

求められる機動的かつ柔軟な金融政策・財政運営

世界的インフレ・円安局面での課題

コロナ危機後の世界経済は、欧米主要国を中心に高インフレ局面へと一変した。ロシアのウクライナ侵攻による資源価格の高騰も加わり、リーマン・ショック後の低インフレ・低金利局面は終焉しつつある。こうした国際金融・経済情勢の急変は、わが国がこれまで手つかずのままやり過ごしてきた財政・金融政策運営に関わる問題を一気に表面化させるリスクをはらむ。安定的な経済運営の継続のため、求められる政策運営とはどのようなものか。

正常化を急ぐ欧米中銀

コロナ危機後の世界経済はリーマン・ショック後とは大きく異なり、2021年夏前から欧米主要国の高インフレ基調は強まる一方となっている。

金融政策正常化の先頭を走るのは、ベイリー総裁率いるイングランド銀行（BOE）だ。世界各国の関心がまだ経済の回復ばかりに向いていた20年夏、同総裁は危機の再来に備え、

バランスシート（BS）の縮減にいくずれ取り組む必要性を提言していた。そしてBOEは21年8月、金融政策委員会（MPC）で具体的な正常化策を決定。同年12月、主要中銀の中で先陣を切って利上げに転じ、その後2、3月と追加利上げを行い、3月からは「満期落ち」の形で量的引き締め（QT）に着手している。加えて政策金利が1%に到達したところで、英国債の「中途売却」によるQTも、売却損覚悟で実施する方

針を決めた。このように機動的な金融政策運営ができる背景としては、量的緩和（QE）に着手した09年の段階で、いずれ正常化局面でBOEの財務悪化を招くことを見越し、政府による損失補償の枠組みなどが整えられていたことが大きい。

一方、米連邦準備制度（Fed）は経済低迷の長期化ばかりを恐れ、20年8月に「平均物価目標」を採用していたため対応は後手に回った。Fed 21年夏以降の高インフレ基調

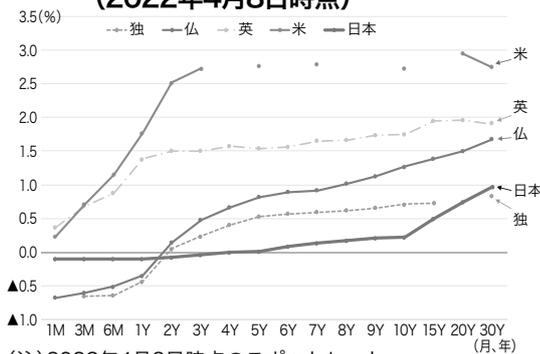
日本総合研究所 主席研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法卒、19年7月から現職。19年
から財政制度等審議会財政制度
分科会委員を務める。近著「中
央銀行の危険な賭け―異次元緩
和と日本の行方（朝陽会）。

を当初、一過性とみていたが、同年11月末にスタンスを一変。その後は正常化への取り組みを加速させている。3月には利上げに転じ、5月の次回FOMC（連邦公開市場委員会）ではQTにも着手するものとみられている。この他、欧州中央銀行（ECB）も22年3月に資産買い入れ終了の前倒しを決定している。

当面の最大のリスクは円安

欧米主要中銀が軒並み正常化を加速させる一方で、日銀はこれまでのイーールドカーブ・コントロール（YCC）付きの量的・質的金融緩和（QQE）を断固として堅持する姿勢のようだ。とりわけ今年3月には日銀が指し値オペアまで発動したこともあって、この先、内外金利差（図

〈図表1〉主要国のイールドカーブの形状の比較
(2022年4月8日時点)



