

「異次元緩和の影で膨らむ財政リスク」

調査情報担当室

2017年7月12日、「異次元緩和の影で膨らむ財政リスク」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点のものである。また、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。

基調講演

河村 小百合 氏（株式会社日本総合研究所 調査部 上席主任研究員）

コーディネーター 兼 コメンテーター

神田 慶司 氏（株式会社大和総研 シニアエコノミスト、企画調整室客員調査員）

○神田氏（以下、敬称略） 本日は、金融政策や公共政策が専門の河村小百合様に、お話を伺いたいと思います。

ここ数年の金融政策等を振り返りますと、まず、2013年1月に2%の物価安定目標、いわゆるインフレターゲットが導入され、4月にはマネタリーベースを2年で2倍にするという「量的・質的金融緩和」が導入されました。市場関係者が驚くほどの規模であったこともあり、当初は円安・株高など金融市場を中心に前向きな動きが見られました。しかしながら、予想物価上昇率や賃金上昇率の動きは導入後も鈍く、追加緩和を余儀なくされ、2016年9月にはイールド・カーブ・コントロールを大きな柱とする「長短金利付き量的・質的金融緩和」が導入されました。ただ、足下でも物価の上昇はわずかであり、日銀が注目している「生鮮食品とエネルギーを除くCPI」は前年比でほぼ横ばいです。2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現するとして実施された異次元緩和ですが、4年以上経過した現在でも、物価安定目標の達成のめどが立っておりません。

こうした中、もはや金融政策だけではデフレ脱却は実現できない、やはり財政支出を拡大させる必要があるといった意見が強まっています。例えば、著名なノーベル経済学賞受賞者のシムズ教授やスティグリッツ教授、クルーグマン教授は、経済理論的な背景は異なるものの、デフレ脱却には財政が重要である

という考えで一致しています。消費税増税は延期すべきである、政府が無利子国債・永久国債を発行し、日銀の保有する国債を交換すべきであるといった意見も聞かれます。経済最優先でデフレ脱却を重視する安倍政権は財政政策に積極的な姿勢を示していますが、国債の利払い費が金融緩和によって抑えられることで、財政再建を進めるインセンティブが低下しています。

今回のテーマである異次元緩和の副作用というのは、やはりデフレ脱却後、出口に差し掛かったところで特に表れるのではないかと思います。金利が上昇すると財政運営が厳しくなりますので、大幅な歳出削減や増税、急激なインフレという形で国民負担を強いる、あるいはデフォルトという形で家計や企業の資産がなくなる恐れがあります。慢性的な財政赤字と異次元緩和を続けるほど、このような厳しい将来に直面するリスクは高まります。そこで今回は河村様に、異次元緩和の陰で膨らむ財政リスクについてお話を伺えればと思います。本日はよろしくお願いたします。

○河村 日本総研の河村です。よろしくお願いたします。こちらでは、以前も財政再建で話をさせていただいたり、調査会の参考人としてお呼びいただいたり、客員調査員も務めさせていただくなど、貴重な経験をさせていただきました。今日は、タイトルは「異次元緩和の陰で膨らむ財政リスク」ということで、話をしてまいりたいと思います。

今、お話がありましたが、第二次安倍政権の誕生、黒田日銀のスタートから、日銀ではこういう政策運営が続けられてきています。これからどういう結末を招くのか、金利が急上昇するとか財政がどうなるとか、いろいろな話がありますが、そういうところを中心に話をさせていただければと思います。いかに財政が悪化しても単にデフォルトという選択肢は採れないと思いますが、それに近い事例は、近年起こっております。そういったところも今日は紹介してまいりますので、ご一緒に議論させていただければと思います。

1. いま、我が国ではどのような政策運営が行われているのか (実態は“事実上の財政ファイナンス”)

今この国で行われている財政運営は、どういうことかということです。このところは国会でも財政ファイナンスなのではないかという質問はもうさすが出なくなってきたようですが、皆、そうだと思っています。当事者は一生懸命、否定していますが、果たしてどうかと。日銀が集計し開示したデータによると、日銀の国債保有のシェアは、2年債約57%、5年債6割超、10年債4

割となり、20年債、30年債、40年債でも、割合が上がってきています。また、加重平均で見た国債の残存年数が相当に長くなっています。これでは、財政法上の規定はクリアしている、直接引き受けているわけではないと言っても、事実上の財政ファイナンス状態だと思います。今後は、その結果が、副作用という言葉が一般的だと思いますが、もはや副作用などというレベルを超越した事態が起こるのではないかと考えています。

国債の保有シェアを見ると、外国人が持っているといっても、いつでも逃げられる短期国債が中心で、長期国債を買ってくれているわけではありません。

財政運営については、確かに、異次元緩和、アベノミクスの推進により税収は少し上がりましたが、財政状況改善の見通しが立っているかという点、そうではありません。

プライマリー・バランスや財政収支は少し良くなってきましたが、債務残高の山（GDP比）をどのように減らしていくかという点、一時期の議論のように経済成長率が上か金利が上かに左右されずに借金を減らしていく、少なくとも増えないようにして、プライマリー・バランス、財政収支を均衡に近づけていかなければならないのではないかと考えています。実際に外国の政策運営を見ると、どこもそういう運営をしています。ヨーロッパの国ではプライマリー・バランスの黒字は当たり前という感じで、結果的に、日本だけが、借金の積み上がりが甚だしい状況になっているということでもあります。

一方、肝心の物価の方はどうかです。最初は確かに大きく上がりました。為替も円安に一気に振れましたし、当時の補正予算の影響もあったかと思っています。その補正を組むことができたのも、異次元緩和で国債を買って、間接的に支援した部分がもちろんあったかと思っています。ところが、その効果は長続きするものではなく、足下は再び上昇率ゼロ近傍といった状況です。

（表面上の“平穩”の裏で議論される副作用としては…）

世間でよく言われてきたのは、市場流動性が低下している、国債の価格形成が歪められている、市場の見方が反映されていない、政府の財政規律が緩んでしまうといったことですが、「マイナス金利」導入後は、民間銀行の利ざやが圧迫される、保険や年金の資産運用が困難になる、機関投資家が大変な状況に追い込まれる、退職給付債務の企業の資金繰りも大変になるということが言われています。日銀は、2016年9月に総括というものを行い、こういう表面上の副作用に対する対応を少しは行ったようですが、最も大きな問題点に関しては完全に素通りしてしまいました。

最も恐ろしいことは、これほど低金利の国債をたくさん買い入れていってしまっただけで、今後、持続的に金融政策運営を続けていくことができないことです。中央銀行もバランス・シートを使って金融政策運営をしますが、場合によっては極めて重大な結末をもたらす可能性があるのではないかと思います。分かりやすく言うと、足下では国債の入札金利もマイナスになってきているので、民間の金融機関を経由した額面 100 円の国債を日銀が 110 円で買い入れたとすると、満期が来て償還されるのは 100 円ですから、日銀は 10 円損をします。そういう損がこれから大きく膨らんでくるということです。

また、この国では、金利はゼロ%、マイナス、あるいは低ければ低いほど良いという認識に染まっているところがあると思いますが、そういう状況が続けることができるかどうかです。日本は、自国だけの閉ざされた経済の中で生きているわけではなく、各国経済との間で、財やサービスの貿易、資金取引、国際金融取引等の取引を行いながら、自分たちの生業を立てています。外国で経済に活気が戻り、金融政策を正常化し、短期金利、長期金利が少しずつ上がってくるという時に、日本だけが、もちろん経済状況を見ながらですが、ゼロ金利、マイナス金利でいつまでも引っ張れるはずがないのです。後に説明しますが、金融緩和の出口局面では、今アメリカが行っているように、民間銀行が日銀に預けている当座預金に対する利子を上げていく以外に手はありません。その場合、日銀がバランス・シート上で見合いとして持っている国債は、極めて低金利のものばかりなので、あつという間に逆ざやになります。それが 1 年、2 年で、赤字もせいぜい数千億円くらいで済むのであれば、その後の収益で取り返すことにして会計上の手当てをすれば耐えられるかと思いますが、そんなものではないのです。例えば、毎年、8、9 兆円など赤字がどんどん膨らみ、累積していきます。60 兆円程度に達するのではないかという専門家の試算も出ています。イギリスのように財政運営上の余裕がある国であれば、一般会計から繰入金を出すようにして、中央銀行に補てんすることができると思いますが、日本では、そうはいきません。政権も日銀の当局者も、今の異常な低金利をいつまでも引っ張りたいのかもしれませんが、いよいよそれができなくなった時が正念場ではないかと思えます。

2. バランス・シート政策を採用した中央銀行が抱える課題

(バランス・シート政策の概観)

資産買入れのような中央銀行の異例の金融政策運営は、日本では 2000 年代に不良債権問題が起こった後から行っていますが、欧米ではリーマン・ショック

の後に採用するようになりました。これを、ここではバランス・シート政策と呼びます。あまり聞き慣れないかもしれませんが、ここ数年、E C Bなどがこういう政策の説明をするときに使うようになってきています。

これは、バランス・シートを大きく膨らませるような金融政策運営ということで、方法としては、二通りあると思います。一つ目が、日銀とかアメリカが行っているような大規模な資産買入れ、二番目は、有担保方式の資金供給。有担保方式の資金供給とは、金融調節のための通常のオペレーションの方法を少し変えて大規模に実施するというようなことです。この方法でバランス・シートを膨らませた中央銀行も結構ありました。

主要な中央銀行の資産規模の推移（名目G D P比）のグラフ（後出資料 16 頁（37 頁）参照）を見ると、スイス国立銀行と日銀だけが飛び抜けて増えていて、日銀は今年度の第一次四半期、G D P 比 90%を超えました。他の国では、2008 年のところで規模が大きく上がっています。ここでバランス・シート政策を使い出したということです。しかし、一方向で増えている国は余りないです。E C B、スウェーデンのリクスバンク、デンマーク国立銀行などは、資産規模を増やしてもすぐに落としてしています。スイスも規模が拡大していますが、グラフの推移を見ると、なかなか悩みながら行っていることが読み取れると思います。他方、日銀は、黒田総裁の着任後は、悩むことなどなく一本調子で拡大している感じです。

（米連邦準備制度（F e d）の金融政策運営）

F e d の政策運営としては、リーマン・ショックの後に大規模な資産買入れというものを行ってきました。これは、政策金利をほとんどゼロに近い 0.25% にまで持っていても、まだ危機の底割れが続いているため、苦肉の策で始めてみたというものです。

F e d のバランス・シートのうち、資産については、オペレーションの対価として国債を持っているので、大半は国債ですが、それに対し、負債の大部分は、銀行券と預金機関預金です。準備預金制度とは、民間銀行に対して、顧客から受け入れている預金に対して何%を中央銀行に義務的に預けなさいという制度で、日本にももちろんあって機能しています。準備預金を預けても通常は金利ゼロなので、アメリカでは、F e d の準備預金制度の対象になる預金から違う形の商品をどんどん作り出し、そちらに顧客から受け入れる預金を誘導して行ってしまいます。さはさりながら、民間銀行同士で決済をする時には、中央銀行にお互いが置いている口座で振り替えて決済しますので、要するに、お

互いの決済需要に見合った必要最低限のお金を置いているのが預金機関預金で、2007年末で114億ドル程度です。これが普通の中央銀行、普通のインターバンク市場の姿です。

ところが、危機の後、F e dも非常な勢いで債券を買っていきました。日本と違うのは、国債だけではなく、危機で底割れした証券化商品であるMBSなども大量に買っています。その見合いとして、負債サイドでは、発行銀行券ではなく預金機関預金が大きく増えました。預金機関預金には、その前とは違って、利息（超過準備付利）を付けられる制度が2008年の時点で導入されているので、わずかですが金利をこの当時は払っています（それを今、引き上げている段階です）。そういう形で、F e dが市場からMBSや国債などをたくさん買い取りますが、対価として渡されたお金を民間銀行がどうするかです。その全部が貸出に回るわけではなく、余ったお金を、少しでも金利を付けてくれるならF e dに置いておこうと預金機関預金に預けたので、その部分が大きく膨れ上がりました。

ところが、「危機対応が問題だ」と買っている時ならまだしも、今のアメリカのように、経済が徐々に良くなってきた状態で、金利を少し上げて調節しなければいけない時に、どうなるのかということです。このままでは、金利は上がりません。かつては、F e dや日銀が「今日から短期金利は〇%、オーバーナイトは△%」と決めて調節していましたが、今は、そういう規制金利の時代ではありませんので、金融調節をして市場金利を誘導しています。短期金融市場で取引が行われて金利が付く条件は、その中で必要最小限くらいの流動性があり、なおかつ、お金が足りている参加者と足りていない参加者の両方がいることです。ところが、MBSなどの大量買入れの結果、お金が足りていない参加者がいなくなってしまうました。市場参加者はお金が余っている人ばかりで、F e dに置いておけば少しだけ金利が付くので置いている、そういう状態です。F e dもいろいろと悩み、「国債を売ってしまっってはどうか」という話もありましたが、国債は金融商品なので、値段は変動します。売る時の景気が買った時より良くなっていれば、金利が上がりますが、債券の場合、金利と額面価格が逆の動きをするので値段が下がり、損を被ります。売却損が余りに多額になると、F e dの財務運営も支障を来しかねません。満期まで持つておいて、維持するならロールオーバー、そうでないなら満期落ちと、そういうことがもうすぐ始まると言われていますが、それまでの間は、この預金機関預金に付利をし、少しずつ上げていきつつ、かつてでは考えられないくらい大規模な資金吸収オペレーションも行って、昔ほど活発ではないにせよ、よどんだ沼のよう

なところにさざ波を起こして、取引を起こさせようとしているのが、今のアメリカの短期金融市場の姿だと思います。

F e dは、大規模な資産買入れを行っていた当初、2010年頃のバーナンキ議長から、「こういう金融政策運営は永続的に行うものではなく、必ず正常化させる」と、繰り返し言ってきました。その考えは、イエレン議長にも受け継がれ、正常化策を考えながら今に至っており、ここが日銀との大きな違いだと思います。黒田総裁が公の場で、今やっている金融政策運営をいずれ必ず正常化させるとおっしゃったことは、おそらく無いのではと思います。今のアメリカのようにお金が市場で余っている中で正常化策に舵を切ろうとすると、問題が一つあります。中央銀行に財務コストが掛かってしまうのです。中央銀行のバランス・シートの資産サイドに持っている財務省証券などは、金利が固定されています。これに対し、預金機関預金への付利は、最初0.25%だったのが、何回か上がってきています。もし、預金機関預金への付利が資産サイドの固定金利を逆転してしまったら、逆ざやになり、財務運営上問題なので、預金機関預金への付利は、いくらでも上げられるものではありません。事実上、資産サイドに持っている国債等の金利の加重平均くらいが、一つの目安になるかと思っています。これは、F e dも日銀も同じです。ただ、アメリカの場合は、国債に付いている金利は高く、2015年の時点での加重平均平均を計算すると3%台でしたから、日銀と比べると、まだ少しは余裕があるかと思っています。実は、F e dはそういうリスクがあるという説明を、どこまでならバランス・シートを膨らませても後戻りできるかという試算も含め、2013年頃から国民や議会に対して行っており、今、正常化の過程に入っているということです。

彼らがF e dの財務運営の悪化についてどう説明をしたかということ、2013年の試算ですが、F e dにとって比較的助かるような金利シナリオであれば、F e dの財務省への納付金 (Remittances to Treasury) がゼロになる期間が2～3年、その間のF e dの収益は赤字になるとしています。高金利シナリオになると、納付金ゼロになる期間が更に長くなり、収益面での悪化も深刻化します。アメリカでは、2013年の時点で、こういったリスクについて、国民や議会に対し、きちんとデータを出して説明をしています。その後も、試算のデータを一度だけ出したままではなく、毎年リバイスし、ニューヨーク連銀の報告書で見通しのアップデートを行っています。今年の4月時点における、これからどういう方向で資産規模を縮小していくのかという見通しによると、2018年から3年程度で1.5兆ドル程度と、かなりの額の縮小を予測しています。このように、アメリカでは以前から中央銀行がこうしたシナリオを示しているのですが、日

本の日銀では、こうした説明は、全くできていないのではないかと思います。

最近の動きとしては、2017年6月のFOMCで、資産規模縮小の方針を決定し、公表しました。ここでは、どのように資産規模の縮小に入るのかという方法について、財務省証券、エージェンシー債、MBSのそれぞれに分けて、月当たりの満期落ちの上限額を示しています。Fedも、なかなかしたたかです。Fedの資産は、今は横ばいで推移していますが、満期が来た債券を、10年債なら10年債にと、同じものにロールオーバーする際、残存期間が短いものを増やして行っています。これは、FOMCの指示だと思いますが、いざ満期落ちスタートとなった時、あっという間に資産規模を縮小できるよう、早く満期が到来するものに中身を入れ替えているということです。それぐらい、したたかなオペレーションが行われている。中央銀行には、これくらいしっかり政策運営をしてほしいものです。

なお、財務省証券とエージェンシー債については、満期が来たのを全て落としていったら、大変なことになります。財政黒字国で、満期が来たのをどんどん現金償還できるならよいのですが、日本もアメリカも、そういうことはありません。そのため、満期が来ると借換債を出してというのが相場なのですが、借換債を出さなければいけない時、Fedが「今度から借換債を買わないよ」と言い出すとどうなるか。その場合、市場がすんなりと引き受けられない限りは、市場金利が上がってきます。ですから、そういうことを承知の上で、最初は満期が来たのもののうち60億ドル、3カ月後には60億ドル上げて120億ドル、更に3カ月後には60億ドル上げて180億ドルというふうに満期落ちのペースを引き上げていき（財務省証券は最大300億ドル、MBSは最大200億ドルまで）、何事もなければ3年くらいで元の、通常の金融調節ができるバランス・シートに戻すという、そういう計画のようです。Fedの場合、具体的な数字が出てきたのは最近ですが、こういう方法で進めることは昔から丁寧に説明してきましたから、国民も市場関係者も議会も、誰もがよく分かっています。金利上昇から、別に誰も逃げていないし、恐れてもいません。

（欧州中央銀行（ECB）の金融政策運営）

バランス・シート政策とは、中央銀行がバランス・シートを大きく膨らませる政策ですが、ECBはリーマン・ショックの直後、これに対して極めてネガティブでした。大西洋の向こう側ではFedが、ドーバー海峡の反対側ではイギリス中央銀行であるBOEが、国債やMBSなどをどんどん買い始めたわけですが、ECBは、そういうことはしませんでした。その理由として、「アメリ

カは資本市場中心の国なので、債券を買って資本市場の金利を下げれば、それなりに影響があつて、家計にもプラスになるという意味もあるけれども、ヨーロッパは違うだろう。銀行システムが金融の中心になっているところで、そういう資産買い入れを行って、果たして金融政策がうまく伝わるかどうか」ということを言っています。同じことは日本についても言えると思います。あと、もう一つ、ECBは、こういう固定金利が付いた債券を大量に買い込むと簡単に売れず、売る時に損が出ると、今ここで、これまで述べてきたことを言っています。

ECBは、リーマン・ショックの後に、2009年からギリシャがおかしくなるなど欧州債務危機が来て、2013年くらいまで極めてひどい状態であったと思うのですが、ある意味、最も辛い厳しい立場に追い込まれた中央銀行だと思えます。実際に危機の火の手が高く上がった時、各国首脳から財政運営が回らなくなって、「国債を引き受けてくれとは言えないが、買ってくれ」という悲鳴が上がりました。堅実な手腕で知られるモンティ首相（イタリア）ですら言っていたのを、私は記憶しています。それくらい厳しい状況でした。それでもECBは、トリシェ総裁の時に国債買入れを少しだけ行いましたが、ドラギ総裁になって、財政規律が緩むということで止めてしまいました。そういう彼らが行ったのは、長期リファイナンス・オペというものです。これは、日銀の共通担保オペと同じように、銀行から担保を取りその範囲内で資金を供給するという従来型のオペレーションですが、例えば、担保の格付けの基準を緩和あるいは供給する金額を無制限にしたり、また、その期間も、通常は3カ月程度のものを1年に、さらには3年に伸ばすなどして、危機を乗り切ろうというものです。このようにしてバランス・シートが膨らんだのですが、膨らみっ放しにならないよう、この異例の資金供給に関しては、金利を市場金利よりも少し高めに設定していました。そうすると、危機の最中は、民間銀行はお互いに相互不信状態に陥っているので、金利が少し市場実勢より高くても喜んでECBに借りにきます。しかし、危機が収束し、お互いに資金が融通できるようになると、市場金利も低下してきますから、割高なECBから借りる必要はなくなります。ECBも繰上償還はウエルカムということで、皆が繰上償還を始めると、バランス・シートもすぐにしぼんでしまいました。

この時期、ドラギ総裁は「こういうことがアメリカなどとの違いですね」と、胸を張っていたのですが、それほど簡単に話は終わりませんでした。危機の後遺症と言えなくもないですが、デフレ懸念という問題が出てきたのです。日本のようになってくると、ECBがバランス・シート政策に対して初めて積極

的になったのは、彼らも言っていますが、2014年の夏ごろからです。ただ、彼らが賢明だったのは、日銀やF e dをよく見ていて、簡単にバランス・シートを大きくできるものではない、特に、民間銀行が余剰金を中央銀行に預ける超過準備が増えすぎてはいけないということが頭にあって、大規模な資産買入れをする前に、2014年にマイナス金利を導入したことです。マイナス金利も、日銀のような階層方式ではなく、民間銀行が預けている当座預金や預金ファシリティなど全部にマイナス金利を適用し、簡単に準備預金が増えないような構造を作りました。そうして、半年以上経った2015年3月から、国債の買入れを始めました。その結果、どういうことになったかと言うと、当座預金は増えましたが、それほど極端なことにはなりません。E C Bの場合は、当座預金と預金ファシリティを合わせたものが超過準備になりますが、資産買入れほど増えていません。

E C Bの直近のバランス・シートで見ると、ユーロ圏全体の名目G D P比で38%です。日銀は90%を超えています。E C Bのバランス・シートも大きくなってきましたが、当座預金・預金ファシリティの部分は非常に小さくなっており、市場でお金が余るのを抑えていることが分かります。なかなか考えた政策運営です。日銀は、後からマイナス金利を入れたため、短期金融市場が全く動かなくなってしまうしましたが、ユーロ圏での短期金融市場の取引高は、E C Bのマイナス金利導入後も落ちていません。無担保取引の取引高は、確かにリーマン・ショックの後に、相互不信状態に陥ったため大きく落ちこみましたが、有担保取引は堅調に推移しています。つまり、今のユーロ圏の市場では、マイナス金利になっても、お金が足りない人と足りる人の間での取引というものが、それなりに活発に行われているということです。そういう状態で金融政策運営を行っているので、E C Bが「これからだんだん正常化」と言う場合、もちろんバランス・シートの縮小は必要ですが、F e dや日銀とは違い、超過準備に利息を付けて、それを上げていかなければ調節できないということは、全くありません。本来の金融調節のスタイルを基本的に崩してないということで、大したものだなという感じがします。

(バランス・シート政策を採用した中央銀行の共通の課題と今後の位置付け)

一口にバランス・シート政策と言っても、E C Bが最初行ったように、有担保方式で資金供給するのであれば、それほど害は大きくなく、比較的容易に元に戻せますが、問題は、F e dのように、固定金利の付いた債券を大量に買うと、後々、正常化が難しくなるということです。金融調節を今までとは全く違

う方法で、つまり、超過準備に付利する形で行うしかなく、しかも、バランス・シート縮小のためには、買った債券を売ることは売却損が出て難しいので、満期を待って落としていくしかありません。資産規模の縮小にそれなりの年数がかかるため、中央銀行に財務コストが発生してきます。民間銀行は、顧客から受け入れている預金に金利を払い、それに上回る金利を乗せて貸出しをして利ざやで稼ぐのですが、中央銀行の負債である銀行券や当座預金は本来は金利ゼロのはずですから、中央銀行は、これまで、資産についての金利の分をそのまま利益にできていました。ところが、リーマン・ショック以降、とりわけ多額の債券買入れという政策運営を行ったため、かつてはおよそ考える必要がなかった財務運営の問題を考えなければいけなくなった、つまり、正常化の局面でどれだけのコストがかかるかという、中央銀行の財務コストを考えなければならなくなったということです。問題は、正常化の局面において負債の側の超過準備への金利を引き上げる時、その金利を、資産として持っている国債等の金利から差し引いて、マイナスにならないで済むかどうか、また、その値に掛けることの当座預金の規模です。加えて、もう一つ、バランス・シートの縮小まで何年間かかるかも考えなければいけません。式に書くと、{「中央銀行の財務コスト」= (「買入れ債券等の収益性」- 「付利引上げ所要幅」) × 「超過準備の規模」 × 「バランス・シート縮小までの所要年数」} となろうかと思えます。このコストを、もともと中央銀行として用意している自己資本で賄うことができれば、なんとかなります。それが少しオーバーする程度なら、Fedのように、向こう2、3年くらいの自分の利益を先取りする形で、会計上の処理をして対応できるかもしれません。できないなら、国からの財政支援が必要になります。ところが、日銀の場合には、自己資本は8兆円弱しかありませんから、そういうことで間に合うようなコストではないだろうということです。

バランス・シート政策を採った中央銀行が共通して抱える課題としては、二つあると思います、ポイントは、①国の財政支援に頼らず、いかにして自立的な財務運営を続けていけるかということ、②短期金融市場での超過準備という将来、過剰流動性になり得るものを抱えつつ、それが無用に世の中に出回ることを防ぎ、金融調節のコントローラビリティをどのよう確保していくかということです。

ですから、バランス・シート政策というものは、今後も使うことはあり得るとしても、それほど簡単に使えるものではなく、制約があるのではないかと思います。一つは、バランス・シートを膨らませる時を「往路」として表現すると、必ず、それを元に戻す「復路」において採り得る実現可能な手段やアプロ

一チを、事前に検討しておく必要があるということです。二つ目は、往路でどこまでバランス・シートの規模を拡大できるかは、その国や中央銀行がそれまで置かれてきた経済情勢に大きく依存するということです。簡単に言うと、たくさん国債を買い入れるとして、その国債が結構な金利水準にあるのか、あるいは、日本のように、デフレ状態が続いたため高くても1%程度の国債しかないのか、そういう経済・金融状況の違いによって、往路で中央銀行が背負うことができるリスク、財務コストが違ってくるのではないかとということです。三つ目は、復路でスムーズにバランス・シートの規模を縮小するためには、往路の段階において、買入れ手段や対象資産について慎重に考えておく必要があるのではないかとということです。最後に、復路をうまく切り抜けられるかどうかは、その国の財政事情も大きく影響しているのではないかなと思います。

このほか、復路における超過準備の過剰流動性の管理も問題です。これは、Fedでも非常に心配していることですが、短期金利を引上げ誘導をすると逆ざやになるからと、引き上げないで放っておいた場合はどうなるか、ということです。例えば、これから先、為替がどんどん円安に進んでいったり、物価や地価などの資産価格がどんどん上がっていく状況になったりした時に、民間銀行が日銀に預けている過剰流動性をそのまま置いておくかどうかですが、置いておかないのではないのでしょうか。物価が確実に上がり、今100万円の土地が半年後には110万円、120万円になると思えば、誰もが、金利が安い銀行に「お金を貸してくれ」とやって来ます。そうすると、銀行も、ほとんど金利が付かない日銀にお金を置いておく理由などないので、超過準備をどんどん引き出して融資に回します。このように、中央銀行が無責任になれば、いくらでも物価上昇は加速し、不動産や株などの資産価値も上がっていくでしょう。ただ、行き着く先は、大変なことが起こります。

超過準備管理のために採り得る手段としては二つあり、一つは、Fedが行おうとしていますが、その国の経済情勢に合わせて中央銀行が支払う金利の水準を上げていくことです。これは、「超過準備を無用に引き出さず、なるべく余計なお金はFedの中に置いておいてください」という意思表示でもあるわけですが、本当にこれでコントロールしきれんかどうかですが、ニューヨーク連銀では心配して、分析ペーパーまで作っています。もう一つは、ターナー教授やシムズ教授が提案していることですが、準備預金制度の法定準備率を引き上げることです。いかなる物価情勢、いかなる為替水準になろうとも、中央銀行に義務的に預けさせるようにすればよいというような主張ですが、これは、民間の立場からすると、なかなか大変なことだと思えます。準備率引上げと言う

のは簡単ですが、例えば、中央銀行の超過準備を管理するため法定準備率を極端に引き上げて、半分は超過準備から引き出してはいけないとすると、民間銀行にとっては、顧客から受け入れた預金の半分が中央銀行で金利ゼロ%やマイナスでフィックスされてしまうことになり、それで経営が回るはずがありません。

（日銀を待ち受ける難路—中央銀行は持ちこたえられるか）

日銀は、かつては銀行券ルールというものを課して運営していたので、2006年の量的緩和解除の際には、比較的簡単にバランス・シートを落とすことができました。これは、長期国債を買い入れるとしても、銀行券の残高を上回らないようにするというルールですが、裏を返せば、膨らんでいた当座預金に見合う資産が、国債以外にあったということです。それは、短期のオペレーションの残高ですが、手形の買入れオペの残高が44兆円あったので、量的緩和を解除すると決めたところで、このオペで満期が来たものを全て満期落ちさせてしまい、3、4か月で、この44兆円を吸収することができました。これにより、短期金利の引上げ誘導もできたということです。ところが、黒田総裁の就任以降、銀行券ルールは停止されています。仮に、日銀が急に出口に取り組むにしても、落とせる額は共通担保オペの45兆円しかありません。しかも、先行き、マイナス金利の引上げ誘導をしなければいけなくなると、大変なこともあります。

また、マイナス金利を入れたことで、日銀の足下の財務運営にも影響が出ています。日銀は、償却原価法により満期までの年数で均等割した額で損失を計上しているのですが、昨年度の決算を見ると、理財局から日銀に支払われた利子が2兆5,000億円程度、それに対し、割高な国債を買った償却コストが当期分で約1兆3,000億円となっています。まだ本格的な出口局面ではないのですが、実際に日銀に入って来る収益は、随分と先細りのような状況になってきています。

