

2024年3月27日  
No.2023-020

## 中央銀行の“財政優越”回避に向けての課題

### － ECB、ユーロシステムの対応にみるわが国への示唆－

調査部 主席研究員 河村小百合

#### 《要 点》

- ◆ コロナ危機下では、前代未聞の規模での財政出動と中央銀行による国債買い入れという政策の組み合わせが主要国・地域で軒並み採られた。やむを得なかったとはいえ、これは、中央銀行が財政運営を安易に持続可能にする金融政策運営を行い、結果的に“中長期的な物価の安定”という中央銀行本来のマンデートが犠牲にされて、国民が高インフレという形で重い負担を被る「財政優越」(Fiscal Dominance)状態に陥ってしまうというリスクをはらむ。
- ◆ ECB では「財政優越」を回避すべく、これまで国債の買い入れに制約を設けてきた。コロナ危機下の買い入れではその制約は外されたが、今後の正常化の進め方が注目される。
- ◆ ユーロ圏では利上げ局面において、健全財政国ほど中央銀行の財務悪化の程度が増すという皮肉な現実がみられるが、各加盟中央銀行は、従前よりあらかじめ引当金を積み増すなどしており、政府サイドとも協議しつつ、“国庫納付金ゼロ”状態を乗り切るべく、対応を重ねている。
- ◆ 一方、日銀が去る2024年3月19日、マイナス金利政策の解除をはじめ、黒田前総裁時代から続けてきた、「量的・質的金融緩和」における一連の非伝統的な手段による政策運営をすべて終了させることを決定したことは評価できる。
- ◆ ただし、日銀の対応には、なお重大な懸念が残る。それは、“財政優越”を回避するための対応に、全くと言ってよいほど手が付けられていない点である。ECBをはじめ、他の主要中銀がいずれも、利上げ転換のタイミングで資産縮小の計画を立て、実行に移しているにもかかわらず、日銀は今に至るまで検討した形跡もみせることなく、国債の買い入れも当面継続するとしている。先々悪化が必至の財務運営面でも、巨額の国庫納付金を一般会計に納め続けている。
- ◆ これまで長年にわたり、“事実上の財政ファイナンス”状態を継続してきたわが国としては、ユーロ圏や ECB 以上に、“財政優越”状態から脱却する道筋を確立していくことが、今後も安定的な経済運営を続けていくうえで、喫緊の課題である。

## 《目次》

### 1. はじめに

### 2. コロナ危機後のユーロ圏各国の財政運営の現状と再建に向けての取り組み

- (1) ユーロ圏各国の財政運営の現状
- (2) コロナ危機後の財政再建に向けての取り組み

### 3. ECBの金融政策運営と財政支援の実態

- (1) コロナ危機までの金融政策運営
- (2) コロナ危機後の金融政策と財政運営上の意味

### 4. “財政優越”の回避に向けての課題

- (1) PSPPにおける2つの歯止めとPEPP実施後の現実
- (2) 重債務国への配慮を余儀なくされる現実

### 5. 中央銀行の財務悪化をめぐる課題

- (1) ユーロシステムの財務悪化の現状
- (2) 欧州連合条約における中央銀行の政府からの独立性の設計
- (3) 付利で民間銀行が得る“棚ぼた利益”への不満
- (4) ドイツの対応
- (5) オランダの対応
- (6) ECBの対応

### 6. 日銀とわが国への示唆

**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 : 090-9956-4503**  
**Mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp**

**[「経済・政策情報メールマガジン」](#)、[「X \(旧 Twitter\)」](#)、[「YouTube」](#)でも情報を発信しています。**

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。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## 1. はじめに

コロナ危機下においては、ユーロ圏各国においてもわが国と同様、前代未聞の規模で財政出動が実施された。のみならず、それと歩調を合わせる形で欧州中央銀行（ECB）が金融政策運営を展開し、ユーロシステム（ECB と加盟各国中央銀行から成る、ユーロ圏の中央銀行組織の総称）による前代未聞の規模での国債買い入れが実施された。

その後は他の先進各国と同様、ユーロ圏においても 2021 年夏以降、経済情勢が高インフレ局面へと転換し、ECB も 2022 年夏以降、急激な金融引き締めへの転換を余儀なくされた。その高インフレ基調も足許ではようやく一服しつつある。

このような前代未聞の規模での財政出動と中央銀行による国債買い入れという組み合わせは、コロナ危機下ではやむを得ない政策対応であったとはいえ、結果的に「財政優越」（Fiscal Dominance）状態に陥ってしまうリスクをはらむ。中央銀行が現実問題として、財政運営を安易に持続可能にすることを優先させる金融政策運営を行い、結果的に“中長期的な物価の安定”という本来のマンデートが犠牲にされて、国民が高インフレという形で重い負担を被らざるを得なくなるのではないか——こうした「財政優越」リスクの懸念は、これまで欧州でも繰り返し指摘されてきた。

「財政優越」状態に陥ることを回避するうえでは、まずもって各国が増税や歳出削減という、いわば財政再建の“王道”たる方法で財政収支を改善していくことが求められる。国全体、社会全体として、安易に高インフレによる国の債務負担の“実質的な軽減”に逃げるがないようにするためには、政府サイドの腰を据えた財政再建の取り組みに加えて、中央銀行の側も、決して揺らぐことなく、ぶれることなく、自らに課せられた本来のマンデートである“中長期的な物価の安定”の達成に向けて、機動的に適切な金融政策運営を展開していくことが欠かせない。

本稿では、コロナ危機後という現局面において、この「財政優越」状態への転落をいかに回避するか」という点に焦点を当てる。まず、コロナ危機後の EU（欧州連合）全体やユーロ圏各国における財政再建への取り組み状況を概観したうえで、中央銀行である ECB、ユーロシステム側のこれまでの政策運営や対応を明らかにする。そして、“財政優越”状態への転落が懸念されるほどの大規模な国債買い入れを中央銀行が実施した後に必然的に生じる重い問題、“中央銀行の財務悪化”に関して、ユーロシステムを構成する各国中央銀行が、当該国の政府や政権側とともに、どのような対応を進めているのかに関して、複数の事例を参照しつつ明らかにする。そのうえで、わが国の財政運営と日銀の金融政策運営が抱える課題について考えることとしたい。

## 2. コロナ危機後のユーロ圏各国の財政運営の現状と再建に向けての取り組み

### (1) ユーロ圏各国の財政運営の現状

コロナ危機下においてはユーロ圏各国もわが国や他の先進各国と同様、政府が大規模な財政出動を実施した。ユーロ圏各国においては単一通貨ユーロを導入した 1999 年以降、一貫して「政府債務残高名目 GDP 比 60%以内」、「財政赤字幅同 3%以内」という目標を基本的に順守する方針を掲げて財政運営を行ってきたが、コロナ危機下の 2020 年にはこれらの財政ルールが一時的に停止され、現在に至っている。各国の足許の財政状況をみると（図表 1）、政府債務残高の面でも、財政

赤字幅の面でも、上記の目標を充足できない国（図表1の黄色の網掛け部分）が多くみられる。

(図表1) ユーロ圏各国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額  
(2023年10月時点における、IMFによる2023年見込み、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考) 財政収支 赤字幅	(参考) 満期までの 平均期間 (年)
			満期負債			
オーストリア	74.8	6.3	3.9	2.4	▲ 2.4	12.1
ベルギー	106.0	16.3	11.4	4.9	▲ 4.9	10.4
クロアチア	63.8	7.6	6.8	0.8	▲ 0.8	5.4
キプロス	78.6	8.1	10.0	▲ 1.9	1.9	8.3
エストニア	21.6	n.a.	n.a.	3.9	▲ 3.9	7.2
フィンランド	73.6	8.8	6.2	2.6	▲ 2.6	7.4
フランス	110.0	10.6	5.7	4.9	▲ 4.9	8.4
ドイツ	65.9	6.5	3.6	2.9	▲ 2.9	6.6
ギリシャ	168.0	n.a.	n.a.	1.6	▲ 1.6	n.a.
アイルランド	42.7	▲ 1.7	0.0	▲ 1.7	1.7	10.9
イタリア	143.7	23.0	18.0	5.0	▲ 5.0	6.9
ラトビア	40.6	n.a.	n.a.	3.7	▲ 3.7	7.5
リトアニア	36.1	4.4	2.6	1.8	▲ 1.8	8.6
ルクセンブルク	27.6	n.a.	n.a.	2.8	▲ 2.8	8.4
マルタ	54.1	10.0	4.8	5.2	▲ 5.2	7.8
オランダ	49.5	3.9	1.8	2.1	▲ 2.1	9.0
ポルトガル	108.3	4.8	4.6	0.2	▲ 0.2	7.3
スロバキア共和国	56.7	6.8	1.3	5.5	▲ 5.5	8.7
スロベニア	68.5	4.2	0.7	3.5	▲ 3.5	9.7
スペイン	107.3	7.7	3.8	3.9	▲ 3.9	7.9
ユーロ圏平均	89.6	n.a.	n.a.	3.4	▲ 3.4	n.a.
(参考)						
日本	255.2	34.1	28.5	5.6	▲ 5.6	8.3
アメリカ	123.3	29.9	21.7	8.2	▲ 8.2	5.9
イギリス	104.1	8.3	3.8	4.5	▲ 4.5	14.1
G7平均	127.8	24.0	17.5	6.5	▲ 6.5	7.0
G20先進国平均	122.7	22.5	16.4	6.1	▲ 6.1	7.1

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, October 2023を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Bloomberg Finance L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。

(注1) 満期負債の計数は、グロス所要資金調達額から財政収支赤字幅を差し引いて日本総合研究所が算出。

(注2) EUの財政ルールを鑑み、財政収支赤字幅は3%超、政府債務残高は60%超（いずれも名目GDP比）の国々を黄色で表示。

## (2) コロナ危機後の財政再建に向けての取り組み

ユーロ圏各国においては、2025年からこれらの財政ルールを復活させるべく、その枠組みに関して、2023年12月の財務相会合で合意のうえ、欧州議会との間でも2024年2月に合意し、最終決定された。具体的には、政府債務残高や財政赤字に関する上記の目標は堅持したうえで、高債務国に関するセーフガードとして、政府債務残高が60%を超過した分について毎年削減を求める幅を、コロナ危機前の「5%分」から引き下げ、90%を超える国は「少なくとも年平均1%」、60~90%未満の国は「同0.5%」に緩和した。財政赤字幅の縮小目標に関しても、新たにセーフガードが設定され、2025~27年に関しては、利払費の増加分をこれらの計算から除外することとされているが、多くの加盟国が抱える債務残高の大きさや財政赤字幅の大きさを鑑みれば、前途は多難といえよう。

