

2024年12月20日
No.2024-017

量的緩和と中央銀行の財務悪化が 国家の財政運営に及ぼす影響 — 英予算責任庁の分析とわが国への示唆 —

調査部 主席研究員 河村小百合

《要 点》

- ◆ 海外では、コロナ危機直後から急激な金融引き締め策を講じてきた影響で、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。イギリスには、独立財政機関である予算責任庁（OBR）が、中央銀行の財務悪化というこの問題を繰り返しとり上げ、イングランド銀行（BOE）の足許の財務状況という観点にとどまらず、国家の財政運営全体に対する長期的な影響という、より幅広い観点からの分析も行い、その結果を明らかにしている。
- ◆ 同国では BOE が量的緩和（QE）に着手した当初から、正常化局面におけるリスク管理の在り方について、政府（財務省）とともに予め検討して必要な枠組みを構築し、日銀よりはるかに抑制的な QE を実施してきた。現在、BOE は計画的な正常化（量的引き締め=QT）に着手と取り組んでおり、2022年3月の着手以来、すでに資産の15%を縮減している。
- ◆ BOE が QE を実施してきた資産買い入れファシリティ（APF）からは、利益を計上していた2022年10月までの間、財務省に累積で1,239億ポンド（約23.5兆円相当）の国庫納付が行われてきた。ところがその後、APFは赤字に転じ、現在では財務省から APF に対して損失補填が実施されている。OBR の最新の分析によれば、こうした APF のライフタイム（通期）・コストは実に1,157億ポンド（約22兆円相当）に達すると見込まれている。
- ◆ また OBR は、政府と BOE を合わせた統合政府ベースでのリスク分析も行っており、大規模な QE 実施後には、統合ベースの負債の満期が極端に短期化された結果、金利リスクが増大したと警鐘を鳴らしている。
- ◆ 一方、わが国では、金融政策の正常化や財政再建への取り組みは遅れており、統合政府ベースでは負債の満期が極端な短期化状態に陥り、極めて大きな金利リスクを抱えている。不測の事態を回避するためには、金融政策の正常化に日銀、政府が足並みを揃え取り組むとともに、本腰を入れた財政再建に一刻も早く着手して、毎年度の国債発行額を減額していくことが求められる。

《目次》

1. はじめに

2. イングランド銀行の金融政策運営の経緯

- (1) 当初から中央銀行の財務悪化を見越した対応の枠組み
- (2) 正常化オペレーションの進展状況

3. 予算責任庁による中央銀行財務問題および財政運営全体のリスク分析

- (1) 独立財政機関としての予算責任庁の設立の経緯
- (2) 予算責任庁がイングランド銀行の財務問題に着目する理由
- (3) 資産買い入れファシリティ（APF）のライフタイム（通期）・コストの分析
- (4) 政府・中央銀行統合ベースでのリスク分析

4. わが国の課題

- (1) 正常化に対して消極姿勢を続ける日銀
- (2) 日銀と国の一般会計との関係が抱える課題
- (3) わが国の国債管理政策・財政運営が直面する課題

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

海外主要国においては、高インフレ局面がようやく一服しつつある一方、コロナ危機直後から急激な金融引き締め策を講じてきた影響で、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。イギリスにおいては、独立財政機関である予算責任庁（OBR: Office for Budget Responsibility）が、国の経済・財政見通しを示す定期的な報告書のなかで、中央銀行の財務悪化というこの問題を取り上げ、イングランド銀行（BOE: Bank of England）の足許の財務状況という観点にとどまらず、国家の財政運営全体に対する長期的な影響という、より幅広い観点からの分析も行い、その結果を明らかにしている。

コロナ危機下において異例の形で展開された金融政策および財政政策運営によって、いかなるリスクを中央銀行と政府が抱えることになったのか。危機後の金融政策運営の正常化と財政健全化の達成に向けて、いかなる政策運営が求められるのか。わが国においては、財政運営の平時への回帰が未だに不徹底であり、かつ、金融政策の正常化への取り組みも他の主要中央銀行に比較すれば大幅に後れをとっているなか、OBRの分析を参考に、わが国が今後とるべき政策運営の方向性を考えたい。

