

# 巨額の赤字国債は問題ないのか

河村小百合 [かわむらさゆり]

(株)日本総合研究所調査部主席研究員



コロナ対策の財源は国債発行で賅われた。本年度の新発国債の発行額は90兆円余りに達する。にもかかわらず、今後の財政運営に対する危機感は一層高まってはいないよう見受けられる。巨額の赤字国債は本当に問題ないのか。

## はじめに

新型コロナウイルス感染症の拡大で、わが国の経済と社会活動は大きな打撃を受けている。これに対して政府は、2020年度予算について、4月に第1次、5月に第2次の補正予算を立て続けに組み、医療提供体制の強化策に加え、雇用の維持や中小・小規模事業者の資金繰り支援の強化等のための大規模な経済対策を講じ、一般会計の歳出規模を当初予算から60兆円近く拡大した(図表1)。わが国として、これほど大規模な予算が組まれたことは、リーマン・ショック時にも、東日本大震災後にもなく、極めて異例の事態といえる(図表2)。また、主要先進5カ国のなか

でも、わが国の財政事情は5カ国中で最悪、失業率は最低であるにもかかわらず、コロナ対策の規模は他の4カ国を凌駕する形となっている(図表3)。わが国では、コロナ対策のための歳出の積み増し分はすべて国債の増発で賅われ、本年度の新発国債の発行額は実に90兆円余りに達する。その大部分は赤字国債である。にもかかわらず、国内では昨今、今後の財政運営に対する危機感は一層高まってはいないよう見受けられる。それはなぜか。巨額の赤字国債は本当に問題ないのか。以下では、こうした拡張的な財政運営を日銀が金融政策運営を通じて支えているメカニズムと真の問題の所在について述べることにしたい。

## アベノミクス下の積極財政を支えてきた日銀の異次元緩和

わが国の“世界最悪の財政事情”は今に始まった話ではない。一般会計の税収は2008年のリーマン・ショック直後は40兆円台にまで落ち込み、その後経済の回復に加え、消費税率を引き上げてもたかだか60兆円強にしかならないにもかかわらず、歳出規模を100兆円前後で高止まりさせ続けてきた（前掲図表2）。くる年もくる年も、約40～50兆円規模の巨額の新発国債を発行し、後の世代に付け回す新たな借金を積み重ねてきたのだ。そうした財政運営がなぜ、今日まで可能となってきたのか。

図表4は、わが国のこれまでの利払費の推移をみたものだ。一国が巨額の借金の残高を抱えつつ、財政運営を続けられるかどうかは、その借金を返せる当てがあるか、さらにそれ以前の問題として借金の残高に見合う利息を払い続けられるかどうかが重要になる。ところがわが国の財政運営をみると、これまで一貫して公債残高を積み増してきたにもかかわらず、利払費は1980年代後半から90年代にかけて、約10兆円前後で横ばいで推移し、その後2000年代半ばにかけては、増えるどころか逆に減少している。その後も大きく増えたことはない。利払費のこのような推移には、わが国経済のこれまでの足取りと日銀の金融政策運営が強く影響している（図表5）。80年代末のバブル崩壊以降、日銀は金融緩和政策を続け、2001～06年には福井総裁のもとで量的緩和、2010年末から12年にかけては白川総裁のもとで包括緩和、そして2013年春から今日に至るまでは、黒田総裁のもとで量的・質的金融緩和（以下QQE）

図表1 わが国の令和2年度予算（当初→2次補正後）における、一般会計の大まかな歳入・歳出の見取り図

（通常分+臨時・特別の措置ベース）

<歳入>	（当初）	（2次補正後）
税収	63.5兆円	63.5兆円
その他収入	6.6兆円	6.6兆円
公債金	32.6兆円	<b>90.2兆円</b>

<歳出>	（当初）	（2次補正後）
社会保障関係費	35.9兆円	<b>40.5兆円</b>
地方交付税交付金等	15.8兆円	15.8兆円
公共事業費ほか	27.6兆円	<b>79.9兆円</b>
国債費	23.4兆円	<b>24.0兆円</b>
うち債務償還費	14.9兆円	<b>15.4兆円</b>
利払費	<b>8.4兆円</b>	<b>8.6兆円</b>

