

インフレ抑制を財政運営と両立できるか 金融政策正常化の次なる課題

日銀を除く主要中央銀行は、高インフレを抑制すべく金融引き締めを加速し、膨張したバランスシートの正常化を進めている。足元では国際金融市場が動揺する場面も見られ始めており、安定的な財政運営と両立させるか、という次なる課題が表面化しつつある。欧米の金融市場で今、何が起りつつあるのか。市場の価格発見機能はどのように機能しているのか。急激な円安が進行するわが国にはいかなる政策運営が求められるのか。

発端は欧州国債市場

ユーロ圏には、もとより重債務国も含まれ、また本年2月にはロシアがウクライナに侵攻したことによる経済活動への打撃もあり、欧州中央銀行（ECB）は本年春頃までは、金融政策運営の正常化への取り組みには及び腰だった。その姿勢が一変したのは本年5月で、他の主要中銀がECBに先んじる形で金融引き締めに転じる中でユーロ安が進展し、

ユーロ圏内各国の高インフレ基調がもはや一過性のもとは見られなくなってきたことによる（図表1）。ラガルド総裁は5月23日、プログでの公表という異例の形で、高インフレを抑えるため正常化に転じる方針を明らかにした。金融政策は市場とのコミュニケーションをとるタイミングが肝心故、翌月の政策委員会の開催まで待つわけにはいかない経済情勢に既に陥っていた、ということだろう。ECBは資産買い入れプロ

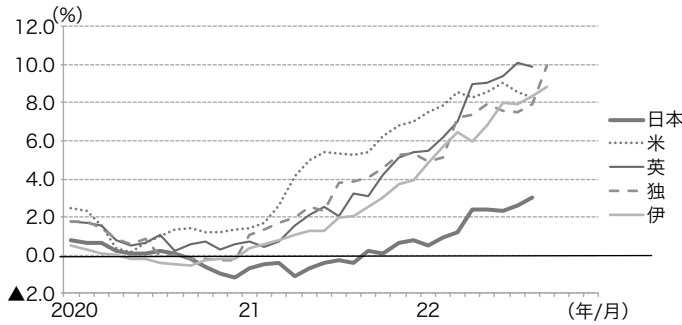
グラムによる各国債の買い入れを7月初めで打ち切ることを従前から決めていたが、6月9日の政策委員会では、プログでの総裁の予告通り、翌7月に利上げに踏み切ることを決めた。ところがこの頃から、イタリアをはじめとする重債務国の国債とドイツ国債との利回り格差が広がり始めた（図表2）。7月からECBの資産買い入れが停止され、政策金利の引き上げも始まるとなれば、長期金

利の水準には相応の押し上げ圧力がかかる。市場では財政基盤の脆弱な重債務国への悪影響に対する懸念が強まった。ECBは翌週の6月15日、異例の臨時の政策委員会を開催し、国債利回りの格差拡大によるユーロ圏市場の“分断”を回避するための措置を検討することを表明した。また、パンデミック緊急買い入れプログラム（PEPP）で買い入れた各国債の満期到来分の再投資を柔軟に運用する方向性も示されたが、これは具体的には、例えば、ドイツ国債の満期到来分をドイツ国債の再投資ではなく、イタリアやスペイン、ギリシャといった重債務国の国債の再投資に向け、重債務国の国債市場の需給調整を図るというものである。そして翌7月21日の政策委員

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）。

【図表1】主要国の消費者物価(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19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 Reuters Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

会では、金融政策の「伝播保護措置」(TPI)なる新たな枠組みの導入が決定された。これは、加盟国が①EUの財政枠組みを順守する②深刻なマクロ経済上の不均衡がないといった四つの厳しい規準(クライテリア)を充足することを条件に、市場の無秩序な動きによって国債利回りの格差が拡大した場合、ECBが金融政策の効果の伝播メカニズムを保護すべく、当該国の国債(ただし、その対象は残存期間が1〜10年の

