

1. 剥落する「アベノミクス」効果と金融・国債の問題

田 中 信 孝

(1) はじめに

安倍内閣の経済政策「アベノミクス」はその目的の達成にはほど遠い状況にある。

政権がもくろむ「成長戦略」は長期的な停滞に陥った日本経済の浮上をはかり、経済の競争力を回復し再び成長軌道に乗せることにあると思われるが、一向に実現する見通しが立たない。

ここでは、実質賃金とそれに規定される家計の消費支出の動向、「成長戦略」と日本経済の潜在成長率、企業収益の構造や「マネー経済」下の為替相場と株価の関係、それに「異次元の金融緩和」と国債・財政再建の問題などをとりあげることとする。

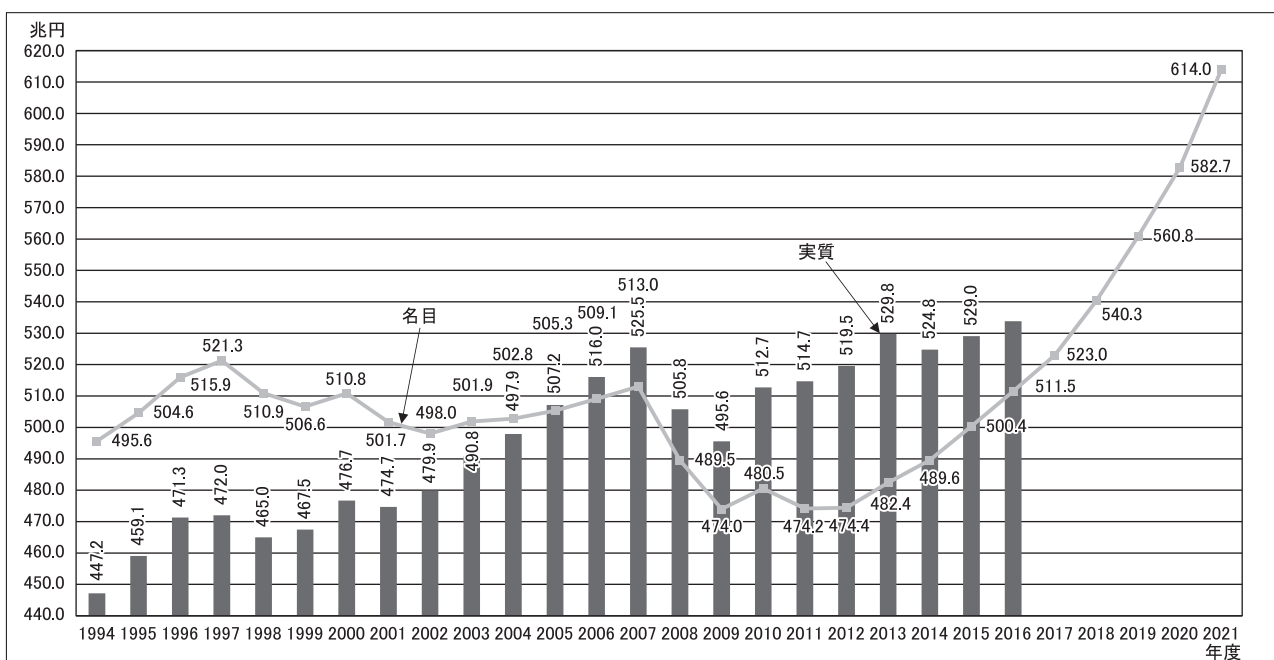
(2) 停滞感が漂う日本経済

① 「経済の好循環」の実相

日本経済は2014年度の消費税の税率引上げによりマイナス成長になった後、2015年度に入っても景気の頭打ち状態が続いた。2015年度の実質GDPが529兆円で2013年度の水準からほとんど伸び

ていない(図表1)。政府が目標とする名目GDP「2020年度頃の600兆円」も、潜在成長率がゼロ%近傍にとどまっている現状から見て、この間相当大規模な財政出動や高いインフレ率を想定しなければ実現は無理であると思われる¹⁾。

図表1 GDPの推移と「名目GDP 600兆円」



(注) 1. 内閣府「国民経済計算」(年度確報)により作成。
 2. 2016年度は内閣府年央試算(2016年7月13日)による。
 3. 2017~2021年度は内閣府「中長期の経済財政に関する試算(経済再生ケース)」(2016年7月26日)による。

当初、政府は2016年度の経済見通しで名目成長率3.1%（実質1.7%）と見込んでいたが、7月の「内閣府年央試算」では名目成長率2.2%（実質0.9%）と大幅な下方修正を行った（図表2）。

当初の政府見通しでは消費税10%への引上げ前の駆け込み需要（2017年1～3月期）が成長率を実質で0.3%押し上げることも前提となっていたが、2019年10月までの増税再先送りでの嵩上げ要因が消滅した。個人消費の前年度比伸び率を当初の2.0%増から0.9%増に下方修正した。

さらに新たなGDP下押し要因にイギリスのEU離脱が加わった。「内閣府年央試算」で輸出は当初の4.8%増から1.5%増に、設備投資は4.5%増から2.0%増に引き下げられた。

内需の冷込みだけでなく、年初来の為替・株式市場の変動（円高・株安）のほか、中国経済が抱える企業の過剰債務問題やイギリスのEU離脱決定（6月24日の国民投票）など世界経済の動向も日本経済の先行きを不透明にしている。

経済成長率については、2009年度（リーマン危機）の落込みからの反動で前年度比で伸びた2010年度を除き、近年、政府見通しが達成されたケースはなく、名目3%台という成長率も過去20年達

