

## 参議院常任委員会調査室・特別調査室

論題	財政金融をめぐる政策課題 －コロナ危機による財政悪化と出口の見えない金融緩和－
著者 / 所属	野澤 大介 / 財政金融委員会調査室
雑誌名 / ISSN	立法と調査 / 0915-1338
編集・発行	参議院事務局企画調整室
通号	443号
刊行日	2022-2-18
頁	75-90
URL	<a href="https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rip_pou_chousa/backnumber/20220218.html">https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rip_pou_chousa/backnumber/20220218.html</a>

※ 本文中の意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。

※ 本稿を転載する場合には、事前に参議院事務局企画調整室までご連絡ください (TEL 03-3581-3111 (内線 75013) / 03-5521-7686 (直通))。

## 財政金融をめぐる政策課題

### — コロナ危機による財政悪化と出口の見えない金融緩和 —

野澤 大介

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 財政の現状と課題
  - (1) 公債金収入への依存
  - (2) 骨太方針と財政健全化目標
  - (3) 財政健全化の見通し
3. 金融政策の現状と課題
  - (1) 長引く大規模金融緩和
  - (2) コロナ危機対応の手じまい
  - (3) 金融緩和がもたらした影響
4. 今後の財政運営と金融政策の展望
  - (1) 分配と負担に係る議論の一体化
  - (2) 国債の安定的消化と金利上昇への備え
  - (3) 大規模金融緩和の出口に向けた準備
5. おわりに

#### 1. はじめに

新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）をめぐるっては、政府による機動的な対応として、財政面から経済を下支えするため、累次の経済対策が実行に移されている。しかし、多額の財政支出に見合う財源は確保されておらず、大半が国債を発行することで賄われた。欧米各国でも同様に大規模な財政出動が行われており、国債の利回りを低位にとどめるため、政府と協調した中央銀行により大規模な金融緩和が実施された。欧米では、現在、感染症対応により悪化した財政状況を立て直すため、財源確保策が検討されるとともに、インフレに対処するため、金融政策も正常化に進みつつある<sup>1</sup>。一方、我が国では、財政の

\* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和4年1月31日である。

持続可能性の確保に係る議論は低調であり、大規模な金融緩和の出口も見えていない。

令和3年10月の衆議院議員総選挙では、所得格差の拡大を理由に、与野党とも現金給付や減税、社会保険料の減額等の実現を訴え、分配や給付の在り方を中心に論争が行われた。一方で、マニフェストによる財源提示は行われなくなって久しく、施策実施に必要な財源の議論は深まらなかったと言わざるを得ない。このような状況を「バラマキ合戦のような政策論」と批判して、巨額の経済対策の必要性・有効性について疑問を呈するとともに、財政再建の必要性を訴えた財務省の矢野事務次官の論考<sup>2</sup>は、賛否両論を巻き起こした。

総選挙後に発足した第2次岸田内閣は、11月19日に「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。この経済対策の規模は、過去最大の55.7兆円となっている。岸田内閣総理大臣は、所信表明演説において、危機に対し必要な財政支出は躊躇なく行い、経済をしっかりと立て直し、その上で財政健全化に向けて取り組む旨を表明している<sup>3</sup>。

本稿においては、今般の経済対策の影響に触れつつ、我が国の財政と金融政策の現状を示しながら、主要な課題について概観することとしたい<sup>4</sup>。

## 2. 財政の現状と課題

### (1) 公債金収入への依存

令和2年度一般会計の税収は60.8兆円と過去最高額を記録した。感染症が拡大する中、結果として、見込まれていた法人税の大きな落ち込みは避けられ、個人消費の低迷よりも消費税率引き上げの影響が大きかったと見られている<sup>5</sup>。

それでもなお、我が国の財政状況は極めて厳しく、国の一般会計予算を見ると、歳出が税収を上回る状況が恒常化している(図表1)。バブル経済が崩壊して税収が減少に転じてからの30年間、財政状況の悪化には歯止めが掛かっている。今般の感染症対応を除いて直近5年間を見ても、一般会計歳出全体の6割程度しか税収で賄っていない。歳入の不足分は公債金収入<sup>6</sup>、すなわち借入金に依存しており、これらは将来世代の負担となる。

#### ア 国債増発による経済対策の財源捻出

このような状況下で感染症対策や経済対策が策定され、一時的に財政支出が膨らんだ結果、国債発行により賄われる歳入の不足分が大幅に拡大している。

追加歳出の主要財源は公債金収入とされたことで、公債発行予定額は、令和2年度の第1次補正予算25.7兆円、第2次補正予算31.9兆円、第3次補正予算22.4兆円、3年度

<sup>1</sup> 各国の動向は、加藤出『「コロナでバラマキ」の日本 世界と広がる財政規律格差』『週刊ダイヤモンド』(令4.1.8) 14~15頁、「米利上げ 来年3回 緩和縮小前倒し決定 F R B」『日本経済新聞』夕刊(令3.12.16)、「英利上げ、コロナ後初 欧州中銀 緊急債券購入、終了へ」『日本経済新聞』(令3.12.17)等を参照。

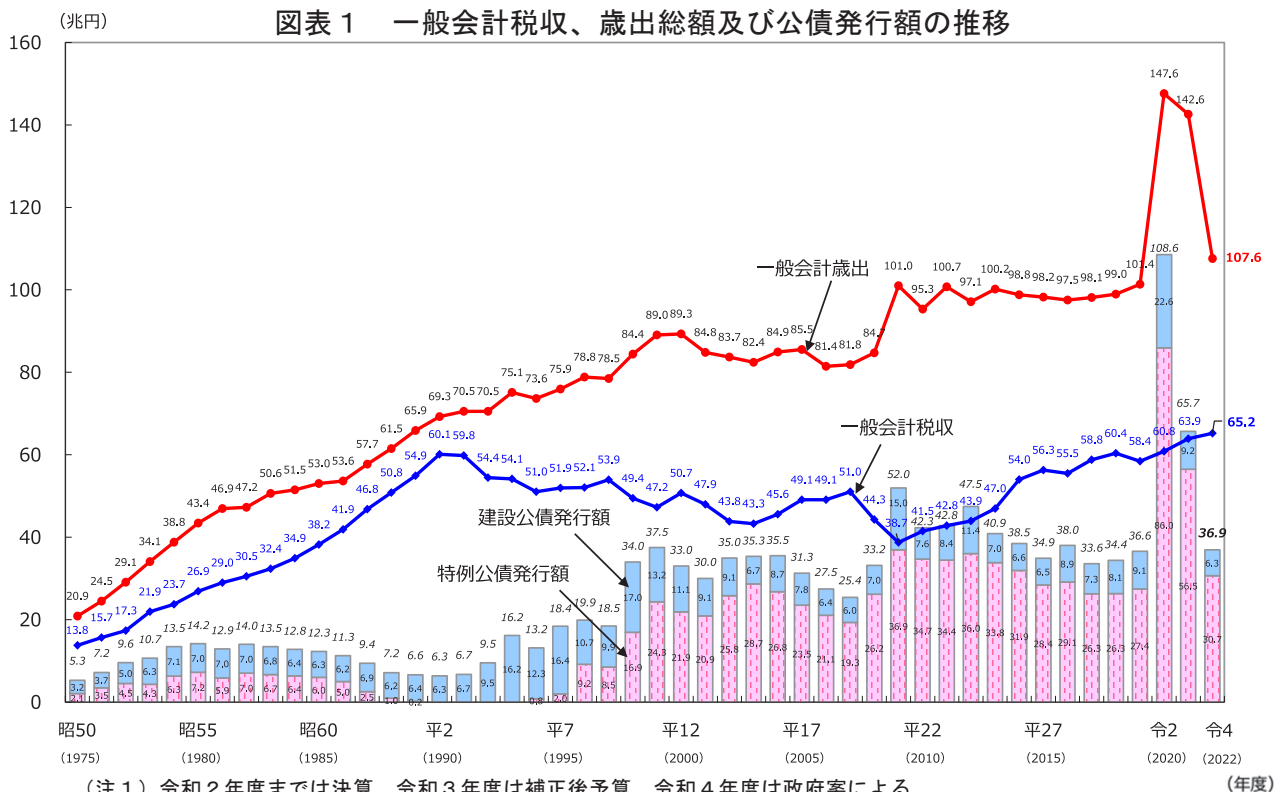
<sup>2</sup> 矢野康治「財務次官、モノ申す『このままでは国家財政は破綻する』」『文藝春秋』(令3.11) 92~101頁