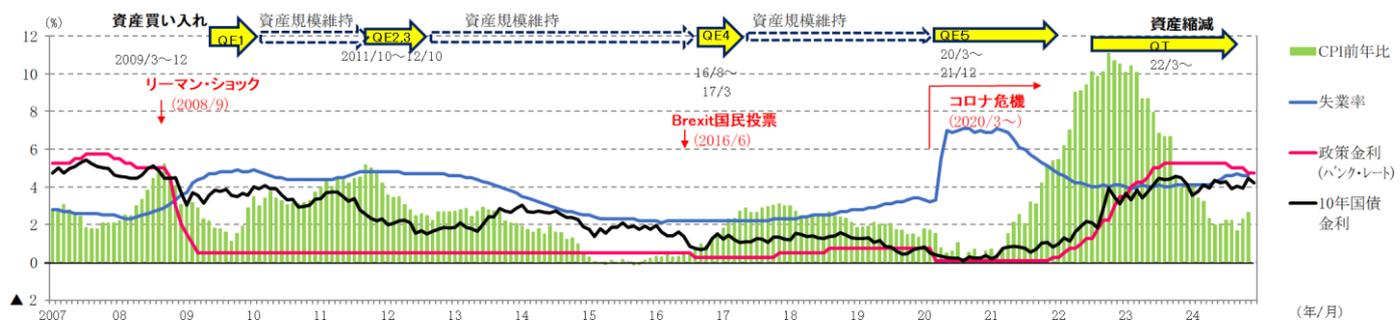
2. イングランド銀行の金融政策運営の経緯

(1) 当初から中央銀行の財務悪化を見越した対応の枠組み

イギリス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BOEは、米連邦準備制度（Fed: The Federal Reserve System）に続く形で、社債のほか英国債（ギルト債）を大量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）。黒田東彦前総裁就任後から植田和男総裁の就任後約1年間が経過するまで、実に11年間もの長期間にわたり、「物価目標2%を達成するまで粘り強く」として、漫然と国債買い入れを続けてきた日銀のような金融政策運営は決して行われることはなかった。

（図表1）イングランド銀行の金融政策運営とイギリスの雇用・物価指標等の推移



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

それでも BOE の資産規模 (対名目 GDP 比) はピーク時には約 48% (2021 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 世紀の第二次世界大戦後の局面での資産規模を大きく上回るという、前例のない高い水準である。こうした事態に直面し、BOE のみならず英国内全体としても深刻な危機感が共有され、BOE は現在に至るまで計画的な正常化、すなわち量的引き締め (QT: Quantitative Tightening) に着々と取り組んでいる。

その BOE が、2009 年 3 月に初めて QE のオペレーションを開始した時点で、イギリスにおいては、当時他国にはみられなかった、特筆すべき枠組みが整えられていた¹。QE 着手のこの時点において、いずれ来たる危機脱却後の局面では中央銀行の財務が大幅に悪化することを見越し、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に、以下のような枠組みが、政府側 (財務省) とともに整えられていたのである。

- ① BOE 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「資産買い入れファシリティ」(APF: Asset Purchase Facility) 上で実施する。
- ② APF に損失が発生した場合は政府側がその損失を補填する。
- ③ APF 内での英国債等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 (2013 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濫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。合わせて 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²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 Excel 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、等の対応を行ってきた³。こうした当局の取り組みを映じ、イギリスにおいてはかねてより、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に、わが国よりもはるかに広く浸透していたように見受けられる。

なお、イギリスにおいては、この QE に着手した 2009 年当時は労働党政権、その後保守党政権となり、2024 年 10 月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

¹ BOE のこれまでの金融政策運営の経緯の詳細に関しては拙論『コロナ危機後の量的引き締め (QT) 局面におけるイングランド銀行の金融政策運営—透明なリスク管理の枠組みと政府との連携—』JRI レビュー、Vol. 5, No. 100, 2022 年 5 月 20 日参照。

² Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013.

³ スプレッド・シートは少なくとも 2023 年春頃までは BOE のホームページに掲載されていたものの、現在ではすでに古いものになったとの理由で同行のホームページからは削除されている

(<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2013/q1/the-profile-of-cash-between-the-apf-and-hmt>、2024 年 12 月 18 日アクセス)。



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きた。

(2) 正常化オペレーションの進展状況

BOEは2024年8月に公表した『金融政策報告』⁴で、QTの進捗に関する年次評価結果を明らかにしている。そのなかでBOEはまず、QTは将来、必要が生じたときにBOEがQEを使えるように、その余地を生み出すために実施するものであること、また、同行の金融政策委員会（MPC: monetary Policy Committee）が、QT実施に際しては以下のような鍵となる3原則を設定していることを再確認している。

- ① 金融政策のスタンスを調整する際のアクティブな政策手段としてはバンク・レートを用いる。
- ② （引用者注：資産の）売却は、金融市場の機能をかく乱することのないよう、市況が適切な状態にあるときに限って実施する。
- ③ その達成のため、売却は一定の期間にわたり、相対的に漸進的かつ予見可能な方法（in a relatively gradual and predictable manner）で実施する。

MPCは2022年2月に、ギルト債の再投資を停止し、社債の売却を開始した。さらに2022年9月には、APFにおける保有資産を2022年10月～2023年9月の期間においては800億ポンド縮減すると決定し、2023年9月には、2023年10月～2024年9月の期間においては1,000億ポンド縮減すると決定した。満期到来時に再投資を停止する（いわゆる“満期落ち”）ではMPCの残高縮減ターゲットに不足するため、ギルト債および社債の市場での売却も実施された（図表2）。その結果、APFの残高は2024年9月末には6,580億ポンドにまで減少する⁵ことが本報告で明らかにされている。

なお、BOEのスタッフの分析によれば、QTのギルト債金利への影響は、ターム・プレミアムの推計結果からみる限りでは控えめ（modest）であり、QTのオペレーションは、市場機能にはほとんど影響していない。こうした所見は、他の実証研究や他の中央銀行の分析とほぼ首尾一貫するものであり、QTの実体経済への影響もまた小さいと判断される。

このように、QTが段階的なペースで実施されているゆえ、その経済的なインパクトも限定的なものにとどまっていることを鑑みれば、QTが及ぼす影響は、バンク・レートを小幅で調整すればそれで相殺され得る程度のものにとどまっている。

