

日本銀行の債務超過転落が長期化したら、何が起ころのか

事実上の財政ファイナンスに乗じて財政再建を怠る国の末路

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 中央銀行の危険な賭け～前代未聞の金融政策は何をもたらすのか

2021.4.2 4:35 会員限定



日銀による“事実上の財政ファイナンス”に乗じて、世界最悪の財政事情にある日本がこのまま放漫財政を継続すれば、いかなる事態に陥ることになるのか Photo:PIXTA

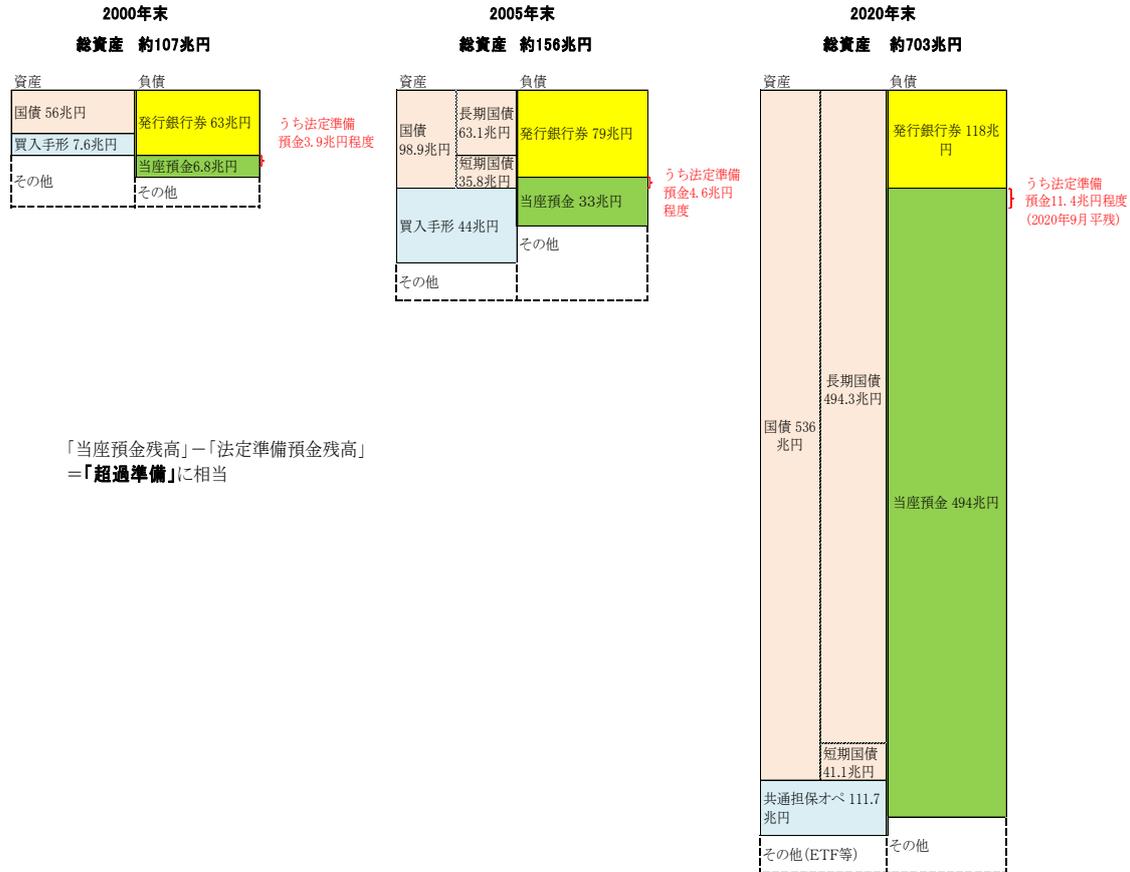
リーマン・ショック後は、どこの中央銀行も似たり寄ったりの「量的緩和」をやってきたようにわが国では報じられることが多い。しかしながら第4回までの本連載を通じ、米連邦準備制度（Fed）、イングランド銀行、欧州中央銀行の姿勢や実際の金融政策運営は、「日銀とはどうもかなり違っているようだ」ということに、読者の諸兄諸姉はもうお気づきになられたのではないかと。

