFF (CP資金調達ファシリティ) を除き、2021年初までにすでに打ち切られているが、この間の推移をみると (図表5)、MSLP (メイン・ストリート貸出プログラム) が締め切り間際に群を抜く形で大きく伸びている。また、貸出ファシリティの方は、利用が低調であったTALF (タム物資産担保証券貸出ファシリティ) が2020年末で打ち切られた以外は、2021年3月末まで継続されている。実際の推移をみると (図表6)、金融機関向けのMMLF (マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティ) やPDCF (プライマリー・ディーラー信用ファシリティ) は危機突入直後の2020年4~5月をピークに、その後は金融市場の緊張緩和を映じて、利用は減少している。

以下ではさらに、中小企業やそこで働く人々を中央銀行が直接支援するという、他の諸外国ではみられないユニークな支援の取組であり、Fedとしても今次コロナ危機対応の目玉策の一つであったMSLP (メイン・ストリート貸出プログラム) とPPPLF (給与保護プログラム流動性ファシリティ) が実際にはどのように展開され、推移したのかなどについて、もう少し詳しくみてみよう。

(図表4) コロナ・パンデミック下での、Fedの信用ファシリティの設置から終了(予定)までの状況
(ファシリティのタイプ別にみた時系列の流れとボリューム)

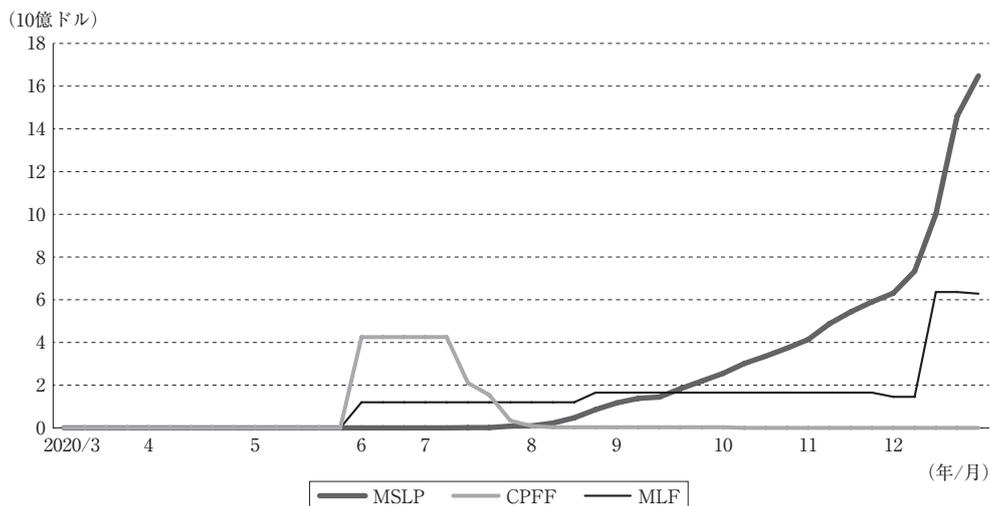
名 称	支援対象		リーマン・ショック時の設置前例の有(○印)無	設置発表日(2020年)	オペレーションの開始日(2020年)	開始までの所要日数	終了日(予定を含む)	稼働日数	ピーク時の金額(10億ドル、2021年2月時点)
	金融機関・金融市場	企業・州・自治体							
【負債買い入れファシリティ】									
メイン・ストリート貸出プログラム		○		4月9日	7月6日	88	2021年1月8日	186	17
セカンダリー・マーケット企業信用		○		3月23日	5月12日	50	2020年12月31日	233	14
地方自治体流動性		○		4月9日	5月15日	36	2020年12月31日	230	6
CP資金調達	○		○	3月17日	4月14日	28	2021年3月31日	351	4
プライマリー・マーケット企業信用		○		3月23日	6月29日	98	2020年12月31日	185	0
【貸出ファシリティ】									
給与保護プログラム流動性		○		4月9日	4月16日	7	2020年8月8日で一旦終了 2021/1月再開 2021年3月31日	349	71
マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性	○		○	3月18日	3月23日	5	2021年3月31日	373	54
プライマリー・ディーラー信用	○		○	3月17日	3月20日	3	2021年3月31日	376	37
ターム物資産担保証券貸出		○	○	3月23日	6月17日	86	2020年12月31日	197	4

(資料) Donald P. Morgan and Steph Clappitt, "Up on Main Street" Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, February 5, 2021, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/up-on-main-street.html>, 2021年2月12日アクセスを基に日本総合研究所作成

(原資料) Federal Reserve (H. 4.1).

(注) 網掛けのファシリティはすでに終了したもの。

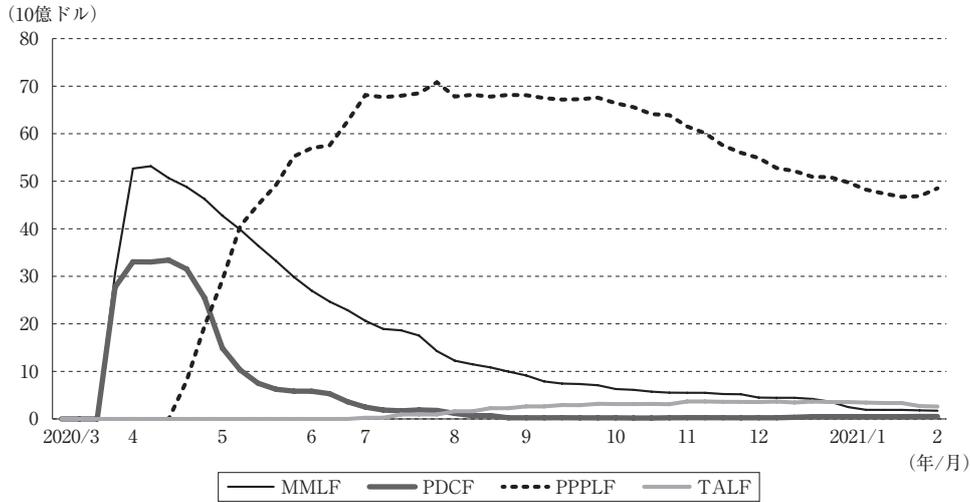
(図表5) Fedの負債買い入れファシリティの残高推移



(資料) Donald P. Morgan and Steph Clappitt, "Up on Main Street" Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, February 5, 2021, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/up-on-main-street.html> (2021年2月12日アクセス)を参考に、FRB, "Factors Affecting Reserve Balances H.4.1" (2021年2月11日時点)のデータを基に日本総合研究所作成

(注) 買い入れファシリティのうち、企業信用ファシリティ(CCF)は、簿価ベースの計数がn.a.のため、本グラフでは記載していない。

(図表6) Fedの貸出ファシリティの残高推移



(資料) Donald P. Morgan and Steph Clampitt, "Up on Main Street" Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, February 5, 2021, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/up-on-main-street.html> (2021年2月12日アクセス)を参考に、FRB, "Factors Affecting Reserve Balances H.4.1" (2021年2月11日時点)のデータを基に日本総合研究所作成

b. メイン・ストリート貸出プログラム (MSLP)

他のファシリティの多くがウォール・ストリート（アメリカの資本市場）での資金の借り手を主なターゲットにしているのに対し、MSLPは資金調達をより銀行に依存している中規模企業（従業員数5,000人まで）の支援のために設立された。他のファシリティがいわゆる“バニラ（注3）”債券や証券を買い入れるものであったのに対し、MSLPはより複雑で、様々なタイプの負債を買い入れるものであったゆえ、プログラムの構築には長い日数を要し、オペレーションの開始は今回用意された全ファシリティのなかで最も遅れた（前掲図表4）。パウエルFRB議長もMSLPについて、「雇用を守るためのファシリティであるが、今回のすべてのファシリティのなかでも飛び抜けて大きな挑戦（far and away the biggest challenge）だった」と述べている（注4）。

MSLPの枠組みをみると、中規模企業への貸し手（銀行等）は新規ローンの95%をFedのファシリティに売却することができ、損失（および収益）は比例配分される。これはすなわち、官民間でリスク・シェアリング（官：民=95：5）が行われていることに相当するが、これは民間銀行の信用リスク負担を軽減し、何よりもコロナ危機下での新規貸出を促進するという意図がある。財務省は本プログラム向けとして750億ドルにコミットし、最初の損失を負担する設計となっている。ただしアメリカの場合、上述のように、危機時に公的介入を行うとしても、モラル・ハザードの発生を未然に防ぐ必要がある、という考え方が浸透している。それは今回のような危機対応の局面ばかりでなく、いわゆる平時の政策金融の制度設計等も含めて長年にわたり徹底されている。ゆえに、民間銀行の中規模企業向けローンをまるごとFedが買い入れるのは行き過ぎだと考えられ、それでは、貸し手側が借り手側の信用度をスクリーニングしたりモニターしたり、問題となったローンの回収に努めるインセンティブがなくなってしまうため、少なくとも5%のリスク負担は要求する、という設計になっている。

MSLPにおいては、多様な銀行ローンを買い入れ対象にできるようにすべく、①新規ローン（New

Loans)、②優先ローン (Priority Loans)、③拡張ローン (Expanded Loans) という3つの枠組みが設けられた(図表7)。②優先ローンと③拡張ローンは、①新規ローンよりも高い負債対EBITDA(注5)比率が認められ、いわば“梃子が効いている”形となっているが、債務不履行イベントの発生時にはより優先的な立場に立つことが条件となっている。金利水準は枠組みを問わず一本化されており、リスクの大小を問わずすべてのローンに「LIBOR+3%」が適用される。なお、本プログラムでFedにローンを売却できる(適格性を有する)のは、銀行かクレジット・ユニオンに限られる。金融会社といったノンバンクの(“影の”)貸し手や、“フィンテック”(金融テクノロジー)はFedによって監督されていない。銀行よりもリスクの高い貸し出しに特化しているために、対象からは除外された。MSLPは非常に複雑なプログラムであるため、その運営は地区連銀の一つであるボストン連邦準備銀行がもっぱら担うこととなった。利用者側から各枠組みの詳細な設計に関して、実に2,200通もの要望や意見等の書簡(注6)が同連銀に提出され、それらを反映する形でプログラムの詳細な設計の変更が重ねられていくこととなった。

MSLPは中規模企業(従業員5,000人まで)を対象としており、それらは次項で述べるPPPの対象としては大規模過ぎる企業であると同時に、MSLP以外の多くのいわば“ウォール・ストリート”ファシリテーターから恩恵を受けるには小さ過ぎる企業である。実際にはMSLPでは312の貸し手、すなわち全米のほぼすべての銀行から1,810のローンをFedが買い入れた。買い入れ対象となった銀行を規模別にみると、資産規模1兆ドル超の4銀行のうち3行が参加している。ただし、本プログラム下でのFedへのローン売却の9割を占めたのは資産規模310億ドル未満の小規模銀行であった。

MSLPは2021年の年明け後まもなく、1月8日をもって打ち切られた。その最大の背景は、民間銀行側の利用意欲が伸び悩んだ点にある。Fedは通常は年4回(毎年1月、4月、7月、10月)実施している全米上級貸出担当者意向調査(Senior Loan Officer Opinion Survey)について、2020年は9月にも追加調査を実施して、MSLPの評価等に関する調査を行っている。それによれば、①MSLPの設計上、Fedと財務省の損失分担が最終的にどうなるのか不確実であることや、②借り手側のリスクの大小にか

(図表7) メイン・ストリート貸出プログラムのオプション別の主な条件等

	新規ローン New Loans	優先ローン Priority Loans	拡張ローン Expanden Loans
適格企業	雇用者数5,000人まで、もしくは売上高50億ドルまで		
適用金利、満期	LIBOR + 3%、5年		
据え置き期間	金利は1年間、元本は2年間		
最大ローン規模	AもしくはBのどちらか少ない方		
A 最大ローン規模(100万ドル)	35	50	300
B 負債/EBITDA(*)比率	4		6
優先/劣後	劣後は不可	優先、もしくは優先順位なし(pari passu)	

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Reserve Board announces it is expanding the scope and eligibility for the Main Street Lending Program”, press release, April 30, 2020, Donald P. Morgan and Steph Clampitt, “Up on Main Street” Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, February 5, 2021, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/up-on-main-street.html>, 2021年2月12日アクセスを基に日本総合研究所作成

(注*) EBITDAはEarnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizationの略で、税引前利益に支払利息と減価償却費を加えた指標。国によって異なる税率や財務諸表への特別損益の反映、負債の大きさによって異なる金利の影響、期ごとに異なる投資による償却費の影響などを取り除き、収益力そのものを見るために用いられる指標。

かわらず適用金利が一本化された制度設計となっていたことがかえって、一部の安全な借り手がMSLPの利用をためらう結果につながってしまったこと、さらには③一部の借り手企業は、MSLPを利用したことを理由に、自分たちの給与や配当に当局から制約を設けられるのではないかと懸念したこと等が、利用意欲の伸び悩みの理由として指摘されている。

