

2020年5月29日  
No.2020-006

## コロナ危機下の米英にみる 政府・中銀の役割分担とわが国の課題 — 危ぶまれる日銀の財務運営 —

調査部 主席研究員 河村小百合

### 《要 点》

- ◆ 新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、わが国を含む世界各国は、経済・社会活動の両面で深刻な打撃を受けている。わが国と同様、米英両国においても、企業金融支援等の危機対応策が中央銀行も関与する形で強化されている。本稿ではこの両国において政府と中央銀行との間でいかなる形で役割分担が行われているのかを明らかにしつつ、わが国の課題を考えたい。
- ◆ アメリカでは連邦準備制度（Fed）が本年3月半ば以降、連邦準備法の緊急事態条項を発動する形で、銀行以外の金融機関や企業等も対象とする様々な資金供給ファシリティを導入している。その過半はリーマン・ショック時にはなかった新規のもので、その殆どには連邦財務省による信用補完が行われており、危機対応によってFedの財務を過度に傷めることがないように一定の配慮がなされている。
- ◆ イギリスにおいては元来、イングランド銀行（BOE）は金融政策の「手段の独立性」のみを有し、透明性を確保しつつ政府と協調する形での政策運営が行われている。今回の危機下で国債等の買い入れを再拡大するのに際しても、リーマン・ショック時と同様、将来的な正常化に伴うコストは全額英財務省が負担するという損失補償（indemnity）の考え方が明示されている。また危機対応としての企業の資金繰り支援プログラムに関しても、BOEはあくまで政府の代理人としてオペレーションを担当し、損失は全て財務省が負担する。同国では、BOEが通常の政策運営を通じて得る利益の配分や政府による損失の負担のルールも明確に定められている。
- ◆ わが国においても本年3月以降、日銀が企業の資金繰り支援策等を次々と打ち出し、5月の臨時の金融政策決定会合で決定された分まで合わせれば総額75兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」が用意された。これらは、日銀が直接的（社債やCP等の買い入れ）ないしは間接的（民間銀行等経由）に企業等の信用リスクを負担するものであるが、米英のような政府による信用補完や損失補填等の取り決めはみられない。

- ◆ 今回の危機は、日銀が過去7年間あまりにわたって展開してきた金融政策運営上の実務上の限界もあらわにした。本年3月の株価の急落を受け、買入れてきたETF（信託財産指数連動型上場投資信託）にもし3月半ばの株安水準が会計上適用されていれば、少なくとも2～3兆円規模の評価損が発生し、引当金を積む必要が生じていた可能性もある。さらに今後、今回の危機対応のためのコストが上乗せされる可能性があることに加え、金利引き上げ局面に入ることを余儀なくされれば、当座預金への付利負担が嵩み、日銀の財務状況はさらに悪化する可能性が高い。
- ◆ 日銀は中央銀行ゆえ、会計上の損失を拡大させながら金融政策や業務運営を継続することも不可能ではない。しかしながら、そうした状態を放置することは、米英両国にみられるような、中央銀行の財務面での健全性の維持を尊重するという、国際金融界で共有されている考え方と相容れるものではない。そうした状況がさらに悪化し、長引けば、国際金融界におけるわが国の信用、ひいては通貨円の信認が危うくなるという事態も絵空事ではない。
- ◆ わが国として、今後も安定的な経済・財政運営を継続するためには、こうした事態は何としても回避しなければならない。そのためには、「円の信認」を維持するうえで不可欠な、経済の潜在成長力を強化するための構造改革を断行することを大前提として、①コロナ危機の収束のための対策は、東日本大震災時の対応も参考に、現世代がコストを負担する形で行い、実効性のある財政再建に努めること、②危機収束後には速やかに、日銀は新たな資産の買い入れを止め、資産規模縮小に着手すること、③政府は日銀への資本注入の枠組みの検討に着手することが求められる。

**本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・河村小百合宛にお願いいたします。**

**Tel: 03-6833-1577**

**Mail: kawamura.sayuri@jri.co.jp**

**日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。**

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## 1. はじめに（問題意識）

本年の春先以降、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大を受け、わが国を含む世界各国は、経済活動・社会活動の両面で深刻な打撃を受けている。その収束までにどの程度の期間を要するのか、現時点では明確な見通しは立っておらず、経済活動へのダメージが数年単位で尾を引く可能性も指摘されている。今回の危機の深刻さは、2008年のリーマン・ショック時に勝るとも劣らないのではないかとの見方が国内外で強まりつつある。

わが国を含む各国は、とりわけ、“社会的な接触（social contact）”を要する業務に従事する人々やそうした事業を営む企業向けの支援に重点を置きつつ、コロナ危機への対応策を矢継ぎ早に打ち出しており、その内容は公衆衛生上や医療分野における対応を別としても、事業継続のための支援策や雇用維持政策、税制優遇策、自営業者・フリーランス支援、生活困難者支援等、多岐にわたる。本稿では、そうしたなかでも金融の手法を用いる企業金融等向けの支援策に焦点を当てる。危機時のそうした金融支援には、中央銀行が関与する例が多く、今回の危機におけるわが国と同様、米英両国もその例外ではない。この両国において現在のような危機の初期段階において、いかなる考え方に基づき政府と中央銀行の間で役割分担をしたうえで、危機のショックの鎮静化および収束に向けての政策運営が行われているのかを、リーマン・ショック時の対応との比較も踏まえつつ明らかにし、わが国との違いを指摘する。

他方、わが国においては今回の危機によって図らずも、これまで7年余りにわたって展開されてきた「アベノミクス」や「異次元緩和」の限界があらわになりつつある。それは、政府と中央銀行の役割分担があいまいにされ、欧米主要国とは大きく異なる考え方に基づく政策運営が行われてきた結果でもある。再び深刻な危機に直面しつつあるわが国が今後、安定的な経済運営を確実に継続できるようにするためには、国と中央銀行のそれぞれの立場でいかなる政策運営が求められるのかを考えることとしたい。

## 2. 米英両国の今次コロナ危機下での金融面での対応

### (1) アメリカ

コロナ危機に瀕したアメリカでは、連邦準備制度（Fed）が2020年3月入り後、立て続けに政策金利を引き下げ、リーマン・ショック時以来の“事実上のゼロ金利”（FFレートの誘導目標0.25%）としたほか、3月15日には、「家計と企業の信用のフローを支援するため、フル・レンジの政策手段を投入する」と表明した。まず、米財務省証券（米国債）を少なくとも5,000億ドル、MBS（モーゲージ担保証券）を少なくとも2,000億ドル買い入れて金融市場への流動性供給を開始し、その後3月23日には、米国債とMBSの買い入れ金額のめどは撤廃され、当面、必要な金額の買い入れを行うこととされた。

そして3月17日以降は、連邦準備法13条3項を活用した資金供給ファシリティが続々と導入された（図表1）。13条3項は緊急事態条項ともいわれるもので、通常の連邦準備制度銀行（地区連銀）による貸出の対象は銀行に限られるところ、銀行以外の金融機関や企業等にも融資の形を通じた流動性供給が可能になる、というもので、今回の危機のような際に5名以上のFRB理事と財務長官の賛成があれば発動できる。今回設置されたファシリティの約半数は、リーマン・ショック時に導入されたファシリティを原型とするものである（CP資金調達ファシリティ<CPFF>、プライ

マリー・ディーラー信用ファシリティ<PDCF>、マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティ<MMLF>、ターム物資産担保証券貸出ファシリティ<TALF>)が、リーマン・ショック後にその反省も踏まえて連銀法が改正され、同条項適用のための要件として、①特定の企業の救済を目的とするものに相当してしまうことのないよう、当該プログラムの適格な参加者が5社以上存在すること、②支援を受ける側が可能な限り早期に受けた融資を返済するインセンティブを持つよう、適用金利は市場金利対比で高めの「ペナルティ金利」とすること、等の条件を満たすことが課されるようになっていた。各ファシリティの発動可能な期間は原則1年間で延長も可能とされている。

(図表1) Fedが新型コロナ対策として採用した、  
連邦準備法第13条3項に基づく非銀行(企業等)向け資金供給ファシリティの内容

ファシリティの名称	公表日	目的	リーマン・ショック時の資金供給ファシリティとの比較
CP資金調達ファシリティ(CPFF)	2020年3月17日	合衆国のCP発行主体に流動性のバックストップを供給することによって、CP市場の流動性を向上させること	2008年10月7日公表のCPFFに類似
プライマリー・ディーラー信用ファシリティ(PDCF)	2020年3月17日	市場の流動性と機能を支え、企業や家計の信用のヘアピリティを向上させるプライマリー・ディーラーに資金を供給すること	2008年3月16日公表のPDCFに類似
マネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティ(MMLF)	2020年3月18日	家計およびその他の投資家による償還要請を満たし、幅広い経済への信用供給を促進するマネーマーケット・ファンドを支援すること	2008年9月19日公表の資産担保CPマネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性ファシリティに類似
プライマリー・マーケット企業信用ファシリティ(PMCCF)	2020年3月23日	大企業がビジネス運営とキャパシティを維持できるよう信用を支援すること	Covid-19パンデミック新規
セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ(SMCCF)	2020年3月23日	社債市場への流動性供給を通じて大企業への信用を支援すること	Covid-19パンデミック新規
ターム物資産担保証券貸出ファシリティ(TALF)	2020年3月23日	学生ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン、中小企業庁(SBA)保証のローン、および消費者と企業への信用の流れを支援するその他の資産に裏付けられた資産担保証券(ABS)の発行を可能にすること	2008年11月25日公表のTALFに類似
メイン・ストリート(*)新規ローン・ファシリティ(MSNLF)	2020年4月9日	従業員1万人以下、もしくは売り上げ25億ドル未満の企業へのローンを通じて、中小企業への支援を促進すること	Covid-19パンデミック新規
メイン・ストリート(*)拡大ローン・ファシリティ(MSELF)	2020年4月9日	州および地方政府(市町村相当)の発行する短期債を買い入れ、キャッシュフロー圧力をよりよくマネージすることを支援すること	Covid-19パンデミック新規
ペイチェック保護プログラム貸出ファシリティ(PPPLF)	2020年4月9日	中小企業庁(SBA)の運営するペイチェック保護プログラム(PPP)の実効性を強化するために参加する金融機関に流動性を供給すること	Covid-19パンデミック新規