3. 我が国の内外の財政・経済・金融危機の経験

（「財政危機」の類型の整理）

最初に財政危機について、類型の整理を簡単にしたいと思います。これは、「債務調整」という言い方をしますが、大きく二つに分けると、連続的な債務調整と非連続的な債務調整があります。連続的な債務調整とは、具体的には、高インフレを続けることや、金融抑圧とあって、国内の金利を人為的に抑えて

しまうという方法があります。

非連続的な債務調整とは、ギリシャのように、財政運営が行き詰まって危機を迎えるというものです。これも更に大別すれば二通りあり、一つは、国債のかなりの部分を外国勢が持っている場合、対外債の元利償還を停止したり、元本の一部を返さなかったりという形です。ギリシャでは、2012年に2回そういったことがあり、アイスランドでも、外国勢向けの預金封鎖のようなものがありました。これに対し、国債のほとんどを国内が持っている場合は、国内債務調整になります。これには、国内債の元利償還の停止という方法もありますが、多くの場合は、その国の民間銀行が国債をたくさん持っているので、民間金融機関の連鎖破綻にもつながりかねず、実際には採れない選択肢になることが多いです。その代わりに、国民に対して有無も言わず非常に厳しい調整、すなわち、増税や歳出カット、国民がお金を持って逃げ出さないように預金封鎖、また、通貨の切替えなどを行い、「今日のお金は政府の財政破綻の穴埋めに以外に引き出せません」と宣言してしまえば、強制的に国内債務調整の原資を徴収することができます。もう一つ大事なものは、資本フロー規制です。外国とのお金の流れを断ち、鎖国状態のようにすることで、リーマン・ショックの後に、アイスランド、キプロス、ギリシャがそういう状況に陥っています。

（金融抑圧）

連続的な債務調整として、今、この国が行っていることでもある、金融抑圧も挙げられますが、戦後は多くの国で金融抑圧は行われていました。開発経済学上ではよくある話で、各国とも戦争でたくさんの債務を抱えると、外国とのお金の流れを一回シャットアウトした上で金利を低く抑え、国民に一生懸命働いてもらって、貯蓄をひたすら国内に回るようにして、国内経済の立て直しを図るという方法です。ただ、金融抑圧により多額の政府債務残高が解消できるというかというのと、逆に増えてしまった国もあります。金融抑圧で全てがうまくいくという甘い話ではなく、やはり、きちんと改革を行わなければ財政再建ができないということが分かるかと思います。

（国内債務調整－第二次大戦後我が国の経験）

国内債務調整の代表例としては、日本の経験というものがあります。この国も財政破綻したことがあるという認識を、国民がきちんと持っていない状況ではないかとも思いますが、終戦直後は、借金は非常な額が積み上がり、国民所得比で見ると、今と同じくらいの水準でしょうか、260%を超えていました。こ

の債務を誰が引き受けていたかと言うと、日銀と政府の預金部（資金運用部、財政融資資金の前身）でした。つまり、政府が債務のほとんどを引き受け、人為的に金利を抑えて回していたということです。ただ、当時の日銀の金融政策運営が今と違うのは、引き受けた国債のうち8～9割を市中に売却し、お金を吸収していることです。当時の日銀はインフレの進行に心を痛め、できることならインフレを少しでも止めたいという思いがあったのだと思います。これは、一度市中から国債を抱え込んだら絶対に離さない今の黒田日銀とは、極めて対照的な政策運営だと思えます。

そして、敗戦になって、「いよいよもう回らない、どうしようか」となった時、『昭和財政史』などを見ると、大蔵省や政権の内部でいろいろな議論があったことが分かります。例えば、国有財産の払い下げ、債務破棄、インフレーション、国債利率の強制引下げなど、いろいろな選択肢が候補に挙がるのですが、リフレ派の人たちが主張しているようなインフレという選択肢は、実際に財政運営を預かっている立場からすると、採れないのです。結果的には、日本もインフレで助かった部分が大いなのですが、こういう局面に追い込まれた時、インフレが実際にどこまで進むのか、いつまで続くのか、インフレでどの程度債務を帳消しにできるかは分からないのです。そこで、当時の日本の大蔵省が採った選択は「取るものは取る、返すものは返す」ということで、財産税を、焼け野原でかろうじて残った金融資産など、ありとあらゆるものにも掛けて、国の借金を返していこうというものでした。

財産税は、高所得層だけではなく、税率は低いです、中産階級や低所得者層にも掛かっており、税揚げ額全体を見ると、高所得層より中間所得層から揚がってくるものが多くなっています。いかに当時の国民の皆が、等しく大変な思いをしたかということだと思えます。そして、肝心なものは、順番です。「財産税を先にやる」とは言いません。そういうことが最初から頭にあったということは、当時の記録に残っていますが、国民には言わないで、先に預金封鎖を行いました。要するに、財産税を掛ける前に、先に課税資産を差し押さえたのです。そうして引き出せなくしておいてから、財産の調査なども行い、半年後に財産税を掛けているのです。

財産税は、封鎖した預金からも強制的に納付させられているのですが、当時の民間銀行は、国債を持っており大変な目に遭っていました。そういう銀行に連鎖的に経営破綻を起こされては、社会的に大変なことになるのですが、政府には新たに資金を調達して、公的資金を注入する余力はありません。そこで、当時の政府は、取り付け騒ぎが起こっても引き出しには応じなくてよい、要す

るに、整理債務切捨てとって、封鎖された預金債務は切り捨ててよいという形で、国民に負担を強いたということです。そのようなことが、日本の戦後の債務調整ということだったのかなと思います。

(解放経済下で一国の経済運営が信認を失うと何が起こるか)

【参考事例：アイスランド】

国内債務調整で悲惨な目に遭っている先進国の例がありますので、それを紹介したいと思います。

最初は、アイスランドです。同国は、リーマン・ショックの後、「最初の最も悲惨な犠牲国」だとも言われています。アイスランドは、ヨーロッパの北の外れの、EUには入っていない島国です。2000年代に入り、インフレーション・ターゲティングを入れて、通貨クローナを変動相場制に移行したりなどしていました。2000年代初頭は、世界的に金利も下がっていたこともあり、それを受けて、アイスランドの3大銀行は、どんどん海外からお金を調達し、ビジネスを急激に拡大させていきました。3大銀行の資産規模のGDP比は、900%近くに達しています。ところが、サブプライム危機が始まり、リーマン・ショックが起き、国際金融情勢が変わってきます。金利情勢が変わると、アイスランドのようなビジネスは回らなくなり、本当にあつという間に、リーマン・ショックの後、バタバタと破綻してしまっただけです。アイスランド国債のCDSレートは、リーマン・ショック以降の2、3カ月の間に大きく上がっていくのですが、そういう中で、アイスランドの銀行が次々と破綻し、3大銀行も破綻してしまっただけということが分かるかと思いますが。ちなみに、アイスランドの場合、財政は悪くなく、危機の直前は財政収支は黒字で良好です。しかも政府債務残高の名目GDP比は30%台という財政健全国です。そういう国であっても、民間銀行がリスクを取り過ぎると、情勢が変わったときにおかしなことになり、財政も急に悪化したということ分かるかと思いますが。

多少余談ですが、3大銀行は破綻処理に当たり国有化することになり、その際、3大銀行のうちの1行の子会社だったネット専門銀行のIcesaveの扱いが大変でした。同行は、オランダやイギリスの預金者からお金を集めていたので、彼らに損が回されることになり、オランダとイギリスの政府は、自国の預金保険を使って、自国民の預金者に補てんしました。オランダとイギリスの政府は、後に、「アイスランドの責任でこんなことになったのだ」と、アイスランド政府に請求するのですが、言われたとおりにお金を払うかどうか、アイスランド国内で国民投票が行われるなど、大変な議論になりました。

「国際金融のトリレンマ」という言葉があります。これは、オープン・エコノミーの中で各国が政策運営をしていく時に、自由な資本移動、為替レートの安定、金融政策運営の自主性、これら三つを同時に達成することはできないということですが、アイスランドでは、危機でこの問題に現実に直面しました。お金が海外に逃げていくのを防ぐためには、金利の引上げ誘導をしなければいけないのですが、経済状態が極めて厳しい中で、それは無理でしょう。そこで、アイスランドは、資金を海外に流出させないために資本移動規制をかけ、その代わり国内向けには、荒廃した経済情勢に合わせて金利を引き下げられるようにしました。すなわち、トリレンマに直面したアイスランド中央銀行は、資本移動の自由は犠牲にして国内の金融政策運営を死守したと、そういうことだと思います。

ただ、こういう状況に陥ってしまうと、脱出するのは非常に大変で、その後、アイスランドは、本当にありとあらゆる税目で増税を迫られました。消費税（付加価値税）率の増加率は 100%、つまり以前の 2 倍に上がり、その他の税目や手数料も、5 割、6 割と上がっています。

そして、人口の流失も起こりました。アイスランドは人口 33~34 万人程度の小さな島国で、言葉はアイスランド語という独自のものを持っていますが、それでも人口の 2~3% が危機後に国外に流出したということです。どれだけ大変なことだったかが分かると思います。また、こうした危機に陥って、当時のホルデ首相は 2009 年に辞任し、新しい政権になりますが、その後、2012 年 4 月には、ホルデ元首相は金融危機の過失責任を問われて有罪判決を受けています。さらに、3 大銀行の子会社でネット専門銀行の Icesave の頭取の住宅に火が付けられるという事件も起こりました。戦後の日本で預金封鎖を行った当時の渋沢大蔵大臣は、財政破綻の原因を作ったわけではないのですが、後年のテレビのインタビューで「国民から焼き討ちに遭うかと思った」という回想をしています。アイスランドでは、国民性の違いもあり、そういうことが現実に起こっています。

アイスランドで資本移動規制が解除できたのは、今年の 3 月です。それまで 8 年、9 年、国債の名目的なデフォルトを回避するため、IMF の支援も受けながら、極端な増税も行い、国内債務調整を行っていたわけです。

【参考事例：キプロス】

キプロスも、似たようなことになっています。キプロスがユーロを導入したのは遅く、2008 年です。それまでは、真面目に財政運営を行い、財政収支やプ

ライマリー・バランスは黒字になっていました。ところが、ユーロ導入で途端に気が緩んだのか、財政が急に悪くなっていきました。金融政策運営はECB一本になったから金利も低く、気分を良くしたのか、法人税も引き下げて、放漫財政になってしまいました。民間銀行がバランス・シートを膨らませていったのは、アイスランドと同じです。こういうことをすると、お金がどんどん外国から入ってきます。

そのような中で、隣国のギリシャが2012年にデフォルトをしました。キプロスはギリシャとの関係が強いため、ギリシャだけではなく、キプロスもおかしくなったということです。実は、ギリシャがデフォルトする前の2011年から、キプロスでの預金流出が始まっています。ギリシャが破綻しそうだという情報が流れる中で、キプロスの銀行がたくさんギリシャ国債を持っているのではないかと皆が思えば、誰もが預金の引き出しに走るわけです。このように資金繰りが危うくなると、キプロスの民間銀行はユーロシステムから緊急流動性支援を受け、なんとかしのごうとしますが、結局、回らなくなりました。キプロスの民間銀行を助けようとする、キプロスのGDP比60%の規模の資本注入をしなければ間に合わないということで、キプロスでは、資本注入のめどをつけるまでの間、バンク・ホリデーで銀行を1週間閉鎖します。すると、バンク・ホリデーが明けたところで、皆が当然のようにATMに殺到するため、預金の引出し規制、資本フロー規制をかけなければいけなくなってしまいました。引出し可能額は現金1カ月当たり9,000ユーロで、それほど厳しくないのですが、クレジットカードの決済など、いろいろなところで制限がかかりました。

ただ、キプロスの場合には、アイスランドに比べれば比較的軽微だったので、2015年の4月までの2年で資本フロー規制を解除できたのですが、国内的には企業の活動や家計の消費に対して大きな影響が及んだということは、アイスランドと同じように言われています。

【参考事例：ギリシャ】

もう一つの例は、ギリシャです。ギリシャが破綻したことは、よく知られていますが、2012年3月と12月に2回、債務調整をしました。最初の債務調整の前は、ギリシャ国債の保有者構成としてBondsが多くなっていますが、これは、いろいろなヨーロッパの銀行がギリシャの国債をたくさん持っていたということです。そういう債務の多くを債務調整で免除等してもらい、同年12月に2回目の債務調整を迎えるのですが、その後もギリシャの危機は続きました。この2012年の債務調整は、ある意味、日本から見るとうらやましいというのは

語弊がありますが、外国勢が持っていた国債を踏み倒させてもらった、そういう調整だったとも言えるのです。2012年の債務調整の後には、ギリシャ国債を持っているのはギリシャの国内銀行だけになっていて、この次に苦しくなると、ドイツなどヨーロッパの他の国に頼み込むしかないという状況です。

チプラス首相が緊縮財政の可否について国民投票を行った2015年頃から、ギリシャで預金の流失が始まりましたが、国民投票の一方で、国民は、なかなか冷静に、次に負担が回って来るのは自分たちに対してだという現実を見ていたのだと思います。その後には、つい最近も、ドイツなどは、国としては債務免除にはどうしても応じないが、追加の資金融通には応じるということになったと思います。根本的な問題として、ギリシャの資本移動規制、1人当たり週420ユーロ（約52,500円）の預金の引出し規制は、今も続いています。

以上、アイスランド、キプロス、ギリシャ3か国の例を紹介いたしました。各国の経験から言えることをまとめると、IMFやOECDも警鐘を鳴らしているように、いろいろな国がいろいろな経済運営を行う中で、不均衡を抱えると、国際金融情勢の変化など何かショックがあった時に堪えられなくなって、大変な危機に陥ってしまうということかと思えます。不均衡というのは、アイスランドは民間金融機関の過剰なリスク・テイク、キプロスは財政規律の緩みと民間銀行の過剰なリスク・テイク、そしてギリシャは財政規律の緩みだと思えます。資本流出は何によって始まるのかを考えると、こういう事例から分かるのは、預金封鎖や急激で大幅な増税が差し迫っていると国民が感じ、一気に預金を引出しに走り始めると、預金の引出し規制や資本フロー規制等に突入せざるを得なくなるのではないかということです。

4. どうすれば“非連続的な調整”をはさまずに、政策運営を続けられるか

では、この国を、この先、どうしていくかです。税収がアベノミクスで回復すれば財政再建は簡単にできると言われたこともあったと思いますが、そういう状況でもないということが分かってきたのではないかと思います。外国では、特にアメリカをはじめとして、金融政策運営が正常化に向かいつつあり、長短金利が上がり始めています。これは、国際金融の情勢にとっては大きな転換ではないかとも言われています。

日本では、アイスランド、キプロス、ギリシャとは内容は違いますが、あり得ないくらいの不均衡を二つ抱えていると思えます。一つは、財政規律の弛緩、言い換えれば、世界で最悪の借金であり、もう一つは、中央銀行による過剰なリスク・テイクだと思えます。これから先の金融政策運営で、財務コストが中

中央銀行にかかってくることを考えると、国の財政運営も回らなくなるのではないのでしょうか。今は気持ちが悪いくらいの無風状態ですが、内外金利差が徐々に開いてきたり、円安が速いテンポで1ドル120円や130円を超えてきたりすれば、それがはね返る形で、国内物価は簡単に上がってきます。今のイギリスがよい例で、ポンド安に伴い物価は前年比2%台や3%台となっています。このようになると、果たして日銀が金融政策運営を続けていけるのかと思います。

今、この国は、開放経済、自由な資本移動体制のもとで生きていますが、そういう中で、これから先、怖いのは、金利差の拡大です。そうすると、民間銀行も経営を回していくために、日銀に預けられている当座預金は、金利の高い海外に向かっていかざるを得ません。それを抑えるためには、Fedのように、中央銀行が付利する水準を市場並に上げるか、さもなければ預金準備率を引き上げるといふ非現実的なことを行わざるを得ません。どちらにしても、財務運営コスト、財政負担がかかって、結局、一般会計の負担になるなら、私たち国民の負担になるのではないかと思います。なお、このことは、何らかの事情により国内の物価が上がった時にも同じことになります。

もう一つ怖いのは、この国の財政バランスです。IMFは近年、債務残高だけでなく、それぞれの国が毎年どれだけの国債を発行しなければ財政運営を回していけないのかを見るため、グロスの所要資金調達額の名目GDP比を出すようになっていますが、日本はGDP比約40%でダントツです。その内訳を見ると、財政収支赤字幅が大きいのもさることながら、満期負債が多くなっています。要するに、借換債が他の国に比べると非常に多いということです。GDP比40%というのは、理財局が毎年150兆円、160兆円という額の国債を出しているということです。国内外の情勢が変わって発行が止まる国債の額とは、新発国債の38兆円ではなく、借換債等も含めたら150兆円、160兆円なのです。借換債は106兆円程度ありますので、支払わないとデフォルトになってしまいます。なんとしても、106兆円を払わなければいけないのですが、その額は、私たちが納めている一般会計の税収を大きく超えます。仮に、今年は社会保障費を一切払いません、公共事業も一切しませんと決めたとしても、堪えられないくらいの規模で国債の満期が来てしまいます。だから、この国の場合も、状況が変われば、あっという間に、預金の引き出し規制がかかり、資本移動規制がかかるような、アイスランドが陥ったような状況に陥っていったのではないかと思います。あるいはアイスランドが経験したよりも更に厳しいものかもしれません。

日本の経常収支はまだ黒字なので大丈夫ではないかと言われることがありま

すが、隣の中国では、日本と同じくらいの経常黒字ですが、資本が逃げ出しています。今、中国当局は、資本移動規制をかけて何とか抑えており、企業の人のお話では、送金もままならないくらいだそうです。だから、経常収支黒字だから大丈夫ということにはならないと思います。また、最近、大手のデベロッパーの人から、「ビルを建てるのは50年単位の事業ですが、この国の50年先は想像がつかないので、海外資産の比率をどんどん上げざるを得ない」という話を聞きました。海外資産が増えれば、その資産から収益が還流してきます。だから、最近の経常収支は所得収支で稼いでいるということですが、このことは、もうキャピタル・フライトが始まっているということではないでしょうか。いかに政権や日銀が隠していても、民間のビジネスマンや金融機関の人たちは、今起こっていることがどういうことにつながるのか、よほどよく分かっているのではないかと思います。最も大事なことは、今の事実上の財政ファイナンスを一刻も早く収束に向かわせ、国債の金利を市場メカニズムに戻していくことです。そうすると、間違いなく金利は上がってくると思います。それを世界金利の上昇と合わせる形で受け入れることで、財政再建を進めていくことが必要ではないかと思います。具体的な財政運営としては、2020年のプライマリー・バランス黒字化よりもっと厳しいことをしないと回らないかもしれませんが、他の国が陥ったような資本移動規制、急激な国内債務調整や、その長期化のようなことに陥ることに比べれば、はるかにましなことではないかと思っています。

○神田 ありがとうございます。戦前の話や海外の事例などについて伺い、異次元緩和の背後にある財政リスクについて理解が深まりました。

そこで、まず、私から二点ほど質問させていただきます。一点目は、物価安定目標を達成しない中で金融政策を変更することが可能なのかについてです。近い将来に物価上昇率が2%に達すればよいのですが、現状ではそれを見込むことは極めて難しく、緩和を続けなければ続けるほど、金融緩和のリスクが膨らんでいます。ですので、やはりどこかで「このアプローチでは副作用が大きいので、政策体系を抜本的に見直すべき」といった議論が必要ではないかと思っています。こうした議論が日銀内で行われるためにはどうすればよいでしょうか。

もう一つは財政と関連する質問です。デフレ脱却を実現するという観点だけで考えると、消費税増税は実施するべきではないということになります。デフレから脱却するために経済再生というアクセルを踏みながら、消費税増税というブレーキを踏むようなものだからです。デフレ脱却を最優先するために消費税増税を先送りすべきだと言え、確かにそれは一理あると思います。ただ、

財政の問題を放置してデフレ脱却だけを考えると、デフレ脱却後に財政が大変なことになる恐れがありますから、ここはやはり、大所高所から政策の優先順位を考えなければいけません。これについては、どうお考えでしょうか。

○河村 一つ目の日銀の政策転換については、日銀自身の考えがあれば、つまり、金融政策決定会合で緩和に伴うコスト等の数字をきちんと出して検討するのであれば、いつでも緩和をやめる方向に舵を切ることができます。今月の決定会合からでも方針を変えることができますと思いますが、まずは、数値を出して、きちんと審議委員の一人ひとりに見せることです。その数字を見ても、それでもなお緩和を続けるのか、日銀の資産規模が名目GDP比 100%を超えることになっても、本当に緩和を続けていくのかといったことについて、きちんと検証することです。それでもなお緩和を続けるというのであれば、今後はこの国の経済運営に関し、いろいろなことが起こってくるでしょうから、当然、そのことに対する責任は取るということだろうと思います。国民としてできることは、国会でそういった議論を行うことで、最近の衆参の会議録などを見ると、参議院の方が活発に、また、問題点を突いた議論が行われているように思います。肝心なことは、二点目の質問にも関係しますが、デフレ脱却や2%の物価目標達成が悪いとは思いませんが、その優先順位は本当に考え直した方がよいのではないかとということです。仮に2%の物価目標が達成されたとすると、名目金利とは、実質金利に物価上昇率が乗っかる形で構成されますから、実質金利がゼロだとしても、名目金利は、少なくとも物価上昇分の2%くらいになるということです。大事なことは、その2%の金利で、この国の財政が回るのかということです。財務省は毎年、「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」というものを出しているのですが、去年の段階の数字ですが、2%くらいの仮定金利になった時の利払費は、20兆円を超える莫大な額になっています。今の税収の額が変わらないとすると、2%の物価を達成した時に、この国の財政の運営が回らなくなってしまうことも確実なので、大事なことは、長期的な目標で物価目標を掲げるのはよいと思うのですが、まだ物価水準も金利も低いうちに財政再建をしっかりと進めておかないと、それこそ、他国が経験したようなひどい国内債務調整や資本フロー規制といった状況に入らざるを得なくなってしまうのではないかとということです。

最近では財政に関して、例えばシムズ教授やクルーグマン教授など、海外の学者も含めていろいろな考えが示されていると思いますが、非常に大きな問題点の一つあると思っています。期待に働きかけて何ができるかということも一つ

の議論ですが、それだけではなく、そういう議論の最も大きな問題点は、その理論を国の政策運営の現実に適用した時に、本当にうまく回るのかどうかは一切考慮されていないのではないかということです。彼らは「日本では金融政策は余り効かなかつたから、財政で働きかけるべきだ」と言いますが、それは、国債を更に増発し、それを結局は日銀が引き受けることが前提です。そうは言っても、今の段階で、少しでも国内外の金融情勢が変われば、日銀の金融政策はもう回らなくなるのですが、彼らは、そこをどうするかということは言わないのです。この点に関し、彼らは、「バランス・シートを大きく拡大させた中央銀行が、インフレ目標を維持しようとする、政府からの資本注入が必要になる。通貨発行益を作り出すことができれば、資本注入を回避することができるが、それは高インフレの進行を放置することを意味する」と言っていますが、これは、物価がどんどん高くなっていくとき、中央銀行が、例えば2%の物価目標より物価が高く上がらないように抑えようすると、短期金利の引上げ誘導をしなければいけなくなり、そのためには、政府からの資本注入が必要になるということです。通貨発行益を作り出すことができれば回避できるというのは、引上げ誘導をしなければ通貨発行益ができるから資本注入は要らなくなるが、それは高インフレの進行の放置を意味するということです。また、中央銀行がマネタリーファイナンスを実施し、準備預金への付利がかさむ場合には、準備預金の一部を無利子とし、民間銀行に預け入れを義務付ければよいとも言われますが、このことも、この国では当てはまらない議論ではないかと思えます。理論的には、日本に借金残高が少なく、財政収支もある程度均衡しているところから始めるのであれば、そういう選択肢もあるかもしれませんが、これだけ財政の不均衡が拡大し、外国では聞いたこともないような規模での中央銀行のリスク・テイクがある中では、政策の選択肢として採用できるものではないように思います。

○質問者 1 二つほど、質問をさせていただきたいと思えます。一つは、リフレ派の経済論に関わるのですが、日銀に今たくさんたまっている国債を消却、あるいはキャンセルするような形で、日銀のバランス・シートを小さくしてしまえば、それによって問題が解決するんだといった話を聞いた覚えがあります。まさか、そうやって債務超過にして財政政策を行おうということではないかとも思うのですが、この点について、見解を伺いたいということが一点です。

もう一点は、日銀は今、物価上昇率2%を目標に、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を行っていますが、例えば、物価上昇率2%の旗を降ろしたり、

ゼロ金利を撤回したりなど、日銀の政策を変えてこうということになった場合、その具体的な方向性としては、どのようなイメージを持っておられるのか、また、政府の2020年度プライマリー・バランスの黒字化という話もありますが、具体的なシナリオとしてどういうものを描いておられるのか、伺いたいと思います。

○河村 一点目ですが、経済紙の論壇でも国債の消却と書かれたりすることがあります。中には焼却、つまり「焼けばいい」と書いてあるものもありますが、多分、こういう人たちは、バランス・シートを書いて考えることを全然してないのだと思います。今の問題点は、政府が発行した国債の利息を払えないことではないのです。政府ではなく、中央銀行がバランス・シートを広げてやっている業務運営が回らないことが問題なのです。日銀の資産である国債に付いている金利が低すぎるのが問題なのです。日銀は、これほど金利が低く収益性の低い国債を抱え込み、こんなに大きくなったバランス・シートを今後何年、また何十年と抱え続けていかなければならないのですから、先々、金利が上昇すると、必ずコストが発生してきます。「文字どおり焼いてしまえば全て解決」という人もいますが、それは、中央銀行が中央銀行ではなくなるということ、すなわち、金融調節や金利誘導など、為替レート・金利を見つつ微調整しながら行う日銀の政策運営を全部放棄することだと思います。そのようにして、インフレを起こして債務を帳消しにすればよいというのが、いわゆるリフレ派の考えかもしれませんが、このようなところで、端的に、今起こっていることの問題点が理解されていないということが出ているように思います。

具体的にどういう政策運営をしていくべきかということについては、これだけ抱えてしまったリスクときちんと向き合って、国の経済に大きな打撃を与えることを回避すること、そのリスク管理が最優先だと思います。あるべき形としては、イールド・カーブ・コントロールやマイナス金利というものは、即刻やめた方がよく、長期金利は調節の対象から外すことです。長期金利は参照指標的にみることはいかかもしれませんが、コントロールの対象ではなく、調節するとすれば、短期です。事実上短期金利の下限のような形で機能していたしていた日銀当座預金の付利を0.1%に戻し、国債買入れについても、きちんとリスクを説明しながら粛々とFedのように行程表を立てて減らしていくことが大事だと思います。そのように買入れ額を減らし、日銀のバランス・シートの資産の増加をまず横ばいにして、経済情勢等も見つつ、Fedのような形で少しずつ満期落ちを使って、バランス・シートの縮小に入ること

を考えなくてはいけないと思います。

ただ、難しいのは、これから先、海外の金利が上がってくることです。F e dは引上げ誘導を行っていきますし、E C Bもそうです。そして大事なことは、どの国の中央銀行も、日銀ほど金融政策運営の自由度を失っているところはないということです。E C Bは元の調節を維持しており、これほど多くの超過準備を抱え込んでしまったのはF e dとB O Eと日銀くらいですが、B O Eは政府が補てんすると取り決めており、F e dよりも早く2012年末に資産買入れをやめてしまいました。ブレグジットの時には、一時的に買入れを行いました、行ったのは1カ月間だけです。F e dもB O Eも資産買入れの先のことも考えながら政策運営を行っており、E C Bは野放図な買入れを回避し、行うとしても、マイナス金利の導入等により超過準備が増えないように工夫しています。結局、金利を引き上げることができないのは、日本だけなのです。そういったことを考えると、為替が大事になってきます。為替が円安に進んでくると、介入だけではその流れを止められなくなると思います。何か事が起こってから慌てて金利を引き上げるよりも、引上げ誘導を少しずつ計画的・能動的に行っていくことが大事であり、そうすることで、国内の経済に少しずつ耐久力をつけることにもなります。

ですから、今の枠組みは変えた方が良く、まずは買入れ額を計画的に減らしていくのが最初で、バランス・シートの拡大にある程度歯止めがかかってくれば、内外の経済情勢を見ながら、超過準備への付利を少しずつ上げていくことです。それと合わせて、本当にできるだけ財政構造の改善をしなければいけません。債務残高を減らすというよりも、更に大事なことは、毎年150兆円、160兆円も国債を発行しなければ財政が回らない体質を改めなければいけません。毎年の国債発行額を50兆円くらいまで下げることができれば、何かの時にはI M Fに助けをもらって乗り切れるかもしれませんが、現状ではどうにもならず、結局、資本移動規制や、預金引出し規制どころか預金封鎖をかけ、財産税のようなものを徴収することになり、皆で一気に貧しくなってしまうのではないかと思います。そうなるのであれば、これは非常に勇気が要るのですが、国債の金利の決定を徐々に市場メカニズムに戻していくべきでしょう。ただ、財政運営は実は大変だと思います。金利が上がってきますから、利払費もどんどん増えてきます。税収が急に伸びることはないでしょうから、その中で、どのように財政運営を回していくのかです。厳しい財政目標などを大上段に構えて立てるまでもなく、上昇する金利に合わせて運営していただくだけでも、ぎりぎりの運営とならざるを得なくなるのではないかと思います。そのレベルの財政

再建になると、今のような中央集権体制ではかなり難しいところもあるので、道州制のような形にして、大きな地方政府に財政活動等を割り振り、その地方政府が優先順位をつけ、地域に合った政策運営を選択していくということも考えていかなければならないと思います。今の日本の歳出を見ると、社会保障の問題だけを解決すれば全てが解決するような話ではなくなっています。今のような莫大な借金を後の世代に引き継いでいくわけにはいかないですから、そういった形で、社会保障以外の分野も含めていろいろな歳出について優先順位を決め、財政運営を行っていくしかないのではないのかと思います。

○質問者 2 基本的なことですが、中央銀行の債務超過がなぜいけないのかという点について、伺いたいと思います。今の日銀の中でも、例えば、木内審議委員は、「それは駄目です」という考えかと思うのですが、原田審議委員は、最近の講演録で、「中央銀行の債務超過を気にして日本銀行券を使う人はいない」と述べるなど、いろいろな主張があるようです。また、学者の中でも、この問題について意見が分かれていることがあるかと思うのですが、この点、見解を伺いたいと思います。