<一般会計歳入・歳出総額>	102.7兆円	<b>160.3兆円</b>
---------------	---------	----------------

（資料）財務省『令和2年度予算のポイント』、『令和2年度補正予算（第2号）後の財政事情』を基に日本総合研究所作成。

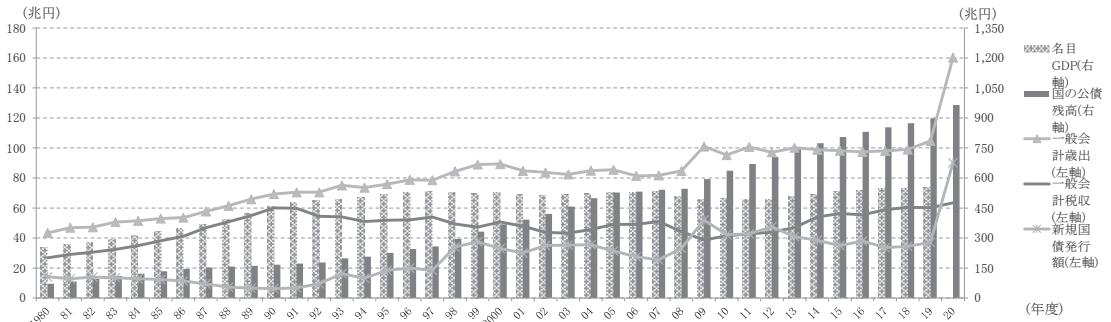
（注）太字は当初→2次補正後で増額となった項目。

を実施し、長短金利を極めて低水準で推移させてきた。図表4に示すように、財務省は毎年度の予算編成に合わせ、先行きの利払費の仮定計算結果を示しているが、近年でも決算ベースの利払費は10兆円にも届かない。仮定計算の結果と利払費の実績値との間の差（図表4中の縦の矢印で表示した部分）は、日銀の金融政策運営のおかげで、わが国の財政が節約できた利払費相当分とみることもでき、近年では年度当たり6兆円程度にも達している。これこそが、わが国が近年、拡張的な財政運営を継続できている大きな理由であるといえよう。

## 安定的な財政運営を阻むリスクは日銀に蓄積

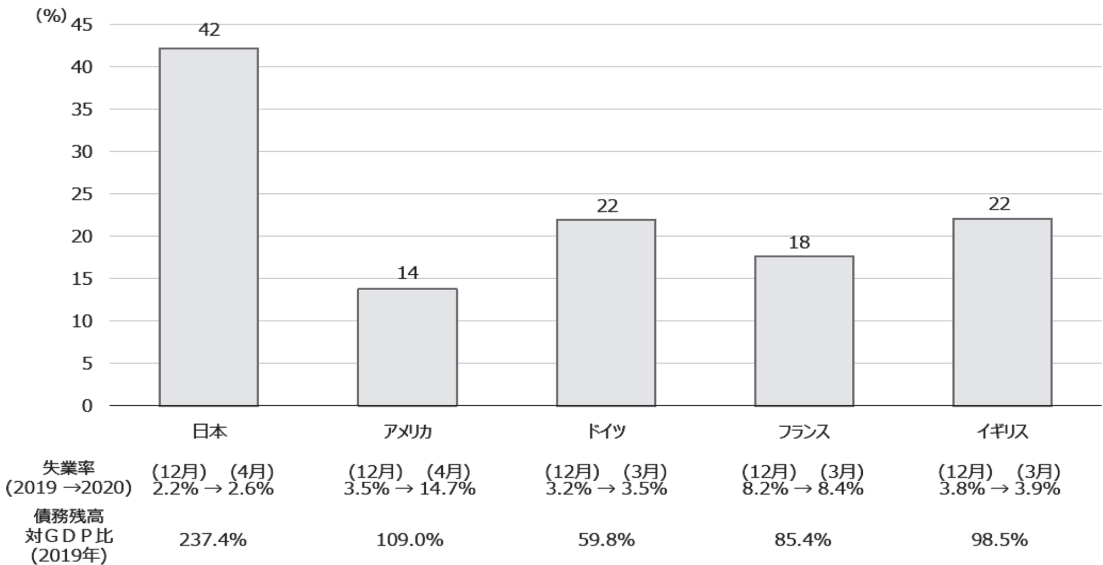
黒田総裁が日銀総裁に就任するとともにQQEに踏み切ってからしばらくの間は、“異次元”の規模で国債等の資産の買い入れが行われるようになったゆえ、その先行きを心配