<sup>3</sup> 第207回国会衆議院本会議録第1号2頁(令3.12.6)、同参議院本会議録第1号3頁(令3.12.6)

<sup>4</sup> 令和4年度の税制改正等に関する論点については、前号掲載の論考(鎌田素史・伊藤司「令和4年度税制改正の概要—成長と分配の好循環に向けた税制改正—」、皆川純子・寺島滉希「令和4年度関税改正の概要及び論点」『立法と調査』第442号(令4.2.4))を参照願いたい。

<sup>5</sup> 令和2年度一般会計の税収は、当初63.5兆円を見込んでいたが、第3次補正予算で55.1兆円に下方修正された。決算ベースで見ると、法人税は、サービス業を中心に収益が大幅に落ち込んだが、海外経済の持ち直しを背景に輸出が堅調となり、大企業製造業を中心に業績改善が見られ、11.2兆円(前年度比0.4兆円増)となり、消費税は、令和元年10月に税率が引き上げられた影響が大きく、20.9兆円(同2.6兆円増)となった。

<sup>6</sup> 公共事業費等を賄うため発行する建設公債、歳入の不足を埋め合わせるため発行する特例公債による収入。



(注1) 令和2年度までは決算、令和3年度は補正後予算、令和4年度は政府案による。  
 (注2) 公債発行額は、平成2年度は湾岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するための臨時特別公債、平成6～8年度は消費税率3%から5%への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特例公債、平成23年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債、平成24年度及び25年度は基礎年金庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特例公債を除いている。  
 (出所) 財務省主計局「我が国の財政事情(令和4年度予算政府案)」(令3.12)より抜粋

補正予算22.1兆円と過去にない大規模なものとなった。この結果、2年度の公債依存度は73.5% (決算ベース) に達し、過去最高水準となっている。以降の公債依存度は、3年度(補正後)で46.0%、4年度当初で34.3%になると見込まれている。

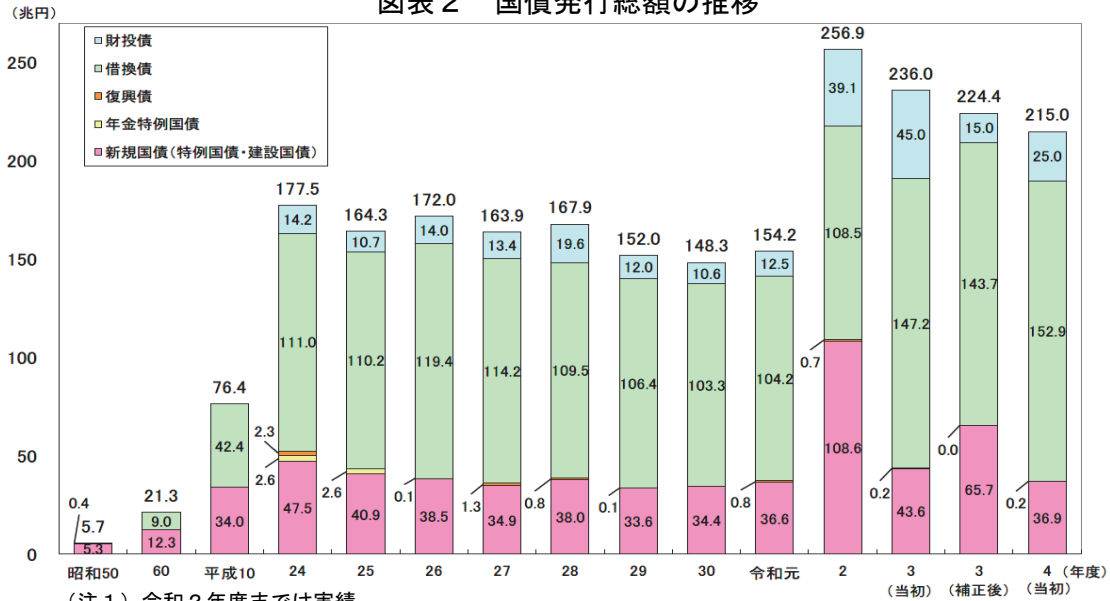
### イ 国債発行計画の変更と後年度への影響

感染症対策の財源を確保するために国債の大量発行が計画され、令和2年度当初は153.5兆円であった国債発行予定額は、一連の補正予算を経て263.1兆円に増額された。取り分け第1次及び第2次補正予算で増発された国債99.8兆円(予定額ベース)のうちカレンダーベース市中発行分83.5兆円は、満期が2年以下の国債が8割を超えており、当初は中長期債中心であった発行計画が大きく変更された<sup>7</sup>。短期債中心に増発したことで償還期限が到来するため、翌年度以降の発行計画に影響が及んでおり、発行予定額は、3年度当初236.0兆円<sup>8</sup>、4年度215.0兆円と、例年に比べ大規模となっている(図表2)。

<sup>7</sup> 財務省は、需給バランスが崩れて金利の上昇を招かぬよう、市場ニーズを確認しながら国債発行計画を策定している。その結果、令和2年度の第2次補正後の計画(カレンダーベース市中発行総額212.3兆円)は、主だったところで、「6か月割引短期国債」45.6兆円(2年度当初比皆増)、「1年割引短期国債」36.9兆円(同15.3兆円増)、「2年債」33.0兆円(同9.0兆円増)など見直された。発行が急がれただけでなく、割引債は利払いを要さず、短期債の金利は長期債に比べ低いことなど、国債費の増加を抑える効果も理由に挙げられる(『新型コロナに対応した資金調達と債務管理』『ファイナンス』(令2.11)7～9頁、梅原英治「巨額のコロナ対策資金はどのように調達されたか」『大阪経大論集』第72巻第3号(令3.9)136～137頁)。

<sup>8</sup> 令和3年度補正予算では、歳入の不足分は拡大したが、国債発行予定額は224.4兆円(11.6兆円減)となった。

図表2 国債発行総額の推移



(注1) 令和2年度までは実績。

(注2) 計数ごとに四捨五入したため、合計において一致しない場合がある。

(出所) 財務省理財局「令和4年度国債発行計画概要」(令3.12)より抜粋

4年度には、2年度発行の2年債と3年度発行の1年債の借換えが待っており、その後も、当面の間、短期債の発行と償還を繰り返さざるを得ない。国債の発行、借換え、償還とも規模が巨額となっており、国債市場に与える影響が増大するため、市中消化に当たっては、これまで以上に慎重な対応が求められる<sup>9</sup>。このような不安定な状態にある我が国の財政を「自転車操業」と評する向きもある<sup>10</sup>。

普通国債残高<sup>11</sup>は増加の一途をたどっており、3年度末見込み(当初予算ベース)で990.3兆円、これと借入金や政府保証債務との合計は1,401.1兆円に上ると見込まれる<sup>12</sup>。

## (2) 骨太方針と財政健全化目標

第4次安倍内閣では、「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針の下で、経済と財政の一体的な再生が目指された。そして、平成30年6月15日に「経済財政運営と改革の基本方針2018」(以下「骨太方針2018」という。)を閣議決定し、財政健全化目標として、2025年度の国・地方を合わせた基礎的財政収支(プライマリーバランス、以下「PB」という。)黒字化を目指すとともに、債務残高対GDP比の安定的引下げを目指すことを堅持した<sup>13</sup>。これは、財政再建のため、社会保障や公共事業等の政策的経費を国債等に依存せず、に税収等で賄い、公債等残高を縮小していく状況を目指すものである。

これは、国債発行総額を財投債で調整(30.0兆円減)した対応によるものであり、市場への影響を最小限にとどめたと評価されている(財務省「国債投資家懇談会(第87回)議事要旨」(令3.11.29))。

<sup>9</sup> 財務省も、足元でのカレンダーベース市中発行額が短期債に大きく依存(令和3年度補正後:74兆円、全体の35%程度)しており、金利変動に対して脆弱な資金調達構造となっていることを認め、新型コロナ対応で短期化した平均償還年限を是正するとしている(財務省「令和4年度国債発行計画の概要」(令3.12.24))。

<sup>10</sup> 土居丈朗「2021年度予算、『短期国債が4割』の異常事態」『東洋経済オンライン』(令3.2.22) <<https://toyokeizai.net/articles/-/412805>>、前掲脚注7の梅原論文154頁参照。

<sup>11</sup> 普通国債残高は、建設公債残高、特例公債残高及び復興債残高。特例公債残高は、国鉄長期債務、国有林野累積債務等の一般会計承継による借換債、臨時特別公債、減税特例公債及び年金特例公債を含む。

