

# ポストコロナの財政・金融政策

## 「放漫財政」と「財政従属」からの脱却

わが国をはじめとする世界各国が新型コロナウイルス危機に直面してからはや1年が経過した。金融市場における緊張は緩和し、主要中央銀行はすでに危機モードから脱却しつつある。本稿ではまず、この間、諸外国の主要中銀が、リーマン・ショック以降に講じてきた非伝統的手段に関するいかなる評価を基に、コロナ危機対応としての金融政策運営を行ってきたのかを振り返る。その上で、コロナ禍で一段と「財政従属」の色彩が濃厚となっている日銀の金融政策運営、およびそれと密接・不可分の関係となりつつあるわが国の財政運営が、表面上の「無風」の裏で今まさに直面している課題と、求められる対応の方向性を検討したい。

### マイナス金利やYCCの新採用なし

今次コロナ危機下において主要中銀は、10年余り前のリーマン・ショック時の経験を鑑み、短期、長期の双方での「流動性供給」や「資産買い入れ」の大規模なオペレーション（公開市場操作）を実施してきた。短期の政策金利を先行きの長期間にわたり超低水準に据え置くことをあ

らかじめ約束して長期金利の上昇抑制を図る「フォワードガイダンス」（FG）も用いられている。注意すべきは政策金利がどう使われていたかという点だ。コロナ危機前から階層方式でのマイナス金利政策を採っている日銀と欧州中央銀行（ECB）を除く主要中銀は、プラス圏内で可能な限り政策金利を引き下げ、再び「ゼロ金利制約」に直面したものの、

それを超えてマイナス金利政策を採用することはなかった。また、日銀が2016年9月に導入を決定した「長短金利操作」（YCC）のように、イールドカーブの長期の年限に金融調節の目安を設定することもなかった。それはなぜか。その背景には、マイナス金利やYCCといった手段に対するこれらの主要中銀の「冷ややか」とも言える目線がある。

コロナ危機に1年半ほど先立つ19年10月、国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会は、リーマン・ショック以降に各中銀が展開した非伝統的な手段による金融政策運営の評価に関する報告書「非伝統的金融政策の手段・各国横断的分析」を公表している。ここでは非伝統的金融政策手段として、①マイナス金利政策②新たな中銀貸し出しオペレーション③資産買い入れプログラム④FGの四つが取り上げられ、それぞれどのように効果を発揮したのか、どのような副作用や課題があり得るのか、等が述べられている（図表1）。そして、総じてみれば、

日本総合研究所主席研究員  
河村小百合

かわむら・さゆり 88年3月京

大法卒、19年7月から現職。15年から行政改革推進会議民間議員、19年から財政制度等審議会財政制度分科会委員をそれぞれ務める。近著「中央銀行の危険な賭け―異次元緩和と日本の行方―」（朝陽会）。