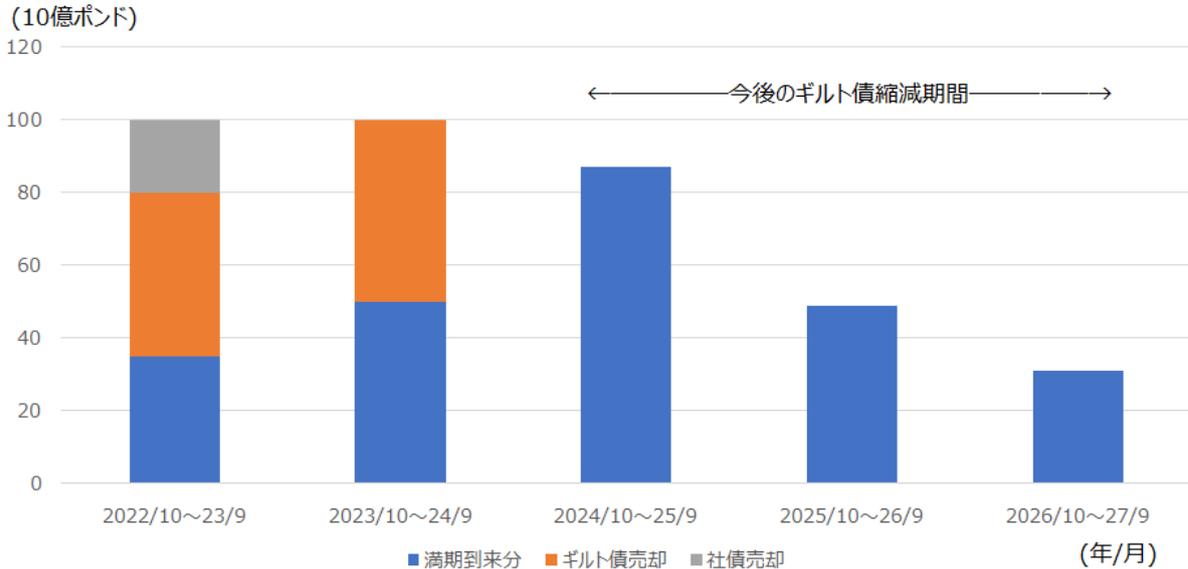
2024年8月時点におけるこのようなQTの進捗評価を受け、BOEは続く2024年9月のMPCにおいて、同年10月～2025年9月期におけるQTの実施額も、前年度同様の1,000億ポンドとすることを決定した。

資産縮減の手法として、他の主要中央銀行は軒並み、“満期落ち”のみを採用し実施している。つその背景には、市場金利が買い入れ時よりも上昇する（＝債券価格は下落する）なかで国債を満期到来前に売却すれば、中央銀行として売却損を被らざるを得ず、財務状況の一段の悪化につながる

⁴ Bank of England, *Monetary Policy Report*, Monetary Policy Committee, August 2024.

⁵ ちなみに、コロナ危機後のAPF残高のピークは約8,950億ポンド（2021年末）であり、2024年9月末にはピーク時対比ですでに3割弱（▲26.5%）もの資産規模が縮減されていることになる。

(図表 2) APF の縮減開始後の満期到来分と売却分の推移、
 および今後のギルト債残高削減期間における満期到来分
 (2024年8月のBOE, *Monetary Policy Report*)



(資料) Bank of England, *Monetary Policy Report*, August 2024, Chart B, p27を基に日本総合研究所作成。

事態は回避したいとの考えがある。イギリスにおいてはかねてより、政府の債務管理政策の運営上、調達コストの抑制よりも確実な安定調達を優先させる志向が強く、長期債や超長期債の発行割合が高いなか、BOEとしてもこれまでに買い入れてきた英国債の大半もこれらの長期・超長期国債であるという事情があった。そのためBOEの場合、資産縮減の手法を“満期落ち”のみに頼っているのは極めて長い年月を要することになってしまうため、資産縮減の手法として“満期落ち”のみならず満期到来前の中途売却 (active sales) も併用している点は、他の主要中央銀行との比較上特筆に値する。ちなみに、実際のQTの内訳実績をみると(前掲図表2)、前2年度においてはいずれも、中途売却による資産縮減が全体の半分以上を占めている点に驚かされる。Fedや欧州中央銀行(ECB)といった他の主要中央銀行ですら、売却損が嵩むことを懸念して踏み切れずにいる国債等の中途売却を、これだけの規模で実施できている背景には、BOEの当局者らが、「市場における価格形成に中央銀行は本来関与すべきではなく、危機が過ぎれば中央銀行はすみやかに手を引くべきである」、「中央銀行自身の財務悪化を回避するためにも、中央銀行としての資産縮減を積極的に進める必要がある」との強い信念を有している様子が窺われる。もっとも、現下の年度(2024年10月~2025年9月)においては、“満期落ち”が増えることから、中途売却が占める割合は前2年度よりは低下することが見込まれる。

3. 予算責任庁による中央銀行財務問題および財政運営全体のリスク分析

(1) 独立財政機関としての予算責任庁の設立の経緯

イギリスにおいては2010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OBRが設置された。当時は保守党のキャメロン政権の時代であった。

先行きの財政運営の計画を立てるうえでの基盤となる経済・財政の見通し等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、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、イギリスのみならず欧州等を含む世界各国で、独立財政機関を設立する動きが広がっている。そのミッションは、国による若干の違いはあるものの、総じて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ことである。

イギリスにおいては、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うえでの重要な礎の役割を果たしている機関として高く評価されている。

