

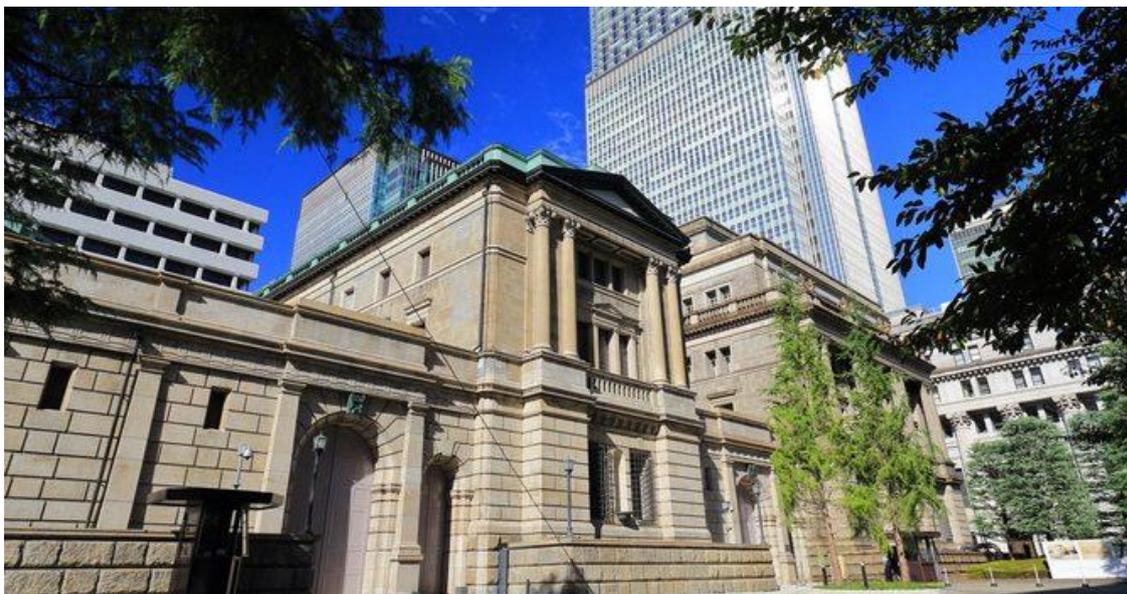
終わらせ方の議論なき日銀の金融政策は、まるで第二次世界大戦の日本軍

## 繰り返される危機における政府と中央銀行の役割とは

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

2021.4.16 4:40 会員限定



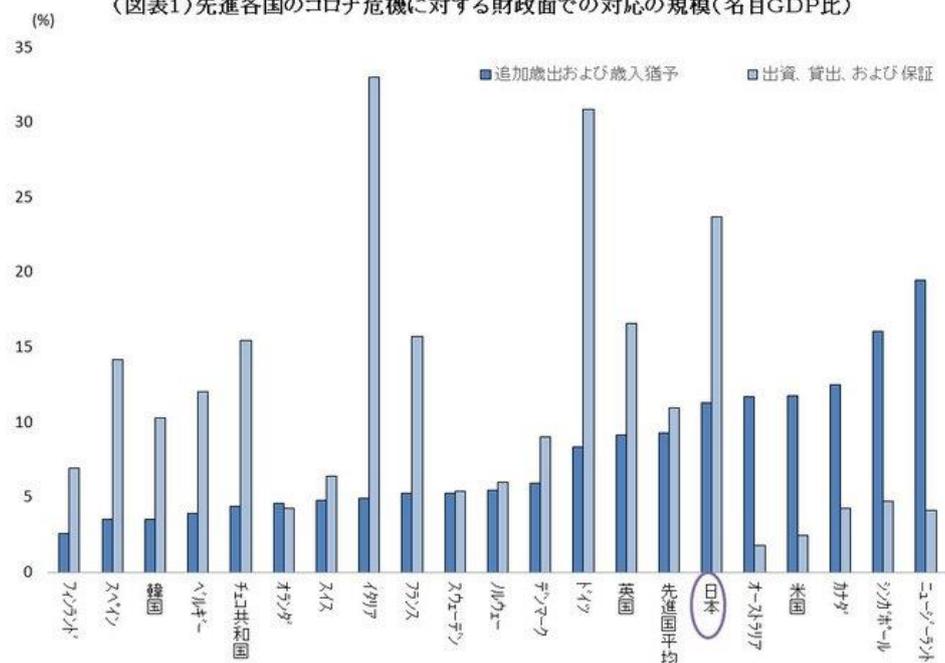
繰り返す危機に、政府と中央銀行はどのような役割分担で対応すべきか。欧米各国とわが国との間では、この考え方に大きな違いがある  
Photo:PIXTA