銘柄)を無制限に買い入れる、という枠組みである。TPIの枠組みの設計には、欧州債務危機の緊張がピークに達したドラギ前総裁時代の2012年に導入され、実際には「抜かずの宝刀」の形で危機の沈静化に事実上威力を発揮したと評価される「アウトライイト金融取引」(OMT)・短・中期国債の買い切りオペ)を彷彿させるものがある。これまでのところ、TPIの発動には至っておらず、実際にはPEPPの満期到来国債の再投資の柔軟運用によって、各国債の利回り格差拡大への対応が行われているもようである。

もつとも、ECBも、イングランド銀行(BOE)や米連邦準備制度(Fed)に続き、この10月から資産規模の縮小の検討に着手することとなっている。それが加盟国間での国債利回り格差のさらなる拡大につながることはないか、ECBとして満期到来国債の再投資の柔軟運用で対応し切れるのか、TPIの発動に至ることはないのかが注目される。

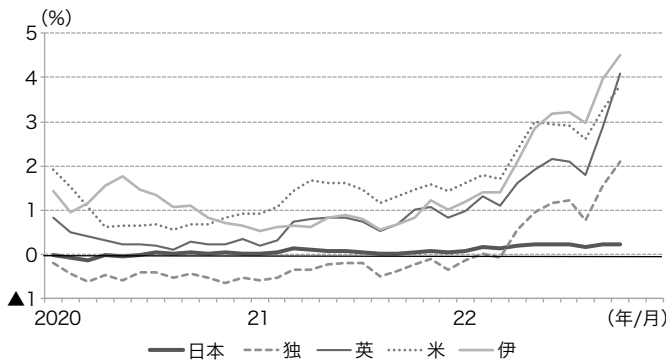
ラガルド総裁は「ECBの責務はインフレ抑制であって財政支援ではない」と述べているものの、実際には「利回り格差の拡大の抑制」と「財

政支援」との間の線引きは明確にできるものでもなからう。欧州債務危機のような事態の再来は未然に食い止めながら、各加盟国政府に財政再建を促しつつ、いかにして金融引き締めや正常化を進めてインフレを抑えていくのか、ECBの手腕が問われていると言えよう。

英では「トラス・ショック」

英国ではジョンソン前首相の辞任に伴い、9月初に行われた保守党の党首選で勝利したトラス新首相が就任したが、滑り出しから金融市場は波乱含みの展開となっている。トラス首相は党首選で大幅な減税策を目標に、財政規律重視で増税を打ち出していた対抗馬のスナク前財務相を破って選出されている。そうした方針の下、クワテング財務相は9月23日、総額450億ポンド(1兆1600億円で換算すれば約7・2兆円相当)規模の大規模な減税策を打ち出した。その内容には、所得税や不動産取得税の税率引き下げや、前ジョンソン政権時代にスナク前財務相の下で一度決定していた法人税率の引き上げ撤回等が含まれた。さらにクワテング財務相は家計や企業が

