

日銀の債務超過にどう対応するか： 法定準備率引き上げか、交付国債か、 繰り延べ資産か、ゼロ金利継続か

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



河野 龍太郎氏

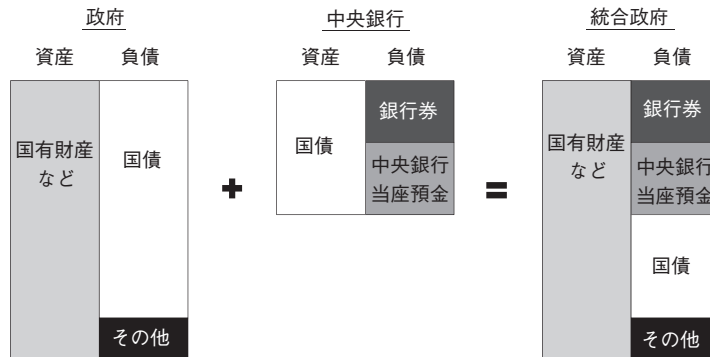
3月初旬、日経新聞で気になる記事を見かけた。「政府の負債と日銀の保有国債を相殺すれば、負債は1千兆円程度から500兆円程度に半減するとの試算もある。相殺分は事実上の通貨発行となりインフレを生む要因となる。国債は政府の負債で国民の資産。インフレで負債を軽くすれば資産価値も吹っ飛ぶ」(2017年3月7日 日経新聞『日本国債 描けぬ出口2 シムズ理論の甘い誘惑』)。

長期国債に限ると発行残高は800兆円強だが、その内、日銀の保有比率は2016年4Q末で40%強にも達しており、政府と日銀のバランスシートを連結した「統合政府」という視点で考えることは、極めて重要である。中央銀行が財政従属に陥ることを強く懸念した趣旨の記事であり、筆者もその懸念を大いに共有するが、誤解を招きかねない部分もある。本稿では、日本政府が財政赤字を垂れ流し、一方で日銀がこのまま国債購入を続ければ何が起きるのか、統合政府の視点から改めて整理する。

■超過準備で財政の少なからぬ部分が賄われている

統合政府で考えると、新聞記事の通り、確かに日銀が購入した国債は相殺され、負債から外れる。また、日本銀行が民間金融機関から国債を購入する際、超過準備（当座預金）

(図1) 統合政府のバランスシート



(出所) 翁邦雄著『金利と経済 高まるリスクと残された処方箋』(p.214) より、BNPパリバ証券作成

が供給される。統合政府で考えると、超過準備で財政の少なからぬ部分が賄われているという現状を、「相殺分は事実上の通貨発行」と一般の人に分かりやすく表現したのだと思われる。問題はその直後の「インフレを生む要因になる」という記述である。事実上の中央銀行ファイナンスで財政を賄う状況が続けば、最終的にインフレ上昇につながる可能性は高いのだが、メカニズムが端折られたためか、飛躍が過ぎる感もある。

■中央政府の負債長期化努力を台無しにする日銀の大量国債購入

まず、統合政府で見ると、現在、何が生じているのか。中央政府は毎年、当初予算ペースで35兆円程度の新規国債を発行し、財政を賄っている。その中には、13兆円程度の国債償還費が含まれるため、厳密な意味での新規国債は20兆円強である。中央政府は、日銀の異次元緩和を積極的に利用し、超長期の国債を大量に発行することで、負債の満期構成を長期化している。将来、インフレの上昇が始まり、日銀が短期金利を引き上げ長期金利が上昇しても、中央政府は負債の長期化によって、利払い費の急激な増加を回避できる。しかし、統合政府で考えると、こうした中央政府の負債長期化の努力を日本銀行の大量の長期国債の購入が台無しにしているとも言える。