図表2 わが国の財政・経済の長期推移



(資料) 内閣府『国民経済計算』、財務省『令和2年度補正予算(第2号)後の財政事情』2020年5月27日を基に日本総合研究所作成。

図表3 今次コロナ危機におけるG5各国の対策の規模(2020年5月29日時点、未定稿)



(注1) 経済財政諮問会議(令和2年4月27日)資料を基に作成。

(注2) 日本は、令和2年度第二次補正予算案に基づく。

(注3) ドイツは別途、政策金融機関に対する保証枠の拡大を実施。

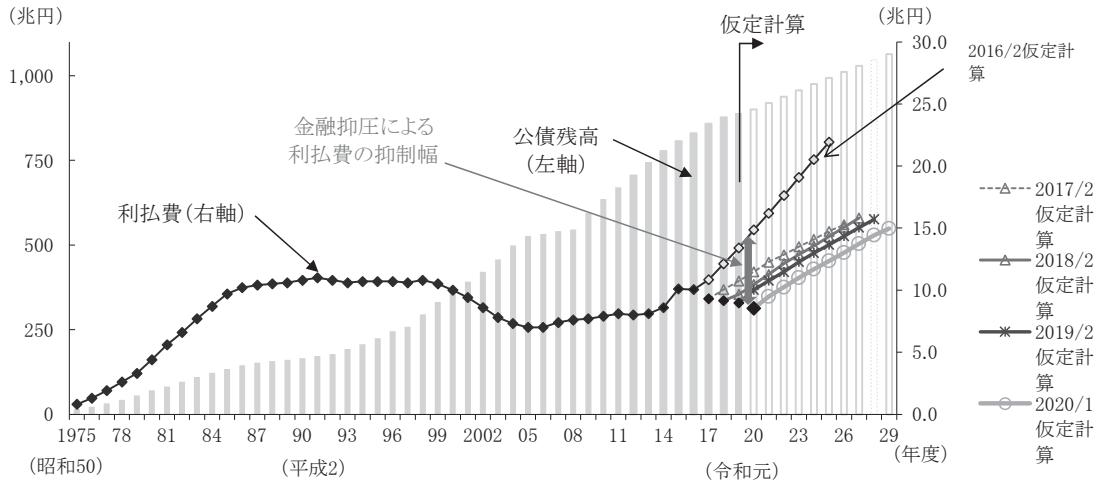
(出典) 対策規模及び失業率は各国公表資料等、債務残高対GDP比はIMF“Fiscal Monitor”(2020年4月)、GDPは各国統計における2019年(暦年)の数値。

(資料) 財務省財政制度等審議会財政制度分科会資料『令和2年度補正予算(第2号)後の財政事情』、2020年6月1日。

する声が多くきかれていた。市中から日銀が買入れられる国債が払底するのではない、いずれハイパーインフレになるのではない、といった声である。ところがそれから7年余りがたった現在、そうした事態は結局、起こってはいない。QQE導入の推進力

となった“リフレ派”に加え、近年ではMMT(現代貨幣理論)論者まで登場し、自国通貨建てで国債を発行できる限り大丈夫だ、と無制限の財政ファイナンス(中央銀行による国債引き受け)の正当性を主張している。だからこのままで何も心配せずに大丈夫ではない

図表4 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



(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。

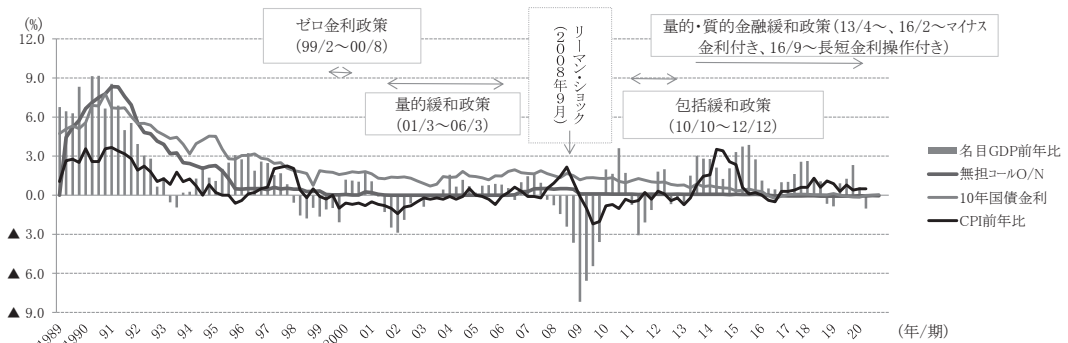
(原資料注1) 各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の〔試算-1〕(\*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。令和2年度版では、令和6年度以降、新規公債発行額は平成令和5年度の「差額」と同額と仮置き、金利は令和5年度と同水準と仮置き。