### BISの報告書

〈図表1〉BISグローバル金融委員会報告書が示した、非伝統的金  
融政策手段の評価

非伝統的金融政策手段の名称	具体的な評価の概要
UMPTs unconventional monetary policy tools	
マイナス金利政策 negative interest rate policies	【効果】デフレーションの影響を及ぼす自国通貨高に対抗する必要性に迫られて、 【効果】全体として「ゼロ金利制約」(ELB)への対応としては有用。長期金利は将来の短期金利予想値に含ませ て低下し、景気拡大の刺激として作用。 【副作用】銀行の金利マージンの圧縮。その他の収益や不良債権の減少といった銀行ポートフォリオ(資産構 成)の改善によって相殺され、銀行業の安定の上での主な問題となるには至らず。 【長期的な評価】長引くマイナス金利による、金融仲介主体に対する長期的にみた潜在的な効果は、顕下の症 候からでは完全に評価し得ず。
新たな中銀貸し出しオペレーション new central bank lending operations	【目的】各中央銀行は、①DTC(金融政策の信託の切斷)および②ELB(ゼロ金利制約)という双方の 問題への対応として実施。 【種類】①特定の貸し出しオペレーションの満期の監査を適格担保のセットおよびカウジンバ「デュー」の セットの拡大③貸し出し条件の変更④貸し出しへの明確な条件の付加、があり。 【効果】LOsは長期セクターへの信用のプロビデンスを支援し、市場の金利見直しを安んずる上で助けとなった。 【副作用】①何らかの非効率的な信用の割り当てが行われたり、②民間セクターが過度なレバレッジ(「デット」)を減 少させるインセンティブを弱体化させられたりするなどの副作用を免れることはできず。
資産買い入れプログラム asset purchase programs	【目的】長期金利を押し下げ、幅広い金融条件を緩和すること。 【効果】全体として、APPsはすべての国において極めて効果的な手段であったが、そのバリエーションは不 均一。新たなUMPTsに組み合わされたり、補充させたりする中銀の例も存在。 【副作用】①中央銀行のバランスシートの質の劣化②商品価格や新興経済国(EMEs)の民間セクターのレバレッジの 押し上げの形態によるスプレッドオーバー。これらの点に関する懸念は、総需要の弱さに対処する上でAPPs のプラスの貢献を打ち消すのに十分であるとは評価されていない。 【意義】GFC(世界金融危機)後の経済見直しと中央銀行の課題に対処する能力が極めて不透明だった期間、 とりわけ金利がELBに達した際、不可欠の役割を發揮。①将来的な金利の設定に関する中銀の意図や、マン デート追求のための中央銀行のコミットメントを伝える上で有用であり、②他の異なるUMPTsを体系的な パッケージに統合する接点としての役割も發揮。 【効果】経路上、FGは全体として極めて効果的であったが、時折、その設計に課題があったり、たまたま災難 に見舞われたことも。 【課題】「明瞭な環境において、①メッセージの明確さやフォローアップ行動に対する信頼と、②環境変化の際 の将来的な政策対応のフレキシビリティとの間のトレードオフをいかにバランスさせるか。
フォワード・ガイダンス forward guidance	

(出所) Committee on the Global Financial System. "Unconventional  
monetary policy tools: a cross-country analysis", Report prepared by  
a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank  
of New York) and Frank Smets (European Central Bank), CGFS  
Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019,  
pp.2~3の記述を基に日本総合研究所作成

かなる影響が及び得るのかに  
関する判断は保留された  
形となつてい  
る。これらの  
非伝統的な手  
段は、危機の  
再来時等に用  
いる余地が十  
分にあり得る  
との見方が示  
されている半  
面、将来的な  
そうした局面  
において、中  
銀が断固とし  
た姿勢でこれ  
らの非伝統的

手段を用いた場合、民間セクターが  
過剰なリスクテイクに走る危険性が  
ある他、金融規制当局やブルデー  
ン当局、財政当局といった他の政策  
当局者がすべての政策介入を中銀に  
押し付けてしまい、自らの政策対応  
という危険性がある点も、本報告書  
では明確に述べられている。

**マイナス金利への厳しい見方**

ちなみに、日銀が16年秋から継続  
しているYCCに関しては、本報告  
書においては非伝統的な手段として  
取り上げられるに至っていない。そ  
れは、YCCに対する他中銀からの  
次のような厳しい目線があるからだ  
ろう。実のところ、コロナ危機下で  
マイナス金利やYCCを危機対応策  
として採用するか否かを検討した中  
銀は複数存在するが、いずれも採用  
していない。彼らの本音は、その際  
の議論等から垣間見ることができ  
る。彼らは間違いなく、日銀のこれま  
での金融政策運営やわが国の経済等へ  
の影響を徹底的に分析し尽くしてい  
るだろう。

オーストラリア準備銀行(RBA)  
は、リーマン・ショック後はまだゼ

各手段に伴う副作用はこれまでどの  
ころ限定されているもの、その長  
期的なインプリケーション(意味合  
い)を完全に評価することは時期尚  
早で、各中銀がそれらの手段を巻き  
戻し、正常化させる上でさらに進  
展をさせない限り、最終的な評価は  
難しい、との見方が示されている。  
同委員会には、リーマン・ショッ  
ク以降に、これらの非伝統的な手段

を採用した日銀をはじめとする中銀  
と、採用していない中銀の双方が参  
加していたためか、各手段とも報告  
書の評価は「功罪相半ば」というよ  
うなニュアンスでの書きぶりになつ  
ている。このうちマイナス金利政策  
の部分について見ると、ゼロ金利制  
約への対応としての有用性が認めら  
れる一方で、長引いた場合、民間銀  
行をはじめとする金融仲介主体にい

