



【第8回】 2013年6月5日 河村小百合

これから求められる金融・財政政策運営 50兆円規模の財政再建の具体像を示せるか ——日本総合研究所主任研究員 河村小百合

財政運営の持続可能性について、いったん、市場の信認を失った国が、どれほど苦しい財政運営を迫られることになるのか、市場金利上昇に歯止めをかけるには、短期間でいかなる財政運営をしてみせることを迫られるのかは、連載第4回「日本の財政は持続可能か3%成長でも20年度で財政赤字は50兆円」、および連載第6回「市場金利が上昇したら何が起ころ？欧州危機の経験が語るもの」で詳しくみた。筆者担当の最終回となる今回は、わが国に求められる金融・財政政策運営はどのようなものかを考えたい。

「異次元緩和」導入2カ月の状況

黒田日銀がいわゆる「異次元緩和」をスタートさせてから2カ月が経過した。株式市場は活況に沸き、安倍首相のリーダーシップもあって、国全体として、経済の先行きに関する期待が好転する兆しがみられる。「デフレ均衡」は破られつつあるとあってよいだろう。そうしたなか、資産価格の上昇傾向が目立つ。

他方、物価動向に目を転じれば、円安が輸入物価を押し上げる影響が出始めているものの、一般物価全体として、明確な上昇基調が強まるのか、それが、実体経済に好影響を及ぼすのかどうか、判断はまだ難しい状況にある。株式市況は5月下旬以降、いったん、調整局面に入ったようにも見受けられる。

気になるのは国債市場の動向だ。4月に導入された「量的・質的金融緩和」は、少なくとも当初は「イールドカーブ全体の金利低下を促す」（日本銀行『「量的・質的金融緩和」の導入について』2013年4月4日）ことを企図していたはずであるが、国債市場で形成される長期金利（国債の価格と裏腹の関係）はその導入以降、国債の値動きが荒くなるなかで、徐々にその水準を切り上げつつある（国債の価格は切り下がりつつある）のが実態だ。これには、①インフレ期待が徐々に高まりつつあることが、金利形成に織り込まれつつあるという側面と、②「異次元緩和」によるオペの規模が大き過ぎ、市場流動性が乏しくなっており、値が飛びやすいという側面の2つがあるように見受けられる。

「量的・質的金融緩和」とは具体的にいうと、2%の物価上昇を達成するために、マネタリーベースが年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う、そのために長期国債の保有残高が、年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う、というものだ（図表1）。

◆（図表1）マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

		(兆円)			
		2012年末 (実績)	2013年5月末 (実績)	2013年末 (見通し)	2014年末 (見通し)
	マネタリーベース (銀行券等発行高+日 銀当座預金)	138	159	200	270
(日本銀行のバランスシート項目の内訳)					
	長期国債 (平均残存期間)	89 (3年弱)	106.5 →	140 (7年程度)	190
	CP等	2.1	1.9	2.2	2.2
	社債等	2.9	2.9	3.2	3.2
	ETF	1.5	1.7	2.5	3.5
	J-REIT	0.11	0.14	0.14	0.17
	貸出支援基金	3.3	3.7	13	18
その他とも資産計		158	184	220	290
	銀行券	87	82.9	88	90
	当座預金	47	71.7	107	175
その他とも負債・純資産計		158	184	220	290

(資料) 日本銀行『量的・質的緩和の導入について』2013年4月4日、『営業毎旬報告』2013年6月4日、『マネタリーベース(2013年5月)』2013年6月4日を基に日本総合研究所作成。

今年度の新発国債発行額（年金特例国債を含む、当初予算ベース）が約45兆円であることからすると、この買い入れ規模がいかに巨額なものであるかが理解できよう。日銀は市場参加者との意見交換等を通じ、月当たりのオペ実施回数を増加させて1回あたりの実施金額を減らす意向を示しているが、「月間7兆円程度」という長期国債の買い入れペースは維持する姿勢をみせている。買い入れペースを落とさない以上、国債市場は、その流動性に問題を抱えた状況が続く可能性が高い。

「当然の結果」としての金利上昇

このようにみると、「2年後」といった時間軸ではなく、換言すれば「出口局面」（異次元緩和の終了）に到達するのを待たず、それより早い段階で「アベノミクス」ないし「異次元緩和」の「意図せざる副作用」としての「金利上昇」の影響が出てくる可能性が高まりつつある、と考えられる。

むしろ、「デフレ均衡」を打ち破ろうとしているのであるから、遅かれ早かれ金利上昇は、むしろ「当然の結果」といえるのかもしれない。いずれにせよ今後は、一定の金利上昇を前提に、それが行き過ぎるリスクも十分に意識しつつ、金融・財政政策運営を行わざるを得ない。

金融政策をどのように続けるか

「2年程度の期間を念頭に2%の物価上昇を達成する」という目標が達成できるかどうかの見極めがつく前の段階、比較的早期の段階で、足もとの国債市場における「前兆」のような動きが一段と強まる可能性もある。名目金利が上昇すれば、実体経済にも相応の影響が及ぶと考えられるほか、何よりも、毎年度多額の国債発行に依存している国の財政運営に、大きな影響が及ぶことになる。

今後、こうした側面における現実の状況変化を踏まえつつ、「量的・質的金融緩和」によるオペレーションを、導入当初の計画通りに2年間、継続するのがよいか、実際の物価目標の達成度合いをどのように把握し評価するか、「2年後2%という物価目標の設定」はそのままよいか、といった点の検討が必要になる局面もあり得よう（注1）。