成したことのない高い水準である。年度当初における高めの成長率の設定は税収見込みを高くし政府にとって好都合なものとなる。税収増を前提とした「選挙向けの予算編成」を容易にしながら、当座の財政再建の厄介ごとを棚上げにできるからである。しかし、すでに問題が露呈している。2016年7月1日に公表された2015年度の一般会計税収決算（概要）では、法人税収の6年振りの減少で政府の補正後見積もりを下回り（当初見積もり54兆5,250億円・補正後56兆4,240億円・決算56兆2,854億円）、2016年度の税収見積もり（57兆6,040億円）の達成も困難な状況にある。

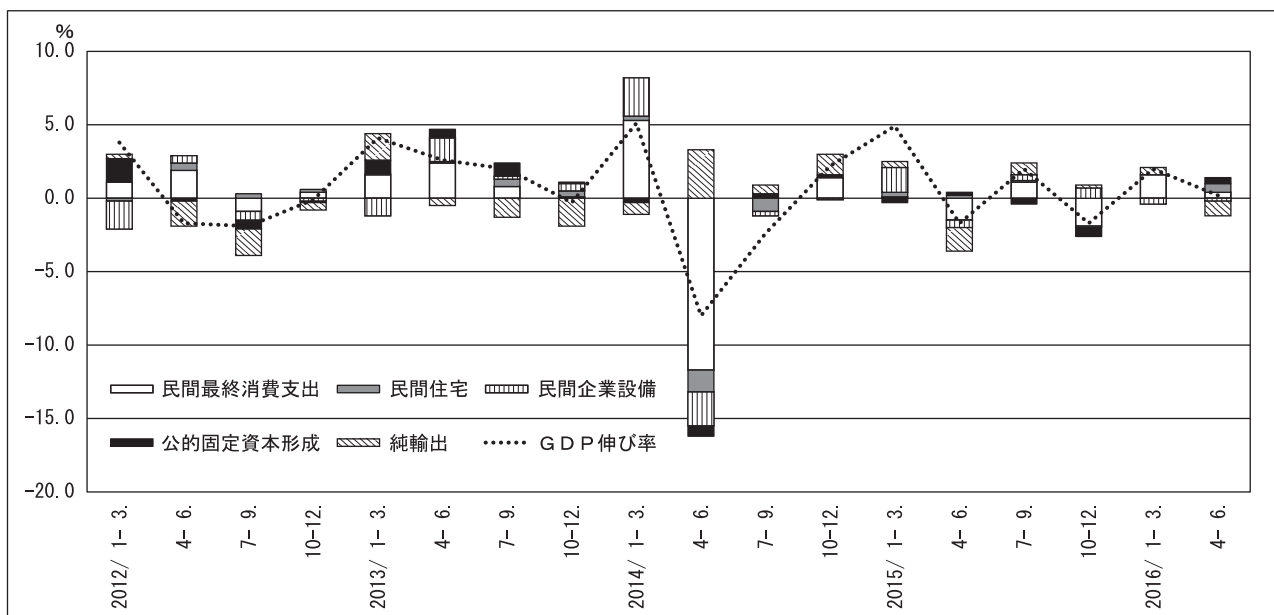
2016年4～6月期の実質GDP（第1次速報）で前期比年率0.2%の伸びとてプラス成長になったが、それも金融緩和効果による住宅投資や公共投資の増額など政策に支えられたものの寄与度が高く設備投資や個人消費は低迷したままである（図表3）。2016年に入ってから市場の混乱から企業や家計の心理がさらに悪化すると内需が伸び悩み、経済が一層落ち込むリスクがある。また、世界経済もイギリスのEU離脱問題や中国経済の低迷などが重苦しい不確実性となって先行きを不安定なものにしている。

図表2 政府の経済見通しの概要（前年度比伸び率、単位%）

	2015年度		2016年度		2017年度
	当初見通し	実績	当初見通し	年央試算	参考試算
実質成長率	1.5	0.8	1.7	0.9	1.2
民間最終消費支出	2.0	-0.2	2.0	0.9	1.4
住宅投資	1.5	2.4	3.8	0.8	1.3
設備投資	5.3	2.0	4.5	2.0	3.4
輸出	5.2	0.4	4.8	1.5	
輸入	3.9	-0.1	5.2	1.1	
名目成長率	2.7	2.2	3.1	2.2	2.2
消費者物価指数（総合）	1.4	0.2	1.2	0.4	1.4