## 3. ECBの金融政策運営と財政支援の実態

現実問題として、コロナ危機下におけるユーロ圏各国のこうした拡張的な財政運営を支えていたのは、ECBによる金融政策運営であった。

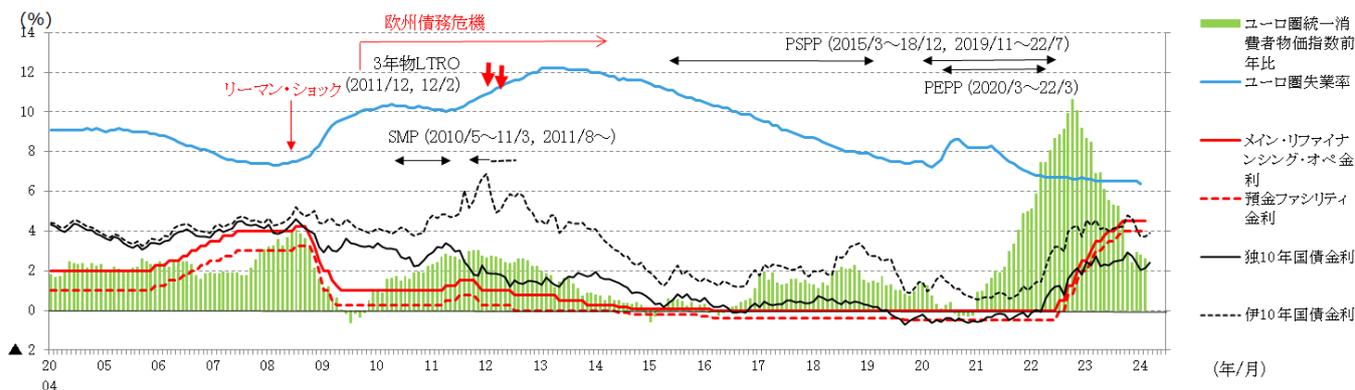
### (1) コロナ危機までの金融政策運営

それまでの金融政策運営を振り返れば（図表2）、ECBはリーマン・ショックおよび欧州債務危機を乗り切った2014年、次なる新たな懸念として浮上してきたデフレ・リスクに対応すべく、主要中央銀行のなかでは初めてマイナス金利政策の実施に踏み切るとともに、従前の“消極的なバランス・シート政策”から“積極的なバランス・シート政策”に転じた。具体的には、まず民間資産を買い入れ対象とする「資産担保証券買い入れプログラム」(ABSPP)と「カバード・ボンド<sup>1</sup>買い入れプログラム」(CBPP)が2014年9月から開始された。そして翌2015年3月からは、ECBは加盟各国の国債を大規模に買い入れる「**公共セクター買い入れプログラム**」(PSPP)にも着手し、先行して着手されていたABSPP、CBPPと合わせて「**資産買い入れプログラム**」(APP)と総称される大規模な債券買い入れプログラムが開始された。ECBは、ドラギ総裁が就任した2011年11月前後に欧州債務危機の緊張のピークに直面していたが、イタリア等の主力国家を含む国債市場の長短金利が財政破綻リスクの高まりを反映して急騰したこの局面においても、中央銀行による国債買い入れは、政府の財政再建意欲を失わせ、放漫な財政運営を助長して結果的に財政破綻につながりかねない、との判断から見送る決断を行った。代わりにECBは有担保・金額無制限での異例の3年物の「長期リファイナンス・オペ」を実施して、多額の各国債を保有する民間銀行に巨額の資金を供給する、という手法で、あくまで国債市場を間接的に下支えするアプローチを採り、財政

<sup>1</sup> ドイツで200年以上の歴史を有するファンドブリーフ債を源流とし、近年では欧州各国に拡大している資金調達手段で、銀行が金融仲介の主力の役割を果たしている欧州において、市場型間接金融の手段として重要な機能を担っているもの。①不動産や公共セクター向け債権といった質の高い担保で構成されるカバー・プール（担保資産の集合体）、および②発行主体の双方に対して二重にリコース（遡求）可能なつくりの債券であり、ABS（リコースできるのは①のカバー・プールのみ）などよりも安全性が高い点を最大の特徴とする。

危機の増幅を封じ込めた経緯がある。当時はリーマン・ショック後の局面でもあり、アメリカでは連邦準備制度が MBS (モーゲージ担保証券) や米国債を対象とする「大規模な資産買い入れ」(LSAP、通称は量的緩和<QE>) を、イギリスではイングランド銀行が量的緩和 (QE) を断続的に実施していた時期に重なる。そうした時代の潮流に決して流されることなく、ECB は自らの金融政策運営を貫いてきた。その ECB が、2015 年に至り、目的はデフレ危機からの脱却、すなわち実体経済の刺激という欧州債務危機時の事情とは異なるものの、各国の国債の大規模な買い入れに踏み切ったことは、大きな政策転換であった。

(図表 2) ユーロ圏の実体経済・金融情勢と ECB の金融政策運営の推移



(資料) Rinfinitiv Workspaceを基に日本総合研究所作成。

(原資料) Eurostat, ECB.

(注) 本図では、ECBが実施した資産買い入れのうち、国債を買い入れ対象としたプログラムのみについて、その実施期間を表記。

国債等の買い入れ (PSPP) を主力とする APP による債券買い入れは 2017 年以降段階的にペース・ダウンされ、2019 年 1 月には正常化に向けて一旦、停止された。ところが、その後の景気減速を受け、ECB の政策委員会においては相当数のメンバーが反対に回ったのを多数決で押し切る形で同年 11 月に再開された。

## (2) コロナ危機後の金融政策と財政運営上の意味

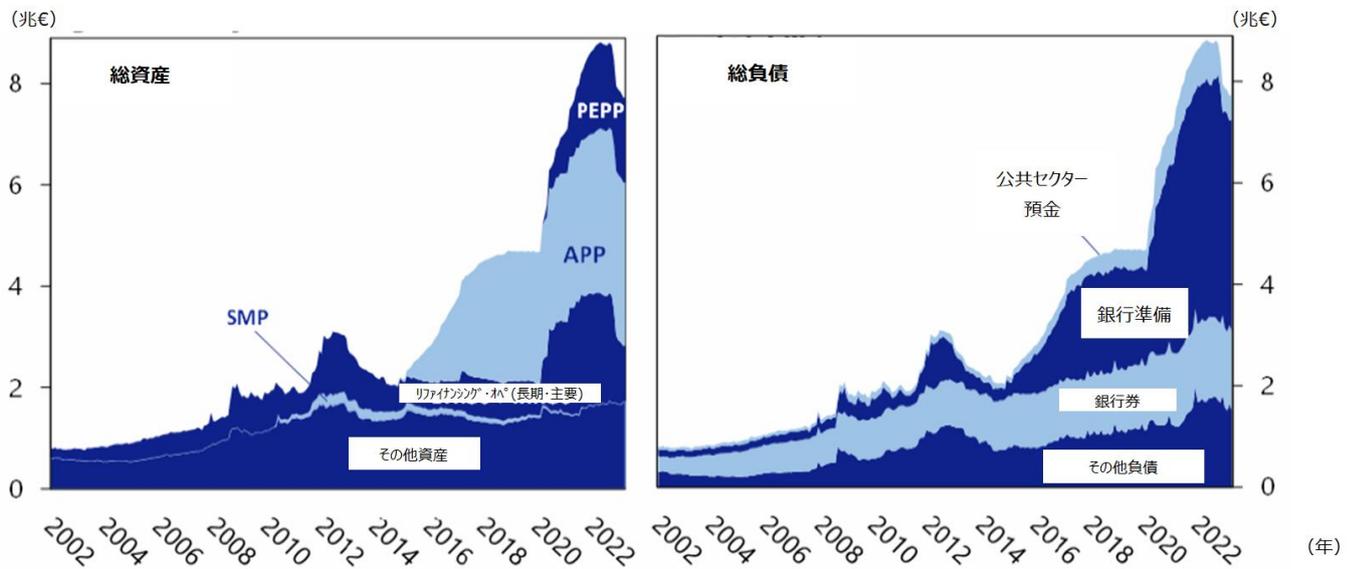
そしてその数カ月後、ユーロ圏各国もコロナ危機に見舞われることとなった。ECB は APP とは別に新たに危機対応策としての「パンデミック緊急買い入れプログラム」(PEPP) が、APP とは異なり買い入れ総額をあらかじめ定める形で設定され、加盟各国の国債の大規模な買い入れが開始された。買い入れ総額の上限は、2020 年 3 月の導入当初は 7,500 億ユーロに設定されていたが、その後 2 度にわたり引き上げられ、最終的には 2020 年 12 月に 1 兆 8,500 億ユーロにまで引き上げられた。また、民間銀行側に極めて有利な条件で (貸出金利を減免するのみならず、マイナス金利適用により実質的な補助金付きに相当する) 有担保の大規模な資金供給を実施する「ターゲット長期リファイナンス・オペ」(TLTRO) も並行して実施されたほか、コロナ危機下での特別な資金供給としての「パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ」(PELTRO) も実施された。

ユーロシステム (ECB および加盟各国中央銀行から成る、ユーロ圏の中央銀行の総称) の資産

規模は、2014年の資産買い入れ開始直前（約2兆ユーロ）の4倍以上、またコロナ危機到来直前（2019年末、4.7兆ユーロ）の2倍弱の8.8兆ユーロにまで大きく膨張した（図表3）。

これはすなわち、**コロナ危機下でのユーロ圏各国の家計や企業に対するほぼすべての財政支援は、究極的には中央銀行の国債買い入れによって資金手当てされていた**、と言っても過言ではなからう<sup>2</sup>。

（図表3）ユーロシステムの資産（PSPP、PEPPが占めるシェア）・負債推移



（資料）Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, “Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem’s Net Income and its Fiscal Implications”, Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, p6, Figure 1を基に日本総研研究所作成。  
 （原資料）ECBおよびIMFスタッフによる算出。

#### 4. “財政優越”の回避に向けての課題

コロナ危機はこうして何とか乗り切ったものの、各国政府による財政運営と中央銀行の金融政策運営がこれほど深く結びつく形となった結果、両者の関係の今後の在り方をめぐり、ひいては加盟各国が今後も持続可能で安定的な経済・財政運営を続けられる道筋を確保できるかどうかをめぐり、2つの深刻な問題に直面している。

一点目は、ECBの金融政策運営が、これほどの大きな規模の政府債務残高を抱えた加盟各国の財政運営の安定的な継続について、現実問題として配慮せざるを得なくなる結果、物価の中長期的な安定という本来のマンデートの達成が損なわれる結果にならないか、という「**財政優越**」状態に陥る懸念である。