<sup>12</sup> 財務省「『国債及び借入金並びに政府保証債務現在高』に関する補足説明(令和3年9月末現在)」

<sup>13</sup> 「経済財政運営と改革の基本方針2018」(平30.6.15閣議決定)4頁

安倍内閣の基本方針を引き継いだ菅内閣は、令和3年6月18日に「経済財政運営と改革の基本方針2021」を閣議決定した。『「経済あつての財政」との考え方の下、デフレ脱却・経済再生に取り組むとともに、財政健全化に向けしっかりと取り組む」ことを宣言して<sup>14</sup>、骨太方針2018で掲げた財政健全化目標を堅持した<sup>15</sup>。そして、2022年度から2024年度までの3年間に、これまで<sup>16</sup>と同様の歳出改革努力を継続しながら予算編成<sup>17</sup>を行うとしていた。

岸田内閣は、前記の経済対策に係る閣議決定で、引き続き、日本銀行と強い緊張感を共有し、財政政策と金融政策の適切なポリシーミックスの下で緊密に連携するとした<sup>18</sup>。日本銀行との連携強化は、政府が「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」ことが前提であり<sup>19</sup>、財政の悪化を放置することなく足元の経済対策に取り組むという困難な舵取りが求められる。今般、感染症の経済財政への影響についての検証により、現時点で財政健全化の目標年度の変更が求められる状況にはないことが確認されたことを受けて、岸田総理は、足元の感染症対策や経済対策と中長期的な財政健全化の取組は矛盾するものではなく、経済をしっかり立て直して財政健全化に取り組む旨を表明している<sup>20</sup>。

ところで、補正予算の編成及び審議過程では、これらの財政健全化目標に係る指標が、補正後の予算執行を通じて、目標水準からどれだけ乖離するのか明らかにされていない<sup>21</sup>。補正予算編成が常態化している現在では、当初予算は国家予算の全体像を表しているとは言えない。緊急的対応と言えども、補正予算の規模は無視できないことから、その審議に際しては、財政への影響等について国民に向けた丁寧な説明が欠かせないのではないかと。

### (3) 財政健全化の見通し

内閣府が半年ごとに経済財政諮問会議に提出する「中長期の経済財政に関する試算」を見ると、直近の試算（令和4年1月時点）では、感染症対応のため収支が大幅に悪化した結果、国・地方のPBは2年度（2020年度）▲48.8兆円、3年度（2021年度）▲42.7兆円で、3年度（2021年度）の公債等残高対GDP比は217.0%と、厳しい財政状況が明らかに

<sup>14</sup> 「経済財政運営と改革の基本方針2021」（令3.6.18閣議決定）2頁

<sup>15</sup> ただし、感染症でいまだ不安定な経済財政状況を踏まえ、令和3年度内に、感染症の経済財政への影響の検証を行い、その検証結果を踏まえ、目標年度を再確認するとされた（前掲脚注14の36～37頁）。

<sup>16</sup> 令和元年度（2019年度）～3年度（2021年度）の3年間の基盤強化期間。2022年から団塊世代が75歳に入り始め、社会保障関係費の急増が見込まれるため、政府は、前記の3年間の「基盤強化期間」と位置付け、経済成長と財政を持続可能にするための基盤固めを行うこととした（前掲脚注13の52頁）。

<sup>17</sup> 予算編成は、「①社会保障関係費については、基盤強化期間においてその実質的な増加を高齢化による増加分に相当する伸びにおさめることを目指す方針とされていること、経済・物価動向等を踏まえ、その方針を継続する。②一般歳出のうち非社会保障関係費については、経済・物価動向等を踏まえつつ、これまでの歳出改革の取組を継続する。③地方の歳出水準については、国の一般歳出の取組と基調を合わせつつ、交付団体を始め地方の安定的な財政運営に必要な一般財源の総額について、2021年度地方財政計画の水準を下回らないよう実質的に同水準を確保する。」を目安にして行うとされた（前掲脚注14の37頁）。

<sup>18</sup> 「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」（令3.11.19閣議決定）6頁

<sup>19</sup> 内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」（平25.1.22）

<sup>20</sup> 内閣府「令和4年第1回経済財政諮問会議議事要旨」（令4.1.14）15～16頁

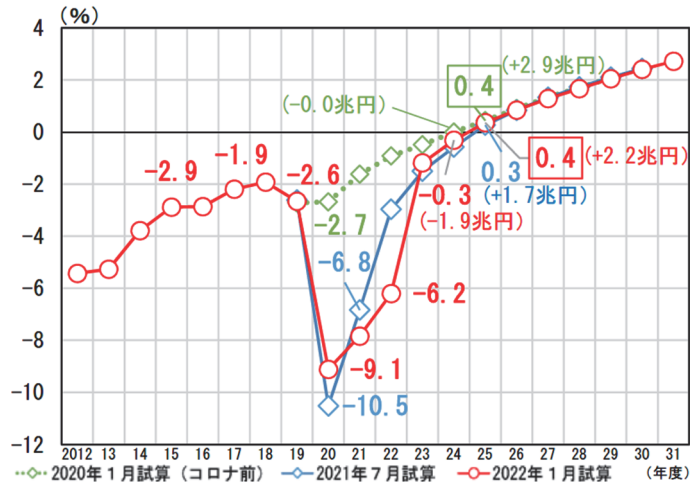
<sup>21</sup> その弊害の一例として、会計検査院が、平成9年度～28年度を対象に、財政健全化に向け当初予算で達成を求められた取組方針の達成状況を分析したところ、当初予算で取組方針を未達成の年度は3か年度にとどまり他の年度は達成していたが、決算額ベースで見ると、10か年度において、当初予算で達成を求められているような水準とはなっていない（会計検査院「平成28年度決算検査報告」856～858頁）。

されている。その後の見通しは、感染症対策の歳出増により、4年度(2022年度)も国・地方のPBは▲35.0兆円となり、公債等残高は累増する一方、公債等残高対GDP比は212.6%と改善が見込まれている。中長期で見たとき、国・地方のPBは、「成長実現ケース」<sup>22</sup>では、歳出改革を織り込まない自然体の姿で、7年度(2025年度)対GDP比0.3%程度の赤字となり、黒字化は8年度(2026年度)と見込まれている<sup>23</sup>。

試算結果によれば、PB黒字化の達成時期は、企業業績の回復に伴う税収増が反映され、前回試算(3年7月時点)<sup>24</sup>から1年前倒しされるという。他方で、前回試算時に想定されていない感染症対応の財政出動により、GDPの落込みは抑えられたものの、公債等残高が上積みされたため、公債等残高対GDP比の値は大きく悪化している(図表3、4)。

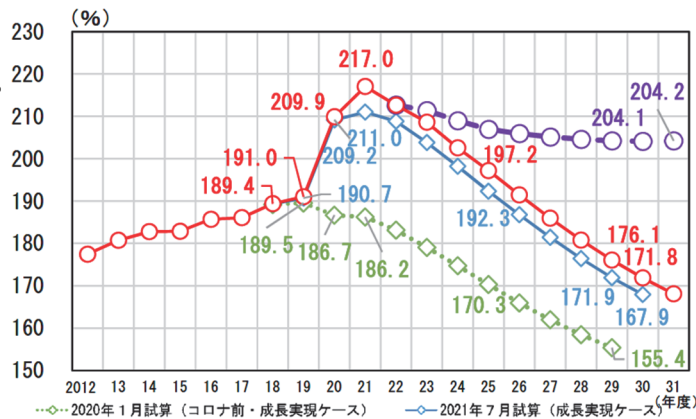
今後の歳出の動向は感染症拡大の影響を受ける可能性があるため、現在のPB黒字化見通しに一喜一憂すべきでない。むしろ、見通しはどうかあれ、「成長実現ケース」の実現に向け、着実に取組を進めることが求められる。当の経済財政諮問会議の有識者議員も指摘しているとおり<sup>25</sup>、政府は、これまでに目標を立てながら「成長実現ケース」を実現できたことはなく、我が国の成長率は

図表3 国・地方のPB対GDP比  
(成長実現ケース)  
(骨太方針に基づく取組を継続した場合)



(備考) 1. 「中長期の経済財政に関する試算」(2020年1月、2021年7月、2022年1月)より作成。2020年1月試算の名目GDPは、2020年12月のSNAの基準改定の影響を調整したもの。  
2. 骨太方針に基づく取組とそれによる経済への影響を加味した場合のPB改善効果を1年当たり1.3兆円程度と想定。  
(出所)内閣府「経済財政の状況について(参考資料)」(令4.1.14経済財政諮問会議提出)より抜粋