(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。

(参考) 各年度の仮定計算策定時における10年国債金利の前提値(予算積算金利)の推移 (%)

	当年度	1年後	2年後	4年後	5年後	6年後以降
2016/2月時点	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4
	当年度	1年後	2年後	4年後以降		
2017/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2018/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2019/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2020/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		

図表5 わが国の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移

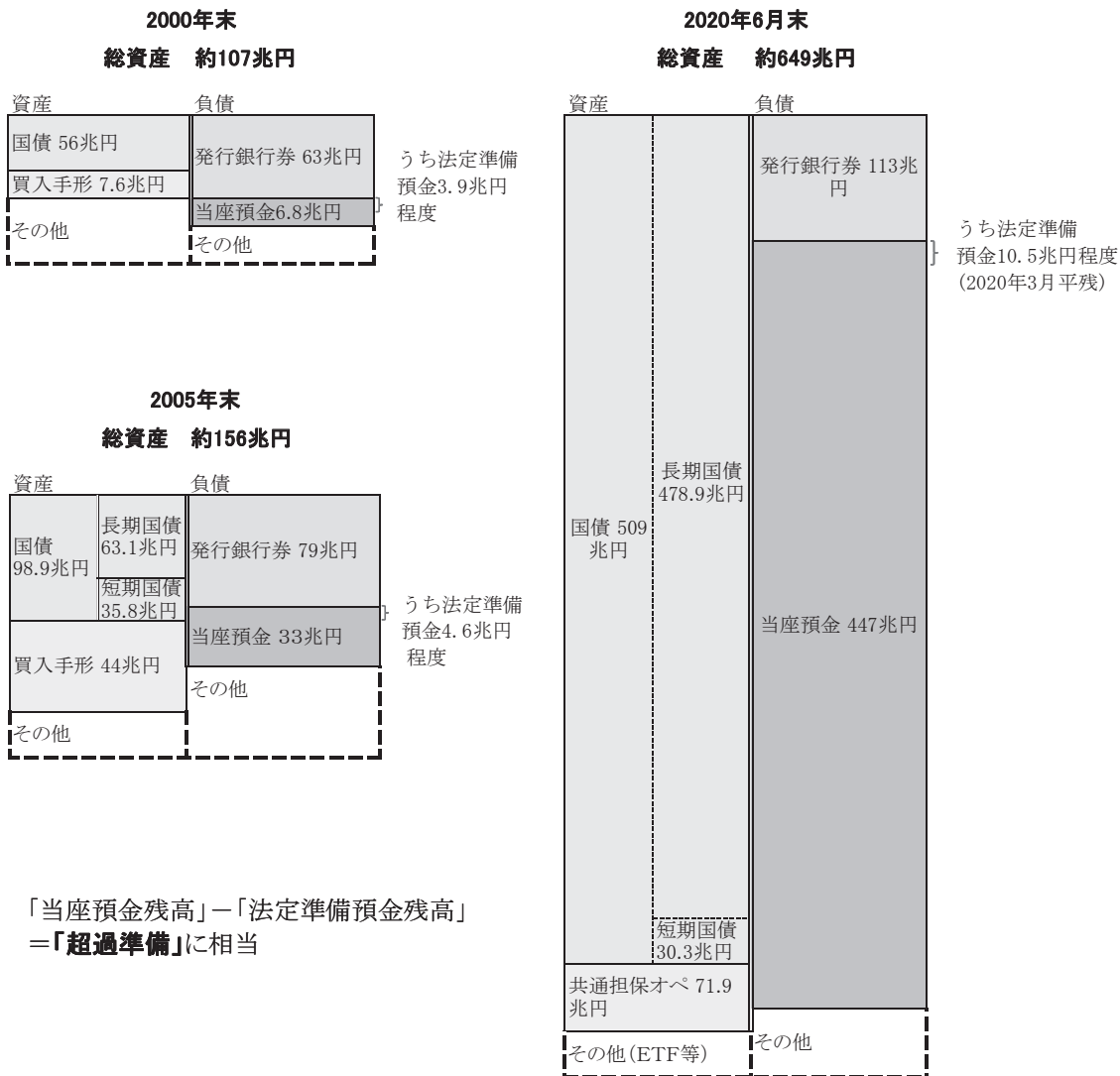


(資料) Thomson Reuter Eikon のデータを基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、総務省統計局、内閣府。

