

## 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 －求められる経済政策の総括的検証と市場機能の回復－
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	454号
刊行日	2023-2-22
頁	83-98
URL	<a href="https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rip_pou_chousa/backnumber/20230222.html">https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rip_pou_chousa/backnumber/20230222.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

### — 求められる経済政策の総括的検証と市場機能の回復 —

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) 財源の裏付けなしに膨張する歳出
  - (2) 緊急対応における予備費使用の恒常化
  - (3) 財政健全化に向けた取組
3. 金融政策の現状と課題
  - (1) 物価安定の目標と大規模金融緩和
  - (2) 金融市場調節方針の一部修正
  - (3) 出口戦略の難しさ
4. 求められる市場機能の回復と金融緩和縮小に伴う課題
  - (1) 「官製市場」の限界と機能不全
  - (2) 金利上昇による財政への負の影響
  - (3) マクロ経済政策の透明化と政策連携の実効性確保
5. おわりに

#### 1. はじめに

現在、欧米や新興国を含め、世界的にインフレが生じており、大幅な利上げによる金融引締めが実施されている。インフレの要因としては、ロシアのウクライナ侵略による資源・食料価格の高騰、供給制約やコロナ禍からの回復に伴う繰越し需要のほか、各国がコロナ対策として大規模な財政・金融政策を行ったことも影響していると指摘されている<sup>1</sup>。

我が国でも、輸入物価の高騰等により消費者物価が上昇している。令和4年2月頃から円安が加速した際は、更なる物価高を懸念し、日本銀行（以下「日銀」という。）に金利引上げを

\* 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5年2月3日である。

<sup>1</sup> 河野龍太郎「財政インフレならボルカー以上の金融引き締めと緊縮財政が不可避」『週刊エコノミスト』（令4.12.13）24～25頁

求める声も多く見られたが、日銀は大規模な金融緩和を維持してきた。一方で、9月末には日銀の保有国債（国庫短期証券を除く。）は発行残高の5割を超え<sup>2</sup>、国債の流動性低下は顕著となった。また、金利抑制により実勢価格と比べ割高になっている国債の購入が手控えられて取引が成立しない日も目立つようになるなど<sup>3</sup>、市場機能の低下と見られる事態が生じている。

それでも、欧米の金利上昇に引っ張られるように我が国の国債利回りも上昇しており、日銀が政策目標とする10年物国債の利回りを低位に抑えていることで、それより短い年限の国債利回りが10年物を上回る逆転現象も相次いだ<sup>4</sup>。このような状況を踏まえて、12月に日銀が決定した政策見直しは、市場関係者に大きな方針転換と受け止められている。

本稿では、我が国の財政と金融政策の現状を示しながら、長引く大規模金融緩和によりいびつになっている市場機能を中心に、主要な課題について概観することとしたい<sup>5</sup>。

## 2. 財政の現状と課題

### （1）財源の裏付けなしに膨張する歳出

岸田内閣は、令和4年10月28日に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を閣議決定した。物価高対応としつつも需要を喚起する大型の財政出動となったことで、景気刺激効果も想定され、消費者物価を1.2%程度以上抑制する効果に対しては、閣内から「一般論としては、むしろ財政出動による影響の方がある」との疑問まで呈された<sup>6</sup>。

経済対策を実施するための4年度第2次補正予算は、一般会計の追加歳出が28.9兆円に及ぶ大規模なものとなり、財源の大半（22.9兆円）は国債の増発で賄われた。このため、財政悪化による通貨の信認低下に伴い、円安が更に加速するおそれも指摘された<sup>7</sup>。

#### ア 税収が増えても不足する財源

我が国の財政は極めて厳しい状況にある。一般会計で見ると、近年、税収は着実に増えているが、それ以上に歳出規模が拡大しており、悪化に歯止めが掛かっていない。

新型コロナウイルス感染症拡大の影響から経済が持ち直しつつある中で、令和3年度一般会計の税収は67.0兆円と、2年連続で過去最高額を更新した（**図表1**）。3年度増収見込分のうち6.4兆円は同年度補正予算の財源に、4年度増収見込分3.1兆円は同年度第2次補正予算の財源に充当されている。しかし、最高額更新が期待される直近の5年度予算（政府案）の税収でも、一般会計歳出全体の6割程度しか賄えていない。

#### イ 補正予算財源としての特例国債の大量発行

国の歳出は租税等により賄うのが原則であり、建設国債の発行は、負担の世代間公平の観点から公共事業費等の財源に限り認められている。特例国債は、特例法制定により財源不足を補う特例措置であり、発行額は必要最小限にとどめるべきとされている<sup>8</sup>。

<sup>2</sup> 日本銀行「資金循環統計（速報）（2022年第3四半期）」（令4.12.19）

<sup>3</sup> 「日銀緩和 債券市場にも弊害 10年債 初の4営業日連続不成立も」『朝日新聞』（令4.11.1）

<sup>4</sup> 「国債利回り乱れる秩序 10年未満 日銀上限超え相次ぐ 市場の機能不全懸念」『日本経済新聞』（令4.6.15）

<sup>5</sup> 令和5年度の税制改正等に関しては、伊藤司「令和5年度税制改正の概要－「新しい資本主義」の実現に向けた税制改正－」、林一喜「令和5年度関税改正の概要及び論点」『立法と調査』第453号（令5.2.8）を参照願いたい。

<sup>6</sup> 財務省「鈴木財務大臣兼内閣府特命担当大臣臨時閣議後記者会見の概要」（令4.10.28）

<sup>7</sup> 「矛盾含みの大型支出 物価高対策のはずが 景気刺激や円安進行で逆効果も」『東京新聞』（令4.11.9）

<sup>8</sup> 小村武『〔五訂版〕 予算と財政法』（新日本法規出版、平28.8）97～115頁

近年の運用を見ると、令和2年度には、コロナ対策の補正予算財源として国債が大量に増発された（建設国債計15.5兆円、特例国債計64.5兆円）。3年度以降は、建設国債はコロナ禍前の水準に戻ったが、特例国債は、累次の経済対策の財源を賄うため大量に増発されたことで（3年度は19.2兆円、4年度は計23.1兆円）、依然として高い水準にある。

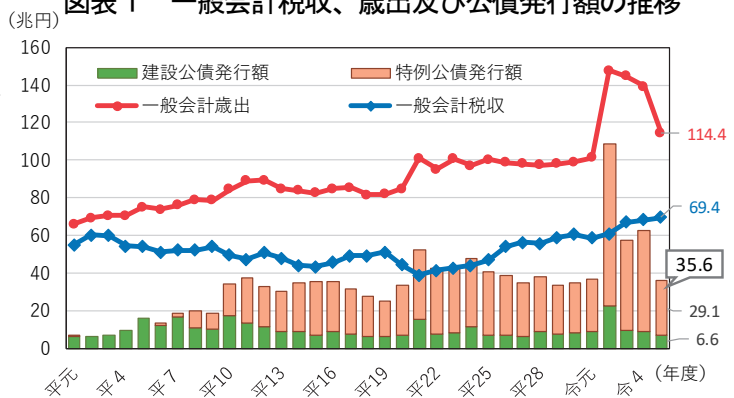
また、カレンダーベース市中発行額では、元年度まで国債発行総額の2割以下であった短期債の割合が、コロナ対策で2年度に短期債を中心に国債が増発されたことで、約4割まで増加した。この短期債が償還期限を迎え、3年度以降、借換債発行額が激増している（図表2）。5年度の借換債は157.6兆円と、国債発行総額205.8兆円の7割強を占める。短期債に依存した資金調達の構造は金利変動に対し脆弱なため、財務省は平均償還年限の長期化を図っている。

### ウ 公債依存度の悪化

令和5年度予算（政府案）の公債依存度は31.1%と見込まれている。しかし、4年度の公債依存度も、年度当初は34.3%と想定されていたが、予算補正を経て44.9%に大幅な悪化が見込まれている。補正予算財源を賄うための国債増発の抑制なしに、財政健全化の実現は困難である。