(注)2022年4月8日時点のスポットレート
(出所)Thomson Reuters Eikonを基に日本総合研究所作成

表1)が一段と拡大するのではないかとの見方が国内外の市場関係者の間で強まり、円ドル相場は一時、1ドル125円台を付けるなど急激な円安が進展する結果となった。目下のところ、欧米各国対比ではなお低水準にあるわが国の消費者物価も、4月には携帯電話料金の引き下げ要因が剥落し、前年比2%台に乗るとみられている。日銀がこのままYCCの「死守」を続ければ、超金融緩和状態の長期化を狙った「平均物価目標」戦略が完全に裏目に出て、インフレ対応が後手に回ったFedと同様、国際的な経済・金融情勢の

大きな変化への対応が遅れることになる。最終的にやむなく利上げに追い込まれる結果になれば、小幅の利上げでは済まなくなる可能性も否定できない。それは、わが国がこれまで目をそらし続けてきた、日銀のQ QEの「出口」に端を発する、幾つもの深刻な問題が一気に表面化することを意味する。

趣旨を異にするRBAのY T政策

この先、日銀が自発的な金融政策運営の調整に動くのか、為替相場に追い込まれる形になるのか。いずれにせよ、海外の主要中銀も正常化を加速させている現在、YCCの近い将来における解除が現実味を帯びつつある。では、それはどのように行うことが望ましいのか。

イールドカーブに沿った金利にキヤップ(上限)やターゲットを設けるという「イールドカーブ・キャップないしターゲット(YCT)政策」は、金融政策としてはかなり異例だ。現在の日銀以外には①第2次世界大戦時のFed②コロナ危機下でオーストラリア準備銀行(RBA)が20年3月〜21年11月まで実施していたイールドターゲット(YT)政策し

か採用した事例は存在しない。

ただし、RBAのYT政策の場合には、豪経済における大部分の資金調達レートが連動している3年物国債の金利が、短期の政策金利と同水準(実施当時は0・1%)となるようにターゲットを設定して国債の買い入れオペレーションを実施するというものだ。あくまで民間の貸出金利の上昇抑制を目的に位置付け、「フォワードガイダンス(FG)」を強化する色彩が濃いもので、実際にもそのような政策運営が行われてきた。豪は先進国の中でも指折りの健全財政国であり、RBAのコロナ禍における金融政策に、「財政ファイナンス」の要素や意図はおよそ認められない。

YCC唯一の先例は大戦時Fed

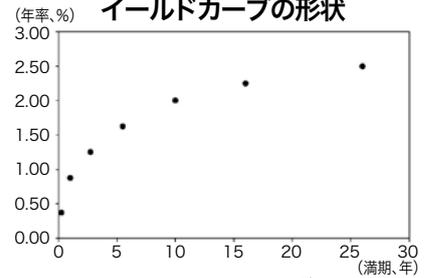
これに対して日銀の場合は、YCCを導入した16年9月から現在に至るまで、短期金利を政策金利として位置付けることに加え、なぜ、10年国債金利をゼロ%の目標を設定するのかについて、明確な説明を一切行っていない。日銀は「財政ファイナンス」には当たらないと繰り返してはいるものの、国の債務管理上

の中心に位置する10年物国債金利に目標を設定しながら、丸9年以上、出口を検討するそぶりすら見せず、同時に国の財政事情も悪化の一途をたどっている事実からすれば、実態上、わが国はまさに「財政ファイナンス」状態にあり、日銀は金融政策が財政事情で規定される「財政従属」状態に陥っていると言えよう。

その日銀にとって、今後、YCCを解除する際に参考になるのは、第2次世界大戦中の1940年代の米国で戦費が増大する中で、財務省の資金調達コストを安定させるため、正真正銘の「財政ファイナンス」として、財務省証券のイールドの年限にキヤップを設定していたFedの経験である。

FOMCが第2次大戦前から戦中にかけて設定していたキヤップの形状は図表2のようなもので、Fedはこの形状を維持するため、「民間投資家が欲しがらない年限の国債は何でも、いくらでも買い入れる」オペレーションを余儀なくされた。具体的には図表2のような「緩やかな順イールド」形状のキヤップが設定されていたため、投資家は短期債よりも長期債の保有を嗜好し、Fed