(資料)Michael Fleming, Asani Sarkar, and Peter Van Tassel [2020]. "Federal Reserve 13(3) Facilities Announced during COVID-19 Pandemic" ([https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/blog/2020/LSE\\_2020\\_COVID-fed-response\\_fleming](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/blog/2020/LSE_2020_COVID-fed-response_fleming), 2020年4月16日アクセス), "The COVID-19 Pandemic and the Fed's Response," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, April 15, 2020 を基に日本総研研究所作成。  
 (注\*)「メイン・ストリート」には、「ウォール・ストリート」たる金融界、ないしは大企業に対する実業界、中小企業という意味がある。

そして Fed は今次危機に際して、リーマン・ショック時にはなかった新たなファシリティをいくつも設置している。3月23日には、金融市場の機能を維持するために、大企業向けの「プライマリー・マーケット企業信用ファシリティ」(PMCCF)や、「セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ」(SMCCF)が導入された。また、今次危機によって、“社会的な距離”の確保せざるを得ないために、多くの中小企業等の雇用に深刻な影響が生じていることを鑑み、4月入り後は議会が「コロナウィルス支援・救済・経済保障法」(CARES Act: Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)を成立させたのに合わせ、Fedは中小企業を対象とする「メイン・ストリート新規ローン・ファシリティ」(MSNLF)や「メイン・ストリート拡大ローン・ファシリティ」(MSELF)、

および中小企業における雇用を支援するための「ペイチェック保護プログラム貸出ファシリティ」(PPPLF)、さらには州および地方政府の資金繰りを支援する「地方自治体流動性ファシリティ」を設けることを公表し、現在、その実施に向けての準備が進められている。これらの新規ファシリティの殆どの部分には連邦財務省による信用補完が行われており、危機対応の資金供給を行った結果、Fedの財務を過度に傷めてしまうことのないよう、一定の配慮がなされているといえよう。

ちなみにこうした考え方は、リーマン・ショック時の危機対応の際にもすでにみられていたものであり、企業向け等の金融支援策には、信用リスクの負担が伴うことから、①取引の相手方や買入れる金融資産を比較的信用度の高いものに限定する、②損失発生時の負担をあらかじめ政府ないし民間との間で分担する、といった対応が採られてきた。また、リーマン・ショック時も設けられていた TALF (ターム物資産担保証券貸出ファシリティ) は、損失の一定割合 (200 億ドル) をまず米連邦政府が負担するという設計のものであった。ちなみに当時、Fed はベア・スターンズや AIG といった銀行ではない個別金融機関向けの流動性支援にも関与したが、あらかじめ民間主体と損失分担したうえで、財務長官からニューヨーク連銀総裁宛てに書簡が発出されており、危機対応による損失が、Fed の財務省への納付金減額の形で、間接的ながら財政負担とすることを容認する姿勢が明らかにされている。

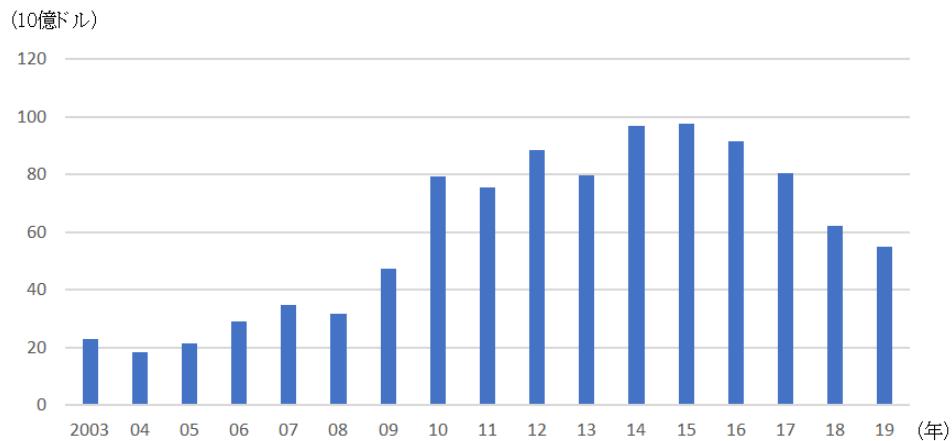
当時の緊急事態条項に基づく信用供与残高は、リーマン・ショックの発生前後からほぼ 2 年以内に収束していることがみてとれる (図表 2)。また、Fed の連邦政府への納付金の実績も、リーマン・ショック後に展開された大規模な資産買入れ (LSAP) による影響を大きく受けつつも、大きな問題なく推移している (図表 3)。Fed は足許も、連邦財務省へ相応の金額の納付金を納めることができていることからすれば、今次危機対応における CPFF、PDCF、MMLF によって Fed が一定のリスクはとっていくうえでの一定のバッファーになるものとみられる。

(図表 2) リーマン・ショック時の連邦準備法 13 条 3 項に基づく Fed の信用供与残高の推移



(資料)FRB, The Federal Reserve System Purposes & Functions, October 2016, p64.

(図表3) Fedの連邦財務省への納付金の実績推移



(資料)FRB, The Federal Reserve System Purpose & Functions, 10th Ed. October 2018, p7, Figure1.4, FRB, “Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2019”, *Press Release*, January 10, 2020を基に日本総合研究所作成。

(注)2015年、18年の資本余剰の移転分は含まない計数。2019年は推計値。

## (2) イギリス

イギリスにおいても今次コロナ危機に際し、イングランド銀行（BOE）が政策金利を立て続けに引き下げ、本年3月にはリーマン・ショック時の水準（0.5%）をも下回る0.1%としたほか、同国のEUからの離脱をめぐる2016年6月の国民投票後の同年夏以降に実施して以来停止していた、英国債等の買い入れ（量的緩和）を再開している（図表4）。

同国では1997年にBOEが政府からの独立性を獲得しているが、BOEは金融政策の「手段の独立性」を有するのにとどまり、「目標」は政府によって与えられるという制度設計となっている。実際、リーマン・ショック後にBOEが量的緩和に着手するのにも際しても、それがいずれ正常化の局面になれば、多額の損失をBOEが被ることとなりかねないことを見越し、量的緩和によって生じ得るすべての損失は政府が負担するという「損失補償（indemnity）」の考え方が、財務相とBOE総裁との間での公開書簡によって明確に示されていた<sup>1</sup>。よって、BOEが量的緩和によって買い入れることができる金額の上限は、財務省側は損失補償に応じることができる範囲内、という意味で、図表4のような形でその時々の上限が定められてきた<sup>2</sup>。こうした考え方は、今回の危機下での国債等の買い入れにも踏襲されている。

<sup>1</sup> ちなみにBOEのキング総裁（当時）は、2012年11月のオズボーン財務相（当時）あての公開書簡において、BOEの量的緩和からの正常化の過程において、財務省からの損失補填が必要に応じてタイムリーに行われたい限り、中央銀行としての適切な金融政策運営の遂行能力に悪影響が及びかねない、という見方を明確に示している。

<sup>2</sup> 当時のイギリスにおける政策運営の詳細は拙論「イングランド銀行の金融政策運営と課題ー非伝統的手段下での政府と中央銀行の関係の在り方ー」（JRIレビューVol5, No.56、2018年5月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10421.pdf>、参照）

(図表4) イングランド銀行の資産買い入れファシリティ (APF) の買い入れ上限額等の推移

MPC開催年月	BOE総裁	財務相	中銀マネーによる 買い入れ上限額 (億ポンド)
2009年2月	キング	ダーリング	
3月	↓	↓	1,500
8月	↓	↓	1,750
11月	↓	↓	2,000
2011年10月	↓	オズボーン	2,750
2012年2月	↓	↓	3,250
7月	↓	↓	3,750
2013年7月	カーニー	↓	↓
2016年7月	↓	ハモンド	↓
8月	↓	↓	4,350
2019年7月	↓	ジャビド	↓
2020年2月	↓	スナク	↓
3月	ベイリー	↓	6,450
	↓	↓	↓

(資料) 英財務大臣・BOE総裁間のAPF関連での各年の公開書簡  
 (Exchange of letters between HM Treasury and the Bank of England) 等を  
 基に日本総合研究所作成。

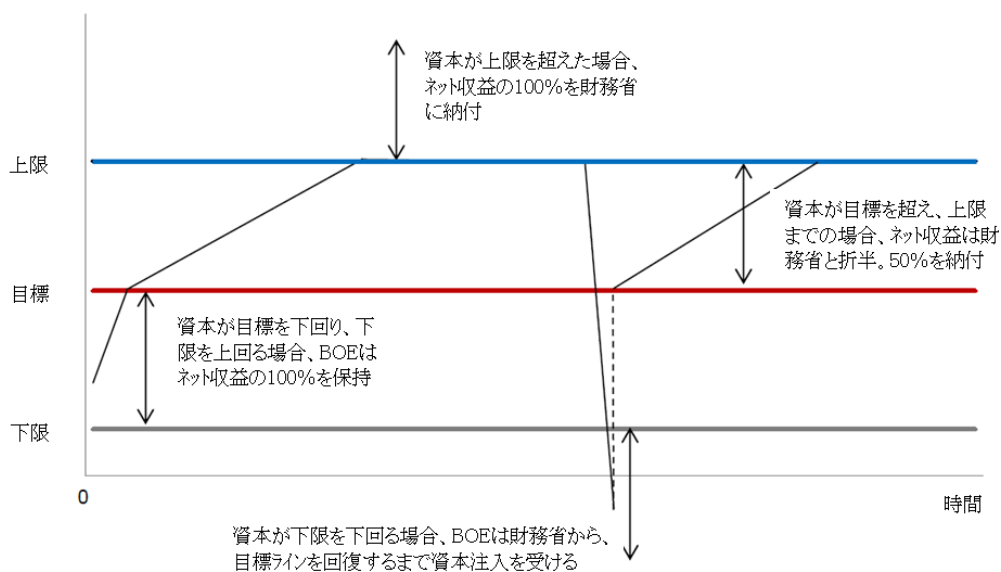
同国においてはさらに、今回の危機で痛手を被った企業の資金繰りを支援すべく、「コロナ企業ファイナンス・ファシリティ」(CCFF) が設けられている。これは、適格な企業が発行するCP(満期12カ月まで)をBOEが買い入れるという支援策であるが、BOEの金融政策委員会が決定する金融政策の範疇に入るものではなく、あくまで政府のスキームであり、そのオペレーションをBOEが政府の代理人として行う、という建て付けになっている。企業向けにいくら貸すか、どういう条件で貸すかは政府が決定し、そのすべてのリスクは政府が損失補償を通じて負担することが、本年3月17日付のスナク財務相からベイリーBOE総裁宛ての公開書簡でも明確に述べられている。