■短期金利上昇に脆弱な統合政府の財務構造

その日本銀行は、現在、前年比70兆円程度のペースで長期国債を購入している。ひと頃

の80兆円程度の購入から比べると減少したものの、それでも政府の毎年の財政赤字の2倍、国債償還費を除いた厳密な意味での新規国債発行の3倍もの金額の長期国債を購入している。つまり、日銀が新規国債発行額を大きく上回る長期国債を民間金融機関から買い取り、その対価として超短期の負債である超過準備を供給しているため、統合政府の負債構造は、日々刻々と短期化しているのである。負債の満期構成の短期化は、短期金利の上昇に対して、統合政府の財務構造が脆弱になっていることを意味する。

■金融緩和が続けられているため問題が見えない

もちろん、現在は金融緩和が続けられているため、日銀単体で見ても、統合政府で見ても、大きな問題は顕在化していない。まず、日銀単体で見た場合、長期国債の購入に際し、その対価として、ゼロないしスモールマイナスの金利での資金供給（超過準備の拡大）が行われているため、長期金利が大幅に低下した現在も、日銀は利鞘を確保している。また、統合政府で見ても、財政の少なからぬ部分が低利の超過準備でファイナンスされ、資本コストは相当に低下している。

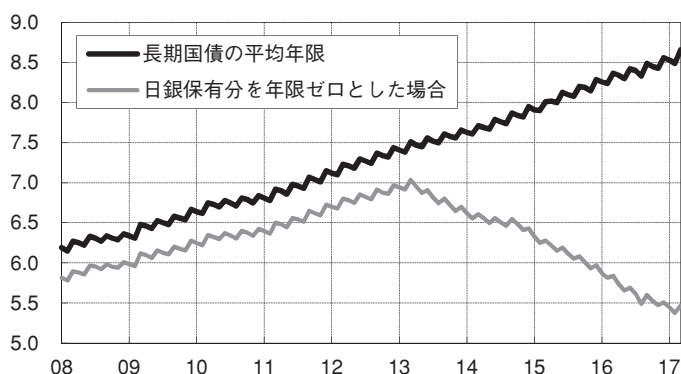
■大きな逆鞘で日銀に損失発生

しかし、将来、インフレが上昇し、日本銀行が政策金利を引き上げざるを得なくなった時、大きな問題に直面する。まず、政策金利の引き上げに伴い付利も引き上げられるため、超過準備に対する利息の支払いが急激に膨らむ。一方、保有する長期国債からの利回りは極めて低くなっている。イールドカーブ・コントロールの下で、付利と10年国債のスプレッドはわずか10BPに留まるが、日銀は、極めて低い長期金利で、つまりオーバーパーの相当に割高な価格で長期国債を購入せざるを得なくなっており、償還損の影響も既に無視し得なくなっている。政策金利を引き上げると、大きな逆鞘となり、日銀に損失が発生するのは避けられない。

■金利上昇局面に入ると統合政府の利払い費は急増

前述した通り、中央政府の負債は相当に長期化されているため、政策金利が引き上げられ長期金利が上昇しても、直ちに利払い費が急増するわけではない。しかし、統合政府全

(図2) 長期国債の平均年限



(出所) 日本銀行、財務省資料より、BNPパリバ証券作成

体で見ると、膨張した超過準備への付利の支払いが嵩み、大きな費用が発生する。日銀の国債購入で政府の利払い費が恒久的に抑えられると考える人がいるが、統合政府で見ると、長期負債を短期負債に置き換えているため、金利上昇局面に入ると、利払い費は急増する。負債の短期化で、短期金利の上昇に対して、極めて脆弱な財務構造になっているというのは、こういうことである。