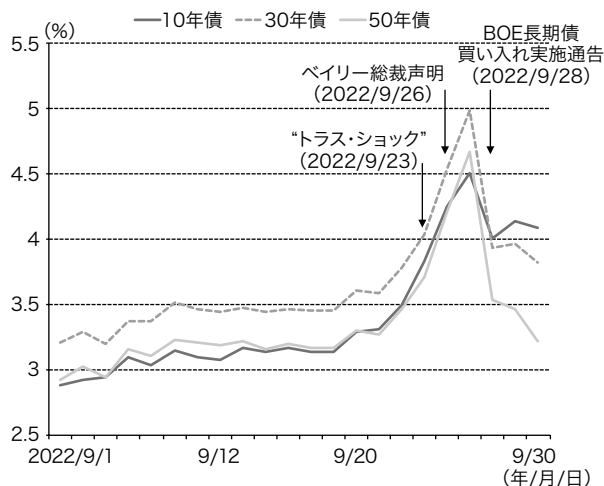
【図表2】主要国の10年国債金利の推移



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

負担する光熱費の金額を半年間凍結し、本来の光熱費の金額との差額の補填のための政府の負担金額は600億ポンド(約9・6兆円相当)に上ることも明らかにした。これほど多額の財政支出を表明しながら、その裏付けとなる財源確保策への言及はなかったため、市場では英国の財政運営の先行きを危ぶむ見方が一気に強まり、英国債と通貨ポンドがともに急落する事態となった(いわゆる「トラス・ショック」図表3)。

【図表3】2022年9月中の英国の長期金利の推移



(注)各日のスポット・レート・ベース。
(出所) Thomson Reuters Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

事態を重く見たBOEはまず、週明けの9月26日にペイリー総裁の声明を発表した。BOEには金融政策を決定する通貨政策委員会(MPC)、金融システムの安定を担う金融政策委員会(FPC)、金融規制を扱うプルーデンス規制委員会(PRC)の三つが存在し、議長は

基となる機能を果たすのみならず、さまざまな金融取引の担保としても用いられるなど、金融システムにおいて重要な役割を果たしている。その国債の価格がこれだけの短期間で急落するとすれば、国債が担保として差し入れられる際の基準となる価格も見直さざるを得なくなる(いわゆる「値洗い」)など、そのための市場参加者のオペレーションがさらに陥った。英国のギルト債(国債)市場はまさに機能不全状態に陥った

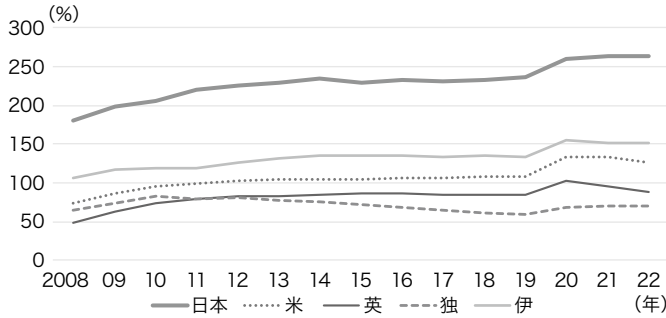
のである。BOEはペイリー総裁の声明発表からわずか2日後の28日に再びプレスリリースを発売し、金融システムの安定をつかさどるFPCの決定として、長期年限物を中心に英国債の買い入れを開始することを明らかにした。買い入れ金額は無制限ながら、その実施期間は10月14日まで、と厳格に区切られることになったほか、市場機能の減退状況が改善したと認められれば、今回の緊急買い入れ分は直ちに、円滑かつ秩序だった方法で市場に売り戻されることになっている。今回の緊急買い入れは、これまでMPCが決定する金融政策運営の一環としての「量的緩和」(QE)による、BOEの子会社である資産買い入れファシリテイ(APF)上での英国債の買い入れとは明らかに位置付けを異にするもので、BOE自身のバランスシート上で実施されるものとみられ、その将来的なあり得べき損失に対してはAPFに対する分とは別に英財務省の損失補償が付されることも、今回のプレスリリースで明らかにされている。

また、今回の緊急オペレーションに合わせたMPC側の金融政策運営上の対応も28日のプレスリリースで明らかにされている。MPCは前回の9月21日の会合で、バンクレートの0.5%の追加利上げに合わせ、APFで保有する英国債の、満期到来を待たない中途売却を10月初めにも開始し、既に3月から着手している満期到来国債の再投資停止(いわゆる「満期落ち」)による縮小分と合わせて、年当たり800億(約12・8兆円相当)規模で、APFが保有する国債残高の縮減を継続的に実施することを決定していた。MPCとしては、現下の市場の混乱によっても、この「年当たり800億規模での資産縮減」方針が影響を受けたり、変更されることは断じてない、ということ今回のプレスリリースで明らかにした一方、当初、10月3日に入札実施が予定されていた英国債の初回の売却は10月31日に延期することとされた。