(2) 予算責任庁がイングランド銀行の財務問題に着目する理由

イギリスにおいてもコロナ危機後に高インフレに直面し、BOEが金融引き締め局面に入ったことを受け、OBRは経済・財政見通しの定期的な報告書⁶等のなかで、このBOE（APF）の財務悪化問題を繰り返しとり上げてきた。それは、この問題がそれだけイギリス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。ちなみにOBRは、同国の物価が上昇基調に転じたとようやく認識され始めた時期の2021年7月（前掲図表1）、早くもその報告書⁷において、「APFの財政インパクト」に関する検討結果を明らかにしている。当時はBOEとしても今次局面におけるQTの実施手法を、Fed等の他の主要中央銀行に先立ち、ちょうど検討し始めていたという、いわば早期の局面であった。

OBRは、その後最近の報告書に至るまで、この問題を繰り返しとり上げるなかで、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QT着手後は赤字に転落するからくりを説明したうえで、バンク・レートとギルト債金利が2022年後半に史上最低水準から上昇して以来（図表3）、APFは利益を生む存在から損失を生む存在になった、としている。

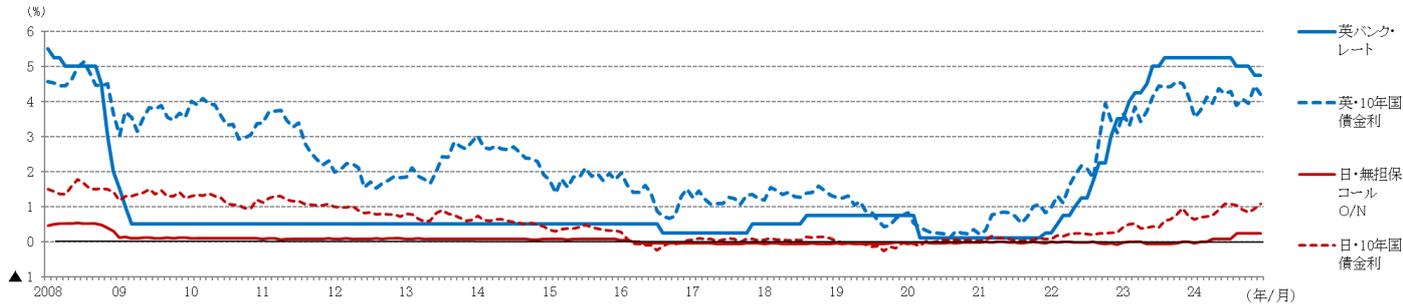
実際、2013年1月から2022年10月までの間、**1,239億ポンド**（1ポンド=190円で換算すれば**23兆5,410億円相当**）の利益がAPFから財務省に移転されたが、それ以降は逆に、2009年に財務省とBOEとの間で交わされていた損失補償の取り極めに基づき、APFが被った損失をカバー

⁶ 最新版は *Economic and fiscal outlook*, October 2024 および *Fiscal risks and sustainability*, September 2024.

⁷ OBR, *Fiscal risks report*, July 2021 のなかの “Box 4.5: The fiscal impact of the Asset Purchase Facility”。



(図表3) BOEの政策金利(バンク・レート)とイギリスの長期金利(10年国債金利)の推移
およびわが国との比較



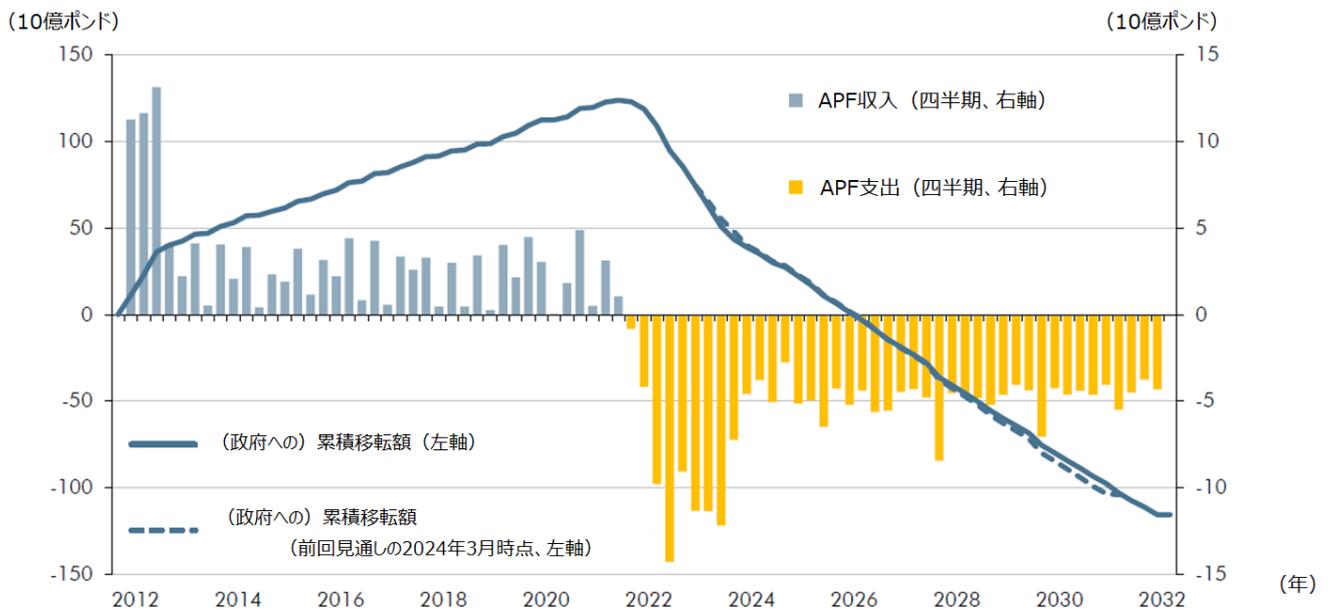
(資料)Refinitiv Workspaceのデータを基に日本総合研究所作成。