とはいえ、MSLPでのFedの平均買入れ額は910万ドルで、次に述べるPPPLFでの平均が10.1万ドルだったことからすれば、MSは事実上、より中規模の企業にターゲットを絞ることに成功したとみられている。その内訳をみると、リファイナンス（既存ローンの借り換え）にも利用可能な「優先ローン」がローン件数でみて全体の3分の2、金額ベースでは同4分の3を占め、残りの殆どは「新規ローン」であった。「拡張ローン」は既存ローンの取引約定の書き直しを必要とするためか、需要はあまりなかった模様である。MSLPの2020年12月31日時点の残高は170億ドルで（前掲図表5）、後述する、事実上の補助金付きローンの買入れであったPPPLF（給与保護プログラム流動性ファシリティ）の525億ドル（前掲図表6）との比較では見劣りするが、170億ドルという実績は、上位25位に入らない小規模な米銀、言い換えればそのほとんどが中小企業を主たる取引相手とするいわば“メイン・ストリート銀行”全体として、2010～2019年の間に増加させた企業向け貸出の6カ月当たり平均の増加額（180億ドル）に匹敵するものである。MSLPは中規模企業の経営および雇用を維持するうえで、一定の役割を果たしたとみることができよう。

c. 給与保護プログラム流動性ファシリティ（PPPLF）

Fedの今次危機対応策のもう一つの目玉であったPPPLFは、アメリカの財務省のもとにある中小企業庁（SBA：Small Business Administration）によって、今次危機対応のために設けられた給与保護プログラム（PPP：Paycheck Protection Program）を、民間金融機関経由での流動性供給によって側面支援するものである。

SBAはかねてから、中小企業向けの政策金融を担ってきており、その主な手法は「7(a)プログラム」等を通じての、民間金融機関による中小企業向け融資に対する債務保証である。PPPは2020年4月に成立したCARES法に基づくプログラムの一つで、従業員数500人未満の中小企業等に対して、1,000万ドルを上限に、従業員の月間平均給与総額の2.5倍をSBAの債務保証付きで民間金融機関が融資する、というものである（図表8）。ただし、PPPにおけるSBAの「債務保証」の意味は、通常の中小企業向け政策金融の一環として行われている「債務保証」のそれとは実際には異なっている。中小企業等はPPPによって受けた融資に関しては、①融資の60%を給与関連の費用（詳細は図表8参照）に、借り入れ後24週間以内に充当すること（注7）、および②2020年2月15日時点の雇用を維持するか、もしくは2020年12月30日までに再雇用すること、という二つの要件を充足すれば、返済を免除されることになっており、SBAの債務保証は実際には、「雇用維持目的の助成金」としての性質を帯びていることがみとれる。そしてFedの役割は、PPPの枠組み全体のなかで、民間金融機関から支援を必要としている中小企業等に融資が円滑に行き渡るようにすべく、PPPLFを設置して、民間金融機関から当該PPPローンを担保に、ノン・リコースベースで流動性を供給する、というものであった。PPPローン実行に伴う貸し倒れリスクはSBAおよび民間金融機関が負担し、返済免除の負担はSBAが負うことになっている

ゆえ、基本的にFedには事後的な損失等の負担はかからない設計となっている。

PPPには2020年4月の設置当初から申し込みが殺到し、当初、議会がCARES法のなかで手当てした3,490億ドルの予算はあっという間に枯渇した（図表9）。すぐさま4月中に追加の予算（3,100億ドル）

（図表8）アメリカの給与保護プログラム（PPP）の主な内容
（2020年7月の「柔軟化法」施行による改定後）

対 象	グループ全体の従業員数が500人未満の中小企業等
融資額	最大1,000万ドル（2019年の月間平均給与×2.5カ月分）
融資の使用目的	従業員の給与、有給休暇、保険料、家賃、水道光熱費、通信費、住宅ローン利息の支払い等
返済免除要件	借り入れ後24週間について、上記融資の60%以上を給与関連の費用に充てる。 2020年2月15日時点の雇用を維持、または12月末までに再雇用し、給与水準を維持する（達成度に応じて免除額は変動）。

（資料）独立行政法人労働政策研究・研修機構「中小企業向け雇用維持の取り組み—アメリカ」『Business Labor Trend』2020年12月号、p54、表

（図表9）給与保護プログラム（PPP）に関する主な出来事の流れ

時 点	主な出来事
2020年 3月27日～4月6日	CARES法（3月27日成立）の一部として、PPPの法的手当て完了【予算規模3,490億ドル】。 ルビオ上院議員が、PPPは5月終わりには枯渇すると見込まれ、さらなる予算措置が必要と表明。
4月7日～13日	議会は週末までにPPPの追加の資金手当てとして、2,500億ドルの予算措置を行う意図を表明。 中小企業庁（SBA）のローン受付インフラの処理が滞り、ひどいクラッシュが発生。 銀行は、資金の利用可能枠およびプログラムの金利の問題から、主に従前から信用取引関係のある企業にローンを限定。
4月14日～20日	企業側からはPPP資金を受領できるまでになお相当な遅れが生じているとの報告がなされる。 一部の銀行は、資金の枯渇を見越し、新規の申請を停止。 当初の予算が枯渇する（4月16日）まで、膨大なPPPの発行が行われる。 第二次PPPの予算措置をめぐり、議会で交渉が行われる。
4月21日～30日	PPPの第二次予算措置をめぐり、政治的な議論が継続。 法案が下院、および上院で可決され、大統領署名により発効（4月24日）【予算規模3,100億ドル】。 PPPは大規模にローンを組成しつつ再開（4月27日）。 SBAは小企業に対し、可能な限り早くPPPの申請を行うよう奨励。
5月	PPPローンは大幅に減少。 議会は、PPP資金の利用に時間的な余裕と柔軟性を持たせるべく、PPPローンの要件の変更を模索。 上院はPPPローンの期限を延長せず休会に。
6月	PPPの最初の期限（6月30日）。
7月	PPPの法定の要件が調整され、ローンが返済免除となる給与支払いの対象期間を8週間から24週間に拡張。 給与支払い要件の割合を引き下げ、従前はローンの75%だったところ、60%を給与支払いに振り向けばよいことに。
8月	PPPローンの当初の期限到来（8月8日）。
12月	PPPローンの再開に向け政治的な議論が行われ、トランプ大統領が「2021年統合歳出法」に署名し発効（12月27日）【予算規模2,844.5億ドル】。
2021年 1月11日	PPPローンの受付再開。

（資料）Cynthia L. Doniger and Benjamin Kay, “Ten Days Late and Billions of Dollars Short: The Employment Effects of Delays in Paycheck Protection Program Financing”, *Finance and Economics Discussion Series 2021-003*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., January 2021, p35, table 1を基に、Haoyang Liu and Desi Volker, “The Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, May 20, 2020, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-paycheck-protection-program-liquidity-facility-ppplf.html#more>, 2021年2月25日アクセス、(独)労働政策研究・研修機構「失業保険の特例・加算措置を継続・再開—コロナ危機の追加経済対策」(https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2021/01/usa_01.html, 2021年2月25日アクセス)を参考に日本総合研究所作成

（原資料）2020年中のWSJ紙記事による。

が手当てされ、さらに6月には「PPP柔軟化法 (Paycheck Protection Program Flexibility Act)」も可決・成立し、債務返済免除要件の緩和等が決定された。この間のPPPの推移は、それを背後から支えたFedのPPPLFの推移からも確認することができる(前掲図表6)。

PPPは2020年8月8日をもっていったん、打ち切られたが、その時点までの利用実績は図表10の通りである。それに先立ちムニューシン財務長官(当時)は同年7月13日に、「PPPはアメリカ国内の中小企業従業員の80%、5,100万人以上の雇用維持に貢献した」と評価するコメントを出している。なお、実際のPPPローンの業種別実績をみると(図表11)、コロナ禍における“社会的距離”維持の必要性を鑑みた人々の行動規制の影響を大きく受けた業種がその恩恵に浴していることがみてとれる。

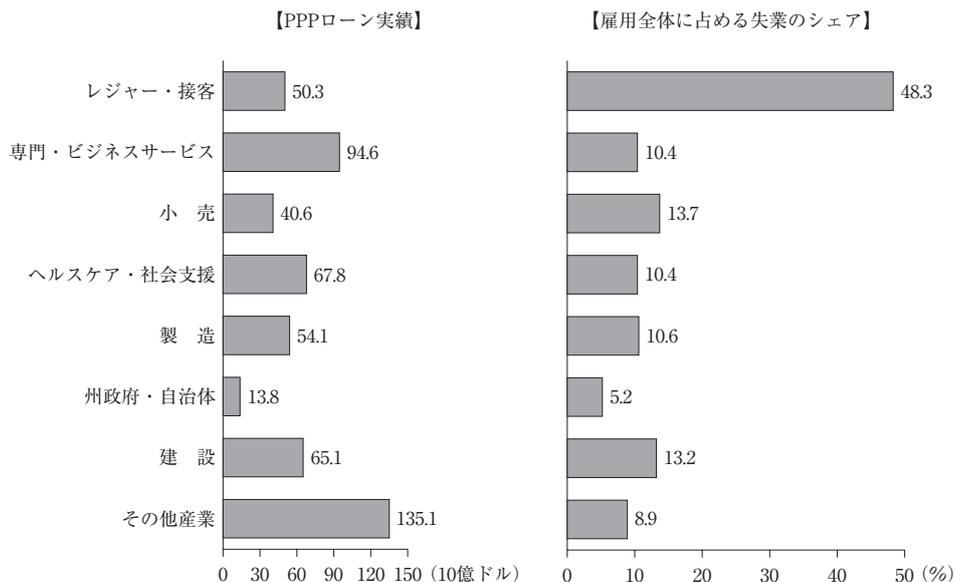
なお、2020年11月の大統領選挙後年末にかけての時期においては、PPPを含む支援策の再開をめぐっ

(図表10) 初期4カ月間のPPPローン実績の概要(2020年4月3日～8月8日)

	件数(千件)		残高(百万\$)		貸し手(銀行等)の数
貸出累計	5,212.1		525,012.2		5,460
ローン規模別の分布	件数(千件)	構成比(%)	残高(百万\$)	構成比(%)	
	15万ドル以下	4,552.5	87.3	147,477.5	28.1
	15万ドル超2百万ドルまで	630.7	12.1	272,228.5	51.9
	2百万ドル超	29.0	0.6	105,306.1	20.1

(資料) R. Glenn Hubbard and Michael R. Strain, “HAS THE PAYCHECK PROTECTION PROGRAM SUCCEEDED?”, Working Paper 28032 (<http://www.nber.org/papers/w28032>), NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, October 2020, p36, Table 1を基に日本総合研究所作成
(原資料注) 2020年8月8日のSBAのPPPレポートを基に算出。

(図表11) 業種別にみたPPPローンの実施状況と雇用喪失状況(2020年4月3日～8月8日)



(資料) R. Glenn Hubbard and Michael R. Strain, “HAS THE PAYCHECK PROTECTION PROGRAM SUCCEEDED?”, Working Paper 28032 (<http://www.nber.org/papers/w28032>), NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, October 2020, p64, Figure A2を基に日本総合研究所作成

て、共和・民主両党間、言い換えればトランプ陣営とバイデン次期大統領（当時）陣営との間で激しいさや当てが行われていた。結果的には2020年12月末に、トランプ大統領（当時）が「21年統合歳出法」（Consolidated Appropriation Act 2021）に署名し、PPPは新たな予算手当て（2,844.5億ドル）を得て、2021年3月末を期限として再開されている。

このように、アメリカにおいては、主要国が初めて直面した「感染症の拡大」という新たな経済危機のもとで、厳しい打撃を受けたセクターの企業の経営維持や雇用の支援のために、リーマン・ショック時とは全く異なる、きめ細やかな対策が連邦政府によって打ち出され、その促進のために、中央銀行であるFedも一定の貢献をしていることがみてとれる。ただしそうした支援スキームの設計はあくまで、あり得べき副作用にも十分に配慮したものとなっており、支援スキームの実施期間を徒に引き延ばすことなく、可能な限り早期に脱却する、という方針が実際の政策運営上も堅持されているといえよう。

(2) イギリス

A. 対応策の概要と出口に向けての進展状況

イギリスにおいても今次コロナ危機に際し、イングランド銀行（BOE）が政策金利を立て続けに引き下げ、2020年3月にはリーマン・ショック後の最低水準（0.25%）をも下回る0.1%とした。BOEが同国のEUからの離脱をめぐる2016年6月の国民投票後の同年夏以降に実施して以来停止していた、英国債等の買い入れ（量的緩和）も再開されたほか（図表12）、通常の金融調節手段であるインデックス長期レポ（ILTR: Indexed Long Term Repo）の規模を大幅に拡充したり、通常の調節では用いられない臨時ターム・レポ・ファシリティ（CTRF: Contingent Term Repo Facility）も発動され、潤沢な資金供給が実施された。

(図表12) 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	財務相	中銀マネーによる 買い入れ上限額（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

(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

同国では1997年にBOEが政府からの独立性を獲得しているが、BOEは金融政策の「手段の独立性」を有するのにとどまり、「目標」は政府によって与えられるという制度設計となっている。実際、リーマン・ショック後にBOEが量的緩和に着手するのにも際しても、それがいずれ正常化の局面になれば、多額の損失をBOEが被ることとなりかねないことを見越し、量的緩和によって生じ得るすべての損失は政府が負担するという「損失補償 (indemnity)」の考え方が、財務相とBOE総裁との間での公開書簡によって明確に示されていた(注8)。よって、BOEが量的緩和によって買い入れることができる金額の上限は、財務省側は損失補償に応じることができる範囲内、という意味で、図表12のような形でその時々の上限が定められてきた(注9)。こうした考え方は、今回の危機下での国債等の買い入れにも踏襲されている。

