

量的緩和の解除と財政との摩擦

企画調整室 客員調査員 後藤 康雄
(三菱総合研究所 主任研究員)

1. はじめに

政府、日銀の「協調」が掲げられて久しい。バブルが崩壊し、強いデフレ圧力がかかる下で、政府と日銀の政策目標は同じ方向を向いていた。政府・日銀の総力をあげて取り組まなくては解決できない大きな問題であるデフレ脱却と日本経済の浮揚に向け、「協調」が双方の立場にかなっていたといえる。しかし、経済情勢が改善し、日本経済が次第に「平時」モードに戻り始めると、本来異なる政府と日銀の立場の違いが再び表面化する可能性が強まってきている。

経済・金融に多大な影響を及ぼす日本銀行の政策は、常に金融市場の関心の的である。90年代末以降を振り返っても、ゼロ金利政策、量的緩和政策等々、日銀の政策は多くの論議を呼んできた。最近の市場の関心は、「量的緩和政策」の解除の時期と方法である。やり方次第では、長期金利の急騰など市場に大きな動揺を与えかねず、市場が多大な関心を寄せるのは十分理解できる。しかし、経済・金融面の動きに影響を受けるのは民間部門だけではない。今や最大の債務負担部門となっている政府は、金融政策の影響をもっとも大きく受ける部門といえる。本稿では日銀の金融政策と財政の関わりについて、いくつかの視点から考察していくこととする。

2. 量的緩和政策を振り返って

まず、注目を集める量的緩和政策について振り返っておこう。量的緩和政策とは、2001年3月から導入された、金利ではなく量的な指標を金融政策の運営目標とする政策である。この量的な指標として現在、日銀当座預金残高が用いられている。当初5兆円程度だった残高目標は、2005年7月末現在、30~35兆円にまで引き上げられている。量的緩和政策に期待されていた効果と実際の効果については、各種メディアなどでも多く取り上げられているが、ここで簡単に整理しておく以下の通りである。まず期待された効果は、量的緩和政策を通じたハイパワードマネーの供給により、マネーサプライが増加し、物価の下落が止まり、景気が浮揚する、というものであった。確かに、のハイパワードマネーの増加は実現したが、そこから先の ~ への明確な波及

はみられなかったと評価される。世界の金融政策の歴史上初めての壮大な実験は、お世辞にも成功とはいえなかった。しかし、それではまったくの失敗で、なんの効果もなかったかということそうではない。日本経済の大きな重石であった金融システム問題を封じ込めた効果は、大方の関係者が認めるところである。また、量的緩和政策の下では、短期金利（特に無担保コールレート・オーバーナイト物）は否応なくゼロパーセントに抑え込まれてしまうが、それが長期金利にも一定の影響を及ぼし、長期金利を低位に安定させた効果もあったと思われる。これがひいては、企業の資金調達コストの軽減などを通じて、景気に対する一定の下支え効果を生んだ可能性はある。

3．進む国債の買い入れ

量的緩和政策自体は、市場に資金を“じゃぶじゃぶ”に供給する政策のことであり、その資金供給手段は本来別の次元の問題である。現行の制度ではいくつかの手段があるが、いずれを用いるかはその時々の日銀の裁量である。例えば、同じ5千億円の資金供給を行うのに、手形買入オペ¹を使ってもレポオペ（国債買入オペ）²を使っても本質的な違いは無い。しかし、日銀が別枠で扱う手段がひとつある。長期国債の買い切りオペである。長期国債買い切りの位置づけは、もともと曖昧であった。他のオペレーションが日々の資金需給の調節の手段とされていたのに対し、長期国債買い入れは、「成長資金の供給」という位置づけとされていた。

しかし量的緩和政策の過程において、長期国債の買い入れ額は引き上げられ、当初月額4千億円だったのが、1.2兆円にまで増加している。日銀は歯止めとして、長期国債の保有額を日銀券発行残高の範囲内とする自主ルールを設けているが、法的な拘束力を持つものでもなく、またその歯止めの意味合いに明確なロジックがあるわけでもない。歯止めとしての抑止力を疑問視する見方は多い。繰り返しになるが、量的緩和と国債購入は別物であるが、量的緩和の過程で国債買い入れの増額という手段をとったことにより、現実には両者が密接な関係を持つに至っている。