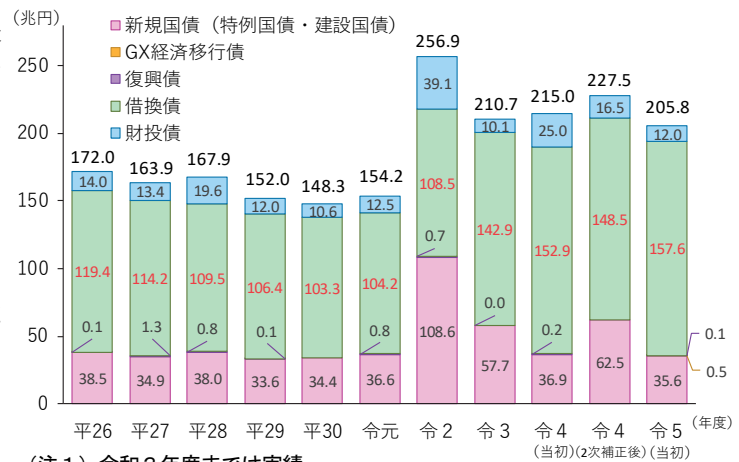
ただし、国の予算は一般会計のみではない。特別会計でも多額の国債を発行し、また、借入れを行っており、かつ、一般会計と各特別会計の間では資金が融通されている。こうした重複等を除き、一般会計と特別会計

図表1 一般会計税収、歳出及び公債発行額の推移



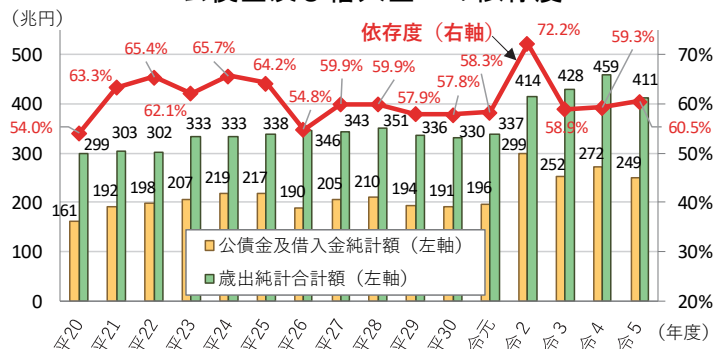
(注1) 令和3年度までは決算、令和4年度は第2次補正後予算、令和5年度は政府案による。  
 (注2) 公債発行額は、平成2年度の臨時特別公債、平成6～8年度の減税特例公債、平成23年度の復興債、平成24年度及び25年度の年金特例公債を除く。  
 (注3) 令和5年度の歳出は、「防衛力強化資金」への繰入れ3.4兆円を含む。  
 (出所) 財務省主計局「我が国の財政事情(令和5年度予算政府案)」より作成

図表2 国債発行総額及び借換債等発行額の推移



(注1) 令和3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「令和5年度国債発行計画の概要」より作成

図表3 一般会計と特別会計の純計ベースでの公債金及び借入金への依存度



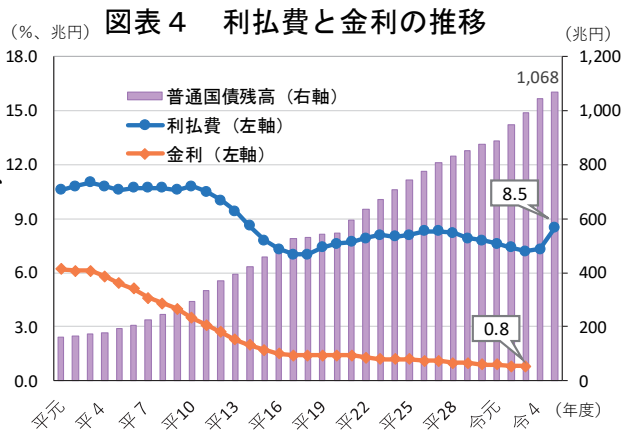
(注1) 令和3年度までは決算、4年度は決算見込、5年度は政府案による。  
 (注2) 依存度は、公債金及び借入金純計額を歳出純計合計額で除して算出。  
 (出所) 各年度「財政法第28条等による予算参考書類」より作成

の純計ベースで公債金及び借入金への依存度を見ると、国家財政の半分以上を借金に頼っている更に厳しい状況が見て取れる（図表3）<sup>9</sup>。

## エ 累増する普通国債残高と利払費への影響

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って決定される。償還期限を迎えた国債に関し、60年償還ルール<sup>10</sup>に基づき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。

令和3年度末の普通国債残高は、前年度比44.8兆円増の991.4兆円となったが、3年度の利払費は、金融政策で金利が低く抑えられ、0.1兆円減の7.2兆円（決算額）となった。今後も普通国債残高は積み上がり、4年度末（補正後）に1,043兆円、5年度末に1,068兆円に達する見通しとなっている（図表4）。



（注1）利払費は、令和3年度までは決算、令和4年度は第2次補正後予算、令和5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4年度は第2次補正後予算、令和5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5年度予算政府案）」より作成

## （2）緊急対応における予備費使用の恒常化

予備費は、予見し難い予算の不足に充てるため、国会の議決で設けることが認められており、内閣の責任で支出し、事後に国会の承諾を得る仕組みである（憲法第87条）。本来は補正予算での対応が望ましいが、時々発生する軽微な事態や災害等の緊急事態に機動的に対応しきれないため設けられた制度である。財政処理に係る国会の事前議決の原則の例外に当たるため、原則を没却するような巨額の予備費の計上は憲法の趣旨に反する<sup>11</sup>。

令和5年度予算（政府案）には4年度当初予算と同規模の予備費5.5兆円が計上された<sup>12</sup>。新型コロナウイルス感染拡大期で先行きが不透明な段階では必要性は理解されたが、経済・社会活動の正常化が進む現在、この規模が必要なのか疑わしい。実際、3年度までの予備費では不透明な使用実態も明らかにされた<sup>13</sup>。4年度予備費では、原油価格対策等に関し、エネルギーや環境政策の在り方に関わる判断を伴う大規模な新規施策や、基金設置など後年度に継続する支出も含まれていた。情報の非対称性がある中で、潤沢な予備費を背景に、要求省庁の見積りや執行管理等への査定が十分にできず予算が過剰に配賦される危険性は拭い切れない。

予備費の使用経費は、政策の目的、効果、手段の妥当性等が十分に議論されないまま執行される。事前説明なく予備費から多額の支出をすることには、安倍元総理の国葬儀でも批判

<sup>9</sup> 田中秀明『日本の財政』（中央公論新社、平25.8）136～138頁

<sup>10</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>11</sup> 小村武『〔五訂版〕予算と財政法』（新日本法規出版、平28.8）309～311頁

<sup>12</sup> 毎年度定例的に計上される予備費5,000億円のほか、令和4年度当初予算では「新型コロナウイルス感染症対策予備費」5兆円が計上され、5年度予算（政府案）では「新型コロナウイルス感染症及び原油価格・物価高騰対策予備費」4兆円に加え、「ウクライナ情勢経済緊急対応予備費」1兆円が計上された。

<sup>13</sup> 会計検査院「令和2年度決算検査報告」471～524頁、同「令和3年度決算検査報告」481～509頁等



が高まった<sup>14</sup>。運用次第では、国会の事前議決が形骸化し、財政民主主義の手続がおざなりにされないか危惧される。予備費の審議では、責任追及にとどまらず、同種事態発生に備え、過去の対応を教訓に、よりの確な予算措置を講じられるよう建設的な議論を期待したい。