連載第5回は、日銀が今の金融政策運営をこのまま続けたらどうなるのか、欧米主要中銀との違いはどこから生じるのか、そして日銀による“事実上の財政ファイナンス”に乗じて、かねてより世界最悪の財政事情にあるわが国がこのまま“放漫財政”を継続したら、いずれこの国はいかなる事態に陥ることになるのか、について考えてみよう。

“出口”局面での日銀の債務超過転落は 欧米中銀対比で大幅かつ長期化が必至

図表1は、日銀のBS（バランスシート）が過去20年間にどのように変化してきたのかを示したものだ。今や日銀の資産は500兆円を優に超える国債で溢れ返っている。これこそまさに、本来は“禁じ手”のはずの“中央銀行の国債引き受け”、すなわち“財政ファイナンス”が、財務省からの国債の直接の引き受けではないとはいえ、事実上、行われている状態を示している。そして、異次元緩和のもとで、市場の“余剰資金”が、日銀の当座預金に預けられ、いかに溢れ返っているかは一目瞭然だろう。

(図表1) 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

こうした異常な“カネ余り”状態のもとでも、中央銀行は金利を引き上げ誘導できる、ということは、実際にFedが2015年末以降、2019年まで実施していた金融政策の正常化局面でやって見せた通りだ。日銀も、銀行などが日銀に保有する当座預金へ金利を付ける（付利）という手法を用いれば、Fedと同様に短期金利を引き上げ誘導することは可能だろう。

しかしながら日銀の場合には、Fedなどとは異なる大きな問題が存在する。日銀がこれまで異次元緩和で買い入れて、資産（BSの左側）として保有している国債などについている利回りが異常に低く、負債（BSの右側）サイドで当座預金への付利の水準をわずかに引き上げるだけで、あっという間に負債サイドの利回りが資産サイドの利回りを上回り、“逆ざや”になってしまうのだ。

日銀が2020年11月に発表した2020年度上半期決算によれば、2020年9月末時点で日銀が保有する国債の加重平均利回りはわずか0.214%、他の資産を合わせた運用資産合計では0.198%しかない。これは、日銀が短期金利をわずか0.2%に引き上げ誘導するだけで、負債サイドにある当座預金への付利の水準（0.2%）が、資産サイドの国債などの加重平均利回り（0.198%）を上回り、「逆ざや」に転じることを意味する。

単純化して考えれば、日銀が短期金利を仮に1.2%に引き上げるだけで、逆ざやの幅は約1%ポイントとなり、日銀が足許で抱える当座預金が約500兆円に膨れ上がっていることからすると、日銀はこの「逆ざや」のために、毎年度5兆円の損失を被ることになる。

これに対して日銀の自己資本（資本金に準備金、引当金勘定を合算したもの）は現在、9.7兆円しかなく、短期金利が1.2%という歴史的にみればさして高くもない水準をわずか2年程度維持するだけで、日銀はたちまち債務超過に転落する、ということの意味する。

将来的な物価や金融情勢によっては、短期金利を引き上げる水準が1%そこそこで済むという保証も、またその期間が1~2年といった短期間で済むという保証も、どこにもない。となれば、日銀は長期間にわたり、多額の債務超過に陥ることになりかねない。これこそが、異次元緩和、すなわち“事実上の財政ファイナンス”に深入りしてしまった中央銀行が日本経済全体に深刻な影響を及ぼすであろう、最大の問題といえよう。