わが国をはじめとする各国がコロナ危機に見舞われて、はや1年が経過した。繰り返す危機に国としていかに対応するか。その際、政府と中央銀行はどのような役割分担で危機対応を行うべきか。欧米各国とわが国との間では、同じ市場経済下にありながら、この点についての考え方に大きな違いがあることを、コロナ危機は改めてあからさまにする結果になった。連載最終回は、その違いが何をもちたすのかをみてみよう。

### 欧米主要国と大きく異なる わが国の危機対応の考え方

2020年春以降、コロナ危機に瀕したわが国をはじめとする各国の政府は、急激な打撃を受けた人々の雇用の維持や企業の事業活動の継続に向けて、大規模な経済対策を講じた。その規模を主要先進国について比較すると（図表1参照）、わが国は追加歳出（歳入猶予を含む）の面でも、出資・貸出・保証の面でも、先進国平均を大きく上回る規模でコロナ対策を講じてきたことがわかる。

(図表1) 先進各国のコロナ危機に対する財政面での対応の規模(名目GDP比)



(資料) IMF, Fiscal Monitor, October 2020, p2, Figure1.1を基に日本総合研究所作成。  
 (原資料) Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, およびIMFスタッフ推計。  
 (原資料注) 2020年9月11日時点での各国公表ベース。  
 (注) 歳入猶予とは、当初予定していたが得られなかった歳入の意味。

また、日銀をはじめとする主要中央銀行も、こうした政府の対応に足並みを揃える形で、2020年春先以降、危機対応の政策運営を展開してきた。国債等の買い入れ強化によって自国通貨建ての巨額の流動性を市中に供給してきたことに加え、特に同年春先から夏前にかけては、国際金融市場でひっ迫しているドル資金を、中央銀行間でのスワップ取引(米Fedからドル資金を自国通貨建て資金と交換する形で各国中銀が借り入れ)を基に大規模に供給するオペレーションも行われた。

さらに社債等の買い入れや、国によっては政府の後ろ盾を得て今回の危機対応策として特設された資金供給ファシリティを活用しての企業の資金繰り支援策も展開されてきた。

コロナ危機の発生からすでに1年あまりが経過する今、振り返ってみれば、欧米主要国や主要中銀による危機対応には、以下の3点のような共通点があることがわかる。

- (1) 政府や中央銀行による公的介入は、あくまで危機時に民間セクターによる機能不全が発生している間に限る。
- (2) 中銀の役割はあくまで流動性の供給にとどめ、それが損失負担を伴う可能性がある場合には、政府が損失負担の責任を持つ。
- (3) 危機が峠を越したところで、危機対策の財源をいかに確保するかを明確にする。

ところが残念ながら、これらのすべてについて、わが国で今まさに現在進行形でとられているコロナ対策は（コロナ禍に陥る前からとられている政策運営も含めてではあるが）、こうした欧米主要国の考え方とはいずれの点についても相容れないものとなってしまっている。順にみてみよう。

## 当局の資金供給や資産買い入れという名の介入はあくまで民間の機能不全の期間に限る

まず問題になるのは、危機時の当局の介入をいつまでやって手を引くのがよいのか、という問題だ。

たとえば米国では、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なども対象とする様々な資金供給ファシリティを導入した（図表2参照）。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ある。

リーマン・ショックとは大きく異なる今次コロナ危機の性質を鑑み、Fedが“社会的距離の確保”のために大きな打撃を受けた分野を中心に、中小企業が事業を継続でき、雇用が維持されるように、中央銀行として金融面からいかに支援できるか、腐心した様子が窺われる。