（注）2016年度の年央試算、参考試算は、「平成28年度内閣府年央試算」（2016年7月13日）による。

図表3 需要項目別の実質経済成長率寄与度



(注) 内閣府「四半期別GDP速報」により作成。年率換算季節調整系列。

② 内需の落込みと対外環境の先行き懸念

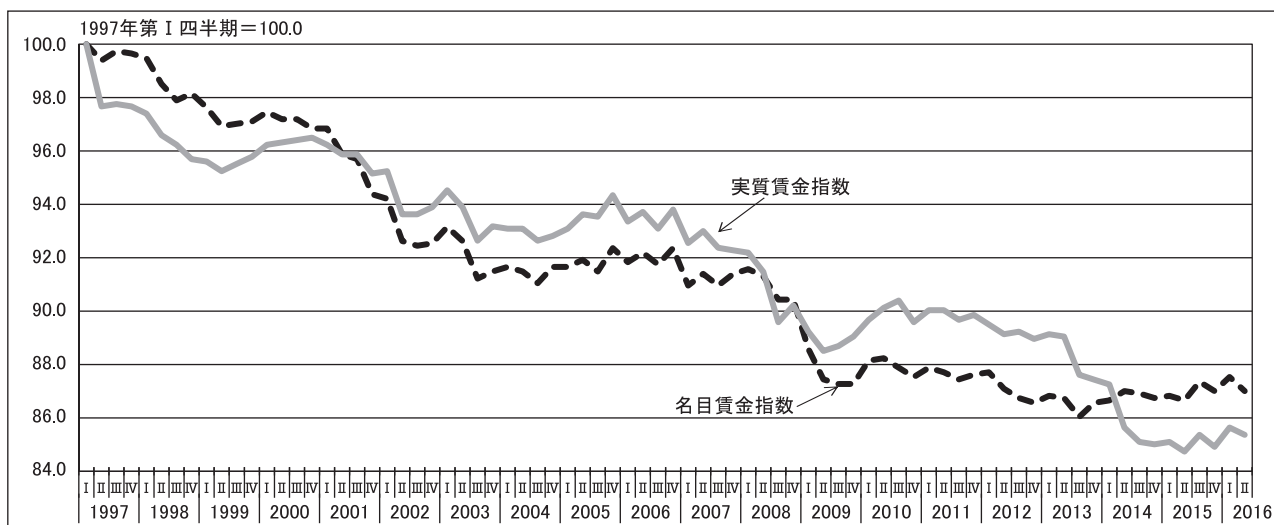
最大の需要項目の消費支出を支える実質賃金が大きく落ち込んでいる(図表4)。

完全失業率が3%台前半に下がるなど雇用環境が引き締まっても、産業別の就業者数で伸びの大きいのは賃金が安い医療・福祉分野が中心で、また低賃金の非正規労働者が2012年末の1,843万人から2015年末に2,015万人に増えている。勤労所得者で低所得者層が増え、高齢者世帯でも介護保険料等の社会保険料は上がり手取り収入は大幅に

減少している。GDPベースの個人消費支出(実質・年率換算)は2016年4~6月期に307.6兆円と消費税増税の直後で落ち込んだ2014年4~6月期とほぼ同水準に低迷したままである(図表5)。

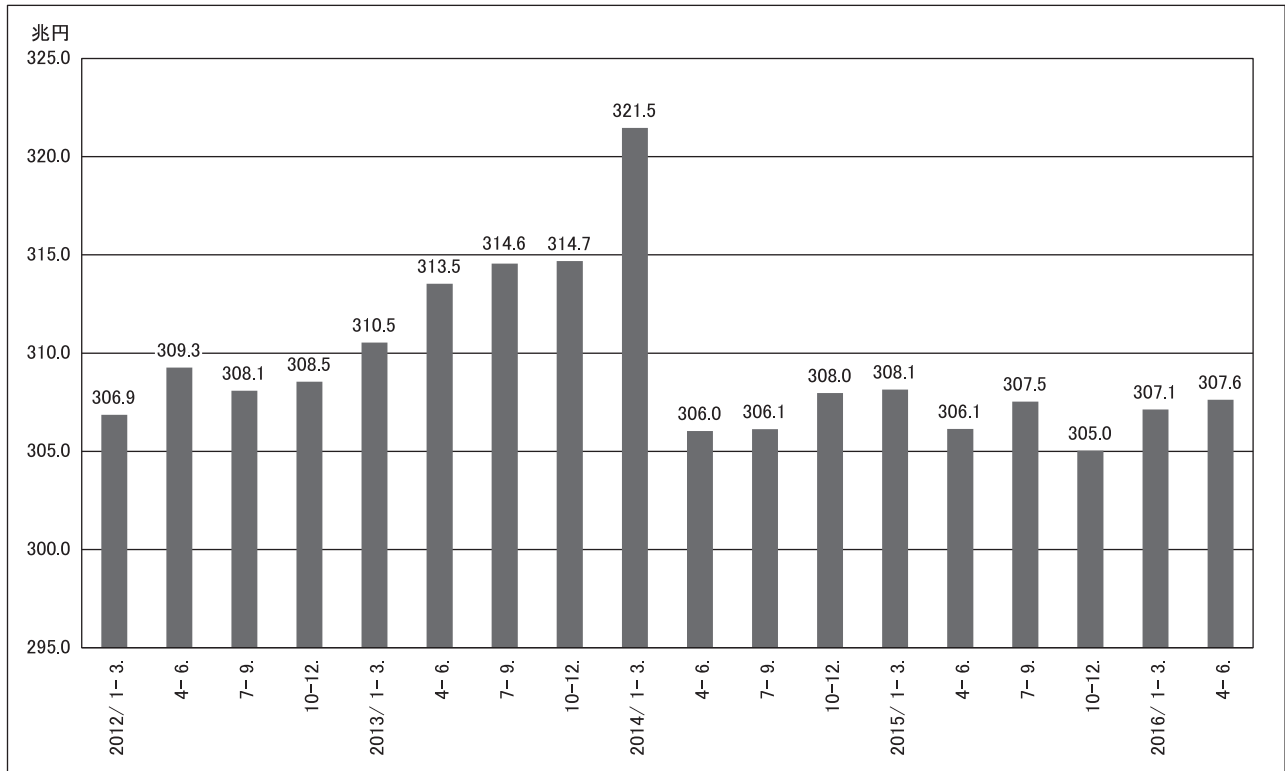
そもそも、労働側の賃上げ要求が過年度の物価上昇率に届かず、政府・日銀の予想チャンネルを重視する政策と相容れず、一段と実質賃金が落ち込むことも避けられない。所得の明るい展望がもてないところでは消費支出も伸び悩む(図表6)。