するために相当な金額が財務省から移転される事態となっている(各年度の移転額は図表4の棒グラフ)。なお、BOEの場合、先述のように、QTの手法として、国債の満期到来を待って再投資を停止する“満期落ち”ばかりでなく、他の中銀にはみ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。

(図表4) 英算責任庁(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



(資料) Office for Budget Responsibility, “Economic and Fiscal Outlook”, October 2024, Chart 6.6 (p142)を基に日本総合研究所作成。

(3)資産買い入れファシリティ（APF）のライフタイム（通期）・コストの分析

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 4 の折れ線）、その最新の推計値は **1,157 億ポンド（同 21 兆 9,830 億円相当）のネット損失**となっている⁸。ちなみに OBR がこの試算を行うに際しては、BOE が MPC で決定した QT の実施方針に従う形で、QT の今後の実施ペースに関する前提を設定している（図表 5）。なお、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の振れが極めて大きいため、OBR は金利上振れ・下振れ両方向でのサブ・シナリオのもとでのライフタイム・コストも示している。

ちなみに 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様々な時点において、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。

（図表 5）APF の年ごとの資産縮減（runoff）の前提（予算責任庁の見通し）

（10億ポンド）

	OBRの見通し（10月～9月の年度ベース）					
	2024-25	2025-26	2026-27	2027-28	2028-29	2029-30
APF内で保有するギルト債残高計（年初）	658.0	558.0	460.9	382.4	305.3	221.7
APF内で保有するギルト債の縮減額合計（注）	100.0	97.1	78.5	77.1	83.5	71.9
うち						
能動的な売却（active sales）	12.8	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
満期償還（redemptions）	87.2	49.1	30.5	29.1	35.5	23.9

（資料）Office for Budget Responsibility, "Economic and Fiscal Outlook", October 2024, Table 6.3 (p141)を基に日本総合研究所作成。
 （原資料）OBR.

（注）APFで保有されているギルト債の年ごとの縮減額の前提は、取得原価ベース。

(4)政府・中央銀行統合ベースでのリスク分析

さらに 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 上で買い入れるオペレーションを、政府と中央銀行を統合したバランス・シートとしてとらえれば、BOE が負債サイドで抱える中央銀行当座預金が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、これは**統合政府全体としてみれば、巨額の変動利付負債を抱えていること**に相当する。

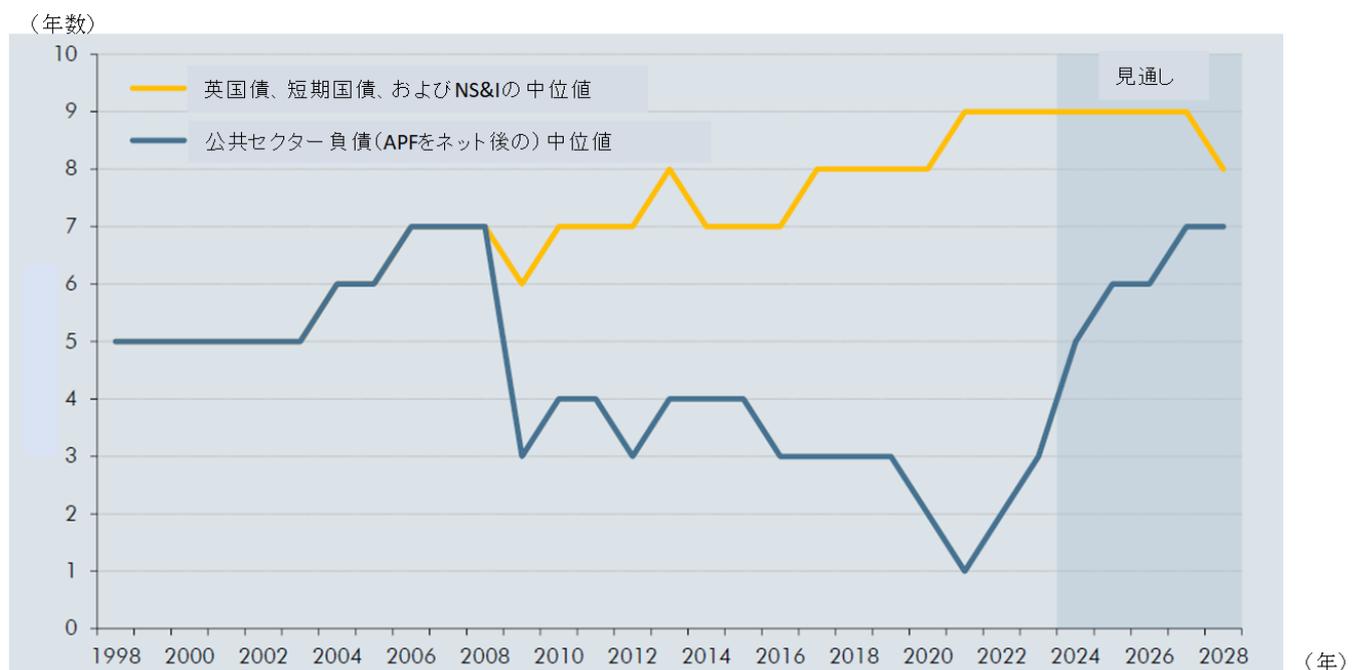
OBR はこれまで公表してきた報告書においてこの点を説明したうえで、統合政府全体が抱える先行きの金利リスクの大きさを把握すべく、統合政府の負債の満期の中位値を算出し、その先行きの見通しも合わせて示している（図表 6）。OBR の分析によれば、コロナ危機後の BOE が QE を実施したことを受けて、統合政府ベースの負債の満期の中位値は 2021 年に 1 年にまで短期化した。しかしながらその後、BOE は QT に着手し、国債の保有額を着々と落としており、そうした短期化