(注) CPI 前年比には消費税率引上げの影響を含む。

図表 6 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較（2000年末、2005年末と2020年6月末）



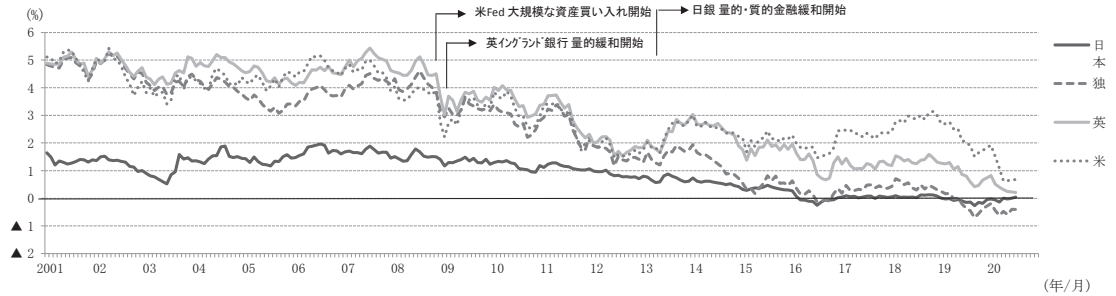
(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、「営業毎旬報告」各号の計数を基に作成。

か、と安心してよいのだろうか。そこには金融の世界の現実問題として、大きな落とし穴がある。限度を超えて国債を抱え込んでしまった中央銀行は、その後の金融政策運営を必要に応じ機動的に行えず、自国通貨の価値を制御できなくなる可能性があるのだ。

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6）、日銀に民間銀行から預けられた当座預金の大きさ

は、短期金融市場でいかに巨額の資金が“余り金”となっているかを示す。市場で金利が形成されるのは、市場にお金が余っている人と足りない人がいて、お金の貸し借りの取引が起こるからだ。誰もが巨額の“余り金”を抱えている現在、もはや、量的緩和を実施する前（同図表の左上の図）のように、少額の公開市場オペで市場から資金を吸収して短期金利の引き上げ誘導をすることはできない。

図表7 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikon のデータを基に日本総合研究所作成。

図表8 日本銀行のバランス・シート項目の内訳 (2020年6月末時点)

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,132,780
現金	2,211	当座預金	4,470,196
短期国債	303,195	その他預金	430,165
長期国債	4,788,539	政府預金	244,099
CP等	44,376	売現先勘定	108,011
社債	41,008	引当金勘定	64,101
金銭の信託(信託財産株式)	6,764	資本金	1
金銭の信託(ETF)(*1)	327,585	準備金	33,168
金銭の信託(J-REIT)(*2)	6,151		
貸付金(共通担保資金供給)	718,603		
外国為替	235,680		
その他含む資産合計	6,489,462	その他含む負債・資本合計	6,489,462

(資料) 日本銀行『営業毎旬報告(令和2年6月30日現在)』、2020年7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。