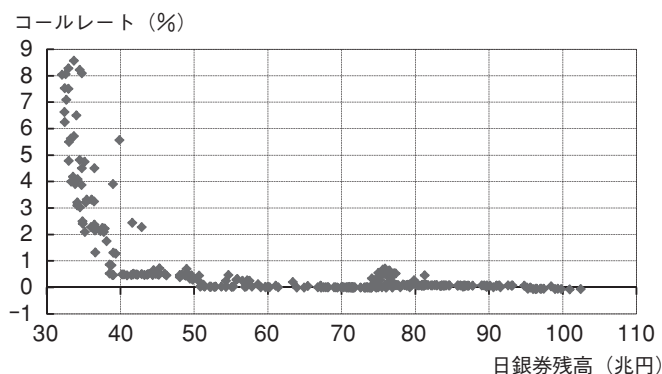
■ 全ての国債を日銀が買うと何が起こるか

極端なケースだが、頭の体操として、全ての国債を日本銀行が購入するケースを考えてみよう（前述した通り、現在の長期国債の発行残高そのものは800兆円強である）。ただ、頭の体操と言っても、現状の前年比70兆円程度の長期国債の購入を日銀がこのまま続ければ、2020年代半ばにも日銀の長期国債保有比率は100%に達する。それ故、全額購入というのは、全く非現実な想定とは言えない。仮に、2%インフレ目標が達成された後、日銀が政策金利を引き上げると、年間の損失額はどの程度まで膨らむか。

■ 800兆円の超過準備で付利の支払いは20兆円、500兆円では13兆円

均衡実質金利が現在のトレンド成長率と同程度の0.5%だとすれば、オーバーナイト金利の均衡的な水準はインフレ率の2%が加わって、2.5%程度となる。もし、超過準備が800兆円に膨らんでいるなら、2.5%への利上げが完了した段階で、日銀の民間金融機関へ

(図3) コールレートと日銀券残高の関係 (1991年1月～2017年4月)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

の利払い費は20兆円程度、実にGDPの4%程度に及ぶ。超過準備が500兆円に膨らむ場合でも（それほど遠くはない）、付利の支払いは13兆円程度、GDPの2.5%程度に達する。インフレに関しオーバーシュート型のコミットメントが適用されているため、インフレ率とオーバーナイト金利がもう少し高くなり、利払い費はさらに膨らむかもしれない。

■ 利上げが進めば日銀券も還流し、超過準備をさらに押し上げ

もちろん実際に日銀が被る損失は、利上げのペースやバランスシートの拡大ペース、今後購入する資産の利回りにも大きく影響されるが、それでも利上げの際、日本銀行が債務超過に陥る可能性は低くはないと思われる。また、現在は民間金融機関が提供する預金の金利は概ねゼロ%であるため、保有コストの低さから、日銀券の発行残高は100兆円程度まで膨らんでいる。仮に預金金利も上昇すれば預金にシフトするため、日銀券は日銀に還流し半減、これも超過準備を押し上げ、利払い費を膨らませる要因となる。

■ 利上げが容認されないケースも十分考えられる

それでは、金利正常化の際、日本政府はどのように対応するか。もちろん、インフレが2%まで高まって、そもそも政策金利の引き上げを政府が認めない、ということも十分考えられる。政策金利や長期金利が上昇すれば、直ちにではないにしても、中央政府の資本コストは高まってゆく。過去の政府債務のコストが低く固定されているとはいえ、毎年

の財政赤字をファイナンスするために必要な資本コストは増大する。何より、日本銀行の債務超過を解消するための財源も毎年必要となる。インフレが上昇しても、政治的に金融引締めは簡単に容認されない可能性がある。これが第一のシナリオである。

■財政従属で日銀の最終目標は金利上昇回避に

インフレが2%目標に達しても、中央政府、そして自らの利払い費の増加を避けるため、日本銀行は政治的に利上げが難しくなる。日本銀行の最終目標は、経済や物価の安定ではなく、長期金利の上昇回避に取って代わられる。景気を刺激するための手段（操作目標）だったはずの長期金利の低め誘導が最終目的に変容し、主客転倒の結果、金融政策は財政従属に陥る。