図表4 公債等残高対GDP比



(備考) 「中長期の経済財政に関する試算」(2020年1月、2021年7月、2022年1月)より作成。2020年1月試算のGDPは、2020年12月のSNAの基準改定の影響を調整したもの。  
(出所)内閣府「経済財政の状況について(参考資料)」(令4.1.14経済財政諮問会議提出)より抜粋

<sup>22</sup> 政府が掲げるデフレ脱却・経済再生という目標に向け、政策効果が過去の実績も踏まえたペースで発現する姿を試算したもの。「成長と分配の好循環」に向け、大胆な投資や、働く人への分配機能の強化等を推進することにより、所得の増加が消費に結び付くとともに、政策効果の後押しもあって民間投資が喚起され、潜在成長率が着実に上昇することで、実質2%程度、名目3%程度を上回る成長率が実現すると想定されている。

<sup>23</sup> なお、経済財政諮問会議への有識者議員提出資料(平30.5.28)及び内閣府提出資料(令3.7.21)に基づき、骨太方針に基づく取組とそれによる経済への影響を加味した場合のPB改善効果を1年当たり1.3兆円程度と想定して機械的に計算すると、成長実現ケースにおいて、骨太方針に基づく取組を継続した場合、黒字化は2025年度と1年程度の前倒しが視野に入ると見込まれている(内閣府「中長期の経済財政に関する試算」3頁脚注9(令4.1.14経済財政諮問会議提出))。

<sup>24</sup> 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令3.7.21経済財政諮問会議提出)

<sup>25</sup> 内閣府「令和3年第11回経済財政諮問会議議事要旨」(令3.7.21)8頁、前掲脚注20の3頁、5頁

「ベースラインケース」<sup>26</sup>にとどまってきたのが実情である。公債等残高対GDP比の安定的低下を図るには、「ベースラインケース」での達成は難しい。この点、OECDの試算でも、現行の政策を維持するシナリオでは、長期的な財政の持続可能性を確保できないため、いずれかの段階で財政政策の調整が必要と指摘されている<sup>27</sup>。財政健全化目標の達成には、まずは、眼前の「成長実現ケース」実現のため、骨太方針に基づき、抜本的な成長力強化を図る取組が欠かせないものと考えられる。

### 3. 金融政策の現状と課題

#### (1) 長引く大規模金融緩和

日本銀行が「消費者物価の前年比上昇率で2%」とする「物価安定の目標」を導入したのは、平成25年1月に遡る。政府と日本銀行による共同声明と同時に公表された。その後、黒田日本銀行総裁就任後の同年4月、目標を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ため「量的・質的金融緩和」<sup>28</sup>が導入され、以後その強化が図られている。

##### ア 「量的・質的金融緩和」の強化

日本銀行は、平成28年1月に、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。日銀当座預金の一部にマイナス金利を適用<sup>29</sup>することでイールドカーブ<sup>30</sup>の起点を引き下げ、より強い下押し圧力を金利全般に加えることで、目標の早期実現を図るとした。さらに、同年9月に、それまでの二つの政策枠組みを強化する形で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」<sup>31</sup>を導入し、金融市場調節方針の操作目標をマネタリーベースから長短金利に変更している。

##### イ 感染症拡大を踏まえた金融緩和の強化

日本銀行は、感染症拡大の影響により、企業金融面で緩和度合いが低下していることを踏まえ、令和2年3月以降、これまでの金融緩和の強化を図っている。

<sup>26</sup> 経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移する姿を試算したもの。経済成長率は、中長期的に実質1%程度、名目1%台前半程度になると想定されている。

<sup>27</sup> 財政政策が現行どおり維持される想定ベースラインシナリオでは、公債等残高対GDP比は短期的に減少するが、経済成長が鈍化し、高齢化に伴う歳出増加圧力が強まることで、2030年以降に財政赤字は拡大し始め、債務も増大し、2050年には公債等残高対GDP比は50%以上上昇し260%近くに達すると推計している(OECD経済開発検討委員会「OECD経済審査報告書：日本2021」(令3.12)32~33頁)。

<sup>28</sup> 「量」の観点から、金融市場調節の操作目標を政策金利からマネタリーベース(日銀が供給する通貨の総量で、流通現金と日銀当座預金の合計額)に変更し、マネタリーベースが年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行うとともに、「質」にも配慮し、資産買入れ方針として、長期国債・ETF・J-REITの保有額を2年間で2倍に拡大し、買入れる長期国債の平均残存期間を2倍以上に延長することなどを決めた。

<sup>29</sup> 日銀当座預金を3段階の階層構造に分割し、「基礎残高」(「量的・質的金融緩和」の下で、各金融機関が積み上げた既往の残高)にはプラス金利(+0.1%)を、「マクロ加算残高」(所要準備額等)にはゼロ金利(0%)を、「政策金利残高」にはマイナス金利(▲0.1%)をそれぞれ適用するもの。

<sup>30</sup> 横軸に償還までの残存期間、縦軸に債券の利回りを取り、残存期間が異なる複数の債券の残存期間と利回りの相関性を示した曲線。金融緩和時、平常時には、残存期間が長いほど利回りが高くなり、右上がりになる。

<sup>31</sup> 新たな枠組みは、①金融市場調節により長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、②消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」から成る。短期金利については、日銀当座預金の「政策金利残高」に▲0.1%の金利を適用することで、長期金利については、10年物国債金利が0%程度で推移するよう長期国債を買入れることで操作するとされた。なお、従前のマネタリーベース増加額目標は、長期国債買入れペースのめどとして公表され、保有残高の増加額年間約80兆円とすることで現状維持となった。



第一に、感染症の影響を受ける企業等の資金繰りを支援するため、同年5月に「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を導入した。同プログラムは、①C P・社債等の買入れ(残高上限:約20兆円)、②新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ<sup>32</sup>、③新たな資金供給手段<sup>33</sup>の3つの措置から構成されている<sup>34</sup>。

第二に、金融市場の安定を維持するため、積極的な国債買入れ等により、当面、円資金の一層潤沢な供給に努めるとともに、資金供給オペを通じ米ドル資金の流動性供給にも万全を期すとの方針を決定した。その後、同年4月に、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ長期国債の弾力的買入れを行うとしていた方針を改め、イールドカーブ・コントロール実現に必要なだけ金額の上限を設けず買入れを行う方針が示された。

第三に、資産市場におけるリスク・プレミアムの抑制を図った。日本銀行は、それまでE T F及びJ-REITの買入れについて、保有残高がそれぞれ年間約6兆円、約900億円に相当するペースで増加するように行うことを原則的な方針としていた。この方針は維持しつつ、同年3月に、当面、それぞれの約2倍に相当する年間約12兆円、約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うことを決定した。

#### ウ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の点検と持続性強化

日本銀行は、令和3年3月に「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行った結果、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が適当と評価し、基本的な政策の考え方として、持続的な形で金融緩和を継続するとともに、情勢変化に躊躇なく、機動的かつ効果的に対応するため「貸出促進付利制度」等の対応が執られた。

「貸出促進付利制度」は、日本銀行が金融機関の貸出を促進する観点から行っている各種資金供給の利用残高に応じて一定の金利をインセンティブとして付すものであり、短期政策金利の引下げに連動して付利金利を引き上げる仕組みとなっている。本制度により、金利引下げが金融機関の収益に与える影響は緩和されるため、企業への貸出減少等につながることなく、より機動的な長短金利の引下げが可能になるとされている。

あわせて、E T F及びJ-REITの買入れについては、臨時措置の上限を感染症収束後も継続する一方で、必要に応じ、買入れを行うとの方針を決定した。日本銀行として政策変更とは説明していないものの、年間約6兆円、約900億円の購入額の目安が撤廃されたことで、市場では「事実上の緩和縮小」と受け止められている<sup>35</sup>。

## (2) コロナ危機対応の手じまい

世界経済が回復途上にある中、欧米各国ではインフレへの対処が求められており、金融緩和を縮小する動きが見られている。一方、我が国では、海外に比べてインフレは進んでいないものの、円安や供給制約で企業物価が上昇しており、足元の消費者物価は横ばいであってもインフレへの警戒は強まっている。

<sup>32</sup> 家計債務を含めた民間債務全般を対象担保として、最長1年の資金を金利0%で供給するオペレーション。

<sup>33</sup> 共通担保(金融機関等が日本銀行に差し入れる国債、社債等の担保)を担保として、無利子・無担保融資等の適格融資の残高(約30兆円)を限度に、期間1年以内、利率0%で資金供給を行う制度。

