

金融政策と財政コスト**異次元金融緩和は早晚限界に
—急がれる日銀の財務内容改善**

- ① 日銀は長期国債を年間 80 兆円のペースで購入するなどの異次元の金融緩和を進めてきたが、政府が目標とする年 2% のインフレ率は達成できておらず、異次元緩和政策の限界が見えてきた。
- ② 国債の大量購入により、日銀のバランスシートは悪化しており、オーバー・パーで国債を購入したことによる 10 兆円のアモチ損、12 兆円に上る ETF、デフレ脱却後の金利正常化過程で発生が予想される逆ザヤというリスクも、日銀は抱えている。
- ③ 仮に日銀が国債をすべて買い切っても、財政再建は不可能だ。社会保障と税の一体改革を進めることで財政再建を目指すべきである。日銀の財務改善のため、損失補てんを可能とする日銀法の改正や、財務省・日銀・金融庁を中心とする危機管理体制の強化も急がれよう。また、金融政策に限界があるといっても、「物価水準の財政理論」の採用は、今の財政状況では危険である。



小黒 一正

法政大学経済学部教授

■コアコア CPI の上昇は景気拡張によるもの

日銀は異次元の金融緩和の下で、長期国債を年間 80 兆円のペースで購入してきた。にもかかわらず、政府が目標としている年 2% のインフレ率は達成できていない。生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数（C P I）、いわゆるコアコア C P I は、プラス幅が若干拡大傾向にあるが、現在は景気循環が拡張期にあるとみられ、異次元緩和の効果より景気循環の効果の方が大きい可能性がある。

1990 年代前半に、当時、上智大学教授であった現・日銀副総裁の岩田規久男氏と、当時、日銀調査統計局企画調査課長であった現・京都大学教授の翁邦雄氏との間で、「マネーサプライ論争」が展開された。「日銀がマネタリーベースを増やせばマネーストックも増加し、インフレ圧力を高めることが可能」とする岩田氏に対し、そのような単純な関係を否定する翁氏との論争である。今回明らかになったのは、この論争では翁氏が勝利したのではないということだ。

日銀の金融政策を振り返ってみると、2013 年 4 月に、向こう 2 年間でマネタリーベースの量を 2 倍にし、購入する国債のデュレーション（平均残存期間）も約 7 年に延長するという、異次元の金融緩和を開始した。14 年 10 月には、年間 50 兆円ペースで購入していた長期国債の量を 80 兆円に拡大。16 年 1 月にはマイナス金利政策を初めて導入した。16 年 9 月には、政策を長短金利操作付き量的・質的緩和に転換（量から金利に転換）し、長

期金利の誘導目標を 0% 程度として、指値オペを導入している。

■7.6 兆円しかない日銀の自己資本

こうした金融緩和政策を取ってきた中で、そのコストはどうなっているのかということは、意外に論じられていない。しかし、財政との関係を考えると、大きなリスクを背負っているということを、我々は認識する必要がある。2017 年 1 月末の日銀のバランスシートを見ると、資産の部で国債を 415 兆円計上する一方、負債および純資産の部では、発行銀行券を 98 兆円、当座預金を 332 兆円、政府預金を 31 兆円計上しているのが目立つ。資本金と準備金、それに広義の自己資本といえる引当金勘定、この 3 つを合わせても、自己資本は 7.6 兆円余りしかない。これで大丈夫なのだろうか。

現在、日銀が抱えている損失・リスクは 3 つあると考える。1 つは日銀が現在の債券価格（市場価格）が額面金額を上回っているオーバー・パーの状態で購入した国債の存在である。日銀は 2016 年 12 月 30 日現在で、およそ 10 兆円のアモチ損（額面超過分の減額損）を抱えているとみられる。これに対し、自己資本は今述べたように 7.6 兆円しかないので、自己資本で損失を埋めることができない。

保有している国債のクーポン収入で損失を埋められれば問題はない。また、日銀は利益の一部を国庫に納付している。この「日銀納付金」は 15 年度末で 0.4 兆円ほどにのぼる。税金の支払いが 15 年度末でおよそ 0.1 兆円なので、これを繰り延べた場合「日銀納付金」と合わせ 0.5 兆円の余力が発生する。これをうまく使えば損失を埋められるかもしれない。

ただ、それでも日銀が置かれている状況は厳しい。長期国債をはじめとする運用資産の利回りが、異次元緩和の結果、低下を続けているからである。運用資産全体の利回りは、足元で 0.3% 程度にとどまっているとみられる。一方、日銀の当座預金の中には金利を付けているものがあり、現在は 0.1% だが、もしこれが、例えば 0.5% あるいは 1.0% という水準に上昇した場合は、日銀は逆ザヤになってしまう。