長期金利をも抑え込んだ日銀は 自身も「逆ざや」に陥りやすくなった

他方、2014年から2019年にかけて、粛々と正常化を進めていたFedでは、この間にFedが債務超過に転落した、などという話は聞こえてこない。その理由は、日米両国の中央銀行が大規模な国債買い入れに着手した時点で、市場に出回っている国債についているクーポンの水準がどの程度だったのかによる。日銀の場合、異次元緩和に着手した2013年4月の時点で、買入の主力だった10年債には高くても1%台のクーポンがついたものしかなかったのだ。これは、FedやBOEが4%や5%といった高いクーポンのついた国債を買い入れることができたのとは、対照的な事態だった（図表2参照）。

そして日銀の場合は、異次元緩和が長期化するにつれ、自らの“金融抑圧”によって、長期金利を10年物国債でもゼロ%程度という超低金利水準にまで押さえつけている結果が、近年では回り回って日銀自身が買い入れる国債についているクーポンのさらなる低下を招く、という状態に陥っている。日銀はまさに“自縄自縛”状態に陥っている、ということだろう。

要するに日銀の場合は、黒田総裁就任時点で、異次元緩和をやるとしても、すでにそれまで長年にわたって超低金利状態が継続していた、というのは動かし得ない現実で“所与の条件”だった。異次元緩和で多額に買い入れる国債に大した利回りのクーポンはついていないことは、やる前からわかっていたことだったのである。

にもかかわらず、そうした政策がもたらす顛末についての検討を他の欧米中銀のように慎重に行うことなく、日銀は異次元緩和を始めてしまい、メディアも当初は大幅な円安や株高が進んだことで“黒田バズーカ”などとはやし立てるばかりだった。



「金融政策の点検」においても 債務超過問題・出口問題には一切触れず

中央銀行の債務超過が問題視されるようになった場合、(1) 政府が国民の血税を原資に補填するか、さもなくば(2) そうした債務超過を生み出す“元凶”を縮小すべく、買い入れた資産を手放してBS規模を縮小する(=正常化する)か、そのいずれかによるしかない。

しかしながら日銀は、去る3月19日の金融政策決定会合後に公表した「金融政策の点検」においても、2016年9月の「総括的検証」時と同様、今回もまたこの債務超過問題・出口問題には一切触れず、「『物価安定目標』の実現には『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』継続が適当」とするのみだった。

この金融緩和を続けても、日銀が目標に掲げる物価上昇にはおおよそつながりそうにないことは、もはや誰の目にも明らかで、継続すればするほど日銀のBSは膨張し、BSが膨張すればするほど同じ“1%幅の逆ざや”になった際に日銀が被る損額は大きくなる。日銀が自らのBSの規模を縮小しない限り、日銀が抱えるリスクは縮小しない。にもかかわらず、今回もまた日銀は、この問題にまともに向き合おうとはしなかったのである。

利払い費年8兆円の節約という 金融抑圧の恩恵はいつまで続くか

ここで国の財政運営の現状をみてみよう。“世界最悪”の財政事情のはずが、何事もないかのように財政運営を“つつがなく”回せているのはなぜか。それはわが国の一般会計の歳入・歳出の大まかな見取り図をみれば、一目瞭然だ(図表3参照)。普通国債の発行残高は今年度末にも1000兆円にまで達する勢いだ。にもかかわらず、この借金を維持するための利払費は9兆円にも届かない額で済んでいる。これこそがまさに、日銀による“事実上の財政ファイナンス”、ないしは“金融抑圧”の恩恵だろう。

(図表3)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、一般会計の大きな歳入・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)