ちなみにイギリスの場合、リーマン・ショックの際に、同国の金融サービス庁(FSA)が、危機の兆候を見抜けず、未然に防ぐことができなかった責任をとらされる形で危機後に解体されたことに伴い、BOEは議会から、銀行監督やマクロ・プルーデンス政策、そして銀行の破たん処理という、信用秩序維持のための重い役割を任されることになった。それは、民間銀行の経営に問題が生じればBOEの財務運営に追加的な負担を及ぼすことになりかねないことから、2018年6月、その負担をいかに担うかに関する「覚書」(memorandum of understanding)が、英財務省とBOEとの間で交わされている。それは図表5のようなもので、BOEが、損失を吸収できるレベルの資本のターゲットは35億ポンド、下限は5億ポンド、上限は55億ポンドと設定された。BOEの毎年度の決算上の利益配分は、実際の資本の額に応じて、それが下限(5億ポンド)からターゲット(35億ポンド)の間にある場合は、BOEは利益の全額を蓄積し、ターゲットから上限(55億ポンド)の間にある場合は、BOEの利益は国庫と折半とする。そして、BOEの資本が上限を超えれば、BOEは利益の全額を国庫(財務省)に納付する、というルールが明確化されたのである。このように、イ

ギリスにおいては、BOE が危機後に新たに担うことになった信用秩序維持のために、BOE 自身の財務運営にかかり得る負荷は最終的に英政府が負担すること改めて明確にしつつ、その前段階で、BOE に生じる利益について、ケースに応じて、同行自身もしくは国庫にいかにか帰属させていくかのルールを明確化している<sup>3</sup>。

こうしたイギリスにおける政策運営からは、政府と中央銀行の役割分担に関する明確な姿勢がみてとれる。中央銀行としての独立性は尊重しつつも、中央銀行が負担し得ない信用リスクや、量的緩和という異例の大規模な金融政策の実施に際して将来的に発生し得る損失に関しては、政府側が責任をもって負担し、中央銀行としての財務の健全性の維持を尊重する姿勢が貫かれている。こうした政府と中央銀行の役割分担や、中央銀行の財務の健全性を維持する必要性に関する考え方は、先述したアメリカにおける政策運営にも通じるものであるが、イギリスの方が、政府がより損失に責任を持つ形になっているように見受けられる。

(図表 5) イングランド銀行の資本と収益配分の枠組み



(資料)HM Treasury, *Financial relationship between HM Treasury and the Bank of England: memorandum of understanding*, June 21, 2018を基に日本総合研究所作成.

<sup>3</sup> ちなみにカーニーBOE 総裁 (当時) は、本覚書を交わした際のハモンド財務相宛の公開書簡の末尾で、「今回の覚書が締結されたからといって、BOE が財務省、国庫に最終的に帰することのない金融面でのいかなるリスクも自動的にテイクすることにはならない」、「公的資金 (国費) の用途として適切とはいえないほどの大きなリスクを取らなくてはならないような場合や、センシティブな行動をとらざるを得ないようなときには、財務省と協議し、損失補償を求めることになる」、とも述べている。



### 3. わが国が抱える課題

#### (1) 日銀による対応策の概要

わが国においても日銀が、本年3月19日に開催された金融政策決定会合において、積極的な国債買い入れに加え、主要中央銀行とも協調したドル資金の供給オペにより潤沢な資金供給を実施することに加え、「新型コロナウイルス感染症に係る企業金融支援特別オペ」（その後5月に「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」に名称を変更）の導入を決めた。さらにETF（信託財産指数連動型上場投資信託）およびJ-REIT（信託財産不動産投資信託）の買い入れペースを当面の措置としてそれぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に引き上げた。続く4月27日の金融政策決定会合では、これまで年間約80兆円をめどとしていた国債の買い入れ枠の上限を撤廃し、当面は無制限で国債を買い入れられるようにしたほか、CPおよび社債の追加買い入れ枠を合計約20兆円にまで大幅に拡大するとともに、発行体毎の買い入れ限度を大幅に緩和した。具体的には、一発行体あたりの買い入れ残高の上限を、従前の1,000億円からCP等は5,000億円、社債等は3,000億円に緩和したほか、一発行体の総発行残高に占める日銀の保有割合の上限を従前の25%からCP等は50%、社債等は30%に緩和し、さらに買い入れ対象となる社債等の残存期間を従前の1年以上3年以下から、1年以上5年以下に延長した。「新型コロナウイルス感染症に係る企業金融支援特別オペ」について、対象担保範囲や対象先の拡大、利用残高に対する当該行の日銀当座預金に+0.1%の付利の形での拡充も行われた。さらに5月22日には、8年半振りとなる臨時の金融政策決定会合が開催され、政府の緊急経済対策に基づいて、資金繰りに苦しむ中小企業や個人事業主に実質無利子で融資した金融機関に日銀が金利0%で資金を供給する新たな制度を導入することを決めたほか、CPや社債の買い入れ枠の拡大等の資金繰り支援策の期限も、当初予定の本年9月末までから、2021年3月末までに延長することも決定された。日銀は企業等の資金繰り支援のためのこれらの3つの措置（図表6）を総枠約75兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」と位置付けている。

（図表6）日銀の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の概要

支援策	資金供給の対象	残高上限
CP・社債等の買い入れ		20兆円
新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ	担保として差し入れられている民間債務	25兆円 (20/4月現在)
新たな資金供給手段	緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資	30兆円

（資料）日本銀行『中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入』2020年5月22日。

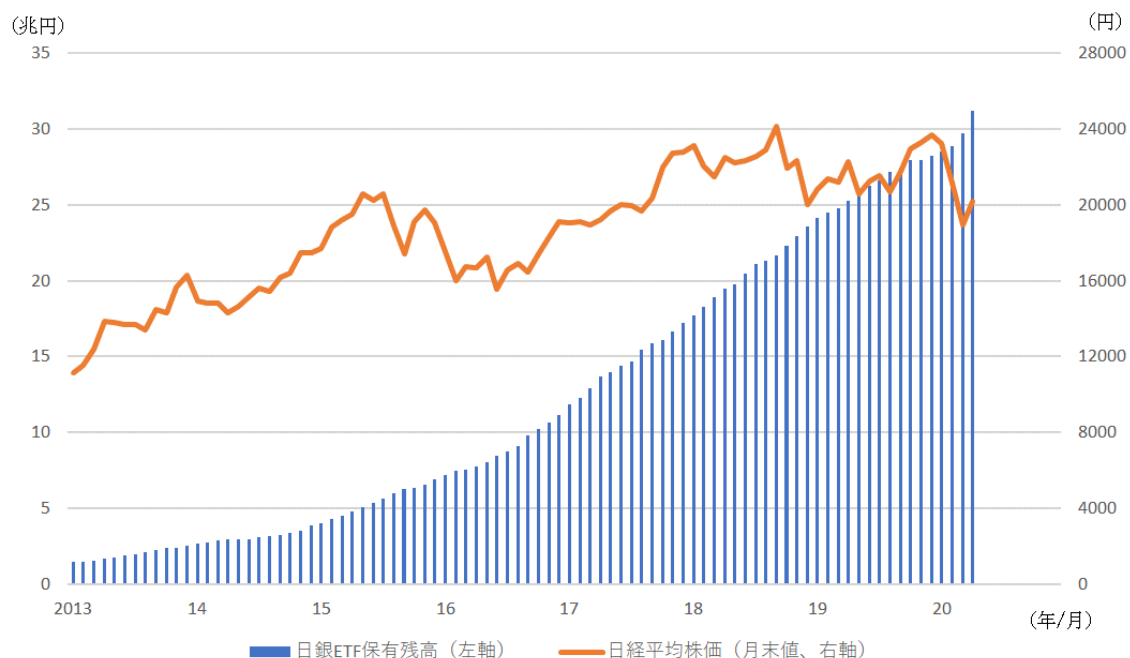
“社会的な接触（social contact）”を要する業務に携わる人々や、事業を営む企業がとりわけ深刻な打撃を受けている昨今、日銀によるこうした危機対応のための流動性供給プログラムは、大企業にとどまらず、そうした企業等の資金繰りを支援するうえでも意味があろう。しかしながら、先述した米英両国の中央銀行による類似の枠組みとの大きな違いは、わが国の場合、これらの特別プ

プログラムを通じて、日銀が直接的（社債やCP等の買い入れ）ないしは間接的（民間銀行等経由）に企業等の信用リスクを負担することになり<sup>4</sup>、日銀としても、場合によっては一定程度、資本が毀損される可能性が高いにもかかわらず、政府による信用補完や損失補填等の取り決めが存在しない点にある。5月22日の金融政策決定会合後には、麻生財務相と黒田総裁による「新型コロナウイルス感染症への対応についての副総理兼財務大臣・日本銀行総裁共同談話」が発表されているものの、そこには「政府と日本銀行が一体となって取り組んでいく」との表現はあっても、この点に関する言及は一切、含まれていない。