■円安とインフレのスパイラルへ

問題は、インフレが上昇する中で、長期金利の上昇を抑え込む政策は、実質金利の一段の低下をもたらし、急激な通貨安を引き起こす恐れがあることである。国債市場をコントロールできても、為替市場をコントロールすることは難しい。結局、実質金利の低下によって円安が進み、円安とインフレのスパイラルが生じる可能性がある。意図するかどうかはともかくとして、インフレタックスによる公的債務の圧縮の道を辿る。もちろん、早い段階で、人々が高いインフレの弊害を強く認識し、社会が増税や歳出削減の痛みを甘受するのなら、深刻な事態は回避される。

■法定準備率の引き上げで付利の支払いを回避

当初、財政従属のシナリオと共に、可能性があり得ると筆者が考えていたもう一つのシナリオは法定準備率の大幅な引き上げである。日本銀行はインフレ上昇に対して、付利の引き上げを開始するが、民間金融機関への利払いが急増すれば、前述した通り、債務超過に陥る。問題となるのはその穴埋めである。民間金融機関への利払い急増のために、日銀が債務超過となり、穴埋めのために税金を投入しなければならないとすれば、国民からの理解は容易には得られない。それ故、政府と日銀は、付利の支払いを抑制しようとする。具体的には、法定準備率の引き上げ、つまり事実上の銀行課税を行うことで、付利の支払

いが膨らむことを回避する。

■銀行課税の帰着は預金者負担

とは言え、銀行課税に直面する金融機関がコスト増を預金者に転嫁するのは必然であり、税の帰着を考えると、仮に政策金利が引き上げられる場合でも、預金金利はゼロ%のまま維持される可能性がある。つまり、インフレが上昇し、政策金利が引き上げられても、預金金利がゼロ%のままなら、預金者は事実上のインフレタックスに直面する。

■金融システム危機に陥る可能性もあり大幅引き上げは予測されない

ただ、改めて考えると、法定準備率の大幅な引き上げがもたらす金融機関へのインパクトは、マイナス金利導入のインパクトの比では済まされない。法定準備率の引き上げの直接的な影響を受けない金融機関が提供する金融商品については、負担を避けることができるため、資産間での大規模な資金シフトが生じる可能性がある。銀行セクターの株価は急落し、場合によっては、銀行取り付けも想定され、金融システムが不測の事態に陥る可能性も否定できない。ある程度の引き上げがあり得るとしても、大幅な法定準備率の引き上げはやはり難しい。

■将来のシニョレッジを繰り延べ資産として自己資本に充当するケース

最近、可能性がより高い方策として筆者が考えるようになったのが、日銀が将来得られるシニョレッジを「繰り延べ資産（deferred asset）」として自己資本に充当するシナリオである。そもそも中央銀行が流動性を供給する際、自己資本を必要とはしない。言い換えれば、中央銀行が金融政策を運営するにあたって、自己資本は形式的なものに過ぎない。将来得られるシニョレッジという、言わば仮定の勘定を計上することで、会計上、債務超過を解消するのである。現在の日本の法律では認められていないが、米国ではFedに対しこのような措置を認めている。事実上の銀行課税である法定準備率の引き上げよりもハードルは低いように思われる。

■ 交付国債も本質的に同じ

本質的には繰り延べ資産と変わらないが、13兆円、あるいは25兆円相当の交付国債を政府が発行し、そのまま日本銀行に出資し、債務超過を解消することも可能である。他の政府機関と異なり、中央銀行は自らが流動性を創出できるため、交付国債の現金化を日銀が要求することは永久にない。