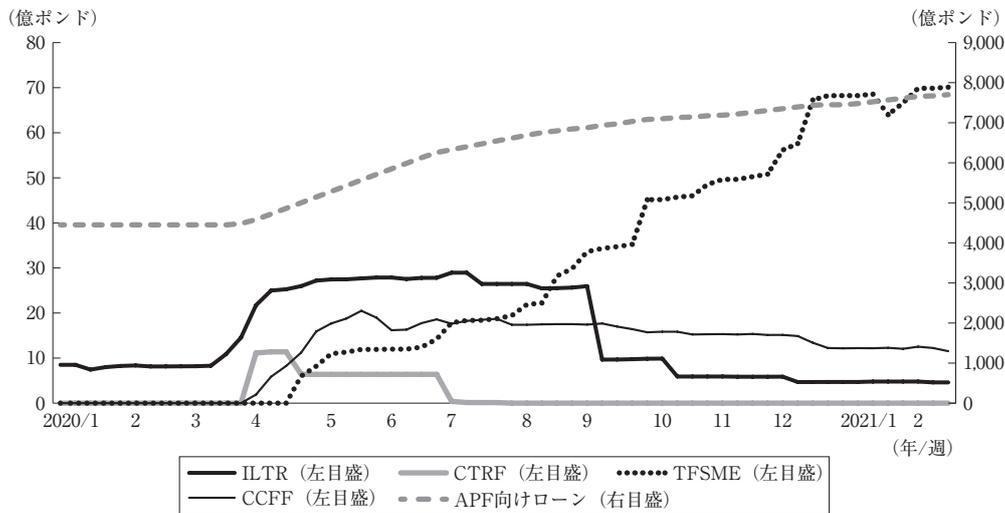
同国においては民間企業向けの支援は主として、政府保証付きの民間銀行貸出で実施された。しかし、大企業には自力での資本市場からの資金調達を促し、民間銀行がその助けを最も必要としている中小企業に集中できるようにその余力を解放すべく、「コロナ企業ファイナンス・ファシリティ」(CCFF)が設けられた。これは、適格な企業が代理銀行経由で発行するCP(満期12カ月まで)をBOEが買い入れるという支援策で、その適格企業は、売上高ベースでイギリスの全企業の4分の1、雇用ベースで約5分の1に相当する。BOEの金融政策委員会が決定する金融政策の範疇に入るものではなく、あくまで政府のスキームであり、そのオペレーションをBOEが代理人として行う、という建て付けになっている。企業向けにいくら貸すか、どういう条件で貸すかは政府が決定し、そのすべてのリスクは政府が損失補償を通じて負担することが、2020年3月17日付のスナク財務相からベイリーBOE総裁宛での公開書簡でも明確に述べられている。

中央銀行であるBOEがその運営を担ったこのファシリティは、市場メカニズムにとって代わるのではなく、支援することを意図するものであった。CCFFから実際に得られた恩恵として、CP市場全体の発行規模は、コロナ危機到来直前の規模の少なくとも3倍にまで増加するなど、コロナ危機下でのCCFF設置を契機にCP市場に深みが増し、それは危機後も続くと考えられていることが挙げられる。なお、2020年4月7日からMPCが社債の買い入れを再開し、コアである社債市場の市況が正常化するにつれて、より規模の大きい企業は民間社債市場に回帰し、CCFFのようなスキームのもとで資金を引き出す必要性は薄れ、CCFFを利用したCP発行の伸びは頭打ちとなった(図表13)。半面、英企業の社債発行は、前年を大きく上回るペースとなっている。CCFFは当初から1年の時限措置とすることが想定されていたが、こうした状況を映じ、財務省とBOEは、2020年9月、CCFFを2021年3月23日をもって閉鎖することを、半年前の2020年9月22日に決定した。CCFFへの新規参加の応募受付は、カウンターパーティ(BOEと直接取引を行う代理銀行)と発行主体(企業)とも、2020年12月31日をもって締め切られた。

CCFFに加えて、BOEは4月15日、中小企業向けに追加的インセンティブ付きのTFSME(Term Funding Scheme with additional incentives for Small and Medium Sized Enterprises)をオープンした。これは4年間、低利の資金を銀行経由で供給するもので、前身のTFS(Term Funding Scheme)を大きく上回るペースでの貸し出しが、足許も引き続き活発に行われている。

このようにイギリスでは、BOEによる支援はあくまで市場機能が回復するまでのものであり、支援

(図表13) BOEの危機対応オペレーション残高の推移



(資料) BOE, "Weekly Report" を基に日本総合研究所作成

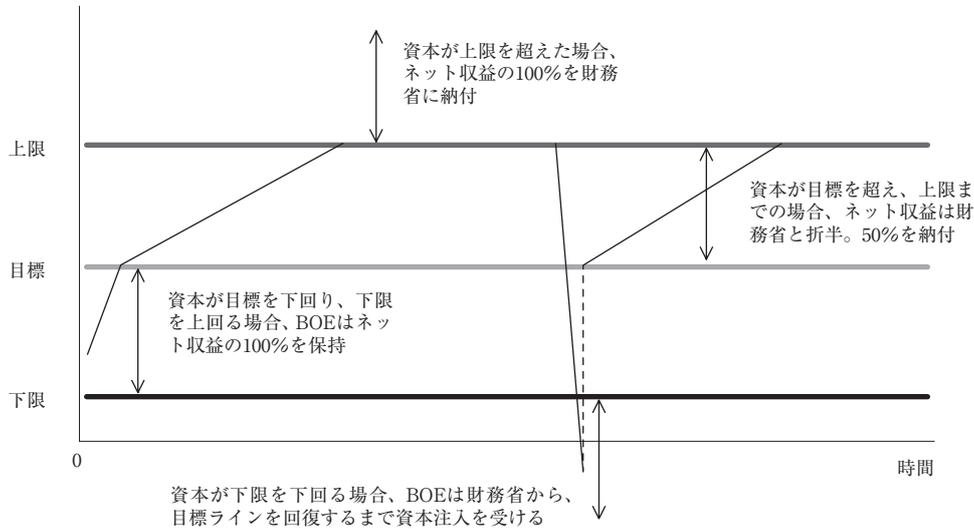
に伴うコストは政府が責任をもって負担する、という哲学が貫かれた危機対応策の運営が行われているといえよう。

B. BOEの資本と収益の配分の考え方

ちなみにイギリスの場合、リーマン・ショックの際に、同国の金融サービス庁 (FSA) が、危機の兆候を見抜けず、未然に防ぐことができなかった責任をとらされる形で危機後に解体されたことに伴い、BOEは議会から、銀行監督やマクロ・プルーデンス政策、そして銀行の破たん処理という、信用秩序維持のための重い役割を任されることになった。それは、民間銀行の経営に問題が生じればBOEの財務運営に追加的な負担を及ぼすことになりかねないことから、2018年6月、その負担をいかに担うかに関する「覚書」(memorandum of understanding) が、英財務省とBOEとの間で交わされている。それは図表14のようなもので、BOEが、損失を吸収できるレベルの資本のターゲットは35億ポンド、下限は5億ポンド、上限は55億ポンドと設定された。BOEの毎年度の決算上の利益配分は、実際の資本の額に応じて、それが下限 (5億ポンド) からターゲット (35億ポンド) の間にある場合は、BOEは利益の全額を蓄積し、ターゲットから上限 (55億ポンド) の間にある場合は、BOEの利益は国庫と折半とする。そして、BOEの資本が上限を超えれば、BOEは利益の全額を国庫 (財務省) に納付する、というルールが明確化されたのである。このように、イギリスにおいては、BOEが危機後に新たに担うことになった信用秩序維持のために、BOE自身の財務運営にかかり得る負荷は最終的に英政府が負担することを改めて明確にしつつ、その前段階で、BOEに生じる利益について、ケースに応じて、同行自身もしくは国庫にいかんか帰属させていくかのルールを明確化している (注10)。

こうしたイギリスにおける政策運営からは、政府と中央銀行の役割分担に関する明確な姿勢がみてとれる。中央銀行としての独立性は尊重しつつも、中央銀行が負担し得ない信用リスクや、量的緩和という異例の大規模な金融政策の実施に際して将来的に発生し得る損失に関しては、政府側が責任をもって

(図表14) イングランド銀行の資本と収益配分の枠組み



(資料) HM Treasury, *Financial relationship between HM Treasury and the Bank of England: memorandum of understanding*, June 21, 2018を基に日本総合研究所作成

負担し、中央銀行としての財務の健全性の維持を尊重する姿勢が貫かれている。こうした政府と中央銀行の役割分担や、中央銀行の財務の健全性を維持する必要性に関する考え方は、先述したアメリカにおける政策運営にも通じるものであるが、イギリスの方が、政府がより損失に責任をもつ形になっているように見受けられる。

補論. マネタリー・ファイナンスをめぐる論争

すでに述べたように、イギリスでは、BOEによるこうした国債等の買い入れは、いずれ来たる正常化局面における損失発生を見越し、その損失をBOEにかぶせてしまうようなことは決してせず、政府が完全に補償することが前提の枠組みで実施されてきている。政府による損失補償 (indemnity) が、金額欄が空欄の白地小切手になってしまうことのないよう、APFによる資産買い入れ残高の限度額はあらかじめ定められている。今次コロナ危機下の2020年3月、その残高の上限が、2016年8月に決定された4,350億ポンド (1ポンド=130円として換算すれば約57兆円) から実に約3年半振りに6,450億ポンド (同84兆円) に引き上げられた際、同国内では、これが「マネタリー・ファイナンス」に相当するのではないかという論争が巻き起こった。

ベイリー総裁は2020年4月6日付のFinancial Timesにすぐさま寄稿し、反論している。同総裁によれば、「マネタリー・ファイナンスとは、政府の資金調達目的で中央銀行のバランス・シートを恒久的に拡大すること」と定義づけ、「マネタリー・ファイナンスを用いることは、金融政策運営の独立性を損なうことによって、インフレーションをコントロールすることに関する信認にダメージを与えることになる。究極的には中央銀行のバランス・シートが持続不可能となり、独立した中央銀行としてインフレーション・ターゲットを追求することと両立できなくなる」としたうえで、「極めて重要な点は、このバランス・シート拡大をいつ巻き戻すのかについて、BOEは完全なコントロールを掌握しているこ

とだ]、「もし、今、実施している国債等の買い入れが、2%のインフレ目標を脅かす（引用者注：インフレ率が2%を大きく上回って上昇する）ようであれば、金融政策委員会（MPC）は直ちに反応する（同：国債等の買い入れを直ちに停止する等の決定を下す）ことができる」と反論している。

また、MPCの外部委員であるブリハ委員も、2020年4月23日の講演で、この「マネタリー・ファイナンス論争」にかなり時間を割いて次のように言及している。マネタリー・ファイナンスの定義については、「ベイリー総裁が示した上述のような定義がある一方で、『財政の歳出を、国債を発行するのではなく、中銀マネーでファイナンスすること』というメカニズム的な定義（mechanical definition）も存在する。ただし、どの中央銀行も多かれ少なかれ（引用者注：大規模な資産買い入れを行っているか否かにかかわらず）バランス・シート上に国債を保有している。厳密に言えば、政府の歳出は常に中央銀行マネー（同：銀行券と中銀当座預金というマネタリーベースのこと）によってファイナンスされていることになる。しかしそれは、政府の借入れにコストがかからない、ということと同じではない。中央銀行が保有する分の国債の利子は、政府が中央銀行に支払うが、それは中央銀行による準備（同：中銀当座預金）への付利に回る。中央銀行経由でファイナンスされている分の政府にとってのコストは、BOEの準備への付利に相当することになる。ゆえに、上記のメカニズム的な定義は正しくない。しかもこの定義に関する論争は、中央銀行が何をやっているのかに関する話ではなく、生産的ではなく、有意義でもない」。

他方、ブリハ委員は、「マネタリー・ファイナンスになってしまわないか心配している人々がいるのは、このまますべてが進んだとき、インフレーションで終わるのか、それともワイマール共和国やジンバブエのようにハイパーインフレーションで終わるのか、どちらになるのかがわからないからだろう」、と認めたとえで、「良いマネタリー・ファイナンスも悪いマネタリー・ファイナンスも最初は同じようにみえるが、一方はインフレ目標の達成で終わり、他方は過度なインフレで終わる」とし、BOEが今、やっている取引は、ワイマール共和国やジンバブエの中央銀行が行っていた取引と変わりはないとしたうえで、「やっている取引そのものには、“犯罪の決定的な証拠”（smoking gun）はない。歴史的に悲惨なマネタリー・ファイナンスのエピソードとの間の鍵となる違いは、『誰が決定するのか。そして何の目的のために決定するのか』という点にある。政府が、インフレ目標を従属的なものとして財政運営上の目標を優先的に達成するために、中央銀行に対して何をすべきかを、暗黙的にせよ明示的にせよ言うかどうか、がその違いなのだ。これは財政優越（fiscal dominance）として知られている」としている。そして、それがなぜ究極的にインフレにつながるのか、という理由として、同委員は、「政府がひとたび、財政上の目標をインフレ目標に優越させると決めてしまえば、中央銀行の独立性を、暗黙的にせよ明示的にせよ奪う（ことを含む）ことになりがちで、重要なのは短期金利をインフレ目標の達成に適当な水準よりも低くしてしまうことによる」、「ワイマールやジンバブエには、インフレーション目標を達成するのに信頼に足る行動を何らとることなく、政府の資金調達ニーズを達成するのに必要な中銀マネーを発行してしまう中央銀行がいたのだ」、と述べている。イギリスではこうした論争はその後下火にはなっているものの、コロナ危機下で各国中央銀行が大幅に資産規模を拡張するなかでの政府と中央銀行との関係の在り方について、示唆に富む論点を含んでいるといえよう。