<sup>34</sup> ②及び③の利用残高に、2倍の金額のマクロ加算残高算入、相当額の当座預金への付利(+0.1%)が措置される。

<sup>35</sup> 「23年度でも物価上昇1.0% 日銀見通し 目標の2%達成困難 進む『事実上の緩和縮小』」『朝日新聞』(令3.4.28)

このような状況を踏まえて、日本銀行は、令和3年12月の金融政策決定会合において、感染症対応のために導入した対策は縮小しつつも、大規模な金融緩和は継続することとし、当面、感染症の影響を注視し、必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じることを決定した。その理由として、黒田総裁は、我が国の物価上昇率は2%にはまだ相当遠く、現在の大規模な金融緩和を粘り強く続けていくことは、我が国の経済・物価にとって必要であり、交易条件の悪化を通じて日本経済に大きなマイナスになるような状況ではないと発言している<sup>36</sup>。この運営方針は4年1月の決定会合でも維持された。

具体的な決定事項としては、3年12月に、企業金融の情勢を踏まえ、4年3月末に期限を迎える「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」のうち、大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分は予定どおり終了する一方、中小企業等向けの資金繰り支援は期限を4年9月末まで延長した。ただし、このうち信用保証付き融資分は4月以降の条件を改めて、「貸出促進付利制度」上の付利金利を+0.1%から0%に、マクロ加算残高への算入を利用残高の2倍から相当額に変更しており、利用する金融機関のインセンティブをかなり低下させている。このため、このオペの利用額は今後顕著に減っていき、マネタリーベースは縮小傾向に転じるものと予想される<sup>37</sup>。

このほか、CP・社債等の買入れ増額措置も予定どおり終了し、4年4月以降は感染症拡大前と同程度の買入れペースに戻すこととされた。

### (3) 金融緩和がもたらした影響

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」導入後、これを「できるだけ早期に実現する」とのコミットメントを維持している。かつては目標達成時期の見通しが定期的に示されていたが<sup>38</sup>、後ずれが続いた後、平成30年4月以降示されなくなっている。令和4年1月の「経済・物価情勢の展望」によれば、短期的には目標達成のめどは立っていない<sup>39</sup>。

黒田総裁は、一連の金融政策について、日本経済の回復を助け、デフレからの脱却を助け、企業収益を改善し、雇用も大幅に伸びてきているという意味で効果は十分あったが、2%の「物価安定の目標」は達成されていないので、引き続き粘り強く続けると発言している<sup>40</sup>。大規模な金融緩和も10年近くの間長期にわたる。ここでは、その影響のうちひずみと目される事象について、財政との関わりを中心に一端を取り上げたい。

#### ア 低金利長期化による金融機関の収益悪化

金融機関では、店舗統廃合等の経費節減や資金調達コストの圧縮等により収益力向上が図られているが、低金利環境が長期間にわたり、資金運用利回りが低下しているため、

<sup>36</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨（12月17日分）」（令3.12.20）

<sup>37</sup> 木内登英「(マネー潮流) 縮小する日銀のバランスシート」『週刊東洋経済』（令4.1.22）34頁

<sup>38</sup> 例えば、平成30年1月時点では、「2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い」と示されていた（日本銀行「経済・物価情勢の展望（2018年1月）」の基本的見解（平30.1.23））。

<sup>39</sup> 先行きについて、消費者物価の前年比は、当面、エネルギー価格が上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むも、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくため、振れを伴いつつも、プラス幅を拡大していくとし、その後、エネルギー価格上昇による押し上げ寄与は減衰していくものの、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどによる基調的な物価上昇圧力を背景に、令和5年度にかけて1%程度の上昇率が続くとしている（日本銀行「経済・物価情勢の展望（2022年1月）」の基本的見解（令4.1.18））。

<sup>40</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨（1月18日分）」（令4.1.19）

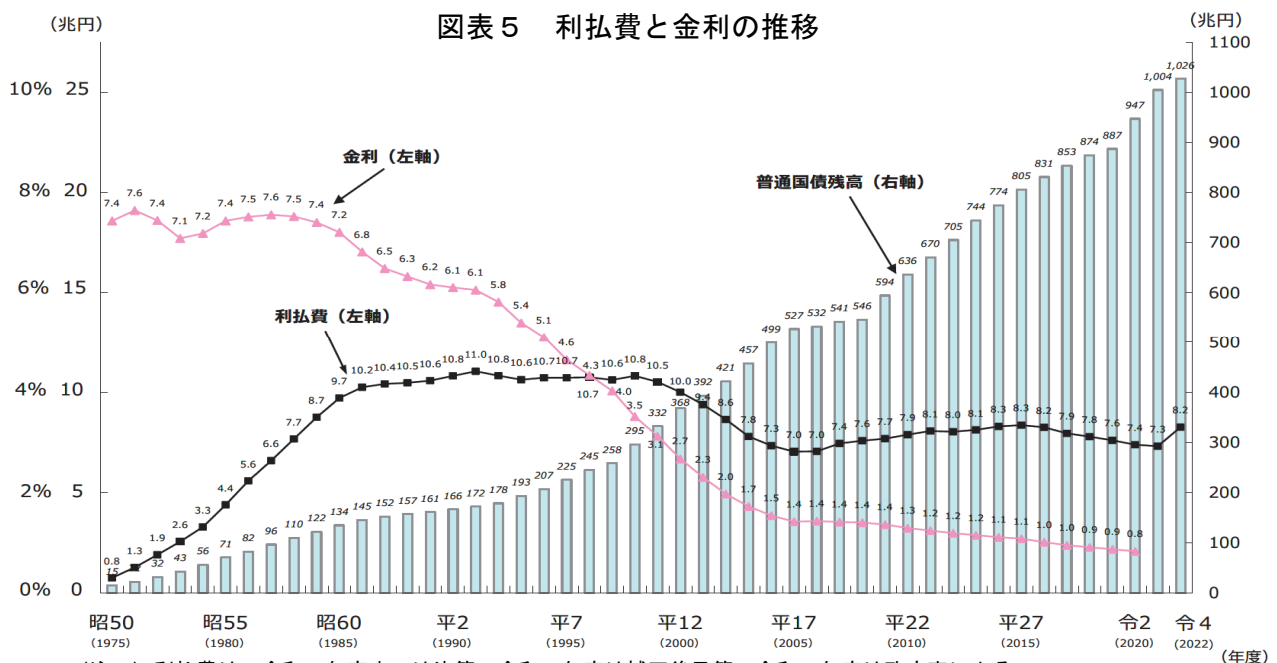
その経営は圧迫されている。コロナ禍で、中小企業の資金繰り支援により貸出は伸びているものの、マイナス金利の導入以降、低金利での貸出競争は激化しており、金融機関の本業での収益確保は厳しさを増している<sup>41</sup>。

このような状況で金融機関の貸出姿勢が消極化すれば、金融仲介機能に悪影響が及ぶおそれがあるため、日本銀行は、令和3年3月に「貸出促進付利制度」を導入し、金融機関の収益悪化の低減を図っているが、その効果には限界も指摘されている<sup>42</sup>。

### イ 金利低下による利払費抑制と副作用

国債の利払費は、一部の国債を除き、発行残高と発行時点の金利により決定される。償還期限を迎えた国債に関し、60年償還ルール<sup>43</sup>に基づいて発行される借換債の利率も、借換え時点の金利を基に設定されるため、利払費は足元の金利動向に影響を受ける。

平成20年度以降、日本銀行の「量的・質的金融緩和」の影響等により利率1.0%未満の普通国債の割合が増加していることで、普通国債の利率加重平均（年度末の発行残高に係る表面利率の加重平均）は一貫して低下し<sup>44</sup>、令和2年度末は0.83%となっている<sup>45</sup>。この影響が普通国債残高の累増による影響を上回っているため、利払費も、債務残高の伸びに比例することなく、平成27年度をピークに7～8兆円台で推移している（図表5）。