⁸ *Economic and fiscal outlook*, October 2024 による。



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% 落としたことによって、統合政府ベースの負債の満期の中央値は、2023 年には 3 年に延びている。OBR としてはこの先、2028 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⁹、それが実現すれば、統合政府ベースの負債の満期中位値は 7 年に達すると見込んでいる。これは QE の実施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ことになる。もっとも 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さみ、財政再建を進めるうえ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。

(図表 6) 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



(資料) 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。

4. わが国の課題

イギリスにおいてはこのように、リーマン・ショック以降、コロナ危機をはさんで大規模に展開された BOE による QE の実施に関して、BOE のみならず政府や独立財政機関である OBR も関与する形で、責任ある思慮深い政策運営が展開されている。同国では BOE が QE に着手した当初から、いずれ来たる正常化局面におけるリスク管理の在り方について、政府（財務省）とともに検討して必要な枠組みを構築していた。そのもとでコロナ危機後に実際に正常化を進める過程においては、OBR が、BOE と政府を合わせた統合ベースでのリスク分析も実施して公表していることが、ややもすれば“市場金利の急騰を招きかねない”として回避されたり敬遠されたりしかねない正常化の取り組みに対する世論の理解を醸成する土壌となっていることは間違いなからう。

⁹ 2024 年 3 月時点における仮定。

（１）正常化に対して消極姿勢を続ける日銀

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や取り組みをみると、金融政策運営の正常化や財政再建、言い換えれば財政運営の安定的な継続を確実にするための取り組みには、消極的で後ろ向きであると言わざるを得ない。

日銀は去る 2024 年 3 月にマイナス金利政策をようやく解除したものの、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では、“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大量買い入れ等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おり、日銀の姿勢の特殊性が際立つ形となった。

その日銀も円安トレンドに押される形で、2024 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り、2026 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 7）。日銀の資産規模は名目 GDP 比で 123.4%（2024 年第 3 四半期）と、他の主要中銀対比で群を抜いて大きいにもかかわらず、である。また日銀は、他の主要中銀のように、残高ベースで資産縮小を図る計画を立てておらず、“国債買い入れ額” というフロー・ベースの数字の減額を示すのみである。これでは、BOE をはじめとする他の主要中央銀行の感覚からは、植田総裁の言う“普通の金融政策”とは到底言えないと受け止められよう。

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未だに、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 2023 年 12 月に公表した「中央銀行の財務と金融政策運営」においても、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¹⁰。また日銀は、去る 12 月 19 日に公表した『金融政策の多角的レビュー』においても、中央銀行の財務が悪化した場合の一般論について言及するのみで¹¹、日銀自身の今後の財務の見通しを示すことはなかった。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¹²。BOE にとどまらず、単一通貨を導入している

¹⁰ ちなみに、2023 年 12 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資料でも、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等の研究者による、過去の時点における日銀の財務運営の 3 つの見通しを表の形で並べて掲載するのみであった。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もあるにもかかわらず、である。

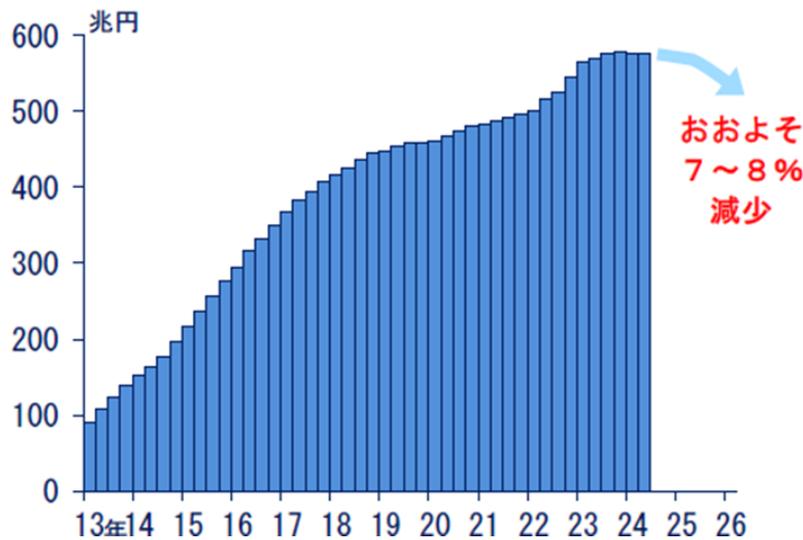
¹¹ 日本銀行『金融政策の多角的レビュー』（2024 年 12 月 19 日）の pp62~63 における記述は以下の通り。