○河村 中央銀行は、そもそも通貨発行益が得られるという特殊な立場にあります。ですから一時的に赤字になるようなことがあっても、例えば数年かかって取り返せるということが明確に示せるのであれば、問題にはならないかと思っています。原田審議委員の講演録は、「大した額ではないのが短期間続く」というような言い方だったと思いますが、きちんとした数字を元にしていないところが問題で、おそらくは短期間では済まないと思います。満期落ちをしていくとして、実際にどれくらいかかるかですが、日銀の保有する国債の平均残存年数などから考えれば、中央大学の藤木裕教授も試算を行っていますが、20年以上かかるだろうという感じです。ところが、日銀の最大の問題は、そういう数字と向き合わないことであって、数字を示さずにあれこれと言うのは少々無責任ではないかとも思います。取り返すために何十年もかかるような債務を会計帳簿上抱えているような中央銀行を、誰が信用するのでしょうか。マーケットでいわゆる投機筋が束になってかかってきた場合は、ポンド危機やアジア通貨危機の例がありますが、とても守りきれないと思います。現実にマーケットを相手にする場合の問題と会計上の問題とは、別のことではないのかなど、私は考えています。

○質問者3 金融政策をノーマルに戻すということですが、世の中の的には、アベノミクスに何か効果があると思われるところも事実だと思います。仮にノーマルな金融をした時に経済状況はどうなるかを考えるということは、裏返せば、今の異次元緩和が経済的にどれくらいの効果を日本経済に与えているかを評価することになるかだと思います。金融政策を正常化するという事は、要するに、その効果が剥がされることです。そうした場合、それほど悪くない、今の経済情勢と大して変わらないという考えもあると思いますし、そうではなく、それなりに痛みはあるという考えもあると思います。そのように金融政策を正常化したと仮定すると、日本経済はどのようなことになるか、御説明いただければと思います。

○河村 効果という言葉だと少し違うかもしれませんが、こういう下支え、事実上の財政ファイナンスがなかったとしたら、今なっているかどうか、断定的には言えませんが、おそらくは、アイスランドのような状況に陥ると思います。とても財政運営が回らないですから。今の経済は、物価は上がりませんが、全体としては決して悪くなく、危機ではありません。ところが、今の政策運営は、リーマン・ショックのような危機が起こった時に行うようなものです。そう考えると、日本経済の本当の実力は、実はもっとひどくて、本来ならば国民はひどい目に遭わなければいけないのですが、そうならず済んでいるという、その意味での効果はあると思います。

ただし、それが剥げてしまえば、結局、急激にボロが噴出することになりかねません。各国の例でも示しましたが、2000年代は世界的な低金利が続き、それが全てを覆い隠していたわけです。その陰で、皆がリスクをたくさん取っていました。ところが、少し状況が変わっただけで、全部剥がれてしまったということですから、そう考えると、本当の実力を覆い隠すという意味では、異次元緩和は、むしろ痛みを感じずに済む麻薬のようなものではないかと思います。ただ、その麻薬も、いつまでも使える魔法のようなものではなく、実は限界があるということが、今になって分かってきたということだと思います。その限界は、多分、突然来ます。そういうことを理解して、脱却していこうと思うのであれば、ショックは来るとしてもそれを緩めることができると思います。能動的に正常化しなければいけないとは、そういう意味です。ただ、往々にして、どの国もそういうことはできなくて、アイスランド、キプロス、ギリシャもそうですが、本当に抜き差しならなくなるまで放置し、ある日、急転直下で奈落の底に落ちてしまいます。日本も同じようなことになってしまうのではないで

しょうか。異次元緩和には、麻薬としての効果は相当なものがあると思うのですが、麻薬が切れた時の痛みは、アイスランドの比ではないと思います。ただ、定量的にどのくらいかというのは、なかなか言いにくいところです。

○神田 本日は貴重なお話をしてくださり、ありがとうございました。(拍手)

異次元緩和の陰で膨らむ財政リスク

2017年7月12日

株式会社日本総合研究所
調査部 河村 小百合
kawamura.sayuri@jri.co.jp

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p1/0]

構成

- 1. いま、わが国ではどのような政策運営が行われているのか** ……4
 - (1) 実態は“事実上の財政ファイナンス”
 - (2) 表面上の“平穩”の裏で蓄積・膨張するリスクの所在

- 2. バランス・シート政策を採用した中央銀行が抱える課題** ……14
 - (1) バランス・シート政策の概観
 - (2) 米連邦準備制度(Fed)の金融政策運営
 - (3) 欧州中央銀行(ECB)の金融政策運営
 - (4) バランス・シート政策を採用した中央銀行が共通して抱える課題と今後の位置付け
 - (5) 日銀を待ち受ける難路－中央銀行は持ちこたえられるか

3. わが国内外の財政・経済・金融危機の経験

ー待ち受ける事態とはいかなるものか

…51

(1) 財政危機の類型の整理

(2) 金融抑圧

(3) 国内債務調整

【参考事例1】第二次大戦後わが国の経験

(4) 開放経済下で一国の経済運営が信認を失うと何が起こるか

ー「対外債務調整」→「資本フロー規制+国内債務調整」

【参考事例2】アイスランドの対外債務調整後の

資本フロー規制(2008年11月～2017年3月)と国内債務調整の経験

【参考事例3】キプロスの資本フロー規制(2013年3月～2015年4月)の経験

【参考事例4】ギリシャの対外債務調整後の

資本フロー規制(2015年6月～)と国内債務調整の経験

4. どうすれば、“非連続的な調整”をはさまずに政策運営を続けられるか …105

(1) 「金融抑圧」を強行する限り、わが国経済には“明日”はない

(補論) 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解

【参考事例5】欧州債務危機時(2010～12年頃)における欧州中央銀行の対応

ー市場メカニズムを活かし、貫徹させたのはなぜか

(2) 日銀に求められる対応

(3) “非連続的な調整”が到来する前に、いかにして、財政再建に舵を切るか

1. いま、わが国ではどのような政策運営が行われているのか

4

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/0]

(1) 実態は“事実上の財政ファイナンス”

- 利付国債の日銀保有シェアは、ついに4割を突破
- いかにも、財務省理財局から直接、引き受けてはいないといえども、実態はまさに“事実上の財政ファイナンス”状態

(図表1) 日本銀行が保有する利付国債の残高とシェア (2017年5月31日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高、%)	残存年数 (加重平均、年)
2年債	344,222	56.6	0.9
5年債	1,003,929	61.7	2.7
10年債	1,301,900	43.3	6.3
20年債	604,447	28.7	12.6
30年債	215,394	23.9	26.4
40年債	45,736	28.7	37.1
変動利付債	52,594	19.7	2.9
物価連動債	13,755	18.7	4.1
合計	3,581,977	40.9	7.4

(注1) 残高は額面金額ベース。

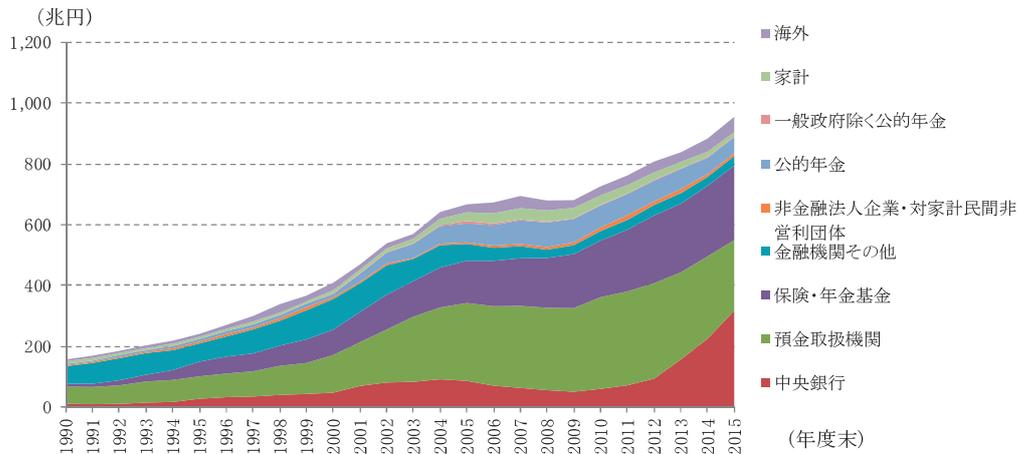
(注2) 国債の発行残高は、流動性供給入札および買入消却入札による残高の変動を含む。

(資料) 風間直樹参議院議員あて日本銀行開示資料(2017年7月6日)。

5

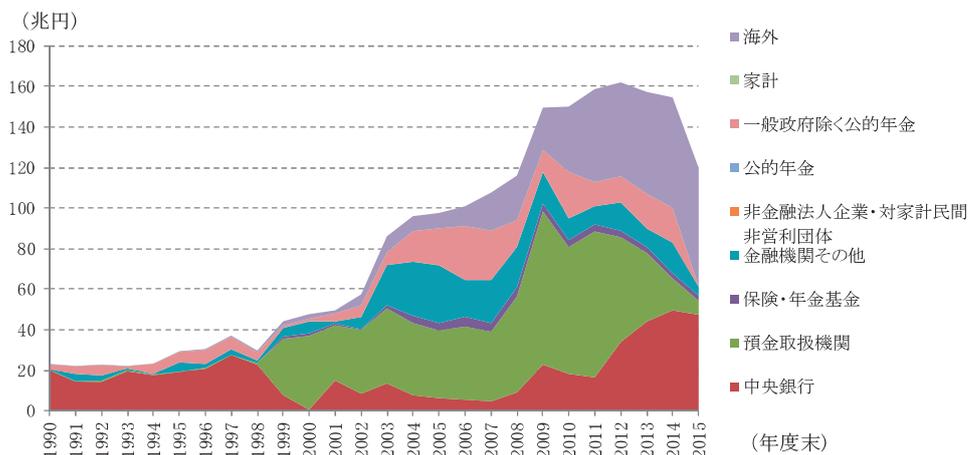
Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/0]

(図表2) わが国の国債・財投債の主体別保有残高の推移



(資料) 日本銀行時系列統計資金循環データを基に作成。
(原資料注) 2003年度以前は93SNAベース、2004年度以降は08SNAベースの計数。

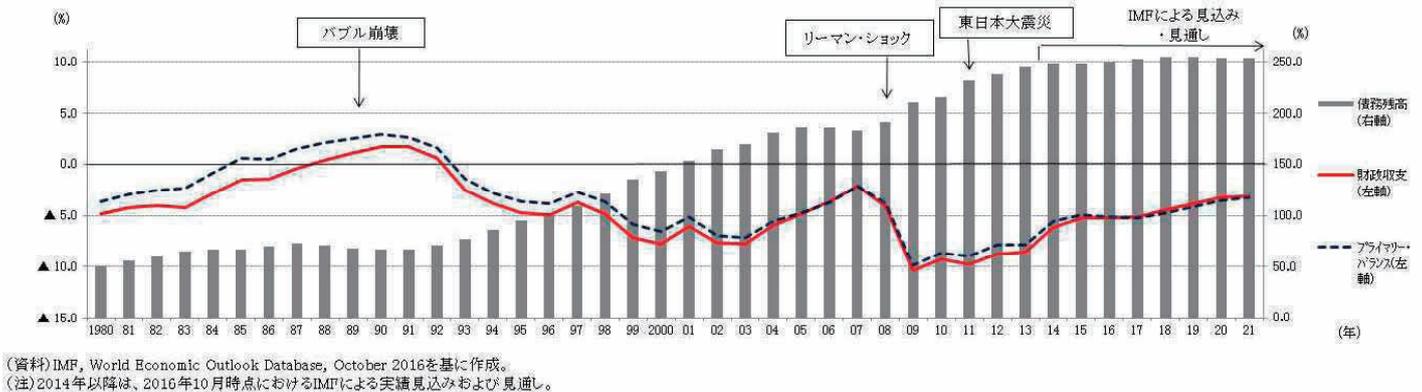
(図表3) わが国の国庫短期証券の主体別保有残高の推移



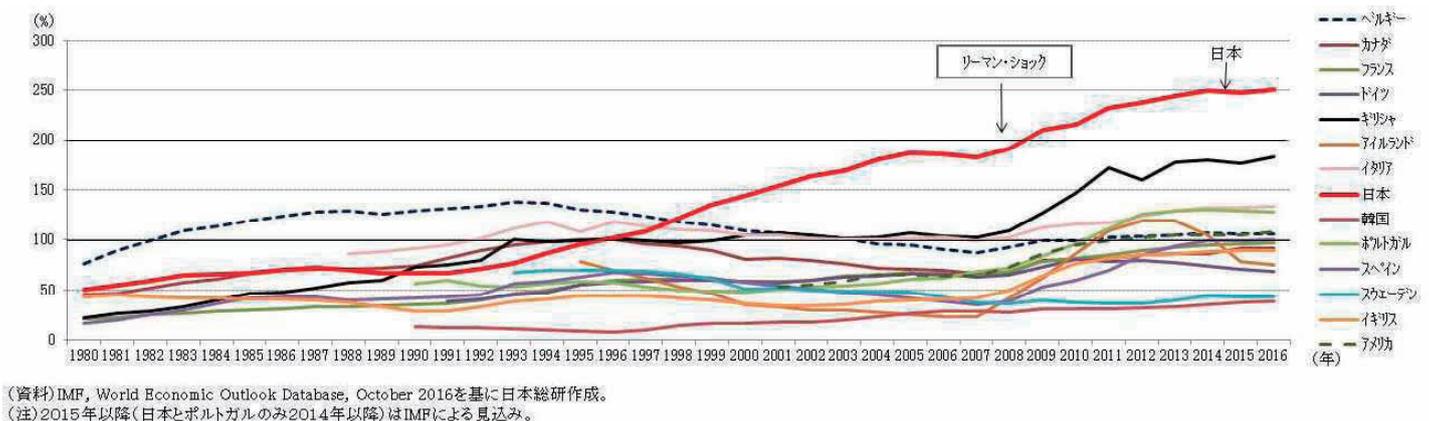
(資料) 日本銀行時系列統計資金循環データを基に作成。
(原資料注) 2003年度以前は93SNAベース、2004年度以降は08SNAベースの計数。

- こうした金融政策運営を背景に、わが国の財政運営はすでに世界で最悪の状態にあるにもかかわらず、毎年度のフロー（プライマリー・バランスおよび財政収支）面、ストック（政府債務残高）面ともに、改善のめどは全く立たず

(図表4) わが国の政府債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移（名目GDP比）

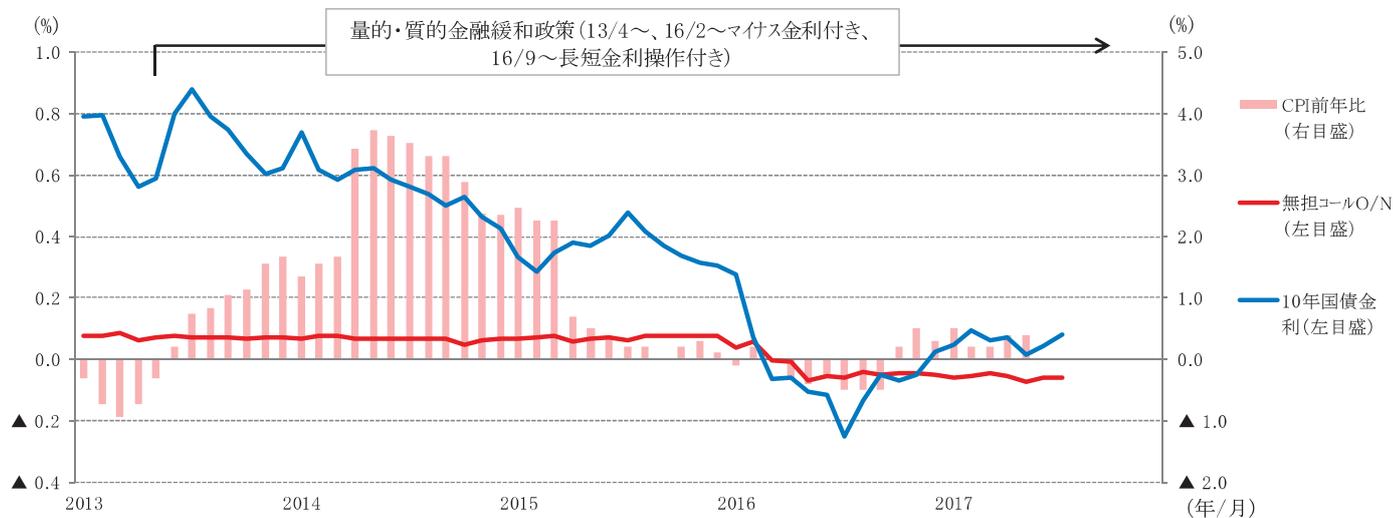


(図表5) 先進各国の1980年代以降の債務残高規模（GDP比率）の推移



• 物価目標2%の達成時期は、未だなお見通し難い状況

(図表6) 量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。
(原資料) 日本銀行、総務省統計局。
(注) 無担コールO/Nと10年国債金利は月初値。CPI前年比には消費税率引上げの影響を含む。

(2) 表面上の“平穏”の裏で蓄積・膨張するリスクの所在

(世間でよく議論される“副作用”としては…)

- 国債の市場流動性が低下する
- 国債の価格形成をゆがめる
- 日銀が買い入れ可能な国債が近々、払底する
- 株式市場の価格形成をゆがめる
- 政府の財政規律を弛緩させる

…

(「マイナス金利」導入後は…)

- 民間銀行の利ざやを圧迫する
- 保険、年金の資産運用が困難になる
- 企業の退職給付債務の負担が増加する

…

(最も恐ろしいのは…)

- 日銀の、今後想定される財務運営が、**決して持続可能ではない点**
 - 足許では、マイナス金利での国債買い入れで損失の償却負担が増嵩
 - 先行き、好むと好まざるとにかかわらず、ゼロ金利(マイナス金利)状態が終焉し、正常化局面入りせざるを得なくなった場合、日銀は、超低金利・固定金利の国債ばかりを巨額に保有しているにもかかわらず、超過準備への付利負担が嵩み、年度当たり数兆円規模の逆ざや状態に
 - 加えて、株式市況が一定水準を超えてな変動をきたすようなことがあれば、多額の株式等のリスク性資産を保有するゆえ、日銀も減損会計を発動せざるを得ず、数兆円単位の損失を計上せざるを得ないことに
- 今後、想定される日銀の債務超過の幅は、**年度あたり数兆円単位**という巨額に及ぶ可能性
 - 日銀自身が債務超過転落の回避を最優先させようとするれば、国内外の経済・金融情勢に応じた機動的な金融政策運営は行い得ず、**金融政策は“制御不能”**状態に陥るおそれ
 - 極端な円安、輸入物価の高騰、資金流出の拡大を止められない事態に
 - 資本フロー規制復活か？
 - もともと、財政事情が極端に悪いわが国の場合、先行きの財政運営の継続に、深刻な影響をもたらしかねず
= **“非連続的な債務調整”**状態に陥る可能性すら否定できず

12

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p.12]

(転機が訪れるとすればいつか?)

- わが国全体が、この**“異常な低金利”**状態が、**永遠に続く**と信じて疑わない状態
 - “異常な低金利”だからこそ、巨額の政府債務残高を抱えていても、それを維持するための利払費はさして、嵩むこともない
 - 消費税率の引き上げを先送りしても、市場金利が上昇することもない
 - さしあたっては、「巨額の借金を抱えたままで走り続ける」ことの痛みは**“なし”**
 - 「2020年プライマリー・バランス黒字化」実現のめどは、いまだに立たず
政府が、その達成に向けて、財政再建に真剣に取り組む姿勢は認められず
 - それどころか、無節操に「教育国債」による借金積み増しの議論まで展開されている状態
 - この国全体に、**“油断”**が充満し、**“慢心”**が蓄積されている状況
- 今後も、政府がこの「量的・質的金融緩和」(QQE)を続けてほしくても、日銀が続けたくても、続けられなくなるときが、わが国の財政・経済にとっての正念場か？
- それは、どのようなときか？

13

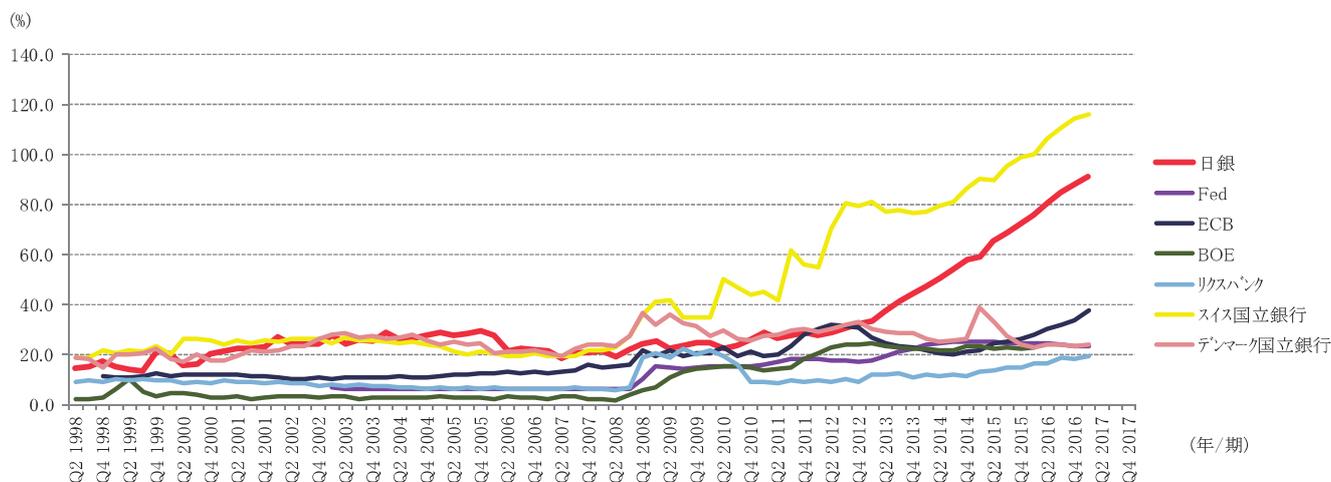
Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p.13]

2. バランス・シート政策を採用した中央銀行が抱える課題

(1) バランス・シート政策の概観

- 2008年の金融危機後、「政策金利の引き下げ余地の払底」という事態に直面した多くの主要中央銀行が、バランス・シート(以下BS)を拡大する異例の金融政策運営を展開
 - その主な手法は、①大規模な資産買い入れ(通称「量的緩和」、もしくは②有担保方式の資金供給
 - ただし、マネタリーベースを目標に(=BSの拡大そのものを目標に)金融政策運営を行ったのは日銀のみ
 - 実際のBS規模の推移をみると、日銀とスイス国立銀行(SNB)の増加傾向が突出
 - 危機直後、一時的に資産規模を拡大させても、ほどなく元に戻す(元に戻せる範囲で政策運営を行う)例が少ない(ECBが好例)

(図表7) 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



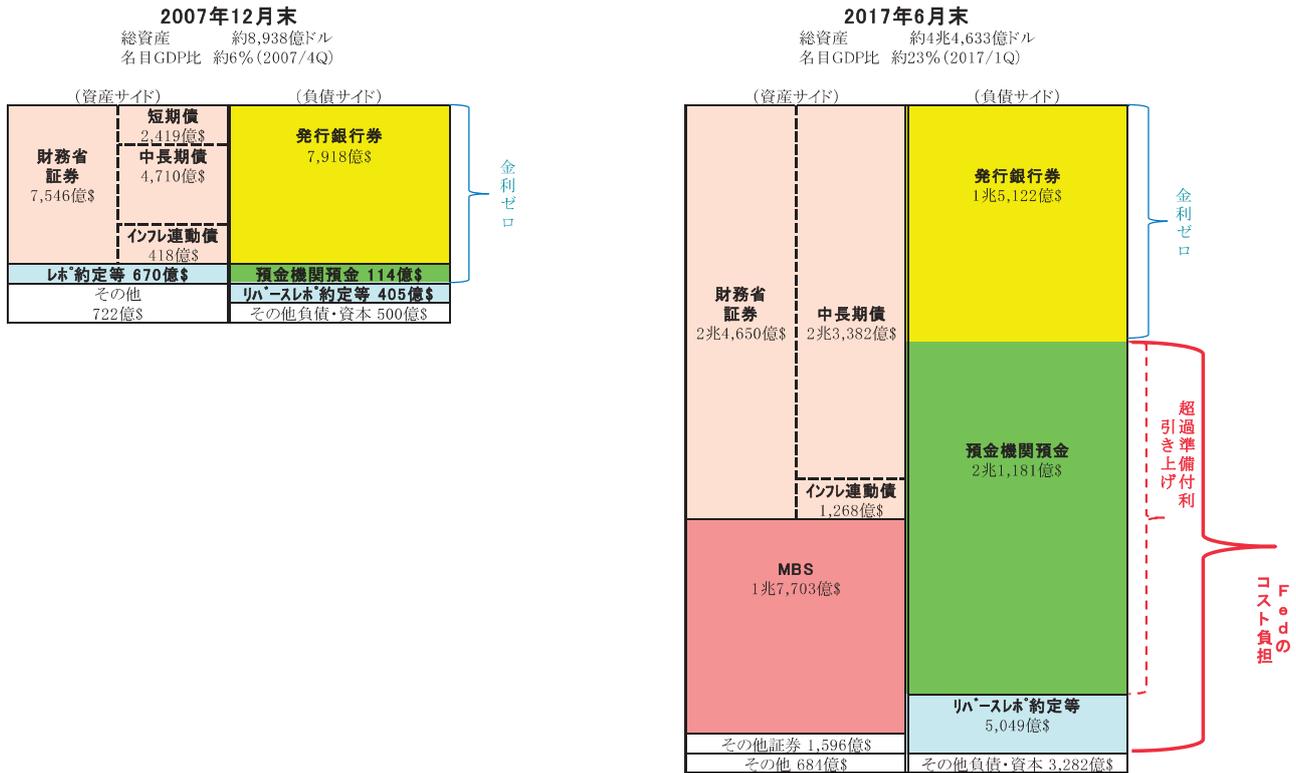
(資料) Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden、DNB、Statistics Denmark-statsbank.dk、SNB、SECO-State Secretariat for Economic Affairs Switzerland。

(2) 米連邦準備制度(Fed)の金融政策運営 —多額の債券を買い入れ

- 2008年9月のリーマン・ショック以降の米国経済は、1930年代の「大恐慌」以来の「大不況」状態
- 政策金利(FFレート)は2008年末には事実上の下限(0.25%—ゼロ金利近傍)に到達。2008年12月から、MBSやGSEエージェンシー債(*1)に財務省証券も加え、大規模な資産買い入れ(LSAP)を開始。その後、買い入れ対象や手法を変更しつつ、2014年10月までの間、4次(*2)にわたり、断続的に実施
 - (*1)政府支援企業(GSE)であるファニーメイ債やフレディマック債等
 - (*2)2011/10月~12/12月実施の「オペレーション・ツイスト」(満期拡張プログラム)を除けば3次
- その結果、FedのBSは、大きく膨張。資産、負債の構成も危機前とは様変わり(図表8)—ただし、資産規模(対名目GDP比)は2割台と、日銀(すでに9割超)を大きく下回る
- 短期金融市場には、大規模な債券買い入れの対価としてFedから供給された巨額の資金余剰が存在し、Fedに「超過準備」として預けられる状態

(図表8) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較(2007年末と2017年6月末)



(資料)FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007, June 29, 2017の計数を基に日本総合研究所作成。
(注)インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

(BS政策を「往路」で展開した後の、「復路」に関するFedの考え方)

【スタンス】

- 「金融政策運営は必ず正常化させる」、
「FedのBSは従前の規模にまで必ず縮小させる」=「超過準備」を解消する
=2010年時点から、バーナンキ前FRB議長らが明言
- 危機後、LSAPに着手した初期の段階から、正常化策を検討。2011年からは連邦公開市場委員会(FOMC)でも議題にとりあげ

【利上げの手法】

- かつては無利子だった中央銀行当座預金に付利する制度を導入
- 短期金融市場の巨額の余剰資金が、無為に市中に出回らないように、民間銀行に、中央銀行の当座預金へ預けたままにさせる
- その付利水準を徐々に引き上げることによって、FedがBSを縮小できるまでの間、短期金融市場参加者の間で、その付利水準を上限とする金融取引が発生するように促し(オペも併用)、市場金利の形成を図る

【BS縮小の手法】

- 中央銀行のBSの縮小は、売却損の発生を回避可能な、「満期到来分の再投資停止」(=「満期落ち」)によるのが現実的
 - ーただし、政府が満期落ち分と同額の借換債を発行する限り、市場で円滑に消化されなければ、市場金利の上昇を招く点は、中央銀行が国債を売却する場合とほぼ同様

【正常化の手順】

- ①まず「付利の引き上げ」に着手し、一定水準にまで引き上げられたところで、
- ②「満期落ち」によるBS縮小に着手

(参考－2011年6月時点の「正常化戦略の原則」では)

- ①まず「満期落ち」によるBS縮小
 - ②次に「付利の引き上げ」開始
 - ③その後、エージェンシー債の中途売却もあり得る
- ⇒2014年9月の「政策正常化の方針と計画」で上述のように変更した理由
- …2011年時点とはFedのBSの規模、構成も変化
 - Fedの収益圧迫問題への対応(MBSは収益性高い)
 - 市場金利への上昇圧力は長期ゾーンと短期ゾーンのどちらに先にかかるのがよいか？

20

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p18]

【問題点】

- 問題は、このような手法による短期金利の引き上げ誘導には、中央銀行自身に、財務運営コストがかかり、長期間継続することは難しい点
 - ー危機後にFedや日銀が買い入れた資産の多くは、「固定利付の債券(国債等)」
 - これに対して、中央銀行の負債サイドで、付利水準を引き上げ、それが資産サイドの国債等のクーポンの利回りを上回ることになれば「逆ざや」に転落。
 - 長期化すれば「中央銀行の債務超過」という事態に