図表4 賃金指数の推移



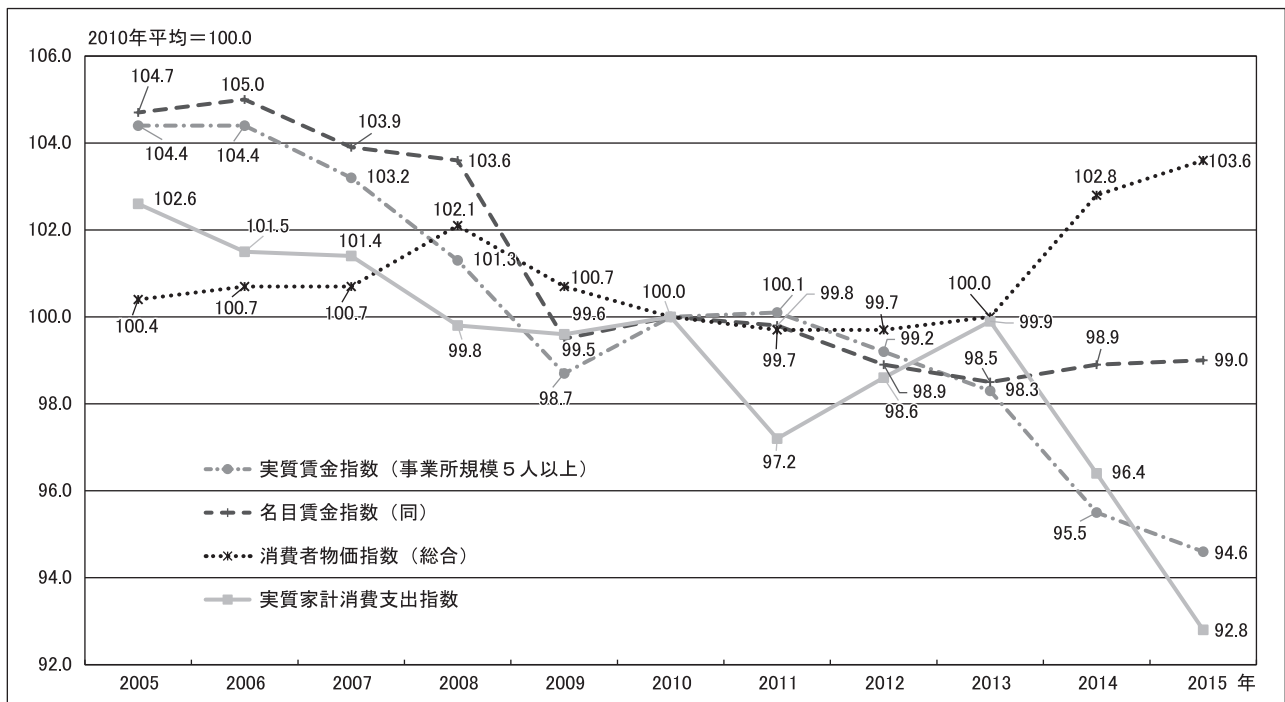
(注) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。事業所規模5人以上、季節調整済み。

図表5 民間最終消費支出の推移



(注) 内閣府「四半期GDP速報」(実額・年率換算季節調整系列)により作成。

図表6 賃金・消費者物価・家計支出の推移



(注) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省統計局「消費者物価指数」・「家計調査家計消費支出指数」により作成。

③ 「円高」と株式市場

デフレ脱却も成長戦略も未達成のまま「アベノ

ミクス」で仕掛けられた「円安・株高」の効果が剥落している。

2016年の初め以降円高の方向に変わり、企業収益への逆風は一段と強まっている。新興国経済の減速や米国の出口戦略（利上げ）の先送りといった対外環境の先行き懸念に6月にはイギリスのEU離脱問題が加わった。

「円高」方向に転換する背景には、中国・新興国経済の減速、原油安などの構造的な要素が含まれているから、金融緩和政策による円安の定着を期待できそうもない⁽²⁾。円の為替相場は、①日米間の金利差（米FRBの利上げペースの鈍化と日銀のマイナス金利政策）、②円とドルの為替需給（日本の経常収支黒字幅の拡大、原油安＝リスク回避通貨先としての「円」）、③世界経済の悪化懸念（中国・新興国・資源国の停滞、イギリスのEU離脱）、などで規定される状況にある。