なぜ日銀は長期国債の買い入れを別扱いし、今なお歯止めを設けているのか。それにもかかわらずなぜ、量的緩和の過程で買い入れを増額したのか。長期国

¹ 手形買入オペとは、金融機関以外で十分な信用力を有する者が振出した手形や国債等の有価証券を担保に、オペ対象先が振出した為替手形を日銀が買い入れることによって資金を供給することを指す。

² レポオペ（国債買入オペ）とは、日銀が利付国債を借り入れ、借り入れ相手に担保金を差し入れることによって資金を供給することを指す。

債を別扱いしているのは、それが政府の財政赤字のファイナンスに直結するからである。財政法は日銀の国債引受を禁じているが、これは政府が発行した国債をそのまま日銀が引き受けることを禁止しているに過ぎない。いったん市場で消化された国債を、市場から日銀が購入することは可能である。しかし、これを無制限に行えば、限りなく直接引受に近いものとなる。日銀が、長期国債買い入れを、他の資金供給手段と一線を画して区別する所以である。それではなぜ、日銀は量的緩和の過程で、長期国債の買い入れを増額したのか。これはやむにやまれなかった面が強いと思われる。量的緩和とは、市場が本来必要としている資金以上にお金を供給することであり、徐々にその限界が露呈していった。せっかく資金供給しようとしても、マーケットがオペレーションに入札してこなくなったのである。いわゆる「札割れ」のおそれである。2005年入り後はそれなりに存在が是認されてきた「札割れ」だが、量的緩和の初期の段階ではなかなか許される状況にはなかった。比較的マーケットとして応札しやすかった長期国債買い入れオペに依存せざるを得なかった面がある。

4．対政府取引に敏感な日銀

株式購入など、「禁じ手」ともいえる施策を次々と講じてきた日銀だが、長期国債の買い入れについては、一貫して慎重なスタンスで臨んできた。2005年入り後に「札割れ」が頻発して、当座預金残高目標を一時的に割り込みそうになっても、長期国債買い入れの増額による対応は基本的に選択肢の中に入れられてこなかった。