- (注1) 具体的には、リーマン・ショック時にも、①取引の相手方や買い入れる金融資産を比較的信用度の高いものに限定する、②損失発生時の負担をあらかじめ政府ないし民間との間で分担する、といった対応が採られてきた。また、リーマン・ショック時も設けられていたTALF（ターム物資産担保証券貸出ファシリティ）は、損失の一定割合（200億ドル）をまず米連邦政府が負担するという設計のものであった。ちなみに当時、Fedはベア・スターンズやAIGといった銀行ではない個別金融機関向けの流動性支援にも関与したが、あらかじめ民間主体と損失分担したうえで、財務長官からニューヨーク連銀総裁あてに書簡が発出されており、危機対応による損失について、Fedの財務省への納付金減額の形で、間接的ながら財政負担とすることを容認する姿勢が明らかにされている。
- (注2) 本小節の記述は主として、Anna Kovner and Antoine Martin, “Expanding the Toolkit: Facilities Established to Respond to the COVID-19 Pandemic”, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, September 22, 2020を参考にしている。
- (注3) 定型的な、ありきたりの金融商品の意味。
- (注4) 2020年5月30日付Bloomberg記事“Powell Says Fed Crossed Red Lines When Virus Demanded Action”による。
- (注5) EBITDAはEarnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizationの略で、税引前利益に支払利息と減価償却費を加えた指標。国によって異なる税率や財務諸表への特別損益の反映、負債の大きさによって異なる金利の影響、期ごとに異なる投資による償却費の影響などを取り除き、収益力そのものを見るために用いられる指標。
- (注6) わが国でいえば「パブリック・コメント」に相当。
- (注7) なお、これら要件は当初はそれぞれ、融資の75%、借り入れ後8週間以内、と設定されていたものの、それでは当事者である中小企業等にとって厳しすぎる、との批判が高まったことを受けて、2020年6月5日に議会でPPP柔軟化法が可決されたことにより同年7月以降緩和されたという経緯がある（図表9参照）。
- (注8) ちなみにBOEのキング総裁（当時）は、2012年11月のオズボーン財務相（当時）あての公開書簡において、BOEの量的緩和からの正常化の過程において、財務省からの損失補填が必要に応じてタイムリーに行われない限り、中央銀行としての適切な金融政策運営の遂行能力に悪影響が及びかねない、という見方を明確に示している。
- (注9) 当時のイギリスにおける政策運営の詳細は拙論「イングランド銀行の金融政策運営と課題—非伝統的手段下での政府と中央銀行の関係の在り方—」（JRIレビュー Vol.5, No.56, 2018年5月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10421.pdf>、参照）。
- (注10) ちなみにカーニーBOE総裁（当時）は、本覚書を交わした際のハモンド財務相あての公開書簡の末尾で、「今回の覚書が締結されたからといって、BOEが財務省、国庫に最終的に帰することのない金融面でのいかなるリスクも自動的にテイクすることにはならない」、「公的資金（国費）の用途として適切とはいえないほどの大きなリスクを取らなくてはならないような場合や、センシティブな行動をとらざるを得ないようなときには、財務省と協議し、損失補償を求めることになる」、とも述べている。

3. わが国が抱える課題

(1) 日銀による対応策の概要

わが国においても日銀が、2020年3月19日に開催された金融政策決定会合において、積極的な国債買い入れや、主要中央銀行とも協調したドル資金の供給オペにより潤沢な資金供給を実施することに加え、「新型コロナウイルス感染症に係る企業金融支援特別オペ」（その後5月に「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」に名称を変更）の導入を決めた。さらにETF（信託財産指数連動型上場投資信託）およびJ-REIT（信託財産不動産投資信託）の買い入れペースを当面の措置としてそれぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に引き上げた。続く4月27日の金融政策決定会合では、これまで年間約80兆円をめどとしていた国債の買い入れ枠の上限を撤廃し、当面は無制限で国債を買い入れられるようにしたほか、CPおよび社債の追加買い入れ枠を合計約20兆円にまで大幅に拡大するとともに、発行体毎の買い入れ限度を大幅に緩和した。具体的には、一発行体あたりの買い入れ残高の上限を、従前の1,000億円からCP等は5,000億円、社債等は3,000億円に緩和したほか、一発行体の総発行残高に占める日銀の保有割合の上限を従前の25%からCP等は50%、社債等は30%に緩和し、さらに買い入れ対象となる社債等の残存期間を従前の1年以上3年以下から、1年以上5年以下に延長した。「新型コロナウイルス感染症に係る企業金融支援特別オペ」（その後「新型コロナ対応金融支援特別オペ」と名称変更）につい

て、対象担保範囲や対象先の拡大、利用残高に対する当該行の日銀当座預金に+0.1%の付利の形での拡充も行われた。さらに5月22日には、8年半ぶりとなる臨時の金融政策決定会合が開催され、政府の緊急経済対策に基づいて、資金繰りに苦しむ中小企業や個人事業主に実質無利子で融資した金融機関に日銀が金利0%で資金を供給する新たな制度を導入することを決めたほか、CPや社債の買い入れ枠の拡大等の資金繰り支援策の期限も、当初予定の2020年9月末までから、2021年3月末までに延長することも決定された。日銀は企業等の資金繰り支援のためのこれらの3つの措置（図表15）を総枠約75兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」と位置付けている。2020年12月20日の金融政策決定会合ではさらに、CP・社債等の増額購入の期限および、新型コロナ対応金融支援特別オペの期限がともにさらに半年間延長され、2021年9月末まで、とされた。こうした危機対応での政策運営を受け、日銀の資産規模は膨張の一途をたどっている（図表16）。足許では、ETFや貸出金の伸びも目立つようになっている。

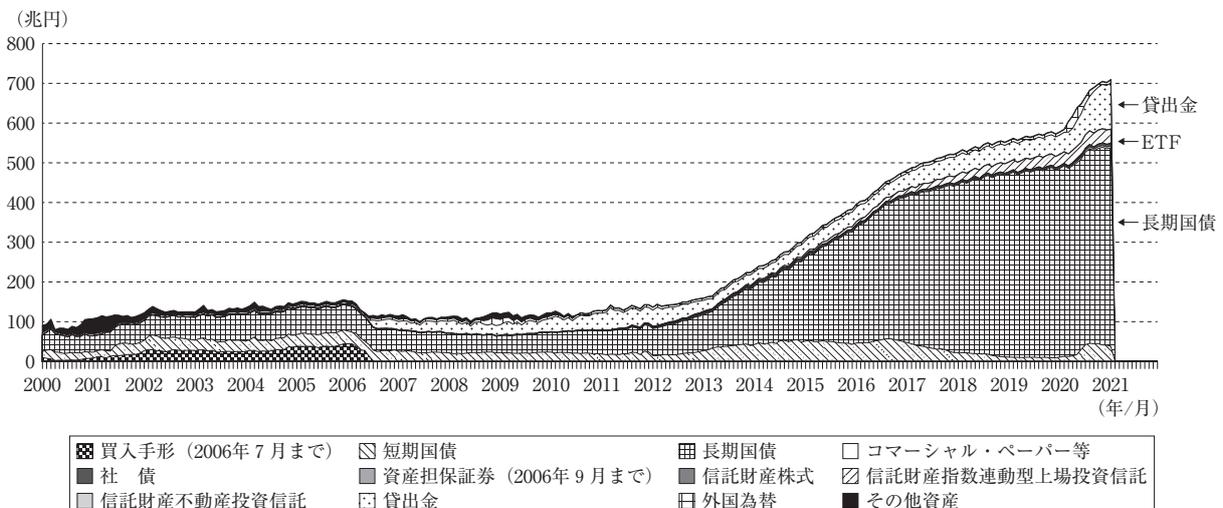
“社会的な接触（social contact）”を要する業務に携わる人々や、事業を営む企業がとりわけ深刻な

（図表15）日銀の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の概要

支援策	資金供給の対象	残高上限
CP・社債等の買い入れ		20兆円
新型コロナ対応金融支援特別オペ	担保として差し入れられている民間債務	25兆円
新たな資金供給手段	緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資	30兆円

（資料）日本銀行「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」2020年5月22日、「日本銀行の新型コロナ対応」（<https://www.boj.or.jp/about/bcp/corona/corona.pdf>、2021年3月1日アクセス）

（図表16）日銀の資産の内訳別推移



（資料）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）「長期国債」および「短期国債」の2000年1月～2001年3月の計数はn.a.のため、本図では（長期国債）=（国債）-（政府短期証券）、（短期国債）=（政府短期証券）の計数で表示。

打撃を受けている昨今、日銀によるこうした危機対応のための流動性供給プログラムは、大企業にとどまらず、そうした企業等の資金繰りを支援するうえでも意味があろう。しかしながら、先述した米英両国の中央銀行による類似の枠組みとの大きな違いとしては次のような2点が挙げられる。第1には、わが国の場合、これらの特別プログラムを通じて、日銀が直接的（社債やCP等の買い入れ）ないしは間接的（民間銀行等経由）に企業等の信用リスクを負担することになり（注11）、日銀としても、場合によっては一定程度、資本が毀損される可能性が高いにもかかわらず、政府による信用補完や損失補填等の取り決めが存在しない点である。2020年5月22日の金融政策決定会合後には、麻生財務相と黒田総裁による「新型コロナウイルス感染症への対応についての副総理兼財務大臣・日本銀行総裁共同談話」が発表されているものの、そこには「政府と日本銀行が一体となって取り組んでいく」との表現はあっても、この点に関する言及は一切、含まれていない。第2には、危機対応策の実施期間の考え方である。米英両国では、コロナ・ウイルスの感染症の拡大状況はわが国よりもはるかに深刻で、イギリスでは厳しい行動制限である“ロック・ダウン”が2021年にかけてすでに3回も発動されているにもかかわらず、これらの中央銀行による危機対応策は、すでにみたように“出口”に明確に移行しつつある。これとは対照的に、日銀の危機対応の支援策は未だに期限がズルズルと引き延ばされる状態が続いている。その背景には米英両国とわが国との間での、当局による危機対応策の発動はどのような根拠で正当化されるのか、という点に関する認識の違いが大きいように見受けられる。すなわち、米英では“複数均衡への対応”、ないしは“市場の失敗への対応”という根拠が明確であるゆえ、事態が改善すれば、市場機能の発揮を尊重すべく、当局はすみやかに撤退する、という考え方が徹底されているのに対して、わが国においては当局および国民の双方に、そうした認識は乏しく、ともすれば“弱者救済”が正当化されがちな風潮のなか、当局による支援策がズルズルと長引きがちになってしまっているものとみられる。

(2) コロナ危機であらわとなった日銀の財務運営の現実

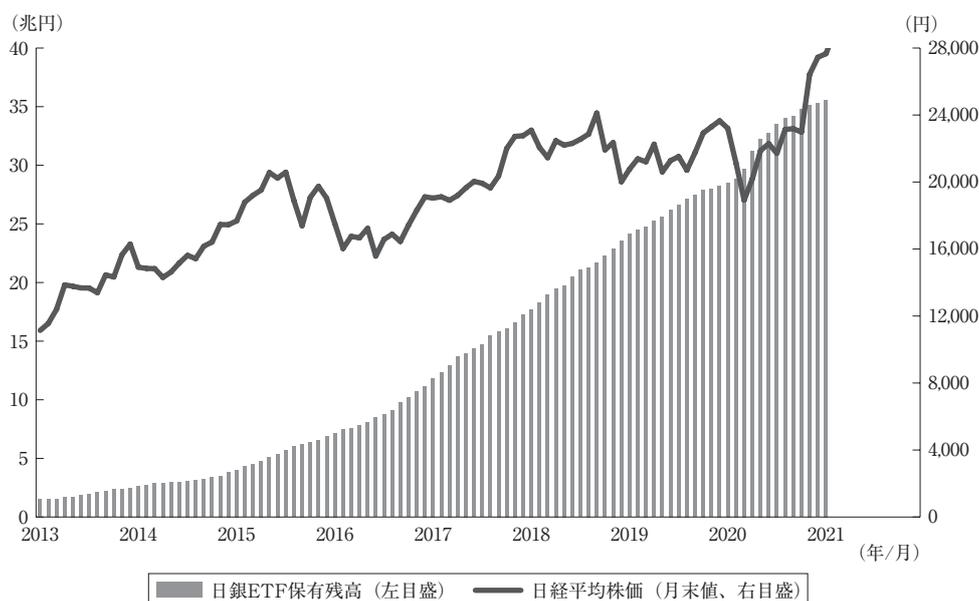
また、今回のコロナ危機は、日銀が黒田総裁の下でこれまで8年近くにわたり展開してきた金融政策運営の実務上の限界をも露呈させることとなった。この間、日銀は、「2%の物価目標」の達成が困難となるのにしたが、国内の経済界、学界、政界といった様々な方面から「この目標に過度にこだわる必要はない、柔軟化すべきではないか」といった声が多く上がっていたにもかかわらず、「2%の物価目標」の未達を理由に、途中でイールドカーブ・コントロール方式の導入等はあれど、総じてみれば一方向での資産規模の積み増しを続けてきた。ところがコロナ危機でわが国の株価が急落した結果、日銀が異次元緩和のもとで大規模な買い入れを継続してきたETF（図表17）に、株価次第では大きな影響が及びかねないことが明らかになった。

このETFについて、2019年11月29日の参議院財務金融委員会に参考人として出席した前田日銀理事（当時）は、「同年9月末時点の日銀の保有状況を前提とすると、ETFの損益分岐点は日経平均株価で19,000円程度、TOPIXでは1350ポイント程度」と述べている。さらに、2020年3月10日の参院財政金融委員会に参考人として出席した黒田総裁は、日銀保有のETF時価が簿価を下回る損益分岐点について、「昨年9月末よりも500円程度切り上がっている可能性がある」と述べた。そして同年3月18日の同委員会において黒田総裁は、ETFの含み損について「現時点の日経平均株価（注12）を基に試算すると2

兆から3兆円になる」と答弁している。

その後の株式市況の推移をみると、2020年3月末にかけての日銀自身によるETF買い入れ強化もあってか、日経平均株価はやや持ち直し、期末の3月31日には18,917円で引けた。日銀のETF保有残高は3月以降さらに急ピッチで積み増され、足許（2021年2月末）ではすでに35兆円を超えるに至っている（図表18）。2020年3月期末の日経平均株価があと500円安ければ、日銀は他の条件次第では、2019年度決算で当期赤字に陥っていた可能性があるのではないかと、また大幅に下落した2020年3月半ばの株価水