## (2) コロナ危機であらわとなった日銀の財務運営の現実

また、今回のコロナ危機は、日銀が黒田総裁の下でこれまで7年間余りにわたり展開してきた金融政策運営の実務上の限界をも露呈させることとなった。この間、日銀は、「2%の物価目標」の達成が困難となるのに従い、国内の経済界、学界、政界といった様々な方面から「この目標に過度にこだわる必要はない、柔軟化すべきではないか」といった声が多く上がっていたにもかかわらず、「2%の物価目標」の未達を理由に、途中でイールドカーブ・コントロール方式の導入等はあれど、総じてみれば一方向での資産規模の積み増しを続けてきた。コロナ危機でわが国の株価が急落した結果、日銀が異次元緩和のもとで大規模な買い入れを続けてきたETF（図表7）にも、株価次第では大きな影響が及びかねないことが明らかになった。

（図表7）日経平均株価と日銀のETF買い入れ残高の推移（2013年以降）



（資料）日本銀行『時系列データ検索サイト』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』（<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>）のデータを基に日本総合研究所作成。

<sup>4</sup> 2020年5月22日に決定された「新たな資金供給手段」の対象には、信用保証協会の保証が付与された制度融資のほか、民間金融機関によるプロパー融資が含まれている



(図表8) 日本銀行のバランス・シート項目の内訳 (2020年4月末時点)

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,120,108
現金	1,915	当座預金	4,121,979
短期国債	137,453	その他預金	527,937
長期国債	4,789,601	政府預金	119,826
CP等	32,606	売現先勘定	190,498
社債	33,939	引当金勘定	61,322
金銭の信託(信託財産株式)	6,973	資本金	1
金銭の信託(ETF)(*1)	312,103	準備金	32,520
金銭の信託(J-REIT)(*2)	5,934		
共通担保資金供給	550,193		
外国為替	306,908		
その他含む資産合計	6,190,307	その他含む負債・資本合計	6,190,307

(資料) 日本銀行『営業毎旬報告(令和2年4月30日現在)』、2020年5月7日を基に日本総合研究所作成。  
 (注\*1) 信託財産指数連動型上場投資信託。  
 (注\*2) 信託財産不動産投資信託。

このETFについて、2019年11月29日の参議院財務金融委員会に参考人として出席した前田前日銀理事は、「同年9月末時点の日銀の保有状況を前提とすると、ETFの損益分岐点は日経平均株価で19,000円程度、TOPIXでは1350ポイント程度」と述べている。さらに、2020年3月10日の参院財政金融委員会に参考人として出席した黒田総裁は、日銀保有のETF時価が簿価を下回る損益分岐点について、「昨年9月末よりも500円程度切り上がっている可能性がある」と述べた。そして同年3月18日の同委員会において黒田総裁は、ETFの含み損について「現時点の日経平均株価<sup>5</sup>を基に試算すると2兆から3兆円になる」と答弁している。

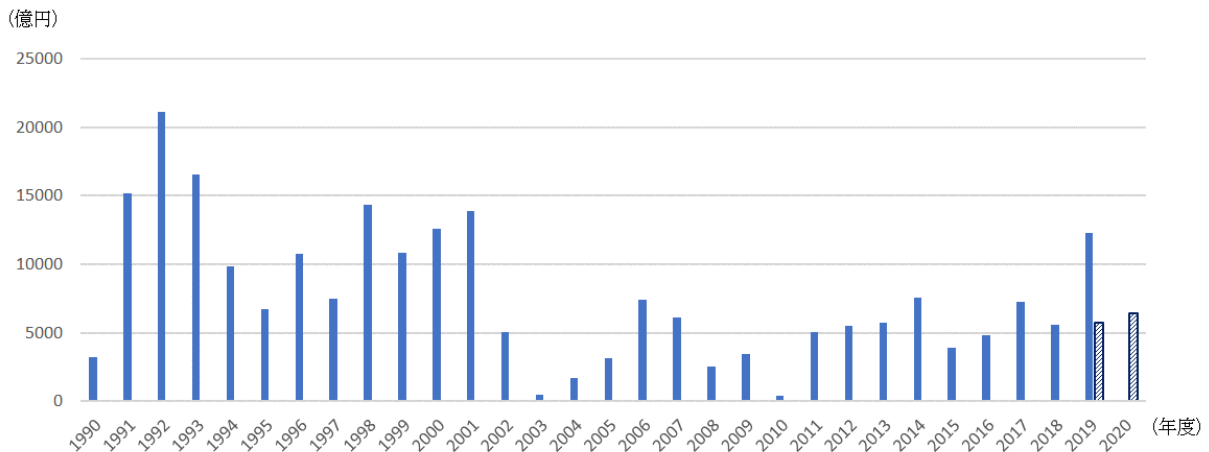
その後の株式市況の推移をみると、3月末にかけての日銀自身によるETF買い入れ強化もあってか、日経平均株価はやや持ち直し、期末の3月31日には18,917円で引けた。日銀のETF保有残高は本年3月以降、さらに急ピッチで積み増され、すでに31兆円を超えるに至っている(図表8)。期末の日経平均株価があと500円安ければ、日銀は他の条件次第では、2019年度決算で当期赤字に陥っていた可能性があるのではないかと、また直近の安値である3月半ばの株価水準であれば、日銀が保有するETFの評価損は約4.3兆円と試算され、他の条件次第では債務超過(資本勘定)に陥っていたのではないかと指摘<sup>6</sup>も出ている。

去る5月27日に発表された2019年度決算においては、注目されていたETFに関しては、評価益は2018年度末の3兆9,124億円から2019年度末には3,081億円へと大幅な減額となったものの、評価損に転落して引当金を計上せざるを得ない事態に陥ることはかろうじて免れる結果となった。また、日銀の国庫納付金は近年、資産規模の膨張にもかかわらず数千億円程度という状態が続いてきた(図表9)。ところが2019年度分に関しては、政府の2020年度一般会計当初予算編成時点においては5,718億円と見込まれていたところ、1億2,305億円と2倍以上に増額される結果と

<sup>5</sup> 3月18日付時事通信報道によれば、同日午前の日経平均株価は17,000円台。

<sup>6</sup> 左三川郁子「危機長期化で日銀に迫る債務超過リスク」『週刊金融財政事情』金融財政事情研究会、2020年4月13日。

(図表9) 日銀の一般会計納付金の推移



(資料)財務省『決算書データベース』、財務省主計局理財局『令和2年度予算及び財政投融资計画の説明』(第201回国会)、2020年1月、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。

(注)2019、20年度の斜線部分は、2020年度当初予算編成時点での財務省主計局による見込みベース。

(図表10) 日銀の近年の決算の「損益の状況」における主な項目の推移

(億円)												
年度	経常利益 (A)		特別損益 (B)		うち債券取引損失引当金		外国為替取引損失引当金		指数連動型上場投資信託取引損失引当金		不動産投資信託取引損失引当金	
	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差
2011	5,360	4,818	92	77	-	-	-	-	21	42	1	2
12	11,316	5,956	▲2,950	▲3,042	-	-	▲3,018	皆減	-	皆減	-	皆減
13	12,805	1,489	▲2,988	▲38	-	-	▲3,097	▲79	-	-	-	-
14	17,137	4,332	▲3,622	▲634	-	-	▲3,800	▲703	-	-	-	-
15	7,626	▲9,511	▲2,454	1,168	▲4,501	皆減	2,041	5,841	-	-	-	-
16	10,952	3,326	▲3,877	▲1,423	▲4,615	▲114	740	▲1,301	-	-	-	-
17	12,287	1,335	▲3,388	489	▲4,451	164	1,059	319	-	-	-	-
18	20,009	7,722	▲9,261	▲5,873	▲8,154	▲3,703	▲1,128	▲2,187	-	-	-	-
19	16,375	▲3,634	▲2,706	6,555	▲3,837	4,317	1,072	2,200	-	-	-	-

年度	税引前当期剰余金 (C=A+B)		法人税、住民税および事業税 (D)		当期剰余金 (E=C-D)		国庫納付金	
	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差	前年差
2011	5,453	4,895	162	126	5,290	4,769	5,026	4,583
12	8,366	2,913	2,606	2,444	5,760	470	5,472	446
13	9,816	1,450	2,573	▲33	7,242	1,482	5,767	295
14	13,514	3,698	3,424	851	10,090	2,848	7,568	1,800
15	5,171	▲8,343	1,060	▲2,364	4,110	▲5,980	3,905	▲3,663
16	7,074	1,903	2,007	947	5,066	956	4,813	908
17	8,899	1,825	1,251	▲756	7,647	2,581	7,265	2,452
18	10,748	1,849	4,878	3,627	5,869	▲1,778	5,576	▲1,689
19	13,669	2,921	716	▲4,162	12,952	7,083	12,305	6,729

(資料)日本銀行『各事業年度決算等について』、財務省『決算書データベース』を基に日本総合研究所作成。

なっており、やや不自然な印象が否めない。日銀の近年の決算における「損益の状況」における主な項目の推移をみると(図表10)、2019年度については、経常利益は前年度対比3,634億円の減額であったにもかかわらず、「債券取引損失引当金」の積立額が前年度対比4,317億円減額となっていることに加え、法人税等の負担も前年度対比4,162億円減額になっていること等が、当期剰余金の

押し上げに寄与していることがわかる。公表資料からは、後者の理由は定かではない。前者は、「量的・質的金融緩和」のもとでの資産規模の拡大に伴い、将来の金利引き上げ局面における財務状況の悪化に備え、2015年度から設けられた引当金であるが、大まかな金額規模で辻褃を合わせると、今回の決算ではこれを前年度対比大幅に減額して、国庫納付に回したことに相当する。コロナ危機で財政運営上の資金繰りが一段と厳しさを増すなか、国の財政当局の意向が影響した可能性も否定できないように見受けられる。