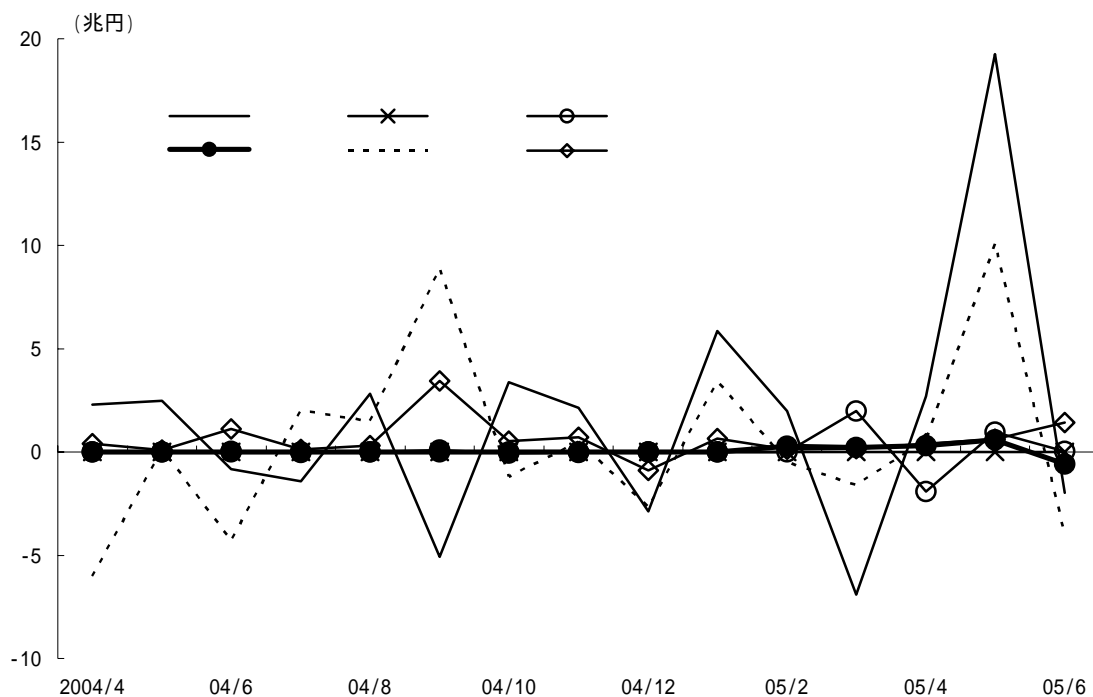
むしろ、なし崩し的に国債購入額が増えないようにとの意思表示にもみえる、各種の情報公開を積極的に進めている。例えば、2004年4月分から政府との間の国債売買などを含む、「対政府取引」についての細かい統計の公表を開始するなど、国債売買をめぐるデータのディスクロズに余念がない。ここで参考までに、日銀が公表をはじめた「対政府取引」の概要について簡単にみておこう。政府との取引を、国債整理基金、財政融資資金に分け、それぞれに対する政府短期証券、短期国債、長期国債の売買額が示されている。例えば、最近の動向をみると、国債整理基金や財政融資資金に対して、長期国債の売り現先³を中心に、余資運用などの資金計画にきめ細かく応えている姿がうかがえる(図表1)。こうした情報開示は、政府との資金のやり取りに関する透明性の向上に資すると思われる。

³ 買戻し条件付きの債券売却は「売り現先」と呼ばれる。

長期国債をめぐって日銀は常に敏感であるが、実際、日銀のバランスシートは、国債を中心に急膨張している。2001年3月末時点では48兆円程度だった長期国債は、2005年3月末時点で約92兆円とほぼ倍増している。これは、すべての国債の15%程度に相当する。

そして、ややテクニカルになるが、見逃せないのが「政府短期証券（FB）」の存在である。政府短期証券とは、一時的な国庫の資金繰りなどのために発行される、償還1年以内の融通証券である。しかし、国が発行する債務証券という意味では、国債以外なものでもない。従来から日銀は、FBを用いたオペを通常のオペレーションとして位置づけていた。しかし、既に日銀が保有するFBは7兆円を超えている。短期で償還を迎えるとはいえ、借り換え（ロールオーバー）を続け、日銀の保有額が減らなければ、根雪のように日銀信用として政府の資金調達支援される形となる。日銀もその点には注意を払っているようだが、FBは国債の抜け穴となるだけではないリスクをはらんでいることについては、後ほどやや詳しく述べる。

図表1 日本銀行の対政府取引（残高月中増減額）



(注) 対国債整理基金 長期国債売現先、 対国債整理基金 FB 買入、 対国債整理基金 FB 売却、
対国債整理基金 短期国債売却、 対財政融資資金 長期国債売現先、 短期国債借換引受計。

(出所) 日本銀行「日本銀行の対政府取引」より作成

5．量的緩和の解除と想像される「摩擦」

本来、量的緩和政策と政府への日銀信用の供与は別物だが、現実にはこれらが同時並行的に進んできたため、量的緩和を解除する際にはなんらかの「摩擦」が生じかねない。現実には、量的緩和政策の解除の時期は近づいていると思われる。市場関係者の間では、「2006 年度後半頃」という見方が多いようだが、実際の時期はともかく、日本経済が最悪期を脱し、デフレ圧力が弱まりつつある状況下、いつまでも量的緩和を続ける状況では無くなっている。

その際には、これまで「協調」関係を謳ってきた政府、特に財政との「摩擦」が一気に表面化する公算が大きい。この「摩擦」にはいくつかのルートが考えられる。以下、その代表的なものを挙げてみよう。