（図表17）日経平均株価と日銀のETF買い入れ残高の推移



（資料）日本銀行『時系列データ検索サイト』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』（<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>）のデータを基に日本総合研究所作成

（図表18）日本銀行のバランス・シート項目の内訳（2021年2月末時点）

資 産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,158,089
現金	1,757	当座預金	4,938,695
短期国債	350,523	その他預金	252,779
長期国債	5,047,843	政府預金	653,069
CP等	42,720	売現先勘定	284
社債	73,360	引当金勘定	64,101
金銭の信託（信託財産株式）	5,782	資本金	1
金銭の信託（ETF）（*1）	357,058	準備金	33,168
金銭の信託（J-REIT）（*2）	6,554		
貸付金（共通担保資金供給）	1,161,345		
外国為替	67,042		
その他含む資産合計	7,126,021	その他含む負債・資本合計	7,126,021

（資料）日本銀行『営業毎旬報告（令和3年2月28日現在）』、2021年3月2日を基に日本総合研究所作成

（注*1）信託財産指数連動型上場投資信託。

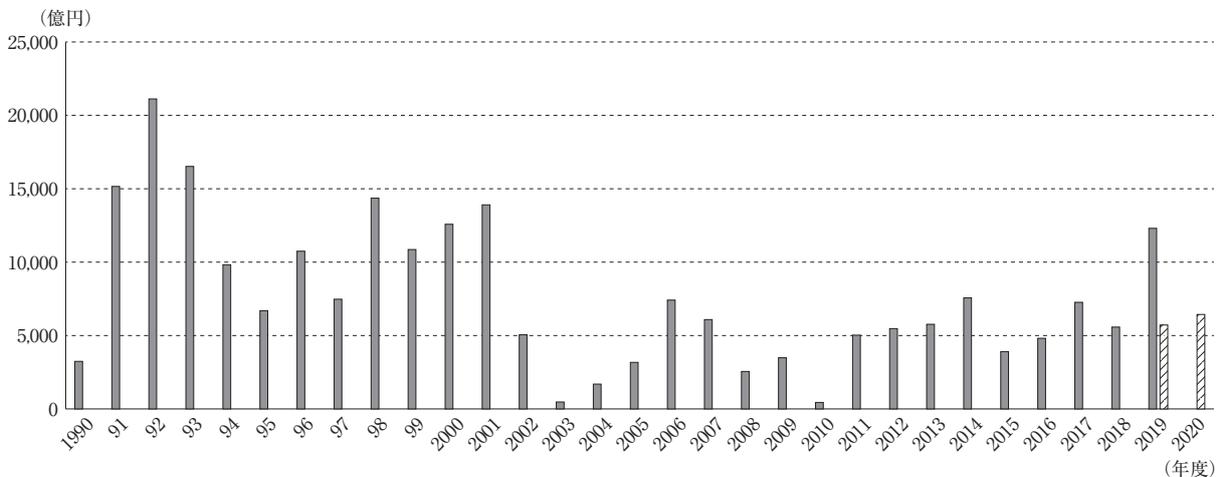
（注*2）信託財産不動産投資信託。

準（直近の最安値）であれば、日銀が保有するETFの評価損は約4.3兆円と試算され、他の条件次第では債務超過（資本勘定）に陥っていたのではないかと指摘（注13）も出ている。

2020年5月27日に発表された2019年度決算においては、注目されていたETFに関しては、評価益は2018年度末の3兆9,124億円から2019年度末には3,081億円へと大幅な減額となったものの、評価損に転落して引当金を計上せざるを得ない事態に陥ることはかろうじて免れる結果となった。また、日銀の国庫納付金は近年、資産規模の膨張にもかかわらず数千億円程度という状態が続いてきた（図表19）。ところが2019年度分に関しては、政府の2020年度一般会計当初予算編成時点においては5,718億円と見込まれていたところ、1兆2,305億円と2倍以上に増額される結果となっており、やや不自然な印象が否めない。近年の日銀決算の「損益の状況」における、経常利益の処分にかかる主な項目の推移をみると（図表20）、2019年度については、経常利益は前年度対比3,634億円の減額であったにもかかわらず、「債券取引損失引当金」の積立額が前年度対比4,317億円減額となっていることに加え、法人税等の負担も前年度対比4,162億円減額になっていること等が、当期剰余金の押し上げに寄与していることがわかる。公表資料からは、後者の理由は定かではない。前者は、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産規模の拡大に伴い、将来の金利引き上げ局面における財務状況の悪化に備え、2015年度から設けられた引当金であるが、大まかな金額規模で辻褃を合わせると、今回の決算ではこれを前年度対比大幅に減額して、国庫納付に回したことに相当する。コロナ危機で財政運営上の資金繰りが一段と厳しさを増すなか、国の財政当局の意向が影響した可能性も否定できないように見受けられる。

続いて2020年11月26日に発表された2020年度上半期決算においては、コロナ禍で日銀が実施した多額の国債・ETF等の買い入れの財務運営への影響が顕在化することとなった。日銀の経常利益の源泉を内訳別にみると（図表21）、10年国債金利をゼロ%程度に抑えるイールドカーブ・コントロールが合わせて実施されているゆえ、日銀が国債買い入れをこれほど増やしても、国債の利息収入が頭打ちとなっていることがわかる。これは、マイナス金利（価格ベースでみれば、額面を上回るオーバーパイヤ買い入

（図表19）日銀の一般会計納付金の推移



（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、2020年度の斜線部分は、2020年度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。

(図表20) 日銀の近年の決算の「損益の状況」における経常利益の処分にかかる主な項目の推移

(億円)

年度	経常利益 (A)		特別損益 (B)		うち債券取引 損失引当金		外国為替取引 損失引当金		指数連動型上場投資 信託取引損失引当金		不動産投資信託 取引損失引当金	
		前年差		前年差		前年差		前年差		前年差		前年差
2011	5,360	4,818	92	77	-	-	-	-	21	42	1	2
2012	11,316	5,956	▲2,950	▲3,042	-	-	▲3,018	皆減	-	皆減	-	皆減
2013	12,805	1,489	▲2,988	▲38	-	-	▲3,097	▲79	-	-	-	-
2014	17,137	4,332	▲3,622	▲634	-	-	▲3,800	▲703	-	-	-	-
2015	7,626	▲9,511	▲2,454	1,168	▲4,501	皆減	2,041	5,841	-	-	-	-
2016	10,952	3,326	▲3,877	▲1,423	▲4,615	▲114	740	▲1,301	-	-	-	-
2017	12,287	1,335	▲3,388	489	▲4,451	164	1,059	319	-	-	-	-
2018	20,009	7,722	▲9,261	▲5,873	▲8,154	▲3,703	▲1,128	▲2,187	-	-	-	-
2019	16,375	▲3,634	▲2,706	6,555	▲3,837	4,317	1,072	2,200	-	-	-	-
2020/上	10,826	-	▲1,455	-	▲1,973	-	519	-	-	-	-	-

年度	税引前当期剰余金 (C = A + B)		法人税、住民税 および事業税 (D)		当期剰余金 (E = C - D)		国庫納付金	
		前年差		前年差		前年差		前年差
2011	5,453	4,895	162	126	5,290	4,769	5,026	4,583
2012	8,366	2,913	2,606	2,444	5,760	470	5,472	446
2013	9,816	1,450	2,573	▲33	7,242	1,482	5,767	295
2014	13,514	3,698	3,424	851	10,090	2,848	7,568	1,800
2015	5,171	▲8,343	1,060	▲2,364	4,110	▲5,980	3,905	▲3,663
2016	7,074	1,903	2,007	947	5,066	956	4,813	908
2017	8,899	1,825	1,251	▲756	7,647	2,581	7,265	2,452
2018	10,748	1,849	4,878	3,627	5,869	▲1,778	5,576	▲1,689
2019	13,669	2,921	716	▲4,162	12,952	7,083	12,305	6,729
2020/上	9,371	-	82	-	9,288	-	-	-

(資料) 日本銀行『各事業年度決算等について』、財務省『決算書データベース』を基に日本総合研究所作成

れ) で国債買い入れを行っていることに伴い、日銀がオーバーパー分の損失を被らざるを得ないことも影響しており、この点は、短期国債の利息収入が2015年度からすでにマイナスに転落していることに端的に表れている。これとは対照的に経常利益を押し上げているのが、ETFの運用損益であり、これは、年度ベースに換算すると、2020年度上半期時点で、ついに、国債の利息収入を上回る規模に達していることがわかる(図表22)。これはまさに、一国の中央銀行の財務運営が、リスク性資産の運用でかろうじて支えられる状態に入りつつあることを意味する。

2013年以降、わが国のマーケットは株高に沸いてきた。しかしながら実際には、日銀の巨額のETF買い入れが株価の強力な下支え要因となってきた点については、衆目がほぼ一致しているといってもよいのではないかと。近年では、海外投資家が大幅に日本株を売り越した局面で、必ずと言ってよいほど、日銀によるETFの大幅な買い増しがそれを穴埋めする形となってきた。今般のコロナ危機で日本株について一時は急激な水準調整を余儀なくされた。日銀も、買い入れたETFに含み損が発生すれば引当金を計上しなければならず、その分、期間収益、ひいては国庫納付金が削られることになる。株価が2020年3月半ばのような安値の水準に陥れば、国庫納付金を全額カットしても足りず、日銀は当期赤字に陥るほか、株価がさらに軟調な状態となり、長期化すれば、ETFの含み損がさらに拡大して、日銀は債務超過に転落する可能性もある。さらに今般の危機で拡大させた危機対応としての企業金融の支援

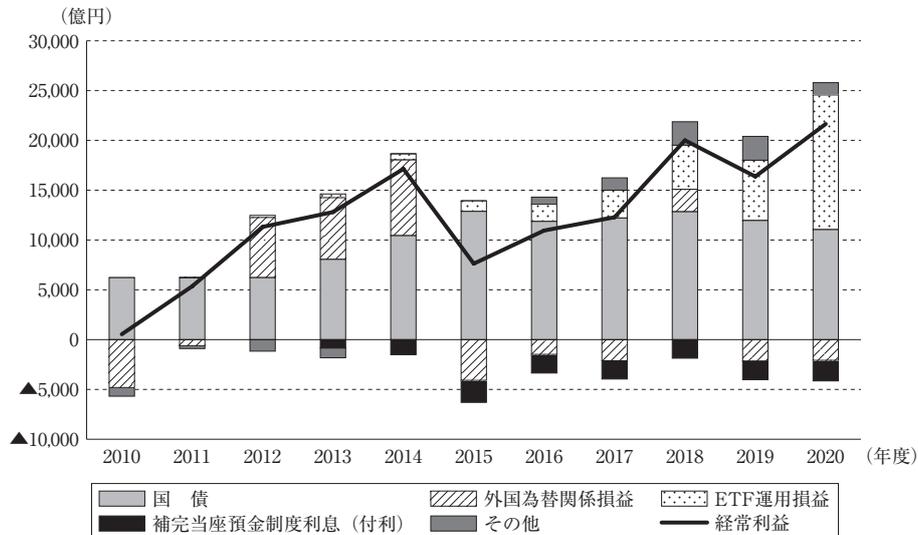
(図表21) 日銀の近年の決算における経常利益の内訳の推移

年度	経常利益										
	経常収入										外貨資産
	円貨資産						CP等	社債			
	貸出金	買現先勘定	国債		短期国債	長期国債					
国債			短期国債								
2010	542	7,810	6,626	388	11	6,223	275	5,948	0	1	1,184
2011	5,360	7,638	6,664	437	0	6,198	219	5,979	17	10	973
2012	11,316	7,410	6,641	332	-	6,225	220	6,005	18	65	768
2013	12,805	9,087	8,385	256	-	8,057	295	7,761	18	53	701
2014	17,137	11,447	10,785	286	-	10,440	108	10,331	19	39	661
2015	7,626	13,963	13,267	348	▲0	12,875	▲208	13,083	10	32	696
2016	10,952	12,737	11,975	96	-	11,869	▲1,230	13,099	▲3	12	762
2017	12,287	13,104	12,200	0	-	12,211	▲698	12,909	▲1	▲9	903
2018	20,009	14,090	12,828	0	0	12,839	▲227	13,066	▲0	▲10	1,262
2019	16,375	13,170	11,952	0	▲0	11,960	▲192	12,153	0	▲7	1,218
2020/上	10,826	6,119	5,527	0	-	5,524	▲230	5,755	1	1	591

年度	経常利益							
	長期国債 関係損益	外国為替 関係損益	経費	その他	うち金銭の信託 (信託財産株 式)運用損益	金銭の信託 (ETF)運用 損益	金銭の信託 (J-REIT) 運用損益	補完当座預 金制度利息
2010	-	▲4,810	▲1,947	▲511	116	0	1	n.a.
2011	12	▲606	▲1,916	233	▲276	58	23	n.a.
2012	3	6,036	▲1,899	▲234	▲133	214	51	n.a.
2013	2	6,194	▲1,908	▲570	421	375	66	▲836
2014	0	7,601	▲1,975	62	497	591	77	▲1,513
2015	-	▲4,083	▲1,935	▲318	511	1,048	108	▲2,216
2016	-	▲1,481	▲1,913	1,609	2,175	1,722	138	▲1,873
2017	-	▲2,119	▲1,949	3,252	2,512	2,789	181	▲1,836
2018	-	2,257	▲1,980	5,642	2,510	4,416	211	▲1,865
2019	-	▲2,144	▲1,987	7,337	2,050	6,047	79	▲1,882
2020/上	-	▲1,039	▲891	6,637	972	6,759	143	▲1,034