### (3) 日銀の財務悪化が意味するもの

2013年以降、わが国のマーケットは株高に沸いてきた。しかしながら実際には、日銀の巨額のETF買い入れが株価の強力な下支え要因となってきた点については、衆目がほぼ一致しているといってもよいのではないかと。近年では、海外投資家が大幅に日本株を売り越した局面で、必ずと言ってよいほど、日銀によるETFの大幅な買い増しはそれを穴埋めする形となってきた。今般のコロナ危機で日本株は大幅な水準調整を余儀なくされ、日銀も、買い入れたETFに含み損が発生すれば引当金を計上しなければならず、その分、期間収益、ひいては国庫納付金が削られることになる。株価が本年3月半ばのような安値の水準に陥れば、国庫納付金を全額カットしても足りず、日銀は当期赤字に陥るほか、株価がさらに軟調な状態となり、長期化すれば、ETFの含み損がさらに拡大して、日銀は債務超過に転落する可能性もある。さらに今般の危機で拡大させた危機対応としての企業金融の支援策による焦げ付きが発生すれば、日銀の資本は今後、その分も毀損されかねないことになる。

日銀は中央銀行で、民間銀行とは異なるゆえ、会計上の損失を拡大させながら、金融政策運営や業務運営を継続することは不可能ではない。ただし、中央銀行が利益（通貨発行益）を得られるのは、何よりも政府と一体の存在であり、当該国の通貨、わが国で言えば円という通貨（銀行券）を独占的に発行する権限を与えられているからにはほかならない。ゆえに日銀も、他の中央銀行と同様、利益が出れば毎年度その分を国庫に納付している。その中央銀行が損失を出し、それを埋め合わせる必要が生じれば、それは政府が私たち国民の納める租税を原資に行うよりほかはない。そして今回の危機によって、株式市況次第で日銀が被ることがあり得る損失の金額は数兆円規模に達する可能性があること、そしてそれは近々、現実問題となり得る可能性が十分にあることが明らかになった。数兆円規模という金額は、私たち国民にとって簡単に穴埋めできるような金額では決してない。

1997年に政府からの独立性を獲得した際に改正された現行の日銀法では、旧日銀法には存在していた政府による損失補填の規定が削除されている。このまま日銀が拡張的な金融政策運営を続けた結果として赤字に陥っても、そのまま放置される可能性もある。しかしながらそれは、日銀による巨額のETF買い入れによって株高の恩恵を受けてきたはずのわが国が、市況の変化によって日銀に赤字が生じる局面に転じた途端、穴埋めの手当てもせずに放置することを意味する。しかもその放置される赤字の金額の規模は、会計上明確に国内外に示されることになる。これは、中央銀行の財務の健全性を尊重するという、本稿ですでに述べた米英両国をはじめ、国際金融界で共有されている考え方とは相容れるものではない。そもそもわが国は、財政事情は世界最悪の状態にある。そのもとで中央銀行である日銀が赤字に転落し、その金額が膨らみ、長期化することになれば、国際金融界におけるわが国の信用、ひいては通貨円の信認が危うくなるだろう。

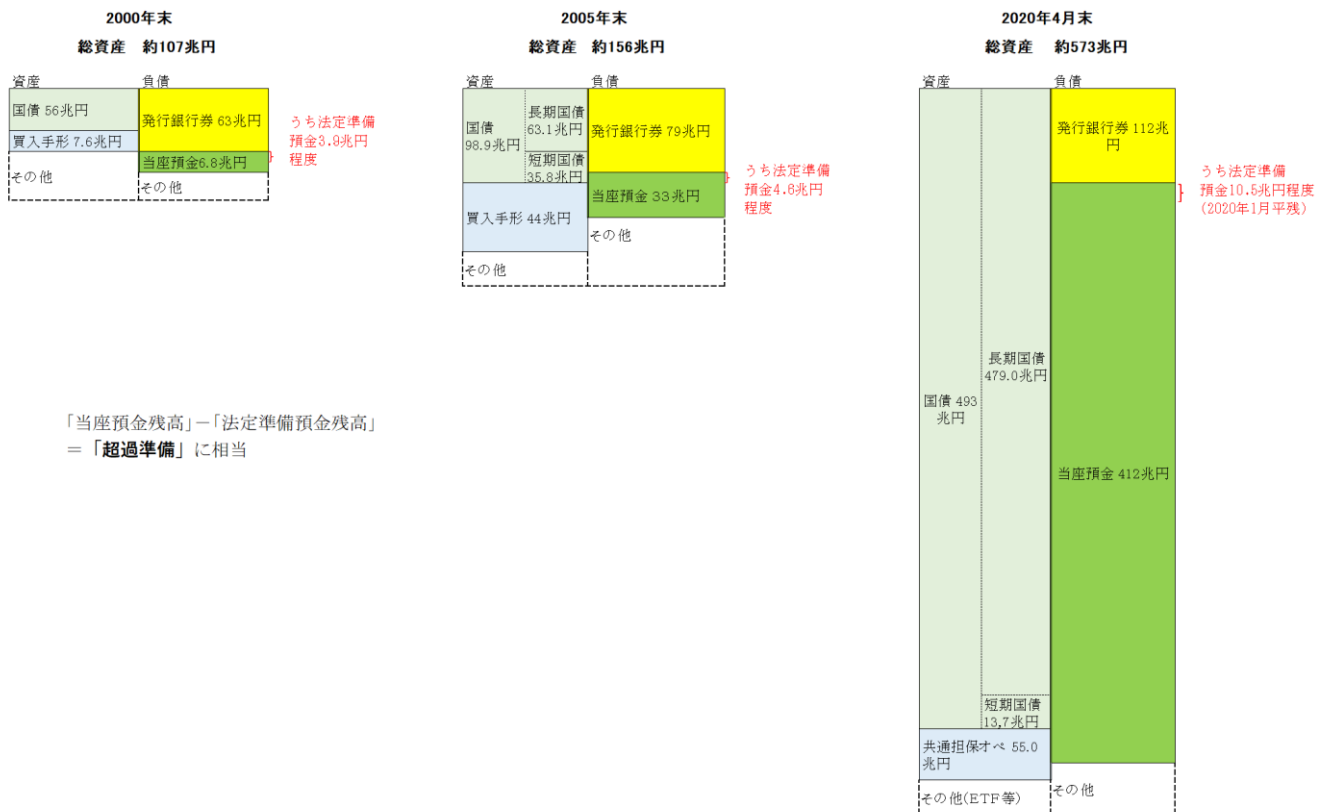


#### (4) 金利引き上げ局面に入れば事態はさらに深刻化

日銀にとってさらに深刻なのは、今後、金利を引き上げざるを得ない局面に入った際の財務運営だ。

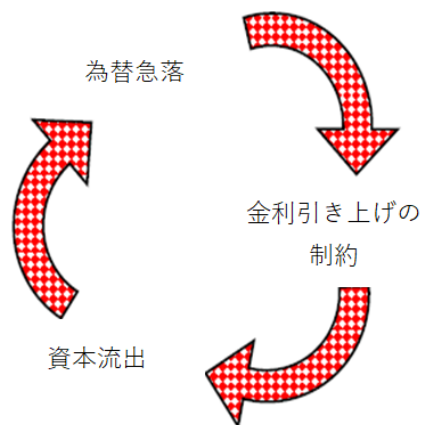
日銀のバランス・シートは、異次元緩和によって大幅に拡大しており（図表 11）、もはや、量的緩和を実施する前（同図表の一番左）のように、少額の公開市場オペで短期金利の引き上げ誘導をすることはできない。同図表の一番右のような状態にある現在、日銀も米連邦準備制度が行ってきたのと同様、当座預金に付利することを通じて、短期金利の引き上げ誘導を行うよりほかはない。しかも日銀の場合は、欧米の中央銀行とは異なり、大規模に買い入れた国債はすでに超低金利となった時代以降に発行されたものばかりで、その加重平均利回りは 2019 年度上半期の決算時点でわずか 0.26%、運用資産全体では 0.255% しかない。日銀は短期金利をわずか 0.3% に引き上げるだけで“逆ざや”に陥ることになる。日銀の当座預金の規模がすでに 412 兆円（2020 年 4 月末）にまで拡大している現在、“逆ざや”の幅が 1%ポイント拡大するごとに、日銀は年度あたり 4 兆円強の損失を被らざるを得ない。日銀の自己資本が、引当金まで合わせても 9 兆円強しかないこと（前掲図表 8）、また、金利の引き上げが必要な局面の期間が短く済む保証はなく、長引く可能性もあることを鑑みれば、この“逆ざや”による負担は日銀にとって相当に重いものとなる可能性が高い。実際、過去の国会の質疑でこの点を問われた黒田総裁は、日銀が債務超過に転落する可能性もあることを認めている。

（図表 11）日銀のバランス・シートの大きな見取り図の比較  
 （2000 年末、2005 年末と 2020 年 4 月末）



この先、「2%の物価目標」が達成されない限り、いつまでも短期金利はゼロ%ないしはマイナス金利のままで継続しておけば済むというものでもなかろう。外国為替市場で円安が進行し、その防衛のために中央銀行である日銀が金利を引き上げざるを得なくなることも十分にあり得る。この先、円の信認が危うくなりかねないとなれば、その可能性はさらに増す。自国通貨安が急速に進展したときに、必要な金利引き上げ等の対応が十分にとれなければ、資本流出が進むという悪循環に陥り（図表 12）、最悪の場合には資本移動規制に追い込まれるというのは、これまで国内に財政事情の悪化や民間金融機関の過剰なリスクテイクといった大きな不均衡を抱えたいくつもの国々が経験してきた事態である。その例は新興国にとどまらず、先進国のなかでもリーマン・ショック以降、こうした事態に追い込まれた例が複数存在する。

（図表 12）為替急落時の金融危機のメカニズム



（資料）Anton Korinek and Damiano Sandri [2015]. “Capital Controls or Macroprudential Regulation?”, IMF Working Paper WP/15/218, IMF Research Department, October 2015, p4 Figure 2を参考に日本総合研究所作成。