【Fedの対応】

- 米国では、連邦財務省からFedへ損失補てん、ないし資本注入できる制度はなし。Fedは自らの将来数年分程度の利益を「先取り」する形で、「繰延資産」を計上して対応
 - ー赤字転落の期間と幅が限定的ゆえ可能な対応
 - ～日銀がすでに抱え込んでいるリスクの大きさ(損失の累積額、持続期間)とは雲泥の差
- Fedは、この財務状況悪化の期間を、最小限で乗り切れるよう最初から計算しつつ、BS政策の「往路」(=BSの拡張)を2014年10月をもって停止し、2015年末からは「正常化」局面入り

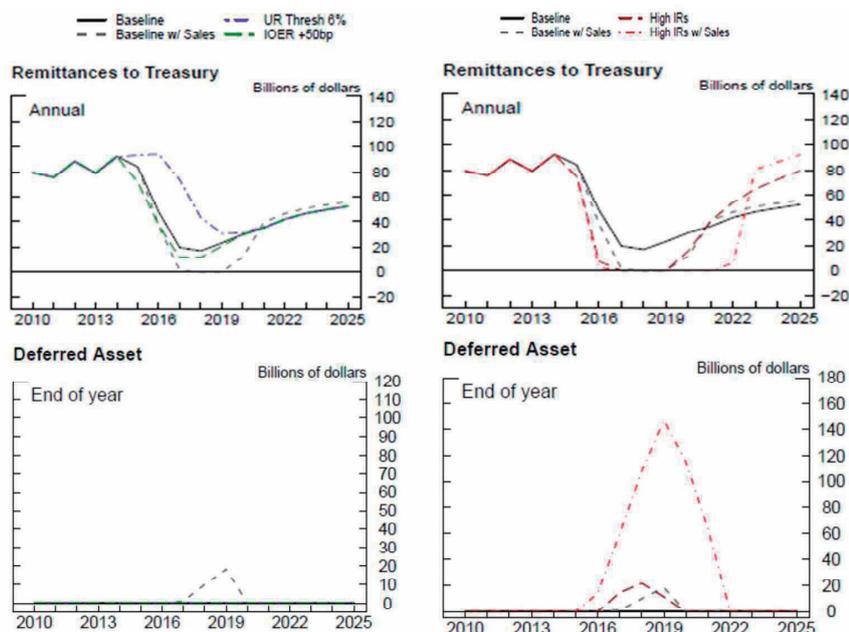
21

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p18]

【財務問題の対外的な説明】

- FOMCで正常化策の検討を加速させていた2013年には、
当時想定されていた複数の正常化戦略のシナリオ、
市場予測ベースでの長短金利水準の見通し、
に基づき、自らの財務運営の試算結果等を、未定稿形式ながら公表
=Fedとして、対外説明上重要な材料と位置付け
- 正常化局面においては、Fed自身の財務運営も相当に圧迫。利ざや縮小により、数年
間、連邦財務省への「納付金ゼロ」ないし、それに近い事態に陥る可能性を明示

(図表9) Fedの財務省への納付金(Remittances to Treasury)、
および繰延資産(Deferred Assets)の試算結果

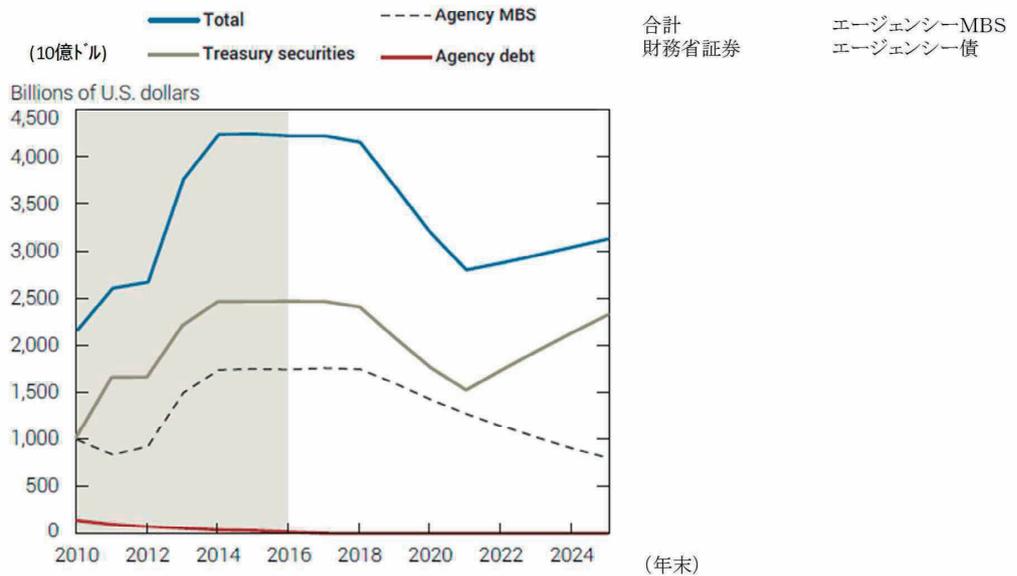


(資料) Seth B. Carpenter et al, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, Finance and Economics Discussion Series 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure3, p28 Figure5.

【その後の対外的な説明の状況】

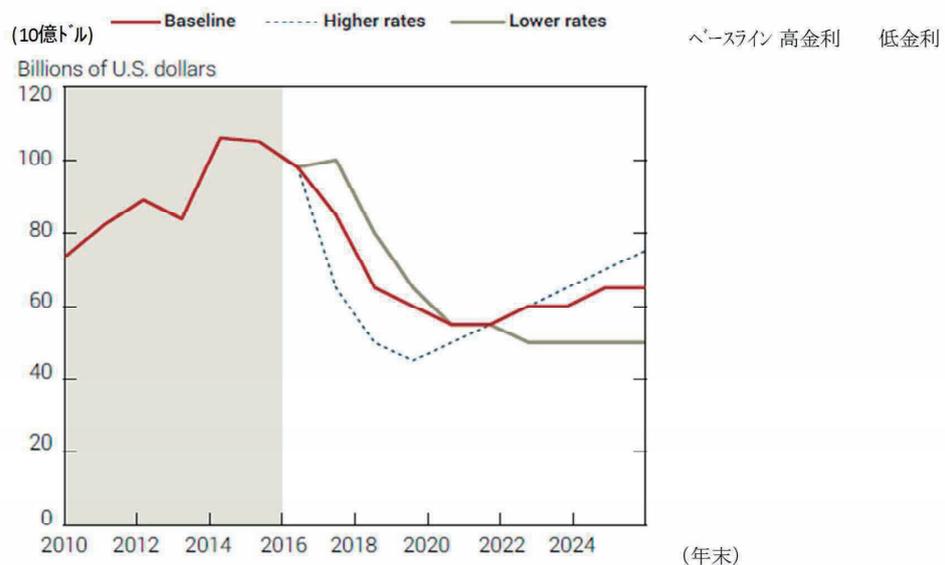
- Fedの金融調節オペを所管するニューヨーク連銀(FRBNY)では、その後も、毎年、“Domestic Open Market Operations”の各年版において、正常化プロセスの進展に伴う、システム公開市場勘定(SOMA、この勘定上で、Fedの金融調節を一元的に実施)の運営見通しをアップデート

(図表10) SOMAの国内証券保有の予測



(資料)FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2016, April 2017, p35 Chart26を基に日本総合研究所作成。
 (注) 網掛け部分は実績値。

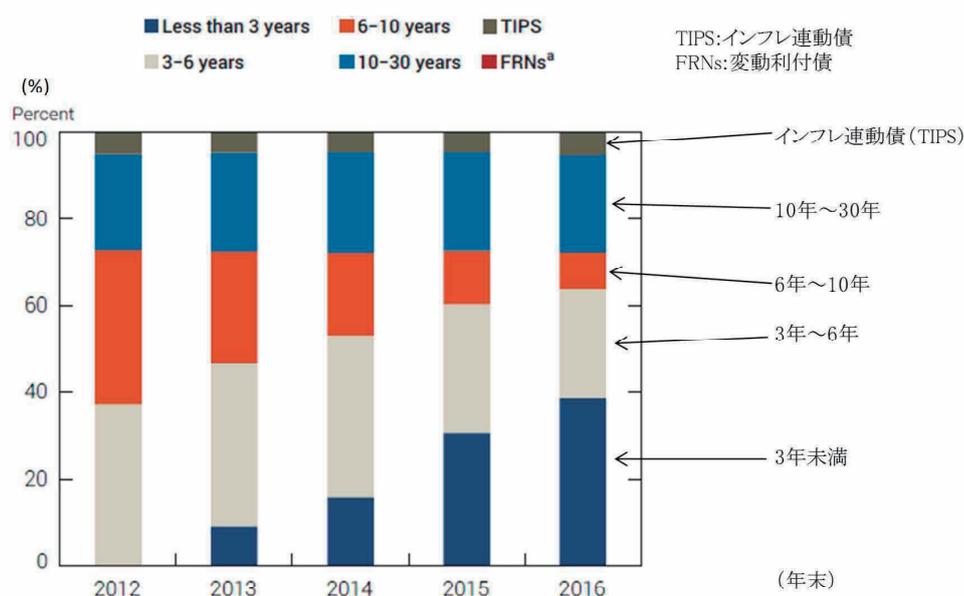
(図表11) SOMAのネット金利収入の予測



(資料)FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2016, April 2017, p37 Chart31を基に日本総合研究所作成。
 (注) 網掛け部分は実績値ベースのリターン。

- Fedは現在、買い入れた資産残高は横ばいで維持。
満期到来分は同額を再投資中
—ただし、「満期落ち」(run off)開始時期の接近をにらみ、期近の満期到来分が多くなるように、残存期間の短い債券に再投資中(図表12)
=「長期債」を手放し、「短期債」に入れ替えることに相当
=2011/10月~12/12月に実施の「オペレーション・ツイスト」(短期債売り長期債買い)の逆オペレーションに相当
=2017年中を通じ、長期金利の押し下げ効果を15bp減殺(=市場金利上昇容認)。
これはFFレート25bp引き上げ×2回分に相当
(イエレンFRB議長が、2017年1月19日の講演テキスト脚注で明らかに)
- かねてよりFed自ら、正常化戦略を、誠実かつ丁寧に国民に説明。
国民や市場関係者にもその考え方は浸透し、理解も広がっていたところ

(図表12) Fedのオペ実施勘定(SOMA)の満期到来額の実績と見通し(2016年末時点ベース)



(資料) FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2016, April 2017, p24 Chart15を基に日本総合研究所作成。
 (注) 変動利付債は、2014年と2015年、2016年に1%未満の保有あり。

- 2017年6月のFOMCでは、資産規模縮小の方針を決定し、公表
 (“Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”)
 - FedがSOMA内で保有する①財務省証券、②エージェンシー債およびMBSについて、それぞれ月当たりの満期落ちの上限額(cap)を定め、その額を漸増させていくことを通じ、徐々に満期落ちのペースを加速させる
 - ①財務省証券の当初のcapは月当たり60億ドル。以後、3カ月ごとに60億ドルずつ増額し、12ヵ月をかけて最終的には月当たり最大の300億ドル(≒3.3兆円)にまで引き上げ
 - ②エージェンシー債およびMBSの当初のcapは月当たり40億ドル。以後、3カ月ごとに40億ドルずつ増額し、12ヵ月をかけて最終的には月当たり最大の200億ドル(≒2.2兆円)にまで引き上げ
- ①財務省証券、②エージェンシー債およびMBSとも、月当たり最大額(合計で500億ドル≒5.5兆円)に到達した後は、そのまま金額は横ばいで満期落ちを継続
- 最終的にはFOMCが
 - 「Fedは金融政策を効率的かつ効果的に実施するうえで必要なだけきっちりの証券を保有するに至った」(=超過準備が解消された、という意味)
 と判断するまで満期落ちを実施
 - そのように判断される準備預金の残高は、危機前の残高を上回る可能性もあり
 - 銀行システムの準備預金の需要と、FOMCが将来的な金融政策運営をいかにして効率的・効果的に実行するかを判断するかに依存

28

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/17]

- NY連銀公表の年報(前掲図表10、2017年4月時点)によれば、今後、3年程度の期間をかけて、「1.5兆ドル」規模(≒約165兆円)での資産規模縮小(「満期落ち」)実施を想定
 - 2017年6月のFOMCでの決定によれば、満期落ち開始からcapの最大額到達までに約1年、その後は月500億ドルペースで満期落ちを継続し、30ヵ月弱で資産規模の縮小を終え、正常化プロセスを完了させることを見込んでいる模様
- なお、FOMCとしては、今後の経済情勢の展開次第では、再投資を再開する可能性にも言及。また、今後の金融政策運営上、フル・レンジの手段(BSの規模ないし構成を変化させることを含む)を用いる用意がある旨を明言
- 米国では、官民ともに、今後の長短市場金利の上昇を、当然のこととして受け止め
 - 決して、市場金利の上昇を恐れてなどいない
- 同時に、正常化プロセスの進展に伴い、アメリカの長短金利の水準がこのように大きく変化すれば、わが国を含む海外経済にも大きな影響が及ぶ可能性

29

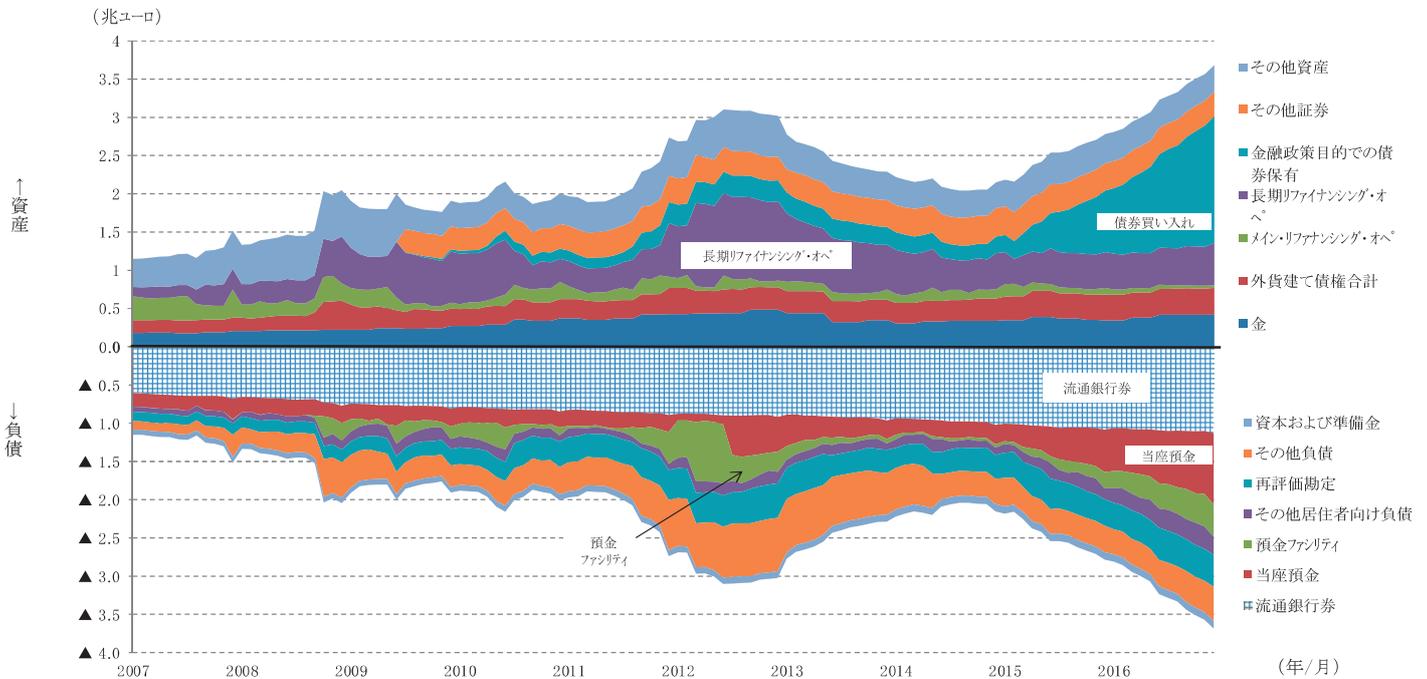
Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/17]

(3) 欧州中央銀行 (ECB) – 欧州債務危機時は債券買い入れ回避、 2014年に「積極的な」バランス・シート政策に転換

【欧州債務危機時の金融政策運営】

- ECBはFedやBOEのように、危機の当初から、「大規模な資産買い入れ」には決して飛びつかず、有担保方式の資金供給の要件を緩和し、期間を長期化した無制限供給 (LTRO<*>) で対応
 - その理由は、
 - ① 欧州の金融仲介は、銀行中心 (米国は資本市場中心)
 - ② ひとたび、国債等を大規模に買い入れると、正常化には長期間を要し困難
- (*) LTRO：長期リファイナンス・オペ
MRO (メイン・リファイナンス・オペ、1週間満期) と並び、従来から ECB の金融調節オペレーションの主力の手段
欧州債務危機前の LTRO は3ヵ月満期 → 危機突入後は12ヵ月満期
→ 2011年11月、12年2月には3年物の無制限供給も実施
- こうした ECB の金融政策運営も奏功し、欧州債務危機の緊張は、2013年頃には緩和。ユーロシステム (ECB、各国中銀から成るユーロ圏の中央銀行の総称) の資産規模も早期に縮小
 - LTRO の金利は当初から市場実勢対比で高めに設定。危機の緊張が緩和したところで、民間金融機関側は自発的に繰り上げ返済実施

(図表13) 金融危機前からのユーロシステムの資産/負債の主な内訳推移

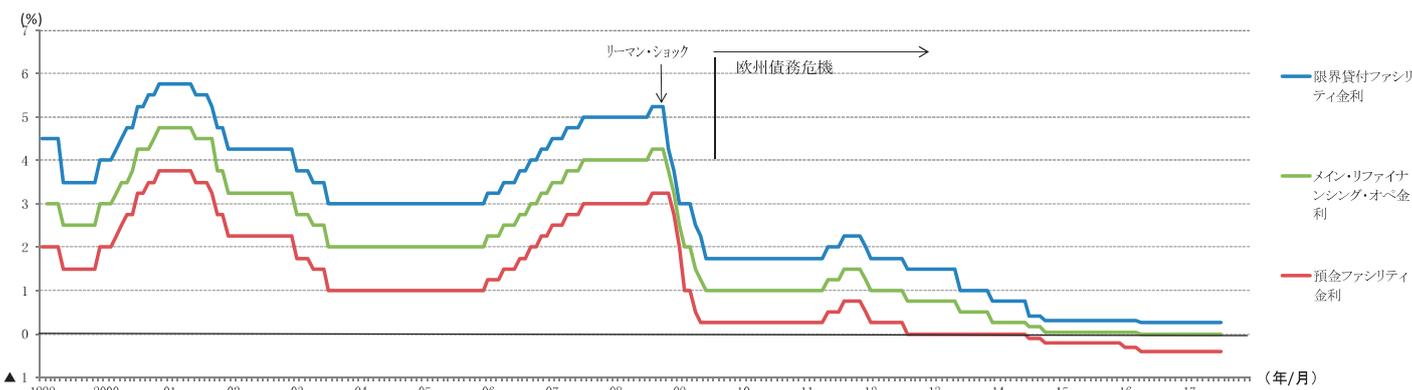


(資料) ECB, "Statistical Bulletin" データを基に日本総研作成。
(注) 本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成。

【デフレ懸念を背景に2014年にスタンス転換】

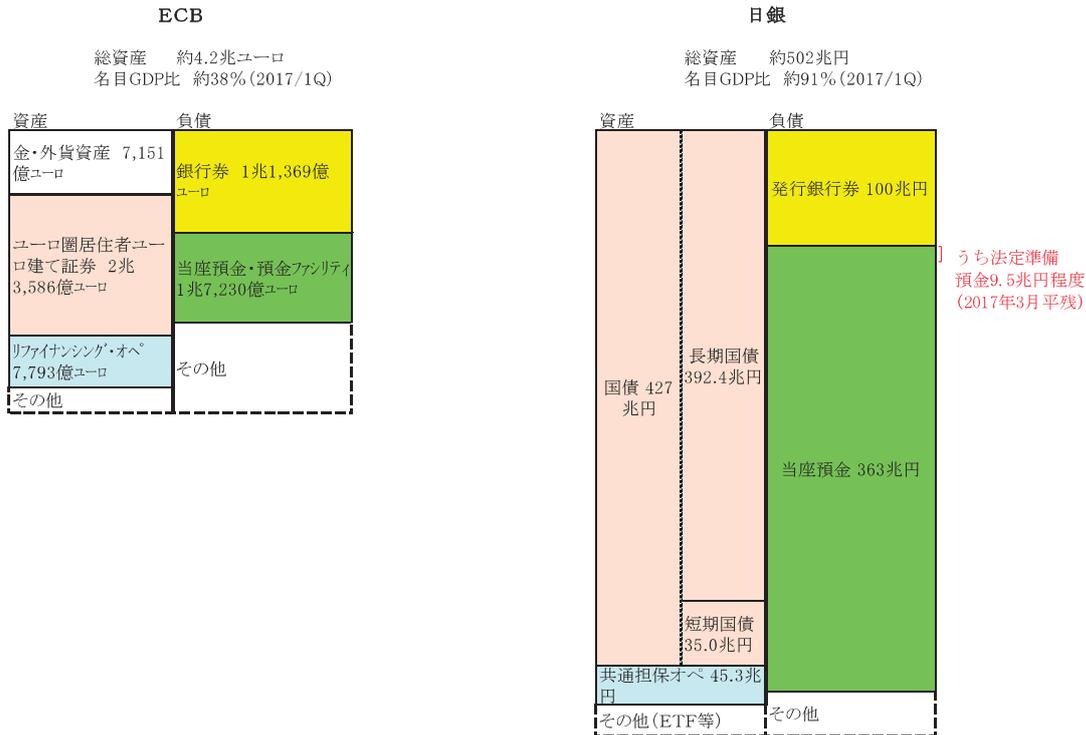
- ところが、欧州債務危機が一服した2013年頃から、新たな課題として、ユーロ圏経済のデフレ傾向が鮮明に
- これを受け、ECBでは2014年6月に金融政策運営方針を転換
= それまでの「消極的な」BS政策を「積極的な」BS政策に転換
- ただし、その手段の組み合わせ、導入の順序は、Fedや日銀等の経験を研究し尽くしたうえで、慎重に工夫
- まず、「マイナス金利」を導入し(図表14)、半年以上後に「資産買い入れの拡大」実施
= 「超過準備の増加を可能な限り抑制する」金融政策運営
ユーロシステムのBSの構成は、日銀とは全く異なる状況(図表15)
= 先行きの、ECBの金融政策運営のコントロールビリティや、ECB自身の財務問題が懸念される状況には決してなっておらず
- 資産の買い入れ(**APP**：資産買い入れプログラム)は、カバードボンド等の民間債券から開始。その後、国債のみならず、社債も追加
- 2015年3月から開始した国債等の買い入れ(**APP**の一部としての**PSPP**：公共セクター買い入れプログラム)は、銘柄ごと、各国ごとの買い入れ上限(**3割**)を厳格に設定

(図表14) 欧州中央銀行の政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成。
(原資料) European Central Bank.

(図表15) 日銀とECBのバランスシートの大まかな見取り図の比較 (2017年6月末時点)



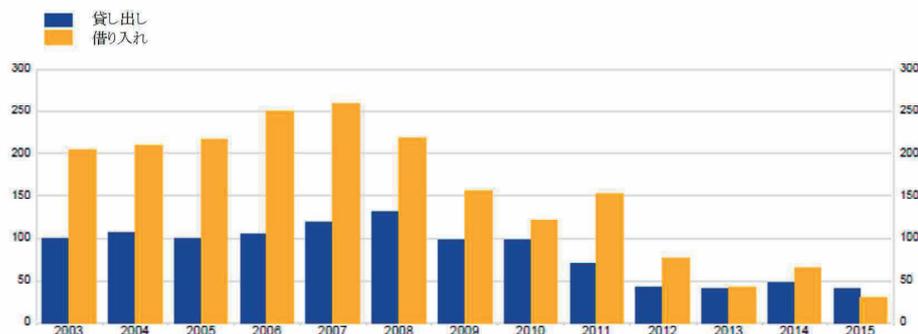
(資料) ECB, *Statistics Bulletin* の計数を基に日本総合研究所作成。

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』の計数を基に日本総合研究所作成。

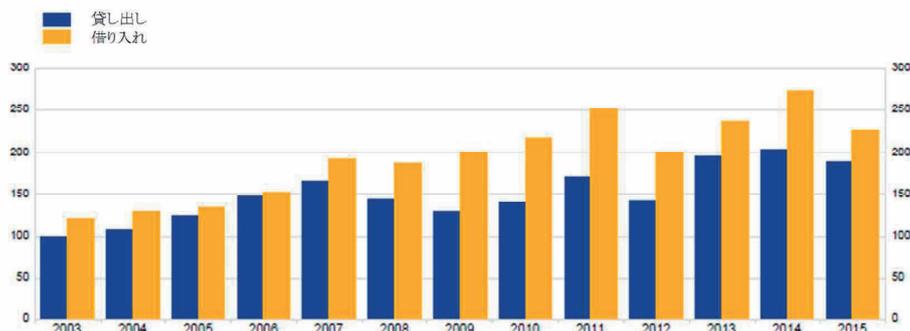
【ECBの「マイナス金利」－日銀とは全く異なる市場環境下での、異なる枠組み】

- 日銀とは順序が異なり、
まず最初に「マイナス金利」導入→9ヵ月遅れで、各国債の買い入れを開始
超過準備の発生を極力、抑制する枠組み
＝短期金融市場の機能を損なうことなく、金利は市場参加者同士の取引で形成
(図表16、17)、中央銀行の財務運営を損なうこともなし
- 日銀のような「階層方式」は採用せず、基本的に、すべての「超過流動性」にマイナス金利を適用
 - 「超過流動性」(短期金融市場における“余り金”に相当)
＝「預金ファシリティ残高」+「超過準備預金残高」
 - 民間銀行にとっては、日々の他行との資金決済をつつがなく遂行するためにユーロシステム(ユーロ圏の中央銀行の総称)に預けている資金の残高にもマイナス金利が適用。政府預金、外国中央銀行の預金も同様
- マイナス金利採用時点で、超過準備の額が少なかったユーロシステムだからこそ可能であったといえる、「例外がなく、首尾一貫した、徹底的なマイナス金利政策」
＝民間金融機関側の負担は、わが国よりはるかに重いのが実態

(図表16)ユーロ圏の無担保資金貸借取引高の推移



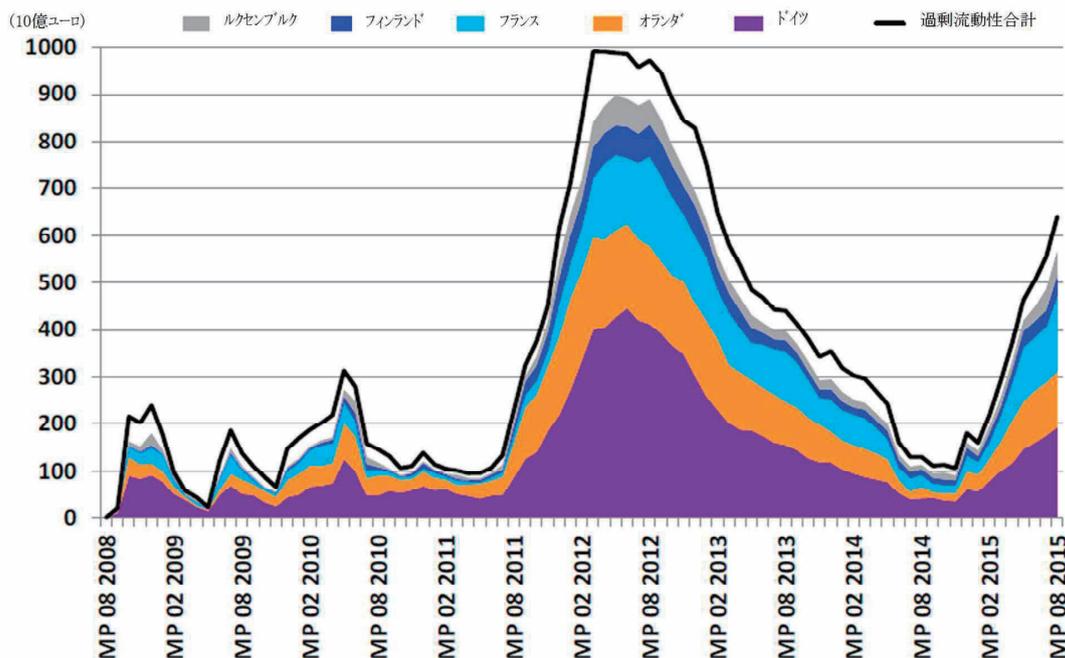
(図表17)ユーロ圏の有担保資金貸借取引高の推移



(資料) European Central Bank, Euro money market survey, September 2015, p11 Chart 14, p16 Chart 27を基に日本総研研究所作成。
(注)ユーロ圏の98金融機関のデータ。四半期データを年単位で合計し、2003年の貸出ボリューム=100として指数化した計数。

- ユーロシステムの場合、マイナス金利の導入の時点での超過準備の規模はごく限定的
—短期金融市場において、「平時」に近い金融調節を実施
=市場参加者全員が「大幅な資金余剰状態」にあったわけではない
- 「政策金利をゼロ%にすれば、短期金融取引高が減少する」のではない。
「短期金融市場に巨額の超過準備が存在するもとの、
政策金利をゼロ%、ないしはマイナスとすれば、短期金融取引高は減少する」
=2014年以降のECBの経験で初めて確認された「事実」
- イールド・カーブの短期ゾーンでのマイナス化は、主に市場取引によって形成
—日本のようにマイナス金利での国債の買い入れという「力技」に頼る必要なし
- もともと、2015年3月のPSPP開始後、ユーロ圏の短期金融市場は変化し、超過流動性が増加中
—ただし、その増加幅は、日銀やFedに比較すれば相当に限定的(前掲図表13、15)
—債務危機で苦しんだ周縁国の中銀では、超過準備は積み上がらず(図表18)
—ECBとして、先行きの財務運営や金融調節のコントロールビリティが懸念される
状況には至らず。今もなお、基本的に、危機前同様の金融調節を実施

(図表18)ユーロシステムにおける超過流動性の、各国中銀別保有状況



(資料) O. Vergote, The Distribution of Excess Liquidity, Money Market Contact Group, ECB, March 15, 2016を基に日本総合研究所作成。
(原資料注) 各国中央銀行別の超過流動性保有額、準備預金の積み立て期間 (MP: Maintenance Period) ごとの平均。