(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

(図表22) 日銀の近年の決算における経常利益の主な内訳の推移



(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) 2020年度は、同年度上半期決算の計数を2倍にしたもの。

策による焦げ付きが発生すれば、日銀の資本は今後、その分も毀損されかねない。

日銀は中央銀行で、民間銀行とは異なるゆえ、会計上の損失を拡大させながら、金融政策運営や業務運営を継続することは不可能ではない。ただし、中央銀行が利益（通貨発行益）を得られるのは、何よりも政府と一体の存在であり、当該国の通貨、わが国で言えば円という通貨（銀行券）を独占的に発行する権限を与えられているからにはほかならない。よって日銀も他の中央銀行と同様、利益が出れば毎年度その分を国庫に納付している。その中央銀行が損失を出し、それを埋め合わせる必要が生じれば、それは政府が私たち国民の納める租税を原資に行うよりほかはない。そして今回の危機によって、株式市場次第で日銀が被ることがあり得る損失の金額は数兆円規模に達する可能性があること、そしてそれは近々、現実問題となり得る可能性が十分にあることが明らかになった。数兆円規模という金額は、私たち国民にとって簡単に穴埋めできるような金額では決してない。

1997年に政府からの独立性を獲得した際に改正された現行の日銀法では、旧日銀法には存在していた政府による損失補填の規定が削除されている。このまま日銀が拡張的な金融政策運営を続けた結果として赤字に陥っても、そのまま放置される可能性もある。しかしながらそれは、日銀による巨額のETF買い入れによって株高の恩恵を受けてきたはずのわが国が、市況の変化によって日銀に赤字が生じる局面に転じた途端、穴埋めの手当てもせずに放置することを意味する。しかもその放置される赤字の金額の規模は、会計上明確に国内外に示されることになる。これは、中央銀行の財務の健全性を尊重するという、本稿ですでに述べた米英両国をはじめ、国際金融界で共有されている考え方とは相容れるものではない。そもそもわが国は、財政事情は世界最悪の状態にある。そのもとで中央銀行である日銀が赤字に転落し、その金額が膨らみ、長期化することになれば、国際金融界におけるわが国の信用、ひいては通貨円の信認が危うくなるだろう。

(3) 金利引き上げ局面に入れば事態はさらに深刻化

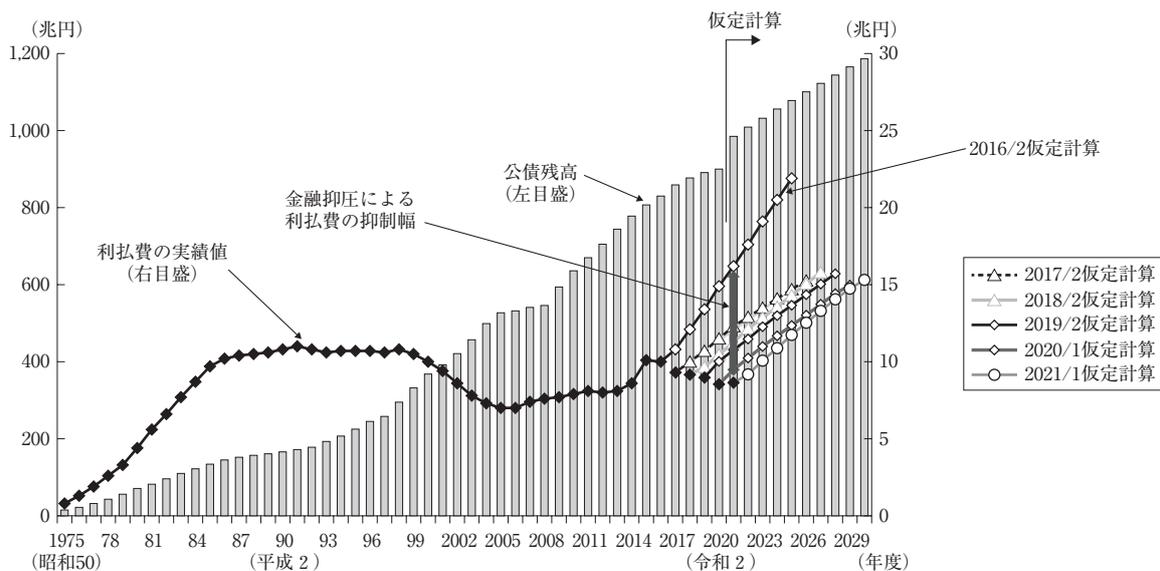
日銀にとってさらに深刻なのは、今後、金利を引き上げる局面に入った際の財務運営だ。

日銀のバランス・シートは、異次元緩和によって大幅に拡大しており（図表23）、もはや、量的緩和を実施する前（同図表の一番左）のように、少額の公開市場オペで短期金利の引き上げ誘導をすることはできない。同図表の一番右のような状態にある現在、日銀も米連邦準備制度が行ってきたのと同様、当座預金に付利することを通じて、短期金利の引き上げ誘導を行うよりほかはない。しかも日銀の場合は、欧米の中央銀行とは異なり、大規模に買い入れた国債はすでに超低金利となった時代以降に発行されたものばかりで、その加重平均利回りは2020年度上半期の決算時点でわずか0.214%、運用資産全体では0.198%しかない。日銀は短期金利をわずか0.2%に引き上げるだけで“逆ざや”に陥ることになる。日銀の当座預金の規模がすでに494兆円（2021年2月末）にまで拡大している現在、“逆ざや”の幅が1%ポイント拡大するごとに、日銀は年度当たり5兆円弱の損失を被らざるを得ない。日銀の自己資本が、引当金まで合わせても9兆円強しかないこと（前掲図表18）、また、金利の引き上げが必要な局面の期間が短く済む保証はなく、長引く可能性もあることを鑑みれば、この“逆ざや”による負担は日銀にとって相当に重いものとなる可能性が高い。実際、過去の国会の質疑でこの点を問われた黒田総裁は、日銀が債務超過に転落する可能性もあることを認めている。

た事態に追い込まれた例（注14）が複数存在する。

日銀が異次元緩和によって市場金利を超低水準に抑えつけること（「金融抑圧」）を通じて、日本の財政は利払い費の抑制という恩恵を受けてきた。図表25は財務省が毎年度の予算編成と合わせて公表してきた『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』において示した、利払費の各年度における見通しと実際の額との関係をみたものである。これによれば、わが国の公債（国債）残高は依然、増加の一途をたどっているにもかかわらず、毎年度の利払費は近年、9兆円程度にとどまってきた。日銀の異次元緩和という金融抑圧がなかりせば、わが国の長期金利は果たして何%になっていたのかは定かではないが、仮に2016年度初めに財務省が示している『仮定計算』（注15）を起点として考えれば、2021年度のわが国は、コロナ対策による国債増発分を除くベースで8兆円弱の利払費を節減できていることになる。仮に今後、日銀が金利の引き上げ誘導局面に入って債務超過に転落し、政府からその分の損失補填を余儀なくされることになれば、異次元緩和という金融抑圧によって利払費を抑制できた分のツケ

（図表25）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		

（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、新規公債発行額は令和6年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令和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。

が後年になって回ってきたものとみることもできよう。そして、日銀が現実には赤字ないしは債務超過という状態に転落する局面に入った場合、その状態はいつまで続くかは定かではなく、2～3年といった短期間で済む保証はない。そうなれば、政府、ひいては国民の側は、これまで抑制できた利払費の金額を上回る負担を余儀なくされる可能性も否定できないと考えられる。

(4) 中央銀行の財務悪化に関する日銀の考え方の変化

現在の日銀は、黒田総裁のもと、自らが今後の金融・経済情勢次第では債務超過に転落することは認めつつも、そうした事態に陥る可能性を深刻にとらえ、対応を検討しようとする姿勢はほとんど窺われない。

しかしながらこうした日銀の姿勢は、従前と一貫しているものでは必ずしもない。例えば、2001～2006年に日銀が量的緩和を実施しているさなかの2003年、当時の福井俊彦総裁は、2003年度日本金融学会春季大会の講演（「金融政策運営の課題」）の場で、次のように述べている。

例えば、ある国の中央銀行の自己資本が減少し、政府の財政的な支援に依存せざるを得なくなった場合のことを考えてみましょう。この場合には、中央銀行が自らの判断で適切な政策や業務の運営を行うことが困難となり、（あるいは、実際にはそこまで行かなくても、困難を来すのではないかとの見方が広がり）、結局、通貨の信認を維持することが難しくなる可能性があるということではないでしょうか。

この議論をさらに推し進めて行くと、最後に、民主主義社会における中央銀行のあり方、という本質的な問題に到達します。

中央銀行が大きなリスクをとつていろいろな資産を購入する場合には、二つの問題を思い起こさせます。一つは、中央銀行収益減少に伴う納付金削減や最悪の場合損失補填のための政府出資を通して納税者の負担につながるという問題です。もう一つは、買い入れ資産の選択如何によってはミクロの資源配分にも影響を与える可能性があるという問題です。

それは、結果的に中央銀行が財政政策の領域に非常に近いところへ入り込んでしまうことを意味しています。民主主義国家においては、国民の税金は、議会の予算承認を経て、財政支出という形で使われるのが一般ルールであり、市場メカニズムによらない政策的な資源配分は、基本的に政府の役割だと考えられます。

そうである以上、リスク資産の買い入れには、中央銀行自身が節度を持って臨むことが大切です。

また、去る2021年1月25日に公表された、白川総裁時代の日銀において、ETFの買い入れ開始が決定された2009年10月4～5日の金融政策決定会合の議事録では、白川総裁自らが、損失リスクがある資産の買い入れが恒常化する危険性を指摘し、「臨時・異例の措置」だと強調している。西村副総裁は「われわれ（日銀）がリスクを取るとするのは、国民がリスクを取るとしたことだと何度も言っていかなければならない」と発言しているほか、須田委員も「資産購入は財政政策の分野に踏み込むことになるので、時限的である必要がある」と述べていることが明らかにされている。

このようにみると、自らの債務超過転落の可能性を日銀が深刻に受け止めないようになったのは、黒

田総裁就任以降であり、従前はBOEをはじめとする主要国およびその中央銀行でとられているのと同様の考え方がとられていたことがみてとれよう。

(注11) 2020年5月22日に決定された「新たな資金供給手段」の対象には、信用保証協会の保証が付与された制度融資のほか、民間金融機関によるプロパー融資が含まれている。

(注12) 2020年3月18日付時事通信報道によれば、同日午前の日経平均株価は17,000円台。

(注13) 左三川郁子「危機長期化で日銀に迫る債務超過リスク」『週刊金融財政事情』金融財政事情研究会、2020年4月13日。

(注14) アイスランド、キプロス、ギリシャ。詳細は拙論「超金融緩和の潮流変化と国際金融市場の課題」(JRIレビュー Vol.7, No.46、2017年5月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9955.pdf>、参照)。

(注15) その際的前提金利は図表25の(参考)として示した通りであるが、先進国のなかでもイタリアやギリシャといった重債務国(ただしその債務残高の規模はわが国よりはるかに小さい)で当時観察されていた長期金利と比較すれば、特段、高過ぎる金利が前提としておかれているわけでもないように見受けられる。

4. 今後求められる対応

コロナ危機の下、わが国では2020年4月から12月にかけて、累次で3次にわたる補正予算が組まれることになった。その内容は感染拡大防止策や医療提供体制の整備等、中小・小規模事業者等に対する新たな給付金や全国すべての人々への一律10万円の新たな給付金等を含む「雇用の維持と事業の継続」を主とするもので、現下の経済情勢を鑑みれば評価できるものといえよう。

ただし問題はその財源手当てである。新発国債の発行額は3次補正後時点で実に112.6兆円に達している(図表26)。日銀は第1次補正予算が組まれた2020年4月時点の金融政策決定会合において、国債の無制限での買い入れを打ち出しており、財源の手当てはそれで大丈夫かといえば、決してそのようなことはない。先述のように、日銀による国債やETF等の資産の多額の買い入れはすでに財務運営上の限界に近付きつつある。現下の危機的状況下である意味でやむを得ない対応でもあるが、そのための多額の資産買い入れは日銀の財務運営を一段と悪化させることを忘れてはならない。

そこで本稿では、今次コロナ危機の収束のための対応、および今後の安定的な経済・財政政策・金融政策運営を確実にするための方策として、①コロナ危機の収束のための対策のコストは現世代が負担する形で行うこと、②危機収束後には速やかに、日銀は新たな資産の買い入れを止め、資産規模縮小に着手すること、③政府は日銀への資本注入の枠組みの検討に着手すること、という3点を提言したい。

(図表26) わが国の令和2年度予算(当初→2次補正→3次補正後)および令和3年度当初予算政府案における、一般会計の大まかな歳入・歳出の見取り図(令和2年度は通常分+臨時・特別の措置ベース)

	令和2年度			令和3年度		令和2年度			令和3年度
	(当初)	(2次補正後)	(3次補正後)	(当初政府案)		(当初)	(2次補正後)	(3次補正後)	(当初政府案)
<歳入>					<歳出>				
税収	63.5兆円	63.5兆円	55.1兆円	57.4兆円	社会保障関係費	35.9兆円	40.5兆円		35.8兆円
その他収入	6.6兆円	6.6兆円	8.0兆円	5.6兆円	地方交付税交付金等	15.8兆円	15.8兆円		15.9兆円
公債金	32.6兆円	90.2兆円	112.6兆円	43.6兆円	公共事業費ほか	27.6兆円	79.9兆円	n.a.	31.1兆円
<一般会計歳入・歳出総額>					国債費	23.4兆円	24.0兆円		23.8兆円
	102.7兆円	160.3兆円	175.7兆円	106.6兆円	うち債務償還費	14.9兆円	15.4兆円		14.7兆円
					利払費	8.4兆円	8.6兆円		8.5兆円