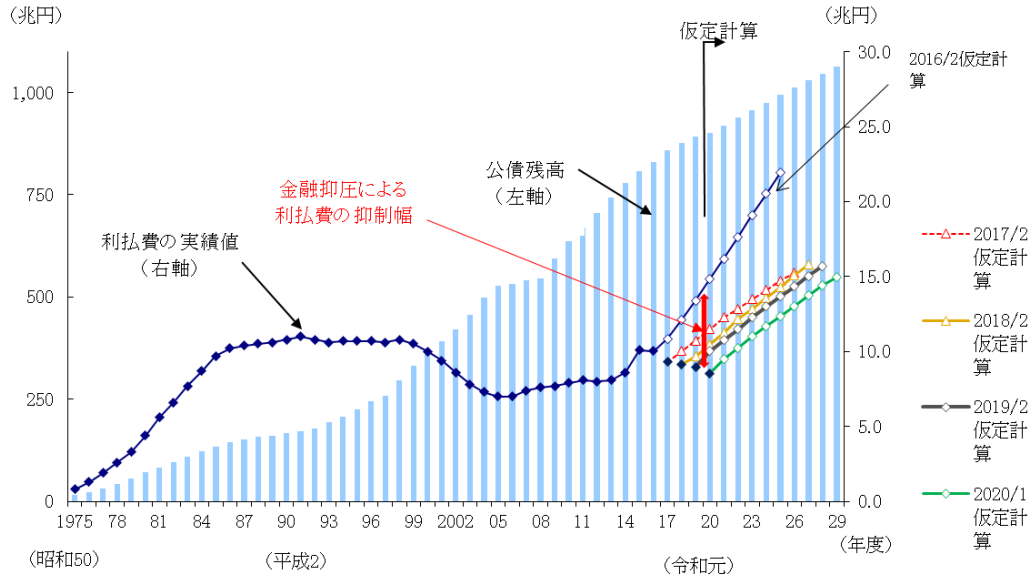
日銀が異次元緩和によって市場金利を超低水準に抑えつけること（「金融抑圧」）を通じて、日本の財政は利払い費の抑制という恩恵を受けてきた。図表 13 は財務省が毎年度の予算編成と合わせて公表してきた『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』において示した、利払費の各年度における見通しと実際の額との関係のみたものである。これによれば、わが国の公債（国債）残高は依然、増加の一途をたどっているにもかかわらず、毎年度の利払費は近年、9兆円程度にとどまってきた。日銀の異次元緩和という金融抑圧がなかりせば、わが国の長期金利は果たして何%になっていたのかは定かではないが、仮に 2016 年度初めに財務省が示している『仮定計算』<sup>8</sup>を起

<sup>7</sup> アイスランド、キプロス、ギリシャ。詳細は拙論「超金融緩和の潮流変化と国際金融市場の課題」（JRI レビューVol.7, No.46、2017 年 5 月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9955.pdf>、参照）

<sup>8</sup> その際の前提金利は図表 13 の（参考）として示したとおりであるが、先進国のなかでもイタリアやギリシャといった重債務国（ただしその債務残高の規模はわが国よりはるかに小さい）で当時観察されていた長期金利と比較すれば、特段、高過ぎる金利が前提としておかれているわけでもないように見受けられる。



(図表 13) 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費の見通しと、金融抑圧による一般会計の利払費抑制効果の考え方



(参考) 各年度の仮定計算策定時における10年国債金利の前提値(予算積算金利)の推移

	当年度	1年後	2年後	4年後	5年後	6年後以降
2016/2月時点	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4
2017/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2018/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2019/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4		
2020/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3		

- (資料) 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研研究所作成。
- (原資料注1) 各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の[試算-1](\*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。令和2年度版では、令和6年度以降、新規公債発行額は平成令和5年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令和5年度と同水準と仮置き。
- (原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。

点として考えれば、2020年度のわが国は約6兆円の利払費を節減できていることになる。仮に今後、日銀が金利の引き上げ誘導局面に入って債務超過に転落し、政府からその分の損失補填を余儀なくされることになれば、異次元緩和という金融抑圧によって利払費を抑制できた分のツケが後年に回ってきたものとみることもできよう。そして、日銀が現実には赤字ないしは債務超過という状態に転落する局面に入った場合、その状態はいつまで続くかは定かではなく、2～3年といった短期間で済む保証はない。そうなれば、政府、ひいては国民の側は、これまで抑制できた利払費の金額を上回る負担を余儀なくされる可能性も否定できないと考えられる。



#### 4. 今後求められる対応

去る4月30日、令和2年度の第一次補正予算が成立した。その予算規模は約25.7兆円で、「感染拡大防止策や医療提供体制の整備等」に約1.8兆円、中小・小規模事業者等に対する新たな給付金や全国全ての人々への一律10万円の新たな給付金等を含む「雇用の維持と事業の継続」に約19.5兆円が投じられることになり、現下の経済情勢を鑑みれば、こうした対応はやや日数を要したとはいえ、評価できるものといえよう。

ただし問題はその財源手当てである。今回の補正予算はその全額が国債発行で賄われ、建設国債を約2.3兆円、特例国債（赤字国債）を約23.4兆円増発して賄われることになっている。それと歩調を合わせる形で日銀が4月の金融政策決定会合において、国債の無制限での買い入れを打ち出しており、財源の手当てはそれで大丈夫かといえば、決してそのようなことはない。先述のように、日銀による国債やETF等の資産の多額の買い入れはすでに財務運営上の限界に近付きつつある。現下の危機的状況下である意味でやむを得ない対応でもあるが、そのための多額の資産買い入れは日銀の財務運営一段と悪化させることを忘れてはならない。

そこで本稿では、今次コロナ危機の収束のための対応、および今後の安定的な経済・財政政策・金融政策運営を確実にするための方策として、①コロナ危機の収束のための対策のコストは現世代が負担する形で行うこと、②危機収束後には速やかに、日銀は新たな資産の買い入れを止め、資産規模縮小に着手すること、③政府は日銀への資本注入の枠組みの検討に着手すること、という3点を提言したい。

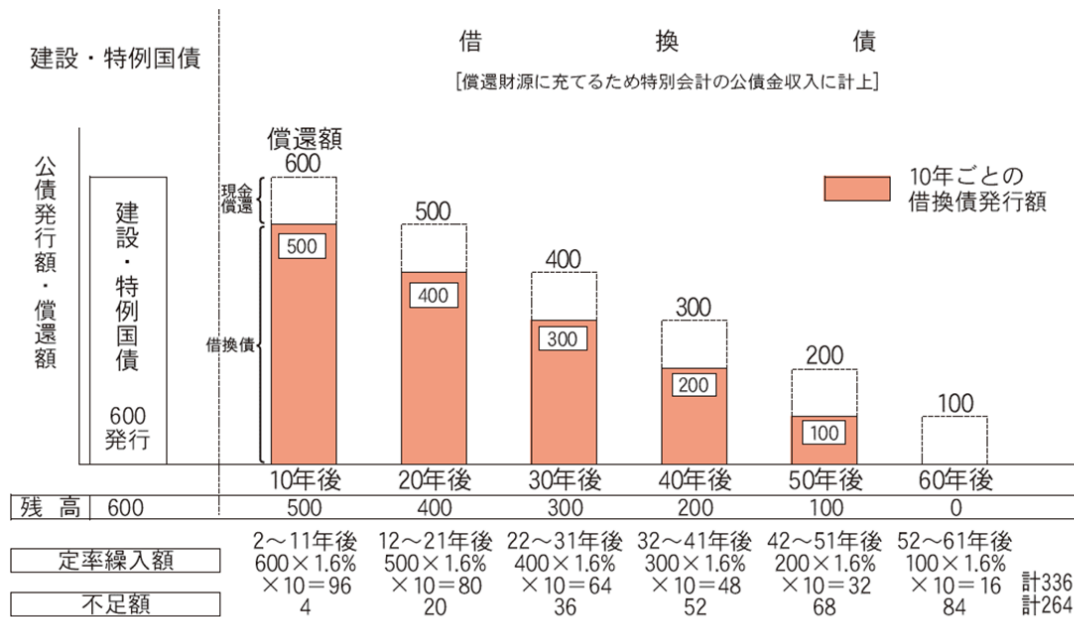
##### (1) コロナ危機収束のためのコストは現世代の負担で

わが国においてはこれまで、建設国債のみならず、特例国債をも含めて、「60年償還ルール」という独特の国債償還制度が採用されてきた。これは、ひとたび国債発行の形で行った国の借金を、例えば最初は10年物国債を発行して調達したとしても、10年経過後の満期到来時に全額を償還（現金償還）することはなく、10年経過後には6分の1の金額、次の10年経過後にも6分の1の金額しか償還せず、60年かけて最終的に全額の借金を返済する、というものである（図表14）。実は、主要先進国をみる限り、こうした悠長な国債管理政策を採用している国は存在しない<sup>9</sup>。各国とも借換債を発行しないわけではないものの、既発国債の満期が到来するごとに、可能な限り元本を返済し借換債の発行額を最小化させて財政健全化に努めている。その結果はリーマン・ショック以降の財政健全化の進捗度合いにも明確に表れている。

わが国の場合、この「60年償還ルール」に乗ずる形で、国債発行残高をすでに世界最悪の規模にまで大きく膨張させている段階にあり、その消化は今や現実問題として、残高の過半を日銀が保有する形で賄っている。ところがその日銀が今や、多額の資産を抱え込み過ぎ、先行きの機動的な金融政策運営が危ぶまれ、国の信用が揺らぐ事態にも直結しかねない状況に陥りつつある。にもかかわらず、今回の補正予算による国債増発によって、わが国の予算編成上の国債依存度は、2019年度の35.4%から2020年度には45.4%に急上昇した。そして現在は、追加で第二次の補正予算を組むことも検討されている状況にある。このままでは、わが国がこの先も安定的な経済運営を続けられ

<sup>9</sup> 詳細は拙論「国家の財政運営と債務償還の在り方」（JRIレビューVol.2, No.41、2017年2月、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/9723.pdf>、参照）

(図表 14) わが国の借換債による公債償還の仕組み (「60 年償還ルール」)