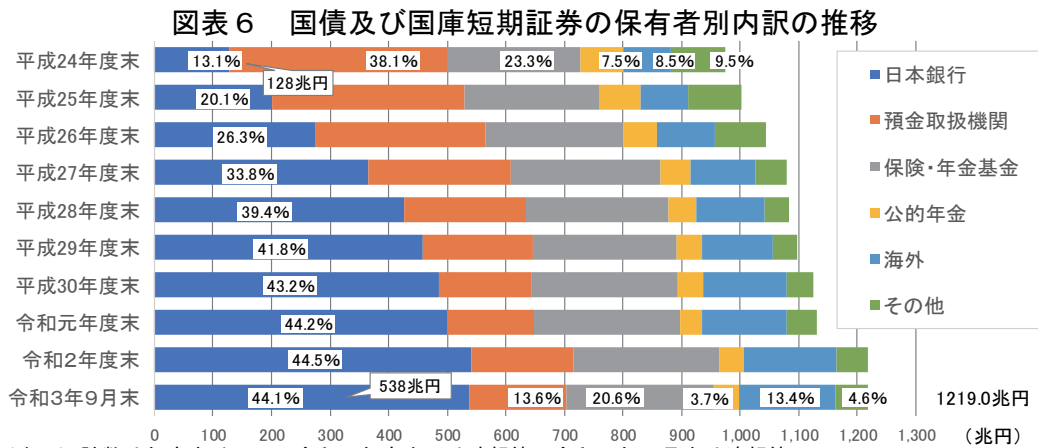
(注1) 利払費は、令和2年度までは決算、令和3年度は補正後予算、令和4年度は政府案による。  
(注2) 金利は、普通国債の利率加重平均の値を使用。  
(注3) 普通国債残高は各年度3月末現在高。ただし、令和3年度は補正後予算、令和4年度は政府案に基づく見込み。  
(出所) 財務省主計局「我が国の財政事情（令和4年度予算政府案）」（令3.12）より抜粋

<sup>41</sup> 東京商工リサーチ「(データを読む)国内107銀行 総資金利ざや0.16%、3年ぶりに上昇(2021年3月期決算)」(令3.10.27)参照。なお、総資金利ざやの上昇は、給付金や支援金等が預金にとどまった影響による。  
<sup>42</sup> マイナス金利の影響について、貸出促進付利制度で全て吸収するのは難しく、金融機関収益への下押しが、金融仲介機能の低下につながり、实体经济に悪影響を与えれば、金融政策の副作用と言えるとの私見が示されている(全国銀行協会「三毛会長記者会見(三菱UFJフィナンシャル・グループ会長)」(令3.4.15))。  
<sup>43</sup> 国債の償還方法として、満期が到来する国債の償還額のうち一部を現金償還し、残りは新たに借換債を発行して、その収入金を充てることを繰り返しながら、最終的に60年間かけて全額を現金償還すること。  
<sup>44</sup> 会計検査院「令和2年度決算検査報告」741頁  
<sup>45</sup> 財務省「普通国債の利率加重平均の各年ごとの推移(昭和50年度末以降)」

このように、金融緩和政策は、国債の利払負担増大を抑制する効果をもたらしており、国債費の抑制に貢献したと言える。一方で、普通国債残高は累増の一途をたどっていることから、財政収支を改善せずとも金融政策によって国債費の抑制が図られる状況は、財政健全化に向けた取組を鈍らせているのではないかと憂慮される<sup>46</sup>。

### ウ 国債買入れに伴う日本銀行のバランスシート拡大

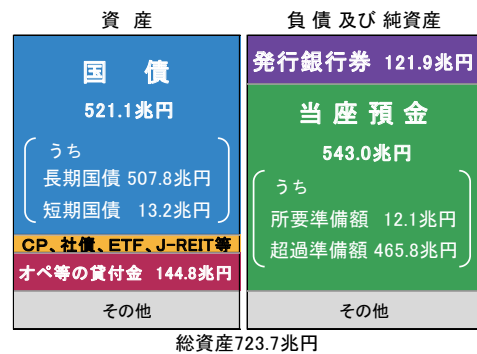
日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の導入以降、金融機関等から、発行から償還までの期間が2年以上の国債を中心に金融資産の買入れを継続して行っている。このような買入れに対しては、実質的な財政ファイナンス<sup>47</sup>に当たり、政府の国債発行を容易にし、財政規律を失わせるとの批判もあるが、黒田総裁は、金融政策運営上の必要から買入れを実施しており、政府による財政資金の調達支援が目的の財政ファイナンスではないと答弁している<sup>48</sup>。結果として、日本銀行の国債等保有額は、平成24年度末の128兆円から、令和3年度9月末では538兆円に膨れ上がっている（図表6）。



(注1) 計数は年度末ベース。令和2年度までは確報値、令和3年9月末は速報値。  
(注2) 「国債」は、財投債を含む。  
(注3) 「その他」は、国債等の合計から「日本銀行」、「預金取扱機関」、「保健・年金基金」、「公的年金」、「海外」を引いた残差。  
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

このような国債保有額の急増に伴い、日本銀行の資産・負債残高は急速に膨張している。令和3年12月末のバランスシート総額は723.7兆円と、我が国のGDPの1.3倍超に相当しており(図表7)、「量的・質的金融緩和」導入前の平成24年度末のバランスシート総額164.8兆円と比べて約4.4倍に拡大している。資産の大半を国債が占めるため、日本銀行の財務は、我が国の財政に対する信託と一蓮托生と言える。

**図表7 日本銀行のバランスシート (令和3年12月末現在)**



(出所) 日本銀行「営業毎旬報告」より作成

<sup>46</sup> 平成12年～24年の金融緩和が財政に与えた影響を分析し、財政規律を緩める作用をもたらしたと結論付けている論考もある(土橋康人「日銀の『非伝統的金融政策』と財政『量的・質的金融緩和』の影響とは何か」小西砂千夫編『日本財政の現代史Ⅲ 構造改革とその行き詰まり 2001年～』(有斐閣、平26.5)320頁)。

<sup>47</sup> 中央銀行が通貨を発行し国債を直接引き受けること。我が国では、財政法(昭和22年法律第34号)第5条により、特別の事由がある場合で国会の議決を経た金額の範囲内で行うものを除いて、禁止されている。

<sup>48</sup> 第204回国会衆議院財務金融委員会議録第6号49～50頁(令3.2.24)

## 4. 今後の財政運営と金融政策の展望

### (1) 分配と負担に係る議論の一体化

岸田総理は、経済再生の要は「新しい資本主義」の実現であるとし、格差や貧困、投資の不足、持続可能性の喪失等に対処するため、賃上げ、人への投資、中間層の維持を図る「分配戦略」に取り組み、好循環を生み出すとしている<sup>49</sup>。

所得格差の拡大は、低所得世帯の教育投資を落ち込ませるため、経済成長を低下させるとの指摘があり<sup>50</sup>、社会経済への悪影響が懸念される。コロナ危機に際して、諸外国でも、感染症の影響を受けやすい階層への給付が強化されるなどしており、所得格差のリスク低減に財政出動は一定の合理性がある。にもかかわらず、我が国で経済対策が「バラマキ」と問題視されたのは、財源が不明確で、給付対象や手法にブレが見られたからではないか<sup>51</sup>。言い換えれば、誰から誰への分配を目指しているのか明らかでなかったからではないか。

たとえ給付を受けても、将来の負担増大が予想されれば、消費ではなく貯蓄に回すのは合理的行動であり、せつかくの「分配戦略」も期待どおりの効果が得られない。将来不安の解消を図るには、分配と負担に係る一体的な議論が必要であり、導入時期は先としても、これらの議論を景気の本格回復を待たずに始めることが経済活動につながるのではないか。

#### ア 負担の在り方をめぐる抜本的議論の必要性

令和4年度税制改正では議論が見送られたものの、それに先立ち、岸田総理からは、格差是正を企図した金融所得課税見直しの提案があった<sup>52</sup>。また、法人税に係る国際合意<sup>53</sup>への対応、脱炭素社会に向けたカーボンプライシング<sup>54</sup>の導入など、我が国の国際競争力に関わり、先送りできない問題も山積している。マイナンバーを通じた情報連携により社会保障・税制度の効率性等を高める取組も求められる。正に「成長と分配の好循環」の実現に向けて、税制を抜本的に見直す節目にあると言えよう。

#### イ コロナ危機対応から得られた財政支出の教訓

一般の感染症対応に係る財政支出は、実施に当たり緊急な対応が求められたことで、あらかじめ費用や期間等を勘案し、計画を綿密に立案することが困難な面があったため、予算の計画・執行・管理の各段階で甘さがあり、多額の不用額、繰越額が生じるなど、様々な問題が見受けられた<sup>55</sup>。今後、事業効果が発現していたか検証する必要もあろう。未曾有の危機であり、試行錯誤の対応のためやむを得なかった面があるとは言え、将来、同種の事態が生ずる可能性に備えて知見を得ておくことが重要と考えられる。

<sup>49</sup> 第208回国会衆議院本会議録第1号(令4.1.17)、同参議院本会議録第1号(令4.1.17)