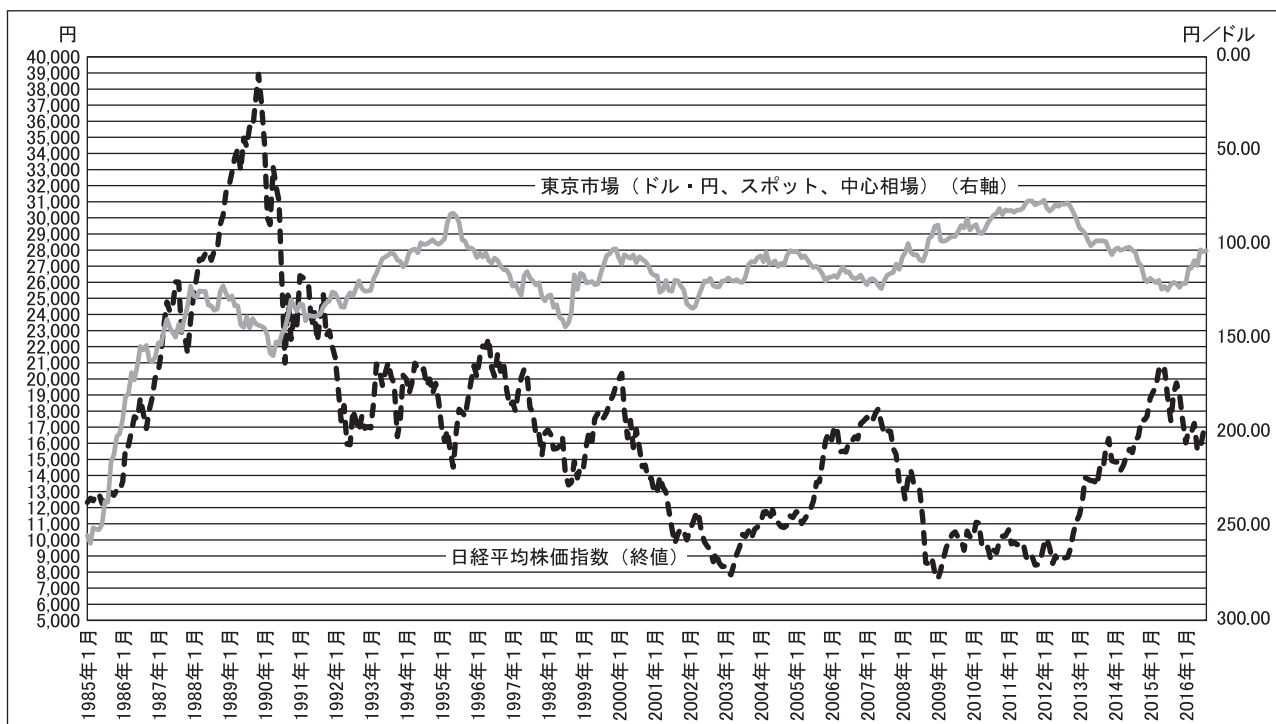
2013年4月の日銀の「異次元の金融緩和」で、米欧経済の回復と重なり上昇局面にあった株価が同年末まで上昇した後、2014年に入って下げに転じ4月の消費税増税でさらに下げた。同年10月に日銀の追加緩和で株価はいったん上昇するがその後再び下落し2016年1月の「マイナス金利」でも株価は上がらない状況になった。

ところで、円相場と株式市場（日経平均株価・225種）の関係を検証すると、2000年代とくに2010年以降に両者で逆相関の関係を鮮明にしている（図表7）。株価が地価高騰に呼応するようにして上昇した1980年代後半のバブル期（プラザ合意後の円高局面と株価高騰）などとは異なり、近年はヘッジファンドによる先物・オプションを使った為替・株の売買や為替ヘッジ付きの日本株投資（日本株購入と同時に通貨先物で円売り）など、海外投資家が円と日本株を同時に売買する動きが活発になったことがその要因としてあげられている⁽³⁾。

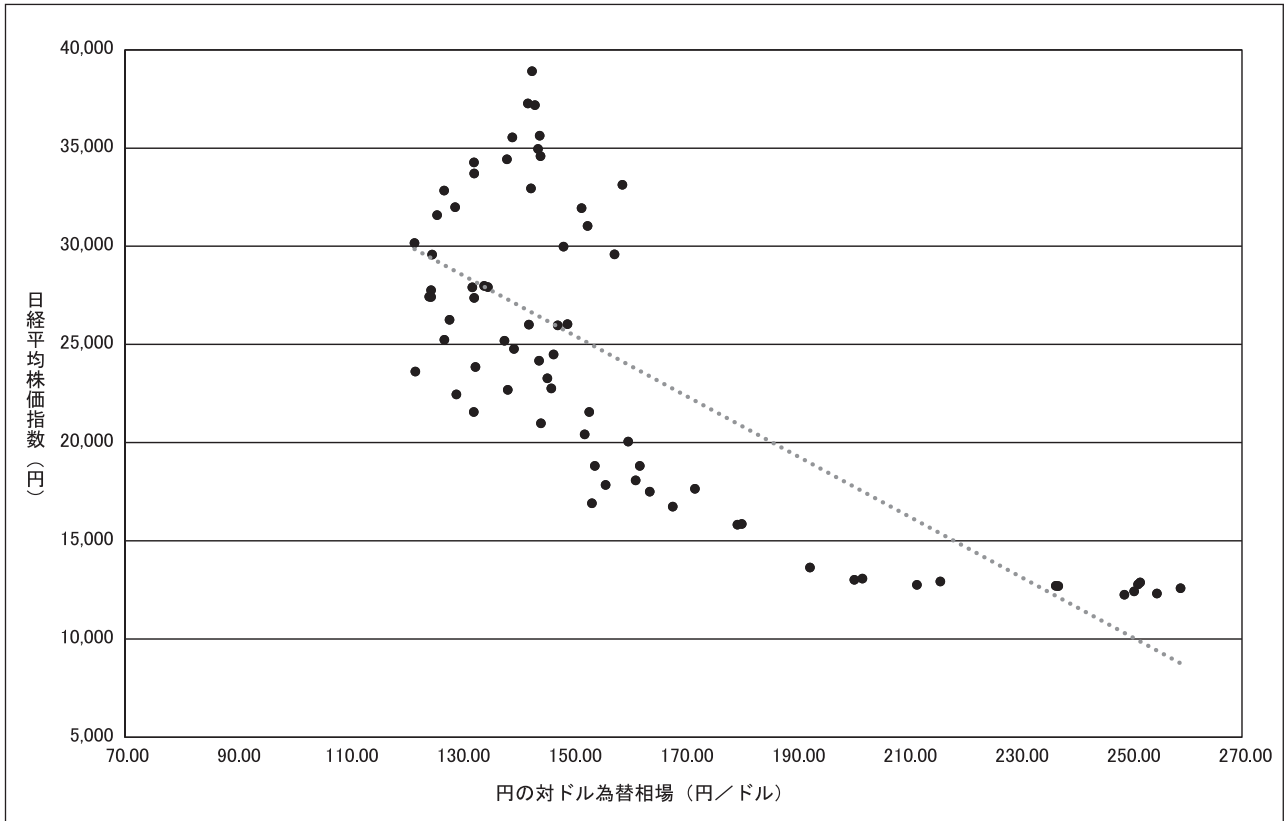
円高リスクへの警戒が広がる過程で、インフレ期待の後退・企業の売上の伸悩み・企業収益の圧迫・株価の下落、という経路が想定されるが、後述する企業の収益構造の変貌も一つの要因となつて為替相場と株価が連動する度合いを強めていると思われる。為替相場の変動が日本経済に与える影響も大きなものにならざるを得ない状況にあり、円高による企業収益の悪化から、日本経済が一段と停滞感を深める可能性も否定できない。

