

量的緩和後の中央銀行の財務悪化と国家の財政運営への影響

英予算責任庁の見通しとわが国への示唆

海外主要国においては、コロナ危機後の高インフレ局面がようやく一服しつつある一方、急激な金融引き締め策を講じている影響で、主要中央銀行の多くが現在、赤字や債務超過状態に陥っている。英国においては、独立財政機関である予算責任庁（OBR）が、国の経済・財政見通しを示す定期的な報告書の中で、この中央銀行の財務悪化問題を取り上げ、国家財政への長期的な影響の分析結果を明らかにしている。危機後の正常化と財政健全化に向けて、中央銀行と政府にはいかなる政策運営が求められるのか。わが国への示唆とは。

BOEの金融政策運営の経緯

英国においてはリーマン・ショックから約半年が経過した2009年3月、「ゼロ金利制約」に直面したイングランド銀行（BOE）が、米連邦準備制度（Fed）に続く形で、社債のほか英国債（ギルト債）を多額に買い入れる量的緩和（QE… Quantitative Easing）に着手した。BOEの場合もFedと同様、

QEはその時々々の経済・金融局面に応じて、必要なタイミングと期間に限って実施されてきた（図表1）。「物価目標2%を達成するまで粘り強く」という「うたい文句」のもと、長期間にわたって国債買い入れを継続してきた日銀のような金融政策運営は決行されることはなかった。それでもBOEの資産規模（対名目GDP〈国内総生産〉比）はピーク時には約48%（21年末）に達して

いる。これは世界最古の中央銀行の一つであるBOEの長い歴史を振り返っても、18世紀の南海バブル後の局面や20世紀の第2次世界大戦後の局面での資産規模を大きく上回るといふ前例のない高い水準であるとして、BOEとして、また、英国内全体としても大変な危機感が共有され、BOEは現在、計画的な正常化に着手と取り組んでいる。

日本総合研究所主席研究員
河村小百合

かわむら・さゆり 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。近著に「日本銀行我が国に迫る危機」（講談社現代新書）。

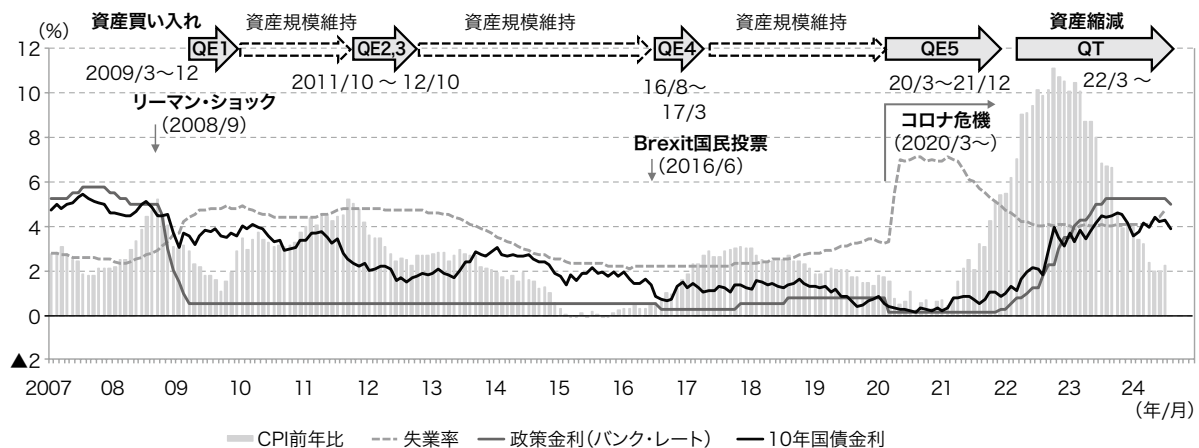
中銀財務悪化を見越した対応の枠組み

そのBOEが09年に最初にQEのオペレーションを開始した時点で、英国においては、当時他国には見られなかった、特筆すべき枠組みが整えられていた。QE着手のこの時点において、いづれ来たる危機脱却後の局面では中央銀行の財務が悪化するを見越し、危機後の局面においてもBOEの財務の健全性を維持するための枠組みが、政府側（財務省）とともに整えられていたのである。