折しも、アメリカにおいても、F R B（連邦準備制度理事会）が、いわゆる“QE3”からの出口戦略を模索し始めているようである。今年末にかけ、F R Bの金融政策運営やアメリカ金融市況の動向次第では、わが国にも少なからぬ影響が及ぶことも考えられよう。

中長期的な財政政策運営が最大の焦点

今後、一定の金利上昇を前提とせざるを得ないとすれば、諸外国対比で突出した規模の巨額の債務残高を抱えるわが国としては、今後の財政運営をいかに行っていくのかが最大の焦点となる。

わが国の場合、①そもそもの国債残高が巨額であることに加え、②国債発行年限の短期化も相当に進んでいるため、毎年度、いわば借金を借り換えるための借換債の発行額が極めて大きく、国としての毎年の所要資金調達額の規模が諸外国に比較して極端に大きい、という特徴がある（図表2）。

◆(図表2)主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額
(2013年4月公表時点における、IMFによる2013年見通し、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリー・バランス
日本	245.4	49.2	9.8	59.0	▲ 9.8	▲ 9.0
ギリシャ	179.5	14.9	4.6	19.5	▲ 4.6	0.0
イタリア	130.6	25.3	2.6	27.8	▲ 2.6	+2.7
スペイン	91.8	14.1	6.6	20.7	▲ 6.6	▲ 3.5
ドイツ	80.4	7.9	0.3	8.2	▲ 0.3	+ 1.8
アメリカ	108.1	18.6	6.5	25.2	▲ 6.5	▲ 4.6

(資料) IMF, *Fiscal Monitor Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, April 2013.

(原資料) Bloomberg, IMFスタッフによる予測値。

それゆえ市場金利上昇がどの程度、財政運営に影響を及ぼすかは、わが国の場合は、債務危機を経験した欧州各国の比ではない。それゆえ、今後、一定の金利上昇は甘受せざる

を得ないとしても、それが「財政リスク・プレミアム」の上乗せによって、スパイラル的な金利上昇につながってしまうような事態を決して招かないようにするためにも、中期的な視野での財政再建の道筋を早期に明らかにする必要がある。

（注1）なお、5月27日に公表された、4月26日の日銀の金融政策決定会合の議事要旨をみると、物価目標の達成度合いの評価の仕方や、「量的・質的緩和」の運営の柔軟性について、すでに一部の審議委員から現行のあり方への異論が出ている模様である。

ちなみに、5月27日に財務省の財政制度審議会が公表した『財政健全化に向けた基本的考え方』は、「債務残高の対名目GDP比の値が、将来にわたり上昇し続ければ財政は破綻する」と明確に述べている。

IMF、OECDの指摘

一般政府債務残高名目GDP比率は、IMF（国際通貨基金）の見通しでは足許、245%（2013年）に達しているとみられるが、その上昇傾向になんとか歯止めをかけ、近い将来に低下に転じさせる必要がある。そのためには、少なくともまず、現在、わが国の政府が国際的にも約束している「2015年度にプライマリー・バランス（基礎的財政収支）赤字幅を2010年対比で半減、20年度には均衡」という目標を確実に達成するために、いかなる緊縮策を講じるのかを明確にすべきであろう。

もっとも、これまでの本連載ですでに述べたように、プライマリー・バランスの均衡では、債務残高GDP比の上昇を確実に抑えることはできない。市場金利と名目成長率の関係に依存してしまうため、確実に歯止めをかけるには、一定のプライマリー黒字を安定的に確保することが必要だ。

OECD（経済協力開発機構）は去る4月23日に公表した対日審査報告書のなかで、わが国の公的債務残高比率を2020年までに安定化させるためには、プライマリー・バランスを4%の黒字となるように改善することが必要である、と指摘している。

また、IMFは、5月31日に公表した対日4条協議終了に公表した声明において、「今後10年で、債務残高対GDP比を確実に引き下げるためには、（筆者注：現状対比で）GDP比11%の構造的財政調整が必要だとスタッフは見込んでいる」としている。「GDP比11%」とは、2012年暦年の名目GDP（475.8兆円）に基づけば、現状の財政運営に比較して、52.3兆円規模の構造的な（＝毎年度の）財政調整が必要、ということになる。

今夏の「中期財政計画」に注目

安倍政権においては、今月中にもとりまとめられる「骨太の方針」の準備が進められている。甘利経済再生・経済財政担当大臣は5月30日の国際会議において「骨太の方針で、財政健全化を具体化する。今夏に中期財政計画、中長期試算を提示する」と発言したと報じられている。

OECDやIMFも指摘しているように、わが国が直面する財政の現状は極めて厳しく、増え続ける債務残高規模の増加傾向に歯止めをかけようとするだけでも、相当な財政緊縮を毎年度継続する必要がある。「ムダの削減」では、到底達成不可能なレベルだ。さらにいえば、経済成長のみによって解決できるレベルの問題でもない。

「デフレ均衡」を脱却しようとする今、一定の金利上昇はやむを得ない状況にある。わが国の財政運営への市場の信認をつなぎとめ、安定的な財政運営を今後も継続していくため、安倍政権は、この厳しい財政運営の現実を正面から受け止めて、国民にわかりやすい言葉で語りかける必要がある。

そのうえで、どのような方策によって財政運営を継続していくのがこの国全体にとってもっとも望ましいのか、増税にどの程度依存することとするか、国のかたちを抜本的に見直して財政構造を改革する必要はないか、などの点について、国民的な議論を経て決定していく必要がある。わが国には、それほど時間的な余裕は残されていない。次の世代に安心して引き継げる財政構造を回復するため、安倍政権による真摯な取り組みが求められている。

DIAMOND,Inc. All Rights Reserved.