る一方、長引いた場合、民間銀  
行をはじめとする金融仲介主体にい  
かなる影響が及び得るのかに  
関する判断は保留された  
形となつてい  
る。これらの  
非伝統的な手  
段は、危機の  
再来時等に用  
いる余地が十  
分にあり得る  
との見方が示  
されている半  
面、将来的な  
そうした局面  
において、中  
銀が断固とし  
た姿勢でこれ  
らの非伝統的

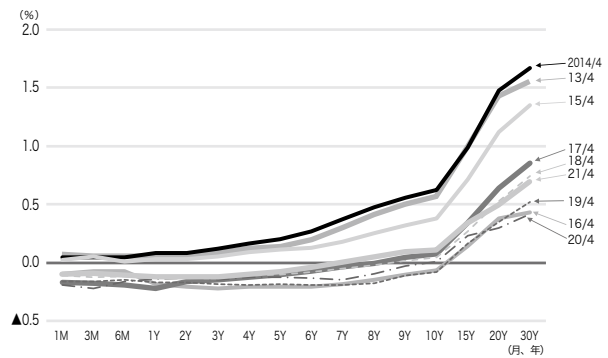
手段を用いた場合、民間セクターが  
過剰なリスクテイクに走る危険性が  
ある他、金融規制当局やブルデー  
ン当局、財政当局といった他の政策  
当局者がすべての政策介入を中銀に  
押し付けてしまい、自らの政策対応  
という危険性がある点も、本報告書  
では明確に述べられている。

**マイナス金利への厳しい見方**

ちなみに、日銀が16年秋から継続  
しているYCCに関しては、本報告  
書においては非伝統的な手段として  
取り上げられるに至っていない。そ  
れは、YCCに対する他中銀からの  
次のような厳しい目線があるからだ  
ろう。実のところ、コロナ危機下で  
マイナス金利やYCCを危機対応策  
として採用するか否かを検討した中  
銀は複数存在するが、いずれも採用  
していない。彼らの本音は、その際  
の議論等から垣間見ることができ  
る。彼らは間違いなく、日銀のこれま  
での金融政策運営やわが国の経済等へ  
の影響を徹底的に分析し尽くしてい  
るだろう。

オーストラリア準備銀行(RBA)  
は、リーマン・ショック後はまだゼ

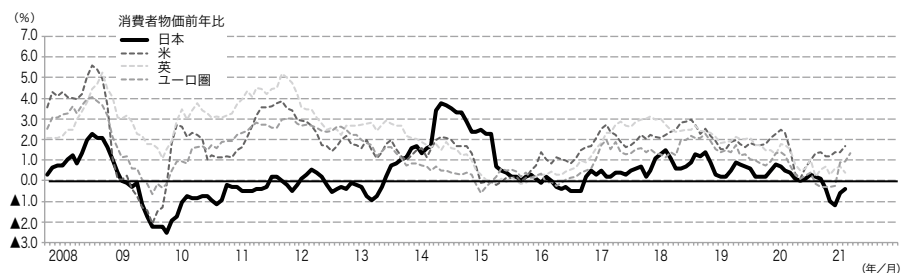
〈図表2〉「量的・質的金融緩和」実施以降のわが国のイールドカーブの形状の変化



(注)各年4月1日時点のスポットレート。  
(出所) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

てマイナス金利政策も検討しているが、採用は見送っている。BISグローバル金融システム委員会の議長も務める同中銀のロウ総裁は20年11月の追加緩和策決定の際、「マイナス金利は豪ドルを減価させる上では助けになるかもしれないが、経済への信用の供給を損ね、一部の人々がお金を使うよりも貯蓄するように先導してしまうため、得られるものはほとんどない」と述べている。またデベルRBA副総裁はそれに先立つ20年9月の講演において、マイナス金利の効果に関する主要中銀や国際

〈図表3〉主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(注)日本の消費者物価前年比は2014年4月、および2019年10月の消費税率引き上げ(それぞれ5%→8%、8%→10%)の影響を含むベース。  
(出所) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

機関等による実証分析結果はまだまだちとまっていることを指摘した上で、「今日までのところ、マイナス金利を採用した経済圏では、さらなる引き下げは行っておらず、他の手段を用いて金融政策の手段を緩和している」とも述べている。マイナス金利