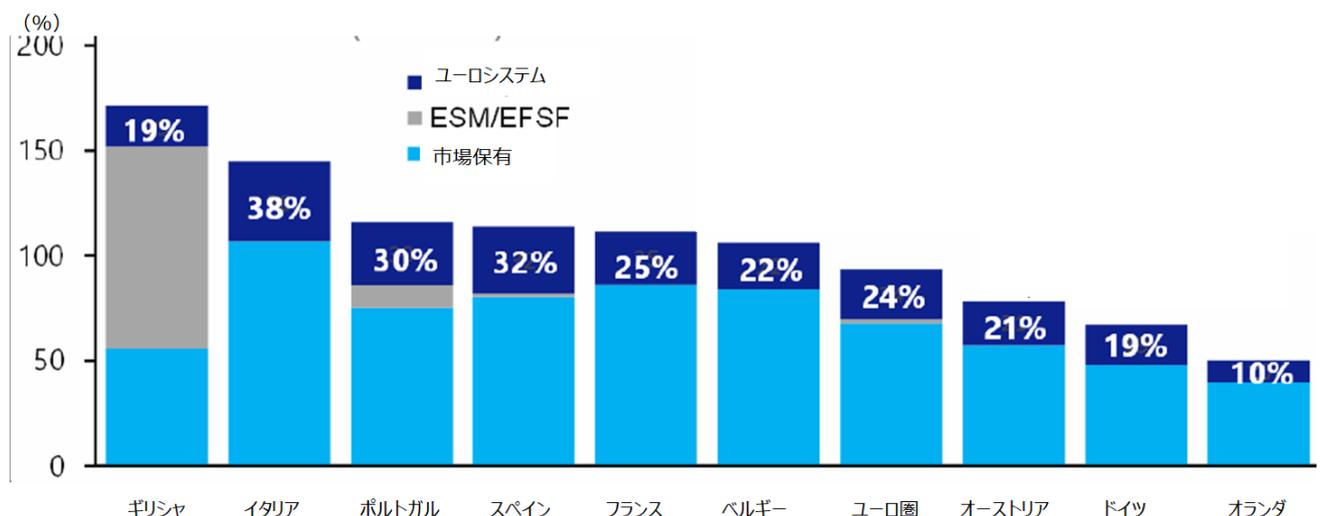
<sup>2</sup> IMFが2023年7月に公表したワーキング・ペーパー（Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, “Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem’s Net Income and its Fiscal Implications”, Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023）においては、「パンデミックにおけるユーロ圏の家計や企業へのほぼ全ての財政支援は、究極的には短期の中央銀行債務によって資金手当てされていた」（p8、訳は筆者）との見方が示されている。

## (1) PSPP における 2 つの歯止めと PEPP 実施後の現実

この点は、ECB においては、欧州債務危機当時から、またその後の 2014 年に“積極的なバランス・シート政策”に転じ、PSPP のもと大規模な国債等の買い入れに着手していった時点においても最大の論点となり、実際に政策委員会で激論が交わされていたとみられる点でもある。ECB としては、「財政優越」状態に陥ることのないよう、また、市場の価格発見機能を損なうことがないように、①各国中銀が公共債の買い入れを実施するのに際しては、基本的に加盟各国の経済や金融活動の規模に応じて機械的に決定される **ECB への出資比率に従う**こと、および②債券の買い入れに際しては、**銘柄ごと、および発行体ごとに 33% という上限を順守**すること、という歯止めのルールが設定された。

もっとも、コロナ危機下で実施された PEPP に関しては、従前から実施されていた PSPP とは別の枠組みとされ、**このルールの適用が除外**されることとなったため、IMF（国際通貨基金）が 2023 年 7 月に公表した試算<sup>3</sup>によれば、ユーロ圏内の重債務国であるイタリアにおいては、中央銀行による買い入れ割合が 3 分の 1 という上限を超過する結果となっている。また、PSPP においては格付け水準の問題からユーロシステムによる買い入れ対象とはなっていなかったギリシャ国債が、コロナ危機以降は PEPP のもとで買い入れられていることもみてとれる（図表 4）。ECB としてもこの点について最近の公表資料<sup>4</sup>で認めており、2022 年央のピーク時には、ユーロシステムによる各国国債全体に占める保有シェアは 35% に達し、民間銀行による各国債の担保としてのユーロシステムへの差し入れ分も含めれば、実に 40% に達していたことを明らかにしている（図表 5）。コロナ危機下で PEPP のもと、このように国債買い入れが進められた結果、実際にユーロシステムが買い入れた国債の国別シェアは、ECB への各国中央銀行の出資比率には必ずしもそぐわない形になっている模様である（図表 6）。

（図表 4）【IMF】ユーロ圏各国のグロス政府債務残高とユーロシステムが保有する割合

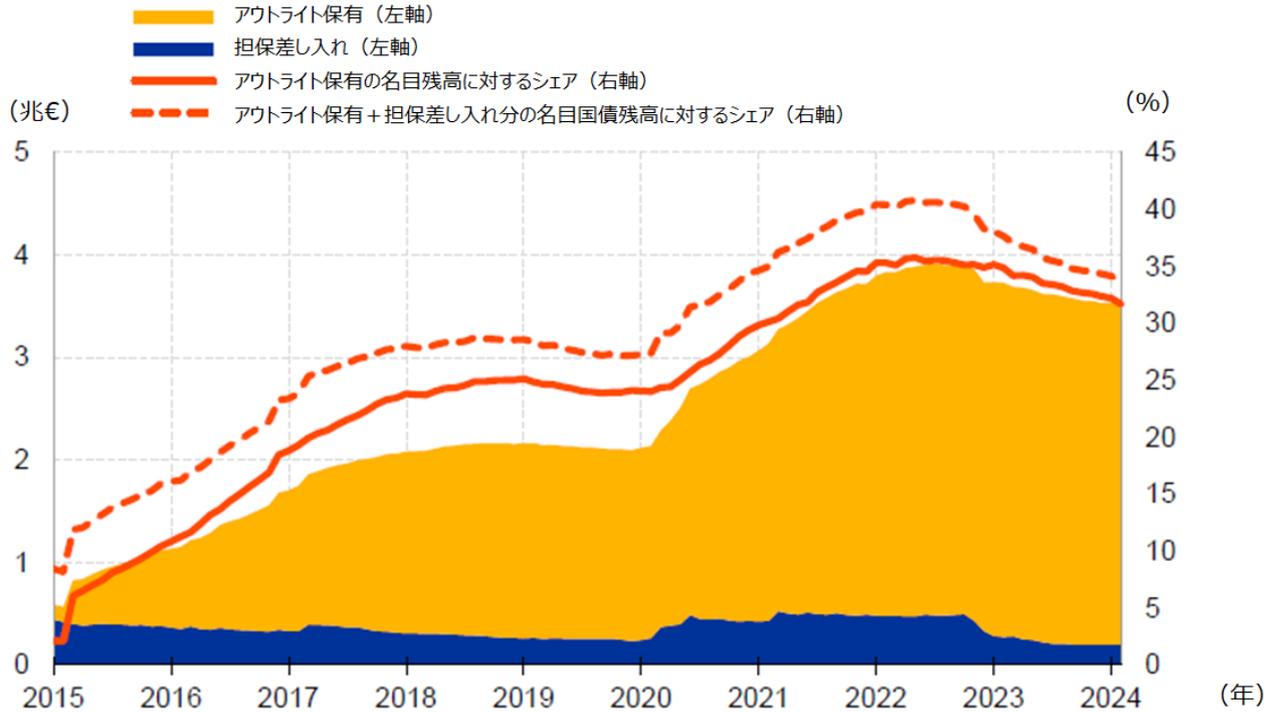


（資料）Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, “Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem’s Net Income and its Fiscal Implications”, *Working Paper 23/145*, International Monetary Fund, July 7, 2023, p10, Figure 5を基に日本総合研究所作成。  
（原資料）ECBおよびIMFスタッフによる算出。

<sup>3</sup> 脚注 2 のワーキング・ペーパー。

<sup>4</sup> Isabel Schnabel, “The Eurosystem’s operational framework (slides)”, *Speech at the Money Market Contact Group meeting*, March 14, 2024.

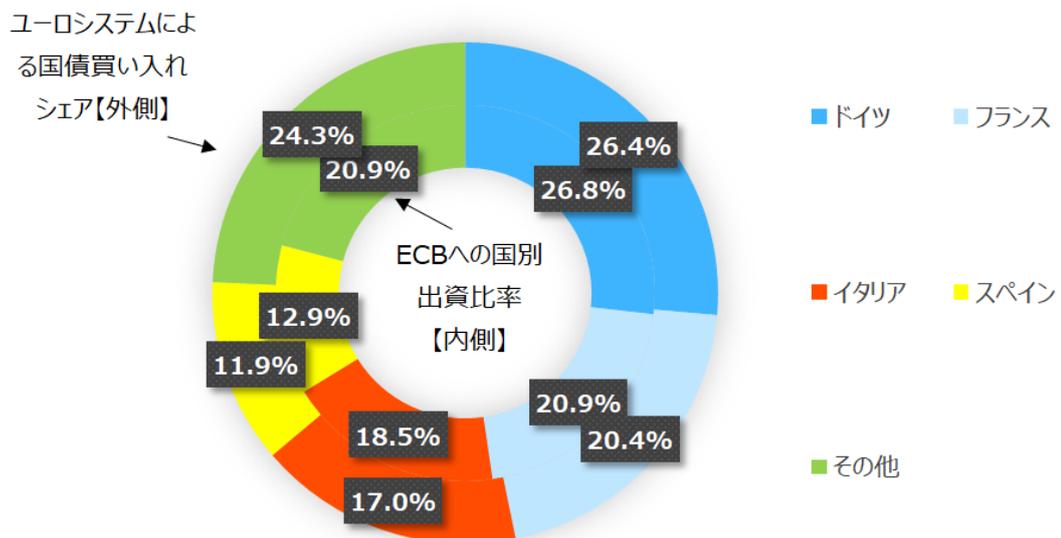
(図表 5) ユーロシステムの国債買い入れ割合



(資料) Isabel Schnabel, "The Eurosystem's operational framework", *Speech at the Money Market Contact Group meeting*, March 14, 2024, Slides, p10を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Eurosystem, CSDBおよびECBスタッフによる算出。

(図表 6) ECB への国別出資比率とユーロシステムによる国債の買い入れ比率  
(IMF 試算、2022 年末時点)