(資料) 財務省『令和2年度予算のポイント』2019年12月20日、『令和2年度補正予算(第2号)後の財政事情』2020年5月27日、『令和2年度一般会計補正予算(第3号)フレーム』2020年12月15日、『令和3年度予算のポイント』2020年12月21日を基に日本総合研究所作成

(注) **太字**は令和2年度について、当初→2次補正→3次補正後で増額となった項目。**太斜字**は2次補正→3次補正後で減額となった項目。

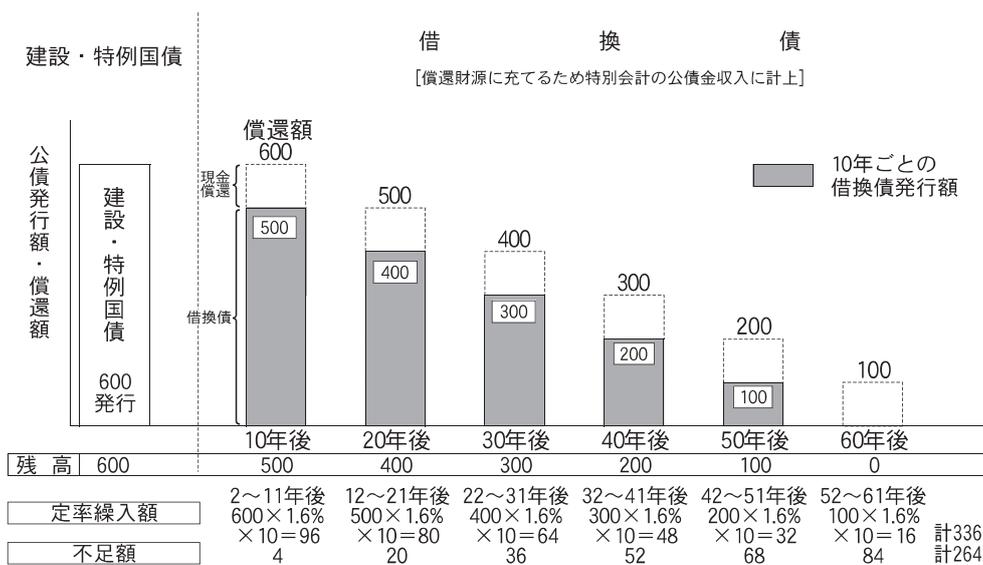
(1) コロナ危機収束に向けてのコストは現世代の負担で

わが国においてはこれまで、建設国債のみならず、特例国債をも含めて、「60年償還ルール」という独特の国債償還制度が採用されてきた。これは、ひとたび国債発行の形で行った国の借金を、例えば最初は10年物国債を発行して調達したとしても、10年経過後の満期到来時に全額を償還（現金償還）することはなく、10年経過後には6分の1の金額、次の10年経過後にも6分の1の金額しか償還せず、60年かけて最終的に全額の借金を返済する、というものである（図表27）。実は、主要先進国をみる限り、こうした悠長な国債管理政策を採用している国は存在しない（注16）。各国とも借換債を発行しないわけではないものの、既発国債の満期が到来するごとに、可能な限り元本を返済し借換債の発行額を最小化させて財政健全化に努めている。その結果はリーマン・ショック以降の財政健全化の進捗度合いにも明確に表れている。

わが国の場合、この「60年償還ルール」に乗ずる形で、国債発行残高をすでに世界最悪の規模にまで大きく膨張させている段階にあり、その消化は今や現実問題として、残高の過半を日銀が保有する形で賄っている。ところがその日銀が今や、多額の資産を抱え込み過ぎ、先行きの機動的な金融政策運営が危ぶまれ、国の信用が揺らぐ事態にも直結しかねない状況に陥りつつある。このままでは、わが国がこの先も安定的な経済運営を続けられるかどうかはかなり危ういのが現実だろう。

今回の感染症危機が、今後60年先まで、わが国の後の世代に負担の分担を求めることが正当化できるものとは到底言えないであろう。であれば、当座の対応としては赤字国債によるとしても、この先、現世代の負担によって責任をもって財源を手当てしていくことが求められる。その際には、わが国が2011年に経験した東日本大震災時の復興債（東日本大震災復興特別会計）の仕組みが参考になると考えられる。

(図表27) わが国の借換債による公債償還の仕組み（「60年償還ルール」）



(資料) 財務省理財局『債務管理レポート2019 国の債務管理と公的債務の現状』、2019年、図2-19、p70

東日本大震災の復興事業のフレームは図表28のようなものである。「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」こととされ、「復興特別所得税」(2.1%の付加税×25年間)や「復興特別法人税」(10%の付加税×3年間)の形での復興増税が実施され、私たち国民もこれを納得して受け入れてきた。このうち、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が、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)を上回っていた(注17)。前者の復興特別所得税については、今も私たちが負担し続けている。このように、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2037(令和19)年度までに償還することとされている(図表29)。

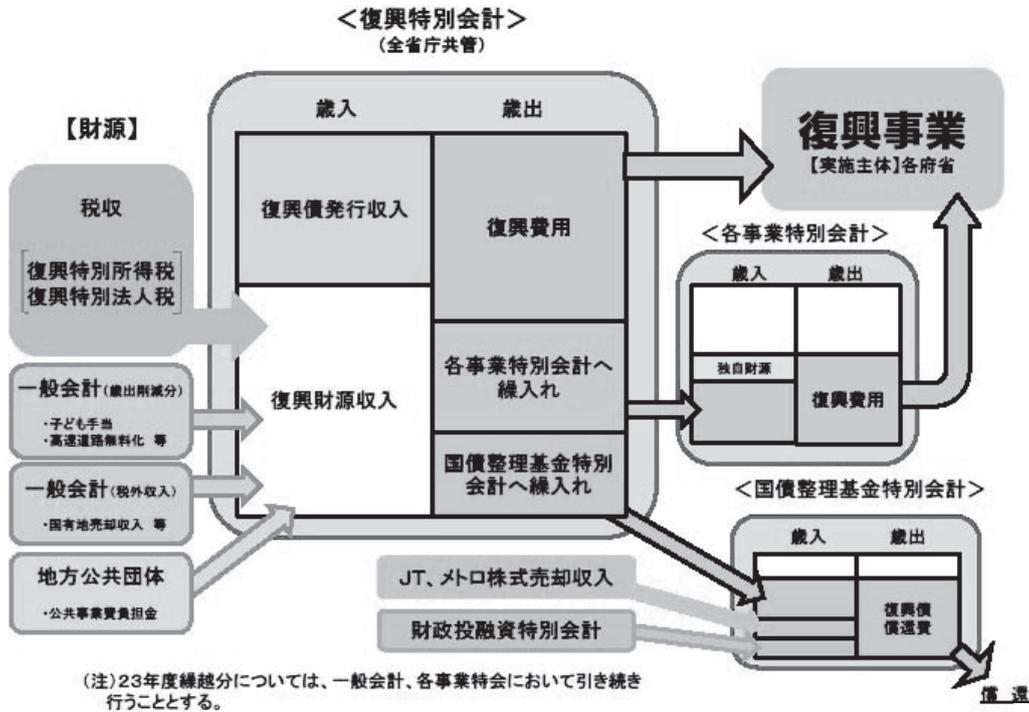
こうした例を参考に、今回のコロナ危機に対する対策費の財源の手当ての枠組みを検討することが望ましい。国税の所得税は元来、累進性が高い設計で、所得が多ければ多いほど適用される税率が高くなっている。今回の国民一人10万円の支給策が、迅速な支給を最優先させ全国民一律給付の枠組みとなったこともあり、本来、この支給を受ける必要のなかった高額所得者には所得税率の傾斜を急にする形で応分の負担を要請することも検討に値しよう。また、今回の感染症危機による実体経済への影響に関して、例えばイギリスでは「今回の危機は、過去のリーマン・ショック時等とは異なる“非対称型”の危機であり、自発的ないしは強制的な“社会的な距離”確保の必要性によって需要が劇的な減少を余儀なくされた業種がある一方で、食料品の小売やオンライン・ビジネス等、逆に需要が増えている業種も存在する」との見方も示されている(注18)。こうした傾向は、わが国の実体経済の状況にも通じる面があり(注19)、法人税の付加についても十分に検討の余地があるのではないかと。また、GAFA(グーグ

(図表28) 東日本大震災の復興事業の財源フレームの考え方(2013年初時点)

歳出		歳入	
1. 23~24年度予算 : 約17.5兆円		1. 歳出削減、税外収入等 : 8.5兆円程度	
<ul style="list-style-type: none"> 23年度1次~3次補正 : 14.9兆円 24年度予算(補正予算含む) : 3.9兆円 全国防災等地方対応分 : 1.0兆円 東京電力への求償が想定されるもの等 : ▲1.2兆円 23年度1次~3次補正の不用 : ▲1.1兆円 		<ul style="list-style-type: none"> 子ども手当の見直し 公務員人件費の見直し JT株式の売却 高速道路無料化見直し 等 	
2. 25年度予算 : 3.3兆円程度		2. 復興増税 : 10.5兆円程度	
<ul style="list-style-type: none"> 25年度概算決定(予備費除く) : 3.8兆円 全国防災等地方対応分 : 0.1兆円 東京電力への求償が想定されるもの等 : ▲0.6兆円 		<ul style="list-style-type: none"> 復興特別所得税 (2.1%の付加税×25年) 復興特別法人税 (10%の付加税×3年) 個人住民税 (均等割の引上げ等×10年) : 0.8兆円程度 	9.7兆円程度
3. 26、27年度も確実に見込まれる事業 : 2.7兆円程度		3. 追加的な財源 : 6兆円程度	
		<ul style="list-style-type: none"> 日本郵政の株式の売却収入 : 4兆円程度 決算剰余金等 : 2兆円程度 	
合計 : 23.5兆円程度		合計 : 25兆円程度	

(資料) 復興庁『復興財源フレームの見直しについて』(2013年1月29日開催「復興推進会議」資料2)
(注) 本資料は、上記会議への提出・公表時点において「計数精査中」とされている。

(図表29) 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)を上回った。
 (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」こととされ、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。

ル、アップル、フェイスブック、アマゾン) 等のIT大手の増収基調も著しい (注20)。わが国としては今後とりわけ、デジタル企業への課税の実効性を高めていく必要があるものと考えられる。

(2) 急がれる日銀の資産規模縮小への着手

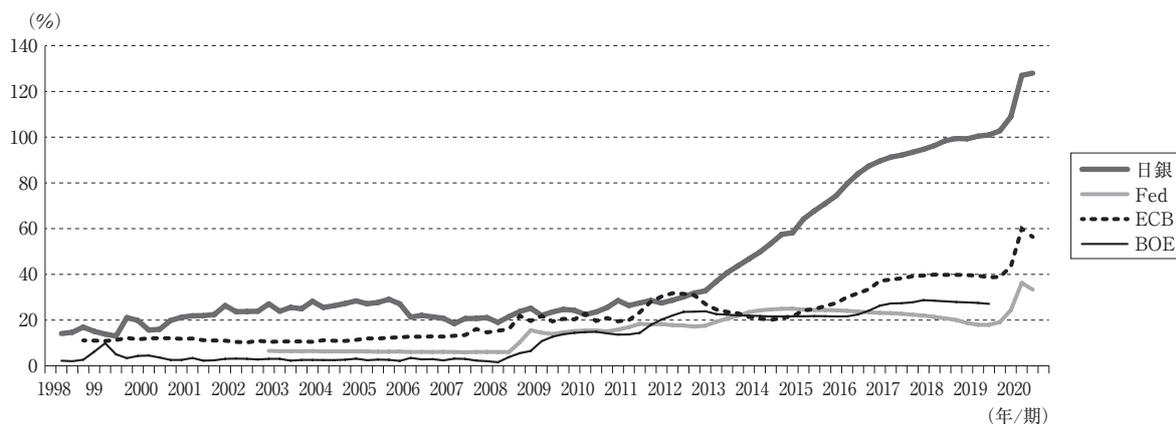
今回の危機により、日銀のこれまでのような一方向での国債やETF等の資産の買い入れ継続は持続不可能であり、金融市況の変化次第では、元来、世界最悪の財政事情にあるわが国、ひいては通貨円の信用を危うくしかねず、巨額の国民負担を惹起しかねないことが明らかになった。

今後もわが国が安定した経済や財政運営を継続できるようにするためには、そうした事態は何としても回避しなければならない。そのためには日銀が、これまでに買い入れた資産を計画的かつ段階的に手放し、資産規模を縮小させていく以外に方法はない。ゆえに、現下の危機対応による資金供給はやむを得ないとしても、危機が峠を越えたところで国債やETF等の資産の買い入れをまず停止し、その後、明確な工程表を組んだうえで、相当な長期戦になるのを覚悟のうえで、資産規模の縮小に着手することが求められる。もはや、「2%の物価目標」を達成するまで国債やETFの買い入れを継続する、などと言われているような状況ではなかろう。それほどまでに、日銀がすでに抱え込んでしまったりリスクは

大きく膨張している。

日銀の資産の金額面では大半を占める国債のデュレーションはなお、7.5年程度とみられる。これは、日銀が仮に、保有している国債のうち満期が到来した分を全額、ロールオーバーせず“満期落ち”させたととしても、保有残高の規模を半減させるまでに7.5年という長い年月を要することを意味する。ちなみに、Fedが2017年10月以降に実施していた正常化のプロセスにおいても、債券市況への配慮から、満期が到来した米国債やMBS（モーゲージ担保証券）の全額の“満期落ち”まではさすがに実施してはいない。リーマン・ショック後に大規模な資産買い入れに踏み切った他の主要中央銀行は、資産保有高を積み増すとしてもその規模を、各国・経済圏の名目GDP比でみておおむね30~40%程度にとどめている（図表30）。コロナ禍で一時名目GDP比が60%に達したECBの資産規模はすでに反落に転じている。日銀の場合も、先行きの国民負担等を発生させず、不測の事態を招かないようにするためには、少なくとも他の主要中銀に近いレベルにまで資産規模を縮小していく必要があるものと考えられるが、相当に長い年月を要することにならざるを得ないとみられる。なお、資産規模の縮小過程においては、その時々金融市況をにらみつつ、ペース調整ができる余地を残しておく必要もあるものと考えられよう。