### (3) 財政健全化に向けた取組

岸田内閣は、令和4年6月7日に「経済財政運営と改革の基本方針2022」を閣議決定し、「財政健全化の「旗」を下ろさず、これまでの財政健全化目標に取り組む。経済あつての財政であり、現行の目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢が歪められてはならない」、「経済をしっかりと立て直し、そして財政健全化に向けて取り組んでいく。ただし、感染症及び直近の物価高の影響を始め、内外の経済情勢等を常に注視していく必要がある。このため、状況に応じ必要な検証を行っていく」とした。その上で、5年度予算編成では、この方針と「経済財政運営と改革の基本方針2021」（3年6月18日閣議決定）に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進すると宣言し、歳出全般にわたり、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底して排除しつつ、予算の中身を大胆に重点化するとした<sup>15</sup>。

#### ア 財政規律に対する姿勢の後退

財政健全化を実現するためには、経済成長のみならず、歳出の見直しや歳入の確保といった歳入・歳出両面からの財政収支改善の取組も行っていかなければならない。

最新の基本方針2022では取組の具体策を把握できない難点があり、財政規律を重視する姿勢が後退したなどと批判されるゆえんと言えよう。「これまでの財政健全化目標」とは、安倍内閣が「経済財政運営と改革の基本方針2018」（平成30年6月15日閣議決定）で掲げた方針であり、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。）黒字化を目指すと同時に、債務残高対GDP比の安定的引下げを目指すものである。以上から、財政健全化目標の達成に向けた取組は、2022～24年度の3年間に、これまでと同様の歳出改革努力を継続しながら予算編成を行うものとなる<sup>16</sup>。

#### イ 財政健全化目標の達成見通し

令和5年1月の「中長期の経済財政に関する試算」<sup>17</sup>によれば、コロナ対策等を含む累次の経済対策に基づく歳出増により、2～4年度（2020～22年度）にかけて国・地方のPB対GDP比は▲5.5～9.1%の大幅な赤字となったが<sup>18</sup>、5年度（2023年度）は▲4.0%程度と

<sup>14</sup> 「国葬費公表 世論に配慮 16.6億円 「事後」方針を転換」『読売新聞』（令4.9.7）、佐藤主光「（考 国葬）予備費、政府のこづかいでない」『朝日新聞』（令4.9.18）等

<sup>15</sup> 「令和5年度予算の概算要求に当たった基本的な方針について」（令4.7.29閣議了解）

<sup>16</sup> 具体的取組が踏襲されるならば、かつて2019～21年度の3年間に「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方針（「基本方針2018」52頁）を踏まえ、予算編成に関しては「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。」（「基本方針2021」37頁）という目安に沿って行われるものと想定される。

<sup>17</sup> 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令5.1.24経済財政諮問会議提出）。なお、試算に当たり、令和7年度（2025年度）までの長期金利は、4年12月の日銀の政策修正後の平均値0.4%とされた。

<sup>18</sup> なお、令和3年度（2021年度）の国・地方PB赤字の大幅な改善は、前年度に講じられた追加歳出を中心に

改善が見込まれる。その後は経済下支えのための支出が減少し、追加の歳出増がない前提で、6年度（2024年度）には、成長実現ケース<sup>19</sup>で▲1.0%程度、ベースラインケース<sup>20</sup>で▲1.3%程度とコロナ禍前の水準（平成30年度（2018年度）▲1.9%）に改善するとされた。この間、公債等残高は累増する一方で、公債等残高対GDP比は成長が実現すれば210.7%程度まで改善するが、実現しなければ安定的な低下は見込めない。中長期で見たとき、国・地方のPBは、成長実現ケースで歳出改革を織り込まない自然体の姿で、令和7年度（2025年度）に対GDP比▲0.2%程度となり、黒字化は8年度（2026年度）と見込まれている（図表5、6）<sup>21</sup>。

### ウ 恒久的政策を賄う安定的財源の確保

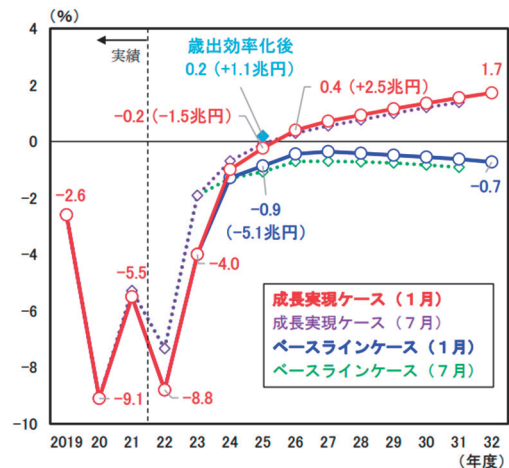
岸田総理は、令和5年年頭の記者会見で、先送りの許されない課題として、防衛力の抜本的強化、エネルギー政策の転換とGX（グリーン・トランスフォーメーション）の実行、スタートアップの育成、資産所得倍増に向けたNISAの恒久化等を取り上げて、引き続き挑戦を続けていくこと、また、日本経済の長年の課題に終止符を打ち、新しい好循環の基盤を起動するとともに、異次元の少子化対策に挑戦することを抱負とした<sup>22</sup>。

このうち防衛力強化と少子化対策は、いずれも恒久的政策と思われるが、安定的財源の在り方等について方針が明確に定まっていない<sup>23</sup>。

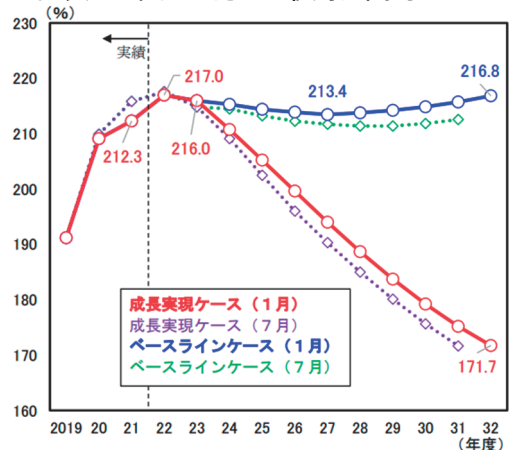
### エ 防衛力強化に係る財源確保策

ここでは、議論が進んでいる防衛力強化に係る財源について検討状況等を整理したい。

図表5 国・地方のPB対GDP比



図表6 国・地方の公債等残高対GDP比



（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2023年1月）のポイント」より抜粋

年度内に執行が終わらず、繰越額30.8兆円、不用額3.9兆円が歳入に受け入れられた影響が大きい。

<sup>19</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ベースで発現する姿を試算したもの。「新しい資本主義」の実現に向けて、「人への投資」や成長分野における官民連携の下での投資が促進される中で、生産性の上昇とあいまって、潜在成長率が着実に上昇するとともに、所得の増加が消費に結び付くことで、実質2%程度、名目3%程度の成長率が実現すると見込まれている。

<sup>20</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・名目とも0%台半ば程度で推移すると見込まれている。令和4年1月までは、実質1%程度、名目1%台前半程度の成長率で試算されていたが、経済財政諮問会議での指摘を受け、近年の実績を踏まえて下方改定された。

<sup>21</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、歳出効率化努力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、成長実現ケースでは、PB黒字化は1年程度の前倒しが視野に入るとされた。

<sup>22</sup> 首相官邸「岸田内閣総理大臣年頭記者会見」（令5.1.4）

<sup>23</sup> 少子化対策に関し、鈴木財務大臣は、令和5年4月発足のこども家庭庁を中心に具体的な検討を行い、骨太の方針で、将来的なこども予算の倍増を目指していく上での当面の道筋について、必要な安定財源の確保も含めて示すとしている（財務省「鈴木財務大臣兼内閣府特命担当大臣初閣議後記者会見の概要」（令5.1.6））。

政府は、令和4年12月16日、我が国の防衛力を抜本的に強化するため「防衛力整備計画」を閣議決定し、5～9年度の5年間における計画の実施に必要な防衛力整備の水準に係る金額を43兆円程度とした。9年度以降に防衛力を安定的に維持するための財源（毎年度約4兆円）、5～9年度の財源の確保については、歳出改革、決算剰余金の活用、税外収入を活用した「防衛力強化資金」の創設<sup>24</sup>、税制措置等、歳出・歳入両面で所要の措置を講ずるとされた。5か年分の追加歳出に14.6兆円程度が必要となり、このうち歳出改革や税外収入等により11兆円程度を賄い、残りを増税で確保するという<sup>25</sup>。