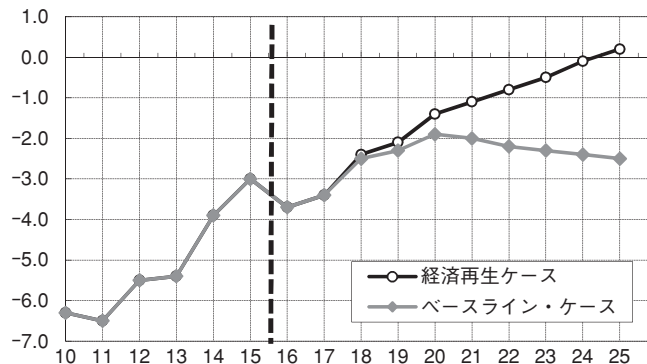
■ 結局のところ政府の財政行動次第

繰り延べ資産や交付国債での対応が取られることそれ自体で、通貨の信認が必ずしも低下するとは言えないが、問題は、その時の政府の財政行動である。中央銀行の負債である通貨の信認は、本質的には、中央銀行が資産として保有する国債が将来の税収で返済されるという信認に基づいている。その段階においても、財政健全化が全くの手付かずで、経常費用が経常収入で賄えない状況が続くのなら、通貨の信認の大幅低下は避けられない。国債消化のために中央銀行のバランスシートが膨張し、その結果、利上げ局面で債務超過に陥った中央銀行が繰り延べ資産という勘定を立てても、あるいは交付国債での出資を受け入れても、十分な裏付けがあるとは見做さなくなる恐れがある。一度限りでは到底済まず、毎年繰り返されるのなら、深刻な事態を招く。長期金利の急騰は日銀の国債購入で避けることができるとしても、結局、通貨安とインフレのスパイラルを止めることはできなくなる。

■ 一つではなくどれもが選択される可能性

現実には、今回のレポートで掲げた方策のどれか一つが選択されるのではなく、いずれもが選択される可能性が高いように思われる。既に費消した財政資金の負担の問題であるから、限られた経済主体が負担するのではなく、様々な経済主体が妥協しながら負担することになるのだろう。日銀は多少利上げをするが、財政への配慮から十分行えず、ある程度のインフレを容認せざるを得ない。付利の増加でメリットを受ける民間金融機関も多少は法定準備率の引き上げを甘受せざるを得ない。インフレが上昇する程には、預金金利は上がらないため、預金者はやはりある程度のインフレタックスに直面する。利上げ幅が大

(図4) 内閣府のPB収支見通し(年度、対名目GDP比、%)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

きくなれば、法定準備率を多少引き上げても日銀の債務超過は避けられないため、繰り延べ資産あるいは交付国債で対応される。

■唯一選択されないのは財政調整か

いずれもが選択される可能性はあるが、唯一期待できそうにないのは、増税や歳出削減などの財政調整である。低金利環境が続くため、増税や歳出削減の機運は中々高まらない。それどころか、財政膨張圧力も簡単には収まらない。財政調整が選択されないからこそ、公的債務圧縮の残る方策として、意図しようと意図しまいと、インフレタックスが選択されるということである。もちろん高目のインフレの弊害に苦しんだ後に、反省した社会が、最終的に財政調整を選択する可能性は高い。

■ヘリコプターマネーも問題解決にはならない

なお、日銀の国債の直接引き受けのケースであれば、利上げをしても、統合政府ベースでも一切の財政負担が発生しないという主張があるが、それは正しいとは言えない。追加財政に伴う民間への財政資金の支払いの際、日銀のバランスシートが膨らむことには変わりはないから、利上げの局面で利払いの膨張が必ず生じる。実際、ヘリコプターマネー活用の理論的可能性を探る米国のバーナンキ前FRB議長も、ヘリコプターマネーの発動を薦める英国のターナーFSA元長官のいずれもが、EXITの際、中央銀行のバランスシートの

膨張に伴う付利の支払いの増加を、法定準備率の引き上げによる事実上の銀行課税で対応すべきと論じている。仮想の話だが、中央銀行が直接現金を配る文字通りのヘリコプターマネーの場合も、利上げ局面で日銀券が日銀に還流するため、やはり財政負担の問題は生じる。結局のところ、一切の財政負担を抑え込むことができるのは、インフレが上昇しても政策金利を恒久的にゼロのまま据え置くケースだけである。