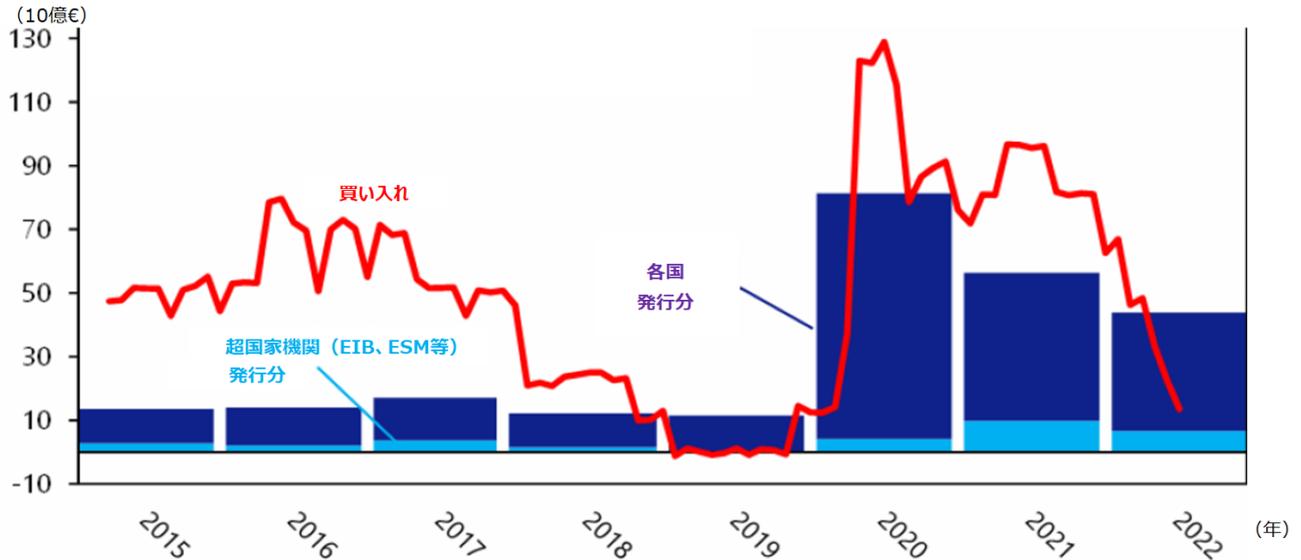


(資料) Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", *Working Paper 23/145*, International Monetary Fund, July 7, 2023, p10, Figure 5を基に日本総合研究所作成。

(原資料) ECBおよびIMFスタッフによる算出。

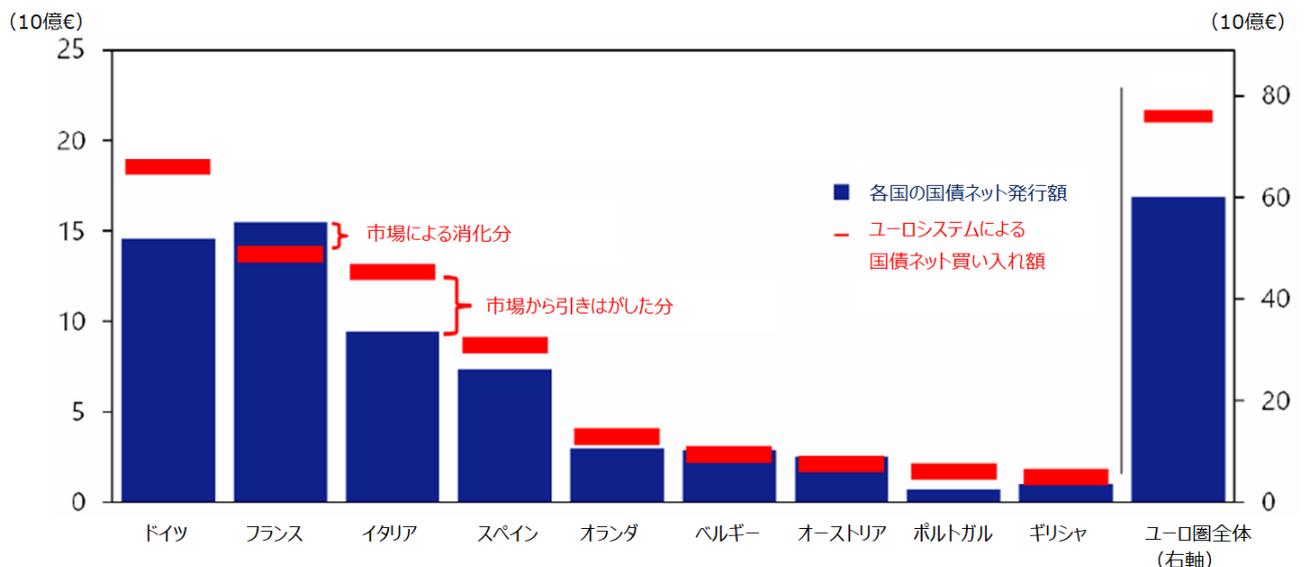
さらに、IMF の試算によれば、PEPP 開始前の PSPP の時代も含め、ユーロシステムによる国債買い入れの規模は極めて大きく、加盟国全体として年度別にみても（図表 7）、また各国別にみても（図表 8）、**国債発行分を大きく上回る規模での買い入れをユーロシステムが実施していたことが**みてとれる。この点は、日銀が黒田前総裁のもとで実施した「量的・質的金融緩和」による国債買い入れの当初の（2016 年 9 月の「長短金利操作」政策導入前までの）ペース（年当たり約 50 兆円→約 80 兆円）が、わが国の新規国債発行ペースを大きく上回っていた状況に通ずるともいえる。

（図表 7）ユーロ圏各国のネット国債発行額とユーロシステムのネット国債買い入れ額



（資料）Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, “Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem’s Net Income and its Fiscal Implications”, Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, p8, Figure 3を基に日本総合研究所作成。  
（原資料）ECBおよびIMFスタッフによる算出。

（図表 8）ユーロ圏各国別の公債ネット発行額とユーロシステムによる買い入れ額  
（2020 年 3 月～22 年 6 月、月平均）



（資料）Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, “Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem’s Net Income and its Fiscal Implications”, Working Paper 23/145, International Monetary Fund, July 7, 2023, p8, Figure 4を基に日本総合研究所作成。  
（原資料）ECBおよびIMFスタッフによる算出。

## (2) 重債務国への配慮を余儀なくされる現実

ECBは2023年3月から資産縮小オペレーションに着手し、APPでの買い入れ分について、買い入れ債券の満期到来分の再投資の減額を開始したほか、同年7月からは再投資を完全に停止し、「満期到来分の全額満期落ち」を粛々と実施している。もっとも、PEPPでの買い入れ分に関しては、2023年12月の政策委員会において、全額再投資する期限を当初の「2024年末」から「2024年上半期」へ前倒しすると決定しているものの、その資産縮小の過程で各国中銀ごとに縮小ペースに差をつけざるを得なくなる可能性もささやかれている。

実際、ECBは2022年7月に利上げに転換した際、重債務国の国債金利上昇に配慮すべく、新たな枠組みとして「**伝達保護手段**」(TPI)を導入している。これは、ファンダメンタルズからは正当化できない国債の利回り格差の拡大に対応するため、残存期間1~10年の国債を流通市場から買い入れる枠組みで、これまでのところ、実際に発動はされてはいない模様ではあるものの、欧州債務危機時に導入された**OMT**(短・中期国債の無制限での買い切りオペ、実際の申請・発動事例はこれまで皆無)を彷彿とさせる。ただしOMTとの最大の相違点は、OMTでは対象国がユーロ圏としての**ESM/EFSF**プログラムに従って厳しい財政再建策を断行する必要があるのに対し、TPIはECBの政策委員会の判断で発動が可能という点にある。このように、ECBが今後も「財政優越」を排除した金融政策運営を貫けるかどうか、現実的には難しい問題も存在している模様である。

## 5. 中央銀行の財務悪化をめぐる課題

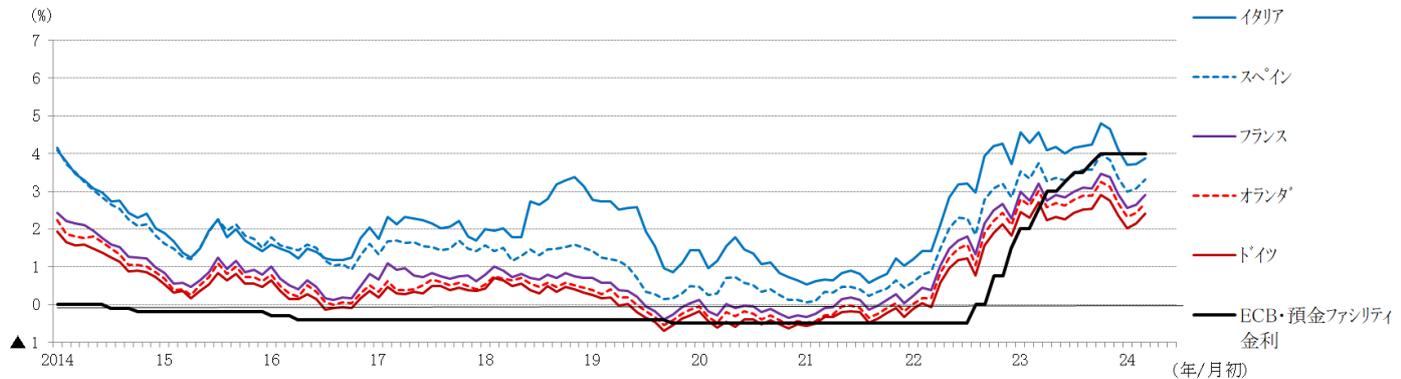
### (1)ユーロシステムの財務悪化の現状

現下の局面におけるもう1つの深刻な課題は、**利上げ局面における中央銀行の財務悪化**という問題である。これは、中央銀行にとっての短期の政策金利の下げ余地がほぼなくなる“ゼロ金利制約”下において、ないしはマイナス金利政策を採用するもとにおいて、中央銀行が大規模な国債等の資産買い入れを実施した後、経済が回復し金利が上昇する局面で直面せざるを得ない問題である。しかも、コロナ危機後にはユーロ圏各国をはじめとする主要国が軒並み高インフレ局面に急転換したことから、主要中央銀行も軒並み現実の問題として急激かつ大幅な財務悪化に直面しているのが現状である。