（図表30）主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



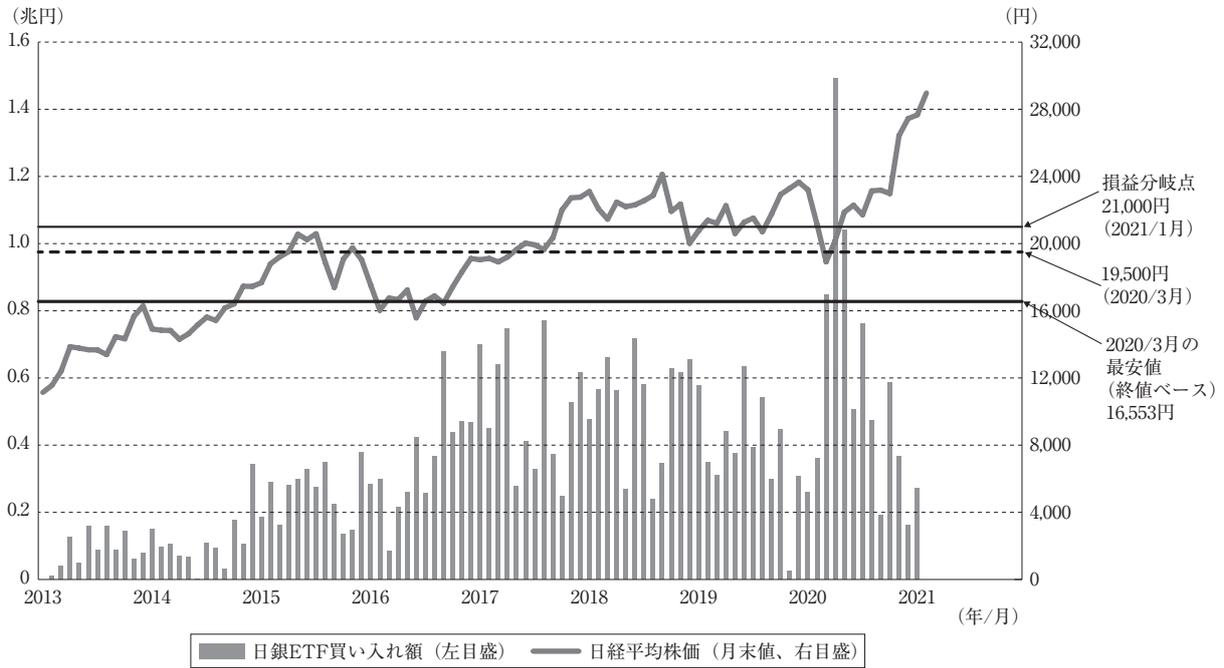
（資料） Thomson Reuter Eikon、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, *Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks*, ECB, *Statistical Bulletin*, BOE, *Monetary and Financial Statistics*を基に日本総合研究所作成

（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2021年3月現在、2019年9月値までしか公表されていない。

また、ETFについては、日銀が買い入れた残高は国債対比では小さいものの、株式市況次第ではそれが日銀の財務運営に多額の影響を与えざるを得ないことが今回の危機で明らかになった。ゆえに、危機が収束したところで、ETFの買い入れも全面的に停止したうえで、国債と同様に資産規模縮小の工程表を策定し、とりわけ過去、買い入れてきたなかで“高値掴み”となっている近年の買い入れ分（図表31）について、株式市況の推移をにらみつつ、慎重に手放していくことが求められる。ちなみに、2020年5月15日、米連邦準備制度理事会（FRB）のブレイナード理事は、金融安定報告書（Financial Stability Report）の公表に際し、「新型コロナウイルス感染拡大で暴落した株式などの資産価格が依然として大幅に落ち込む恐れがある」、「リスク資産価格は、新型コロナに絡み想定外の事態が起きれば、

(図表31) 日経平均株価と日銀のETF買い入れ金額の推移



(資料) 日本銀行『時系列データ検索サイト』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>) のデータを基に日本総合研究所作成
 (注) 本図における日銀のETFの買い入れ金額は、各月のETF保有残高から前月の残高を差し引いたもの。

再び急落する恐れがある」等の警告を発している。中央銀行としては、株価が特定の水準以上でなければ、必要な金融政策運営を行い得ない、などということは本来あってはならないはずだ。こうしたFedの姿勢こそが中央銀行の本来あるべき姿であると考えられる。

(3) 日銀への資本注入の枠組み検討の必要性

さらにわが国としては、日銀の財務基盤が揺らぐ事態が現実のものとなりかねない可能性が高まっていることが明らかになった以上、日銀への資本注入の枠組みの検討にも着手する必要がある。

日銀に対する政府による損失補償制度は、旧日銀法時代には規定が設けられていたものの、それが政府による広範な業務命令権と対をなしていたものであったことから、1997年の日銀の政府からの独立性獲得に伴って削除されたという経緯がある。

しかしながら、足許の状況は当時とはすでに大きく変化してしまっている。日銀はすでに、他の主要中銀にはおよそ例がないほどの規模にまで大きく資産規模を拡大し、極めて大きなリスクを抱えるに至っている。そして、今後の国内外の金融市況等の変化次第では、日銀の損失・赤字問題が現実問題として顕現化しかねないことが、今回の危機で明らかになった。今後、金融市況の進展次第ではより厳しい展開となる可能性も否定できず、そうした事態に備える必要がある。ただし、日銀への政府による資本注入が現実味を帯びる事態となれば、そうした事態に至る可能性について、十分な説明責任を果たしてきたとは到底言えないこれまでの日銀の姿勢が厳しく問われることにもなる。

通貨の「信認」は、発行主体の健全性および信用力に対する評価を源として醸成されるものである。

具体的には、開放経済下にあり、主要中銀が非伝統的な手段による金融政策運営を展開して久しい今日においてはとりわけ、①当該通貨を発行する政府による健全な財政運営が行われているか、言い換えれば、当該国の政府債務負担が、先行きの経済の潜在成長力に見合うものとなっているか、という点に加え、②中央銀行による通貨価値安定のための金融政策運営能力は十分に維持されているか、という2点が重要になる。わが国としては、今回のコロナ危機に瀕し、その収束のためのコストが高むことばかりでなく、これまで展開してきた拡張的な財政・金融政策の副作用の顕現化が懸念される事態に至っている。

以上を踏まえ、本稿の主張を改めてまとめると次の通りである。今後、不測の事態を招来して、経済や財政の安定的な運営が脅かされることのないように、わが国としては、「円の信認」を維持するうえで不可欠な、経済の潜在成長力を強化するための構造改革を断行することを大前提として、①危機収束のためのコストは現世代が責任をもって負担する枠組みを整えて、安易な国債増発につながらないようにし、実効性のある財政再建に努めるとともに、②危機が峠を越えたところで日銀の資産買い入れは停止し、以後は資産規模の縮小に慎重に着手し、時間をかけて日銀がすでに抱えてしまったリスクの低減に努め、さらには③万が一の事態に備えた日銀への資本注入の枠組みの検討に着手することが求められているといえよう。

(注16) 詳細は拙論「国家の財政運営と債務償還の在り方」(JRIレビュー Vol.2, No.41, 2017年2月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9723.pdf>、参照)

(注17) 財務省の『特別会計ガイドブック平成27年度版』による (p.170)。

(注18) 例えば、BOEの金融政策委員会のプリハ外部委員は、2020年4月23日に行ったスピーチで、こうした見解を明らかにしている (Gertjan Vlieghe, “Monetary policy and the Bank of England’s balance sheet”, speech, April 23, 2020)。

(注19) 例えば2020年5月9日付の日本経済新聞記事(「NEC『在宅勤務』追い風 前期純利益2.5倍 23年ぶり最高 セキュリティー関連好調」)のような企業の例もみられる。

(注20) 例えば、2020年5月2日付の読売新聞記事(「GAF A 全社増収 コロナ逆風下アマゾン は26% 1~3月期」) 参照。

(2021. 3. 5)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・加藤出 [2020]. 「長期化するQQEの問題点と課題」『証券アナリストジャーナル』公益社団法人日本証券アナリスト協会、2020年7月
- ・加藤出 [2021]. 「日銀ETF買いの出口政策は「香港の2つの教訓」の前例に学べ」(金融市場異論百出)『週刊ダイヤモンド』ダイヤモンド社、2021年2月13日
- ・河村小百合 [2021a]. 「コロナ危機下の米英にみる政府・中銀の役割分担とわが国の課題—危ぶまれる日銀の財務運営—」『日本総研Research Report』No.2020-006、2020年5月29日
- ・河村小百合 [2021b]. 「マネタリー・ファイナンス論争」『円債投資ガイド』時事通信、2020年5月29日
- ・櫛田誠希 [2020]. 「日銀保有ETFの行方は」『証券アナリストジャーナル』公益社団法人日本証券ア

ナリスト協会、2020年11月

- ・左三川郁子・宮崎孝史・中野雅貴・吉田光 [2019]. 「日銀のETF買い入れと地域金融のリスクストレス事象の発生で金融システム不安再燃も」『2019年度金融研究報告』公益社団法人日本経済研究センター
- ・左三川郁子 [2020]. 「危機長期化で日銀に迫る債務超過リスク」『週刊金融財政事情』一般社団法人金融財政事情研究会、2020年4月13日
- ・左三川郁子・中野雅貴 [2020]. 「日経平均が2万600円を下回ると日銀のETFに含み損—通貨発行益の源泉は国債利息から分配金収入にシフト—」『2020年度金融研究レポート② 日銀、ETF購入開始から10年』2020年12月13日、公益社団法人日本経済研究センター
- ・田中隆之 [2014]. 『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』金融財政事情研究会、2014年9月
- ・田中隆之 [2018]. 「日銀の大量資産購入とその「出口」」『証券アナリストジャーナル』公益社団法人日本証券アナリスト協会、2018年5月
- ・日本銀行 [2003a]. 『金融政策運営の課題—2003年度日本金融学会春季大会における福井総裁講演要旨（同学会創立60周年記念講演）』、2003年6月1日
- ・日本銀行 [2003b]. 『デフレと金融政策—大分大学における須田審議委員特別講義』、2003年7月2日
- ・日本銀行 [2003c]. 『自己資本と中央銀行—2003年10月25日、2003年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨』、2003年10月28日
- ・日本銀行企画局 [2009]. 「今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について」『BOJ Reports & Research Papers』日本銀行、2009年7月
- ・独立行政法人労働政策研究・研修機構 [2020]. 「Focus コロナ禍における雇用維持スキームと給付プロセス—アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス」『Business Labor Trend』2020年12月
- ・独立行政法人労働政策研究・研修機構 [2021]. 『失業保険の特例・加算措置を継続・再開—コロナ危機の追加経済対策』（https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2021/01/usa_01.html、2021年2月25日アクセス）

- ・Cynthia L. Doniger and Benjamin Kay [2021]. “Ten Days Late and Billions of Dollars Short: The Employment Effects of Delays in Paycheck Protection Program Financing”, Finance and Economics Discussion Series 2021-003, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., January 2021.

- ・Michael Fleming, Asani Sarkar, and Peter Van Tassel [2020]. “The COVID-19 Pandemic and the Fed’s Response”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, April 15, 2020, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/the-covid-19-pandemic-and-the-feds-response.html>、2020年4月16日アクセス.

- ・Haoyang Liu and Desi Volker [2020]. “The Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)”, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, May 20, 2020,

-
- <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-paycheck-protection-program-liquidity-facility-ppplf.html#more>、2021年2月25日アクセス。
- Anna Kovner and Antoine Martin [2020a]. “Expanding the Toolkit: Facilities Established to Respond to the COVID-19 Pandemic”, Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, September 22, 2020, <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/09/expanding-the-toolkit-facilities-established-to-respond-to-the-covid-19-pandemic.html>、2021年1月21日アクセス。
 - Anna Kovner and Antoine Martin [2020b]. “Market Failures and Official Sector Interventions”, Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, September 23, 2020, <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/09/market-failures-and-official-sector-interventions.html>、2021年1月25日アクセス。
 - Anna Kovner and Antoine Martin [2020c]. “The Official Sector’s Response to the Coronavirus Pandemic and Moral Hazard”, Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, September 24, 2020, <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/09/the-official-sectors-response-to-the-coronavirus-pandemic-and-moral-hazard.html>、2021年1月25日アクセス。
 - Donald P. Morgan and Steph Clampitt [2021]. “Up on Main Street” Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, February 5, 2021, <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/up-on-main-street.html>、2021年2月12日アクセス。
 - R. Glenn Hubbard and Michael R. Strain [2020]. “HAS THE PAYCHECK PROTECTION PROGRAM SUCCEEDED?”, Working Paper 28032 (<http://www.nber.org/papers/w28032>), NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, October 2020.
 - Gertjan Vlieghe [2020]. “*Monetary policy and the Bank of England’s balance sheet*”, speech, April 23, 2020.
 - Andrew Hauser [2020]. “Seven moments in Spring: Covid-19, financial markets and the Bank of England’s operations”, speech at Bloomberg, June 4, 2020.
 - HM Treasury [2018]. *Financial relationship between HM Treasury and the Bank of England: memorandum of understanding*, June 21, 2018.