まず国債の買い入れ額をめぐる「摩擦」である。現在は、日銀がコンスタントに長期国債を月額 1.2 兆円買い入れていることが、市場の国債需給を引き締めている面がある。もし量的緩和の解除に伴い、長期国債の買い入れが減額されるようなことになれば、国債需給が緩み、長期金利急騰の引き金を引く可能性もある。

第 2 の「摩擦」は、量的緩和の解除により金利が上昇し、これが政府の利払い費を押し上げる可能性である。量的緩和が解除されれば、短期金利がプラスの値をとるようになる。これが金利の裁定を通じて長期金利の上昇にもつながる可能性が高い。国債買い入れの減額が長期金利を上昇させかねないと先述したが、そうした直接的な需給を通じたものではなく、金利裁定を通じたルートが第 2 の「摩擦」の種である。短期、長期を問わず、もし金利が本格的に上昇し始めると、政府の利払い負担が一気に増加し、まさに利払い費が利払い費を生む雪だるま式の悪循環に陥る可能性も考えられる。もちろん、金利が上昇するときには経済情勢も改善しており、税収の増加もある程度は期待できるが、長期金利はマーケットが決めるものであり、实体经济の改善よりも早く、大幅に上昇してしまうかもしれない。

ここで問題となるのが政府短期証券（FB）の存在である。長期国債以上に、FB は金利上昇の影響に直撃される。長期国債は、残高自体は多額にのぼっても、満期が長い（例えば 10 年など）ので、もし金利が上昇しても、それにより即座に影響を受けるのは満期が到来する一部の国債（を借り替える部分）に過ぎない。既に発行され、市場で流通している国債の金利は、発行主体である政府からみれば固定されている。一方、大方の FB の償還期限は 3 ヶ月であり、金利が上昇すれば 3 ヶ月後にはほぼすべての FB の金利が、（借り換えを経て）上昇していることになる。

政府（財務省）は、「金利が1%上昇したら国債費は1.2兆円程度増加する」という試算を行っているが、これは一般会計分の国債のみを対象としたものであり、これにFBを加えると、試算では初年度に3.3兆円程度に増える可能性もある（図表2）。

図表2 金利の1%上昇による利払費への影響（試算）

（単位：兆円）

金利上昇の パターン	国債のカバレッジ		
	ケース1： 普通国債のみ	ケース2： ケース1 + 財投債	ケース3： ケース2 + FB
ケース1：量的緩和解除せず	0.86	1.04	1.05
ケース2：量的緩和を緩やかに解除	0.98	1.17	1.30
ケース3：量的緩和を急激に解除	1.70	2.00	3.26

（注）2004年度の公債残高を前提に、初年度の利払費の押し上げ額を試算。

（出所）三菱総合研究所による推計

第3の「摩擦」の可能性はさらに大きなルートとしての、インフレをめぐる軋轢である。今回の局面に限ることではないが、政府（財務省）は、税収の増加や実質的な利払い費の抑制などの観点から、インフレを志向するバイアスを本来持っている。特に昨今のように、抜き差しならない債務残高をかかえている状況下、デフレ脱却はもちろんのこと、やや高めのインフレを実現して財政赤字の解消を試みようとして期待したとしても、それほど不思議なことではない。

6. 日本経済の根幹に組み込まれた日銀

以上のように、量的緩和の解除に際しては、財政の論理と金融政策の論理が衝突する可能性がある。さらに、政府の他の施策との間でも様々な「摩擦」が生じかねない。バブル崩壊後、日銀の金融緩和は徐々に日本経済の根幹に、“当然のもの”として組み込まれてしまった可能性がある。その代表例が金融システムである。

池尾・後藤（2005）は、バブル崩壊を経た現在の金融システムを、「政府の、政府による、政府のための金融システム」と表現している。その根幹では日銀が重要な役割を果たしている。池尾・後藤の現状認識は、以下の通りである。