<sup>50</sup> OECD雇用労働社会政策局「特集：格差と成長」(2014.12)〈<https://www.oecd.org/els/soc/Focus-Inequality-and-Growth-JPN-2014.pdf>〉

<sup>51</sup> OECD雇用労働社会政策局は、再分配政策が対象を適切に絞り込んでいない場合や最も効果的なツールを重視していない場合は、資金の浪費と非効率の温床になりかねないと指摘している(前掲脚注50)。

<sup>52</sup> 「金融所得課税見直し検討 首相『成長と分配の好循環』掲げ」『日本経済新聞』(令3.10.5)

<sup>53</sup> 令和3年10月、OECDで、①国際課税原則(恒久的施設がなければ課税なし)を見直し、多国籍企業が事業で利益を得ている市場国に課税権を配分すること、②15%の最低税率を導入することなどが合意された。

<sup>54</sup> カーボンプライシング等の市場メカニズムを用いる経済的手法は、産業の競争力強化やイノベーション、投資促進につながるよう、成長に資するものに躊躇なく取り組むとされた(「成長戦略実行計画」(令3.6.18閣議決定))。

<sup>55</sup> 例えば、会計検査院「令和2年度決算検査報告の特徴的な案件」〈<https://www.jbaudit.go.jp/report/new/tokutyou02.html>〉には、新型コロナウイルス感染症対策関係経費等に関するものが9件掲載されている。

## ウ データに基づく政策立案・評価の必要性

世界的に感染が拡大したコロナ危機対応では、各国でも類似の経済対策が見受けられ、その政策過程が比較されて浮き彫りになった面がある。米国では、客観的根拠に基づき政策を立案し、その効果を都度検証して改善するサイクル（E B P M<sup>56</sup>）が見られたが、我が国では、データ分析に基づく政策立案の重要性は理解されながらも、蓄積されたデータをつなぎ合わせて活用していくところが非常に弱いとの指摘がある<sup>57,58</sup>。

一方で、我が国の行政組織にE B P Mの定着を図るには、環境整備も必要であろう。省庁間の消極的な権限争いや組織の無謬性など、旧来の組織文化を改める必要がある。評価プロセスでは、過去の失敗をとがめることよりも、反省を踏まえたブラッシュアップを重視するような価値観の醸成が求められる。そして、国会審議においても、政策選好の違いを超えて、政策の是正改善の方策を探るような議論が求められよう。

「入るを量りて出ざるを為す」には、精緻なデータが欠かせない。まずは、補正予算に隠れた経常的支出をあぶり出し、コントロールすべき歳入と歳出の全貌を明らかにする必要がある。財政見通しについても、英国等に倣い、予測を裏付ける政策効果を公開し、有識者等の意見も取り込みながら、予測と実績の乖離について要因分析を行うなどして、事後的な政策効果の検証により改善していく仕組みが求められるのではないかと。

## （2）国債の安定的消化と金利上昇への備え

国債発行による財政支出の増加は、債券市場における需給悪化を通じ、長期金利の上昇要因となり得る。一方で、我が国では、膨大な債務残高を抱え、現在の歳入構造では返済能力も乏しいにもかかわらず、利払負担は低水準に抑えられてきた。財政規律は、国債利回りが低いときに緩み、利回りが上昇するにつれ強まる傾向にあるとされる<sup>59</sup>。低金利下の我が国では、財政健全化への姿勢よりも財政支出による景気回復が強く打ち出されているが<sup>60</sup>、国債利回りが将来にわたって低位のままとは限らない。

この点、「現代貨幣理論（MMT）」によれば、通貨の発行権限があつて自国通貨建ての国債発行権を有する政府は、過剰なインフレになるまで財政支出を拡大することができるという。理論の正否に係る言及は控えたいが、財政民主主義のプロセスや市場の反応等が軽視されている気がしてならない。理論を支持する有識者の発言で限界を示唆したもの<sup>61</sup>が見られるので、我が国の現状に触れながら整理したい。

<sup>56</sup> Evidence-Based Policy-Makingの略。

<sup>57</sup> NHK「(NHKスペシャルまとめ記事) 検証 コロナ予算77兆円(後編)」(令3.12.29放送、令4.1.12公開) <<https://www.nhk.jp/p/special/ts/2NY2QQLPM3/blog/bl/pneAjJR3gn/bp/pNZRAd4jmN/>>

<sup>58</sup> このほか、有事の機動的分析には公的統計調査のみでは足りず、平時からの民間データの活用と恒常的なE B P M推進のための研究プロジェクトが欠かせないとの指摘もある(小西葉子「コロナ下の消費動向から考える政策立案手法『E B P M』の意義」『週刊金融財政事情』(令4.1.18) 38~41頁)。

<sup>59</sup> Paolo Mauro; Rafael Romeu; Ariel J Binder; Asad Zaman, “A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy,” IMF WORKING PAPERS, January 9, 2013.

<sup>60</sup> 「22年度予算 財政健全化より支出 基本方針 景気回復強調に修正」『読売新聞』(令3.11.30)、「岸田政権積極財政鮮明に 予算編成方針案 消えた『歳出改革』」『朝日新聞』(令3.11.30)

<sup>61</sup> MMT理論の根幹は正しいと主張して、債務残高GDP比が1,000%になっても大丈夫だが、10,000%では国債を買ってくれる人がもういないため難しいとする。また、海外債務の増加とインフレを危険視している(浜田宏一「『矢野論文』大論争! 国の借金はまだまだできる」『文藝春秋』(2021.12) 172~174頁)。

## ア 海外投資家の国債保有割合の増加

我が国の国債は、その大半を国内投資家が保有していることが、利回りが低い一因とされてきた。海外投資家とは異なり、国内投資家は高い利回りを要求しないため、低い利回りが維持されてきたと言われる。かつて財務省は、外国格付会社による日本国債の格下げを受けて、「日・米など先進国の自国通貨建て国債のデフォルトは考えられない」と反論し、その理由に、当時、国債の95%が国内でかつ低金利で消化されていたことを挙げていた<sup>62</sup>。しかし、海外投資家の保有割合は年々上昇しており（図表6）、令和3年9月末の保有率は13.4%、短期債に限れば54.3%に上る<sup>63</sup>。将来、更に海外投資家に資金調達を依存せざるを得なくなる可能性も排除できず、その動向をもはや無視できない。

## イ 国債市場から重要視される財政規律への姿勢

国債は「打ち出の小槌」ではないため買手が欠かせない。今般、感染症対応での国債増発に際しては、市場ニーズを見極めながらの資金調達に財務省が苦慮した一面が垣間見られた。将来にわたり国債を安定的に消化するには、市場との対話が重要となる。

市場関係者からは、海外投資家に関し、ギリシャ財政危機等の事例から、その逃げ足は速く、保有が一定以上になると不安定性が増すとの指摘がある<sup>64,65</sup>。また、国債格付がAからBBBに引下げとなれば需給環境が変化するとの見方もある<sup>66</sup>。関係者は共通して、政府の財政規律に対する姿勢を重要視しており、国内外から誤解を招かないよう丁寧なコミュニケーションを意識すべきとの注文が付けられている<sup>67</sup>。

## ウ 金利上昇による国債費の増加見通し

感染症対応時に短期債を中心に国債が増発されたことで、借換債発行の増加が想定されるため、今後も借換債発行が抑制されない場合、金利上昇に伴う利払費増加の影響は一層大きくなると予想される<sup>68</sup>。令和4年度の国債費は24.3兆円（うち利払費8.2兆円）計上されているが、財務省の試算では、名目3.0%の経済成長を想定した場合、7年度の国債費は28.8兆円（同11.1兆円）となり、同じ前提で仮に金利が1%上昇すれば3.7兆円、2%上昇すれば7.5兆円上振れるとしている<sup>69</sup>。

国債の価値を支えるには、利子率が経済成長率を上回っている状況では、将来の財政黒字という担保が必要となるが、利子率が経済成長率と同じか下回っている状況では、国債の借換えを繰り返すことで財政悪化を防ぐことはできるものの、それでも均衡財政の規律は求められ、財政赤字を長期にわたり拡大することはできないとされる<sup>70</sup>。たとえ