ユーロシステムの場合、この問題は、ECBおよび加盟各国中銀それぞれに関して浮上することになる。その際、悩ましいのは、ECBとしての金融政策運営はユーロ圏で1本の形で行われる半面、ユーロ圏で“財政統合”は実現できていない現在、各加盟国ごとに国債が発行され、それぞれの経済・財政状況に応じた市場金利がつけられているゆえ、各加盟中央銀行が利上げ局面で被る“逆ざや”の幅にバラツキが生じるという点である。図表9はユーロ圏主要国の、図表10はユーロ圏中小国の一部の、それぞれ10年国債金利とECBのバランス・シートの負債サイドでの付利レートに相当する預金ファシリティ金利の推移をみたものである。本グラフから明らかなように、ユーロ圏ではこれまでの高インフレ情勢を映じ、預金ファシリティ金利はすでに4.0%にまで引き上げられているが、これは、最近年における各主要国の国債流通利回り、すなわちその時点で発行された各国債の表面利率(クーポン)を上回るレベルである。これは、こうした各国債を買い入れて balan

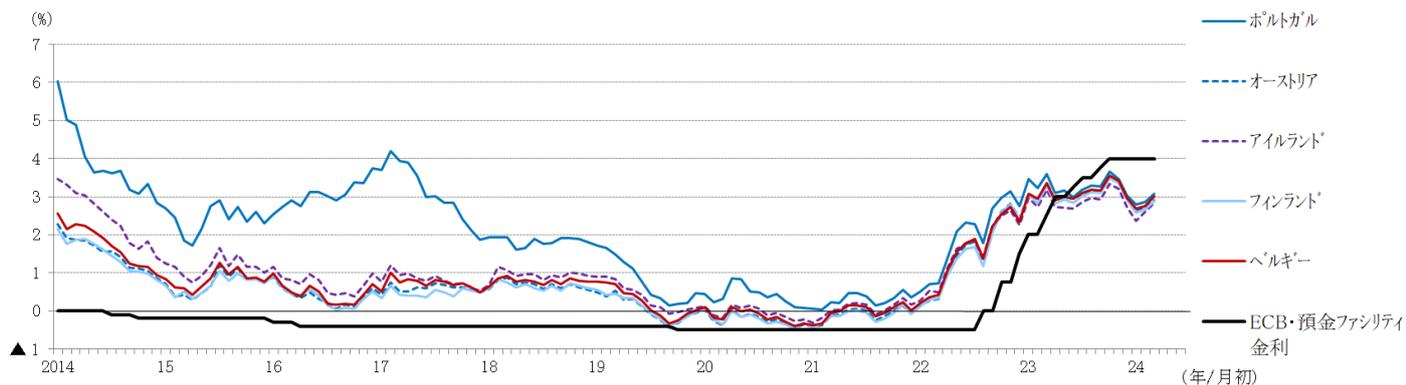
ス・シートの資産サイドに計上してきた加盟各国中央銀行の多くが、資産利回りを負債利回りが上回る“逆ざや”状態に陥らざるを得ないことを意味する。しかも、その“逆ざや”の幅は、ドイツのような健全財政国ほど、買い入れる自国の国債の流通利回りが低水準で推移してきたゆえ、大きくならざるを得ない、という皮肉な状況となっている。

(図表 9) ユーロ圏主要国の 10 年国債金利と ECB の預金ファシリティ金利の推移



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

(図表 10) ユーロ圏中小国（一部）の 10 年国債金利と ECB の預金ファシリティ金利の推移



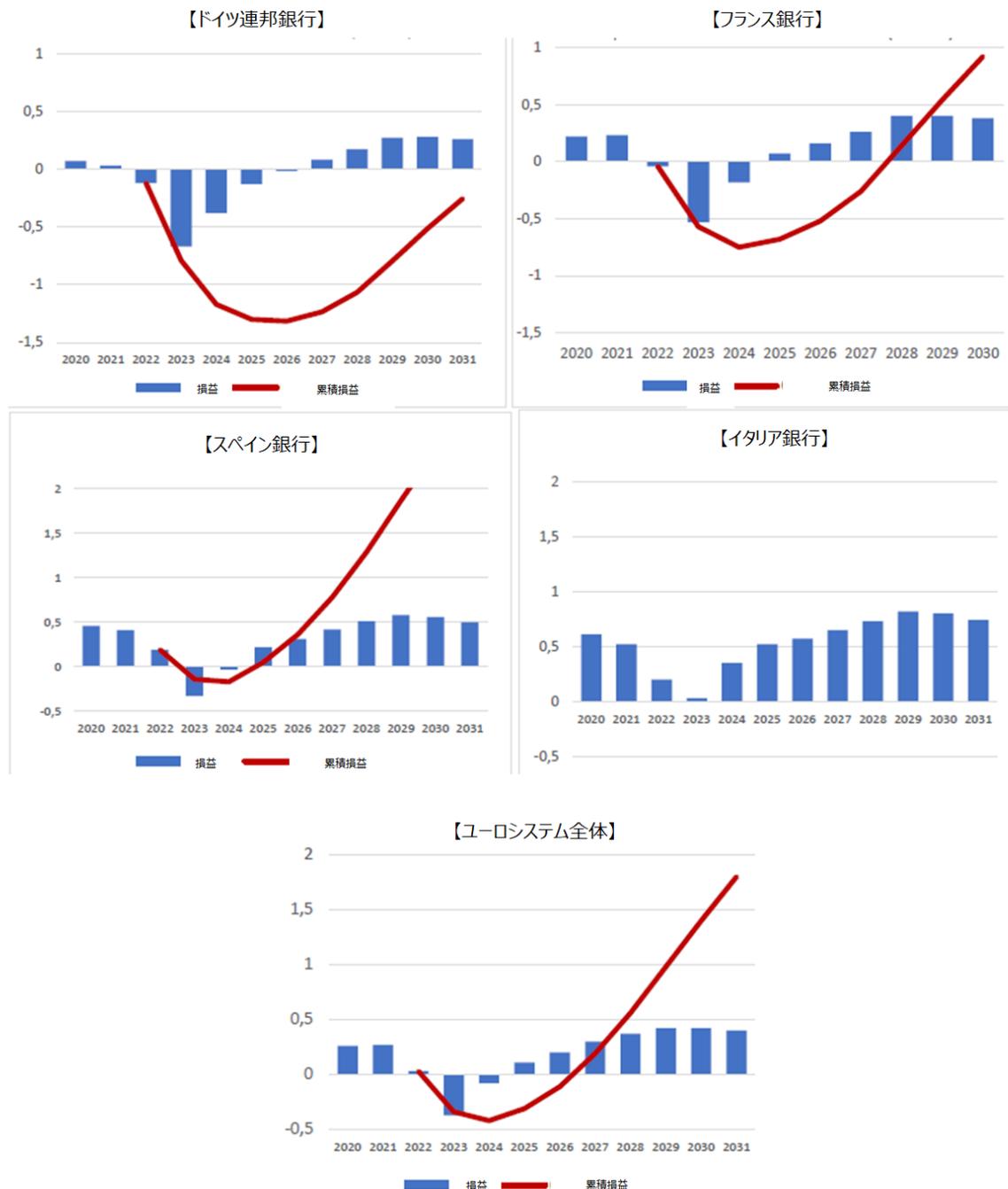
(資料)Refinitiv Workspace、ECBのデータを基に日本総合研究所作成。

この点にはIMFも関心を寄せており、ユーロ圏の主要な加盟国の中央銀行の財務運営の行方について一定の前提<sup>5</sup>の下での試算結果を先述のように2023年7月に公表している（図表11）。それによれば、ドイツ連邦銀行やフランス銀行では赤字転落、ひいては債務超過転落局面が長引く反面、イタリア銀行は赤字転落を回避できる見通しとなっている。ただし、現実には、ECBの預金ファシリティ金利は、2023年9月にIMFの本試算における前提（3.5%）を上回る4.0%にまで引き上げられ、本稿執筆時点（2024年3月）まで維持されており、ユーロシステム加盟各中央銀行やECBの財務事情は本試算よりもさらに悪化するものとみられる。IMFはこうした各国中銀やECBの財

<sup>5</sup> IMFの推計の前提は次の通り。①預金金利は2024年に3.5%でピークを付け、その後2.3%まで下落。②各中央銀行が保有するQEのポートフォリオのイールドは、2024~25年まで上昇した後、徐々に2%まで下落。③ECBのAPP（資産買い入れプログラム）は、満期が到来した債券の再投資をしないことにより徐々に落とされる、④PEPPは再投資によって、今日と同じレベルで維持される。

務悪化が本来あるべき金融政策運営に影響を及ぼすことがないようにと、くぎを刺している。

(図表 11) ユーロシステムを構成する中央銀行の損益の見通し  
(IMF 推計を基に CESifo が算出、対名目 GDP 比、%)



(資料) Paul De Grauwe and Yuemei Ji, "Fighting Inflation More Effectively without Transferring Central Bank's Profits to Banks", *CESifo Working Papers*, No 10741, Munich Society for the Promotion of Economic Research – CESifo GmbH, November 2023, p9, Figure 2を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Nazim Belhocine, Ashok Vir Bhatia, and Jan Frie, "Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications", *Working Paper 23/145*, International Monetary Fund, July 7, 2023, IMF、およびCESifo推計。

(原資料注) 本図の基となっているIMFの推計の前提は次の通り。①預金金利は2024年に3.5%でピークを付け、その後2.3%まで下落。②各中央銀行が保有するQEのポートフォリオのイールドは、2024～25年まで上昇した後、徐々に2%まで下落。③ECBのAPP(資産買入れプログラム)は、満期が到来した債券の再投資をしないことにより徐々に落とされる。④PEPPIは再投資によって、今日と同じレベルで維持される。

(注) イタリア銀行は本試算では赤字転落を回避できる見込みのため、本図では累積損益は表記されていない。

## (2) 欧州連合条約における中央銀行の政府からの独立性の設計

「中央銀行の独立性」は、EUの憲法ともいえる欧州連合条約に明記された、重要な概念である。そのなかでは、EU加盟国がユーロに参加することを認められるための条件として、「中央銀行の独立性」が、①機能面での独立性、②組織的な独立性、③人事面での独立性、④財務面での独立性、のすべての面で充足されていることが必要である、とされている。このうち、④の財務面での独立性の観点では、各国中央銀行は常に十分な資本を有している必要があり、**累積損失が生じた場合、それを解消できるまでは中央銀行の利益を国庫に納付することは、ユーロシステムとして許されない**ことが明記されている。ゆえに、ユーロ圏においては、各加盟中央銀行の財務事情がどのようになるのかは、ECBによる金融政策運営によって決まるものの、その結果としての自行の財務状況の悪化については改善に向けて政府の側とともに努力することが求められることになる。確かに中央銀行は民間の経済主体とは異なり、赤字転落や債務超過転落が直ちに業務の継続や金融政策運営の継続に影響を及ぼすものではない。とはいえ、ユーロ圏においては、例えば累積損失（繰越欠損）が生じているような状態を放置したまま、中央銀行側が国庫納付を行うようなことは許されていない。平時における中央銀行からの国庫納付金による歳入確保が見込めなくなるということは、その分の負担を最終的に納税者側が追わざるを得なくなることを意味し、間接的な形で国民・納税者の側に財政面での負担が及ぶことになる。