「政府の」という部分は、1990年代の銀行危機以降、金融システムに対する信認がもっぱら政府保証の提供によって維持されてきた状況を指している。次に「政府による」という部分は、金融仲介における公的チャネル（公的年金や中央銀行の活動を含む）の比重の高さという点を指している。「政府のための」と

いう部分は、最大の資金調達者が財政赤字を膨らませている政府自身である点を指している。こうした事態に至ったことを一概に咎めることはできない。バブル崩壊という危機に際しての、緊急避難的な色彩が強かったことに、大方の異論はなかろう。しかし、それを通じて金融システムの根幹に、イレギュラーな形で日銀が組み込まれてしまったのも事実である。上記の整理に沿っていえば、「政府の」という部分において日銀は、量的緩和政策によって金融システムの安定に多大な貢献をしてきた。「政府による」という部分についても、日銀自身がバランスシートを拡大させ、わが国の資金循環上、大きなプレゼンスをもって資金仲介機能を果たすに至っている。「政府のための」という点では、日銀はまさに国債買い入れを通じて政府のファイナンスを強力に支援している。

量的緩和の解除によって金融政策の「正常化」を図るということは、こうした構図から日銀が脱却することを意味する。これは、金融システム全体に多大な影響を及ぼすであろう。例えば、これまで表面上は平穏を保ってきた金融システムに動揺が生じる可能性もあり得る。それを機に、再び“貸し渋り”のような事態が発生し、企業の資金繰り難が生じるかもしれない。日銀は金融システム安定化のみを政策目標としているわけではないが、無視できない重要な考慮要因となる。

7. 量的緩和をどう解除していくべきか

様々な「摩擦」が想像される中、どのように量的緩和を解除していったらよいのだろうか。正攻法は、「各政策部局がそれぞれの本来の使命を果たす」ということに尽きる。すなわち、財政再建は財政当局、金融システムの安定化は金融庁によって解決され、日銀は物価動向をにらんで金融政策を運営する、ということになる。しかし、それぞれの政策課題の難しさが異なることなどから、機動的に運営できる金融政策にしわ寄せが及んでしまうのが過去のパターンであった。特に財政再建は、目に見える直接的な痛みを伴うため、なかなか容易ではない。歳出の削減、歳入の増加（増税）、いずれも手を付けにくい。一方の金融政策による解決は、「金利の低位安定」、「インフレの昂進」といった形で、広く静かに進むため直接的な痛みが見え難い。

それでは、金融政策にしわ寄せすることが得策かということ、長期的には何らかのしっぺ返しを食うということも歴史の教訓である。改めて確認するまでも無いが、当面の痛みを金融政策で和らげるか、長期的な中央銀行の信認を犠牲にするかという政策判断に帰着する。「財政事情が厳しいときにインフレを容認する中央銀行」というレッテルを一度貼られると、それを払拭するのには多大な

労力を要するであろう。

しかし現在の状況は、中央銀行の独立性の筋論を議論している余裕はないかもしれない。先述の通り、金利の上昇の仕方によっては、政府債務の利払い費が累増し、債務の返済が困難化する可能性も現実味を帯びつつある。発展途上国のように、いきなり債務を返済できなくなるというデフォルトに陥る可能性は低いたろうが、緩やかな返済条件の緩和ぐらいであれば、選択肢にのぼるかもしれない。しかし、これも広い意味では紛れもなくデフォルトの一種であり、いくら緩やかに進めたとしても、わが国の世界経済に占めるプレゼンスを考えれば、内外に大きな動揺を与える可能性が高い。量的緩和の解除とその後の政策運営をめぐっては、やや大げさに聞こえるかもしれないが、国家の信認と中央銀行の信認という究極の選択を迫られる可能性がある。財政再建が容易ならざる以上、そうした究極の選択を避けるためにも、早期に財政再建の道筋をつけておく必要がある。そして、そのための時間的猶予はもうほとんどない。

【参考文献】

池尾和人・後藤康雄「政府と金融システム」『フィナンシャル・レビュー第79号』、財務省財務政策総合研究所、近刊