(資料)財務省理財局『債務管理レポート2019 国の債務管理と公的債務の現状』、2019年、図2-19、p70。

るかどうかはかなり危うくなりつつある。

今回の感染症危機が、今後 60 年先まで、わが国の後の世代に負担の分担を求めることが正当化できるものとは到底言えないであろう。であれば、当座の対応としては赤字国債によるとしても、この先、現世代の負担によって責任をもって財源の手当てしていくことが求められる。その際には、わが国が 2011 年に経験した東日本大震災時の復興債（東日本大震災復興特別会計）の仕組みが参考になると考えられる。

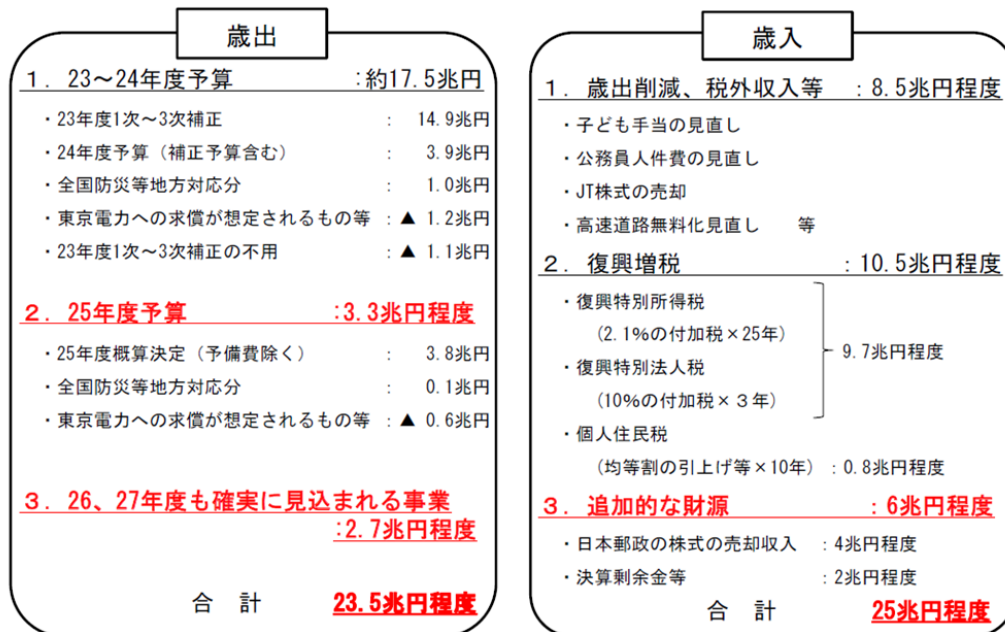
東日本大震災の復興事業のフレームは図表 15 のようなものである。「東日本大震災からの復興の基本方針」において、復興のための財源については、「次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し負担を分かち合う」こととされ、「復興特別所得税」（2.1%の付加税×25 年間）や「復興特別法人税」（10%の付加税×3 年間）の形での復興増税が実施され、私たち国民もこれを納得して受け入れてきた。このうち、復興特別法人税は、2012 年度から 3 年間課税された後、2014 年度をもって廃止されたが、2014 年度の同税の税収規模は 4,298 億円で、復興特別所得税の税収規模（3,083 億円）を上回っていた<sup>10</sup>。前者の復興特別所得税は、今も私たちは負担し続けている。このように、復興債には特定の償還財源が確保されているため、60 年償還ルールは適用されず、借換債を含め 2037（令和 19）年度までに償還することとされている（図表 16）。

こうした例を参考に、今回のコロナ危機に対する対策費の財源の手当ての枠組みを検討することが望ましい。国税の所得税は元来、累進性が高い設計で、所得が多ければ多いほど適用される税率が高くなっている。今回の国民一人 10 万円の支給策が、迅速な支給を最優先させ全国一律給付の枠組みとなったこともあり、本来、この支給を受ける必要のなかった高額所得者には所得税率の

<sup>10</sup> 財務省の『特別会計ガイドブック平成 27 年度版』による（p170）。

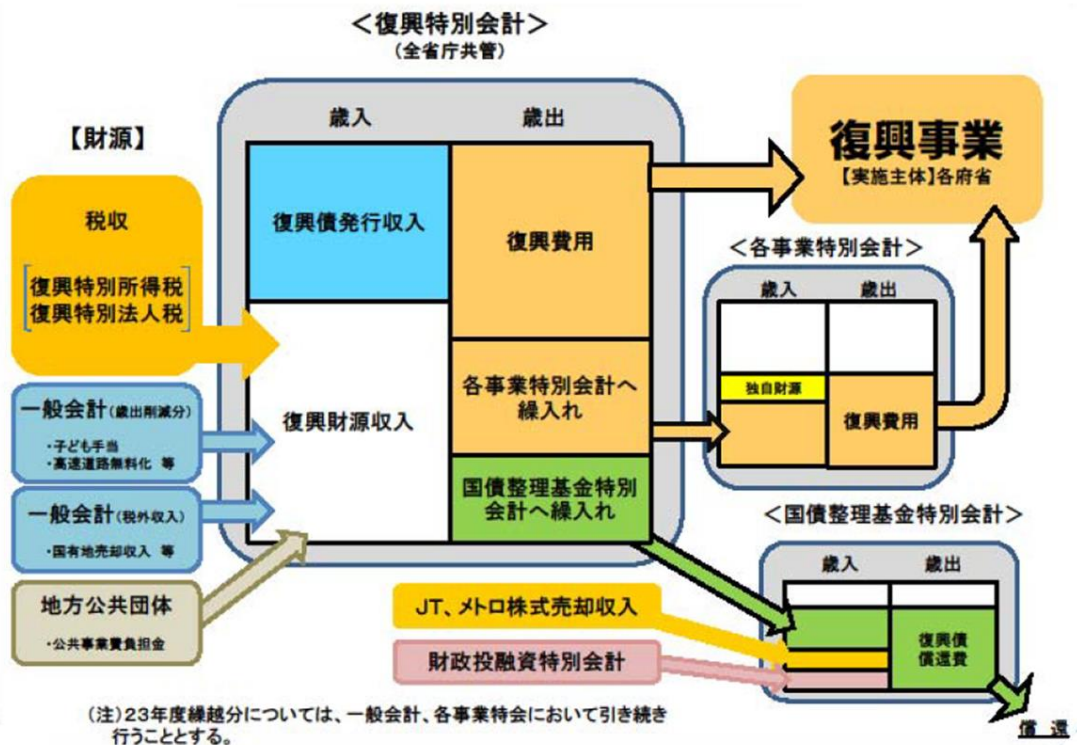


(図表 15) 東日本大震災の復興事業の財源フレームの考え方 (2013 年初時点)



(資料) 復興庁『復興財源フレームの見直しについて』(2013年1月29日開催「復興推進会議」資料2)。  
(注) 本資料は、上記会議への提出・公表時点において「計数精査中」とされている。

(図表 16) 東日本大震災復興特別会計の仕組み (2012 年 4 月時点)



(資料) 復興庁『特別会計に関する法律第20条に基づく財務情報の開示について』、2012年4月1日。  
(注1) 復興特別所得税の税率は、基準所得税額の2.1%。  
(注2) 復興特別法人税は、2012年度から3年間課税された後、2014年度をもって廃止された。財務省の『特別会計ガイドブック平成27年度版』によれば(p170)、2014年度の同税の税収規模は4,298億円で、復興特別所得税の税収規模(3,083億円)を上回った。

傾斜を急にする形で応分の負担を要請することも検討に値しよう。また、今回の感染症危機による実体経済への影響に関して、例えばイギリスでは「今回の危機は、過去のリーマン・ショック時等とは異なる“非対称型”の危機であり、自発的ないしは強制的な“社会的な距離”確保の必要性によって需要が劇的な減少を余儀なくされた業種がある一方で、食料品の小売やオンライン・ビジネス等、逆に需要が増えている業種も存在する」との見方も示されている<sup>11</sup>。こうした傾向は、わが国の実体経済の状況にも通じる面があり<sup>12</sup>、法人税の付加についても十分に検討の余地があるのではないかと考えられる。また、GAF A（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）等の IT 大手の増収基調も著しい<sup>13</sup>。わが国としては今後とりわけ、デジタル企業への課税の実効性を高めていく必要があるものと考えられる。

## (2) 危機収束後に求められる日銀の資産規模縮小への着手

今回の危機により、日銀のこれまでのような一方向での国債や ETF 等の資産の買い入れ継続は持続不可能であり、金融市況の変化次第では、元来、世界最悪の財政事情にあるわが国、ひいては通貨円の信用を危うくしかねず、巨額の国民負担を惹起しかねないことが明らかになった。

今後わが国が安定した経済や財政運営を継続できるようにするためには、そうした事態は何としても回避しなければならない。そのためには日銀が、これまでに買い入れた資産を計画的かつ段階的に手放し、資産規模を縮小させていく以外に方法はない。ゆえに、現下の危機対応による資金供給はやむを得ないとしても、危機が峠を越えたところで国債や ETF 等の資産の買い入れをまず停止し、その後、明確な工程表を組んだうえで、相当な長期戦になるのを覚悟のうえで、資産規模の縮小に着手することが求められる。もはや、「2%の物価目標」を達成するまで国債や ETF の買い入れを継続する、などと言ってられるような状況ではなからう。それほどまでに、日銀がすでに抱え込んでしまったリスクは大きく膨張している。

日銀の資産の金額面では大半を占める国債のデュレーションはなお、7.5 年程度とみられる。これは、日銀が仮に、保有している国債のうち満期が到来した分を全額、ロールオーバーせず“満期落ち”させたとしても、保有残高の規模を半減させるまでに 7.5 年という長い年月を要することを意味する。ちなみに、Fed が 2017 年 10 月以降に実施していた正常化のプロセスにおいても、債券市況への配慮から、満期が到来した米国債や MBS（モーゲージ担保証券）の全額の“満期落ち”まではさすがに実施してはいない。リーマン・ショック後に大規模な資産買い入れに踏み切った他の主要中央銀行は、資産保有高を積み増すとしてもその規模を、各国・経済圏の名目 GDP 比でみて多くて 30~40%程度にとどめている（図表 17）。日銀の場合も、先行きの国民負担等を発生させず、不測の事態を招かないようにするためには、それに近いレベルにまで資産規模を縮小していく必要があるものと考えられるが、日銀の場合には相当に長い年月を要することにならざるを得ない