BOEのQE実施に際して、英国で整えられた枠組みの概要とは以下のようなものである。

①BOEはQEのオペレーションを、BOE本体とは切り離れた別勘定（BOEの子会社）である「資産

〈図表1〉イングランド銀行の金融政策運営と英国の雇用・物価指標等の推移



(原資料) Bank of England, Office for National Statistics.
(出所) Refinitiv Workspaceを基に日本総合研究所作成

買い入れファシリテイ（APF: Asset Purchase Facility）上で実施する。

② APFに損失が発生した場合、政府側がその損失を補填する。

③ APF内での英国債などの買い入れに際しては、政府側が上限を設定し、BOEはその範囲内で買い入れオペレーションを実施する。上限は必要に応じて引き上げる。

④（13年以降）APFに蓄積された利益を、BOEは政府側に国庫納付する。なお、政府側はこの納付金をあくまで国債の元本償還に充当し、他の歳出には使わない。

⑤ APFの財務内容に関しては、四半期ごと、および年ごとの詳細な情報開示を徹底する。

こうした枠組みのも

と、BOEはこれまで、経済情勢や危機を理由に国債買い入れを乱発するようなことはなく、日銀に比較すればはるかに抑制的な金融政策運営を行ってきた。併せてBOEは、APFの財務状況についても詳細な情報開示を適時に行うとともに、先行きの財務悪化の可能性に関しても、四半期報に解説・分析ペーパーを掲載したり、誰でもAPFの先行きの財務運営を金利シナリオに応じて試算できるECBのスプレッド・シートを自らのホームページ上に掲載したりする、などの対応を行ってきた。こうした当局の取り組みを映じ、英国においては、QE実施後の中央銀行が危機後に直面せざるを得ない財務悪化の問題、ひいてはBOEが金融政策運営を正常化していく必要性に関する理解が、市場関係者や国民の間で、わが国よりもはるかに浸透しているように見受けられる。

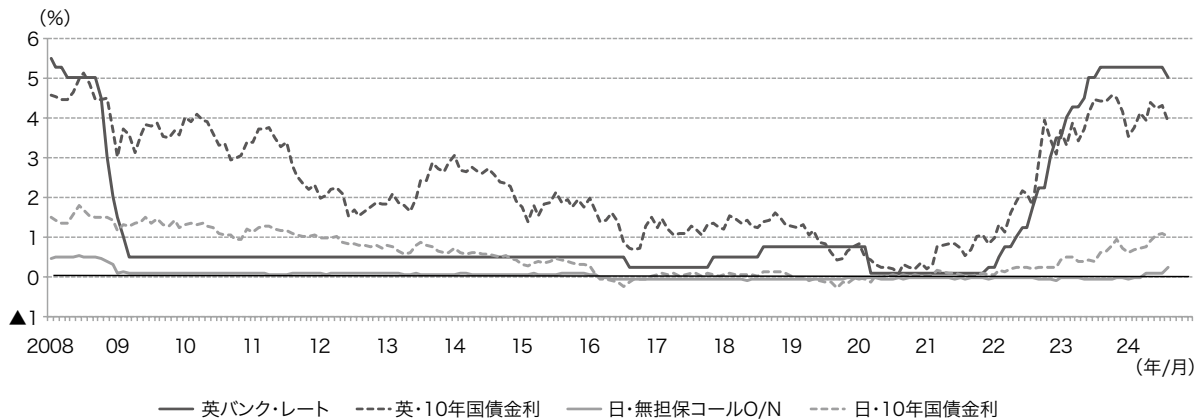
なお、英国においては、QEに着手した09年当時は労働党政権、その後保守党政権となり、本年の総選挙で労働党が再び政権に復帰しているが、QE実施に関するこの枠組みは政権交代の影響を受けることなく、一貫して維持されている。

予算責任庁も中央銀行財務問題を分析

英国においては10年、リーマン・ショックで大幅に悪化した財政運営の再建を確実に進めるために、独立財政機関である予算責任庁（OBR: Office for Budget Responsibility）が設置された。先行きの財政運営の計画を立てる上での基盤となる経済・財政の見通しなどを政府自らが策定すれば、政府にとって都合のよい甘い見通しが策定されがちとなり、国民の懐の痛みを伴う財政再建はなかなか進まない、というのは各国に共通する経験である。この点を打開すべく、とりわけリーマン・ショック後には、英国のみならず欧州などを含む世界各国で、政府や政治からは独立した中立的、客観的な立場で経済・財政見通しを策定したり、財政運営に関する分析を実施してその内容を公表したりする独立財政機関を設立する動きが広がっている。