〈図表2〉米国の第2次世界大戦参戦後に固定された財務省債務のイールドカーブの形状



(注)戦争ローン(war loan)のクーポンレートで、財務省証券のイールドカーブとして機能。
(出所)Kenneth Garbade, "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York, February 2020, p24, Figure 5を基に日本総研作成

は多額の短期債の買い入れを余儀なくされた。

YCCの幕の引き方には幾つかの方法があり得るが、当時の米国においては、全年限の金利のキャップを一気に外すアプローチが採用されることはなかった。財政運営への影響のみならず、銀行システムや、平時モードに転換しつつある経済への悪影響が懸念されたためである。ちなみに、終戦後のFedの金融調節に重要な役割を果たしたスプロールNY連銀総裁は、このキャップからの脱却を試みるのに際し「一つは短期、一つは長期という、現時点でははるかに離れている二つのベッグとともに、柔軟な金融政策を遂行することはできない」「長期金利を2・

5%とする支援を続けるのであれば、短期金利についてはより大きな度合いでの柔軟性が認められることが重要である」という見解を述べている。これに沿う形でFedが採用したのは、最も短い年限である「T-Bill(国庫短期証券)」のキャップをま

ず外し、それから徐々に、1年物証券を手始めに利付証券に付けられていたキャップを、長い年限についても順次外していく、というより慎重なアプローチであった。このようにFedはまず、短期金利の調節の自由度を回復したものの、実際の調節は決して容易ではなかった。短期金利の上昇を受け(図表3)、投資家の長期債保有意欲は減退し、Fedは短期債を売却して長期債を買い入れるオペレーションを強いられながらも長期債の2・5%のキャップを何とか維持し、米国の財政運営を支えつつ、長い年限のキャップを順次、外していったのである。そして51年、Fedと財務省との間で有名な「アコード」が成立し、財務省証券のイールドに設定されていたキャップは長期年限の分に至るまですべて外され、Fedは「財政従属

状態からようやく脱却して、金融政策運営上の独立性を手にする事となった。こうしたFedの歴史的な経験から、わが国としては①短期と長期の年限の金利の双方を固定したままで、柔軟な金融政策運営を行うことは不可能である②中央銀行が現実問題として「財政従属」状態に陥つてしまい、国の財政運営を安定的に継続できるか否かが危ぶまれるような局面では、YCCの解除に際し財政

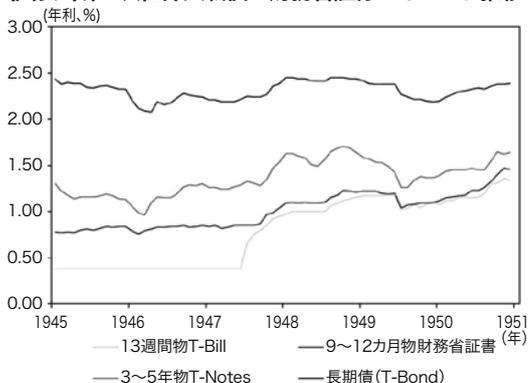
運営ひいては金融システムや経済全体への影響に十分に配慮する必要があるという示唆をくみ取ることができよう。

日銀の財務運営は直ちに悪化

話を現在のわが国に戻そう。日銀が現在のYCCを解除したら何が起るのか。その影響は民間セクター向けを含め、広範囲にわたると見込まれるが、最も懸念されるのは①中央銀行である日銀自身の財務運営への影響②利払い費の増加による国の財政運営への影響である。

日銀の資産規模は足元で名目

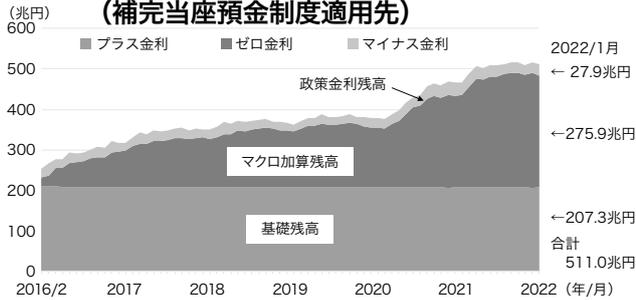
〈図表3〉第2次世界大戦後の財務省証券のイールド推移



(出所)Kenneth Garbade, "Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s", Staff Report No. 913, Federal Reserve Bank of New York, February 2020, p28, Figure 9を基に日本総研作成