(4) バランス・シート政策を採用した中央銀行が共通して抱える課題 と今後の位置付け

- FedやECBのこれまでの経験からすれば、BS政策を採用した中央銀行は、とりわけその手段が「債券等の資産の買入れ」による場合、その「復路」で次のような課題に直面
- BS政策の「往路」で供給した多額の余剰資金(過剰流動性)が短期金融市場に残存
 - 中央銀行はこれに付利する制度を導入すれば、余剰資金が市中に徒に出回らないように中央銀行内に引きつけておく(「超過準備」として預け入れ)ことが可能。付利を引き上げれば、金融引き締めも可能
 - ただし、中央銀行の財務コストが発生し、長期間継続することは不可能
- BS縮小の手段—債券等の「中途売却」は困難(金利上昇局面では売却損発生)「満期落ち」が現実的。ただし長期間を要する
- 中央銀行の財務コスト(以下の式がマイナスになる場合)
 - = (「買入れた債券等の収益性」-「付利引き上げ所要幅」)
 - × 「超過準備の規模」× 「BS規模縮小までの所要年数」、で決定
 - この財務コストが自らの自己資本基盤で賄い切れなければ、財政支援が必要に

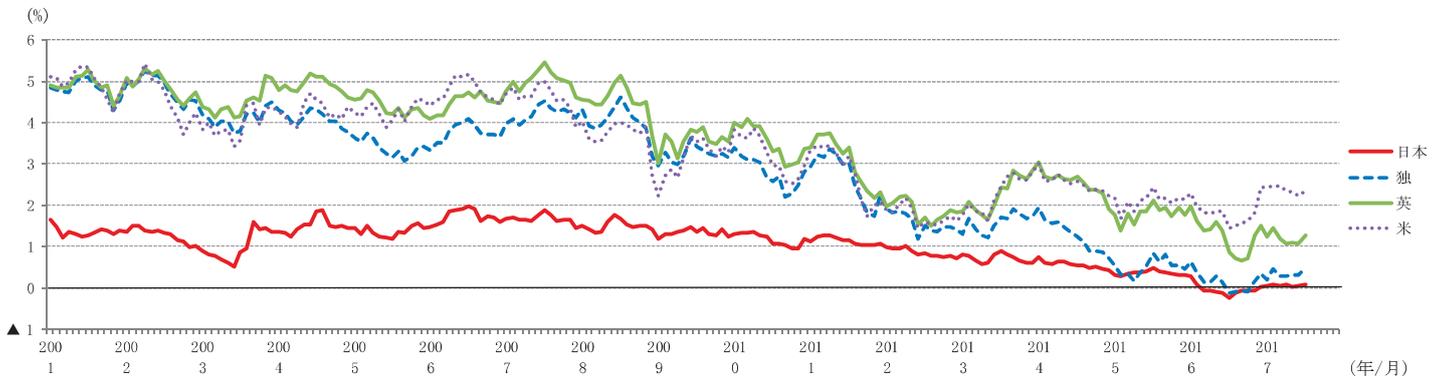
(BS政策採用中銀が共通して抱える課題)

- 「復路」を無事に全うしてBSを元の規模に縮小できる(=「超過準備」を解消できる)までの間、
 - ①国の財政支援に頼らず、いかにして自立的な財務運営を継続できるか、
 - ②短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、その無用な流出を防ぎ、金融調節のコントローラビリティをいかに確保するか

(バランス・シート政策の金融政策運営上の今後の位置付け)

- BS政策は、今後も金融政策運営上の一つ的手段として用いられる可能性あり
- ただし、それを採用し得るかどうかには、様々な制約、予め留意すべき点が存在
 - ①「往路」だけでは完結しない。「復路」に採り得る実現可能な手段、アプローチがあり得るかを事前に検討しておくことが必要
 - ②「往路」でどこまでBS規模の拡大が可能かは、当該国・中央銀行がそれまでの間に置かれてきた経済・金融環境に大きく依存
 - とりわけ「往路」の手段を、多額の債券買い入れとする場合、BS政策開始前までの当該国の金利水準(図表19←経済成長率、物価<図表20>)が影響如何による制約は大
 - ③「復路」でのスムーズなBS規模縮小を可能とすべく、「往路」の手段や買い入れ対象資産を選択する際に、あらかじめ慎重な工夫要(債券の種類、残存年数等)
 - ④中央銀行が「復路」で自ら対応可能な範囲を超えて「往路」のBS政策を展開した場合、「復路」を首尾よく切り抜けられるかには、当該国の財政事情も大きく影響

(図表19) 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

(図表20) 主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

(注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース。

- このほか、「復路」における**超過準備(過剰流動性)の管理**も課題
 - －現在、「世界初」の取り組みをFedが実施中
 - －民間銀行側が、必要に応じ、いつでも自由に引き出し他の与信に回せるもの
＝潜在的な“過剰流動性”に相当
 - －「復路」完了まで、中央銀行のなかに首尾よく“封じ込めて”管理し切れるかは、現時点では不明

*「復路」における超過準備管理のために、採り得る手段

- ①中央銀行による付利水準を、経済・金融の実態に合わせて引き上げ
(ただし、中央銀行に財務コストが発生)
- ②準備預金制度における法定準備率を引き上げ
(＝民間銀行に、無利子の中央銀行当座預金への多額の預け入れを強制)
～ターナー氏、シムズ教授ら、海外の著名な“リフレ派”の経済学者は、①の付利引き上げが事実上不可能な場合は、この手段によらざるを得ずと主張

*超過準備(過剰流動性)流出のあり得る契機

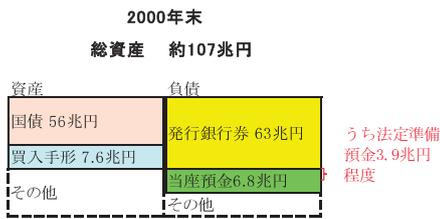
- －景気回復による貸出需要増(米国の一部で懸念。FRBNY関係者の分析あり)
- －外国為替市場での過度な円安の進展、内外金利差の拡大?(日本)

(5) 日銀を待ち受ける難路－中央銀行は持ちこたえられるか

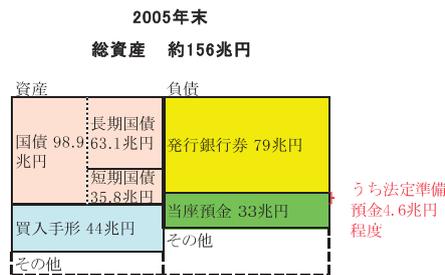
- かつて日銀は「銀行券ルール」を自らに課し、順守
 - －「長期国債保有残高」<「銀行券発券残高」
というルール
- これが奏功して、2001年から開始していた「量的緩和」を2006年に解除した際には、わずか4ヵ月で超過準備の解消に成功し、伝統的な金融調節による政策金利の引き上げ誘導が可能に
- ただし、当時の日銀は、「銀行券ルール」を「財政規律維持のため」としか説明せず
 - －BS政策を世界で初めて採用した国でありながら、わたしたち国民は、そのリスクの所在や歯止めのかけ方について、この段階で理解しておく機会を逸失

(図表21) 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2017年3月末)

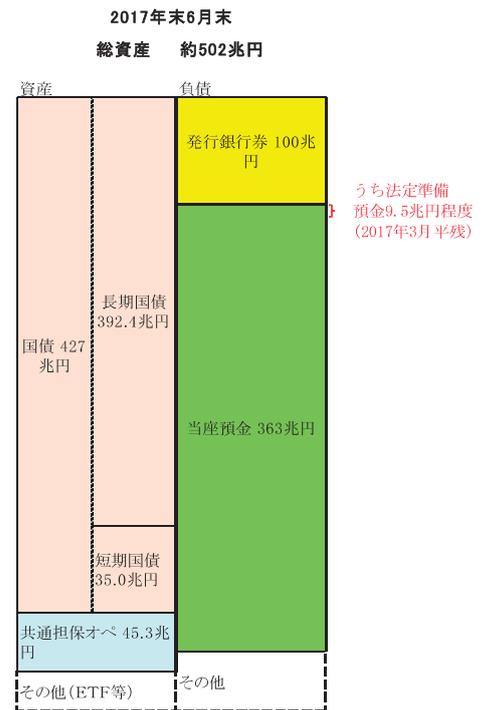
【平時=BS政策採用前】



【「量的緩和政策」終盤】



【直近】「量的・質的金融緩和」下



「当座預金残高」-「法定準備預金残高」
=「超過準備」に相当

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎報告』各号の計数を基に作成。

(遠からぬ将来、正常化局面で必ず生じる重い財務運営コスト)

- わが国の場合、欧米主要国とは異なり、超金融緩和局面がすでに20年間近くに長期化
= 中央銀行として買い入れる国債についているクーポンの利率は、欧米対比で相当に低い
- 買い入れた国債の加重平均利回りは、Fedで3%台、イングランド銀行(BOE)で4%台 (いずれも2015年1月時点での日本総研試算)とみられるのに対し、日銀の場合は同時点でわずか0.4%、足許では0.3%程度
- これは、日銀の場合、正常化局面で、超過準備への付利の引き上げを行う際、BSの運営上“逆ざや”にならずにすむ余地は極めて乏しいことを意味する
- 日銀のBS規模はすでに502兆円、当座預金残高は363兆円 (2017年6月末時点)
- 正常化局面入り後、資産サイドの低利の国債との間で、1%逆ざやになるごとに、毎年度3.6兆円程度の財務負担が発生

- しかも、日銀の場合、買い入れた国債の残存期間の加重平均は**7.4年**(前掲図表1)
 =今後、保有国債の満期到来分を順次、全額満期落ちさせるとしても、**残高半減までに7年かかる計算**
- にもかかわらず、日銀の自己資本は**わずか7.8兆円程度**
 -日銀は、2015年度決算より「債券取引損失引当金」の積み増しを開始するも、その額はわずか、4,501億円(2015年度)、4,615億円(2016年度)
- 正常化局面における日銀の財務運営は、持続可能なものとは到底、考えにくい
 -**中央銀行の財務コストの考え方**(再掲、以下の式がマイナスになる場合)
=「買い入れた債券等の収益性」-「付利引き上げ所要幅」
×「超過準備の規模」×「BS規模縮小までの所要年数」、で決定
 -この財務コストが自らの自己資本基盤で賄い切れなければ、財政支援が必要に

- しかも日銀は、2016年2月以降、「マイナス金利政策」を追加的に導入
 (同年9月以降は「長短金利操作」に)
 -**マイナス金利(=「額面超え」)**で、多額の国債買い入れを実施
 その毎期の償却が、日銀の財務運営を早くも蝕みつつある状況(図表22)
 2016年度上半期は、円高進行による外貨資産評価損をカバーできず、赤字に転落
- 現行日銀法には、政府による追加出資(損失補てん)の規定なし
- 日銀法を改正できれば解決できる事態といえるか?
 -日銀が正常化局面に入らざるを得なくなるような、長短金融市場の環境で、国の利払費、財政運営はどのような姿になると想定されるか。安定的な財政運営の継続が脅かされかねないのではないか

(図表22)「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の経常収入と外国為替関係損益、当期損益の推移

実施前 ← → 実施後

(億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度		2017年度		
					上半期	下半期	上半期	下半期	
経常収入	7,410	9,087	11,447	13,963	6,938	7,025	12,737	6,712	6,025
円貨資産	6,641	8,385	10,785	13,267	6,593	6,673	11,975	6,371	5,603
貸出金	332	256	286	348	173	175	96	82	13
買現先勘定	-	-	-	▲0	-	▲0	-	-	-
国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,391	6,483	11,869	6,284	5,584
短期国債	220	295	108	▲208	▲28	▲179	▲1,230	▲483	▲746
長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,420	6,662	13,099	6,768	6,331
(参考)受入利息	9,595	12,703	16,822	21,614	n.a.	n.a.	24,945	12,221	12,724
(参考)償却額(利息調整額)	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	n.a.	n.a.	▲13,076	▲5,936	▲7,140
コマーシャル・ペーパー等	18	18	19	10	8	2	▲3	▲2	▲0
社債	65	53	39	32	19	13	12	6	5
外貨資産	768	701	661	696	345	351	762	340	421
(参考)									
外国為替関係損益(為替差損益)	6,036	6,194	7,601	▲4,083	272	▲4,355	▲1,481	▲6,976	5,494
(各期末時点の為替相場)	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末		2015/9月末	2016/3月末		2016/9月末	2017/3月末
ドル相場	94.18	103.23	120.03		119.90	112.57		101.34	111.39
ユーロ相場	120.74	142.21	128.96		133.99	128.11		113.92	118.65
債券相場	143.09	172.07	177.93		181.33	161.67		131.51	139.80
当期損益	5,760	7,242	10,090	4,110	6,288	▲2,178	5,066	▲2,002	7,068

(資料) 日本銀行『第132回事業年度(平成28年度)決算等について』(2017年5月29日)、『第132回事業年度(平成28年度)上半期財務諸表等について』(2016年11月28日)、『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(2015年5月27日)、ブルームバーグ記事「日銀: 国債購入で償却負担拡大、15年度8700億円に緩和策が財務圧迫」2016年6月29日、日本経済新聞(電子版)記事「日銀に3つの不都合な真実 株高期待、高まらず」2016年8月18日、時事通信記事「日銀、9月中間損失2002億円ー4期ぶり赤字、円高で差損」2016年11月28日、週刊金融財政事情記事「日銀16年度決算、保有国債の利回り低下で利息収入が減少」2017年6月5日を基に日本総研作成。

(注) 国債収入のうち、(参考)と表記した別枠の内訳(受入利息、および償却額<利息調整額>)の計数は、2016年6月29日付ブルームバーグ報道、および2016年8月18日付日本経済新聞(電子版)報道、2016年11月28日時事通信報道、2017年6月5日週刊金融財政事情報道に基づく(この各社に対して日銀が開示した計数)。

3. わが国内外の財政・経済・金融危機の経験 ー待ち受ける事態とはいかなるものか

(1)「財政危機」の種類の整理 (「債務調整」には2通りのパターン)

- “連続的な”債務調整 … 財政運営は表面的には継続。
 国民は、ジワジワと重く長い負担を余儀なくされることに
 例)高インフレ (→非連続的な債務調整につながるケースも多い)
 金融抑圧 (内国債金利を人為的に抑制。本来は、国と国の間での資金のやり取りが自由にできない「資本フロー規制」下でしか成り立たず)
- “非連続的な”債務調整 … 財政運営は行き詰まり = 「財政危機」

(さらに「非連続的な債務調整」を大別すれば、当該国の国債の保有状況により…)

- 対外債務調整 (外国勢が国債の相当割合を保有する場合)
 – 対外債の元利償還の停止。他に外国勢向け預金封鎖(アイスランド)の実例も
- 国内債務調整 (国債の殆どが国内勢保有である場合)
 – 国内債の元利償還の停止、利率の強制的引き下げ
 – 国内の個人、法人に対する債務(歳出)不履行(年金カット、公務員の給与不払い等)
 – (上記の策を強制的に執行する<=国民に有無を言わず、課税資産を課税に先立って差し押さえる>手段として)預金封鎖、新通貨切り替え、資本フロー規制

52

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/0]

(2)金融抑圧

- もとは開発経済学上の概念。「名目金利の人為的な抑制によって、実質金利をマイナスに 抑え込むこと」。以下の点が共通の特徴
 - ①明示的、もしくは暗黙の金利規制
 - 金利上限を設定
 - とりわけ、国債金利に上限を設定
 – 中央銀行による国債引き受け(=財政ファイナンス)等を通じて実現
 【当局が金利をコントロールできるのは、あくまで国内で発行・取引される国債の金利のみ】
 - ②政府に対する与信を促進する国内機関の設置
 - ③これ以外に、銀行の国有化(インド、中国)や銀行に対する重い規制(高度成長期の日本)、等の指摘も存在

53

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/0]

- 第二次世界大戦後、主要国で金融自由化の動きが後半化する1980年頃までの時期に、この「金融抑圧」が行われていた国が多く存在(図表23)

＜1945年～50年代＞

多くの先進国経済が、極めて多額の政府債務残高と高インフレに悩まされる。

外国為替制度に関しては、事実上、複数制度が横行(ブラック・マーケットの存在)

＜1960年代＞

ブレトン・ウッズ体制の最盛期。外国為替取引は各国とも厳格に管理

インフレ率は徐々に安定に向かい、政府債務残高も徐々に削減

＜1970年代＞

ブレトン・ウッズ体制は崩壊。オイル・ショックを契機に、世界的なインフレが高進

- 「金融抑圧」とは、
 - 1972年にブレトン・ウッズ体制が崩壊するまでの間は、外国為替制度として、固定相場制がとられ、
 - 1980年に至るまでは、各国間で厳格な資本フロー規制が設けられていたからこそ、可能であった政策

- 現代において、資本移動は完全に自由

→先進国中銀が「超金融緩和競争」を行なってきたゆえ、「金融抑圧」的な状況は容易に実現可能だった。ただしこの状況の転機は、すでに到来しつつある可能性

(図表23) 第二次大戦後の「金融抑圧」およびインフレによる政府債務の「清算 (liquidation)」事例

国名	対象期間	政府債務残高GDP比 (%)				「清算」年	「清算」年における実質金利のマイナス幅(▲で表記)平均	「インフレ・サブプライズ」年			
		期初	期末	期中ボトム	変化の方向性						
アルゼンチン	1942-1980	48.6 (1942)	12.6 (1980)	9.3 (1972)		1944-1952 1954-1980	▲ 21.4	1945 1972	1946 1973	1949-1951 1975	1959 1976
オーストラリア	1945-1980	74.5 (1948)	21.3 (1980)	21.3 (1980)	↘	1947-1953 1971-1980	▲ 4.6	1951		1952 1975	
ベルギー	1945-1974	131.2 (1946)	38.8 (1974)	38.8 (1974)	↘	1945-1948 1969-1974	▲ 4.2	1946 1971-1974		1963 1975	
インド	1949-1980	27.4 (1949)	41.3 (1980)	25.8 (1954)	↗	1949 1959-1960 1970	▲ 5.4	1951 1957 1972-1975		1964-1968 1977	1974 1980
アイルランド	1960-1990	44.9 (1960)	93.2 (1990)	35.1 (1973)	↗	1961-1965 1979-1983	▲ 3.4	1965 1974		1971 1975	
イタリア	1946-1980	39.9 (1946)	56.1 (1980)	24.2 (1947)	↗	1946-1947 1962-1964 1970	▲ 6.0	1962 1976	1963	1973	1974
南アフリカ	1945-1980	78.6 (1945)	33.3 (1980)	30.3 (1964)		1947-1949 1955 1958	▲ 3.0	1951-1953 1972-1980			
スウェーデン	1945-1990	41.6 (1948)	46.3 (1990)	16.1 (1967)	↗	1947-1948 1962	▲ 2.6	1951 1975	1952 1978	1956-1958 1980-1981	1960 1980
イギリス	1945-1980	234.7 (1945)	46.2 (1980)	46.2 (1980)	↘	1948-1953 1965	▲ 3.5	1955-1956 1969	1958 1971-1977	1962 1979-1980	1971
アメリカ	1945-1980	116.0 (1945)	42.3 (1980)	32.2 (1974)		1945-1948 1950-1951 1973-1975	▲ 3.5	1946 1973	1966 1974	1968 1979	1969

(資料) Reinhart & Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", BIS Working Papers No 363, Bank for International Settlements, November 2011, IMF Fiscal Affairs Department, Historical Public Debt Database, September 2012 versionを基に日本総合研究所作成。

(原資料注1) Reinhart & Sbrancia [2011]は、「インフレ・サブプライズ」年は、当該年のインフレ率が、前年までの10年間のインフレ率の移動平均から、標準偏差の2倍を上回った場合に該当する、と定義
(注2) 政府債務残高GDP比を除き、Reinhart & Sbrancia [2011]ベース。政府債務残高GDP比のみ、IMFの Historical Public Debt Databaseの計数で、期初と期末の年はReinhart & Sbrancia [2011]の対象期間に従っているが、当該年の計数がn.a.の場合は、近い年の計数とした。

- 「金融抑圧」は、重債務国の政府債務残高の規模を縮減するうえで、どれほど有効か？
 - 第二次大戦後の結果は**一様ではない**(図表23)
 - ほぼ一方向で、縮減に成功：オーストラリア、ベルギー、イギリス、アメリカ
 - 途中から、逆に増加傾向：インド、アイルランド、イタリア、スウェーデン
 - (国債金利は相当に抑えつけられていたにもかかわらず。図表24)
 - …「実質金利**マイナス**」：名目金利<物価上昇率、の状態
 - 債務残高規模の推移は、「金融抑圧」に成功したか否かのみでは決まらず
実際の歳出・歳入政策にも依存
 - 仮に当該国が「閉鎖経済」下にあったとしても、「金融抑圧」は「連続的な債務調整」を可能とする特効薬とは必ずしもたり得ず
- 「金融抑圧」は、重債務国であるわが国にとって、誘惑的な政策手段かもしれないが、**重債務状態を解消する特効薬たり得ず、「開放経済」のもとで、失敗したときの代償はあまりにも大きい**
 - 今、その「失敗」が露わになるときが、近づいているのではないか？

56

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p10]

(図表24) 各国の「金融抑圧」時、および金融自由化後の実質金利の比較

国名	金融自由化の年		実質金利平均 (%)				
			預金金利	公定歩合	インターバンク金利	貸出金利	T-Bill金利
アルゼンチン	1991	自由化前	23.99	▲ 28.12			
		自由化後	0.97	▲ 2.55			
オーストラリア	1980	自由化前	▲ 2.83	▲ 0.64	▲ 1.80	▲ 0.04	▲ 2.66
		自由化後	2.61	3.86	3.83	6.98	3.46
ベルギー	1980	自由化前	▲ 0.50	1.29	▲ 0.38	3.21	2.19
		自由化後	1.75	4.14	3.68	6.94	2.96
インド	1992	自由化前		0.26	0.38	6.77	
		自由化後		1.11	1.45	5.86	
アイルランド	1980	自由化前	▲ 4.02	0.04	▲ 1.84	▲ 1.52	▲ 2.16
		自由化後	▲ 1.11	4.12	3.13	3.57	2.84
イタリア	1983	自由化前	▲ 3.30	▲ 2.97	▲ 1.44	1.47	▲ 2.66
		自由化後	0.94	4.70	3.59	6.22	3.32
南アフリカ	1980	自由化前	▲ 4.33	▲ 0.40	▲ 1.30	1.95	▲ 1.61
		自由化後	1.72	2.56	2.09	5.56	1.82
スウェーデン	1980	自由化前	▲ 0.55	▲ 0.51	▲ 0.29	1.23	▲ 0.61
		自由化後	1.28	1.19	3.88	5.12	2.97
イギリス	1981	自由化前	▲ 2.41	▲ 0.14	▲ 6.22	▲ 2.00	▲ 1.23
		自由化後	3.20	3.68	3.88	4.54	3.64
アメリカ	1982	自由化前	2.04	▲ 0.12	1.00	2.09	▲ 0.31
		自由化後	1.43	1.61	2.19	4.72	1.77
(参考)							
日本	1979	自由化前	▲ 2.13	▲ 7.18	0.53	1.60	▲ 1.61
		自由化後	0.52	1.11	1.77	2.97	1.31

(資料) Reinhart & Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", BIS Working Papers No 363, Bank for International Settlements, November 2011, を基に日本総合研究所作成。

57

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p10]

(中央銀行の「金融抑圧」の後に起こる事態)

- 「財政ファイナンス」による「金融抑圧」が、最終的にいかなる帰結をたどるか
 –内外各国の歴史的な経験：**閉鎖経済下**（資本移動の自由無、為替は固定相場制）
 においては、**ハイパーインフレ**がその共通の帰結（図表25）
- 現在の、日銀による“事実上の財政ファイナンス”
 =**開放経済下**（資本移動は自由、為替は変動相場制）において、
他の主要中銀にはおよそみられない、極端な規模での「金融抑圧」
- その帰結は、まず、**中央銀行の財務運営の破綻**（債務超過転落およびその長期化）
 →金融政策運営の制御不能、および開放経済体制の維持困難（資本フロー規制発動）
 →財政運営は行き詰まり、急激かつ乱暴な緊縮策を迫られることに
 →民間金融機関経営も大きく動揺することが必至。しかし政府には公的資金を注入できる力はもはや残らず、預金の引き出し規制→預金封鎖へ
- ハイパーインフレは、その次に起こる事態か？

(図表25)ハイパーインフレや高インフレが発生した国の国内債務、マネタリーベースの状況

国名	発生年	インフレ率	国内債務/GDP比率	マネタリーベース/GDP比率
【ハイパーインフレ】				
アルゼンチン	1989	3,079.5	25.6	16.4
ブラジル	1987	228.3	164.9	9.8
	1990	2,947.7	155.1	7.1
ドイツ	1920	66.5	52.6	19.4
	1923	22,220,194,522.37	0.0	0.0
【高インフレ】				
ギリシャ	1922	54.2	53.0	34.3
	1923	72.6	41.3	32.7
イタリア	1917	43.8	79.1	24.1
	1920	56.2	78.6	23.5
日本	1944	26.6	236.7	27.8
	1945	568.1	266.5	74.4
ノルウェー	1918	32.5	79.3	86.4
	1920	18.1	106.9	65.6
フィリピン	1981	13.1	10.4	6.6
	1984	46.2	11.0	13.9
トルコ	1990	60.3	14.7	7.4
	1994	106.3	20.2	7.1

(資料) Reinhart & Rogoff, *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009を基に日本総合研究所作成。

(3) 国内債務調整

【参考事例1】第二次大戦後のわが国の経験

① 終戦直後にわが国が直面した状況

- 膨大な政府債務残高
一戦時補償債務、賠償問題があり、政府債務の全体像は、名目の国債残高を大きく上回り、確定が困難な状況

(図表26) 国債借入金等残高の対国民所得比率の推移
(1930<昭和5>～50<昭和25>年度)

年度	国民所得 (百万円) (A)	卸売物価 指数 前年比	国債借入金等 年度末残高 (百万円、B)	国債借入金等 対国民所得比 (%、B/A)	国債現金償還 額 (百万円、C)	国債現金償還額 対国民所得比 (%、C/A)	
1930	11,740		6,843	58.3	156	1.3	
31	6	▲ 15.5	7,053	67.0	56	0.5	
32	7	11.0	7,911	69.8	32	0.3	
33	8	12.417	8,917	71.8	20	0.2	
34	9	13.131	2.0	9,780	74.5	21	0.2
35	10	14.440	2.5	10,525	72.9	50	0.3
36	11	15.546	4.2	11,302	72.7	48	0.3
37	12	18.620	21.4	13,355	71.7	16	0.1
38	13	20,008	5.5	17,921	89.6	20	0.1
39	14	25,354	10.5	23,566	92.9	21	0.1
40	15	31,043	11.9	31,003	99.9	21	0.1
41	16	35,834	7.1	41,786	116.6	15	0.0
42	17	42,144	8.8	57,152	135.6	0	0.0
43	18	48,448	7.0	85,115	175.7	1	0.0
44	19	56,937	13.3	151,952	266.9	755	1.3
45	20	-	31.7	199,454	-	-	-
46	21	360,855	432.9	265,353	73.5	42	0.0
47	22	968,031	195.9	360,628	37.3	1,662	0.2
48	23	1,961,611	165.6	524,408	26.7	3,582	0.2
49	24	2,737,253	63.3	637,286	23.3	65,772	2.4
50	25	3,381,500	18.2	554,007	16.4	50,871	1.5

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月、『同 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成。
(原資料注1) 国債借入金等年度末残高は、国債、借入金、短期証券および一時借入金の合計額。外貨債の円換算は、英貨1ポンドにつき9円763、米貨1ドルにつき2円006、仏貨1フランにつき0円387。

(原資料注2) 国民所得は、昭和20年までは暦年ベース、21年は年度ベース。

- 国債は、人為的な低金利としたうえで、その殆どを日銀と預金部(政府)が引き受ける状態
- インフレが進行
- 当時の日銀は、引き受けた国債の8~9割方を、市中に売却
少しでもインフレの進行をくい止めようと、必死のオペレーション
= 現在の日銀の政策運営スタンスとは、大きな相違
- 敗戦時の国民の財産、資産は、事実上、現預金のみに尽きる、といっても過言ではない状態

(図表27) 国債消化状況の推移
(額面ベース、1937<昭和12>年7月～46<昭和21>年3月)

会計年度	国債発行高 (A)	引受別			日本銀行 純売却高 (E)	引受額との差 (C-B)
		預金部 (B)	日本銀行 (C)	その他(*) (D)		
1937 昭和12(※1)	2,230,000	350,000	1,780,000	100,000	1,086,844	693,156
38	4,530,500	780,000	3,750,500	-	3,286,929	463,571
39	5,516,500	1,500,000	4,016,500	-	3,246,501	769,999
40	6,884,500	1,890,000	4,994,500	-	3,803,259	1,191,241
41	10,191,000	2,150,000	8,041,000	-	6,723,263	1,317,737
42	14,259,000	3,050,000	11,209,000	-	10,614,001	594,999
43	21,147,000	5,900,000	15,247,000	-	13,851,257	1,395,743
44	30,347,500	10,400,000	19,947,500	-	17,483,332	2,464,168
45	33,111,227	11,859,000	16,252,227	5,000,000	21,945,400	5,693,173
1945年4月	71,200	-	71,200	-	1,437,869	▲ 1,366,669
5月	1,500,000	500,000	1,000,000	-	2,072,301	▲ 1,072,301
6月	1,565,600	1,000,000	565,600	-	2,256,224	▲ 1,690,624
7月	3,500,000	1,000,000	2,500,000	-	2,130,567	369,433
8月	4,055,330	1,000,000	3,055,330	-	1,371,363	1,683,967
9月	5,000,000	1,500,000	3,500,000	-	2,084,735	1,415,265
10月	7,029,430	1,500,000	5,529,430	-	2,259,197	3,270,233
11月	-	-	-	-	1,831,668	▲ 1,831,668
12月	30,667	-	30,667	-	1,645,160	▲ 1,614,493
1946年1月	300,000	300,000	-	-	▲ 331,610	331,610
2月	-	-	-	-	220,959	▲ 220,959
3月	10,059,000	5,059,000	-	5,000,000	4,966,967	▲ 4,966,967