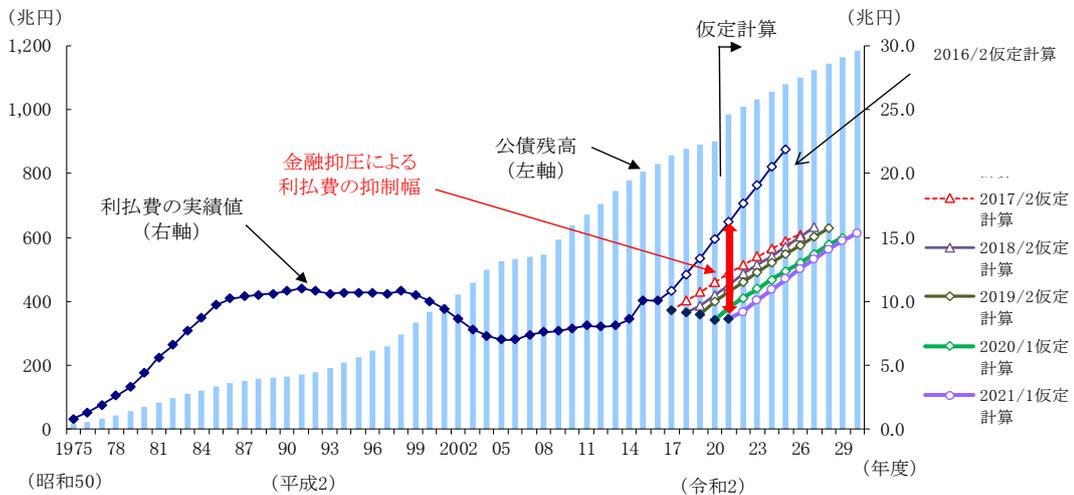
	令和2年度 (当初)	(2次補正後)	(3次補正後)	令和3年度 (当初政府案)
<歳入>				
税金	63.5兆円	63.5兆円	55.1兆円	57.4兆円
その他収入	6.6兆円	6.6兆円	8.0兆円	5.6兆円
公債金	32.6兆円	90.2兆円	112.6兆円	43.6兆円
<一般会計歳入・歳出総額>				
	102.7兆円	160.3兆円	175.7兆円	106.6兆円

	令和2年度 (当初)	(2次補正後)	(3次補正後)	令和3年度 (当初政府案)
<歳出>				
社会保障関係費	35.9兆円	40.5兆円		35.8兆円
地方交付税交付金等	15.8兆円	15.8兆円		15.9兆円
公共事業費ほか	27.6兆円	79.9兆円	n.a.	31.1兆円
国債費	23.4兆円	24.0兆円		23.8兆円
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
※基に日本総合研究所作成。

もし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』を起点として考えれば、2021年度のわが国は、コロナ危機の影響は別として、約8兆円の利払費を節減できていることになる(図表4参照)。

(図表4)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、新規公債発行額は平成令和6年度の「差額」と同額と仮置き、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。

仮に今後、日銀が金利を引き上げざるを得ない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長年のツケが、後年に回ってくるとみることもできよう。

金利引き上げ局面に入った場合 注視すべき2つのポイント

この局面で注意すべき点が2つある。1つは、日銀が金利を引き上げる局面に入れば、政府の利払費もそれに従って膨張することだ。図表4に示した財務省の『仮定計算』は、10年金利がたったの1.1～1.3%に上昇するだけで、利払費は数年のうちに15兆円前後にまで膨張することを示す。利払費の増加分の6兆円を、いったいどこからひねり出せるというのか。国の台所も一気に火の車となり、とても日銀への損失補填どころではなくなるだろう。

そしてもう1つの注意すべき点は、日銀の債務超過が問題視される局面に入った場合、政府が国債を増発して日銀に事実上引き受けさせ、それによって財政資金を捻出すること、それを原資に日銀の赤字を補てんすることは、もはやできなくなることだ。この期に及んで日銀が国債をさらに引き受ければ、日銀のBSを膨張させ、債務超過幅を膨らませることになるからだ。

この国は、本当にそういう事態に陥るまで、今自分たちがやっている“事実上の財政ファイナンス”の修正に着手することはできないのだろうか。それとも、当事者である当局者のみならず、世論を含む国全体として、問題から目を逸らし続けるのだろうか。

そして、日銀がひとたび、現実に赤字ないしは債務超過という状態に転落する局面に入れば、それが2～3年といった短期間で済む保証はどこにもない。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増税の形で突きつけられる可能性も否定できない。2%の物価目標も達成できず、国民に巨額の負担をつけ回した長期間にわたる異次元緩和はいったい何だったのか、ということになるだろう。