（図表2）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  
（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・ショック時の設置の有（OED）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、21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19日	36	2020年12月31日	230	6
CP資金繰り	○		○	3月17日	4月14日	28	2021年3月31日	351	4
プライマリ・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月に3月末終了外で再開 3月8日延長決定 2021年6月30日	440	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・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 Clauppitt, "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、およびFRB, "Federal Reserve Board announces it will extend its Paycheck Protection Program Lending Facility, or PPP L.F., by three months to June 30, 2021", news release, March 8, 2021本誌と日本経済研究所作成。  
（原資料）Federal Reserve (H.4.1).  
（注）着色（緑）のファシリティはすでに終了したものを示す。

もっとも危機はすでに峠を越え、これらのファシリティが最初から“フリーライダー”（ただ乗り）を排し不必要な利用を長引かせない設計となっていたことや、米国経済界に根強い“自主独立の気風”もあって、ほとんどのファシリティの利用は目に見えて減少しており、2020年末～21年3月にかけて、「給与保護プログラム流動性ファシリティ」を除く全てのファシリティは終了している。

また、英国でもイングランド銀行が、危機対応策として「コロナ企業ファイナンス・ファシリティ」（CCFF）を設け、民間銀行経由での資金供給を行ったが、2020年9月時点で、その利用実績は米国同様頭打ちとなってきたことから、2020年3月の設置から満1年をもって終了することが決定され、実際にもその通り、2021年3月で終了されている。

この間、米英両国ともコロナウイルスへの感染拡大はなかなか収束せず、英国ではロックダウンも数次にわたり行われていた。しかしながら、両国ではこのように経済政策運営の面でいつまでもダラダラと「危機モード」が引き延ばされるようなことは決してなかった。

実際には、危機対応ファシリティの利用実績が減少していく状況を踏まえ、あくまで経済や金融の情勢から冷静に判断する形で、「国や中央銀行といった当局は、民間セクターの機能に取って代わるべきではなく、しかるべき時期が来たら、民間セクターによる市場機能の発揮を尊重すべく、市場への介入から速やかに手を引く」という考え方が貫かれたのである。

## 日本だけがズルズルと支援策を継続している

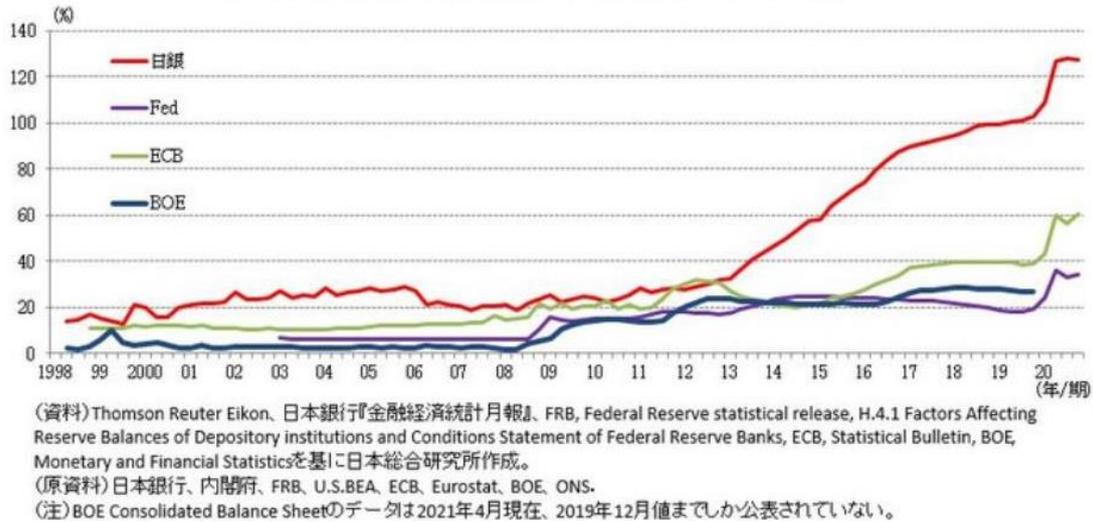
これに対して日銀の対応をみると、コロナ対策としてCPや社債等の買い入れの増額や「新型コロナ対応金融支援特別オペ」を実施してきたが、2020年12月の金融政策決定会合で、これらの期限を2021年9月末まで延長することが決定されている。わが国においては、当局および世論の双方に、ともすれば“弱者救済”を正当化しがちな風潮がかねてから根強く、支援への“フリーライダー”を排する枠組みの設計上の工夫も不十分で、今回の危機でもまた、当局による支援がズルズルと長引きそうな雲行きになってしまっている。