はこの他、イングランド銀行(BOE)でも検討されているが、採用には至っていない。

### FedもYCCは見送り

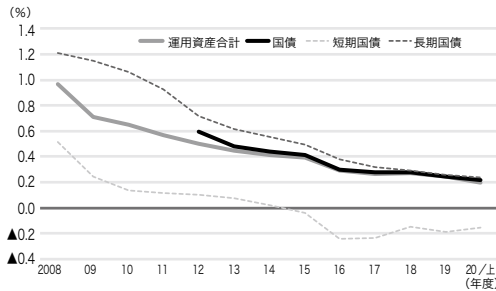
日銀のYCCを含めて検討した中銀のもう一つの例は米連邦準備制度(Fed)で、20年6月や7月の連邦公開市場委員会(FOMC)において議論がなされている。Fedでは、RBAのようにイールドカーブに沿った金利にキャップ(上限)ないしターゲットを設けるアプローチ政策を、「イールドキャップおよびターゲット(YCT)政策」と呼び、FGを補完し得る金融政策の一つの手段として評価している。ただし、FGが市場の十分な信認を得て、最大の狙いである長期金利の安定を実現できていること、またYCT政策には、①相当な速さで自らのバランスシートを拡大せざるを得なくなる可能性があり②とりわけ政策金利に関するFGとの関係で、出口戦略の設計や対外的な説明が難しいという潜在的なコストがあると考えられたため、採用は見送られた。そして実際には、同年8月のFOMCにおいて、この先インフレ率が2%を上

回る状態をしばらく許容するという「埋め合わせ戦略」(make-up strategy)を採用してFGを強化する道が選ばれたが、YCTは将来大きく環境が変化した際のオプションとして残される形になっている。ただし、その際にも、10年物といった長期金利がターゲットの対象とされる可能性は極めて低い。FOMCでは「現下の超低金利環境下において、どの程度の追加的な緩和効果があるのか」といった疑問が出されている他、「長期金利とは、例えば長期的なインフレ期待や長期的な自然利子率といった要因から重要な影響を受けるものである。これらの要因が変化したり、これらの要因を推計することが難しくなったりすれば、中銀が不適切なレベルにイールドキャップないしターゲットを設定する結果になりかねない」との意見も出されている。

### 10年金利ゼロ%の説明なし

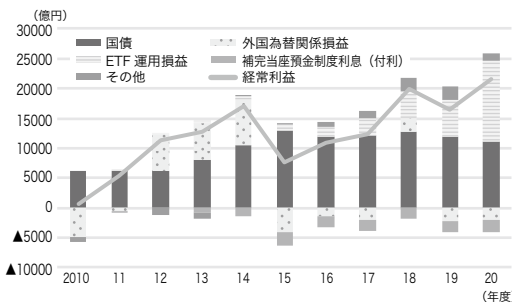
では、マイナス金利やYCCを今もなお現在進行形で実施中の日銀はどうか。図表2は、日銀が13年4月に「量的・質的金融緩和」(QQE)を導入以降のわが国のイールドカー

〈図表4〉日銀の運用資産利回りの推移



(注)2020年度は上半期決算時点の計数。  
(出所)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5〉日銀の近年の決算における経常利益の主な内訳の推移



(注)2020年度は、同年度上半期決算の計数を2倍にしたもの。  
(出所)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

ブの形状の変化を見たものである。とりわけYCCが導入された16年以降、その形状が押しつぶされ、まさに「金融抑圧」の状況となっていることが分かる。従来の政策金利である短期の無担保コール・オーバーナイトに加え、なぜ10年物国債金利にターゲットを設定するのか、そのターゲットの水準がなぜ「ゼロ」なのかに関して、今日に至るまで、日銀は一切明確な説明を行っていない。これは、YT政策を実施するに際して、理路整然とした説明をしているRBAとは極めて対照的でもある。Fedはこの日銀のYCCを、「ワールドカーブの過度なフラット化を

抑える一方、金融緩和環境を継続するための政策」(20年6月のFOMC)と断じている。そして、このYCC付きQ QEは効果のほども定かではない。わが国の物価動向は、これだけ大規模な金融緩和を8年余りにわたって日銀が講じて、2%の目標達成には程遠く、Q QE実施当初の1年間を除き、諸外国対比で大きく見劣りする状況が続いている(図表3)。これはまさに、Fedのいうところの「中銀が不適切なレベルにターゲットを設定した結果」に相当するのではないのか。