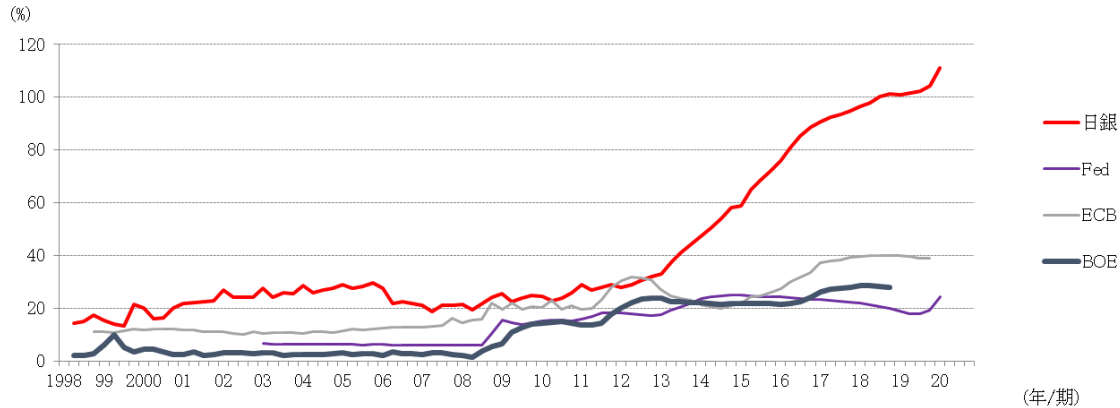
<sup>11</sup> 例えば、BOE の金融政策委員会のブリハ外部委員は、去る 4 月 23 日に行ったスピーチで、こうした見解を明らかにしている（Gertjan Vlieghe, “Monetary policy and the Bank of England’s balance sheet”, speech, April 23, 2020）。

<sup>12</sup> 例えば 2020 年 5 月 9 日付の日本経済新聞記事（「NEC『在宅勤務』追い風 前期純利益 2.5 倍 23 年ぶり最高 セキュリティー関連好調」）のような企業の例もみられる。

<sup>13</sup> 例えば、2020 年 5 月 2 日付の読売新聞記事（「GAF A 全社増収 コロナ逆風下 アマゾンは 26% 1~3 月期」）参照。

とみられる。なお、資産規模の縮小過程においては、その時々々の金融市況をにらみつつ、ペース調整ができる余地を残しておく必要もあるものと考えられよう。

(図表 17) 主要中央銀行の資産規模の推移 (名目 GDP 比)



(資料) Thomson Reuter Eikon、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, *Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks*, ECB, *Statistical Bulletin*, BOE, *Monetary and Financial Statistics*を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS。

(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2020年5月現在、2018年12月値までしか公表されていない。

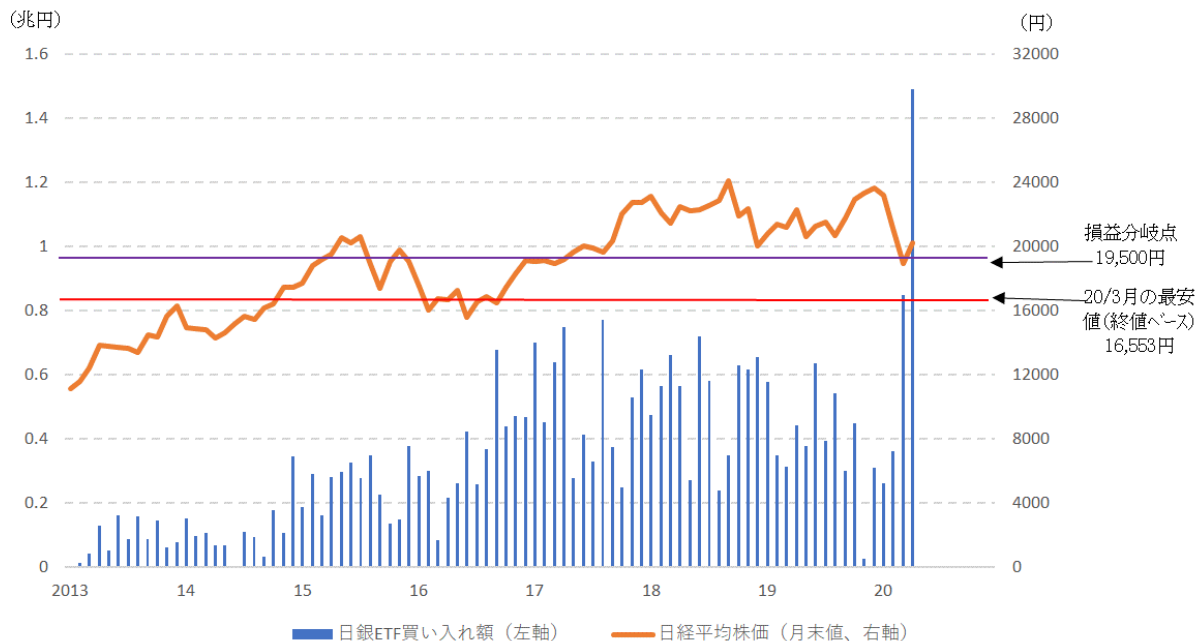
また、ETFについては、日銀が買い入れた残高は国債対比では小さいものの、株式市況次第ではそれが日銀の財務運営に多額の影響を与えざるを得ないことが今回の危機で明らかになった。ゆえに、危機が収束したところで、ETFの買い入れも全面的に停止したうえで、国債と同様に資産規模縮小の工程表を策定し、とりわけ過去、買い入れてきた中で“高値掴み”となっている近年の買い入れ分(図表 18)について、株式市況の推移をにらみつつ、慎重に手放していくことが求められる。ちなみに、去る5月15日、米連邦準備制度理事会(FRB)のブレイナード理事は、金融安定報告書(Financial Stability Report)の公表に際し、「新型コロナウイルス感染拡大で暴落した株式などの資産価格が依然として大幅に落ち込む恐れがある」、「リスク資産価格は、新型コロナに絡み想定外の事態が起きれば、再び急落する恐れがある」等の警告を発している。中央銀行としては、株価が特定の水準以上でなければ、必要な金融政策運営を行い得ない、などということは本来あってはならないはずだ。こうしたFedの姿勢こそが中央銀行の本来あるべき姿であると考えられる。

### (3) 日銀への資本注入の枠組み検討の必要性

さらにわが国としては、日銀の財務基盤が揺らぐ事態が現実のものとなりかねない可能性が高まっていることが明らかになった以上、日銀への資本注入の枠組みの検討にも着手する必要があるだろう。

日銀に対する政府による損失補償制度は、旧日銀法時代には規定が設けられていたものの、それが政府による広範な業務命令権と対をなしていたものであったことから、1997年の日銀の政府から

(図表 18) 日経平均株価と日銀のETF 買い入れ金額の推移 (2013 年以降)



(資料) 日本銀行『時系列データ検索サイト』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>)のデータを基に日本総合研究所作成。  
 (注) 本図における日銀のETFの買い入れ金額は、各月のETF保有残高から前月の残高を差し引いたもの。

の独立性獲得に伴って削除されたという経緯がある。

しかしながら、足許の状況は当時とはすでに大きく変化してしまっている。日銀はすでに、他の主要中銀にはおよそ例がないほどの規模にまで大きく資産規模を拡大し、極めて大きなリスクを抱えるに至っている。そして、今後の国内外の金融市況等の変化次第では、日銀の損失・赤字問題が現実問題として顕現化しかねないことが、今回の危機で明らかになった。今後、金融市況の進展次第ではより厳しい展開となる可能性も否定できず、そうした事態に備える必要があろう。ただし、日銀への政府による資本注入が現実味を帯びる事態となれば、そうした事態に至る可能性について、十分な説明責任を果たしてきたとは到底言えないこれまでの日銀の姿勢が厳しく問われることにもなる。

通貨の「信認」は、発行主体の健全性および信用力に対する評価を源として醸成されるものである。具体的には、開放経済下にあり、主要中銀が非伝統的な手段による金融政策運営を展開して久しい今日においてはとりわけ、①当該通貨を発行する政府による健全な財政運営が行われているか、言い換えれば、当該国の政府債務負担が、先行きの経済の潜在成長力に見合うものとなっているか、という点に加え、②中央銀行による通貨価値安定のための金融政策運営能力は十分に維持されているか、という2点が重要になる。わが国としては、今回のコロナ危機に瀕し、その収束のためのコストが高むことばかりでなく、これまで展開してきた拡張的な財政・金融政策の副作用の顕現化が懸念される事態に至っている。

以上を踏まえ、本稿の主張を改めてまとめると次の通りである。今後、不測の事態を招来して、

経済や財政の安定的な運営が脅かされることのないように、わが国としては、「円の信認」を維持するうえで不可欠な、経済の潜在成長力を強化するための構造改革を断行することを大前提として、①危機収束のためのコストは現世代が責任をもって負担する枠組みを整えて、安易な国債増発につながらないようにし、実効性のある財政再建に努めるとともに、②危機が峠を越えたところで日銀の資産買い入れは停止し、以後は資産規模の縮小に慎重に着手し、時間をかけて日銀がすでに抱えてしまったリスクの低減に努め、さらには③万が一の事態に備えた日銀への資本注入の枠組みの検討に着手することが求められているといえよう。

#### 参考文献

- ・ 田中隆之『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』金融財政事情研究会、2014年9月。
- ・ Michael Fleming, Asani Sarkar, and Peter Van Tassel [2020]. “The COVID-19 Pandemic and the Fed’s Response,” *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, April 15, 2020,  
<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/the-covid-19-pandemic-and-the-feds-response.html>、2020年4月16日アクセス。
- ・ Gertjan Vlieghe [2020]. “*Monetary policy and the Bank of England’s balance sheet*”, speech, April 23, 2020.

以 上