BOEは独立性を死守できるか

ちまたでは、今回のBOEのオペレーションに関して、「QE」の「事実上の再開に追い込まれた」とみる向きも、なきにしもあらずのようではあるが、28日のプレス・リリース

〈図表4〉主要国の一般政府債務残高規模(名目GDP比)の推移



(注)独英は2021年以降、それ以外は20年以降はIMFによる推計値。
(出所)International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2022を基に日本総合研究所作成

をこのように詳細に見る限りではそのように断じるのは早計の感もある。英国の政府債務残高規模(名目GDP比)は、コロナ対策で膨張したとはいえ89%(22年IMF推計値、図表4)と、わが国(同263%)に比較すればはるかに健全である中、それでも英国内では、今回の長期金利の上昇が今後の財政運営に与える悪影響を懸念する声が聞かれる。

今回の英国市場の動揺をどう見るのか、BOEの今後の金融政策運営や正常化の進め方に影響させるのか、させないのか、これからのBOEの対応は、政府の財政運営との距離感をいかにとりつつ金融政策運営を進めるのかを決する上で、まさに正念場になるとみられる。ちなみにBOEのMPCのメンバーでもあるピル金融分析局長(チーフエコノミスト)は9月29日に行った講演で、次のように述べている(抄訳は筆者)。

「最近数日間にわかれわれが目にしてきていることの大部分は、本当に価格再評価(re-pricing)だ。例えば、財政政策の中期的な見通しの変化といった新たな情報がリリースされた際、関連する資産—この文脈では国債—の価格は再評価されることが期待される。それはファンダメンタルなニュースに対して金融市場が反応していることの健全な兆候である」

「昨日BOEがアナウンスした介入は、市場の一部において機能不全を生じさせかねないことが懸念されるポジションや構成の調整を秩序立った形で行うように促すことを意図したものである」

「(昨日の介入は)長期金利に上限をはめたりコントロールしたり、政府の資金調達条件をより好転させよ

うとするものではない」

また、ピル局長はそれに先立つ27日、「BOEは機能不全の市場で英国債を売却することはないが、ファンダメンタルズの変化を反映した急激な価格変動は英国債の売却を一時的に停止する理由にはならない」現在の市場環境が多くの人々にとって厳しいものであることは理解しているが、ファンダメンタルズを反映した秩序ある価格決定である限り、量的引き締め(QT)を継続できる環境であり、続けるべきだ」と述べたとも報じられている(9月28日付ロイター通信)。

さらにBOEは10月10日と11日に、今回の異例のオペを、予定通り14日に秩序立った形で終わらせるべく、最後の1週間”におけるオペの追加的な強化措置を公表している。

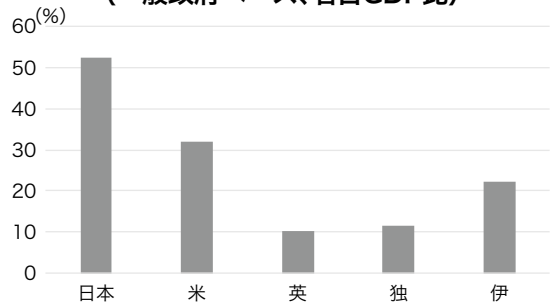
今回の保守党の党首選の際、トラス首相は財政拡張政策を声高に主張する一方で、今次局面におけるBOEの引き締めへの転換の遅れが高インフレの招来につながったと批判し、独立性に関する制度設計を見直す可能性にまで言及している。英国においても高インフレ基調が沈静化する兆しはまだ認められない中