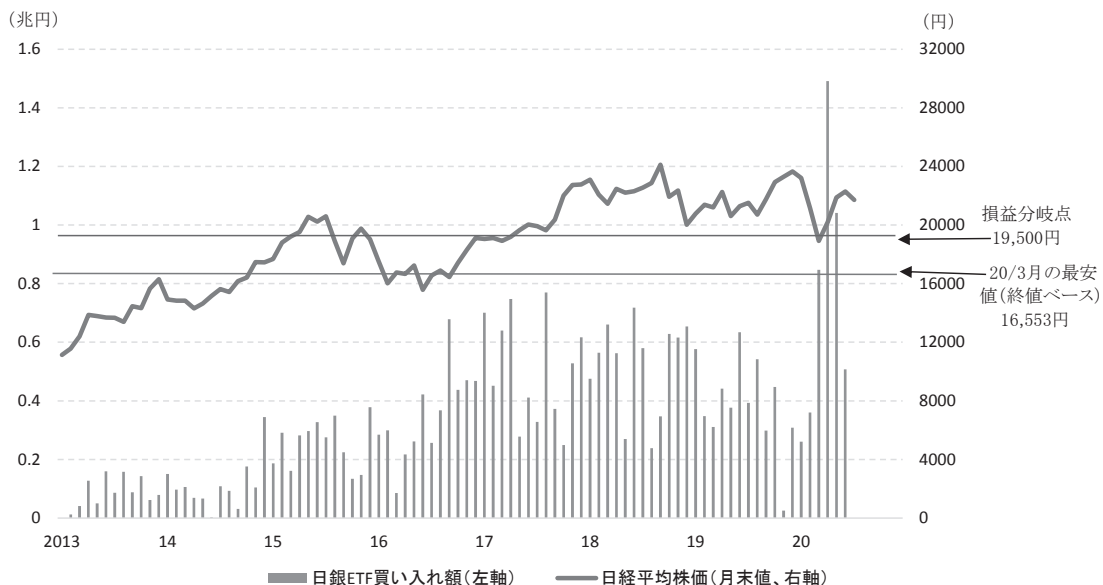
(注\*2) 信託財産不動産投資信託。

日銀も米 Fed (連邦準備制度) が行ってきたのと同様、QQE を正常化するプロセスでは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にない。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あるほか(図表7)、さらに10年国債より低いクーポンしかつかない中・短期国債も多く買い入れていること等から、日銀が保有する資産の加重平均利回りは2019年度決算時点でわずか0.3%にも届かない。ゆえに日銀は今後、短期金利をわずか0.3%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447兆円(2020年6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、日銀は年度あたり4兆円強の損失を被ることになる。日銀の自己資本が、引当金まで合わせても9.7兆円しかないこと(図表8)、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。

さらに日銀が買い入れてきたのは国債にと

図表9 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。

どまらない。その価格リスクの大きさや民間の資本取引に過度に干渉するリスクゆえ、他の主要中銀が決して手を出さない株式を組み込んだETF（信託財産指数連動型上場投資信託）の買い入れも行い、近年、そのペースを上げてきた（図表9）。ところが、その株価が今回のコロナショックで急落した。日経平均株価は3月半ばに一時、16,000円台にまで下落し、日銀が抱えるETFの含み損はこの時点で少なくとも3兆円程度に拡大した。日銀が2013年以降買い入れてきたETF全体としてみたときの損益分岐点は、日経平均株価で19,500円程度とみられている。日銀は会計処理上、ETF全体に含み損が生じた場合は将来の損失に備え、その分の引当金を計上しなければならない。実際には、決算期末の3月末にかけて、株価は日銀自身によるETFの爆買いによってやや回復したため事なきを得たが、日銀は今回、金利引き上げ誘

導局面に入る前の段階で、資本が大幅に毀損され、債務超過に転落する一歩手前の状態に陥ったのである。

一国の中央銀行である日銀が債務超過に転落するとなれば、国際金融市場で円の信認が問われる事態となり、外国為替市場で円安が進行し、その防衛のために中央銀行である日銀が金利を引き上げざるを得なくなることも十分にあり得る。しかしながら、先述の通り、日銀が金利を引き上げ誘導するには、毎年度、数兆円単位の巨額のコストがかかる。中央銀行の債務超過転落を回避するには、政府が租税資金をもって損失を補填するよりほかはないが、毎年度数兆円というのは、私たち国民がそう簡単に負担できる金額では決してない。今後、日銀が金利引き上げを余儀なくされる局面に入れば、日銀の赤字状態が長期化する可能性も高く、QQEのもとで今、この国が節減できている年度当たり6兆円と

いった規模の利払費を累計した分を上回る負担が私たち国民に降りかかってくることにもなりかねない。そうなれば、自国通貨安が急速に進展しても、日銀は必要な金利引き上げをできなくなる可能性もある。それは、財政事情が極端に悪いわが国にとっては、資本流出を誘発しかねない極めて危険な事態となりかねない。