金利を上げたくても上げられない 日本銀行が直面する帰結

では日銀はもう、金利など上げなければよいではないか、と思われるかもしれない。確かに今のような低成長・低インフレ状態、そして円の外国為替相場も安定している状態が永遠に続くのであれば、そうかもしれない。

しかしながら、現実はいかに甘くはないだろう。前掲図表2でみたように、海外主要国の長期金利は、米国を中心にすでに上昇に転じている。為替相場は様々な要因で動くが、長い目で見たときに一番根強く作用するのは内外の金利差だろう。ドル金利が上昇し日本が低いまま内外格差が拡大一方となれば、間違いなく円安方向に作用する。

いかに国内経済が弱くても、輸入物価が上昇すれば国内物価もあっさりと上昇に転じ、中央銀行が短期金利を引き上げることができなければ、国内の物価上昇は抑えられず、外国為替市場で自国通貨安が一段と進展してしまい、まさに円安→物価上昇→円安というサイクルに「火に油を注ぐ」事態になりかねない。

そして、日本のように財政事情が極端に悪い国にとっては、それは、自国内からの大規模な資金流出につながりかねない、極めて危険な事態でもある。自分の国はもうあと数日で財政破綻しそうだ。今日は1ドル=130円だが、明日になったら1ドル=140円になってしまうかもしれない、となったら、皆、一刻を争う形で大慌てで、自分の円資産を少しでも有利なレートでドルに替えようとするだろう。中央銀行が「金利を上げたくなければ上げなければよい」という対応は、いつまでも続けられるわけではないのだ。

アイスランドの悲劇に見る 「通貨の信認が失われる」事態とは

通貨には財政運営の手段、というもう1つの顔がある。財政運営に必要な租税を国民の合意によって徴収することができなくなれば、財政運営はいずれ行き詰まることになる。そうなると、第2次世界大戦後の日本やドイツのごとく、預金封鎖や通貨交換を行い、有無を言わせぬ形で国民の資産を暴奪して、積もりに積もった借金の帳尻合わせに出るのが大抵の政府の常套手段だ。

国民の側もそれをよくわかっているから、自分の国の財政運営が本当に危ないと思えば、預金の引き出しや国外への資金逃避が加速する。そういう事態に陥ったとき、当初は中央銀行が政策金利をできる限り引き上げて、資金流出を止めようとするだろう。しかし国際的な資金の移動が自由な今日、それでも資金流出が止められなければ、そうした国が採り得る手段はただ1つ、国際的な資本移動に規制をかけて自国の財政と経済の崩壊をくい止めるより他にない。

そのようなことは、新興国レベルの話ではないかと思われるかもしれない。ところが近年、先進国の中にも、リーマン・ショック以降、実際にそうした悲惨な事態に陥った国が複数存在する。アイスランド、キプロス、ギリシャの3カ国がそれだ（図表5参照）。資本移動規制は、先進国にとっても歴史の本に出てくるような昔話ではないのだ。

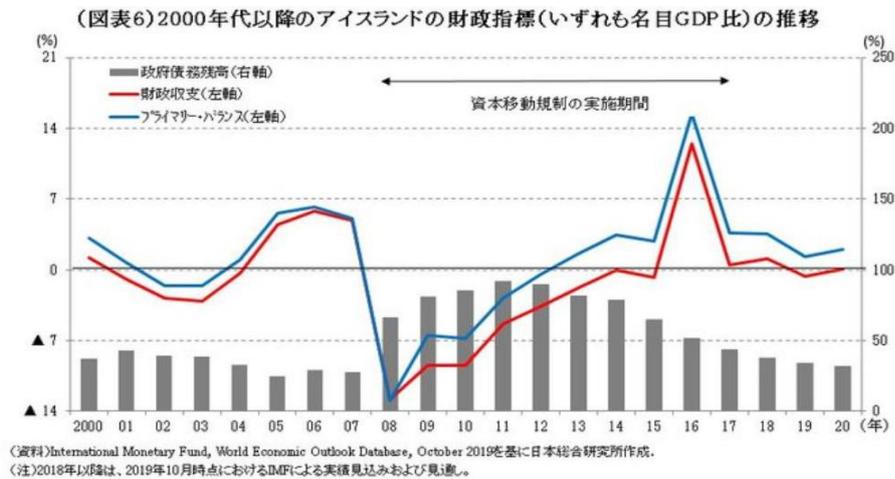
（図表5）リーマン・ショック後に国内債務調整（事実上の財政破綻）状態に陥った先進国の資本移動規制実施期間とその原因