「また、バランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策手段は、その引き締め局面で、中央銀行の財務に影響を及ぼしうる。この点、管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。そうした前提のもとで、中央銀行は、やや長い目でみれば、通常、収益が確保できる仕組みとなっているほか、自身で支払決済手段を提供することができる。したがって、一時的に赤字または債務超過となっても、政策運営能力に支障を生じない。ただし、いくら赤字や債務超過になっても問題ないということではない。中央銀行の財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。」

¹² 2024 年 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

という特殊事情のあ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といって市場が混乱して不測の事態を招いた例は存在しない。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なる、という市場の信認を得ることなのではないのか。

(図表7) 日銀が示す保有国債残高減少の見通し



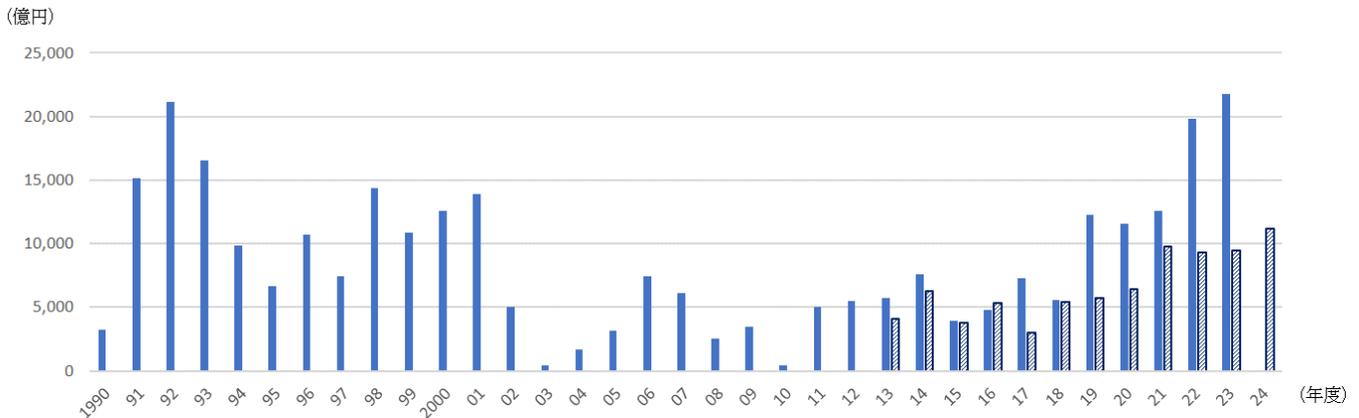
(資料) 日本銀行『(参考)2024年7月金融政策決定会合での決定内容』2024年7月31日。

(2) 日銀と国の一般会計との関係が抱える課題

政府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8)。とくに近年は、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ろう。日銀の運用資産の加重平均利回りは2024年9月末時点で0.33%にとどまる。日銀は去る12月18日~19日に開催された金融政策決定会合においては、追加利上げの実施を見送ったものの、市場では、すでに0.25%にまで引き上げられている政策金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)の追加利上げが近いのではないかと取り沙汰されており、“逆ざや”への転落は目前に迫っている。また、日銀が巨額の株式ETFを保有しているということは、株式市場の価格形成をゆがめているのに他にないことも勘案すれば、赤字転落の回避はいつまでもETFの運用益頼みとして、ETFを長期間保有し続ける、というわけにもいかないだろう。日銀に自らの財務運営の見通しを、複数の金利シナリオのもとでしっかりと策定・公表し、そのうえで、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、政府と足並みを揃えて国全体として検討しなければならない局面であると言えよう。

赤字に陥るリスクを指摘されたうえで、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。

(図表8) 日銀の一般会計納付金の推移



(資料) 財務省『一般会計歳出入決算』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年度は当初予算ベース。