これが、中央銀行による“事実上の財政ファイナンス”に手を染め、いつまでたっても引き返そうとはしない国が行き着くであろう姿だ。いくら赤字国債を増発しても、もう金利は上がらない、今は何の問題も生じていない、などとたかをくくっていると、いずれその代わりに起こるのはこうした事態なのだ。“リフレ派”やMMT理論の最大の難点は、中央銀行を政府と一体の存在として単純化して片づけてしまい、金融の世界で“銀行”である日銀に現実に起こり得るこうした問題点に正面から向き合おうとはせず、責任ある対応策も示してはいない点にあるように思われる。

## コロナ危機下の主要諸外国にみる 政府・中央銀行の役割分担

では、他の主要国ではどうしているのか。コロナ危機下、他の主要国においても、程度の差こそあれ、その対策のため国債が大幅に増発され、その国債を中央銀行が買い入れるなどして流動性の供給が行われている。

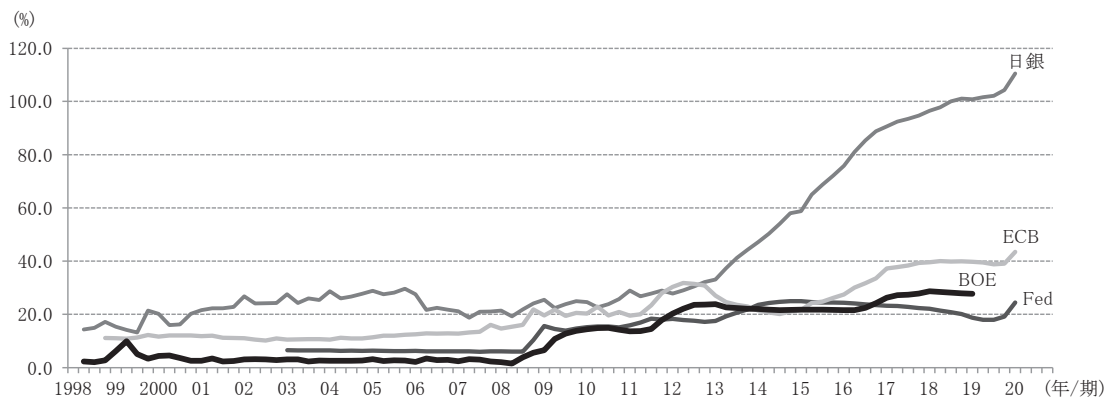
そうした海外主要国の危機対応策に共通するのは、わが国とは異なり政府と中銀の役割分担が明確なことだ。その背景には、中銀はあくまで政府から独立した“銀行”にほかならず、財務の健全性維持は最優先で尊重され

るべきで、さもなくば中銀に本来必要な、機動的な金融政策運営能力が損なわれ、通貨の信認が毀損されかねない、という共通認識がある。ゆえに中銀が担うのはあくまで流動性の供給で、損失負担はあるとしても限定的なレベルにとどめ、主な損失は政府側が負う、という設計が貫かれている。ちなみにパウエルFRB（連邦準備制度理事会）議長は、去る6月10日のFOMC（連邦公開市場委員会）後の記者会見で中銀の役割に言及し、「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」、「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」、「危機が過ぎたときには、危機対応策は工具箱にしまう」などと述べている。また、イングランド銀行（BOE）ベイリー総裁は去る6月の外部への寄稿のなかで、「積み上がったバランス・シートは、将来の緊急事態の下で政策発動の余地を制限する恐れがある。金融刺激をやめる時期が来れば、持続したペースで金利を引き上げるのを待つことなく、バランス・シートの水準調整を検討する方がよいのではないかと私は思う」との見解を明らかにしている。

図表10に示した通り、これらの中央銀行の資産規模は、日銀に比較すればまだなお相当に低い水準にとどまっている。彼らはリーマン・ショック以降、資産買い入れは行ったものの、そのペースは日銀に比較すればはるかに慎重なものにとどめ、可能な時期には資産規模の正常化にも取り組んでいた。このような彼らの将来に対する責任を強く意識した政策運営姿勢を鑑みれば、今回の危機後の収拾策についても、事態の推移をみながら、これまでと同様の姿勢で検討が進められ、機を



図表 10 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 2020 年 7 月現在、2019 年 3 月値までしか公表されていない。