国名	資本移動規制		その原因	
	時期	期間	民間銀行の過剰なリスク負担	放漫財政
アイスランド	2008年11月～2017年3月	8年4カ月	○	
キプロス	2013年3月～2015年4月	2年1カ月	○	○
ギリシャ	2015年6月～2019年9月	4年3カ月		○

（資料）IMF資料、各国資料を基に日本総合研究所作成。

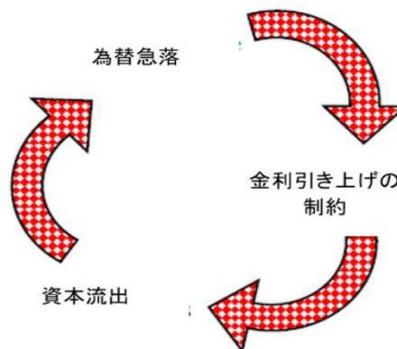
アイスランドを直撃した 「三つ巴の負の連鎖状態」

アイスランドは2008年の金融危機以前は“超”健全財政国だった（図表6参照）。2008年、同国をリーマン・ショックが直撃し、株価や地価といった資産価格は暴落し、欧州大陸向けに派手にビジネスを展開していた3大銀行は相次いで経営破綻、その救済のために、アイスランドの財政事情は急激に悪化した（図表6参照）。同国通貨アイスランド・クローナは、外国為替市場で売りを浴びせられて急落。アイスランド中央銀行は当初、政策金利を18%にまで引き上げてクローナを防衛しようとしたが、国内の経済や財政運営のことを考えれば金利の引き上げにも限度があり、市場の圧力に抗し切れなくなった。



当時のアイスランドはまさに、「為替の減価（急落）」と「金融引き締め（限界）」、「資本流出」がまさに三つ巴で負の連鎖状態に陥るといって、「為替急落を引き金とする金融危機」の典型的な状態（図表7参照）に陥ったのである。同国に残された選択肢は国際的な資本移動規制で2008年11月に導入された。他に方法はなかった。これこそが「通貨の信認が失われた」事態だ。

(図表7) 為替急落時の金融危機のメカニズム



(資料) Anton Korinek and Damiano Sandri [2015].
"Capital Controls or Macroprudential Regulation?",
IMF Working Paper WP/15/218, IMF Research
Department, October 2015, p4 Figure 2を参考に日本総合研究所作成。

アイスランドはその後、IMF（国際通貨基金）から一定の支援は受けたものの、基本的には自力で経済と財政を立て直すことを余儀なくされた。国民が政府に納める、ありとあらゆる税や手数料が5割増し、2倍、といった水準に引き上げられた。島国ながらそうした重税に耐えかね、全人口の実に2~3%が国外に流出したとみられている。これは日本に置き換えれば、大阪市と広島市の人口がまるごと国内から消えるレベルの事態に相当する。