こうした政策対応は現下のコロナ危機に始まったことではなく、リーマン・ショック後の政策対応も同様であり、危機の震源地であった欧米各国が危機から2年が経過する頃には支援策から速やかに手を引いていく中で、わが国のみがズルズルと支援策の発動を継続していたのが現実だった。それが民間セクターによる市場機能や金融仲介機能の健全な発揮を損ね、ひいては経済の新陳代謝を遅らせ、国全体の潜在成長力を伸ばすうえでの足かせとなってしまっていることは間違いなからう。

## すでにBOEは「金融政策正常化策」の検討にも着手

欧米主要国のこうした考え方は、中央銀行の本来の金融政策運営の面でも貫かれている。今次コロナ危機のもと、確かに各主要中銀は国債等の買い入れによって、危機対応のための巨額の資金供給を行い、決して日銀ほどではないが、その資産規模を大きく拡大させた（図表3）。しかしながら、彼らは決して、自らの資産規模を拡大させたままでよいなどとは考えてはいない。

(図表3) 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



リーマン・ショック後、コロナ禍到来前までの局面では、BS (バランス・シート) の正常化を最も進めていたのはFedだったものの、今次コロナ危機後においてはBOEが主要中銀の先陣を切るようになるのかもしれない。

コロナ禍のさなかの2020年3月に就任したベイリーBOE総裁は、今や主要中銀のトップのなかでは唯一のエコノミスト出身であるが、2020年6月には早くも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、金利を続けて引き上げられるようにな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。

同総裁のリーダーシップのもと、BOEはすでにコロナ危機後を見据えた金融政策運営の在り方の検討に着手しており、2021年2月の金融政策委員会では、BOEのスタッフに対して正常化策の案を検討するよう指示が下されている。

かたや日銀は、同年3月に「金融政策の点検」を実施しつつも、買い入れた国債やETFで膨れ上がったバランス・シートをこの先一体どうするつもりなのか、この期に及んでも一切言及することはなかった。BOEと日銀とでは、なんと大きな姿勢の違いであろうか。すでにあちこちで指摘されていることではあるが、「終わらせ方の議論なき日銀の金融政策」は、まるで第二次世界大戦時の日本軍のようだ。

## 欧米主要国では明確な政府と中央銀行の役割分担

2番目の問題は、危機時の介入の際、政府と中央銀行との間でどのように役割分担するか、ということだ。欧米主要国では、中央銀行が危機対応時に担う役割はあくまで流動性の供給で、それに伴う中央

銀行の損失負担はあるとしてもごく限定的なレベルにとどめ、発生する損失の主たる部分は政府側が負担する、という設計が貫かれている。

その背景には、中央銀行はあくまで政府から独立した「銀行」にほかならず、こうした危機対応の局面においても財務の健全性維持を最優先で尊重する必要があり、さもなくば中央銀行に本来必要な、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る事態を招来しかねない、という共通認識がある。

ちなみに、Fedが今次コロナ危機に際して設置した資金供給ファシリティのほとんどには、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た。パウエルFRB（連邦準備制度理事会）議長は、2020年6月に「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」などと述べている。

ところが、翻ってわが国をみると、日銀は上述のような危機対応プログラムを通じて、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、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は存在しない。