図表7

① 円の対ドル為替相場と日経平均株価指数の推移

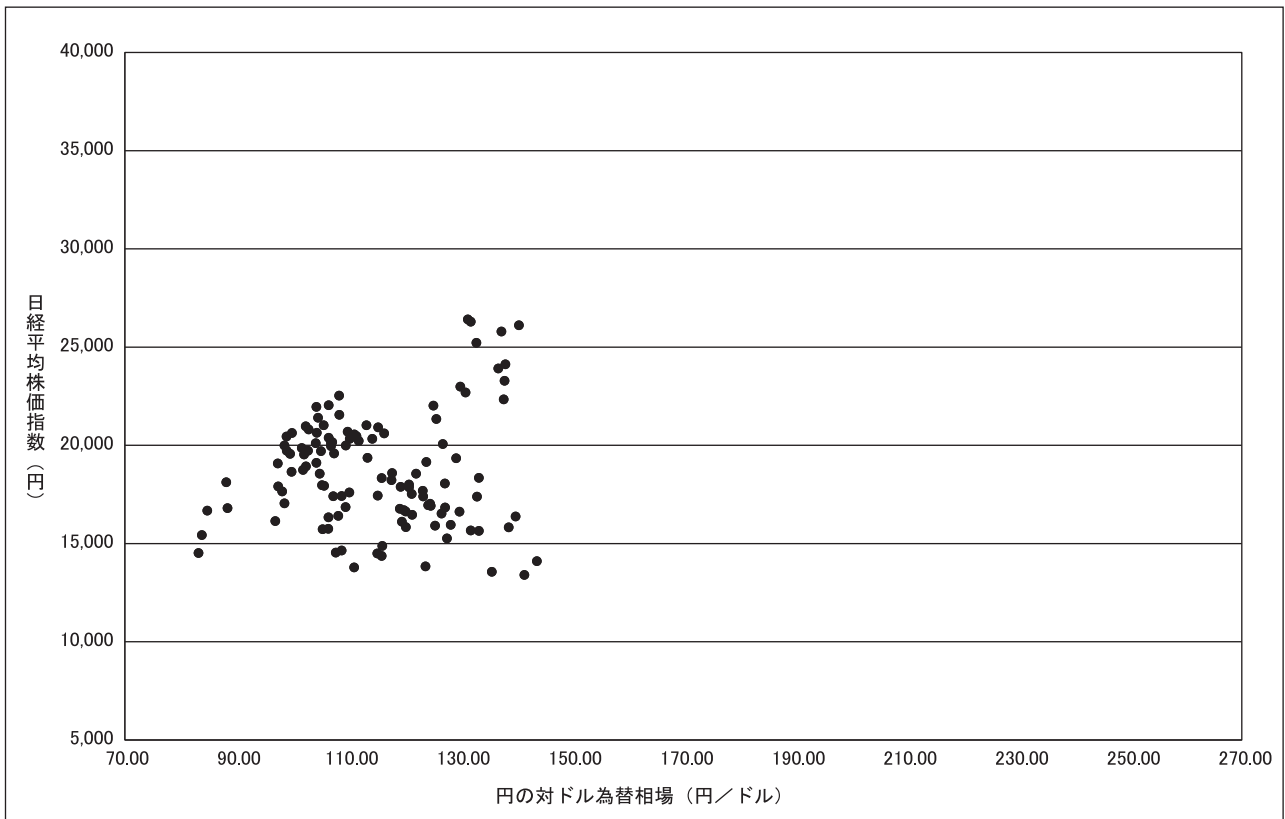


② 円の対ドル為替相場と日経平均株価指数（①1985～1990年）

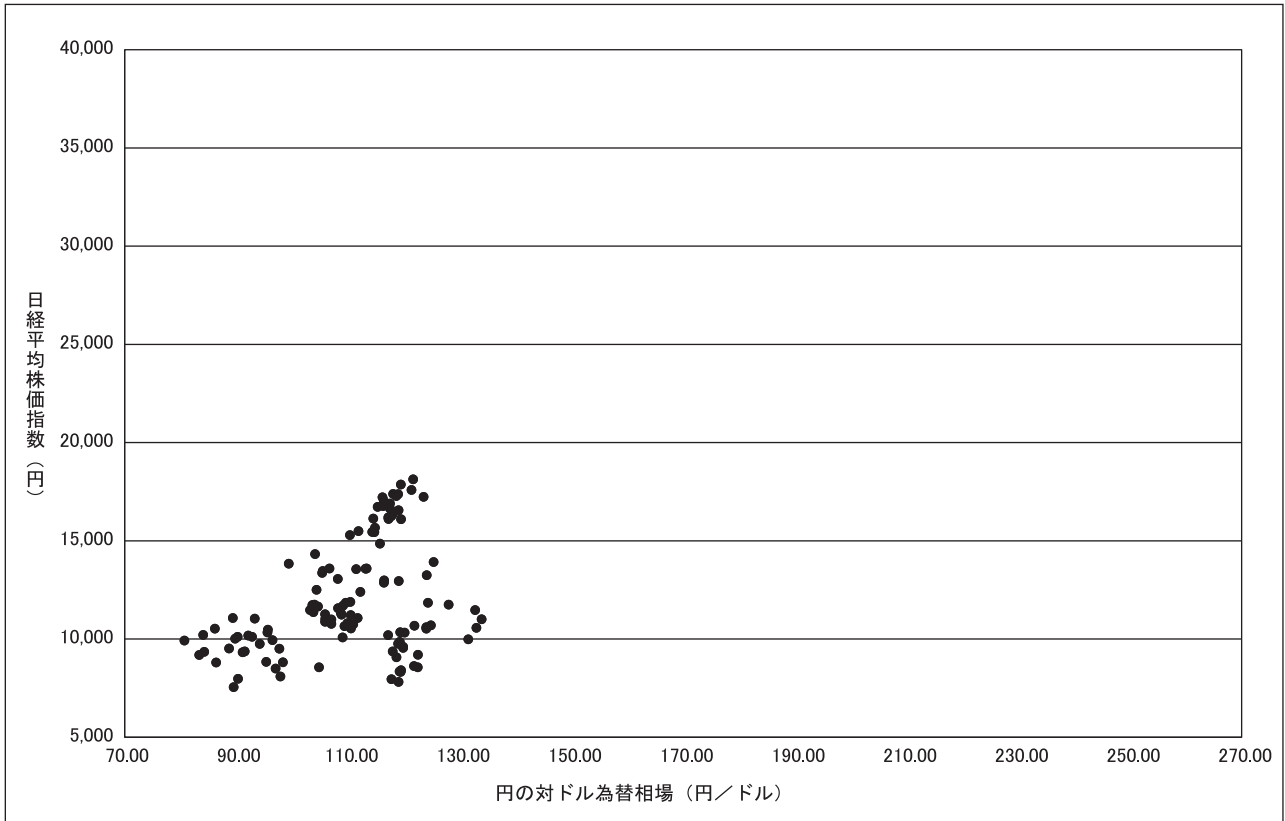