GDP比133%超(21年末)と、主要中銀の中でも飛び抜けて大きい状態が続いている。日銀当座預金には現在、階層方式の下でマイナス金利政策が実施されているため(図表4)、プラス金利(0・1%)が適用されている残高は当座預金全体の半分にも満たないが、今後、日銀が利上げを余儀なくされることになれば、この当座預金全体に政策金利水準のプラスの付利を行わなければならない。当座預金全体の規模が既に500兆円を超えている現在、日銀が負う年度当たりの付利コストは、短期の政策金利をわずか0・2%に

【図表4】日銀当座預金の適用金利別残高の推移
(補完当座預金制度適用先)



(注)「補完当座預金制度」とは、日銀当座預金のうちのいわゆる「超過準備」(民間銀行等の剰余資金の預け入れ分)に利息を付す制度。日銀と当座取引のある金融機関のほとんど(銀行、証券会社、短資会社等)が対象となる。
(出所)日銀「金融経済統計月報」「時系列統計データ」

引き上げる場合でも1兆円、1%なら5兆円に及ぶ。付利の引き上げ対象となる当座預金を縮小すべく、民間銀行に無利子で預けさせる法定準備預金の準備率を引き上げる方法もあり得るが、銀行側に重い負担を付け回す結果になり、現実的な選択肢とはなり得ないだろう。

日銀がこれまでYCCによって国債金利を押し下げたことを主因に、日銀の運用資産全体の加重平均利回りは、21年9月現在でわずか0・166%しかない。短期金利を

わずか0・2%に引き上げるだけで日銀の資産・負債利回りは「逆ざや」に陥るわけで、日銀はまさに「自縛」状態に陥っているとと言える。

その日銀の近年の経常利益の推移を内訳別に見ると(図表5)、国債の買入れ残高を大きく積み増したにもかかわらず、クーポン収入は頭打ちの状態、上場投資信託(ETF)の運用益への依存度が年々拡大している状態にある。

階層方式でマイナス金利政策を実施している現在、日銀が負担する付利の利息は年度当たり2千億円程度で済んでいるものの、これが短期金利の利上げに伴い1兆円、5兆円と拡大することになれば、日銀はあつという間に赤字に転落し、それが数年続けば、自己資本を食いつぶして債務超過に転落することは図表5からも自明だろう。日銀は確かに中央銀行という存在ゆえ、Fedが赤字の場合には繰り延べ資産を計上して対応することとしているのと同様の会計上の手当てを講じれば表面上は乗り切れるかもしれないが、累積する実質的な赤字の幅が大きく拡大し、その期間も数十年単位に及ぶ可能性があるとなれば、通貨「円」の信認

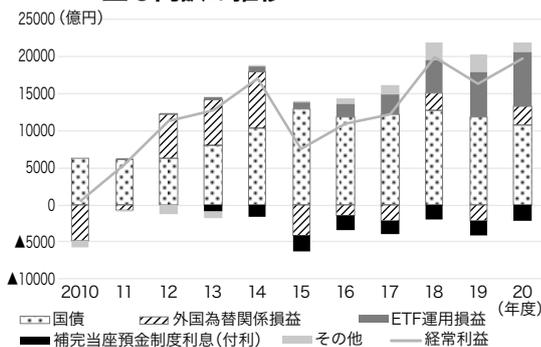
に深刻な影響が及ぶ可能性も否定できない。

長短期国債両方の利払い費が増加

一国が財政運営の安定的な継続を重視して、長期国債中心の調達を行っていたら、利払い費は専ら、長期の市場金利の影響を受けることになる。ところが、わが国の現在の調達構造はそうした姿とは大きく異なる(図表6)。とりわけコロナ危機で大規模な補正予算を組んだ20年度以降、1年以下の短期国債の発行額が急増しており、22年度でもなお60兆円の発行が見込まれている。2年債、5年債といった中期国債の発行額も極めて多く、日銀がYCCを解除した場合、わが国の財政運営上、長期国債の利払い費のみならず、短期国債の利払い費もあつという間に急増することを意味する。