政府の計画では、11兆円程度のうち決算剰余金を活用して3.5兆円程度を賄うとされ、毎年度0.7兆円程度を充てる計算となっている<sup>26</sup>。この規模は、直近10か年度の純剰余金の実績の平均額約1.4兆円の半分に当たる（図表7）。財政法第6条の純剰余金<sup>27</sup>の半分以上は国債等の償還財源に充てる必要があるため<sup>28</sup>、計画は、一般財源に充てる純剰余金全額を防衛力強化に充てることを前提とする。しかし、近年、多額の純剰余金が生じている背景には、税収等の上振れと巨額の不用額発生がある<sup>29</sup>。本来、政府には、歳入歳出の状況を適時適確に捉えて、国債発行額を最小限とする対応が求められており、毎年度1兆円を超える純剰余金を発生させるような財政運営は決して望ましいものではない。

図表7 財政法第6条の純剰余金の処理状況

（単位：億円）

発生年度	平24	平25	平26	平27	平28	平29	平30	令和	令和2	令和3
財政法第6条の純剰余金	16,892	14,493	15,808	2,544	3,782	9,094	13,283	6,852	45,363	13,811
公費償還財源充当(翌年度補正)	8,446	7,247	7,904	1,272	1,891	4,547	—	—	22,682	6,906
一般財源充当	(翌年度補正)	8,446	7,247	7,867	1,253	1,852	2,364	8,016	6,852	22,665
	(翌々年度当初)	—	—	38	19	39	2,183	5,268	—	17

（出所）財務省主計局「令和3年度決算の説明」、「令和4年度補正予算（第2号及び特第2号）等の説明」より作成

なお、5年度予算の概算に係る閣議決定に際し、防衛省・自衛隊の施設整備費や艦船建造費を建設国債の対象経費として整理することとされた<sup>30</sup>。安全保障に係る経費全体で整合的な考え方を採ることが理由とされているが、国会での議論もなく従来の政府方針<sup>31</sup>

<sup>24</sup> 「防衛力強化資金」は、根拠となる「我が国の防衛力の抜本的な強化等のために必要な財源の確保に関する特別措置法案」が内閣から第211回国会（常会）に提出され、令和5年度中に設置される見通しである。財政投融资特別会計・外国為替資金特別会計からの繰入金、（独）国立病院機構・（独）地域医療機能推進機構等からの国庫納付金等の税外収入を繰り入れ、6年度以降の防衛力強化の財源として活用が予定されている。

<sup>25</sup> 税制措置に関しては、「令和5年度税制改正の大綱」（令和4.12.23閣議決定）に、法人税・所得税・たばこ税の増税が明記された。ただし、令和6年以降の適切な時期から複数年かけて段階的に実施することとし、9年度に1兆円強を確保する方向性が示されたままで、詳細な制度設計は先送りされた。

<sup>26</sup> 「新たな防衛力整備計画に関する財源確保について」（令和4.12.16政府与党政政策懇談会資料）

<sup>27</sup> 財政法第6条の純剰余金は、当年度の「歳入の増減分」と「歳出の不用分」を合わせた「繰越歳出予算財源控除後の新規発生剰余金」から、「地方交付税交付金財源等の使途確定財源」を控除した金額となる。

<sup>28</sup> 特例法を制定し、純剰余金の半分以上を超える額を一般財源に充てる方法も考えられるが、その結果、債務償還の財源を国債に依存すれば、国債発行によらずに防衛力強化を図ろうとする政府の方針が骨抜きとなろう。

<sup>29</sup> 例えば、令和2年度の純剰余金4.5兆円は、税収等6.3兆円上振れと不用額3.9兆円発生を受けて4兆円分の特例公債発行を取りやめた結果であり、3年度の純剰余金1.4兆円は、税収等4.0兆円上振れと不用額6.3兆円発生を受けて8兆円分の特例公債発行を取りやめた結果である。

<sup>30</sup> 首相官邸「臨時閣議及び閣僚懇談会議事録」（令和4.12.23）2頁

<sup>31</sup> かつて福田赳夫大蔵大臣が国会答弁において、防衛費自体が消耗的な性格を持っており、兵舎等の施設も防衛という消耗的なものに連なるので、一般の公共事業費等に準じて公債発行の対象とすることは適切でない



を根本から覆しては、政府への信頼が損なわれよう。

### 3. 金融政策の現状と課題

#### (1) 物価安定の目標と大規模金融緩和

日銀は、「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こと」を理念として、金融政策を運営している（日本銀行法第2条）。そして、「物価の安定」について、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」であり、持続可能なものでなければならないと概念的に定義している<sup>32</sup>。

現行の金融政策は、平成25年1月に政府と日銀の間で取り決められた政策連携の強化に端を発する。その際の共同声明において、日銀は、「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率で2%とすると定め、金融緩和を推進し、目標をできるだけ早期に実現することを目指すとした<sup>33</sup>。そして、黒田総裁就任後の同年4月、この目標を「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」ために「量的・質的金融緩和」<sup>34</sup>を導入し、以後、その強化を図ってきた。しかし、いまだに目標の達成には至っていない。

#### ア 物価安定目標の達成見通し

足元の生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、エネルギーや食料品、耐久財等の価格上昇を受け、令和4年4月以降2%を連続で上回っており、12月には4.0%に達している<sup>35</sup>。黒田総裁は、輸入物価の高騰が消費者物価を押し上げる効果は非常に大きいですが、それがだんだん減衰していく一方で、潜在成長率を超える成長が続き、GDPギャップが改善し、人手不足が顕著になり、賃金も上昇していく中で、消費者物価は緩やかに上昇していくと捉えている。日銀としては、消費者物価は5年度半ばにかけて2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと予想しているため、金融緩和を継続し、賃金の上昇を伴うかたちでの物価安定の目標の持続的・安定的な実現を目指していくと発言している<sup>36</sup>。

#### イ 物価安定目標の水準の妥当性

物価安定目標の水準を2%と定めている理由について、黒田総裁は、消費者物価指数に一定の上方バイアスがあること、景気が悪化した場合の金融政策の対応力を確保しておく必要があるといったことを考慮したものであり、先進国の中央銀行はほとんど全て消費者物価上昇率を2%とする目標を掲げて政策を運営していると説明している<sup>37</sup>。

物価目標を採用する国の多くは、インフレが猛威を振るい金融引締めを余儀なくされた

---

説明しており（第51回国会衆議院予算委員会議録第7号11頁（昭41.2.7））、これを政府は踏襲してきた。

<sup>32</sup> 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（平25.1.22）

<sup>33</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>34</sup> 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、資産買入れ方針として、長期国債・ETF（上場投資信託）の保有額を2年間で2倍に拡大し、買い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>35</sup> 総務省「2020年基準 消費者物価指数 全国 2022年（令和4年）12月分及び2022年（令和4年）平均」（令5.1.20）

<sup>36</sup> 日本銀行「総裁定例会見（1月18日）」（令5.1.19）2～3頁、7頁

<sup>37</sup> 第210回国会参議院財政金融委員会議録第3号2頁（令4.11.10）

経験があり、目標は、景気が悪化しても金融引締めを断行するための精神的支柱として掲げられたとされる<sup>38</sup>。また、もともと消費者物価上昇率の高い欧米とは違い、我が国にとって2%の物価目標はかなり高く、同じ「2%」でも達成は困難である<sup>39</sup>。国により経済構造や経済を均衡させる中立的な金利は異なるため、望ましいインフレ率も異なるはずであり、我が国で2%を無理に達成しようとする資源配分や所得分配をゆがめ、経済厚生を悪化させるとの見方もある<sup>40</sup>。このため、我が国において2%インフレが「物価の安定」と整合するのか再考する必要がある<sup>41</sup>。