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総合研究所作成。

(注1) 昭和12年度は7月以降。

(注2) 「その他」の昭和12年度は国債シンジケート団引き受け、20年度は金融機関引受。

②わが国が選択した非連続的な債務調整と異例の財政運営

- 第二次大戦をはさんだ昭和期の国民所得と物価上昇率、国債残高等の推移は図表26の通り
- 日本国政府発行の外国債に関しては、戦時中の1942(昭和17)年から利払いが停止されており、その後52年まで債務不履行状態が継続

(図表28)戦前の内国債・外国債の利率別残高の推移 (1930<昭和5>~45<昭和20>年度)

利率	区分	(千円)					
		1930 昭和5	35 10	36 11	40 15	44 19	45 20
7分	外国債	-	-	-	-	5,218	5,185
6分5厘	外国債	269,448	229,281	223,423	193,367	30,113	29,890
6分	外国債	239,448	220,696	216,233	195,495	193,231	192,539
5分5厘	外国債	264,464	262,409	257,827	228,267	136,259	136,045
5分	内国債	4,215,094	4,401,810	2,265,707	2,265,662	2,218,755	2,218,760
	外国債	281,250	261,722	261,721	261,718	230,955	230,884
	計	4,496,344	4,663,532	2,527,428	2,527,380	2,449,710	2,449,644
4分5厘	内国債	-	715,000	715,000	715,000	315,000	-
	外国債	58,578	-	-	-	-	-
	計	58,578	715,000	715,000	715,000	315,000	-
4分	内国債	261,698	3,405,630	3,411,592	3,411,820	3,304,930	3,304,930
	外国債	365,837	357,754	357,751	357,748	292,178	292,145
	計	627,535	3,763,384	3,769,343	3,769,568	3,597,108	3,597,075
3分6厘5毛	内国債	-	-	-	500	920,500	954,350
3分5厘	内国債	-	-	2,865,252	21,977,296	99,093,032	132,547,751
	割引	-	-	-	241,000	892,438	897,165
合計	内国債	4,476,792	8,522,440	9,257,551	28,611,277	106,744,656	139,922,957
	外国債	1,479,024	1,331,861	1,316,955	1,236,596	887,956	886,689
	計	5,955,817	9,854,301	10,574,506	29,847,873	107,632,612	140,809,647

(資料)大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総研研究所作成。

(終戦当時の政権、大蔵省による検討)

—大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで』シリーズ
各巻、東洋経済新報社、による

- 検討段階で、「官業および国有財産払い下げ」、「債務破棄」、「インフレーション」や、「国債利率の強制引き下げ」等も選択肢にのぼるなか、
- 「取るものは取る、返すものは返す」
 - 一度限り、空前絶後の大規模課税として、動産、不動産、現預金等を対象に、高率の「財産税」(税率25~90%)を導入することを選択
 - 内国債の債務不履行そのものは回避
 - 他方、戦時補償債務を切り捨てるため、「戦時補償特別税」を、債務と同額で課税
 - これらの課税に先立ち、1946(昭和21)年2月17日、**預金封鎖、新円切り替え**(新円:旧円=1:1)を実施
- 財政運営が行き詰まった初期の段階で、「インフレーション」は現実問題として採用できる**選択肢ではなかった**
 - インフレーションがその後、何年間でどこまで高進するのか予測は困難
 - 国庫の資金繰りを預かる当局としては、預金封鎖や通貨交換を併用したとしても、名目的な国債デフォルトを回避し、財政運営を継続するためには、即刻、可能な限りの現金が必要
 - 数年かけて税収がインフレで水膨れして揚がってくるのを待てる時間的余裕はなし

昭和20年10月14日の官邸での会合の列席者による回想
 (昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻『政府債務』
 <執筆者は加藤三郎東大教授>89ページ、
 原資料:今井一男口述「終戦以後の給与政策について」
 『戦後財政史口述資料』第八分冊、昭和26年12月17日)

「…(前略)…大蔵省として天下に公約し国民に訴えて発行した国債である以上は、これを踏みつぶすということはとんでもない話だ、というような意見が勝ちを占めまして、おそらく私もその一人であったろうと思うのですが、これは満場一致の形で、取るものは取る、うんと国民から税金その他でしぼり取る、そうして返すものは返す、こういう基本原則をとにかく事務当局で決めてしまいました。その場で財産税という構想が生まれて、議論を重ねました。この財産税は結局日本戦後の財政史上、国内混乱を起こした以外何ものでもないことになりましたが、財産税の構想はその会合でたまたま議論が起こったものです。…(後略)…」

(図表29)終戦直後の主な財政・金融関係政策の流れ

年	月日	政治経済一般	財政	金融	内閣	蔵相
1945 昭和20	8月15日	終戦			東久瀨内閣 (昭和20年8月17日～ 20年10月9日)	津島寿一
	8月28日		大蔵省に戦後通貨対策委員会設置			
	9月2日	降伏文書に調印			幣原内閣 (昭和20年10月9日～ 21年5月22日)	渋沢敬三
	11月24日		戦時利得の排除および国家財政の再編成に関する覚書			
46 昭和21	1月21日		司令部、政府借入の制限・支払制限に関し指令		第一次吉田内閣 (昭和21年5月22日～ 22年5月24日)	石橋湛山
	2月17日	食糧緊急措置令、隠匿物資等緊急措置令公布	臨時財産調査令公布	金融緊急措置令、日本銀行券預入令公布		
	3月3日	物価統制令公布				
	7月24日		戦時補償全面打ち切り閣議決定	戦時補償全面打ち切り閣議決定		
	8月11日			金融緊急措置による封鎖預金を第一封鎖預金・第二封鎖預金に分離		
	8月15日	企業経理応急措置法公布		金融機関経理応急措置法公布		
	10月19日	戦時補償特別措置法、企業再建整備法公布	戦時補償特別措置法公布	戦時補償特別措置法、金融機関再建整備法公布		
	11月12日		財産税法公布			

(資料)西村吉正(編)『復興と成長の財政金融政策』大蔵省印刷局、1994(平成6)年8月を基に日本総合研究所作成。

- 終戦後の焼け野原のなかで、国民の手許にかろうじて残っていた預金等の金融資産が財産税の課税対象に

(図表30) 財産税課税財産価額(昭和21~26年度累計)

	(千件、百万円)	
	件数	財産価額
田	451	7,673
畑	418	2,997
宅地	567	13,570
山林	238	2,900
家屋	570	24,372
立木竹	217	5,716
国債	498	1,806
株式および法人の出資	678	16,324
銀行および信託預金	1,155	29,159
郵便貯金およびその他の預貯金	1,250	9,451
年金保険等	771	3,574
機械設備器具工具および什器	175	3,506
商品、製品、半製品および原材料	131	3,327
書画骨董	39	1,102
家庭用動産	1,324	4,647
その他	155	1,189
小計	9,277	136,141
控除額		
公租公課	359	5,082
債務	234	7,007
差引合計(その他控除を含む)	1,808	123,779
税法第18、19条による控除額	254	1,716
差引課税財産価額	1,808	122,062
(参考)		
昭和21年度一般会計予算額		119,087

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成。

- 財産税は富裕層に対してのみならず、あらゆる所得階層の国民に課税
— 所得階層別の税揚げ額は、中所得層からの額が多い

(図表31) 財産税の実施時点における階級別見込み額

区分 (千円超)	人員 (戸)	財産価額		税額	
		1人当たり (千円)	総額 (百万円)	1人当たり (円)	総額 (百万円)
100	80,833	104	8,407	1,000	81
110	58,864	114	6,710	3,700	218
120	53,194	124	6,596	6,900	367
130	61,959	138	8,550	12,200	756
150	48,507	158	7,665	20,600	999
170	59,334	182	10,799	32,000	1,899
200	66,458	240	15,950	63,000	4,187
300	46,914	380	17,827	144,000	6,756
小計	476,063		82,504		15,263
500	24,054	675	16,236	329,750	7,931
1,000	6,651	1,175	7,815	663,500	4,413
1,500	3,515	2,025	7,118	1,284,750	4,515
3,000	1,267	3,700	4,688	2,576,000	3,263
5,000	522	8,500	4,437	6,591,000	3,440
15,000	102	52,471	5,352	45,834,000	4,675
小計	36,111		45,646		28,237
合計/平均	512,174	250	128,150	85,000	43,500

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第7巻 租税(1)』東洋経済新報社、1977(昭和52)年2月を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 財産税法案・戦時補償特別税法案の議会提案と同時に参考として提出された関係書類。

(注) 本見込み額に関して、前尾繁三郎「終戦直後の財産税構想と徴税問題」(一) (『戦後財政史口述資料』第三分冊・租税)は、「その1年間のインフレの激化というものは非常な勢いだったのです」、「従って実際に行った財産税というのは、そう税額も大きくはなく、そう大きな役割を果たすことはできませんでした」と述べている(『昭和財政史 終戦から講和まで 第7巻租税(1)177~183ページ』)。

- その財産税収を原資に、戦後直後の数年間、国債残高の相当部分を償還。

(図表32) 国債償還資金の繰り入れ、使用額の推移

(千円)

	1946 昭和21	47 22	48 23	49 24	50 25	51 26
国債償還資金	2,061,215	2,211,892	2,657,237	6,001,893	53,844,100	12,323,735
前年度より繰越額	447,742	447,363	576,560	129,397	1,487,220	1,482,222
当該年度繰り入れ額	1,613,473	1,764,529	2,080,677	5,872,496	52,356,880	10,841,513
うち財産税等収入金特別会計からの繰り入れ分	1,613,473	1,524,657	1,082,393	439,421	445	173
使用額	1,613,852	1,635,332	2,527,840	4,514,673	52,361,878	7,673,922
内国債	1,613,852	1,635,332	2,527,840	4,514,673	52,361,878	6,531,922
満期償還額	-	-	1,254,312	1,782,724	846,213	824,964
繰上償還額	-	-	-	-	4,173,061	2,635,809
買入消却額	199	240	1,035	1,919,169	34,945,635	3,070,977
借換公債募集金不足補てん額	180	-	-	-	-	-
財産税等収入金特別会計収入国債消却額	1,613,473	1,524,656	1,082,393	439,420	445	172
国債整理基金保有国債消却額	-	110,436	190,100	373,360	12,396,524	-
外国債	-	-	-	-	-	-
借入金その他	-	-	-	-	-	1,142,000
差引翌年度繰越額	447,363	576,560	129,397	1,487,220	1,482,222	4,649,813

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総合研究所作成。

(注) 1950(昭和25)年度の繰り入れ額には、ドッジの指導により、均衡財政を維持するために繰り入れられた「特別債務償還費」254億円を含む。

- 預金封鎖、新円切り替え(新円:旧円=1:1)を実施
 - 国民向けには、「インフレ抑制のため」という説明で通すも、相当な反発あり
 - 実際には、**財産税課税等に先立ち、課税資産を国が先に差し押さえた形**
 - 1:1での新円切り替えを実施し、**タンス預金による抜け道も完全に封じる**
 - 預金封鎖を先行させ、**財産税課税のための調査の時間を確保**
 - 財産税は、不動産等の物納のほか、**預貯金への課税分については、事実上、封鎖預金をもって、半ば強制的に納めさせた**
 - 民間金融機関等の経営再建・再編に向けての債務切捨ての原資として、昭和23年3月に第二封鎖預金を充当(「金融機関再建整備法」、「企業再建整備法」)

(図表33) 金融機関再建整備最終処理状況

(百万円)

金融機関	確定損	確定損負担源泉別状況						調整勘定利益金 (27年9月末)
		確定益	積立金取崩	資本金切捨	整理債務切捨	指定債務切捨	政府補償	
銀行	27,490	6,205	1,308	1,581	17,997	30	367	8,345
特別銀行	7,687	500	278	237	6,669	-	-	-
普通銀行	15,441	3,838	947	1,331	9,339	-	-	-
貯蓄銀行	1,747	323	15	72	1,079	-	241	-
信託銀行	1,253	71	66	123	858	-	124	-
無尽会社	625	75	10	36	43	1	455	126
信用組合	743	69	36	93	175	1	323	72
金庫	4,563	38	12	147	116	1	4,268	1,784
保険	8,370	1,533	436	60	2,547	-	3,863	2,280
県農組	2,868	164	50	109	25	2	2,509	-
市町村農組	-	-	-	-	-	-	403	-
合計	44,659	8,084	1,852	2,028	20,873	35	12,192	12,607

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成。

昭和21年2月16日、渋沢蔵相の放送による公表内容における政策目的の説明 (速記記録のまま)

皆サン、政府ハ何故コウシタ徹底シタ、見ヤウニ依ツテハ乱暴ナ政策ヲトラナケレバ
ナラナイノデセウカ、ソレハ一口ニ謂ヘバ悪性インフレーショントイフ、国民トシテ実ニ始末
ノ悪イ、重イ重イ生命ニモカカワルヤウナ病氣ヲナオス為ノ己ムヲ得ナイ方法ナノデス。…
(後略)…

昭和財政史 終戦から講和まで 第12巻『金融(1)』(執筆者は中村隆英東大教授) 91ページ

「…(前略)…これ以降の政府の説明もこの趣旨で貫かれている。こうして、大蔵当局の一
時インフレの高進を抑え、時をかせごうというひかえ目な判断に基づく政策効果の見通し
はかくされたまま、公式には徹底的なインフレ対策としての面のみが強調され、一般もそ
のような政策としてこれを理解することになったのである。そこにこの政策がのちに多くの
批判をあびなければならなくなった最大の理由があったといえよう。…(後略)…」

- ・ 内国債の債務不履行は回避した一方で、戦時補償債務を切り捨て
 ー債権者である国民に対して、国側の債務金額と同額の「戦時補償特別税」を
 課税する形
 ー国内企業や国民に対して、戦時中に約束した補償債務を履行しない、という形で、
国内債務不履行を強行

(図表34) 戦時補償特別税の内訳 (昭和21～26年度累計)

(千件、百万円)

	合計		法人		個人	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
法施行日に現存する戦時補償請求権の価格	302	12,087	161	10,924	141	1,163
法施行日前に決済を受けた金額	1,971	63,812	475	41,831	1,496	21,981
現金払いまたは前渡金と相殺のあった金額	568	11,083	209	9,373	359	1,710
政府特殊借入金または特殊預金等により決済を受 けた金額	1,656	52,732	320	32,461	1,335	20,271
政府特殊借入金または特殊預金等現在額	1,673	47,007	316	27,600	1,357	19,407
法施行日前に譲渡した金額	44	3,922	29	3,474	16	447
法施行日前に償還払戻解除を受けた金額	57	1,802	26	1,386	30	416
課税価格計	2,250	75,900	631	52,757	1,619	23,144
法第10条による控除額		333			59	275
納付税額	306	57,537	111	49,061	195	8,475

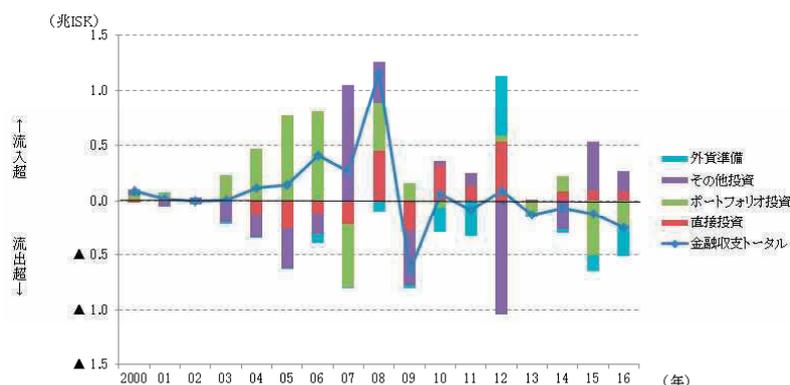
(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に
日本総合研究所作成。

【参考事例2】アイスランドの対外債務調整後の資本フロー規制(2008年1月~2017年3月)と国内債務調整の経験

①民間銀行の過剰なリスク・テイクによる“不均衡”拡大

- アイスランドはEU非加盟の欧州の小国で、島国
- スカンディナヴィア諸国や北部EU各国との経済的な結びつきが強く、「開放経済下の小国」の典型例の1つ
- リーマン・ショックにより「最初の最も悲惨な犠牲国」
- アイスランド中央銀行は、2001年にインフレーション・ターゲティングを採用し、通貨アイスランド・クローナ (ISK) を完全な変動相場制へ移行
- 3大銀行のうちの2行は2002年および2003年に民営化
(=同国の銀行システムは民営化完了)
- 民間銀行は2003年から2007年にかけて、①グローバルな低金利、②潤沢な流動性、③各行の高い格付けを背景に、投資銀行業務を大きく拡大

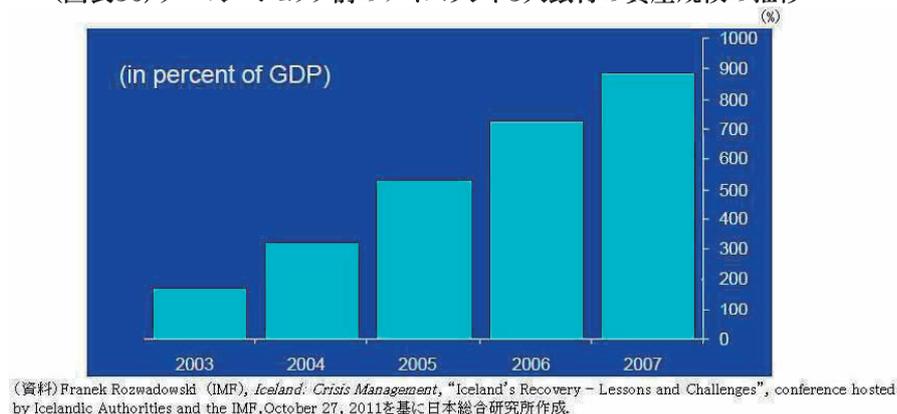
(図表35) アイスランドの内訳別金融収支の推移(年ベース)



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
 (注) IMFの発行の『国際収支マニュアル 第6版』(2008年発行)においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

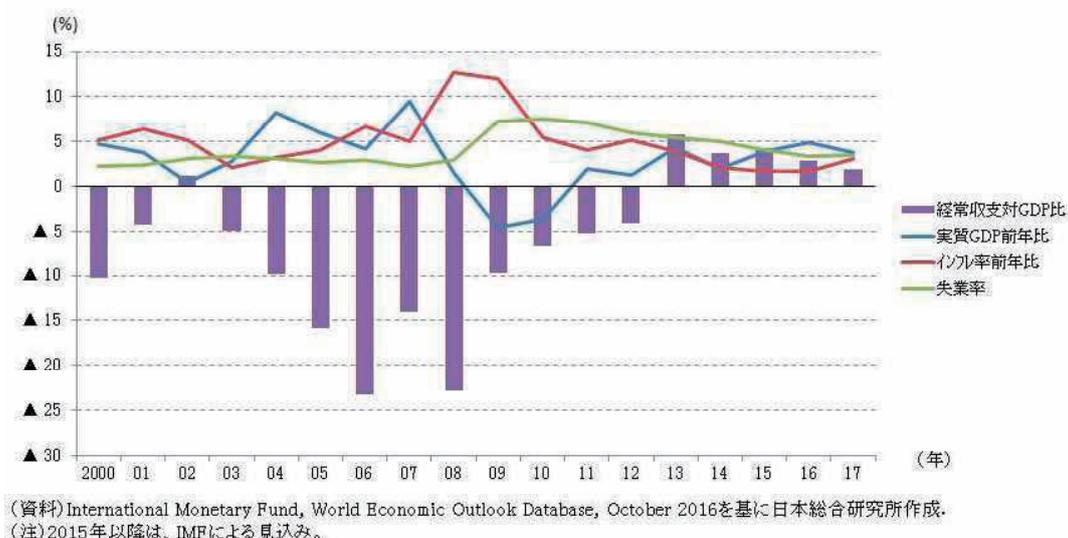
- 民間銀行が拡大した業務の大半はアイスランド国外におけるもの
 ー業務拡大の資金を手当てすべく、各行は当初市場性の債券や証券を発行
 →次第に短期借り入れに依存するようになり
 →2005年以降は預金受け入れ(図表35の「その他投資」)への依存度が拡大
- とりわけ大手銀行の1つであるランズバンクは、イギリスとオランダで展開したリテール勘定において、多額の預金を獲得(ランズバンクの子会社Icesaveによる)
- 危機直前における大手3行のバランス・シートの規模は、アイスランドのGDPの実に9倍近くにも到達

(図表36)リーマン・ショック前のアイスランド3大銀行の資産規模の推移



- この間、アイスランドの実体経済は力強く成長
- 他方、国内のバランス・シートが拡大し、資産価格が急伸するなどバブルの様相
- その一方で対外的な不均衡が積み上がり

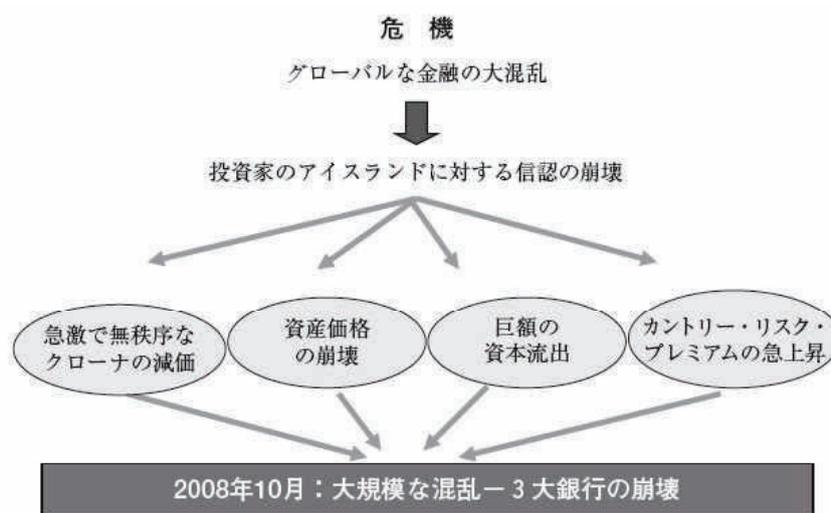
(図表37) 2000年代以降のアイスランドの実体経済指標の推移



②急転直下で危機状態に突入

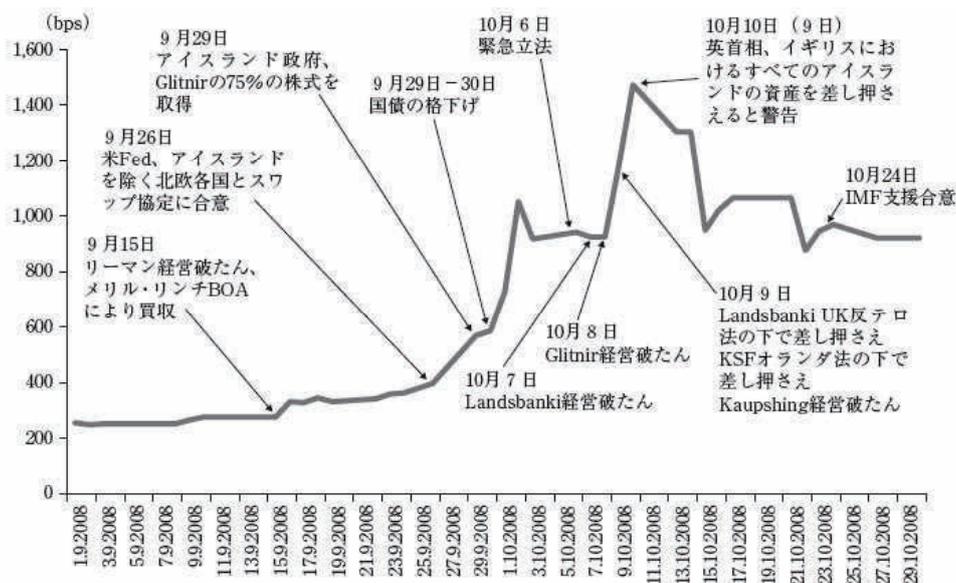
- 2007年のサブ・プライム危機の発生をきっかけに、アイスランドの各民間銀行の資金調達環境は急速に悪化。資金繰り困難に直面
- さらに2008年9月のリーマン・ショックで決定的な打撃
 - 大手民間銀行3行は経営破たんし、国有化されることに
 - クローナは急落
 - 2008年11月28日からは、広範囲にわたる資本フロー規制が導入
 - 非居住者のクローナ建て預金や証券の保有口座は封鎖
 - その後は、海外送金の制限や海外旅行目的での外貨両替の制限も強化
- アイスランドの場合、非居住者によるクローナ建て預金の膨張が危機の引き金となったこともあり、その扱いが資本フロー規制上の大きな焦点に

(図表38)アイスランドの危機突入の経緯



(資料) Franek Rozwadowski (IMF), *Iceland: Crisis Management*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

(図表39)リーマン・ショック前後のアイスランドの危機の展開(“The Perfect Storm”)とCDSスプレッドの推移



(資料) Fridrik Mar Baldursson (Reykjavik University), *Iceland's Program with the IMF 2008-2011*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

(ネット専業銀行Icesaveの破たん処理問題)

- 大手民間銀行の1つであるランズバンキ傘下のネット銀行であったIcesaveは、金融危機前にオランダやイギリスから預金を多額に受け入れ
- 2008年10月に経営破たんし国有化
- オランダ政府とイギリス政府は、自国内のIcesaveの預金者に対して、自国の預金保険から補償金を支払い。
- 他方、その分の損失補てんにアイスランド政府が応じるかをめぐってその後、アイスランドは2度の国民投票によってこれを否決し、紛争に

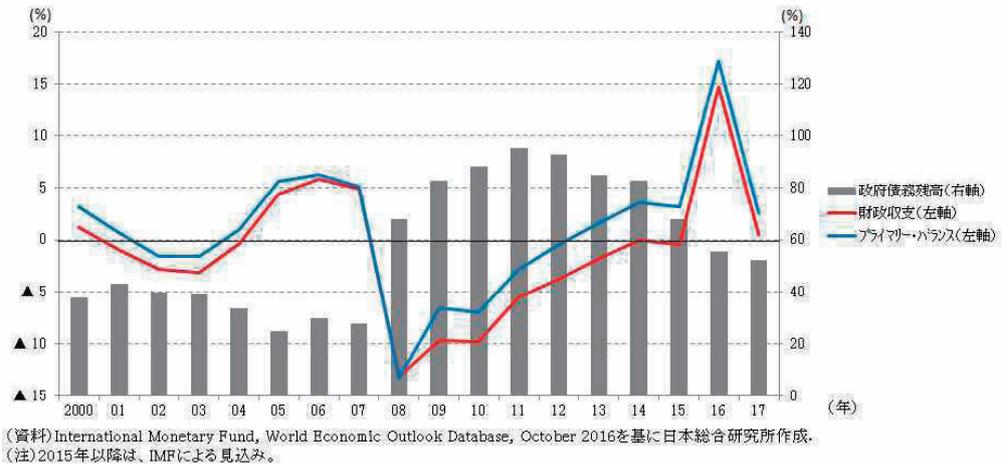
＝アイスランドの財政破綻には、このような経路での**“対外債務調整”**の側面も

- アイスランドとイギリス、オランダとの関係はこの問題で完全にこじれ、アイスランドのEU加盟問題は棚上げ状態が今日に至るまで継続

③政策対応と危機の結末－国民生活と社会構造への重い影響

- ・ 危機前のアイスランドの財政事情をみると、一般政府債務残高の名目GDP比はわずかに30%台、財政収支、プライマリー・バランスともに大幅な黒字という健全財政国
- ・ 危機による大銀行の相次ぐ破たんが一気に悪化。実体経済も大きな打撃（前掲図表37）

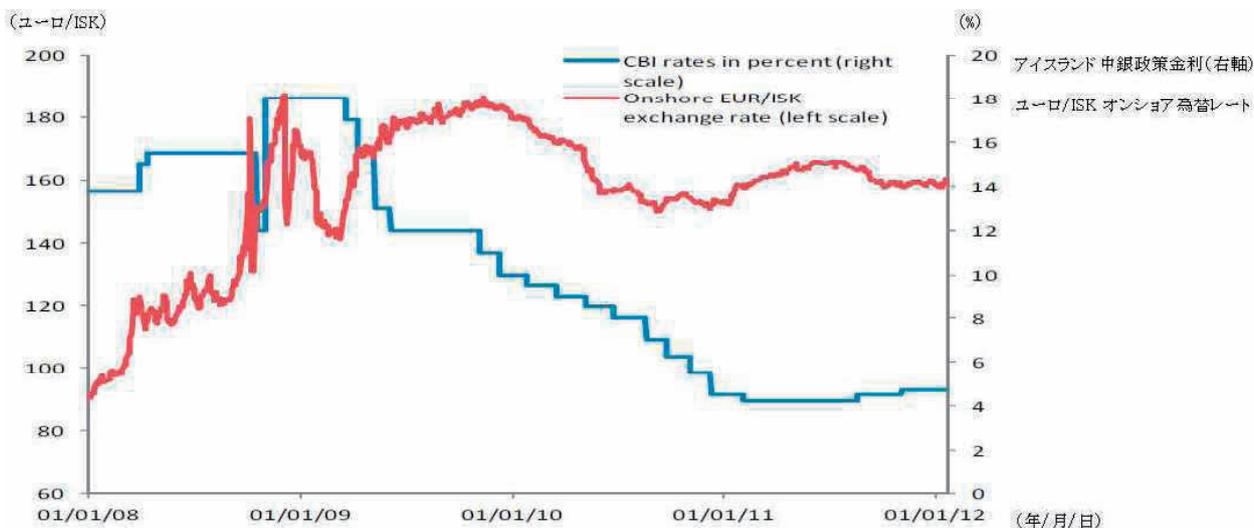
（図表40）2000年代以降のアイスランドの財政指標（名目GDP比）の推移



（“国際金融のトリレンマ”とアイスランドの選択）

- ・ ①自由な資本移動と、②為替レート安定、および③金融政策運営の自主性、の3つを同時に達成することは不可能（“国際金融のトリレンマ”）
- ・ アイスランドは、この制約の下、“資本移動の自由”を犠牲にし、金融政策運営の自由度を死守するという政策運営を選択（図表41）
- ・ 資本フロー規制の発動により、アイスランド中央銀行は、少なくともオンショア・ベースではクローナ相場を安定的に維持しつつ、危機で大きな打撃を受けた国内の実体経済情勢に即して、金融緩和を行い得る余地を創出
- ・ なお、このような資本フロー規制を発動する場合には、実態上、オフショア・ベースの外国為替市場が形成されることに
 - －オフショア市場では、オンショア・ベースよりも50%割安な価格でクローナが取引
 - －オフショア市場での取引には、合法的な取引と非合法的な取引とが存在

(図表41) アイスランド・クローナ(ISK)の対ユーロ為替レート(オンショア)と
アイスランド中央銀行の政策金利の推移



(資料) IMF [2012a], Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows - Background Paper, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department; in consultation with the Legal Department and other Departments, March 16, 2012, p32 Figure 7を基に日本総合研究所作成。

- 他方、財政運営の面では、IMFの支援を受け、国債のデフォルト(債務不履行)はかろうじて回避しつつも、その代替策として、厳しい「国内債務調整」を余儀なくされる結果に
- 危機後は、幅広い税目にわたる、税率の大幅な引き上げという厳しい財政緊縮を断行せざるを得ず

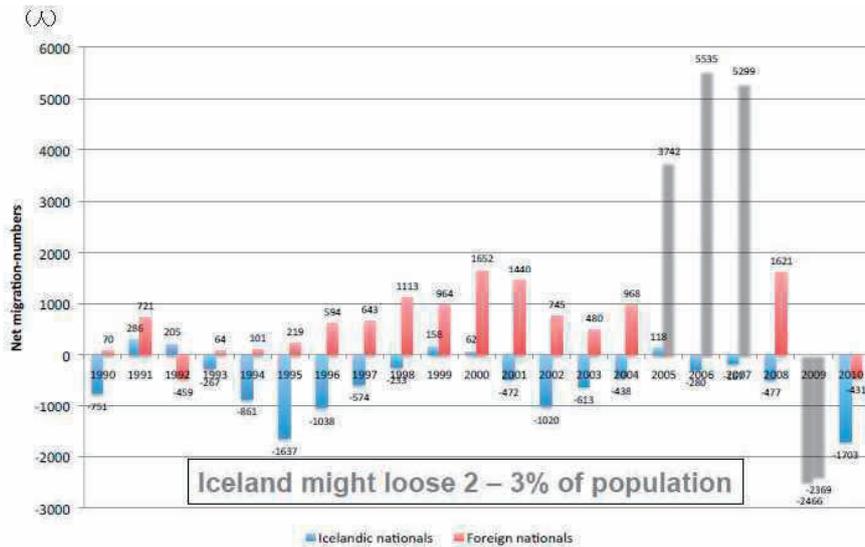
(図表42) 危機前後におけるアイスランドの税率引き上げの例

税目	2007年	2012年予算案	増加率(%)
キャピタル・ゲイン税	10%	20%	100
個人所得税	23.75%	22.9%/25.8%/31.8%	9
地方所得税	11.24%-13.03%	12.44-14.48%	11
付加価値税	7%/14%/24.5%	7%/25.5%	4
相続税	5%	10%	100
酒類手数料			
ビール	58.70kr	91.33kr	56
ワイン	52.80kr	82.14kr	56
スピリッツ	70.78kr	106.93kr	51
タバコ手数料			
シガレット	286.97kr	459.29kr	52
その他のタバコ製品	14.34kr	22.96kr	52
石油手数料	41.00kr	72.99kr	78
ガソリン手数料	42.23kr	76.31kr	81
一般	9.28kr	31.73kr	242
特定-無給	32.95kr	40.52kr	23
特定-その他	34.92kr	42.93kr	23

(資料) Finnur Oddsson (Iceland Chamber of Commerce), *Incentives and disincentives: A systemic view of challenges to recovery*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成。

- アイスランドはわが国同様の島国ながらも、人口の2～3%が危機後に国外に流出。危機で社会的にも極めて重い打撃を受ける結果に

(図表43) アイスランドの移民の流出入の推移(1990年～2010年)
(移入者－移出者：アイスランド国民および外国人)



(資料) Stefn Ólafsson (University of Iceland), Level of Living Consequences of Iceland's financial crisis: What do the social indicators tell us?, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成。
(原資料) Statistics Iceland.