2020年5月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。

## 株価次第で莫大な評価損が発生 日銀が買い入れたETFの脅威

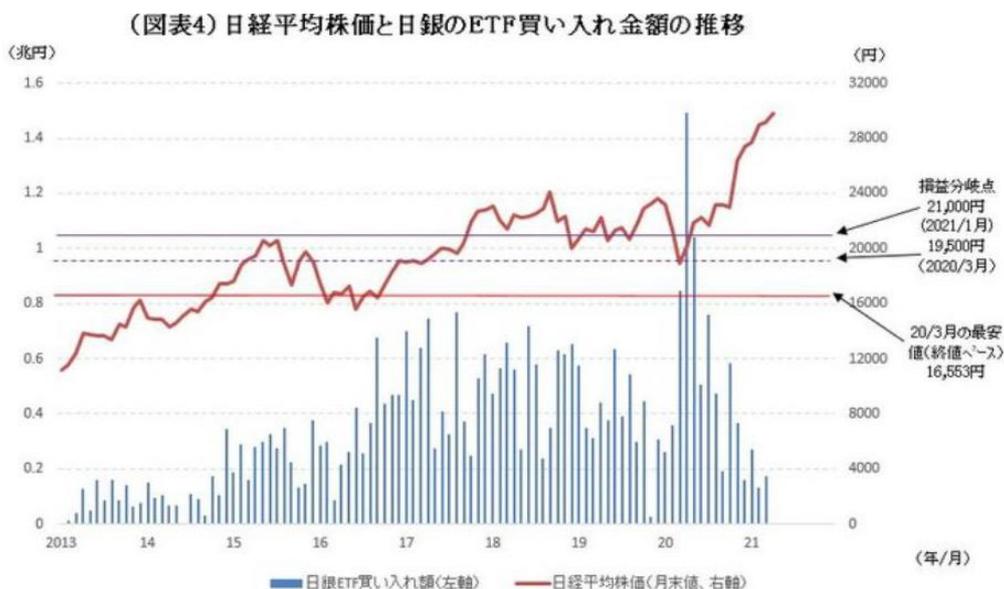
そして日銀の場合、金融政策運営に伴って発生し得る損失をどうするのか、という点について、さらに大きな問題を抱えていることが、コロナ危機で露になった。

2020年3月にわが国でも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（信託財産指数連動型上場投資信託）にも、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のである。

このETFについて、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月末時点（日経平均株価で1万9000円程

度)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(1万7000円台)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(図表4参照)、日経平均株価はやや持ち直し、期末の3月31日には1万8917円で引けた。



(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。

日銀のETF保有残高は足許(2021年3月末)ではすでに35兆円を超えるに至っている(図表5参照)一方、日銀の自己資本は準備金や引当金まで合わせてもわずか9.7兆円程度しかない。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この指摘(\*1)も出ている。

(\*1) 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

(図表5) 日本銀行のバランス・シート項目の内訳(2021年3月末時点)

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,160,117
現金	1,992	当座預金	5,225,703
短期国債	363,882	その他預金	268,024
長期国債	4,957,770	政府預金	369,179
CP等	28,765	売現先勘定	5,948
社債	74,985	引当金勘定	64,101
金銭の信託(信託財産株式)	5,665	資本金	1
金銭の信託(ETF)(*1)	358,796	準備金	33,168
金銭の信託(J-REIT)(*2)	6,575		
貸付金(共通担保資金供給)	1,258,403		
外国為替	73,512		
その他含む資産合計	7,142,299	その他含む負債・資本合計	7,142,299

(資料) 日本銀行『営業毎旬報告(令和3年3月31日現在)』、2021年4月7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。

こうした事態に対して日銀は、コロナ危機対応の一環としてETFの買い入れペースを一段と上げ、いわば“高値掴み”分を一段と増やした結果（前掲図表4参照）、2021年1月時点では、日銀が保有するETFの損益分岐点は、日経平均株価で2万1000円まで上昇していることが、国会での黒田総裁の参考人質疑を通じて明らかにされている。

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、日銀による巨額の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であろう。

しかしながら、株価が2020年3月半ばのような安値水準に陥れば、日銀は国庫納付金を全額カットしても足りず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、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。

にもかかわらず、わが国では今もなお、日銀がこのようにしてこの先被ることになりかねない巨額の損失をどうするのか、政府との間で何らかの検討がなされているのかすら明らかにされていない。そして日銀がこの先、経済・金融情勢の変化によって金利の引き上げ誘導を行わざるを得ない局面に入れば、本連載でこれまで繰り返し指摘してきたように、資産－負債間での逆ざや状態が恒常化し、日銀の赤字、ひいては債務超過転落やその金額面での拡大および長期化は必至、という情勢なのである。

なお、リフレ派の中には、「民間銀行の債務超過と中央銀行の債務超過は異なる。中央銀行には実質的に債権者がいないので問題ない」と主張する向きがあるやに聞く。そんなことはない。図表5をみていただきたい。