捉え、粛々と実行に移されていくものとみられる。

### 求められる政策運営の方向性

以上みてきたように、「赤字国債をいくら発行しても、日銀が巨額の国債買い入れを続けている限り、問題はない」という結論には決してならない。わが国としては遠からず、①本腰を入れた財政再建と、②日銀の金融政策運営の正常化にセットで取り組む必要がある。政府と中央銀行の双方がここまで大きなリスクを抱え込んでしまった以上、いずれも、極めて困難な課題だ。その達成のためには相当な長期間にわたって計画的に取り組む必要があり、しっかりとした工程表を組んで、ブレずに財政再建と金融政策運営の正常化を進めることが求められる。

まず、財政運営の面では、急速な少子高齢化による人口減少が進むなか、今後の社会保障費をいかに賄うかを議論することはもちろん必要で、その財源としては、広く、薄く負

担する消費税が適当である。だが、それだけでは不十分である。巨額の政府債務を抱えた国が、先々安定的な財政運営を継続できるかどうかは、国債発行を継続できるかどうかにかかっている。わが国の場合は、毎年度の所要資金調達額の規模が極めて大きく、低金利環境や、日銀が国債を事実上引き受けている財政ファイナンスの仕組みが崩れれば、直ちに財政運営の継続は困難になる可能性が大きい。ゆえに、①新発国債の発行抑制にとどまらず、②既存の国債発行残高を減らし、③安易に借換債を発行しないようにするルール作りが不可欠である。②の財源としては、経済的に余裕のある国民が負担するよりほかになく、所得税ないしは資産課税、法人課税等で充当することを検討する必要がある。今回のコロナ危機の対策コストに関しても、安易に後の世代に負担を付け回してしまうことのないよう、東日本大震災後の復興債のスキームも参考に、現世代が所得税や法人税の上乗せを通じて、責任をもって負担する枠組みを整えるべきだろう。

また、日銀についてもここまで資産規模を膨らませてしまっている以上、できるだけ早いタイミングで資産縮小・正常化プロセスに入るべきだろう。すなわち、現下の危機が峠を越えたところで、国債やETF等とも新規の資産買い入れは停止し、その後は長期的な計画を立てたうえで、国債は満期が到来したものから手放し、ETFは株式市況をにらみつつ、高値で買い入れた分から、可能な限り売却損を生じさせない、ないしは最小化できるタイミングで手放していくことが求められる。市場メカニズムの回復による金利上昇を恐れてはいけない。現実を直視し、実効性のある計画を立てて、長丁場を余儀なくされるであろう財政再建と日銀の正常化に、腰を据えてブレることなく取り組むことができれば、

金利上昇はあるとしても限定的なレベルに抑えられるはずだ。

財政再建や金融政策運営の正常化への取り組みは、危機が起こってからでは遅過ぎる。そうした段階に至ってしまえば、誰がどの程度財政再建のコストを負担するのが公平といえるか、冷静に考える時間すらとれなくなってしまうであろうことは容易に想像が付き、暴力的かつ急激に、経済的弱者にも容赦ない過酷な債務調整が強いられる可能性が高いからだ。そうした万が一の事態を何としても避けるために、私たち一人ひとりが、現下の財政や金融政策運営が将来的に抱える問題点を十分に理解し、今後、自らの負担も含めた財政再建について真剣に考えていくことが必要であるといえよう。

全国市長会

# 市 政

【2020年9月号】  
第69巻 通巻818号  
定価（本体417円＋税）

## 特集 マンションを取り巻く諸問題と都市の役割 —法改正により進む、管理適正化の動き—

- 【寄稿1】 マンションを取り巻く諸問題と新たな都市自治体の役割  
—マンション管理適正化法・マンション建替え等円滑化法改正を踏まえて—  
横浜市立大学都市社会文化研究科教授 齊藤広子
- 【寄稿2】 東京で一番住みたくなるまち 板橋を目指して  
板橋区長 坂本 健
- 【寄稿3】 特定空家の老朽化分譲マンション行政代執行終了  
社会経済的災害として位置付けて  
野洲市長 山仲善彰
- 【寄稿4】 神戸市のマンション管理適正化に向けた新たな取り組み  
神戸市長 久元喜造

## 市政ルポ 埼玉県川越市

※タイトル等は都合により、一部変更になることがあります。

発行所 公益財団法人 全国市長会館

〒102-0093 東京都千代田区平河町2-4-2  
TEL 03-3262-5231 FAX 03-3261-5535