デフレ脱却後の金利正常化の過程で発生する逆ザヤ。これが 2 つ目の損失・リスクということになる。日銀が保有する長期国債は約 300 兆円に上るため、平均償還年限を 8 年とすると、2% の金利上昇で約 48 兆円の評価損が発生する可能性がある。3 つ目の損失・リスクは、2017 年 1 月末でおよそ 12 兆円の残高がある E T F（上場投資信託）の存在だ。日銀は E T F を毎年 6 兆円買い入れており、これを 2020 年まで続けると、残高は 30 兆円超となる。東証の時価総額はおよそ 400 兆円なので、その 8% 近くを日銀が間接的に保有するという格好になる。株価の変動によるリスクが大きいほか、浮動株が減少するというリスクもある。

以上述べたことの結論として、2016 年に軌道修正した異次元金融緩和も持続可能な政策とはいえ、まだ何回も軌道修正をしなければならなくなるだろうと申し上げたい。

■資産の「等価交換」にすぎない金融政策

次に申し上げたいのは、仮に日銀が国債をすべて買い切ったとしても、それで国民負担なしに財政を再建するのは不可能だということである。その第 1 の理由は、金融政策は資

産の「等価交換」にすぎず、日銀が買い取る国債を支えているのは主に我々の預金であることに変わりはないためだ。第2の理由は、もし金利が正常化する中で、市場金利との比較で日銀当座預金の「超過準備」の付利を適切な水準まで引き上げずに抑制する場合、政府と日銀を統合政府とみなすと、それは預金課税を行っているのと実質的に同じになるためである。「超過準備」の付利を適切な水準まで引き上げた場合は、「超過準備」は実質的に国債発行（短期国債の発行）とおおむね同じになる。

例えば、仮に日銀が民間銀行から国債を100兆円買い取ったとしても、その買取代金は民間銀行が日銀に預ける当座預金となるので、政府の国債を消化している主体の日銀と民間銀行を統合したバランスシートは全く変化しない。政府と日銀を統合政府とみなして、この2者のバランスシートを統合した場合は、日銀が民間銀行から国債を100兆円買い取ったとすれば、統合政府の負債の部で国債が100兆円減り、当座預金が100兆円増える。民間銀行の資産の部も同じ変化が起きる。この変化を前提に金利が正常化した場合を考えると、「超過準備」の金利が上がらなければ、我々が民間銀行に預けている預金金利も上がらないことになり、それは預金課税に等しくなる。逆に「超過準備」の金利を国債と同じように引き上げれば、政府にとっては債務のコストを減らすことには全くなならない。

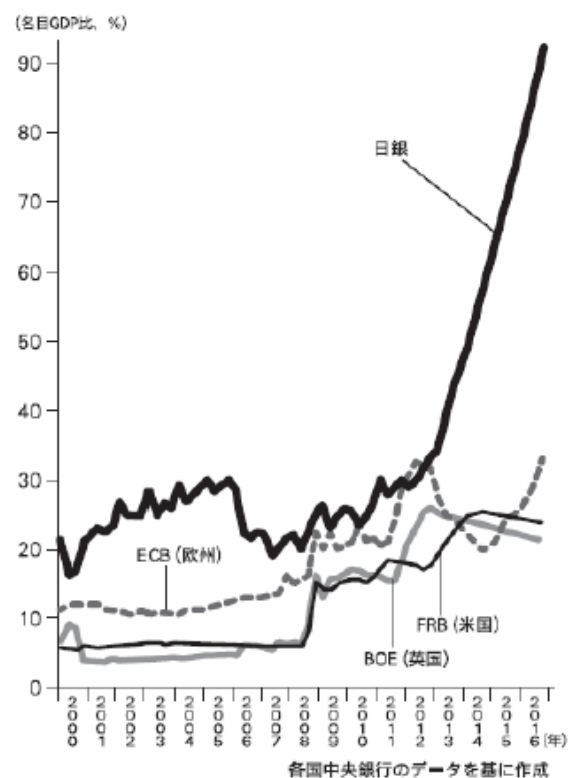
■国債は2018年第4四半期には枯渇か

今後政府が検討すべき対応策は次のようなものであろう。まず、社会保障と税の一体改革をさらに進めること。増税と歳出削減による財政再建が最も重要である。消費税率の10%への再引き上げは2度も先送りされ、2019年10月が引き上げの予定となっている。景気循環などからみてこの実現も不透明となっているが、やり遂げなければならない。また、現在の日銀法では、政府は日銀の損失補てんができないことになっているが、必要があれば損失補てんが可能となるよう日銀法改正も考えるべきであらう。