(注) 円の対ドル為替相場：東京市場スポット・17時時点・月末、日経平均株価指数：翌月月初終値。

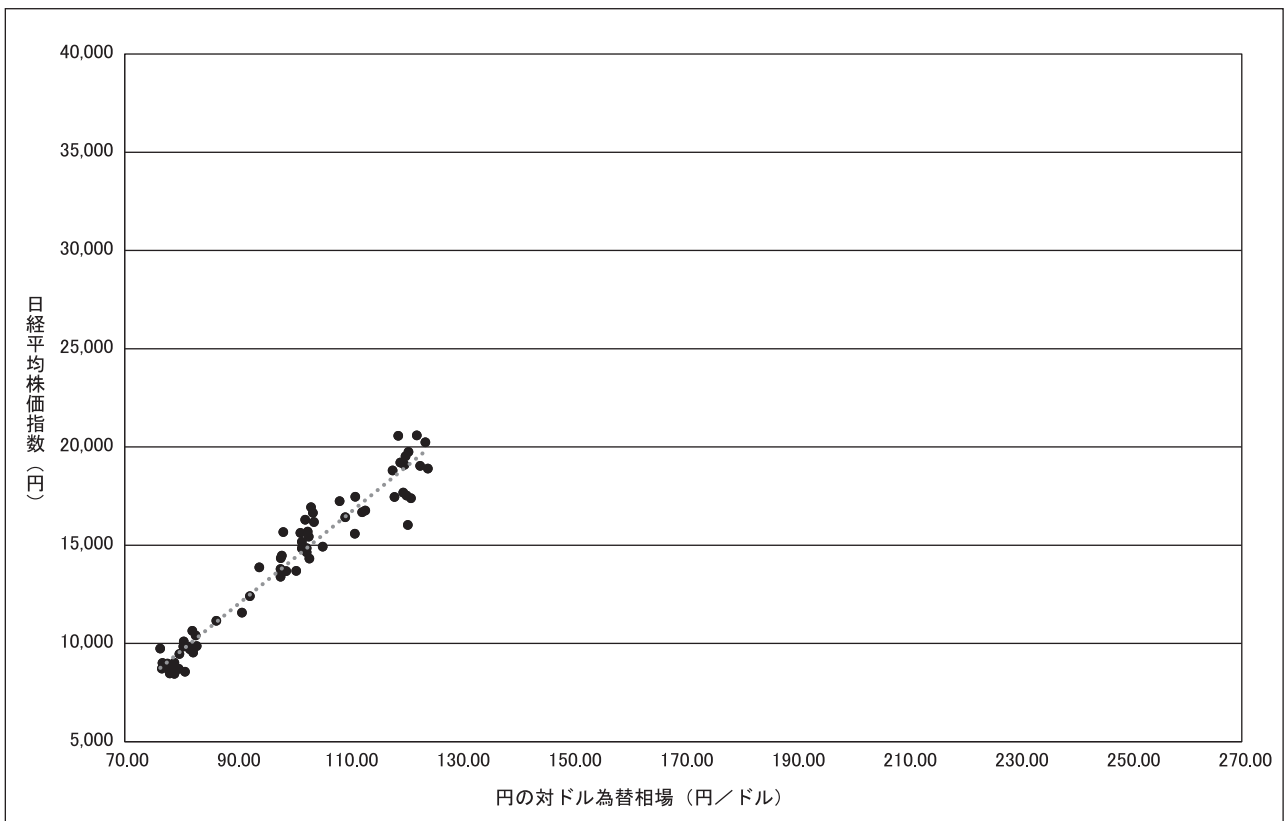
③ 円の対ドル為替相場と日経平均株価指数（②1991～2000年）



④ 円の対ドル為替相場と日経平均株価指数 (③2001～2010年)