#### ウ 物価安定目標見直しの必要性

日銀が2%の物価目標を掲げることで期待インフレ率を2%押し上げられると見ていた有識者も、物価上昇率が2%から遠かった我が国では実際に物価が上がり始めないと期待もついてこないことが判明したとして考えを改めている<sup>42</sup>。また、物価上昇率が2%に届かずとも労働需給が引き締まり景気も拡大したため、そもそも景気を回復させる上で物価目標の設定は不要であったとの指摘もある<sup>43</sup>。政策の根底にある理論の正しさが疑問視されたとき、政策目標を見直さずに維持することに合理性があるのか疑問なしとしない。

有識者の間では、大規模金融緩和を維持する場合でも、2%の物価安定目標を部分的に修正するなどして、中長期的な目安として掲げることとすべき、目標をピンポイントではなく2%を含むレンジとして幅を持たせるべき、インフレが2%に達していなくても経済実態に応じて金利を動かせるスキームに変更すべき、などとの意見が見られる<sup>44</sup>。

### (2) 金融市場調節方針の一部修正

黒田日銀総裁は、平成25年以降の大規模な金融緩和により、失業率の低下など雇用情勢は改善してデフレでない状況になり、それが行われなかった場合と比べて、実質GDPは平均+0.9~1.3%程度、消費者物価の前年比は平均+0.6~0.7%程度押し上げられたとしている。一方で、副作用としては、金融機関収益を圧迫し、金融仲介機能に悪影響を与える可能性や市場機能の低下を挙げながら、金融機関は充実した資本基盤を備えており、金融仲介機能は円滑に発揮されているので、政策効果が明らかに副作用を上回っていると主張している<sup>45</sup>。

<sup>38</sup> 鈴木明彦「金融緩和を続ける日銀が金融政策を見直すべき理由」『週刊ダイヤモンド』(令4.12.3) 19頁

<sup>39</sup> 鈴木明彦「2%の物価目標はグローバルスタンダードにならない」『国際金融』1349号(令3.10.1) 14~19頁

<sup>40</sup> 河野龍太郎「金融政策 識者の着眼点：異次元緩和の評価と日銀新体制への期待」『金融ジャーナル』(令4.12) 61頁

<sup>41</sup> 日本銀行情報サービス局「生活意識に関するアンケート調査(第92回<2022年12月調査>)の結果」(令5.1.11)では、物価が1年前に比べて上がったとの回答が94.3%に上り、その回答者の86.8%が物価上昇は困ったこととの感想を有していた。また、今後1年間の支出を考える際、物価の動向を特に重視するとの回答が3回連続でトップ(68.3%)となった。このアンケート調査を分析し、人々が物価の変動に煩わされていると捉え、日銀が2%の物価安定目標に拘泥するあまり、最終目標の「物価の安定」が見失われていないか懸念する向きもある(小黒一正・愛宕伸康・末廣徹『日本経済 30の論点』(日本経済新聞出版、令4.10) 209~212頁)。

<sup>42</sup> 「(複眼)「2%物価目標」の賞味期限」『日本経済新聞』(令4.12.5)の伊藤隆敏氏のコメント

<sup>43</sup> 「(複眼)「2%物価目標」の賞味期限」『日本経済新聞』(令4.12.5)の門間一夫氏のコメント

<sup>44</sup> 「インタビュー：異次元の金融緩和10年」『朝日新聞』(令4.11.10)の早川英男氏のコメント、白井さゆり「日銀の緩和維持は必然も、金融政策には見直しの余地あり」『金融財政事情』(令4.5.31) 31~32頁、河野龍太郎「大規模緩和は失敗、弛緩し切った財政規律の復活を急げ」『金融財政事情』(令4.6.21) 41頁、門間一夫「政府・日銀は役割分担を再検討せよ」『金融財政事情』(令4.10.11) 39~40頁、井上哲也「YCCの長期金利誘導幅拡大「緩和修正第一歩」の意味合い」『週刊ダイヤモンド』(令5.1.7・14新春合併号) 15頁等

<sup>45</sup> 日本銀行「総裁定例会見(12月20日)」(令4.12.21) 2頁

それでも、日銀は、令和4年12月、市場機能に配慮する観点から金融市場調節方針の見直しを行った。そこで、一連の政策における位置付けと見直しの趣旨等について解説を加えたい。

### ア イールドカーブ・コントロールの概要

日銀は、平成28年9月、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、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」（以下「YCC」という。）を採用した<sup>46</sup>。短期金利については、民間金融機関が預けている日銀当座預金の政策金利残高にマイナス金利<sup>47</sup>を適用してイールドカーブ<sup>48</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、また、長期金利については、10年物国債の金利が0%程度で推移するよう長期国債を買い入れることで、それぞれ操作することとされた。

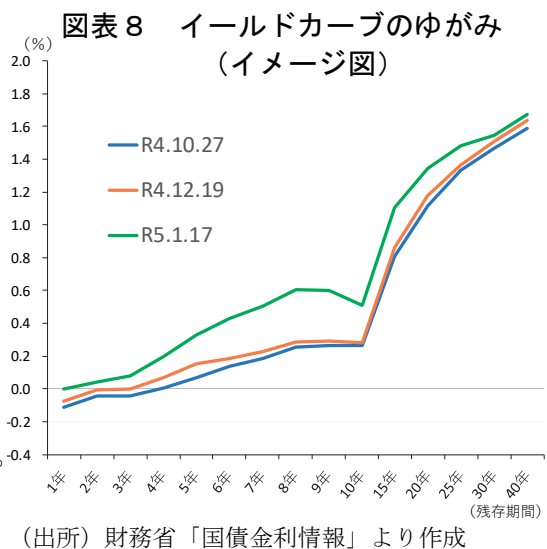
そして、日銀は、令和3年3月、YCCに関し、長期金利の変動幅を±0.25%程度と明文化するとともに<sup>49</sup>、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、指値オペ<sup>50</sup>を一定期間連続して行う「連続指値オペ制度」を導入した。

### イ 金融緩和により生じたイールドカーブのゆがみ

日銀は、国債市場は「金融政策判断を行う上で  
の情報源」として貴重な役割を担っており、「国債金利やそのイールドカーブは、その時々  
の様々な市場参加者の金利観やその背後にある先行きの景況感を反映して変動するものであり、中央銀行として金融政策の判断を行う上で貴重な情報のひとつ」と説明してきた<sup>51</sup>。それにもかかわらず、日銀は、10年物国債の9割近くを買い占めることで、令和4年6月には、長期金利が7～9年物の利回りを下回る事態を生んでしまった（図表8）。

日銀自身がイールドカーブをゆがめ、市場の機能を低下させてしまったと言える。

このような状況にあって、黒田総裁は、YCCの下での金融市場調節について、適切なイールドカーブの形成は十分実現できており、今後も実現できると思う<sup>52</sup>、YCCの下で、市場機能が阻害されるのではないかという議論はよく承知しており、引き続き国債市場の



<sup>46</sup> 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、YCCと、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定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。

<sup>47</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>48</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>49</sup> YCC導入後の長期金利の変動幅について、以前は「概ね±0.1%の幅から、上下その倍程度に変動し得る」ことを念頭に置いて運営されていた（日本銀行「総裁定例会見（7月31日）要旨」（平30.8.1）2頁）。

<sup>50</sup> 「指値オペ」は、平成28年9月にYCCと同時に導入された仕組みであり、特定の年限の国債を固定金利で無制限に買い入れる措置。事実上、日銀が指定した利回りに国債利回りを固定し、金利の上昇（債券価格の下落）を抑える効果が期待できる。

<sup>51</sup> 日本銀行金融市場局「国債市場と日本銀行」（平16.4）1～2頁

<sup>52</sup> 日本銀行「総裁定例会見（6月17日）要旨」（令4.6.20）8～9頁

機能度に十分配慮して様々な手段を講じていきたい<sup>53</sup>などと説明していた。また、日銀は、長期金利の許容変動幅の拡大は、10年物国債の利回りが上限に張り付いている状況では事実上利上げになるので、日本経済にとって好ましくないとの否定的見解を示してきた<sup>54</sup>。