(資本フロー規制導入の是非の受け止め方)

- 2011年10月、アイスランド当局とIMFは、危機後の政策運営に関するカンファレンスを共催
- アイスランド当局やIMF関係者の見解
「厳しい資本フロー規制の導入は、アイスランドが直面した事態からすればやむを得ない対応だった」
- 国内の学者や経済界、労働団体の代表等の見解－極めてネガティブ
「厳しい資本フロー規制は、消費や企業活動に明らかにマイナスの影響を及ぼした」、
「高い代償を伴う失敗であった」
－こうした政策運営が国民生活に対して極めて重い負担を強いたことを物語るもの
- アイスランドが、こうした資本フロー規制を完全に解除できたのは2017年3月であり、規制の導入から解除まで実に8年余りという長い年月を要する結果に
－金融システム崩壊、事実上の財政破綻に資本フロー規制で対処せざるを得なくなると、解除までには長い年月を要することに

(アイスランドで起こった現実－リーマン・ショック以降2013年まで)

- 2008年 9月 リーマン・ショック。アイスランド、銀行を相次ぎ国有化(～10月)
- 2009年 1月 ホルデ首相辞任
- 同 2月 シングルザルドゥティル首相就任
- 同 4月 総選挙に勝利しシングルザルドゥティル首相続投
- 2010年 3月 英オランダ預金者への公的資金による返済、国民投票で否決
- 2011年 4月 国民投票で再度否決
- 同 6月 欧州連合(EU)加盟交渉開始
- 2012年 4月 金融危機の過失を問われたホルデ前首相に有罪判決
- 同 9月 シングルザルドゥティル首相、今期限りで政界引退表明
- 2013年 4月 総選挙で野党が勝利

(資料)2013年4月29日付時事通信記事「○アイスランドの動き」

(図表44)アイスランドで起こった現実



Icesave: President's residence, January 2, 2010
Photo: Ragnar Axelsson

(資料) Fridrik Mar Baldursson (Reykjavik University), Iceland's Program with the IMF 2008-2011, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011.

【参考事例3】キプロスの資本フロー規制の経験

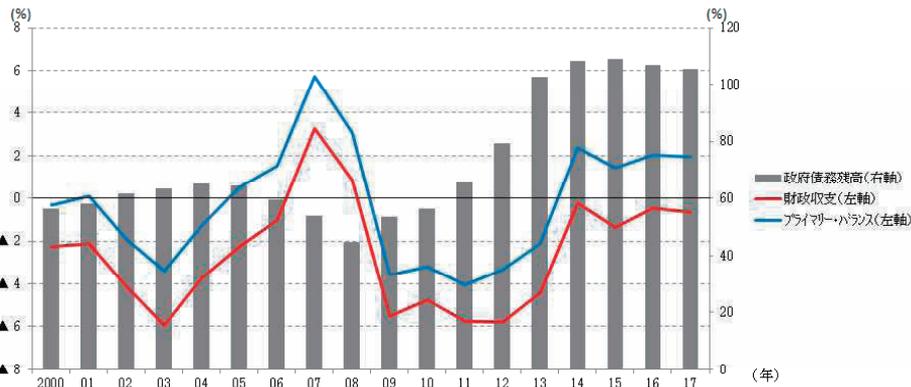
(2013年3月～2015年4月)

①2008年のユーロ導入後の状況

(財政規律は弛緩)

- ・ ユーロ導入までは財政再建に励み、金融危機前後には財政収支・プライマリー・バランスともに大幅な黒字を計上。一般政府債務残高の名目GDP比も40～50%程度にとどまっていた財政健全国
- ・ ところが、2008年の導入後は財政規律はあっさり弛緩…

(図表45) 2000年代以降のキプロスの財政指標(名目GDP比)の推移

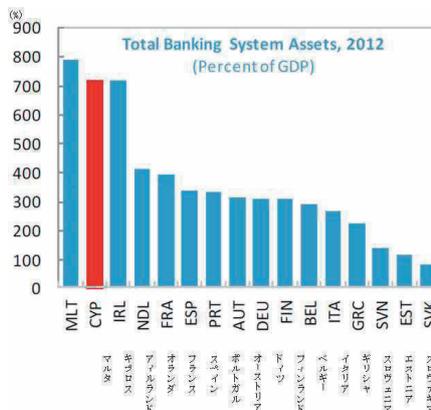


(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。
(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

(低金利で民間銀行が過剰なリスク・テイク)

- ・ 低い法人税率が好感され、非居住者の資金が流入(後掲図表47)
- ・ 民間銀行のバランス・シートはGDPの8倍にまで大きく膨張(図表46)
 - ーロシアの富裕層の巨額の資金が流入し、マネー・ロンダリングの温床と化していたのではないかと指摘も
 - ーソブリン(国)の不均衡と民間銀行の不均衡とのリンクが増幅
 - ー経常収支の赤字幅も拡大(後掲図表48)

(図表46) ユーロ圏で突出していたキプロスの民間銀行の資産規模(対名目GDP比、2012年)



(資料) IMF [0118a] "Cyprus Request for Arrangements under the Extended Fund Facility", IMF Country Report No. 13/125, May 2013, p27 Figure 1を基に日本総合研究所作成。

(2012年、隣国ギリシャが2度のデフォルト)

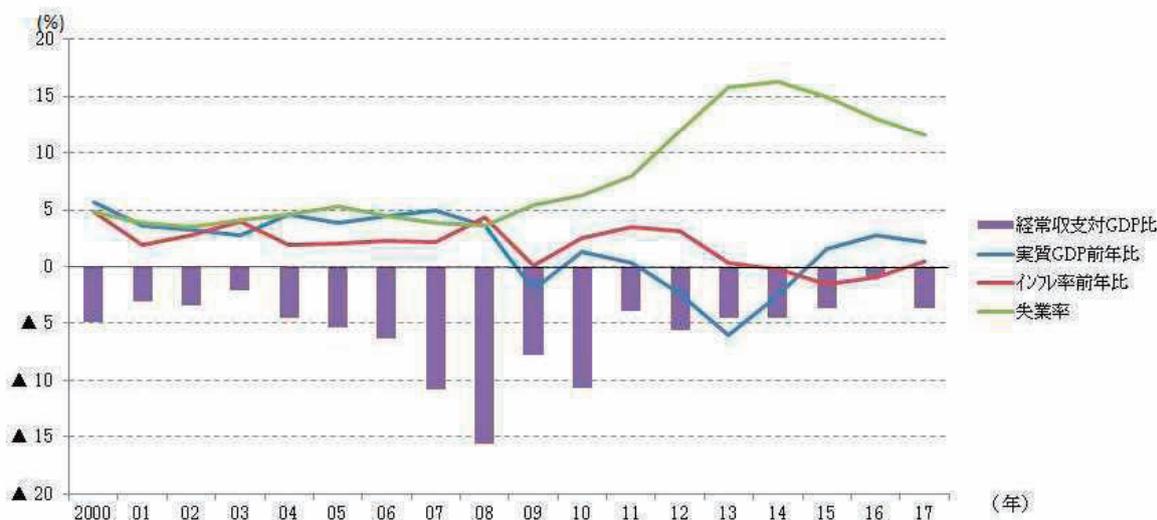
- ユーロ導入で資金調達環境が大きく改善するなか、キプロスの銀行は、もともと経済的なつながりが強かったギリシャ向けの与信スタンスをさらに積極化
 - キプロスの民間銀行によるギリシャの居住者向け与信はキプロスのGDPの130%、ギリシャ国債の保有高は30%にまで到達(2011年末時点)。
- 2011年夏頃からは、ギリシャの財政運営をめぐる状況が深刻化
 - ギリシャは実際、2012年の3月と12月の2度にわたり、国債のデフォルトに陥った

(図表47) キプロスの内訳別金融収支の推移(年ベース)



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
(注) IMFの現行の『国際収支マニュアル第6版』(2008年発行)においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

(図表48) 2000年代以降のキプロスの実体経済指標の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。
(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

②2011年以降の預金流出

- ギリシャのデフォルトに先立つ2011年夏頃から、多額のギリシャ国債を保有するキプロスの民間銀行も強い緊張にさらされ、預金の流出が始まる
 - 2012年初までには**民間銀行の預金の10%**、同国第2位の銀行に至っては、**預金の3分の1**が流出
 - 預金流出は、ギリシャでユーロ離脱の是非を問う総選挙が行われた2012年5月および6月まで継続
- キプロスの民間銀行は、もはや自力では資金繰りをつけられず
- また、キプロス国債の格下げにより、中央銀行に差し入れ可能な担保も払底。ユーロシステムからのオペによる資金供給も受けられず
- ユーロシステムからのキプロス中銀経由での無担保での**緊急流動性支援(ELA)**によって、かろうじて資金を確保し、業務運営を継続する状態
 - 当時のキプロスの民間銀行に対するELAの規模は、2012年末には実にキプロスの**GDPの60%相当**に到達

(「バンク・ホリデー」から資本フロー規制に突入)

- 2012年2月、キプロス政府の委託によりPIMCOがキプロスの民間銀行の資産査定を行った結果、**GDP比60%の規模での資本注入**が必要なことが判明
- 2013年3月半ばに「銀行整理法」成立
- キプロス政府はCyprus Popular Bank、Bank of Cyprusの抜本的な経営再建に着手
- キプロスの銀行システムは**GDP比200%の規模で急速な縮小**を余儀なくされる結果に
- こうした民間銀行の抜本的な整理・再建策が実行に移されるまでの間、キプロスでは2013年3月、6日間の特別な「**バンク・ホリデー**」を実施
 - ＝資本フロー規制導入の幕開け
 - ホリデー明けに予想される多額の預金の引き出しに備え、預金の国内およびクロス・ボーダー取引に、**厳しい資本フロー規制の賦課開始**

(資本フロー規制の内容)

- 現金の1カ月当たりの引き出し可能額は9,000ユーロ(≒112万5千円)に制限
- 旅行目的での現金の引き出しは、1人1回の旅行あたり2,000ユーロ(≒25万円)に制限
- キプロスの資金決済において大きな役割を果たしていた小切手についても、預金の引き出し規制の抜け道となることを防ぐため、裏書による小切手の流動化を禁止
- 小切手は国内での電子的な振替決済による取引のみで使用可能
- クレジット・カードやデビット・カードも同様の扱い(国内での電子的な振替決済による取引のみOK)
- クレジット・カードによる国外の決済は、過度な資本輸出につながることはないよう、1口座保有者当たり1カ月に5,000ユーロまでに制限

- 預金の電子的な振替決済は、銀行の流動性ポジションの悪化につながることはないよう厳しく制限された
 - ビジネス目的での振替決済の上限は、国内向けでは30万ユーロ(≒3,750万円)、クロス・ボーダーの場合は2万ユーロ(≒250万円)に制限
 - これを上回る金額の場合は、制限委員会(メンバーにはキプロス中銀と財務省を含む)の認が必要
 - 個人取引の場合は、国内銀行向けであれば3,000ユーロ、法人の場合は50,000ユーロが上限とされた(ただし、給与振り込みはこうした規制の対象外)
 - 新規口座の開設は禁止
 - 定期預金満期の場合、残高の一部(5,000ユーロ<≒62万5千円>まで、もしくは預金残高の20%まで)を除き、満期を1カ月延長

- キプロス当局によるこのような対応は本来、単一市場を形成して、ヒト、モノ、カネの域内での自由な移動を保証するというEUの理念にそぐわないもの
 - －当初は戸惑いや、EUの重要な理念を捻じ曲げるものだという否定的な見解も
 - －他方、IMFはこの点に関するスタンスを2012年にすでに転換していたほか、キプロスが2013年春の時点で直面していた金融情勢の深刻さに鑑みれば、こうした異例の措置もやむなし、との見方が次第に拡大
- 当面の危機を乗り越えると、キプロス当局は、2013年8月9日に、政策の透明性や予測可能性を高めるため、資本フロー規制解除のための工程表(roadmap)を公表
 - －解除に際しての鍵となる原則
 - ①クロス・ボーダーのコントロールを解除する前に、国内の規制を解除すること、
 - ②各民間銀行の経営再建に具体的なめどが立つこと、
 - ③銀行システムに対する信認の拡がり具合、民間銀行の流動性の回復度合い、金融の安定に関する指標を検討したうえで、制限の解除を判断すること
- まず、国内の資本フロー規制から解除し、2014年7月までに完了
- 最終的に、クロス・ボーダーの資本フロー規制解除に至ったのは、2015年4月5日

- キプロスの場合、資本フロー規制が発動された期間は約2年間と他国の事例に比較すれば相対的に短期間
- しかしながら、国民の生活や企業の経済活動には重い足かせとなったとの指摘

【参考事例4】ギリシャの対外債務調整後の資本フロー規制(2015年6月～)と国内債務調整の経験

①2012年には、資本フローは自由なもとで、対外債務調整(デフォルト)を強行

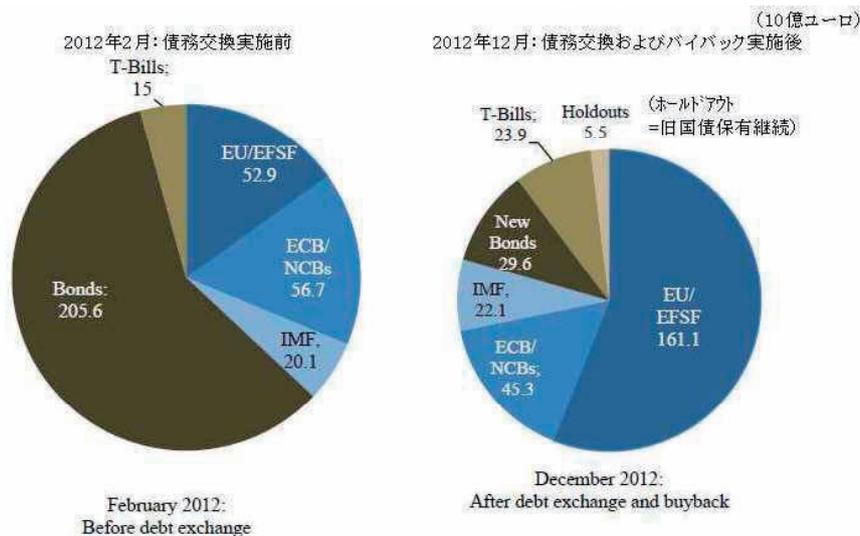
- ギリシャは、これまで2度にわたるユーロ離脱の危機を経験
- 1度目は2012年夏。
- 同年5月および6月の2度にわたる総選挙を経て、ギリシャ国民はユーロ残留を選択するも、この総選挙に前後する2012年3月および12月に、ギリシャは国債のデフォルト(債務不履行)を強行
- 3月のケースでは、ギリシャ内外の民間金融機関が、「民間セクター・イニシアティブ」(PSI)という形で、旧ギリシャ国債の元本の約53%相当の債権放棄に応じた
- もっとも、ギリシャの財政不安は解消されず、3月に旧国債と交換の形で発行された新国債の時価は早々に3割程度にまで下落。このため、同年12月には、ギリシャ政府は新国債を時価(元本の3割)で買い戻し、ギリシャ新国債の保有者に再度負担を負わせることに

98

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/10]

- このような2度にわたるデフォルトの結果、ギリシャの債権者は、EUの機関やIMFばかりとなり、民間金融機関としてギリシャの国債を保有しているのは、ほぼギリシャ国内の銀行のみに

(図表49)ギリシャ国債の保有者構成の変化



(資料) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p28 (Figure 6)を基に日本総合研究所作成。
(原資料) Bloombergおよびギリシャ財務省に基づきPIIEが推計。

99

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/10]

②2度目のユーロ離脱危機以降は、“国内債務調整”状態に転落し、 資本フロー規制に突入

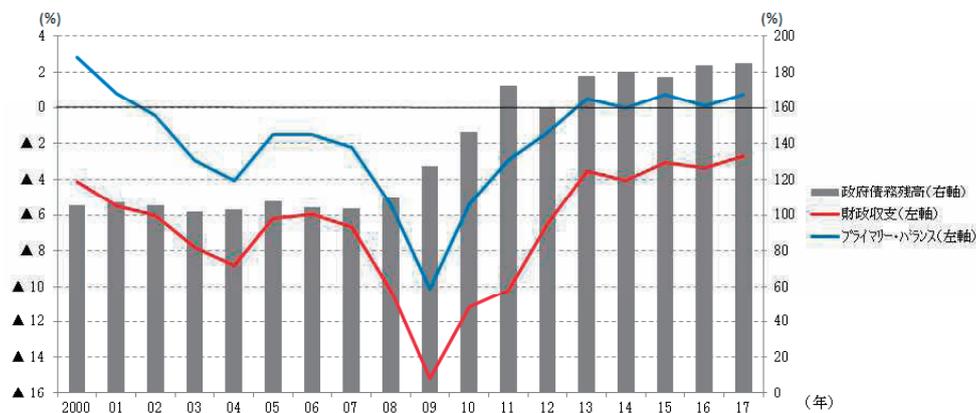
- 2度目のユーロ離脱危機は、2015年7月の国民投票
- ギリシャの追加の財政支援に当たり、EU、ECB、IMFは厳しい歳出削減策等の緊縮策を突きつけ
- それまでに強いられた厳しい財政緊縮(図表50)を背景に、ギリシャ経済はマイナス成長が続き、失業率もなお20%を超える高水準(図表51)
- チプラス首相は緊縮策の受け入れの是非をめぐって、国民投票を行うと宣言
- この国民投票の結果、ギリシャ国民は実質的にユーロ離脱につながる“No”を選択
- しかしながら、国際債権団が唯一、ギリシャの資金繰りを支えていることは図表49からも明らか
- 「国際債権団からの要請を拒否すること」
＝「自力で債務問題を解決せざるを得なくなること」
- ギリシャ国内ではこの点を十分に理解。国民投票に先立つ前月の6月下旬頃から、国内債務調整の動きが強まると見込んでギリシャ国民が預金を引き出す動きが拡大
- ギリシャ政府は国民投票の実施前の2015年6月末、預金の引き出し規制(1人当たり週420ユーロ≒52,500円)を開始

100

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p.100]

- 国民投票で受け入れを拒否したにもかかわらず、その後開催されたユーロ圏首脳会議からキプロス首相が持ち帰ったのは、ユーロ圏に残留してユーロ圏からの支援を引き続き受けつつ、ギリシャの再建を図るといふ、国際債権団の要請そのもの

(図表50) 2000年代以降のギリシャの財政指標(名目GDP比)の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。
(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

101

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [p.101]

- ・ギリシャは引き続き、EU各国やIMFから支援を受けるようにはなったものの、さらなる緊縮策の強化で、経済再生のめどは全く立たず、ギリシャ国外への資金流出圧力はなお収まらず
- ・そのため、預金の引き出し規制にとどまらず、海外送金の全面禁止といった資本フロー規制拡大に踏み切らざるを得ないことに

(図表51) 2000年代以降のギリシャの実体経済指標の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。
(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

(ギリシャの経済・財政再建のためには)

- ・ 2012年3月に実施された「民間セクター・イニシアティブ」(PSI)に続き、今度は「公共セクター・イニシアティブ」(OSI。各国政府によるギリシャ向け債権放棄の意味)を実施するよりほかになし、との見方(IMF等)も
- ・ EU加盟各国政府は、ギリシャ向けの債権放棄に、国として容易に応じるわけにはいかない、とのスタンスを未だ崩さず
- ・ ギリシャの債務問題は、抜本的な解決が図られないまま、当座のつなぎ融資が繰り返され、今日に至る。欧州安定メカニズム(ESM)は2017年7月7日、7月中に70億ユーロの国債の満期償還を迎えるギリシャに85億ユーロの追加融資枠を設けることを承認
- ・ こうした状況下、ギリシャ国内での預金の引き出し規制は緩和(1人当たり2週間で840ユーロ≒10万5千円)されたものの、なお資本フロー規制の完全解除には至らず
- ・ こうした資本フロー規制が、ギリシャ経済が立ち直るうえで重い足かせとなっている点はIMFもたびたび指摘
- ・ しかしながら、その道筋はいまだにつけられていない状態

(各国の経験からの教訓)

- 国内で、何らかの要因による“不均衡”を抱えた国は、国際金融情勢が変化すれば、国内からの資本流出が拡大。“瞬く間”に安定的な経済運営の継続が困難な状態に転落
- そうした事例が、先進国としても近年に複数、存在
- 原因となった“不均衡”の内容は様々
 - アイスランド : 民間金融機関による過剰なリスク・テイク
 - キプロス : 財政規律弛緩、民間金融機関による過剰なリスク・テイク
 - ギリシャ : 財政規律弛緩
- 何が資本流出を“駆り立てる”のか？
 - 預金封鎖や国内債務調整、急激で大幅な増税が切迫しているとの予感では
- ひとたび、資本フロー規制に突入すると、多くの場合、脱却までには長い年数を要する結果に
- 企業は活発なビジネスどころではなくなることに。实体经济には深刻なマイナス影響

4. どうすれば、“非連続的な調整”をはさまずに、 政策運営を続けられるか

- この4年半余りの経験で、

「金融抑圧を行っている間に、税の自然増収で財政再建が自ずと進む」

は“幻想”であったことが明らかに

- 海外経済が危機を脱し、徐々に正常化軌道に入りつつあるなか、わが国のみが意地で「超低金利」「ゼロ金利」「マイナス金利」を継続すれば、早晩、「資本フロー規制復活」に手を付けざるを得ず
=「自由貿易」「自由な資本移動」体制のもとで発展を続けてきたわが国経済には、致命的なダメージが及ばざるを得ず

(現下の国際金融市場の局面の特殊性)

- 2008年の金融危機以降、8年余りが経過し、低金利・低成長局面からようやく抜け出しつつある状況
- ただし、国際金融市場のプレイヤーの顔ぶれは、危機前と同じではない
 - ヘッジ・ファンドや銀行のトレーディング部門の活動は低調
 - 市場参加者の多様性は低下
 - 市況に強いストレスがかかった際の**市場のリスク吸収能力の低下**が懸念される
- Fedは金融政策運営の正常化を、今後、一段と本格化
 - FFレートの引き上げ誘導に続き、2017年内にも資産規模の縮小開始の可能性も
- 欧州中央銀行(以下ECB)も、超金融緩和からの脱却が視野に入りつつある状態
- 新興国側からは、こうした潮流変化を「**大転換(The Great Transition)の時代**」と呼び、これに備える必要性を指摘する見解も(タイ中銀のサンティプラブホブ総裁)
- 「**大転換**」に備えるべきは新興国ばかりではなく、先進国においても互いにそうした政策運営の影響を受けることは十分にあり得るのではないか

(わが国の財政・金融政策運営の現状の特異性と先行きのリスク)

- わが国が抱える極めて大きな“不均衡”は2つ：
財政規律弛緩
中央銀行による過剰なリスク・テイク…比肩する先進国の事例は殆ど見当たらず

(中央銀行)

- 日銀はすでに、諸外国の主要中央銀行との対比でかなり特異な状況
 先行きの金融政策運営の自由度は事実上、大幅な制約を受けざるを得ない状態
- 危機後にBS政策を採用した他の主要中央銀行は、BS政策の「復路」も見据えた金融政策運営を展開
 – 各行のスタンスは、資産規模の推移に顕著(前掲図表7)
- 対照的に日銀は「量的・質的金融緩和」(QQE)開始後すでに4年が経過した今日においても、「物価が2%を安定的に上回るようになるまで」BSを拡大させる政策運営を継続していく構え(「オーバーシュート型コミットメント」)を未だに崩さず
- しかしながら、こうした金融政策運営を永遠に継続することは不可能

(足許の“無風状態”ないし“不気味な静けさ”に転機が訪れるとすれば…)

- あり得る契機は、
 - ①内外金利差の拡大
 - ②テンポの速い円安の進展
 - ③国内物価の上昇(物価目標2%の達成)

(金融政策運営への影響)

- 現在のような未曾有の規模のBSを抱える日銀は、**財務コストの増嵩**から、短期市場金利の引き上げ誘導を含む機動的な金融政策運営が行えなくなる可能性が大
- 短期金利を「ゼロ金利」ないし「マイナス金利」のまま放置すればどうなるか？
 – 民間銀行は、巨額の超過準備を引き出し、
 外貨資産投資に振り向け(円安進行の場合)
 国内向け与信に振り向け(国内物価上昇の場合)
 – いずれも、一段の円安ないし物価上昇を加速させる結果に

- わが国の場合、民間銀行が日銀に預ける巨額の「超過準備」＝過剰流動性こそが、今後の行方の鍵を握る
 - － 現行の日銀当座預金の「階層方式」で対応可能か？
 - 国内外の金融情勢が変化すれば、民間銀行は、「ゼロ金利」、「マイナス金利」、もしくは「人為的な低金利」しか付されていない超過準備は引き出し、他の与信活動に振り向けざるを得ず
 - 日銀が、市場実勢並みの付利を負担できなければ、「法定準備預金制度の拡大」(＝無利子の準備預金預け入れ義務化の範囲を拡大)よりほかに手段はなし
 - 民間銀行、ひいては預金者＝国民に重い負担が転嫁されることに

- 正常化の完了まで、「超過準備」をいかに管理するかは、中央銀行の財務コスト増嵩の問題と並んで、日銀に限らず、BS政策を展開した中央銀行の「復路」における共通の課題

(現下のわが国で今後あり得る展開)

- 自由な資本移動体制(開放経済)のもとでは、今後、海外の金利が日本よりもかなり高くなり、円安が進展するようなことがあれば、**日本国内の資金は金利の高い海外に向けて流出し始める可能性も否定できず**
 - － 現在の短期金融市場には、**300兆円強**という、“空前絶後”の巨額の過剰流動性(＝民間金融機関の余剰資金)が存在し、日銀の当座預金内に滞留
 - － これを、なんとしても日銀に預けさせ、資金流出させないようにするためには、2つの選択肢があり得る
 - ① 日銀が当座預金に支払う付利水準を、海外見合いで引き上げるか
 ≪市場メカニズム尊重アプローチ≫
 - ② 法定準備率を引き上げて、無利子の当座預金に義務的に預けさせる額を増やす(≡銀行への課税に相当＝預金者への課税＝国民の負担)
 ≪金融規制強化アプローチ≫