<sup>62</sup> 財務省「外国格付け会社宛意見書要旨」（平14.5.2）、同「ムーディーズ宛返信大要」（平14.5.23）等

<sup>63</sup> 財務省「国債等の保有者別内訳（令和3年9月末（速報）」）

<sup>64</sup> 財務省「国の債務管理の在り方に関する懇談会（第54回）議事要旨」（令3.6.24）

<sup>65</sup> なお、世界銀行のレポートは、海外民間投資家の国債保有比率が全体の20%を超えると、金利上昇リスクが急激に高まると分析している（Hideaki Matsuoka, “Debt Intolerance: Threshold Level and Composition,” Policy Research Working Paper 9276, World Bank Group, June, 2020.）。

<sup>66</sup> 財務省「国債投資家懇談会（第87回）議事要旨」（令3.11.29）

<sup>67</sup> 財務省「国債市場特別参加者会合（第97回）議事要旨」（令3.12.10）、同「国の債務管理の在り方に関する懇談会（第53回）議事要旨」（令2.11.4）等

<sup>68</sup> 会計検査院「令和2年度決算検査報告」746～749頁

<sup>69</sup> 財務省「令和4年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」（令4.1）

<sup>70</sup> 櫻川昌哉『バブルの経済理論 - 低金利、長期停滞、金融劣化 - 』（日本経済新聞出版、令3.5）407～412頁

国債利回りが低水準でも財政健全化に向けた努力は必要であり、債務残高が累増する中、借換債の発行を縮減するなど、以前にも増して国債費の抑制を図る取組が欠かせない。

### （３）大規模金融緩和の出口に向けた準備

黒田総裁は、２％の「物価安定の目標」に達していないため、出口の議論は時期尚早と発言している<sup>71</sup>。一方で、金融政策を正常化する際の論点は、短期政策金利をどうするか、拡大したバランスシートをどのように調整するかとの二つに尽きると発言してきた<sup>72</sup>。

世界的な物価上昇の波は、現在、資源価格の上昇等により我が国にも徐々に及んでおり、令和４年春には物価上昇率が２％に迫るといった観測も報じられている<sup>73</sup>。日本銀行には、出口に備え、経済・物価情勢にマイナスの影響が出ないように、柔軟な対応が望まれる。

#### ア 金利上昇によるバランスシート毀損のおそれ

金融緩和により膨張した中央銀行のバランスシートの大きさから考えると、金融政策の正常化に向けては、超過準備解消をいったん棚上げし政策金利を上げるしか選択肢はないとされる<sup>74</sup>。仮に超過準備を解消するため大規模な売りオペを実行すれば、国債価格が暴落し長期金利が高騰してしまう。このため、超過準備への金利を引き上げて、当座預金残高を維持しながら、国債償還等により少しずつ超過準備を減らして行く方法が考えられる。これは、当面、日本銀行の保有資産が膨れ上がったまま維持されることを意味する。政策金利を引き上げると大きな逆ざやとなり、損失が発生するおそれもある<sup>75</sup>。

#### イ 日本銀行の財務の健全性確保

日本銀行は、毎年度、経常利益から特別損益と法人税等を差し引いた額（当期剰余金）から法定準備金を積み立て、残額を国庫に納付している。納付額は多額に上っており、経常利益が１．９兆円となった令和２年度には、当期剰余金から国庫納付金を１．２兆円納付している（図表８）。通常は５％相当額を法定準備金に積み立てているが、資産規模拡大を踏まえて、従来よりも収益の振幅が大きくなると見込み、財務大臣の承認を受けて、平成２５年度に２０％相当額を、２６年度には２５％相当額をそれぞれ積み立てている。リスクは高まっているのに、直近２か年度の法定準備金積立額は５％相当額にとどまっており、予算額の約２倍の国庫納付金を納付して、我が国の財政に貢献している。

日本銀行が保有する金融資産は、その規模が大きいため、将来の市場金利、株式市場、為替レート等の動向、金融政策等によっては財務内容が大きく変動する可能性もある<sup>76</sup>。現行法令からは、日本銀行のバランスシートが悪化したときの取扱いは明らかでない。万一、日本銀行のバランスシートが毀損し、その回復に政府が介入することとなれば、中央銀行としての独立性が脅かされ、我が国の財政規律の緩みにつながるおそれがある。

<sup>71</sup> 前掲脚注４０

<sup>72</sup> 第１９６回国会参議院議院運営委員会会議録第８号７頁（平３０．３．６）

<sup>73</sup> 「インフレ率 春２％視野 資源高、暮らしに波及 需要・賃金は伸び鈍く」『日本経済新聞』（令４．１．２２）

<sup>74</sup> 白塚重典「『テーパリング』が金融に及ぼす影響」『週刊金融財政事情』（令３．１１．９）４８～４９頁

<sup>75</sup> 出口局面における日本銀行の収益に係るメカニズムについては、野内修太「金融緩和の出口局面における日本銀行の財務リスク～求められる出口局面に向けた備え～」『経済のプリズム』第１５９号（平２９．８）３～７頁が詳しい。

<sup>76</sup> 会計検査院「平成３０年度決算検査報告」８６５頁



金融政策の正常化に備え、日本銀行は、その保有資産について将来の備えが十分か検証を行い、必要に応じて、当期剰余金の5%相当額を超える額を法定準備金に積み立てるなどして、財務の健全性の確保に努めるべきと考える。

図表8 日本銀行における当期剰余金の処分状況 (単位:億円)

区 分	平成 24年度	平成 25年度	平成 26年度	平成 27年度	平成 28年度	平成 29年度	平成 30年度	令和 元年度	令和 2年度
当期剰余金 (a)	5,760	7,242	10,090	4,110	5,066	7,647	5,869	12,952	12,191
法定準備金積立額 (b)	288	1,448	2,522	205	253	382	293	647	609
積立率 (b)/(a)	5.0%	20.0%	25.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
配当金 (c)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国庫納付金 (d)=(a)-(b)-(c)	5,472	5,793	7,567	3,905	4,813	7,265	5,576	12,305	11,581
一般会計歳入予算における 日本銀行納付金の計上額	2,752	4,091	6,382	8,205	5,351	3,044	5,430	5,718	6,435

(注) 出資者に対して各年度総額500万円の配当金が支払われている。

(出所) 日本銀行「各事業年度決算」より作成

## 5. おわりに

我が国の金融緩和の正常化が遅れ、各国の金融政策との相違が更に広がれば、為替相場の不安定な状態が一層強まる可能性がある<sup>77</sup>。金利差の拡大が放置されれば、為替変動でサプライチェーンが影響を受けるのみならず、我が国から資金が流出するおそれもある。こうした事態を回避するには、利上げの必要があるが、その際は国債利回りの上昇を伴う。膨大な公債残高を抱えていては、国債の利払費が急速に増大する。財政運営を現状のまま維持すれば、金融政策の足かせとなり、経済活動が犠牲になってしまうおそれがあるため、財政健全化に向けた取組は待ったなしの状況にあると言える。

感染症への対応をめぐっては、IMFが、引き続き財政政策が重要なことを認めつつ、その収束後、景気回復とのバランスを取りながら財政を再構築するためには、信頼できる中期的な財政枠組みがカギを握ると提言している<sup>78</sup>。求められるのは、インフレを待っての緊縮財政ではなく、経済に過度な負荷を掛けない取組となるよう。

「財政は国の信頼の礎」であり<sup>79</sup>、国債市場は、我が国の信用力のバロメーターでもある。市場の信認を保持するためには、財政健全化に向けた姿勢が後退したように受け取られてはならない。今般、鈴木財務大臣は、2025年度の国・地方のPB黒字化目標等の達成に向けて、歳出・歳入両面の改革をしっかりと進めると明言した<sup>80</sup>。目標達成のためには、今後、中期的な財政枠組みを具体的に打ち立てる必要があるのではなかろうか。

(のざわ だいすけ)

<sup>77</sup> ウォール・ストリート・ジャーナル発「(社説) 中銀の金融政策に差、経済リスクに」『週刊ダイヤモンド』(令4.1.8新春号) 10~11頁(原典は、The Editorial Board, "The Great Central Bank Divide As inflation goes global, monetary maestros go their separate ways," THE WALL STREET JOURNAL, December 17, 2021.)

<sup>78</sup> IMF「財政モニター(2021年4月)」参照。また、財政枠組みでは、財政の持続可能性、経済の安定性、財政ルールの特長性という三つの包括的目標の達成を追求すべきであり、強力な財政枠組みは財政の信頼性を高めると提言している(IMF「財政モニター(2021年10月)」)。

<sup>79</sup> 財政制度等審議会「令和4年度予算の編成等に関する建議」11頁(令3.12.3)

<sup>80</sup> 第208回国会衆議院本会議録第1号(令4.1.17)、同参議院本会議録第1号(令4.1.17)