しかも、日銀の財務悪化によって通貨の信認が問われるような局面になった場合、利払い費増大による歳出増分をこれまでのように安易に国債を増発し、日銀の買入れでファイナンスすることは、もはや不可能となる。日銀が国債を買い入れれば買入れるほど、日銀の赤字幅は拡

【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



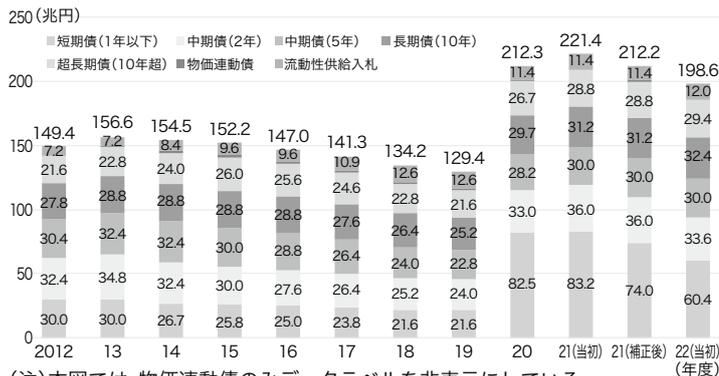
(出所)日銀、各「事業年度決算等について」を基に日本総研作成

大し、通貨の信認の毀損は一層深刻になるという悪循環に陥るからだ。そうした事態に至れば、一般会計の税収が65兆円しかないわが国が、107兆円もの歳出総額の予算を組むことは到底不可能となり、財政運営は行き詰まる可能性が高い。

求められる柔軟な政策運営

わが国はこれまで、日銀の「事実上の財政ファイナンス」に支えられる形で、大した痛みもなく、膨張する一方の財政運営を漫然と続けることができてきた。しかしながら、低インフレ・低金利局面が長期化して

〈図表6〉わが国の国債のカレンダーベース市中発行額の推移



(注)本図では、物価連動債のみデータラベルを非表示にしている。
(出所)財務省「令和4年度国債発行計画の概要」21年12月24日を基に日本総研作成

きた世界経済の潮目は、今まさにインフレ局面へと転換しつつある。こうした世界経済の流れは、円安の進展を通じて、間違いなくわが国にも押し寄せており、これまでのような経済運営を続けられるかどうか、正念場に立たされている。

わが国にとって、目下の最大のリスクは円安であり、その過度な進展を回避するため、日銀が時宜にかなった柔軟な金融政策運営に転じられ

るかどうかが鍵となる。まず、短期金利の面ではマイナス金利を解除し、ゼロ金利に戻すところから始める必要がある。同時に長期金利の面では10年債金利にキャップを設定し、それを、財政運営とも協調しつつ、徐々に引き上げつつ市場の価格発見機能の回復を図り、緩やかな順イールドが形成されるように促していくことが望ましい。こうした柔軟な金融政策運営を、為替相場の動きに先手を打つ形で行うことができれば、結果的に外国為替市場の急激な変化を未然に防ぎ、かつ、日銀としても長短金利の引き上げ幅を小幅にとどめることも可能になるのではないかと

ただし、日銀がそうした機動的な金融政策運営を行い得るようにするには、YCCの解除に付随して発生するであろう①日銀の財務悪化②財政運営上の利払い費の増大③に対応できる枠組みをあらかじめ講じておく必要がある。

具体的にはまず、日銀の財務問題に関しては、日銀自身が長期にわたる出口のコストの試算結果を国民に示し、従前のような「金融抑圧」には事後的な国民負担が伴うことの理解を求める必要がある。同時に、出