## (3) 付利で民間銀行が得る“棚ぼた利益”への不満

コロナ危機までの大規模な国債買い入れの結果としてのユーロシステムの財務悪化問題に関しては、民間セクターからも事態を懸念する試算結果や指摘が出されている。民間シンクタンクである欧州政策研究センター（CEPS）は2023年から10年間で、ユーロシステムが買い入れた主要6カ国の国債と欧州関係機関債にかかる損失がユーロシステム全体で約6,400億ユーロに達するとの試算結果を公表している（図表12）。

（図表12）ユーロシステムのPEPPとPSPP保有分について、想定される累積損失

(10億ユーロ)		
加盟中銀	総保有金額	2023~34年に想定される累積損失
ベルギー	152.7	26.7
ドイツ	1,062.4	192.7
スペイン	513.2	76.9
フランス	829.5	138.5
イタリア	736.6	88.1
オランダ	212.3	41.2
超国家的債券	434.5	75.7
上記6カ国+超国家的債券の合計	3,941.2	639.8
ユーロシステム全体の保有金額に占めるシェア(%)	89.4	

（資料）Daniel Gros and Farzaneh Shamsfakhr, “The Real Fiscal Cost of Central Bank Bond Buying”, *CEPS Explainer*, 2022-04, Centre for European Policy Studies, table 1を基に日本総合研究所作成。

（注）2022年7月時点の各中央銀行の国債保有額に基づくCEPSの試算結果。「超国家的債券」は、欧州投資銀行（European Investment Bank）債、欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism）債、次世代のEU（NextGenerationEU）債が含まれる。

また、CESifo 研究所は、加盟各中央銀行で発生する付利負担の対名目 GDP 比に相当なバラツキが生じているとの分析結果を公表したうえで（図表 13）、こうした付利コストはユーロシステムに当座預金を有する民間銀行に対して支払われることになり、**いわば納税者の負担で民間銀行に“棚ぼたの利益”が生じる**ことになるため、そうした状況を少しでも回避すべく、ユーロシステム側に付利負担が生じない準備預金の比率を引き上げるべきである、という提言を行っている。さらには同旨の政策提言が、複数の欧州議会議員も加わって連名の公開書簡の形で、ECB の政策委員会メンバーに提出されている。

（図表 13）ユーロ圏各国中央銀行の付利の金額（2023 年 8 月時点、付利レートは 3.5%）と日銀の付利の金額の試算結果との比較

ユーロ圏加盟国・中央銀行	(100万ユーロ、%)	
	付利の金額	対名目GDP比
ルクセンブルク	7,095	9.15
キプロス	920	3.31
フィンランド	5,285	1.97
ベルギー	10,326	1.88
オランダ	13,918	1.45
マルタ	241	1.40
フランス	35,925	1.36
ドイツ	49,107	1.27
オーストリア	4,108	0.92
クロアチア	593	0.87
エストニア	302	0.84
スロベニア	426	0.75
スペイン	9,170	0.68
アイルランド	3,277	0.65
ポルトガル	1,434	0.59
ギリシャ	1,201	0.58
ラトビア	215	0.55
リトアニア	360	0.53
スロバキア	484	0.44
イタリア	8,347	0.43

日銀	(億円、%)	
	付利の金額	対名目GDP比
2024年1月時点	1,807	0.03
同3月マイナス金利解除後（付利0.1%）	5,120	0.09
オーバーナイト金利0.25%に引き上げ誘導の場合	12,801	0.21
同1.0%に引き上げ誘導の場合	51,204	0.86
同2.0%に引き上げ誘導の場合	102,407	1.72

（資料） Paul De Grauwe and Yuemei Ji, “Fighting Inflation More Effectively without Transferring Central Bank’s Profits to Banks”, *CESifo Working Papers*, No 10741, Munich Society for the Promotion of Economic Research – CESifo GmbH, November 2023, p7, Table 2を基に、および日本銀行『時系列統計データ』を基に日本総合研究所作成。

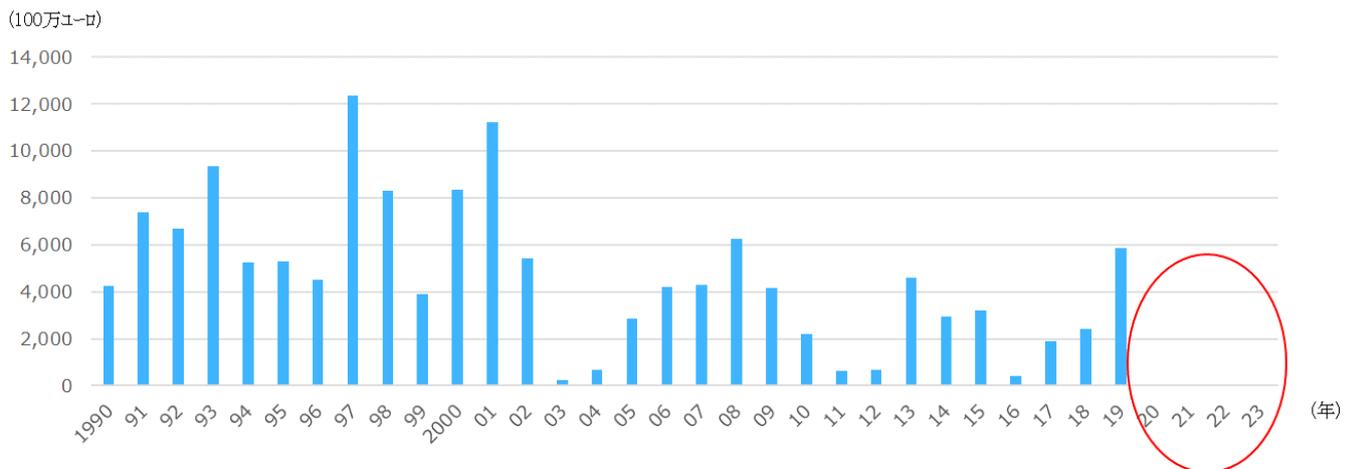
（注）日銀の付利金額の試算は、2024年1月時点の補完当座預金残高のデータに基づく。対名目GDP比は2023年10～12月期のGDPの値に対する計数。

#### (4) ドイツの対応

次に、健全財政国であるがゆえに、中央銀行の財務悪化が深刻になっている例をいくつか、みてみよう。

ドイツ連邦銀行は、コロナ危機前の2016年決算から、いずれは利上げ局面に入って自らの財務状況が悪化することを見越し、バランス・シートの金利リスクに対応するための引当金の積み立てを開始していた。さらに、コロナ危機入り後の2020年決算からは、将来に備えた引当金の積み立てを優先させ、国庫納付金はゼロにする財務運営が行われてきた（図表14）。

(図表14) 独連邦銀行の連邦政府への納付金の推移



(資料)Deutsche Bundesbank, “Profits of the Deutsche Bundesbank”, February 23, 2024 を基に日本総合研究所作成。

しかしながら、ECBが2022年7月から利上げ局面に入ったことを受け、ドイツ連銀の財務状況は現実問題として悪化し、2022年には引当金の一部が取り崩された。さらに2023年決算では、残っていた192億ユーロの引当金が完全に崩壊してもなお赤字を埋められず、同行はついに繰越欠損を計上する事態に至っている。2024年2月23日に開催された2023年の決算発表の記者会見において、ナーゲル総裁は、「財務面での重荷は数年間継続しそうであり、その規模は極めて不確実である」、「それゆえわれわれは、長期間にわたり分配利益<sup>6</sup>を計上できるとは期待できない」などと述べている。その一方で、同行のバランス・シートの負債・資本サイドにはなお、約2,000億ユーロの再評価勘定（準備金）があるため（図表15）、債務超過とはならない点を指摘し、「とりわけ金融政策の分野においては、その任務を引き続き完全に果たすことができる」と強調している。

とはいえ、ドイツ国内ではこうした独連銀の財務悪化を懸念する声も少なくなく、2023年6月には連邦会計検査院より、国からの損失補填も検討すべきとの指摘がなされている。加えて、政治的な反発も相当にみられる模様で、独連銀側もこうした情勢に対応すべく、外部のコンサルタント会社による業務運営改善計画を検討しており、職員の数百人規模での人員削減等が俎上にのせられるなどしているため、行内での反発も強まっている模様である<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> 国庫納付金の意味。

<sup>7</sup> Financial Times 紙記事 “Bundesbank staff balk at consultants’ overhaul plan”（2023年9月

(図表 15) 独連邦銀行のバランス・シート項目の内訳

資産		負債・資本	
金	201.3	銀行券	920.7
現金	90.9	信用機関に対する負債	1,109.9
金融調節 (リファイナンス・オペほか)	72.3	(うち 当座預金)	(53.0)
TARGET	1,093.4	(うち 預金ファシリティ)	(1,056.8)
ユーロ建て証券	1,009.1	政府預金および	219.9
金融資産	10.3	非居住者に対する負債	
その他	38.8	引当金	11.2
		再評価勘定	197.1
		その他	57.1
		利益剰余金	—
資産合計	2,516.0	負債・資本合計	2,516.0

(資料) Deutsche Bundesbank, *Balance Sheet of the Deutsche Bundesbank as at 31 December 2023*, February 23, 2024, Sabine Mauderer, Statement at the press conference presenting the Annual Report 2023, Frankfurt am Main, February 23, 2024 (Mauderer 理事による決算発表記者会見資料) を基に日本総合研究所作成。

## (5) オランダの対応

ドイツ同様、ユーロ圏の健全財政国の一つであるオランダにおいては、財務大臣と中央銀行側の協議や、議会（国民）への説明を含めて、これまで様々な対応がなされてきた。

中央銀行であるオランダ銀行（DNB）においてはかねてより、ECB が引き締め局面に入った後の財務悪化を懸念し、PSPP が開始された 2015 年以降、国債の買い入れに伴って膨張する金利リスクをカバーするための引当金の積み立てを継続し、2021 年末時点では 280 億ユーロに達していた。