英国においてはOBRが設立されてからすでに十数年が経過しているが、その中立的な姿勢や分析の質の高さには定評があり、財政健全化に取り組む上での重要な礎の役割を果たしている。

〈図表2〉BOEの政策金利(バンク・レート)と英国の長期金利(10年国債金利)の推移
およびわが国との比較



(出所)Refinitiv Workspaceのデータを基に日本総合研究所作成。

たしている機関として高く評価されている。

そのOBRは、英国においてもコロナ危機後の高インフレ、およびBOEの金融引き締め局面に入ったことを受け、経済・財政見通しの定期的な報告書(Economic and Fiscal Outlook, March 2024)などの中で、このBOE(APF)の財務悪化問題を繰り返し取り上げている。それは、中央銀行の財務悪化問題が、それだけ英国政府の財政運営全体に大きな影響を与えることになる、という認識があるからこそであろう。

QT完了は約2025年と見られる

OBRは、正常化着手前までは相当な利益を計上していたAPFが、BOEの利上げ転換、および量的引き締め(QT・Quantitative Tightening)着手後は赤字に転落するからくりを説明した上で、バ

ンク・レートと英国債金利が22年後半に史上最低水準から上昇して以来(図表2)、APFは利益を生む存在から損失を生む存在に転じた、としている。

実際、13年1月から22年10月までの間、1239億ポンド(1億1900円で換算すれば23兆5410億円相当)の利益がAPFから財務省に移転されたが、それ以降はすでに494億ポンド(同9兆3860億円)が、APFが被った損失をカバーするために財務省からAPFに移転されている(図表3)。なお、BOEの場合、QTの手法として、国債の満期到来を待つて再投資を停止する「満期落ち」ばかりでなく、他の中銀には見られない満期到来前の中途売却も実施しているため、APFが被る損失には、①中央銀行当座預金に対する付利水準の引き上げに伴う、資産・負債サイド間での「逆ざや」転落に伴う「金利損失」(interest losses)のほか、②金利上昇局面で簿価を下回る時価で売却した場合に発生する「評価損失」(valuation losses)の2通りが含まれる点に注意する必要がある。

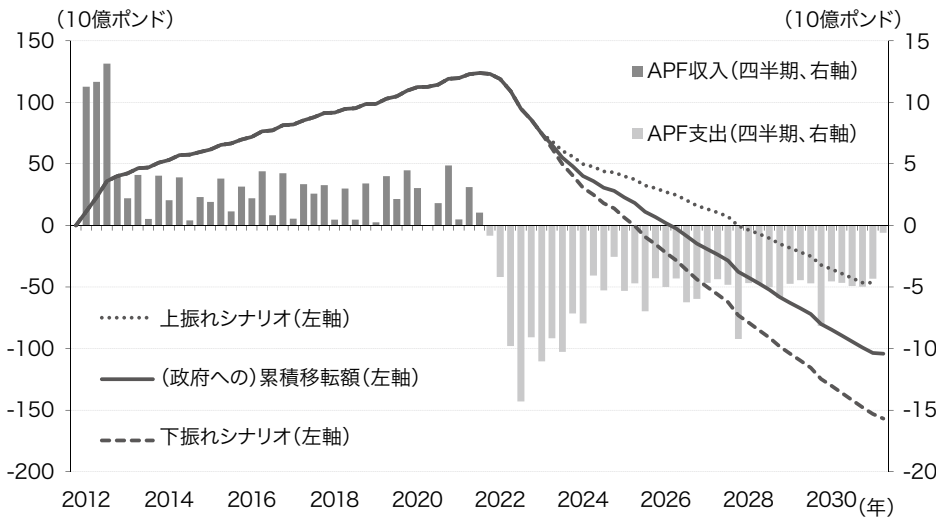
加えてOBRは、QE着手から

QT完了に至るまでの、APFのライフタイム(通期)・コストについての試算も実施しており(図表3)、その最新の推計値は1042億ポンド(同19兆7980億円相当)のネット損失となっている。ただし、このライフタイム・コストは、先行きの金利シナリオ次第で振れ幅が極めて大きく、OBRは金利上振れ・下振れ両面でのサブシナリオの下でのライフタイム・コストも示している。また、OBRは、このライフタイム・コストの試算結果は、QEプログラムの財政全体へのインパクトの包括的な評価ではなく、QEプログラムは過去15年間でストレスがかかったさまざまな時点において、経済、資産価格、そして金融市場を支援してきたものであり、QEの包括的な評価をするのであれば、これらの介入による、より幅広い経済および財政面での恩恵を考慮に入れる必要がある、としている。