加えて、YCC付きQ QEは、日銀自身の財務運営も大きく圧迫する結果となりつつある。図表4は日銀の運用資産の利回りが、その大宗を占める国債利回りの低下を主因に、足元では実に0・2%を切る水準にまで低下していることを示す。日銀はまさに、「自縄自縛」状態にあると言えるだろう。その結果、日銀が計上する経常利益の源泉としての国債の利息収入は頭打ちとなり、今では上場投資信託(ETF)の収益に大きく依存する形になっている(図表5)。このままでは、先行きの株式市況に変調が生じた場合、日銀の財務面での存立基盤が大きく揺るがされる事態に陥る可能性を否定できない。

**8年間の金融抑圧がもたらすもの**

にもかかわらず、去る3月19日の「金融政策の点検」で日銀が示したのは、「YCC付きQ QEは想定されたメカニズムに沿って効果を発揮」「物価安定の目標の実現にはYCC付きQ QE継続が適当」という、旧態依然の考え方の踏襲だった。海外の主要中銀からも、これだけ客観的かつ冷ややかな視線が注がれているにもかかわらず、日銀はなぜ

政策運営の在り方とその効果・副作用を振り返った上で再考することができないのか。その最大の理由は、おそらく日銀がいう「2%の物価目標の未達」という表面的なものではなく、国内の金融市場で形成されるワールドカーブの形状が図表2に示したようなものでない限りわが国の財政運営がすでに成り立たなくなってしまうという、事実上の財政ファイナンス「および」中銀の財政従属状態に陥ってしまったことにあるのではないか。

Q QEによってわが国が果たしてどれだけの利払い費を節減できているのかを把握することは容易ではない。YCC付きQ QEがなかりせば、わが国の長期金利は果たして何%になつていったのかは定かではないが、仮に、YCCの導入直前の16年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、21年度の間が国は、コロナ対策費を除くベースでも実に8兆円弱の利払い費を節減できていることになる(図表6)。

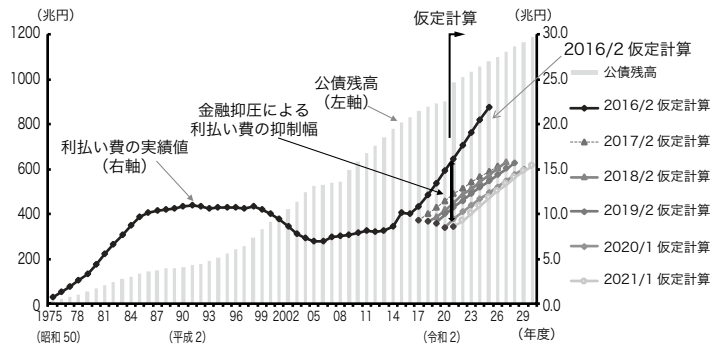
しかも21年度は、前年度の3次にわたる補正予算で大増発された新規国債の大部分を割引短期国債の発行によることとした結果、その借換債の

8年間の金融抑圧がもたらすもの

にもかかわらず、去る3月19日の「金融政策の点検」で日銀が示したのは、「YCC付きQ QEは想定されたメカニズムに沿って効果を発揮」「物価安定の目標の実現にはYCC付きQ QE継続が適当」という、旧態依然の考え方の踏襲だった。海外の主要中銀からも、これだけ客観的かつ冷ややかな視線が注がれているにもかかわらず、日銀はなぜ

発行が膨らみ、国債発行総額は実に200兆円の大台越えの状態が継続している(図表7)。ところが日銀の金融抑圧によってイールドカーブが図表2に示したような形に抑えつけられている結果、その大半はほとんどゼロ金利で調達できてしまっているのが現実だ。国全体として普通国債だけで1000兆円に近い借金を抱えているが、その利払い費をわずかに9兆円程度で済ませることが

〈図表6〉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い費の見通しと金融抑圧による一般会計の利払い費抑制効果の考え方