### ウ 日銀の政策見直しの概要

ところが、令和4年12月、黒田総裁は、国債金利は社債や貸出等の金利の基準となるものであり、上記のような状態が続いた場合には、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼすおそれがあると説明を転じ、YCCの運用見直しの必要性を主張した<sup>55</sup>。

日銀の見直し措置は、YCCの運用に関して、国債の買入れを従来の月間7.3兆円から9兆円程度に大幅に増やしつつ、長期金利の変動幅を、従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大するものである<sup>56</sup>。見直し措置の趣旨について、黒田総裁は、市場機能の改善により、YCCを起点とする金融緩和の効果が企業金融等を通じてより円滑に波及していくようにするもので、利上げではないと強調している<sup>57</sup>。しかし、前回決定会合の10月時点とイールドカーブのゆがみに差はないのに、なぜ見直しがこのタイミングとなったのか、明確な説明はなかった。

### (3) 出口戦略の難しさ

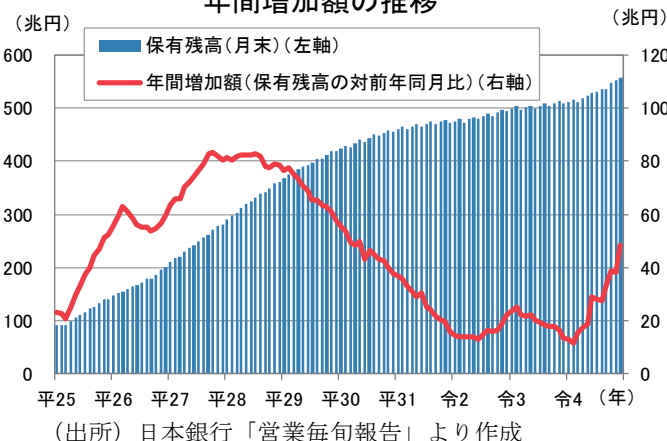
黒田日銀総裁は、まだ直ちに出口戦略を具体的に議論して示す段階にないとしつつも、方法は、政策金利引上げと拡大したバランスシートの調整が最も重要であり、そのときの我が国の経済や物価、金融情勢を勘案し、最適な組合せ、テンポでやっていくことになることになると発言している<sup>58</sup>。中央銀行が保有資産縮小に着手している欧米では、国債市場で長期金利が不安定な動きを見せるなどしており<sup>59</sup>、金融政策正常化の道筋には困難が予想される。

### ア 日銀による国債買入れ

日銀は、長短金利操作を通じ、大量の国債を買入れている。近年、買入額は減少傾向にあったが、令和4年の買入額は111.6兆円と6年ぶりの高水準となった。4年12月末時点の日銀の国債保有残高は564.2兆円（長期国債556.4兆円）に上る

（図表9）。夏以降、緩和縮小を予測し、海外投資家による国債空売りが増えており、これに対抗して日銀が買入れを増やしている。12月1日の取引では、発行

図表9 日銀の長期国債保有残高及び年間増加額の推移



<sup>53</sup> 日本銀行「総裁定例会見（10月28日）」（令4.10.31）6頁  
<sup>54</sup> 第208回国会参議院財政金融委員会会議録第13号5～6頁（令4.5.10）の内田眞一日本銀行理事の発言  
<sup>55</sup> 日本銀行「総裁定例会見（12月20日）」（令4.12.21）1頁  
<sup>56</sup> 日銀は、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れの更なる増額や指値オペを実施することなども決定した。  
<sup>57</sup> 日本銀行「総裁定例会見（12月20日）」（令4.12.21）3頁  
<sup>58</sup> 第210回国会参議院財政金融委員会会議録第3号5～6頁（令4.11.10）  
<sup>59</sup> 「世界の中銀、資産圧縮難路 6ヵ月連続減、米欧の金利急変動 金融正常化波乱含み」『日本経済新聞』（令4.11.13）



された国債を日銀が当日中に買い入れたことも判明した<sup>60</sup>。このような事態は、国債の直接引受け<sup>61</sup>に限りなく近似しており、「財政ファイナンス」と受け取られてもおかしくない。

### イ 日銀によるETF（上場投資信託）買入れ

中央銀行による政策目的での大量の株式保有は世界に類例がない。金融政策の中立性、ガバナンスの実効性、保有満期のない特性等から、日銀のETF保有には批判もある。

ETF買入れに関しては、日銀は、令和3年3月、新型コロナ対応のための臨時措置として決定した年間増加ペースの上限（約12兆円）を収束後も継続しつつ、買入れは必要に応じ行うとして年間約6兆円の購入目安を撤廃したことで、市場には「事実上の緩和縮小」と受け止められた<sup>62,63</sup>。4年の年間買入額は6,307億円にとどまり<sup>64</sup>、4年12月末時点のETF保有残高は37.0兆円（簿価）となっている。

### ウ 日銀保有資産の時価評価

最近の金利の上昇に伴い、日銀の保有国債には含み損が生じている<sup>65</sup>。将来、金融緩和を縮小していく局面では、金利の更なる上昇が想定されるため、含み損が膨らむことは避けられない。また、保有ETFの評価損益は、時々の株価の影響を大きく受ける。

この問題に関し、日銀は、保有国債の評価方法では償却原価法を採用しているので、金利が上昇し国債の市場価格が下落しても決算上の損益に影響はなく、赤字や保有資産の評価損、売却による実現損が短期的に生じても、金融政策の遂行能力は損なわれないと説明するが<sup>66</sup>、日銀への信認は損益の数値で客観的に表出されるものではない<sup>67</sup>。含み損の拡大につれ、市場が不安を感じ始めれば、金利や為替等にも影響が及ぶ可能性がある。

### エ 膨張したバランスシートと「逆ざや」のおそれ

日銀のバランスシートは、大規模金融緩和の導入後、保有国債の増加とともに膨張し、令和4年12月末時点で総額703.9兆円と、導入前（平成25年3月末時点は164.3兆円）の約4.3倍に拡大している。その主な資産には保有国債564.2兆円があり、主な負債には発行銀行券125.1兆円や日銀当座預金502.5兆円がある。

日銀は、当座預金の一部に付利を行い、金融機関に利払いを行っている。市場金利が0%近傍の現在、付利は0.1%と低利であるが、今後、市場金利が上昇すれば相応の付利を行わざるを得ない。このとき、日銀当座預金への付利が保有国債の利子（ほぼゼロ金利）

<sup>60</sup> 「国債市場 無言の警鐘 同日オペ 財政に飛び火も」『日本経済新聞』（令4.12.19）

<sup>61</sup> 新規発行の国債について、国と中央銀行が市場を介さずに直接取引することを言う。先進各国では制度的に禁止されており、我が国でも、財政法第5条により、日銀による国債引受けは原則として禁止されている。

<sup>62</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）

<sup>63</sup> 株式市場の機能等への悪影響を懸念し、ETF買入れを株価急落時に限定した原則停止であり、この見直しにより制度の持続性が高まったとの見方もある（門間一夫『日本経済の見えない真実』（日経BP、令4.9.28）186頁）。

<sup>64</sup> 日銀は、令和4年10月にETF買入方法を見直し、これまでの銘柄ごとの流通残高に比例した買入れから、4年12月以降、原則として信託報酬率の最も低い銘柄を買い入れる運営と改めたが（日本銀行「ETFの買入れの見直しについて」（令4.10.28））、買入れ規模の減少を受けて、市場関係者の関心は低いとされる。

<sup>65</sup> 令和4年9月末時点で、保有国債は、簿価545兆5,211億円に対し、時価は544兆6,462億円で、8,749億円の含み損が生じており、保有ETFは、簿価36兆9,057億円に対し、時価は48兆208億円で、11兆1,151億円の含み益が生じている（日本銀行「第138回事業年度（令和4年度）上半期財務諸表等について」（令4.11.28））。