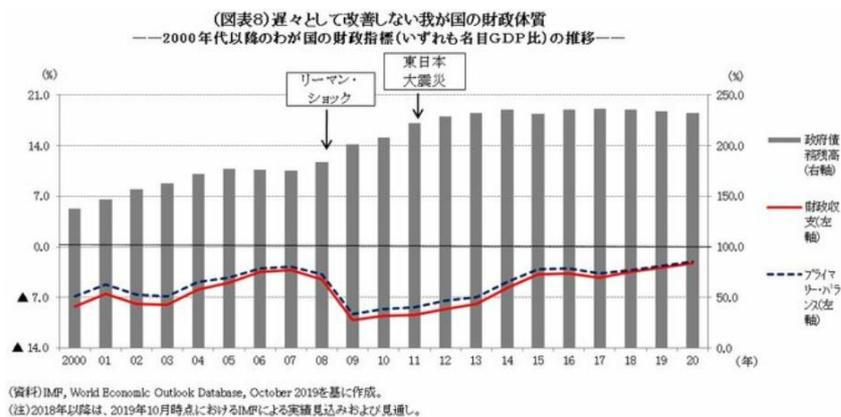
その後の同国内の事態の推移は悲惨極まりないものだ。2010年の年始早々には、金融危機の元凶となった民間銀行の子会社の頭取の邸宅が“焼き討ち”にあっている。2012年4月には、危機時に首相の座にあったホルデ氏が、危機を招来した過失を問われ、有罪判決を下されてもいる。

金融とは、つくづく恐ろしいものだ。好況に浮かれて過剰なリスクを抱え込んでしまうと、ひとたび情勢が変化したとき、あっという間に一国の経済や社会秩序を崩壊させてしまうのだ。そして、アイスランドが国民の重い負担によって財政運営を改善し、何とかこの資本移動規制を解除できたのは2017年3月、実に8年4カ月後のことだった。

前掲図表5が示すように、こうした例はアイスランドにとどまらない。その原因は、（1）放漫財政や、（2）民間銀行の過剰なリスク負担だ。

「放漫財政」と「事実上の財政ファイナンス」を長期に行い続けるわが国の行く末

この間のわが国の財政運営の推移をみてみよう（図表8参照）。左右の目盛は図表6のアイスランドと同じにしてあるので、比較してご覧いただきたい。財政収支も、そこから利払費を除いたプライマリー・バランス（基礎的財政収支）も、黒字化のめどは一向に立っていない。財政事情の悪さは、この間の2度にわたる消費税率引き上げで対処できるレベルでは到底なく、財政再建は一向に進んではいないのだ。



そのわが国では、アイスランドなどの欧州の事例とはやや異なるが、まさに（1）放漫財政と、（2）中央銀行の過剰なリスク負担、という問題が一段と深刻になっているといえよう。中央銀行は国の信用の根幹だが、“銀行”であることに変わりはない。その中央銀行が自ら背負える範囲を大きく超えた過剰なリスクをとって、損失が現実のものとなれば、それが国全体に与える打撃の大きさは、民間銀行のケースの比ではないだろう。

モノや資本の移動が自由な開放経済の下で、中央銀行が金融政策運営能力を事実上喪失した例は、歴史的にみてもおそくないだろう。アイスランドの場合は、危機時にも中央銀行は健全であったゆえ、曲がりなりにも政策金利を18%まで引き上げてクローナの防衛を試みることができた。ところが今の日銀の場合には、政策金利をわずか1%に引き上げることすらできるかどうか、それで日銀の財務運営が回せるかどうか、覚束ない状態にあるのが現実なのだ。

近年、円ドル相場は円安方向にジリジリと進みつつある。円安のレベルが1ドル=120円くらいまでであれば許容範囲かもしれないが、その先のどこかにあるいわば“臨界点”を超えて円安が進展したとき、国内からの資金流出が加速し、日銀が自らの財務運営の悪化がネックとなって金利を思うように引き上げられない事態が一気に表面化して、資本移動規制に追い込まれる可能性は否定できない。国内経済が人口減少で縮小するなか、海外にビジネスの活路を見出している日本の主力企業にとって、これは死活問題となる。

これこそがまさに、中央銀行の“事実上の財政ファイナンス”に乗じて、本来行うべき財政再建をないがしろにしてきた国が、最終的に行き着く先の姿だろう。そして日銀は、「超低金利の国債」以外にもう1つ、「ETF」という爆弾を抱えている。今回はこの点を含め、コロナ危機後の対応についてみることにしたい。

（日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合）

DIAMOND online 2021年4月2日 4:35 公開から抽出し作成