同国においては、DNB の株主の代表でもある財務大臣と DNB 総裁との間で定期的に、DNB の資本政策をめぐる合意がなされている。2022 年 7 月には、財務大臣が下院議員あてに公開書簡を發出し、極端な場合には DNB の株主からの増資が必要になる点が指摘されていた。これに対して 2022 年 9 月にはクノット DNB 総裁から財務大臣へ公開書簡<sup>8</sup>が發出され、近年中に DNB が債務超過に陥る可能性があること、ユーロシステムとしてのルールに従い、債務超過状態を長引かせることはできないことが説明されている。そのうえでクノット総裁は、「債務超過は数年間続く可能性がある。超過幅が最大となるのは 2023 年と 24 年で、その後は超過幅は縮小する見込みである。2023 年に開始される次回の資本政策のレビューに、この点を反映させてほしい」と財務大臣に要請している。

そして 2023 年 12 月、財務大臣と DNB 総裁との間で資本政策について新たな合意が結ばれている。その内容は、いかにして DNB のバッファー（資本、準備金、金利リスク引当金）を構築するかについて、各年における利益や損失を、資本、準備金、金融リスク引当金にいかにかに配分するか、また配当の配分も取り決めるもので、オランダとしては国による DNB への資本増強は実施せず、DNB が将来得ると見込まれる利益を用いる形で、時間をかけてバッファーを再構築する、という

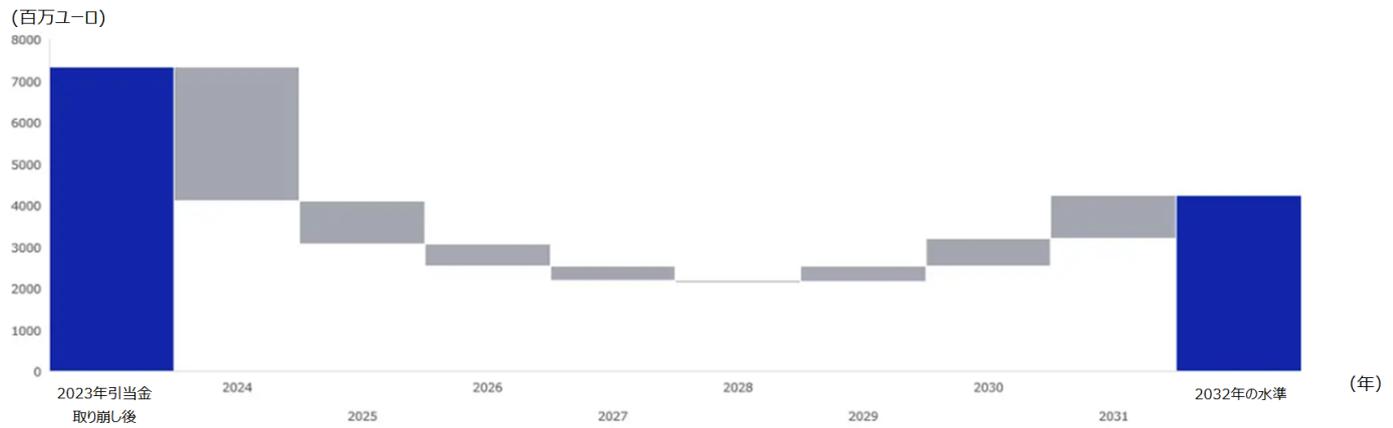
26 日付) による。

<sup>8</sup> Klaus Knot, “Letter Regarding DNB’s capital position”, *Letter addressed to Ms Sigrid Kaag, the Minister of Finance of the Netherlands*, De Nederlandsche Bank, September 9, 2022.

ものであった。ゆえに、DNB が将来バッファーを十分に回復した局面に至って初めて、DNB は国庫納付金を再開できることとなった。

そして DNB は 2024 年 2 月 23 日、2023 年決算を公表したが、同行も例にもれず、35 億ユーロという記録的な赤字を計上する結果となった。うち 23 億ユーロは金融リスク引当金を取り崩し、同引当金は枯渇したため、残りの 11 億ユーロ強の損失は、資本金と準備金に食い込む形となった。ただし、先行きの財務見通しに関しては、2023 年末時点の見通しよりは、その後の経済情勢等の変化を映じて改善し、バッファー（引当金+資本金+準備金）は枯渇せずに済む見通しとなっている（図表 16）、と DNB は明らかにしている。

（図表 16）DNB のバッファー（自己資本）の今後の見通し



（資料）De Nederlandsche Bank, “DNB records negative result of €3.5 billion in 2023”, *DNBULLETIN*, February 23, 2024, Figure 1を基に日本総合研究所作成。  
（原資料）DNB.

## （6）ECB の対応

今次利上げ局面でのユーロシステムの財務悪化に関しては ECB としても懸念している模様である。

その一つの証左として、PSPP や PEPP といった資産買い入れプログラム以外の、ターゲット長期リファイナンス・オペ（TLTRO）に関する ECB の政策変更を指摘する声がかかる。

これは、2020 年以降、ECB が民間銀行に対して、市中への貸し出しについて一定の成長率を達成すれば、補助金付きの金利で実施していた資金供給オペレーションであり、これらの 3 年物オペの総残高は 2 兆ユーロで、ユーロ圏 GDP の 20% に迫っていた（前掲図表 3）。

ところがコロナ危機後、ユーロ圏でも高インフレ局面へと急転換し、ユーロ圏全体の統一消費者物価指数の前年比が一時は 10% を超過するほどに高まっていた状況下で（前掲図表 2）、民間銀行側からすれば、名目成長率が高まる下で TLTRO の条件である市中貸し出しの伸びは何の苦もなく達成できることになり、このオペで得た資金をユーロシステムに預ければ、高率の預金ファシリティ金利による付利が得られる状況になった。これは、裏を返せば、ユーロシステム側にとってはオペレーションの継続によって損失がかさむことを意味する。要するにユーロシステムは、PSPP や PEPP という国債買い入れプログラム以外にも、金利の急上昇が自らの財務上の損失拡大に直結す

る、別のオペレーションを抱えているのである。

ECBは利上げ局面入り後の2022年10月、TLTROから生じるこうした損失を根絶するため、TLTROの残高に対して民間銀行に徴求する金利を引き上げると公表した。これは、TLTROの当初の約定にはなかったもので、既存の契約を一方的に相手方に不利益を及ぼす形で変更するのは、現代の資本主義経済国においては国を問わず、民事法上は信義則違反に該当し、容認されないのが通常であろう。にもかかわらず、こうした政策変更を行ったECBに対しては、「前例のない形で信義を破るものであり、合法的とはいえない」、「主要中央銀行の一つが法的な、そして評判上のリスクを望んでとったということは、金利リスクを無視するという過去の政策上の選択の結果から逃れるために、いかに自暴自棄になっているのかを示すものである」<sup>9</sup>との批判が出ている。

コロナ危機後の局面で、短期金融市場の余剰資金があふれかえるなか、中央銀行の側に財務運営面で重い付利負担が発生するだけでなく、実務上の市場金利の引き上げ誘導にも様々な困難が予想される。実際、アメリカではコロナ危機到来前の2019年夏に、正常化目的での資産縮小を進める過程で、連邦準備制度には多額の超過準備が預けられ、短期金融市場には巨額の余剰資金がなお存在するなかで、短期市場金利が急騰する事態を招いたことがある<sup>10</sup>。ECBとしても、こうした事態に備えるべく、去る2024年3月13日の政策委員会で、「**金融政策を実行するオペレーションの枠組みの変更**」が決定され、公表された。

その内容は、今後、ECBとして金融政策を実行する5原則として、①効果的であること (effectiveness)、②頑健であること (robustness)、③柔軟であること (flexibility)、④効率的であること (efficiency)、⑤開放市場経済 (open market economy) を掲げ、短期金融市場金利の円滑な誘導を図るため、2024年9月18日より、政策金利のコリドーの幅を一部縮小することが決定された。具体的には、ECBの3本の政策金利のうち、真ん中に位置するメイン・リファイナンス・オペ金利と、一番下の預金ファシリティ金利との間の幅を25bpから15bpに縮小する。その目的は、短期金融市場のボラティリティを低下させるべく、銀行が市場から資金を借りやすくすることにある、とECBはしている。一番上に位置する政策金利である限界貸出ファシリティ金利とメイン・リファイナンス・オペ金利との間の格差は25bpのまま据え置かれる。

注目されるのは、ECBがさらに、本決定、および本決定を具体的に説明する、決定翌日のシュナール理事のスピーチ<sup>11</sup>を通じて、自らのバランス・シートと金融調節オペレーションの中長期的な見通しを示している点である。そこでは、ECBとして、民間市場参加者の金利見通しを前提に、かなりのペースで自らのバランス・シートを縮小していくという見通しが示されている(図表17)。そのうえで、政策委員会としては、ユーロシステムのバランス・シートがひとたび、レガシー債券保有を考慮しつつ、持続可能なペースで再び増加し始めたところで、「**新たな構造的長期リファイナンス・オペレーション**」と「**構造的な債券ポートフォリオ**」を導入する、としている(図表18)。“財政優越”をいかに回避するか、という本稿のテーマとの関連では、この“レガシー・ポートフォリオ”の中身、ユーロシステムが買い入れたまま保有する国債の国別の内訳がどのようになるのかが注目されるが、今回の発表ではそうした点は一切明らかにはされていない。

<sup>9</sup> Daniel Gros and Farzaneh Shamsfakhr, “The Real Fiscal Cost of Central Bank Bond Buying”, CEPS Explainer, 2022-04, Centre for European Policy Studies, p4 の記述 (訳は筆者)。

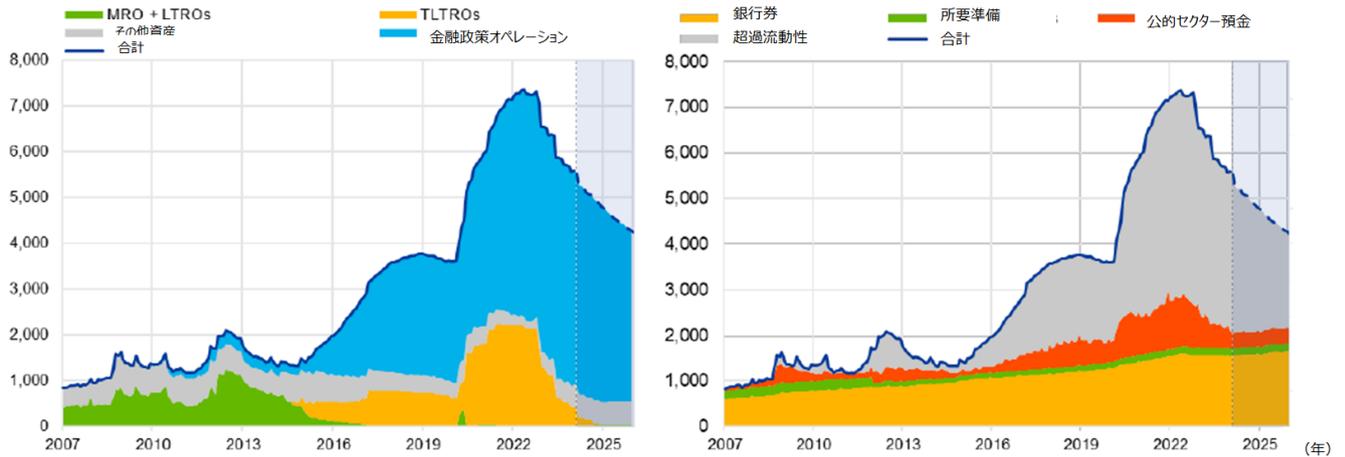
<sup>10</sup> 当時の状況の詳細は拙論「Fedの調節困難が映し出すもの」『円債投資ガイド』時事通信、2020年1月29日 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/other/pdf/11535.pdf>) 参照。