日銀が発行する銀行券は、私たち家計や企業、民間銀行が持っていればバランス・シート上の「資産」になるが、日銀にとってはれっきとした「負債」だ。民間銀行が日銀に預ける「当座預金」も日銀にとっては負債だ。要するに、日銀に対する債権者は、銀行券を保有する私たち国民や、日銀に当座預金を預ける民間銀行、ひいてはその民間銀行に預金を預けている私たち国民なのだ。

広く世界中で円資金に絡んだ投資や取引を行っている外人投資家も、日銀に対する債権者に含まれるだろう。中央銀行の債務超過とは、国民や世界の投資家に対して、自国の通貨として銀行券や当座預金を提供している中央銀行が、その価値の裏付けに足るだけの十分な資産を持っていない状態に陥ったことを意味する。

中央銀行が銀行券等の裏付けとして、まともな利息も付いておらず元本がきちんと償還されるかも定

かではない国債や、大幅に値崩れした株式しか保有していない、それがすぐに改善される見通しも立たず、国から補てんしてもらえないわけでもなく、長期間ほったらかしにされそうだとわかったら、たちまちその中央銀行の銀行券は信用を失い、紙くず同然となるだろう。だからこそ、「中央銀行の債務超過」を安易に見過ごしたり、放置したりするわけにはいかないのだ。

## 危機対応策の財源をどう確保するか 独英米では増税を財源にすると公表

3番目の問題は、コロナ危機下での財政面での対策の最終的な財源をどう確保するか、という問題だ。各国とも、危機に瀕した時点では時間的な余裕がないため、軒並み国債の増発によって当面の対策資金を調達したことはわが国と同様だ。しかしながら、国債発行によって市場から借り入れた資金はいずれ、国民が納める租税によって償還しなければならない。欧米主要国ではその検討も進められている。

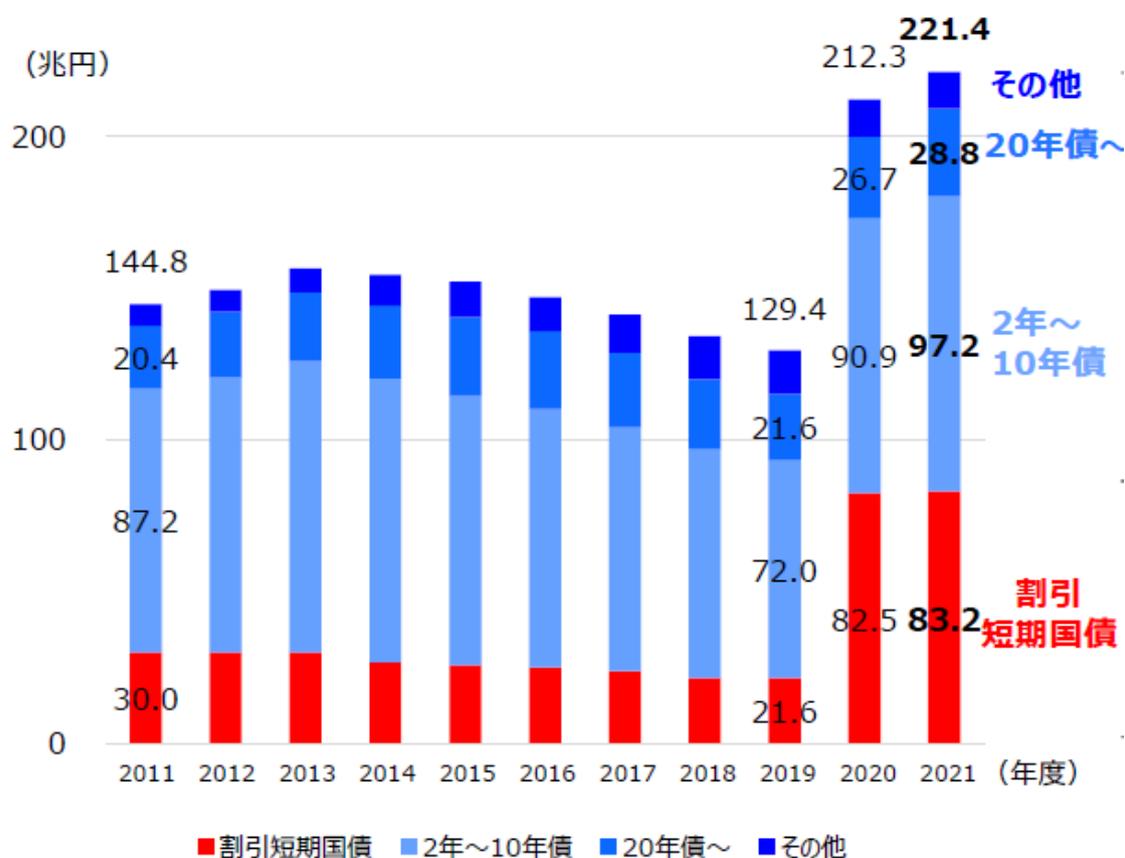
早くも2020年6月に先陣を切ったのはドイツだ。コロナ対策費は2023年から20年間の増税によって賄うことを決めている。英国ではスナク財務大臣が、2021年3月の予算案公表時に財政再建の必要性を英国民に対して力説したうえで、現行一律19%の法人税率を、2023年4月より企業の収益に応じて最高25%に、実に半世紀ぶりに引き上げることを発表している。