(前掲図表1)、BOEが今後、市場金利の上昇にひるむことなく、予定通りに10月31日に国債売却の初回の入札を実施できるかどうか、11月以降のMPCでも金融引き締めを継続していけるのかが注目される。それがひいてはBOEの独立性の堅固さを物語ることになり、究極的には英国が物価安定と健全な経済成長路線を取り戻せるかどうかの鍵を握ることになる。

わが国財政の金利変動リスク

こうしたユーロ圏や英国の事例は、コロナ危機後に高インフレ局面に入った世界経済が、新たな課題に直面しつつあることを示している。高インフレ抑制のための金融引き締めや金融政策の正常化と、各国の財政運営の安定的な継続を両立できるか、という課題がそれだ。コロナ危機下において、各国は軒並み大規模な財政出動を行ったが、それを中央銀行が強力な超金融緩和によって支えたため、財政運営上のコストを意識する必要はなかった。ところが高インフレ局面に入り、今後は、金融面から財政運営に相応の負荷がかかる局面に入ったことをユーロ圏や英国の

〈図表5〉主要国のグロス所要資金調達額の比較
(一般政府ベース、名目GDP比)



(出所)IMF, Fiscal Monitor Fiscal Policy from Pandemic to War, April 2022, Table A23を基に日本総合研究所作成

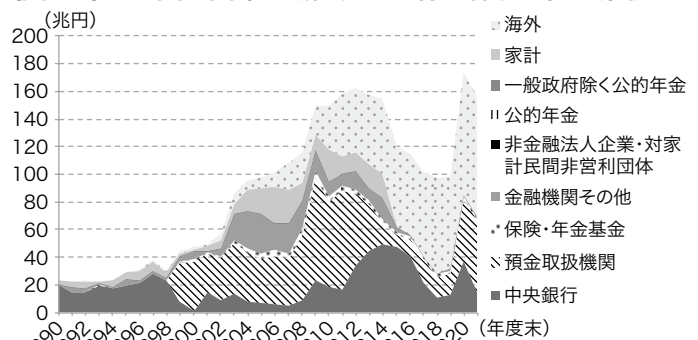
例は物語っている。
今後の金融情勢の変化に応じ、財政運営がどの程度の影響を受ける可能性があるのかを考える際、留意すべき点が二つある。一つ目は、当該国の財政運営上の資金調達構造の問題、もう一つは、国債金利を決する市場機能がどの程度機能しているか、という点だ。

前掲図表4で見たように、わが国の政府債務残高規模は名目GDP比で260%超と他の主要国対比で飛び抜けて悪い。ただし、わが国の財政事情の悪さはこの債務残高規模だけでは測れない。同じGDP比

100%の規模の国債を発行しているとしても、それを全額10年債で発行しているのと、全額1年債で発行しているのでは、金融情勢の急激な変化に見舞われた際の打撃の大きさが10倍異なることになる。その意味では、各国政府の毎年の所要資金調達額の規模(図表5)が重要になるが、わが国の場合は名目GDP比で50%超と群を抜いて大きくなっている。その要因は、債務残高規模自体の大きさ(260%)もさることながら、国債の調達年限の構造上、短期国債への偏りが著しい点も大きく影響している。とりわけ近年では、20年度の補正予算での大規模なコロナ対策費の財源の確保のめどがいまだに立っておらず、わが国は今もなお、年60兆円規模での満期1年以下の短期国債の発行による借り換えを繰り返している。今後、金融情勢が変化すれば、わが国の財政運営はたちどころに大波に翻弄(ひるがえ)されてしまう状況にある。