<sup>11</sup> 脚注4に同じ。



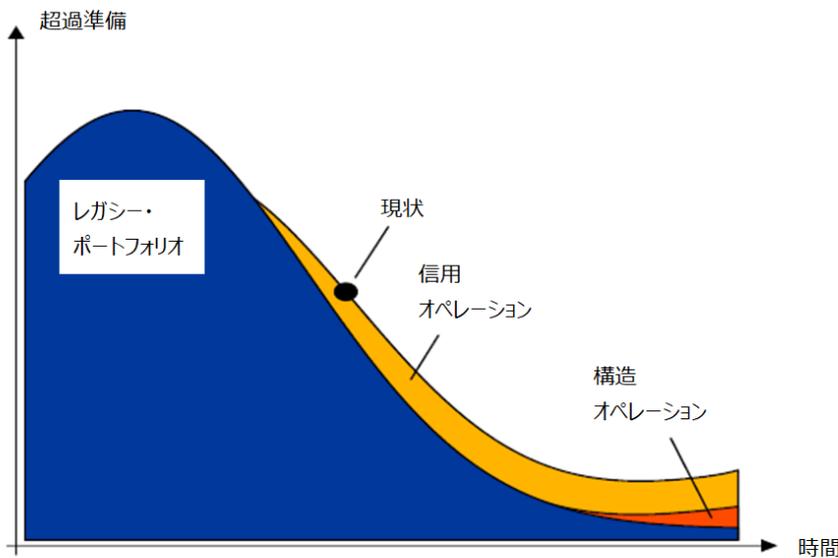
また、ECBは今回の発表において、預金準備率は1%のままで据え置くことも明らかにした。本章第3節で先述のように、欧州議会議員らからの、民間銀行の“棚ぼた利益”に対応するための預金準備率の引き上げを求める公開書簡が政策委員会メンバーに送付されているものの、ECBとしてはそれに対して“ゼロ回答”だったことになる。ただし、ECBがTLTROsに関して、先述のような“無理筋”ともいえる不利益変更を民間銀行側にすでに強いていることからすれば、それ以上の不利益を民間銀行側にもたらずことにもなり得る預金準備率の引き上げには、現時点ではECBとして、とても踏み切る決断はできなかった、ということなのかもしれない。

(図表 17) ユーロシステムの資産・負債のECBによる見通し



(資料) Isabel Schnabel, “The Eurosystem’s operational framework”, *Speech at the Money Market Contact Group meeting*, March 14, 2024, Slides, p2を基に日本総研研究所作成。  
(原資料注) 主な前提は次の通り。金融政策ポートフォリオの将来的なパス、およびMRO（メイン・リファイナンス・オペ）および3カ月物LTRO（長期リファイナンス・オペ）への参加は、最新のSMAサーベイにおいて報告された分析の期待の中位値に基づく。銀行券の予測はECBの内部モデルに基づく。

(図表 18) レガシー・ポートフォリオのイメージ（考え方）



(資料) Isabel Schnabel, “The Eurosystem’s operational framework”, *Speech at the Money Market Contact Group meeting*, March 14, 2024, Slides, p14を基に日本総研研究所作成。  
(原資料) ECB.

## 6. 日銀とわが国への示唆

わが国においては、日銀が去る 2024 年 3 月 19 日、マイナス金利政策の解除をはじめ、黒田前総裁時代から続けてきた、「量的・質的金融緩和」における一連の非伝統的な手段による政策運営をすべて終了させることを決定した。従前の政策の副作用も広く指摘されているなかで、ETF や J-REIT の買い入れも含め、すべて終了させるとの決定がなされたことは評価できるが、なお、重大な懸念が残っている。本稿のテーマでもある**“財政優越”を回避するための対応に、全くと言ってよいほど手が付けられていない**のである。

今後、わが国においては、本稿で述べてきたユーロ圏よりもはるかに深刻な形で、①「財政優越」状態に陥らずに済むか（むしろ、すでに事実上そうした状態にある現状から脱却できるか）、②日銀の財務悪化局面を首尾よく乗り切れるか、という問題に直面することになる。

わが国の場合、財政事情は債務残高や財政赤字幅の規模の面のみならず、国の所要資金調達額の規模の側面も含めて、ユーロ圏各国などよりはるかに悪いのが現実である（前掲図表 1）。また、仮に日銀が足許のバランス・シートの状態で利上げを継続していった場合の付利コストとその規模を試算すると（前掲図表 13）、短期金利を 2% に引き上げ誘導するだけで、ドイツ連銀が 3.5% に引き上げ誘導していた時点で被っていた付利コストの規模を大きく上回ることになる。国債買い入れ等で膨張した日銀の資産規模が、ドイツ連銀、ひいてはユーロシステム全体の規模を大きく上回っているゆえである。

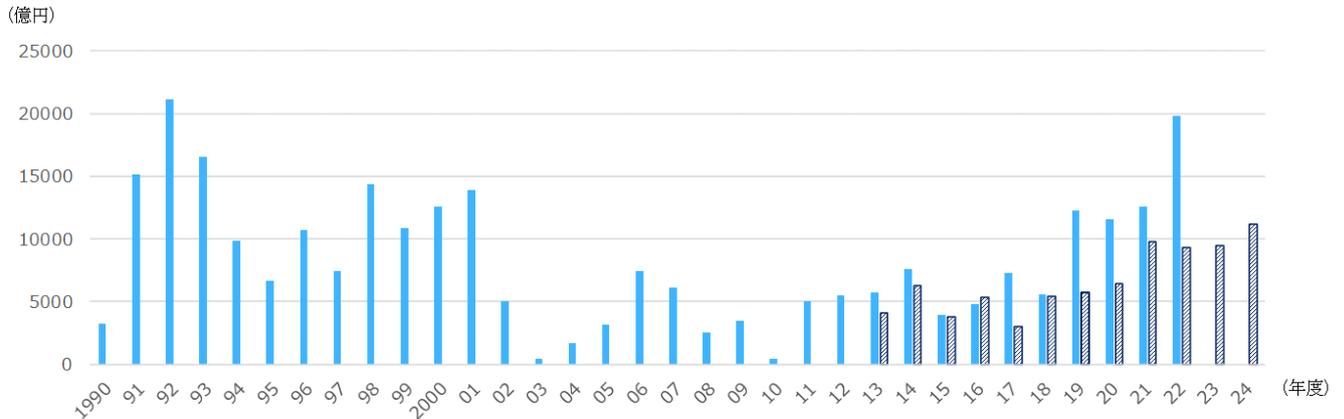
今後のわが国を取り巻く経済・金融情勢の展開を考えれば、現下のような“平時”が永続的に続くと考えるのはあまりにも楽観的に過ぎるであろう。過去を振り返れば、世界的な経済・金融危機が発生する頻度は近年高まりつつあり、ほぼ 10 年に一度のサイクルで何らかの形を変えた危機に見舞われている。わが国の場合は自然災害の問題もある。すでに大規模な自然災害にたびたび見舞われているほか、今後についても首都直下地震や南海トラフ地震の発生が一定の確率で想定されている。近い将来、そうした事態に直面した際、わが国の財政運営や日銀の金融政策運営が現状のまま、それに十分に対応できるとは到底考えられない。プラス金利の世界に回帰したもとの、政府が大規模な財政出動を再び行わざるを得なくなったとき、日銀がその国債を買い入れて支えようとするれば、日銀の財務は大幅な悪化を余儀なくされることになる。これでは、わが国の財政運営全体や通貨円に対する信認を維持することは難しくなるであろう。だからこそ、日銀の今回の決定を受けても外国為替市場での円安基調に歯止めがかからないのではないか。

そうした手詰まりのような事態を招かぬよう、ECB をはじめとする主要中央銀行は、金融引き締めに向けたタイミングでみな、自らの資産縮小に向けた計画を構築し、すみやかに実行に移している。来るべき次なる危機に備え、平時のうちに、金融政策運営の余力を回復させておく必要がある、との彼らに共通する判断がその背景にある。

ところが日銀は、今回の利上げ局面への転換に際しても、そうした対応を一切とっていない。「イールドカーブ・コントロール政策」を終了させるとしつつも、資産縮小の計画を立てるところか、従前の月当たり 6 兆円のペースで国債の買い入れを継続する、としている。また、財務運営の面でも、先行きの財務悪化がこれだけ確実に見込まれるにもかかわらず、巨額の国庫納付金を安易に一般会計に納付する状態が継続されている（図表 19）。ドイツ連邦銀行やオランダ銀行のように、あらかじめ引当金を可能な限り積み増すような財務運営に踏み出す様子もなく、現実には、日銀の国

庫納付金の当初予算対比での上振れ分が、決算剰余金を生み出す大きな要素と化し、今後の防衛財源の一部に転用される方向にある。

(図表 19) 日銀の一般会計納付金の推移



(資料) 財務省『一般会計歳出歳入決算』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。  
(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年度は当初予算政府案ベース。

政府の財政運営も然りだ。現在国会で審議中の 2024 年度当初予算の規模は、前年度よりわずか 2 兆円少ないだけの 112 兆円で、2025 年度の基礎的財政収支の黒字化達成のめども立っていない。これでは、わが国が今後も安定的に財政・経済運営を継続できるかは、到底覚束ない。

これまで長年にわたり、“事実上の財政ファイナンス” 状態を継続してきたわが国としては、ユーロ圏や ECB 以上に事態の深刻さを認識したうえで、“財政優越” 状態から脱却する道筋を確立していくことが、今後も安定的な経済運営を続けていくうえで不可欠な、喫緊の課題であると言えよう。

以 上