さらに、財務省・日銀・金融庁を中心とする危機管理体制の強化と損失処理策の検討も必要だ。具体的には法定準備率の引き上げやマイナス金利の強化が迫られるのではないか。

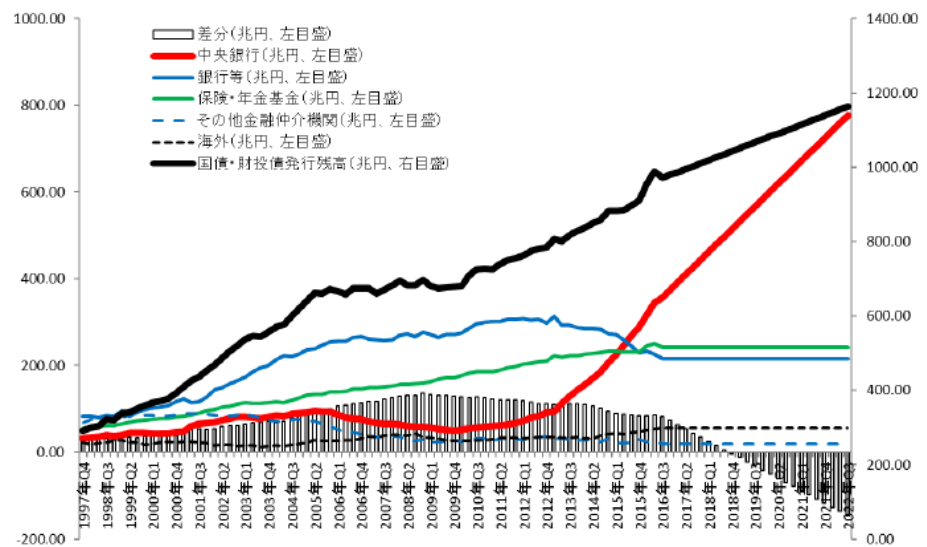
これらの対応策については、あまり悠長な議論をしている時間はない。国債の大量購入を続けているため、日銀のバランスシートを国内総生産（GDP）対比でみると、資産総額はGDPの90%と先進国の中では突出している（図表1）。

図表1 日銀のバランスシートの推移
(対GDP比)



この比率は今後さらに上昇する。また、このままのペースで国債を購入(現在は年 70 兆円ペース)し続ければ、民間金融機関などが国債の保有残高を今以上減らさないと仮定した場合、国債が 18 年の第 4 四半期に枯渇する可能性がある(図表 2)。

図表 2 国債・財投債発行算残高等の推移



いずれにしても、今の量的・質的緩和は早晚見直さざるを得ないだろう。

■FTPL の採用はリスクを伴う

最後に「物価水準の財政理論」(FTPL: Fiscal Theory of the Price Level) について述べたい。2%の物価上昇・デフレ脱却が達成できず、量的・質的金融緩和の限界が明らかになってきた中で注目されている理論で、米国プリンストン大学のクリストファー・シムズ教授らが唱えている。財政赤字を増やしインフレを起こすことで財政再建とデフレ脱却を進めようという理論だ。財政の持続可能性を考える場合、現在の政府の債務は将来得られるプライマリーバランス(基礎的財政収支)の黒字で賄われる必要があり、

「民間部門が保有する公債残高=将来得られる名目のプライマリーバランス」
という式が成立する。これを物価水準で割って実質化すると

「民間部門が保有する公債残高÷物価水準=将来得られる実質のプライマリーバランス」
という式になる。この式で例えば政府が減税を実行したとすると、

「民間部門が保有する公債残高÷物価水準>将来得られる実質のプライマリーバランス」
という状況が発生する。この左辺>右辺の状況下では、民間部門は貯蓄を使い残さないよう減税分だけ消費を拡大しようという、左辺=右辺に戻る動きが起こる。その過程において財市場で超過需要が発生するため、物価に上昇圧力がかかる。これが FTPL 理論の想定する財政インフレ発生メカニズムである。

ただ、このメカニズムが働くためには、①民間部門(家計)が将来を正確に予測している、②政府が実施する財政政策に不確実性がない—という前提条件が付く。そもそも、日本は消費増税を2度も延期したにもかかわらず、物価は上昇しておらず、このメカニズムが機能するのかどうかは疑問である。また、仮にこのメカニズムが正しいとすると、財政インフレが発生するが、急激な物価上昇を抑制するために日銀が金融を引き締めれば、長期金利が上昇するため、巨額の債務を抱える政府は利払い費の増加による財政圧迫をさらに強く受けることになる。日銀が国債を買い支えるという選択肢は今のバランスシートの

状況では取りづらく、結果的に物価のコントロールを断念することになりかねない。FTPLの採用は日本にとってはリスクも伴うものだと考える。

(担当 坂川 弘幸)

【おぐる かずまさ】

1997年京都大学理学部卒、大蔵省（現財務省）入省。財務省財務総合政策研究所主任研究官、一橋大学経済研究所准教授などを経て、2015年から現職。財務総合政策研究所上席客員研究員、鹿島平和研究所理事。10年一橋大学経済学博士