政府・中銀統合ベースでのリスク管理

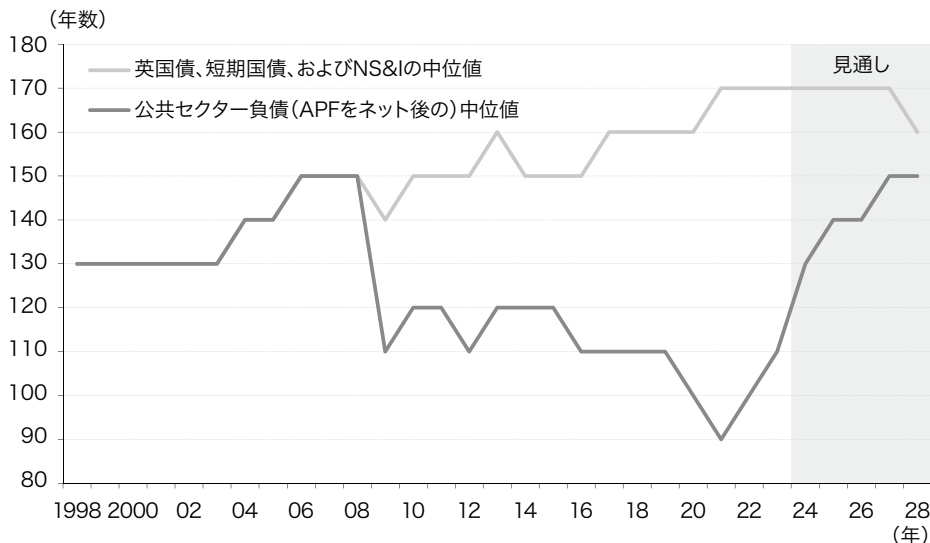
またOBRは、政府と中央銀行を合わせて考えた、統合ベースでのリスク分析も行っている。英政府が発行した国債をBOEがAPF上で買

〈図表3〉英予算責任庁(OBR)による資産買い入れファシリティ(APF)の累積損益の見通し



(出所) Office for Budget Responsibility, "Economic and fiscal outlook", March 2024, Chart G (p120)を基に日本総合研究所作成

〈図表4〉英予算責任庁(OBR)による英公共部門の負債の満期の見通し



(出所) Office for Budget Responsibility, "Economic and fiscal outlook", March 2024, Chart F (p112)を基に日本総合研究所作成

い入れれば、政府と中央銀行を統合したバランス・シートとして考えれば、BOEが負債サイドで抱える中央銀行当座預金(統合政府部門の負債の相当な部分を占めることになる)。