<sup>66</sup> 第210回国会参議院予算委員会会議録第7号14～15頁（令4.12.2）

<sup>67</sup> 日銀出身の有識者も「日銀への信認は人々の「心」の問題で、日銀総裁が決める問題ではない」と指摘している（岩村充「不公正を増す中央銀行に未来はない」『週刊エコノミスト』（令4.8.23）80頁）。

を上回る「逆ざや」状態に陥り、大きな損失が生じるおそれがある。

#### 4. 求められる市場機能の回復と金融緩和縮小に伴う課題

##### (1) 「官製市場」の限界と機能不全

大規模金融緩和が、短期決戦のはずが長期に及んだことで、様々な弊害が生じている。黒田日銀総裁は、代表例として、金融機関の利ざやの圧迫、地方銀行等の収益悪化により金融仲介機能に悪影響が及ぶ可能性に言及したが、機能低下はそれだけに止まらない。

##### ア 財政規律の緩みに対する牽制機能の低下

英国では、2022年9月に、トラス政権が大減税（年間450億ポンド）や電気・ガス料金の凍結（半年間600億ポンド）等から成る経済対策を発表したところ、大幅な財政悪化の懸念から、10年物国債利回りが急上昇、ポンドの対ドル相場も急落し史上最安値を記録した。市場の厳しい反応により、トラス首相は減税を撤回し、辞任を余儀なくされた。

我が国は、英国よりも財政状況が悪いにもかかわらず、政府の経済対策発表を受けて金利が急騰する事態には陥っていない。金融緩和を通じて、長期にわたり金利が低位に抑制された結果、財政悪化に対する国債市場の牽制機能が劣化している。市場から金利上昇による警告を寄せられないため、国債発行コストへの意識が鈍くなっている。

##### イ 国債買入れによるイールドカーブのゆがみと市場の混乱

日銀がYCCで無制限に10年物国債を購入することで、買い占めで市場が干上がり、円滑な取引が阻害され、機関投資家の運用に支障が生じ、イールドカーブがゆがんだ。国債市場の参加者に厚みがなくなり、相場が一方的に動きやすくなって価格が不安定となり、また、10年物利回りが実力とかけ離れていると見られて混乱も生じている<sup>68</sup>。

例えば、市場を通じた資金調達で実害が生じている。地方債は、国債利回りに上乗せする金利（スプレッド）で起債条件が定まり、社債も、国債利回りに信用リスク等を上乗せして発行条件が決まる。それが、金利引上げへの警戒感から指標の長期金利が不安定なため、適正な上乗せ金利を算出しにくくなっており、地方債発行で高いスプレッドを要求されたり、社債の発行条件が定まらず起債延期を余儀なくされたりなどしている<sup>69</sup>。

##### ウ 日銀の金利統制に対する市場の勝利

令和4年12月の日銀の政策見直しは、YCCで人為的に低く抑えられていた長期金利を実勢に合わせる「後追い利上げ」と市場関係者は見ている。許容変動幅の拡大により国債利回りは急上昇し、他の先進国の債券利回りを押し上げたことで、市場が日銀と戦い勝利したと受け止められた。今後、日銀は、発行済み国債の流通分全ての購入を余儀なくされるか、許容変動幅の再拡大や利上げの判断を市場から迫られるとの見方もある<sup>70</sup>。

見直し後も、国債市場では、10年物の利回りが沈んでいるゆがみは解消されず、金融

<sup>68</sup> 「債券市場 続く機能不全 日銀操作 近づく限界」『日本経済新聞』（令5.1.19）

<sup>69</sup> 「起債市場 機能回復鈍く 地方債、上乗せ金利高止まり 社債は見送りも」『日本経済新聞』（令5.1.13）

<sup>70</sup> ウォール・ストリート・ジャーナル発「日銀が市場に屈した日」（原典は、James Mackintosh, “Bank of Japan Blinked in Standoff With Markets,” THE WALL STREET JOURNAL, December 21, 2022.）、同「(社説) コントロールを失った日銀」（原典は、The Editorial Board, “The Bank of Japan Loses Control,” THE WALL STREET JOURNAL, December 21, 2022.）『週刊ダイヤモンド』（令5.1.7・14新春合併号）10～13頁

緩和の縮小を期待し、海外投機筋による空売りが続いた。10年物利回りは、4営業日連続で許容変動幅上限の0.5%水準を一時上回り、5年1月の日銀の金融政策決定会合での政策の現状維持を受けて急低下するなど、市場が政策変更を催促する展開が見られた。

## エ 低調な市場とのコミュニケーション

令和4年12月の日銀の政策見直しに対しては、事前に政策の点検や検証も行わずに、これまで否定的であった金利上昇を容認する唐突な政策転換で、従来の説明とも大きく食い違うため、日銀への信頼感が損なわれたとの批判や、丁寧な情報発信を求める声が多く見られた<sup>71</sup>。一方で、金利抑制策の修正は不意打ちで行うしかないとの見方もある<sup>72</sup>。

これまでも、日銀が「緩和強化」と説明しながら、市場関係者が「事実上の緩和縮小」と受け止めるような政策修正が見られたが、方針と実際の行動が正反対の状態が続き、市場がそれを受け入れてきたことは正常な関係ではない<sup>73</sup>。12月の対応は、更に政策変更のタイミングについて疑念を抱かせる結果となり、日銀と市場との対話は困難を増したと言える。市場の混乱を防ぐためにも、引き続き丁寧な政策運営が望まれる。

## (2) 金利上昇による財政への負の影響

金融経済情勢の見通しとして、今後、金利が上昇基調になる可能性が高い<sup>74</sup>。これまでは、市場金利が想定金利を下回り、利払費に余裕が生じ、補正予算の財源にも充てられていた。金利が上昇すれば、利払費が増大し、予算の余裕も減少する。日銀は、長期金利の上限抑制は金融緩和の維持が目的と説明してきたが、副次的効果であれ、金利の低位誘導で利払費が抑えられてきたのは事実である。金融緩和終了時には大幅な金利上昇が見込まれるため<sup>75</sup>、特に物価安定目標を達成できない場合、財政健全化に向けて一層の努力が求められる。

### ア 金利上昇に伴う利払費の増加

令和5年度の国債費は、前年度当初比0.9兆円増の25.3兆円（うち利払費8.5兆円）が計上されている。債務残高が累増する中、今後も借換債発行額の増加が見込まれるため、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。財務省の試算では、名目3.0%の経済成長を想定した場合、8年度の国債費は29.8兆円（同11.5兆円）となり、同じ前提で金利が1%上昇すれば3.6兆円、2%上昇すれば7.2兆円上振れるとされる<sup>76</sup>。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。

### イ 日銀の財務の健全性に対する懸念

金利上昇に伴い、保有国債の含み損や当座預金の利払いが巨額になれば、日銀が事実上

<sup>71</sup> 「(社説) 日銀は政策で市場との対話を丁寧に」『日本経済新聞』(令4.12.21)、「(主張) 金融緩和策の修正 日銀は丁寧な情報発信を」『産経新聞』(令4.12.21)等

<sup>72</sup> ステファン・チュケッティ「長期金利操作は突然やめるしかない」『週刊エコノミスト』(令4.10.11) 84～85頁、「日銀の緩和修正 トリシェ氏「投機回避に成功」」『日本経済新聞』(令4.12.29)等

<sup>73</sup> 早川英男「実験的政策は柔軟な転換が重要」『週刊エコノミスト』(令4.6.14) 83頁

<sup>74</sup> 令和5年度の予算積算金利は1.1%であり、以降の金利は、市場の将来予想を考慮し、6年度1.3%、7年度1.5%、8年度1.6%と想定されている(財務省「令和5年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」(令5.1))。

<sup>75</sup> YCCを解除した場合、長期金利は0.8～1.1%程度まで上昇するとの試算もある(日本経済研究センター「(2022年度金融研究班報告②: YCC見直し後の金融政策) YCC解除なら長期金利は0.8～1.1%、企業・財政に余波」(令4.12.27) <<https://www.jcer.or.jp/research-report/20221227-2.html>>)。