口のコストを少しでも減らすためには、日銀も欧米主要中銀が今まさに取り組んでいるのと同様、長期的な計画を立て、資産規模の削減に取り組み必要がある。それと上述の長期金利へのキャップの設定を、いかに両立させつつ正常化を進めるかも課題となろう。日銀の先行きの財務運営については、具体的な試算を待つまでもなく、今後、数十兆円単位の赤字の累積を、数十年単位で抱えざるを得なくなる可能性が高いことからすれば、円の信認を維持するため政府による日銀への損失補てんを想定していない現行日銀法を改正する必要も生じよう。

極めて厳しいわが国の財政事情からすれば、日銀の赤字を一般会計から補填することは容易ではない。今後日銀が計上する赤字幅を極力、減額できるように、例えばBOEが英政府との間で実施しているように(図表7)、日銀が買い入れた国債等の資産の時価評価を含めて定期的な情報公開し、国民負担を最小化できるように正常化オペレーションを日銀が行うように促す枠組みも必要となろう。こうした買い入れ資産の時価評価の情報公開は、Fedのオペ

に実施している。そして、財政運営面ではまず、コ

レーションを担うNY連銀も定期的

〈図表7〉損失補償の下での資産買入れファシリティ(APF)の英財務省に対する貸借の推移

| | 2010 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 |
|-------------------------------|--------|-------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 補償の下での3月1日時点での英財務省に対する借り(債務) | | | | 41,105 | 41,265 | 277 | 29,051 | 39,342 | 50,325 | 32,992 | 32,618 | 69,115 |
| 補償の時価評価による変化額 | | | | 7,675 | ▲6,128 | 39,511 | 18,819 | 21,299 | ▲7,306 | 9,310 | 43,634 | ▲40,184 |
| 財務省へのキャッシュの移転(▲)金額 | | | | ▲7,515 | ▲34,860 | ▲10,737 | ▲8,528 | ▲10,316 | ▲10,027 | ▲9,684 | ▲7,137 | ▲13,662 |
| 補償の下での2月28日時点での英財務省に対する借り(債務) | ▲1,752 | 9,832 | 41,105 | 41,265 | 277 | 29,051 | 39,342 | 50,325 | 32,992 | 32,618 | 69,115 | 15,269 |

(注1) APFの会計年度は毎年3月1日から翌年2月末日まで。例えば、本表での「2021年」は20年3月1日から21年2月28日までの会計年度の計数。
(注2) 2010会計年度末の時点では、APFは損失を計上し、財務省に対して貸し(債権)がある状態であった。
(注3) 2013会計年度より、APFから財務省に対して四半期ごとに資金移転が行われる会計方式に改められた。
(出所) Bank of England, Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report各号(2009/10~2015/16)、Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report and Accounts各号

コロナ禍で急増した60兆円の短期国債発行分の財源を手当てし、長期国債に切り替える必要がある。日銀の短期金利の引き上げがストレートに利払い費に影響しないようにするためだ。具体的には、東日本大震災後の復興債のような枠組みを用い、長期国債の発行に切り替えることが望ましい。コロナ禍でわが国の家計貯蓄はさらに積み上がっている。経済的な余裕があり、担税力のある層は間違いなく存在する。彼らにターゲットを絞った、所得税、法人税、金融所得課税等による財源の手当てが望ましい。

欧米主要国は、既にこうした検討を本格化させ、10年、20年単位でコロナ対策の財源を確保しようとしている。彼らよりはるかに財政事情が悪く、かつ厳しい人口減少トレンドが見込まれるわが国の場合は、25年の基礎的財政収支の黒字化にとどまらず、近い将来に財政収支の均衡を達成し、既存の債務の償還にも取り組んでいく必要がある。この難局をわが国が乗り切れるかどうか。日銀、財政当局、そして何よりも岸田政権の覚悟とリーダーシップが問われよう。