BOEはその後の経済・物価情勢に応じて金融引き締めを行うために、この中央銀行当座預金への付利水準を引き上げなければならず、統合政府全体として見れば、これは巨額の

変動利付負債を抱えていることに相当する。OBRは報告書においてこの点を説明した上で、統合政府全体が抱える先行きの金利リスクの大きさを把

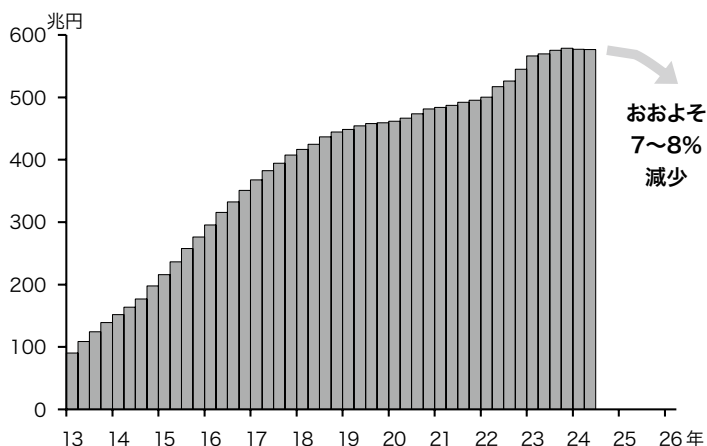
握すべく、統合政府の負債の満期の
中位値を算出し、その先行きの見通
しも合わせて示している(図表4)。
OBRの分析によれば、コロナ危機
後のBOEのQEを受けて、統合政
府ベースの負債の満期の中位値は21
年に1年にまで短期化した。しかし
ながらその後、BOEはQTに着手
し、国債の保有額を着々と落として
いることによって、そうした短期化
トレンドは反転しつつある。BOE
が英国債の保有をピーク時からす
でに15%落としたことにより、統
合政府ベースの負債の満期の中央値
は23年には3年に延びている。OBR
としてはこの先、28年までに、
BOEが保有する英国債の71%が市
場に戻されると仮定しており、それ
が実現すれば、統合政府ベースの負
債の満期の中位値は7年に達すると
見込んでいる。これはQE前とほぼ
同じ水準であり、このように負債の
満期を再び長期化することができれ
ば、その分だけ毎年の借り換えの所
要額を抑えられることになり、財政
運営の安定につながる。もつとも、
OBRは英政府が現在抱えている債
務残高の水準が高いことや、先行き
の金利動向次第では利払費がさらに

大きくかきみ、財政再建を進める上での足かせとなりかねない点についても、くぎを刺している。

相変わらず消極的な姿勢の日銀

これに対して、わが国における日銀や政府側のこれまでの政策運営を見ると、金融政策運営の正常化や財政運営の先行きの安定的な軌道の確保に向けての取り組みには消極的で後ろ向きであると言わざるを得ない。

〈図表5〉日銀が示す保有国債残高減少の見通し



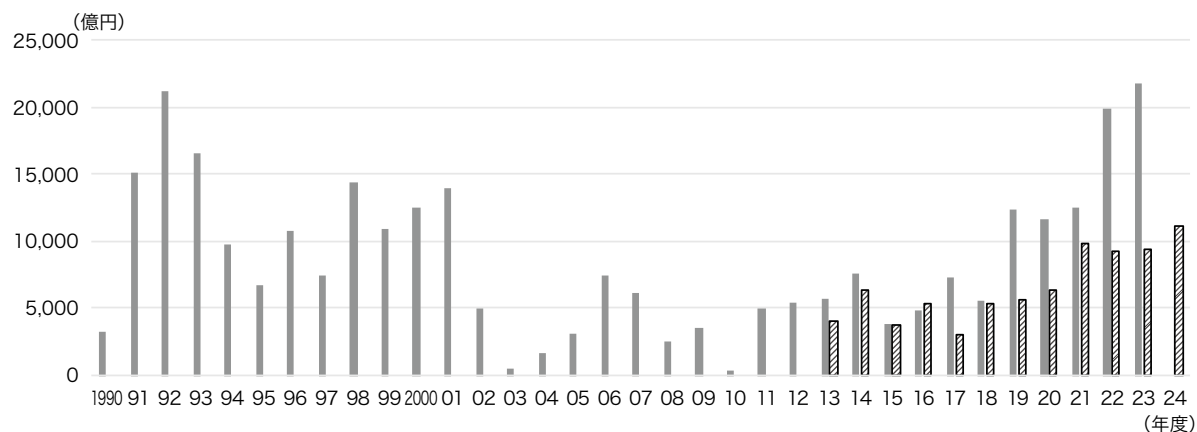
(出所) 日本銀行『(参考)2024年7月金融政策決定会合での決定内容』2024年7月31日

日銀は去る本年3月にマインナス金利政策をようやく解除したもの、国債の買い入れはなお、続行している。BOEのみならず海外の主要中央銀行の考え方は、〝ゼロ金利制約〟状態から脱却すれば、例外的な手段であるはずの国債の買い入れなどからはきっぱりと手を引くのが当然であり、実際、彼らはそのような金融政策運営を行っている。その日銀も円安トレンドに追い立てられる形で、本年7月に国債買い入れの減額計画を決めたものの、そのペースは四半期ごとに4千億円ずつ減額する、という、ごく小幅なものにとどまった。26年までの国債保有残高の減少も7~8%にとどまる由だ(図表5)。日銀の資産規模は名目GDP比で124%(24年第2四半期)と、他の主要中央銀行に比べて群を抜いて大きいにもかかわらず、である。また、日銀は、他の主要中央銀行のように、残高ベースで資産縮小の計画を立ててもおらず、〝国債買い入れ額〟というフロー・