米国では、バイデン新大統領が2021年3月末に総額2兆ドル規模の「米国雇用計画」を公表した際、合わせてその財源として、法人税率の引き上げ（21%→28%）を含む税制改革案を示している。さらに4月中は第2弾として「米国家族計画」が公表される模様であり、同時に個人所得税の最高税率引上げ、キャピタルゲイン課税の強化などが検討されていると米国内では報じられている。

## 危機対策のコストをだれがどう負担するのか 議論への着手すらできていない日本

ところがわが国では、危機対策のコストをいつだれがどう負担するのか、そのための議論への着手すら全くできていないのが現実だ。わが国の場合は、コロナ対策で増発した国債の大半を満期が1年以下の割引短期国債で調達しているため、今後は毎年度その借り換えが到来し、その時々金融情勢次第では国の資金調達コストに大きな影響が及びかねないにもかかわらず、である（図表6参照）。

(図表6) わが国の国債の内訳別発行額の推移 (カレンダーベース)



(資料) 財務省財政制度等審議会財政制度分科会参考資料「財政総論」 p23.

その背景としては、日銀がこれほどの規模で“事実上の財政ファイナンス”を行っているゆえ、超低水準にある金利が上がる気配もなく、財政運営の先行きに関する危機感が完全に欠如していることが極めて大きい。

なぜ、このようなことになってしまったのか。それは何よりも、これほど巨額の借金をすでに後の世代に付け回しながらも、なおその維持のための国債利息の支払いすら免れたいという私たち国民の“甘い考え”に端を発しているのではない。

## 危機時にこそ問われる 国全体の「底力」

国民皆がこの先も安定的な生活、人生を営んで行かれるようにするための最大の課題は財政再建であるにもかかわらず、それを「デフレからの脱却」「2%の物価目標達成」にすり替え、結局のところどちらも達成できないままに、ズルズルと財政事情ばかりが悪化していく。その流れは今回のコロナ危機で決定的なものとなった。

わが国ではどれだけ財政支出を拡大しても、もはや市場金利は上がりそうにもなく、株高トレンドも続いている。しかしながら、その負担が今やすべて、表面上は国民には見えにくい形で日銀に重くのしかかっていることを、私たちは決して忘れてはならない。このまま事態が進めば、[連載第5回](#)で示したような悲惨な結果を招く可能性は高まるばかりだ。

残された道は厳しく、険しいものだが、私たちはそこから逃げることは許されない。東日本大震災時にわが国が構築した“後の世代に負担をつけ回さない”復興スキームを今一度思い起こし、国民1人1人がそれぞれの経済的な能力に応じた追加負担を受け入れつつ、本腰を入れた財政再建と、日銀の金融政策運営の正常化に取り組んでいくことが求められている。

繰り返す危機に、国としてどう対応すべきか。こうした局面でこそ、国全体の底力が問われる。その対応次第で、危機後の当該国の経済・社会がどれだけ潜在成長力を取り戻せるか、経済の活力を高めることができるかが大きく変わり得る。このまま“事実上の財政ファイナンス”と中央銀行の“財政従属”、そして“放漫財政”を決して続けてはならないのだ。

(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16日 4:40 公開から抽出し作成