(3)わが国の国債管理政策・財政運営が直面する課題

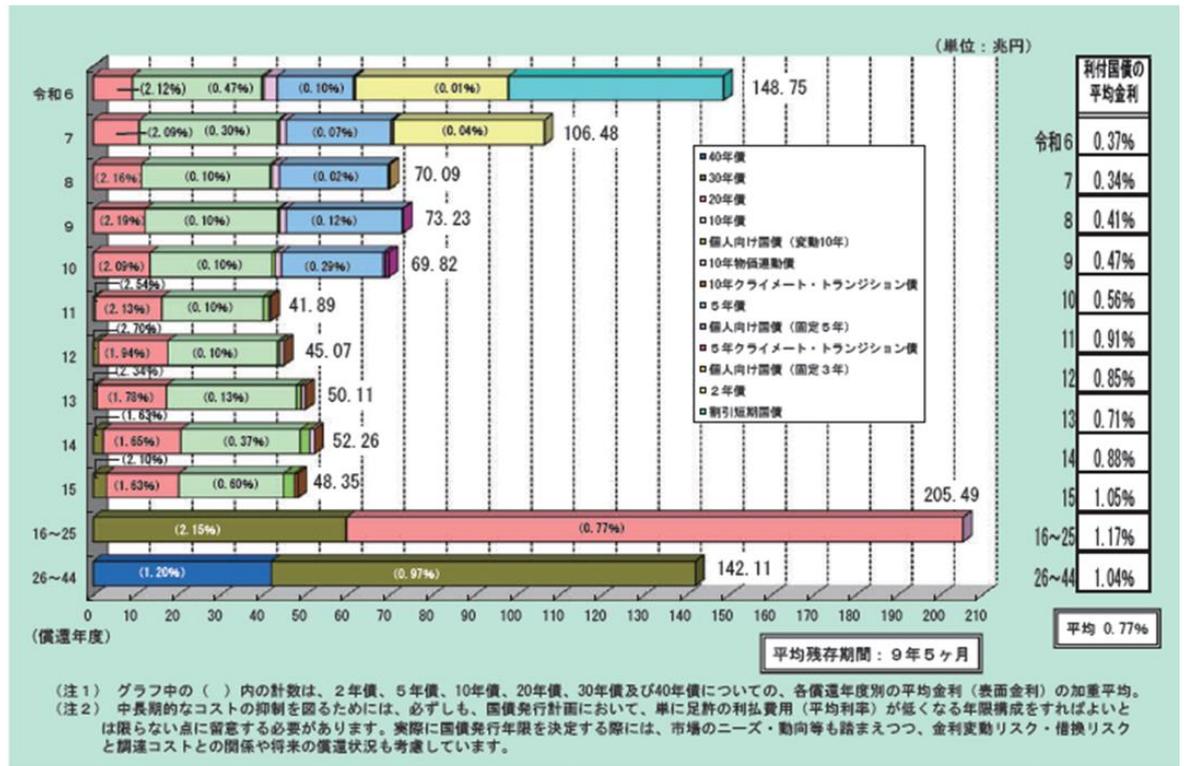
他方、わが国の財務省からは去る6月、国債の発行年限を短期化する方針が打ち出されている。これは、イギリスが採っている財政運営・国債管理政策とは真逆の方向だ。加えて財務省は、2026年度にも変動利付債を発行する方針であるとも報じられている¹³。国債の発行年限の短期化や変動利付債の発行は、かつてのイタリア、アルゼンチンといった重債務国が、財政破綻の可能性が目前に迫るなかで採らざるを得なくなった常套手段でもある。

財務省理財局は、わが国の普通国債の発行残高の平均残存期間が9年5カ月であると明らかにしている(図表9)。ここで、英OBRが実施している統合政府ベースでのリスク分析にならって考えてみよう。財務省主計局が公表している国の財務書類の最新データ(2023年3月末<令和5年度末>時点)を基に、わが国の統合ベースのバランス・シートがどうなるのかを考えると(図表10)、普通国債(その大半は建設国債と特例国債<=赤字国債>)の残高は1,027兆円¹⁴であるうち、日銀が581.7兆円を保有していた。日銀はこれに見合う形で、バランス・シートの負債サイドでは549兆円の当座預金を受け入れていた。これは、統合政府ベースで見れば、わが国が発行した普通国債の残高の過半が、オーバーナイトというもっとも短い期間の変動金利が付された統合政府の負債に置き換わっていることを意味する。国と日銀を合算した統合政府ベースで考えれば、わが国は先行きの金利変動の影響を極めて強く受けやすい脆弱な構造にすでに陥っていることがみてとれよう。

¹³ 2024年12月12日付日本経済新聞朝刊記事(「変動利付国債26年度にも発行 財務省」)。

¹⁴ 財務省『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』による。

(図表9) 普通国債の償還年度別残高及び各償還年度の利付国債の平均金利
(2023年度末、財務省理財局公表)



(出所) 財務省理財局『債務管理レポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』、2024年7月、p159。

わが国の財政運営は、日銀の国債買い入れに安住できる局面ではもはやなく、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とは明らかである。金融政策の正常化にも財政再建にも積極的に取り組もうとしない、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”の形で重い負担を否応なく負わされることになる。そうした事態を回避するためには、イギリスの例を参考にしつつ金融政策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ほかはない。その道筋を早急に立て、断行することが、今まさに求められている。

(図表 10) わが国の政府・中央銀行統合ベースでのバランス・シートの考え方

【国】

資産合計 740.7兆円 負債合計 1,442.7兆円

資産	負債	
現金・預金 53.8兆円	政府短期証券 87.7兆円	
有価証券 125.6兆円	公債 1,143.9兆円 うち 建設国債 297.5兆円 特別国債 708.9兆円	
貸付金 125.1兆円		
運用寄託金 114.7兆円		
有形固定資産 194.6兆円 うち 公共用財産 157.5兆円 国有財産 33.1兆円 物品等 4.0兆円		
出資金 97.6兆円		
その他 29.3兆円		
資産・負債差額 ▲702.0兆円		借入金 33.8兆円
		預託金 11.6兆円
		公的年金預り金 123.0兆円
		その他 42.7兆円

【日本銀行】

総資産＝負債・資本合計＝723兆円

資産	負債
国債 581.7兆円	短期国債 4.0兆円
	長期国債 576.2兆円
貸付金(共通担保才 べ) 94.4兆円	発行銀行券 122兆円
その他 58.7兆円	当座預金 549兆円
	その他 63.8兆円

(資料)財務省主計局『令和4年度「国の財務書類」のポイント』2024年3月、p21、日本銀行『営業毎旬報告(令和5年3月31日現在)』2023年4月7日を基に日本総合研究所作成。

以上