ベースの数字を示すのみで、残高ベースではないままに縮小局面に入れている。これでは、植田総裁の言う〝普通の金融政策〟とは、他の中央銀行の感覚からは到底、言えないのではないのか。

そして日銀は、すでに金融引き締め局面に転じている今になっても、今後の日銀自身の財務状況がどうなるかの試算も全く示していない。日銀企画局が23年12月に公表した「中央銀行の財務と金融政策運営」においては、利上げ局面への転換後に中央銀行としての財務運営が赤字になることを説明し、他の主要中央銀行の正常化に向けた取り組みを紹介するだけで、日銀自身の今後の財務の見通しには一切、触れていない。ちなみに、同月に開催された多角的レビューの第1回ワークショップで日銀企画局が示した

〈図表6〉日銀の一般会計納付金の推移



(注) 斜線のグラフは、各年度当初予算において計上されていた金額。2024年度は当初予算ベース。
(出所) 財務省『一般会計歳入歳入決算』各年度版、『一般会計予算』各年度版、『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類<第213回国会(常会)提出>』、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

資料も、日銀自身による財務運営の見通しは一切示されず、外部の大学や民間シンクタンクなどの研究者による、過去の時点における日銀の財務運営の三つの見通しを表の形で並べて掲載するのみ、というお粗末なものであった。民間が外部の立場で出口局面の試算をするには、入手可能なデータの制約や前提条件の設定の問題などがあるにもかかわらず、である。BOEをはじめとする、他の主要中央銀行の責任ある情報開示姿勢との差はあまりにも大きい。

加えて、去る8月23日に開催された衆議院の閉会中審査において、植田総裁は、日銀が利上げに伴い赤字に陥るリスクを指摘された上で、財務のシミュレーションを日銀自身が出してはどうかと問われたのに対し、「将来の金融政策について思惑を呼び不測の事態を招く懸念がある」と発言している。これでは黒田前総裁の時代の姿勢と大差ない。BOEにとどまらず、単一通貨を導入しているユーロ圏を除く他の主要中央銀行はみな、複数の金利シナリオに基づく自らの財務のシミュレーションを公表している。これらの国々で、シミュレーションを出したから市場が

混乱して不測の事態を招いたという例は存在しない。大事なのは、シミュレーションを出す以上、中央銀行自身が先行きの自らの財務運営にも責任を持った金融政策運営を展開するようにすること、なのではないか。

もはや日銀頼みの財政運営は困難

国の対応にも問題がある。わが国もついに金融引き締め局面に入った今に至っても、日銀からはなお、巨額の国庫納付金の受け入れを継続している（図表6）。特に近年は、当初予算対比での上積み分が大きく、国の財政運営全体としては、防衛財源に充当するための決算剰余金の上積み狙いで、日銀から巨額の国庫納付が継続されている、と言っても過言ではなからう。日銀の運用資産の加重平均利回りは24年3月末時点で0・298%に過ぎず、「逆ざや」への転落は目前に迫っている。株式市場がこれだけ不安定な中で、赤字転落の回避はいつまでもETF（上場投資信託）の運用益頼み、というわけにもいかないだろう。日銀は自らの財務運営の見通しを複数の金利シナリオの下でしっかりと出し、その上で、今後いかにして日銀の財務

の健全性を維持していくのかを、政府ともども、国全体として検討しなければならぬ局面なのではないか。また、財務省からは去る6月、国債の発行年限を短期化する方針が打ち出されている。これは、英国が採っている財政運営・国債管理政策とは真逆の方向だ。国債の発行年限の短期化は、かつてのイタリア、アルゼンチンといった重債務国が、財政破綻の可能性が目前に迫る中で採らざるを得なくなった常套手段（じょうそうしゅん）でもある。

わが国の財政運営は、もはや日銀の国債買い入れに安住できる局面ではなく、小手先の国債管理政策で乗り切れるような局面でもない。このままの政策運営が続けば、いずれ円安や高インフレが抑えられなくなり、国民は「インフレ税」の形で重い負担をいや応なく負わざるを得なくなる。

そうした事態を回避するためには、日銀の正常化に政府ともども取り組み、合わせて本腰を入れた財政再建に着手して、毎年度の国債発行額を新規国債、借換債とも計画的に確実に減らしていく道筋を立てることが急務であるといえよう。