財政の資金調達構造上、着目すべきもう一つの側面は、国債の保有構造である。わが国の場合、短期国債

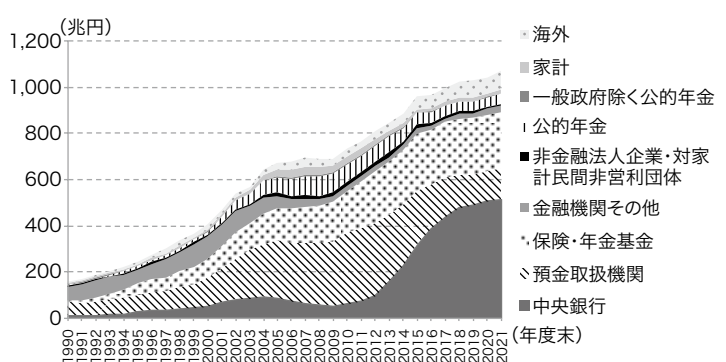
〈図表6〉わが国の国庫短期証券の主体別保有残高の推移



(注)2003年度以前は93SNAベース、04年度以降は08SNAベースの計数。
(出所)日本銀行時系列統計資金循環データを基に日本総合研究所作成

(国庫短期証券、図表6)を除けば、海外勢の保有シェアはごく小さいこと(図表7)が国債が市場で売り込まれにくい要因として、かねてより指摘されてきた。しかしながら、黒田東彦総裁の下で「量的・質的金融緩和」が既に足掛け9年半にわたり継続されてきたことから、日銀の国債保有比率は今や5割超に達している。しかも、クーパー水準の極めて低い国債を多額に抱え込んだことで、日銀自身が今後の金融引

〈図表7〉わが国の国債・財投債の主体別保有残高の推移



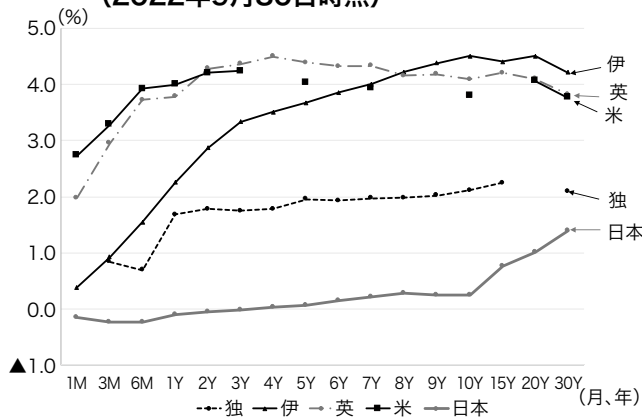
(注)2003年度以前は93SNAベース、04年度以降は08SNAベースの計数。
(出所)日本銀行時系列統計資金循環データを基に日本総合研究所作成

き締め局面では赤字、ないしは債務超過に転落するのが必至という厳しい情勢に置かれているのは周知の通りだ。「わが国の財政運営は日銀が国債の相当額を保有しているから安泰」などとは到底言えない局面に入っている。

日本市場の価格形成機能は消失

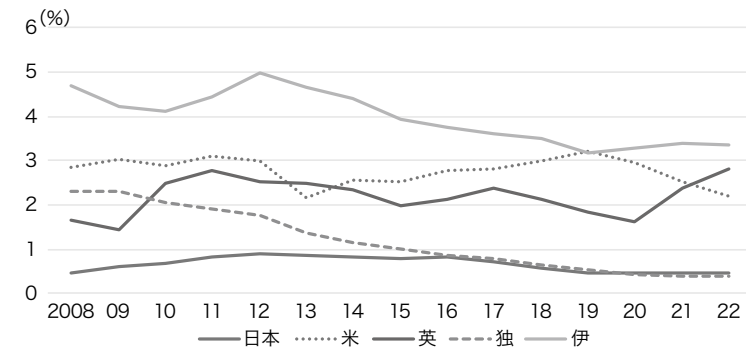
金利変動に対する財政運営の耐久性を見る上でもう一つ、重要と考え

〈図表8〉主要国のイールドカーブの形状の比較
(2022年9月30日時点)



(注)2022年9月30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

〈図表9〉主要国の財政運営における利払費の規模(名目GDP比)の推移



(出所)OECD, Economic Outlook Online Database, Statistical Annex Table 33, June 8 2022を基に日本総合研究所作成