<sup>76</sup> 財務省「令和5年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」(令5.1)



の「債務超過」と評価される事態も否定できない<sup>77</sup>。この点、日銀は、財務の悪化に備え準備金や引当金を積み増しているが、令和4年末時点で計11.1兆円程度にとどまる。

日銀は、毎年度の剰余金から法定準備金<sup>78</sup>を積み立て、配当金<sup>79</sup>を支払った残額を国庫に納付している。3年度は、剰余金1兆3,246億円から法定準備金662億円を積み立て、国庫に1兆2,583億円(予算額9,783億円)を納付しており、政府の貴重な財源となっている。国庫納付金の減少は事実上の国民負担増大につながるが、日銀のバランスシート悪化には代えられない。金融緩和の縮小に先立ち、日銀は、保有資産に係る備えが十分か検証を行い、準備金や引当金を積み増すなどして財務の健全性確保に努めるべきと考える。

現行法令では、日銀のバランスシートが毀損したときの取扱いは明らかでない。万一その回復のため政府が支援するような運びとなれば、中央銀行の独立性が脅かされたり、財政運営への信認が失われたりする事態を避ける工夫も求められる<sup>80</sup>。日銀の損失補填に必要な財源を国債で賄う仕組みは、信認を失いつつある日銀の買入れで国債の価値が維持されているとき、価値のないもので価値を担保することになるため、将来の税収を担保に国債の価値を示す必要がある<sup>81</sup>。併せて財政健全化の取組も欠かせない。

### (3) マクロ経済政策の透明化と政策連携の実効性確保

日銀は、物価安定目標の達成に向け、賃金引上げを期待しつつ、国債を大量に買い続けている。しかし、世界的に長期金利が上昇する中、市場の動きに逆らい、我が国のみ例外的に金利を抑え続けられるとは思われず、国債買入れに歯止めが効くのか、危うさすら感じる。また、大規模金融緩和を通じて、日銀ができることを全部やり切ったことで、日本経済の課題は金融政策では解決できないという見方が広がっているとの指摘もある<sup>82</sup>。

そもそも政府と日銀の政策連携は、日銀のみが責務を負う仕組みではない。政府は、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する」、「財政運営に対する信認を確保する観点から、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」とされていた<sup>83</sup>。しかし、政府の成長戦略や構造改革、財政健全化の取組に関しては、これまで、法定されていた消費税率引上げを除き、顕著な実績が見られたとは言い難い<sup>84</sup>。

<sup>77</sup> 中央銀行は債務超過に陥っても破綻しないが、背景にバランスシートの肥大化があれば、通貨価値の下落、悪い形でのインフレ高進という形で、社会厚生を損ねるおそれがある(木内登英『金融政策の全論点—日銀審議委員5年間の記録—』(東洋経済新報社、平30.3)76頁)。

<sup>78</sup> 日銀は、剰余金が生じたとき、その5%相当額を準備金として積み立てなければならないが、特に必要があるときは、財務大臣の認可を受け、5%相当額を超える金額を積み立てることができる(日本銀行法第53条第1項、第2項)。近年では、平成25年度に20%相当額を、26年度には25%相当額を積み立てている。

<sup>79</sup> 日銀は、払込出資金額の5%を超えない範囲で(日本銀行法第53条第4項)、毎年度、出資者に総額500万円の配当金を支払っている。

<sup>80</sup> 小黒一正「利上げが日銀財務に与える影響」『金融ジャーナル』(令4.6)27頁では、国鉄清算事業団に倣い、保有国債と当座預金をセットで日銀のバランスシートから切り離し、別機関で長期間掛けて処理する案が提案されている。

<sup>81</sup> 河野龍太郎「独立性が逆説的に支える財政拡張」『週刊エコノミスト』(令4.7.26)80~81頁。なお、同稿では、同時に60~90年掛けて消費税率を小刻みかつ間隔を空けて上げる超長期の財政健全化プランが提案されている。

<sup>82</sup> 門間一夫「実験がかき消した金融政策への期待」『週刊エコノミスト』(令4.4.5)88頁

<sup>83</sup> 前掲脚注33参照

<sup>84</sup> 財政政策における消費増税が物価上昇の足を引っ張ったと捉え、また、成長戦略も中途半端に終わったため、アベノミクスの3本の矢は、実際は金融政策の一本足打法であったと評価する見方もある(岩田規久男「レジェンドによる「総括」」『週刊東洋経済』(令5.1.21)77頁)。



## ア 経済政策の総括的な点検と検証

政府の基本方針でも、政府と日銀の共同声明でも、経済情勢等に鑑みた政策の適合性等の検証が重視されている。この10年間で理論面での考察も深まっており、財政運営も含め、現行政策のメンテナンスを行うべき頃合いと考える。

大規模金融緩和により積み上がった資産と負債は、将来にわたり我が国が管理すべき社会的コストであるが、これは政策導入時には見込まれていなかった事態である。国民がリスクやコストを理解できるよう、中期的な経済運営の計画策定が望まれる。政策意図への理解が進めば、政府・日銀に対する信認も政策効果も上がろう。共同声明の改定は、新総裁就任に間に合わせずとも、点検と検証の過程で吟味すればよいのではないか<sup>85</sup>。

## イ 財政的な余力の確保

鈴木財務大臣は、新型コロナ対応や累次の補正予算等で財政が悪化しており、有事でも我が国の信用や国民生活が損なわれないよう、財政余力の確保が不可欠であると述べた<sup>86</sup>。まずは、補正予算を含む全体で恒常的支出を適確に把握し、社会環境に合わなくなった施策等を棚卸ししながら、安定的財源の確保と将来への投資を検討する必要がある。

債務残高の累増は、国債が消化できているうちは問題が顕在化しないが、野放図な財政赤字拡大は、資産と共に過度なインフレリスクを将来に残す。このような構造は、現役世代がリスクを回避し将来世代に押し付ける「逃げ得」となり、世代間の公平性から問題ではないか。将来世代は、現在の資源配分や所得配分の決定には関与できない。国債発行で財源を賄う場合は、将来世代が享受する恩恵が「借金大国」という負ののれんを補って余りあるものとなるよう配慮すべきである。将来世代に受け渡すリスクと不安は最小限にとどめ、非常時の機動的対応が可能となる財政余力を残さなければならない。

## 5. おわりに

金融緩和が縮小されれば、財政運営への市場の反応を無視できない。金利の上昇により、利払費負担の増加が企業の収益や設備投資を下押しし、財政の持続可能性が低下するおそれがある。財政への信認が失われれば、国債や通貨の信認低下にもつながりかねない。

政府の財政運営は、当面、金融政策と切り離して考えることができない。異次元の金融緩和の手じまいには、これまで以上に日銀との政策連携が欠かせない。様々な観点から、現行の経済政策を点検・検証し、今後の方向性を練り上げる議論が望まれる。その際、日銀には、金融政策の責任者として、政府に注文を付ける役割も求められよう<sup>87</sup>。政府には、金融緩和と正常化の工程を念頭に置き、着実な財政健全化の取組が期待される。

(のざわ だいすけ)

<sup>85</sup> 共同声明には柔軟な政策運営を可能にするロジックが埋め込まれているため、性急な改定の必要性は乏しく、日本経済の課題に関して国民的レベルでの正確な認識を醸成し、金融政策の枠組みや理論を見直す必要があるとの指摘もある（白川方明「政府・日銀「共同声明」10年後の総括」『週刊東洋経済』（令5.1.21）98～99頁）。

<sup>86</sup> 第211回国会衆議院本会議録第1号（令5.1.23）、同参議院本会議録第1号（令5.1.23）

<sup>87</sup> 早川英男・門間一夫・前田栄治「(特別鼎談) 成果がなかったことがこの10年の成果だった」『週刊東洋経済』（令5.1.21）61頁