(出所) 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

性が高い。対応を誤れば、通貨の信認が揺らぐ事態も絵空事ではなくなるだろう。コロナ禍で一段と財政事情が悪化したわが国が今、最優先で抱える課題は、「2%の物価目標達成」ではなく、「安定的な財政運営の道筋をいかに確保するか」だろう。まず、「国民の追加負担なし」に財政運営を安定的に継続できることはあり得ないことを、私たち一人ひとりがしっかりと認識すべきだろう。この国がこのような状態に陥ってしまった最大の要因はひとえに、「これだけの借金を抱えながら、本来は負担して然るべきだった、年8兆円規模」の相当の利払い費すら負担せずに済ませたい」という私たち国民の甘い考えにある。

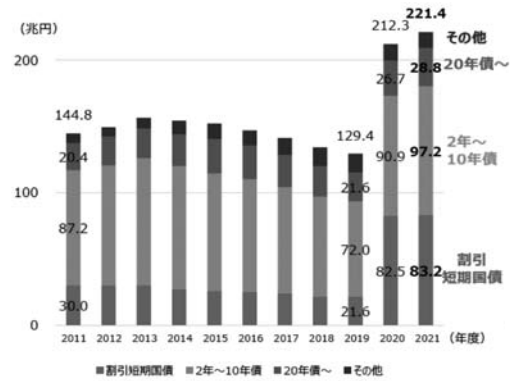
### 脱却への道筋

できてしまっているのである。

こうした日銀の事実上の財政ファイナンスに乗じた放漫財政と、日銀の財政従属は、決して持続可能ではない。今後の経済・金融情勢の変化次第では、日銀はいともたやすく赤字、ひいては債務超過に転落せざるを得ない状況にある。そのとき、これまで「年当たり8兆円」規模での利払い費の節減の形で私たち国民が受けてきた恩恵が、日銀への損失補填を余儀なくされる形に突然変わって私たち国民の負担として現実化する可能性が高い。対応を誤れば、通貨の信認が揺らぐ事態も絵空事ではなくなるだろう。

日銀にこれ以上、国債を事実上引き受けさせることは、日銀の財務運営の観点から不可能であることをまずもって認識すべきだろう。国債の発行は、中長期的に見て安定的な市場調達に段階的に切り替えていく必要がある。そのためにも、まずはコロナ対策費の財源手当てを確実に行い、その上で、償還年限を、例えば20年と区切り、60年償還ルールの対象から外して長期や超長期の「コロナ国債」を発行し、日銀の買い入れの対象からも外して、市場の評価を仰ぎ、消化を促してはどうか。欧米各国はすでに、法人税や金融所得課税等を中心とする増税路線にかじを切りつつある。コロナ禍にあっても業績が絶対調の企業やセクターも存在する。コロナ対応の財源を捻出するための増税は何も、

〈図表7〉わが国の国債の内訳別発行額の推移(カレンダーベース)



(出所) 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.

広く負担が及んでしまう消費税によらなくても実施可能なはずだ。わが国としても、これを機に欧米各国と足並みをそろえて、法人税や所得税、金融所得課税を中心に据えた増税による財源手当てを真剣に検討すべきだろう。世界最悪の重債務国であるわが国は、まずはプライマリーバランス(PB、基礎的財政収支)の黒字化を達成した上で、財政収支の黒字化を目指し、既存の債務も少しずつ削減できる軌道へと、できる限り早く乗せていくことが求められる。それと同時に、日銀は国債やETF等の新規買い入れを停止し、市場金利の推移を見ながら、YCC

も解除すべきだろう。マイナス金利も解除されれば、国債の利払い費負担は増える一方で、これまで表面的には見えにくい形で、民間金融機関経由で国民に課されていた負担も減少するであろう。日銀の資産規模も、名目GDP（国内総生産）比130%という現下の水準は到底、持続可能ではないため、長期にわたる計画を立てて、市場金利の推移をにらみつつ、段階的に資産規模を縮小していく必要がある。ちなみにBOEは、中長期的に見た「バランスシートの安定水準」は名目GDP比で12〜18%である、との推計結果をすでに明らかにしている。日銀の場合は、そこまではかなり難しいとしても、この先も金融政策を担う中銀として機動的な政策運営を行い得る状態を維持するためには、せめて現在の米英中銀程度の名目GDP比40%くらいの資産規模を目標に、正常化を進めていく必要があるだろう。財政、金融政策運営の両面にわたり、極めて険しい道ではあるが、後の世代のために、私たちは責任を持って、何とかして乗り越えていかなければならない。私たちにその覚悟さえできれば、決して不可能ではないはずだ。