- ①と②の両方のアプローチとも、最終的には巨額の国民負担とならざるを得ず
 - ⇒ 政治問題化し、日銀の債務超過転落回避を最優先とせざるを得なくなれば、国内外の情勢変化に応じた機動的な金融政策運営は不可能に
 - ⇒ 外国為替市場介入で止められるか？
 - ⇒ 資本移動規制発動(為替の変動相場制放棄)より他に手だてがなくなる可能性も

- 国内の物価が2%を超えて上昇しているのに、それに見合う形で日銀が短期金利を引き上げない場合にも、同じ事態が発生
 - 一例) 物価が3%を超えているのに短期金利はゼロ%のままの場合
 - 企業は、1年後に確実に103万円で売れるものを、今、ゼロ%もしくはそれに近い金利で資金を借りて100万円で仕入れておこうとする行動に走るであろうことは確実
 - 民間銀行にとっては、ゼロ%の日銀当座預金を引き出し、たとえ貸出金利1%としても、こうした企業向けの貸出に回すことが経営上合理的に
 - ⇒ 民間銀行の与信によって、インフレは一段と加速すべく煽られることに

(財政運営への影響)

- わが国の場合、毎年度の財政運営を円滑に継続するうえで必要な、グロスの所要資金調達額の規模が、諸外国対比で極端に大きい

(図表52) 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
(2017年4月公表時点における、IMFによる2017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	239.2	36.8	4.0	40.8	▲ 4.0 ▲ 3.9
アメリカ	108.3	15.3	4.0	19.3	▲ 4.0 ▲ 1.9
イギリス	89.0	6.3	2.8	9.2	▲ 2.8 ▲ 1.0
(EU圏各国)					
ドイツ	64.7	3.4	▲ 0.6	2.7	+ 0.6 + 1.5
イタリア	132.8	14.1	2.4	16.5	▲ 2.4 + 1.1
スペイン	98.5	14.5	3.3	17.8	▲ 3.3 ▲ 0.9
キプロス	109.3	n.a.	n.a.	n.a.	▲ 0.3 2.2
ギリシャ	180.7	8.8	1.2	10.0	▲ 4.2 + 1.8
(EU圏外欧州)					
アイスランド	74.8	0.7	▲ 0.6	0.2	+ 0.6 + 3.2
スイス	44.5	2.0	0.1	2.1	▲ 0.1 + 0.1

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015およびApril 2017を基に日本総研作成。
 (原資料) Bloomberg L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。
 (原資料注1) 殆どの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)にかかるもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。
 (原資料注2) 満期負債は、2017年および2018年の短期負債残高が、それぞれ、2018年および2019年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2017年もしくは2018年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2016年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。
 (原資料注3) スペインのデータは、連結ベースの一般政府にかかるもの。
 (原資料注4) キプロスの収支のデータは、金融セクター支援を含むもの。
 (原資料注5) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務にかかる帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。
 (注6) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。
 (注7) ギリシャのみ、グロス所要資金調達額(その内訳としての満期負債、財政収支)は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。債務残高と財政収支、プライマリー・バランスは2017年4月時点における2017年の計数。

- 毎年度、実に**150～160兆円**の国債を発行し、資金調達できなければ、財政運営の継続は不可能に
 - 新規国債のみならず、借換債の発行も無事に消化されなくなれば、“デフォルト”に
- わが国の場合、毎年度の財政運営を安定的に継続するためのハードルは極めて高い
 - 内外の金融環境がひとたび変化すれば、短期間のうちに資本フロー規制に突入せざるを得なくなる可能性大

(図表53) わが国の平成29(2017)年度国債発行予定額

＜発行根拠別発行額＞				(単位: 億円)		
区 分	28年度当初	28年度3次補正後	(b) - (a)	29年度当初	(c) - (a)	(c) - (b)
	(a)	(b)		(c)		
新規国債	344,320	390,346	46,026	343,698	▲ 622	▲ 46,648
建設国債	60,500	89,014	28,514	60,970	470	▲ 28,044
特例国債	283,820	301,332	17,512	282,728	▲ 1,092	▲ 18,604
復興債	21,564	19,037	▲ 2,527	15,145	▲ 6,419	▲ 3,892
財投債	165,000	196,000	31,000	120,000	▲ 45,000	▲ 76,000
借換債	1,091,144	1,092,616	1,471	1,060,790	▲ 30,354	▲ 31,825
うち復興債分	832	—	▲ 832	19,118	18,286	19,118
国債発行総額	1,622,028	1,697,999	75,970	1,539,633	▲ 82,395	▲ 158,365

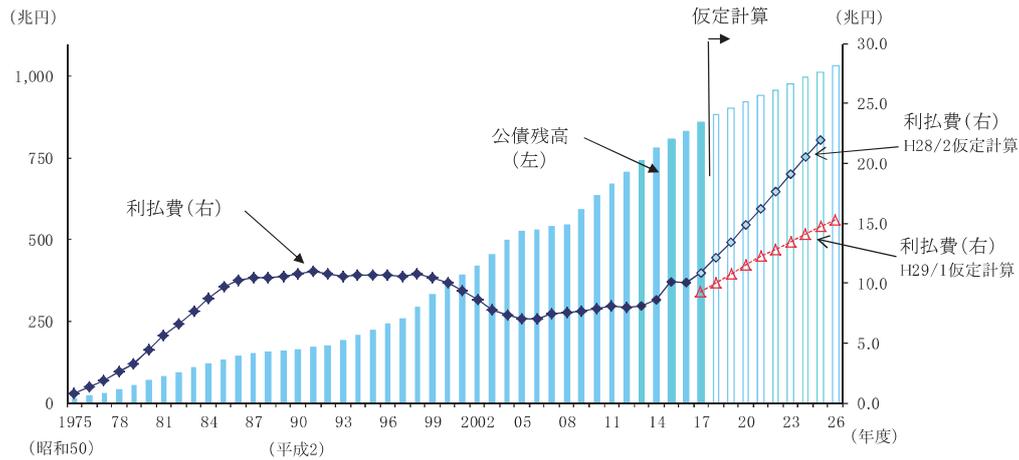
(資料) 財務省ホームページ。

(図表54) わが国の平成29年度当初予算政府案における、一般会計の大まかな歳出・歳入の見取り図

＜歳入＞		＜歳出＞	
税金	57.7兆円	社会保障関係費	32.5兆円
その他収入	5.4兆円	地方交付税交付金等	15.6兆円
公債金	34.4兆円	公共事業費ほか	25.9兆円
		国債費	23.5兆円
		うち債務償還費	14.4兆円
		利払費	9.2兆円
＜一般会計歳入・歳出総額＞			
	97.5兆円		

(資料) 財務省『平成29年度予算のポイント』を基に作成。

(図表55) 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



(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』の平成28年2月版、平成29年1月を基に日本総合研究所作成。

(原資料注1) 平成28年版、平成29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。平成28年度(平成29年度)版では、平成34年度(平成33年度)以降、新規公債発行額は平成33年度(平成33年度)の「差額」と同額と仮置きし、金利は平成33年度(平成32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。

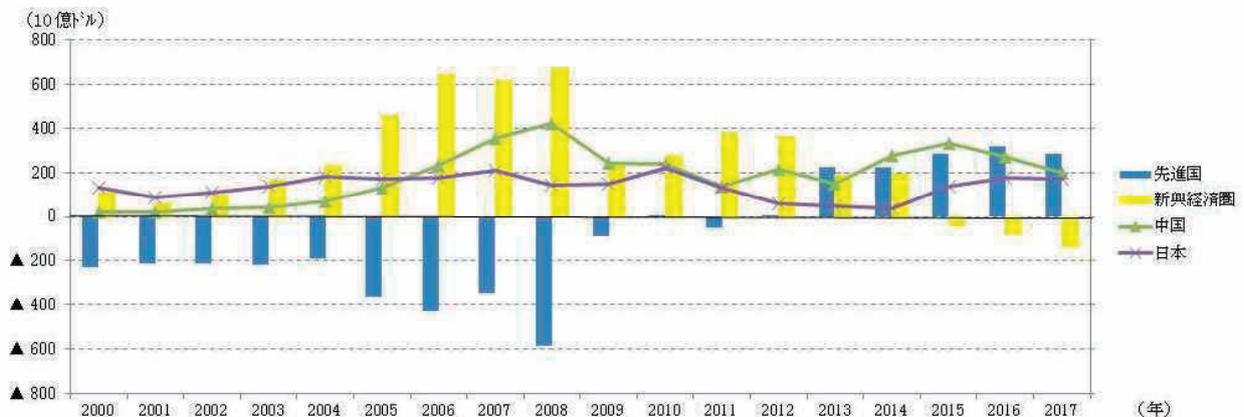
(注3) 原資料注1の(*)における、平成28年度版における平成28年度から33年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成28年度から順に、1.6%、1.7%、1.9%、2.0%、2.2%、2.4%(33年度)。

(注4) 原資料注1の(*)における、平成29年度版における平成29年度から34年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成29年度から順に、1.1%、1.2%、1.3%、1.4%(32年度)。

(経常収支が黒字であれば大丈夫か?)

- たとえ、経常収支が黒字の国でも資本流出は発生し得る
— 足許の中国が好例 (図表56)
- 一国の経済・財政に対する信認が失われると、たとえ潤沢な国内貯蓄を抱えていても、カネは安全性確保に向け、いくらでも海外に流出し得る
- 最近の経常収支は、所得収支の黒字に支えられている
— すでに始まりつつあるキャピタル・フライトの収益の還流とみることも可能か?

(図表56) 先進国、新興圏、および日中の経常収支の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降はIMFによる見込みおよび見通し。

- ・ 今後、何らかの要因を契機に、わが国から大量の資金が流出し、極端な円安が進行し、財政運営や実体経済への悪影響が過度なレベルに達したケースを想定すれば…
- ・ わが国はおそらく、まず、「外貨売り・円買い」の外国為替市場介入で対応
 - 過去の幾多の通貨危機の事例と同様に、現時点では潤沢な外貨準備をもっている、牙をむく市場に対する外国為替市場介入の力には限界が存在
 - 日銀に市場金利の引き上げ誘導ができなければ、わが国に残された道は、「資本フロー管理政策導入」のみとなってしまうかねず
- ・ **「金融抑圧」を強行する限り、わが国経済に“明日”はない**
- ・ わが国でひとたび、「資本フロー管理政策」を導入せざるを得なくなると、そこから脱却するためには、財政政策・金融政策の健全化が必要に
 - (資本フロー規制解除によろやく漕ぎ着けたアイスランドやキプロスの、前掲図表52における財政指標の水準参照)
 - 長期化は必至か
 - 「資本フロー管理」から脱却するためには、代償としてその時点でこの国を生きる世代の国民の重い負担と、国内経済の大幅な悪化を甘受せざるを得ず
- ・ そのような事態に至る前に、**財政政策運営を少しでも健全化させ、金融政策運営を少しでも正常化させるべく、今から取り組んでいくことこそが求められる**

(補論) 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解

- ・ 海外の“リフレ派”経済学者らは、BS政策を採用した中央銀行のその後の金融政策運営の在り方、困難の打開策如何について言及しているのか否か？(いずれも抄訳は河村)
 - 【ポール・クルーグマン ニューヨーク市立大教授】
 - ・ やや自己中心的ではあるが、私は、1998年の「流動性のわな」に関する論文(引用者注:リフレ派の拠り所)で自分が言ったことをいかに変えることができるかを問うことにした
 - ・ 日本のデフレは人口動態を主因とするもので、金融政策が及ぼし得る力に限界がある
 - ・ 日本はインフレによって財政再建を達成するしかない。そのためには、2%のインフレ目標では低すぎ、もっと高い目標、真にアグレッシブな政策が必要
 - ・ (すでにバランスシートを巨大化させた日銀の今後の金融政策には、一切言及せず) (NY Times上のブログ「日本再考」(Rethinking Japan)、2015年10月20日付)

【アデア・ターナー 新経済思考研究所所長(元英金融サービス機構<FSA>長官)】

- ・ 中央銀行がマネタリーファイナンスを実施し、準備預金への付利が嵩む場合には、**準備預金の一部を無利子とし、民間銀行に預け入れを義務付ければよい**
 - (アデア・ターナー著、高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔 —ヘリコプターマネーは世界を救うか?』日経BP社、2016年12月、pp368~369)
 - =「法定準備預金の強化」、民間銀行(≒預金者、国民)への課税に相当**

【クリストファー・シムズ プリンストン大学教授】

- バランス・シートを大きく拡大させた中央銀行が、インフレ目標を維持しようとする、**政府からの資本注入が必要に**。通貨発行益を作り出すことができれば、資本注入を回避することができるが、それは**高インフレの進行を放置**することを意味する
 (2016年8月26日、ジャクソンホールでのカンザスシティ連銀シンポジウムでのスピーチ
 “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence”、p13)

【この3氏の考え方の共通点】

- 現在の日銀が抱える深刻な事態の打開に向けた**“特効薬”を持っているわけでは決していない**
 - －日銀の今後の金融政策運営に一切、言及せず(クルーグマン教授)
 - －日銀は、いずれ正常化局面に入れば、Fedと同様の手法で金融政策運営を進めざるを得ず、日銀に巨額の財務コスト、ひいては政府、日本国民に巨額の負担が発生することを前提に議論を展開(ターナー氏、シムズ教授)
- “特効薬”を持っていないのは、日本国内のリフレ派学者も全く同様では？

120

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. [01/10]

【参考事例5】欧州債務危機時(2010～12年頃)における

欧州中央銀行の対応－市場メカニズムを活かし、貫徹させたのはなぜか

- 欧州の一部の国々は、2010年～12年夏にかけて、また一部の国では2013年入り後に財政リスク・プレミアムの拡大による市場金利の上昇を経験。
- 自力での財政運営が困難となったのは、
 - ①ギリシャ、②アイルランド、③ポルトガル、④キプロスの4カ国
 - 当事国自身の財政再建に加え、ユーロ圏(もしくはEU)・IMFからの支援融資により危機脱却を図る
 - ギリシャでは2015年入り後、財政危機がより深刻な形で再燃
- 当時は、イタリアとスペインも市場の標的に。
 - イタリア：自力での財政再建によって、いったん、危機を脱却するも、2013年以降財政ルール適用をめぐるEUと一触即発状態となったことも
 - スペイン：自力での財政再建に加え、銀行部門限定でユーロ圏へ支援要請
- 各国とも、自力での厳しい財政再建を断行し、市場金利は低下
 - －各国の財政再建策の厳しさの度合いは、財政収支指標の推移に顕現
 - －アイルランド、ポルトガル、スペインはその後、支援から脱却
 - －ただし、厳しい緊縮策がとられた期間中は、各国の実体経済には大きな痛みも(図表57～60)
 - －一度、金利上昇に見舞われると、「景気後退」を「緊縮回避」の言い訳にはできず

(重債務国政府向け)

- 2010年～11年に、証券市場プログラム(SMP)によって重債務国の国債を限定的な規模で買い入れるも、財政規律の緩みを招き、11年秋以降の危機の深刻化につながる
- この反省から、12年秋に打ち出した短・中期国債買い入れプログラム(OMT)では、支援申請国に対し、ユーロ圏としての厳しい財政緊縮の断行を条件に。実際の申請国・実績は今のところなし
- 危機が緊張のピークに達するなか、**国債の引き受けはもとより、流通市場からの買い入れも行わず**

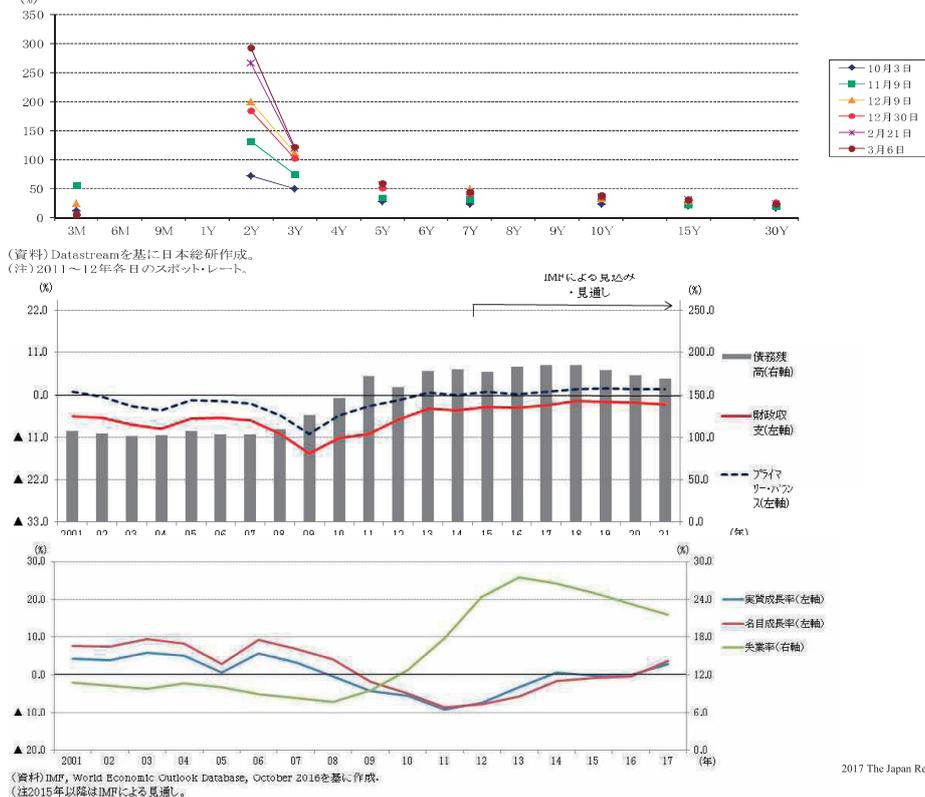
(重債務国の民間銀行向け)

- 自国債の格下げにより、民間銀行側で、ECBのオペへの応札に必要な適格担保払底
- ギリシャが2度の財政破綻をはさんでトロイカと厳しい交渉を行っていた約1年間、ECBはギリシャの民間銀行に対しても、**安易なオペによる資金供給には一切応じず**
- ギリシャ中銀・政府の責任で、無担保ながら政府保証付き・オペレート対比で高利の**緊急流動性支援(ELA=いわゆる「特融」)**で必要最小限の額のみを供給
- アイルランドやキプロスの危機時にも、民間銀行向けに、ELAで最小限の資金を供給
- 現在のギリシャ向けにも同様の対応

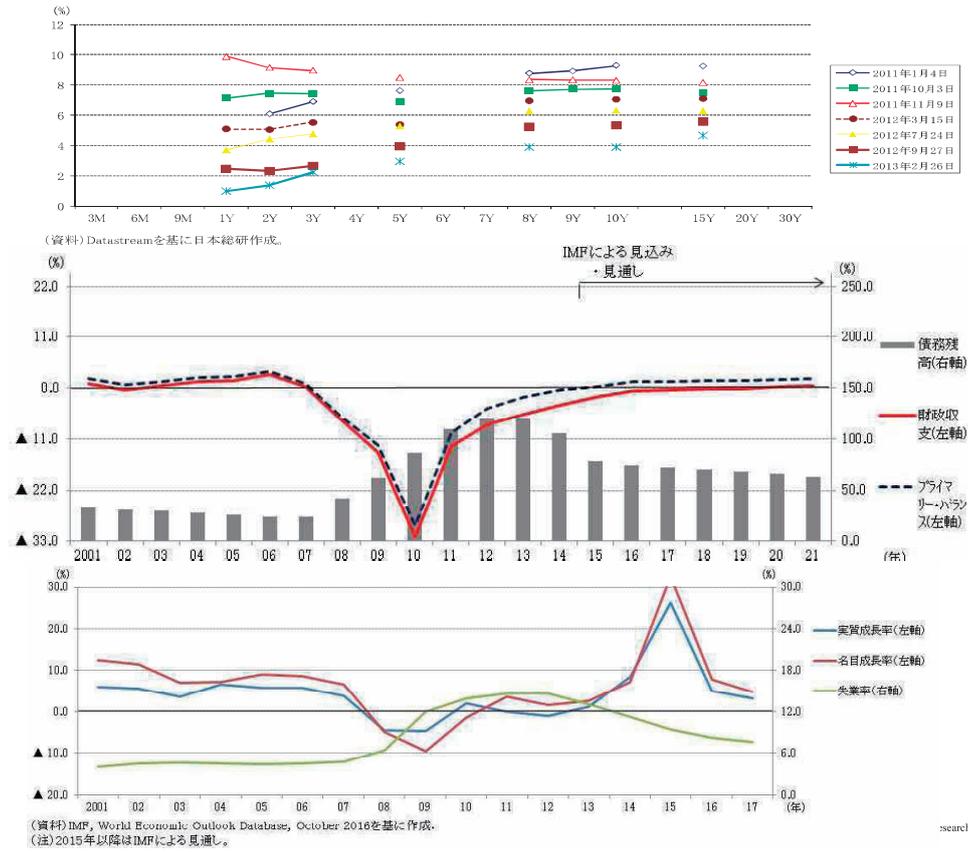
ECBは、危機に陥った重債務国の政府・民間銀行に対し安易な資金供給は一切行わず「血も涙もないような対応」—安易に救済するのと、果たしてどちらが真に相手のためか

**(市場メカニズムの下、各国金利はどのように形成されたか…
急激な実施を余儀なくされた財政調整の幅と実体経済の痛みは…)**

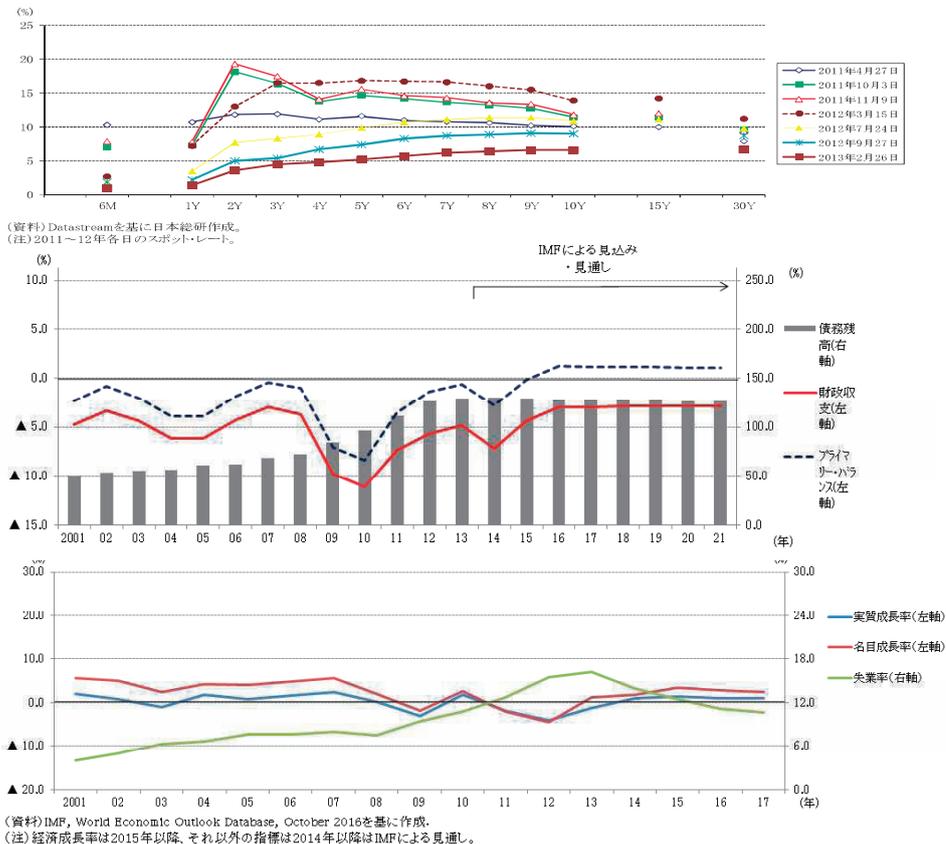
(図表57)ギリシャの2011年10月～12年3月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移



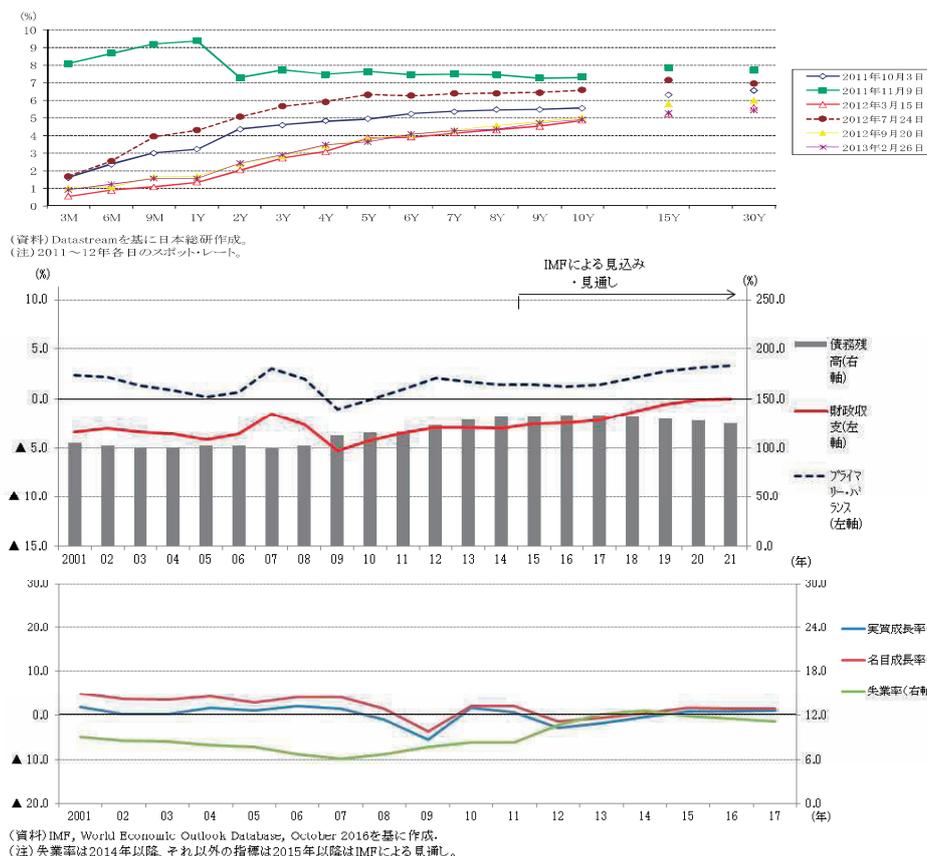
(図表58) アイルランドの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移



(図表59) ポルトガルの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移



(図表60) イタリアの2011年10月～13年2月のイールド・カーブの変化と債務残高・財政収支等(名目GDP比)、実体経済指標の推移



(2) 日銀に求められる対応

- 2017年4月19日公表の自由民主党行政改革推進本部の提言(官房長官に差し入れ)等を受けて、日銀はこれまで封印してきた「出口戦略」の公表を「慎重に検討する」方向にスタンスを若干転換か?
(同5月10日衆議院財務金融委員会における黒田総裁答弁)

(出口戦略公表に際し、求められるポイント)

- そもそも最終的に「正常化する」意思があるのか
一万が一、明言できないのなら、日銀法2条(*)のマンデートを遵守できるといえるか?
(*)「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」
- 正常化に際し、どのような手法をどのような順序で用いると想定しているのか
- 正常化完了後少なくとも数年先程度まで(10年以上に及ぶのは確実か?)の、日銀の財務運営および国庫納付金の見直し+赤字幅の累計額の試算結果を示すべき
- 正常化着手の時点をいつと見込むか(2018年の物価2%達成時?)
- 前提となる金利シナリオは、物価2%と整合的なものとして設定することが必須
—Fedにならい、「金利上振れ」「同下振れ」「正常化着手前倒し」「同後倒し」シナリオに基づく試算結果も必要
- この出口戦略、および試算結果を踏まえ、今後の日銀法改正を含めたあるべき対応は、日銀任せにせず、国会の場で責任をもって議論すべき

(3) “非連続的な調整”が到来する前に、財政再建に舵を切ることはできるか

- “非連続的な債務調整”を回避したければ、国債を原則市場に消化させる状態に戻すことが必須の条件
- 今後、いかにして、国債の価格形成を市場メカニズムによるものに、段階的に戻していかれるかが鍵
- もし、それができず、現在のような政策運営が今後も、漫然と続いてしまうようであれば、今後、国内外の経済・金融情勢の変化によって、急激な正常化を余儀なくされる事態に陥る(≒“非連続的な調整”が到来する)可能性が大
- そのような事態に至る前に、わが国の自らの意思で、正常化を進めていくことができるか
- それができれば、市場金利は徐々に上昇していく筋合い。
 - ー必要とされる財政再建のペースは、市場金利で決まる
 - 「2020年プライマリー・バランス黒字化」よりも遥かに厳しい財政制約がかかる可能性も
 - ーその過程で、万が一、国内外の経済・金融情勢が変化しても、わが国の経済や財政運営に与えるダメージを、ある程度抑制することが可能に
- **市場金利の上昇から逃げ続けている限り、わが国経済に“明日”はない**

128

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. (p.128)

(主な参考文献)

- 拙著『中央銀行は持ちこたえられるかー忍び寄る「経済敗戦」の足音』集英社、2016年11月刊
- 拙論「財政再建にどう取り組むか 国内外の重債務国の歴史的経験を踏まえたわが国財政の立ち位置と今後の課題」『JRILレビュー』(株)日本総合研究所、2013年9月30日
- 拙論「『出口』局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」『JRILレビュー』(株)日本総合研究所、2015年7月6日
- 拙論「非伝統的手段による金融政策運営をめぐる課題 ～“出口”局面で想定される状況と国全体として求められる対応～」『経済のプリズム』参議院事務局、2015年9月
- 拙論「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」『JRILレビュー』(株)日本総合研究所、2016年5月30日
- 拙論「バランスシート政策の課題 責任ある『出口戦略』の在り方」『金融財政ビジネス』時事通信社、2017年6月5日
- 拙論「中央銀行のバランス・シート政策と課題」『JRILレビュー』(株)日本総合研究所、2017年6月12日
- 拙論「超金融緩和の潮流変化と国際金融市場の課題」『JRILレビュー』(株)日本総合研究所、2017年6月12日

129

Copyright (C) 2017 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved. (p.129)

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp
<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>

(上記拙論のほか、レビュー論文、対外原稿を含めてアップいたしております)