れに對してわが国で形成されている円金利のイールドカーブの形を見る(図表8)、日銀のイールドカーブ・コントロール(YCC)政策の下、10年年限までの金利がほぼ0%近辺に固定されているという異様な形状になっている。わが国として、近年に限っても、財政規律面でのネガティブなイベントは、消費税率の引き上げ延期2回や、プライマリーバランス黒字化目標の達成時期の度重なる後ろ倒し等、枚挙にいとまがない状況であったにもかかわらず、わが国の国債金利がそれらのイベントにまともに対応することはなかった。わが国では、市場の価格発見機能が完全に消失させられるに至っている。そこから今後、いかに脱却するかは、実務面で極めて難しい問題である。YCCを突然、一気に解除すれば、各年限の金利がどの程度で着地するのかはおおよそ定かではなくなる。しかもわが国の場合、これまで長年にわたり超低金利状態が継続してきたことから、国の予算編成上、利払費の規模

られるのが、市場の価格形成機能などの程度機能しているか、という点である。前掲図表2で見たように、わが国を除く各主要国の長期金利は、本年春先以降、大きく動いている。これは各国における経済・物価情勢の変化や、財政政策運営に対する評価等を総合的に反映したもので、国債市場において民間市場参加者による価格発見機能が健全に機能していることを意味している。ECBの国債買い入れによって、一定程度の支

援を事実上受けているであろうイタリア国債に関してもしかりだ。コロナ危機下で多額の国債を買い入れるのに際しても、日銀を除く他の中銀は国債の買い入れを慎重かつ抑制的に実施し、国債の発行残高の3割を一つのめどに、そのラインを大きくは上回らない規模にとどめていたからこそ、市場の価格発見機能が維持されたものと考えられる。こ

が極端に小さくて済んでいる状態が長期化している(図表9)。他の主要国であれば名目GDP比で見ても2~3%、イタリアであれば5%というような規模での利払費を組み込んだ予算編成を近年、実際に経験している。利払費の膨張は、各国にとつて決して楽なことではないもの、それを所与としてきたため耐久力はそれなりにあるだろう。そして、利払費の膨張に財政運営が制約される事態には極力陥りたくない、という国民的なコンセンサスがあるからこそ、各国はわが国よりはるかに前向きに、増税を含めた財政再建に取り組んでいるものと考えられる。ところがわが国だけは、利払費の規模は1%にも満たない状態が長期化している。これが今後の金融情勢の変化の仕方によっては急激に膨張しかねないとなれば、政治的にも大きな問題になる可能性が高い。

市場機能尊重の理由

コロナ危機後の世界的な高インフレ局面において、金融情勢の変化が財政運営にも深刻な影響を及ぼしかねない局面に入りつつある現在、わが国はとりわけ厳しい情勢に置かれ

ている。未曾有の危機対応に際しても、他の主要国の当局者たちが、市場機能の維持を最優先させてきたのはなぜか。一つには、市場機能の発揮が、財政運営への警鐘となり得るからだろう。今回の英国の事態においても実際に、クワーテング財務相は10月3日、減税策の一部の撤回に追い込まれた。そしてもう一つには、当局の介入による「金融抑圧」によるよりも、市場機能に任せた方が、金利水準は経済の実態や実力に即した水準に落ち着くとともに、価格形成の連続性が保たれることで、はるかに円滑な経済運営が可能になるからではないのか。

いかにわが国の物価上昇率が、他の主要国対比ではまだ相対的には低いとはいえども、現下のような財政運営や日銀の金融政策運営は決して持続可能なものではない。そのひずみは、現下の外国為替相場に最も顕著に表れている。基幹税の増税をも選択肢から排除しない本腰を入れた財政再建と、日銀の金融政策運営の正常化は、今、わが国の経済運営を安定的に継続する道を確認する上で、岸田政権が最優先で取り組むべき重要な課題と言えよう。