⑤ 円の対ドル為替相場と日経平均株価指数 (④2011～2016年8月)



④ 変貌する企業の収益構造

企業の設備投資については、設備の老朽化などで維持・補修などの更新や人手不足に対応する合理化・省力化投資が下支えとなるが、製造業の能力増強投資の低迷は続いたままである。大企業が保有する資産の長期的な推移を図表8に示したが、実物経済の拡大につながる有形固定資産（土地を除く）は、繰延資産を加えても落ち込む傾向にある。企業収益が好調でも設備投資に回す動きが鈍く内部留保への蓄積を推し進めている。財務省「法人企業統計」によれば、2015年度の「利益剰余金」が金融・保険業を除く全産業で過去最高の377.9兆円に達している。実物投資のウエイトが下がる一方で、他企業の株式取得やM&Aの結果を示す長期の投資有価証券の保有割合が増加しているのである。この資産構成の変化は雇用等に結びつく実物経済に対比して「マネー経済」が肥大化している状況を物語るものにほかならない。したがって、企業収益も保有資産の評価額が変動することで大きな影響を受けることとなる。

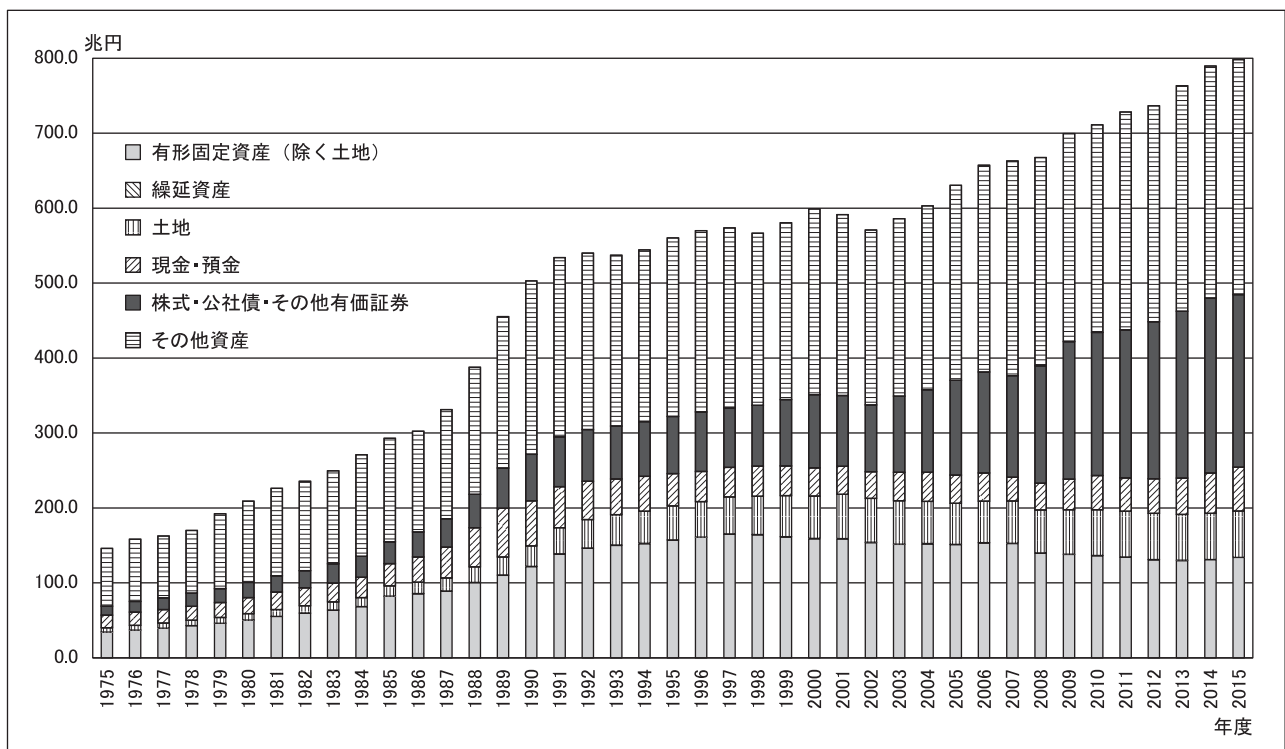
製造業の利益率の推移を図表9に示したが（図表のデータは当該年度を含む5年分の移動平均）、

金融利益を含めた経常収支を売上高で除して算出する「売上高経常利益率」を見ると、2012年度をボトムにして上昇に転じ2014年度にはリーマンショック前を上回る水準にまで伸びている。2000年代後半以降「売上高経常利益率」が「売上高営業利益率」を上回り、低金利政策により企業の借入金利子率が下がっていることや有価証券等の売買利益が膨らんだことが背景にある。さらに、2013年度以降「売上高純利益率」（＝税引前当期純利益÷売上高）が「売上高営業利益率」を上回っており、臨時のキャピタルゲインが企業利益に大きな影響を与えていることが読みとれる⁽⁴⁾。

日本銀行の「全国企業短期経済観測調査（短観）」（2016年6月）によれば、大企業・製造業の2016年度の想定為替レートが111.41円/ドル（3月時点の想定為替レート117.48円/ドル）に円高となることで売上高経常利益率は6.4%（同7.1%）と0.7%ポイントも低下するとしている。さらに、想定為替レート以上の大幅な円高は一段と企業収益を押し下げることとなる。

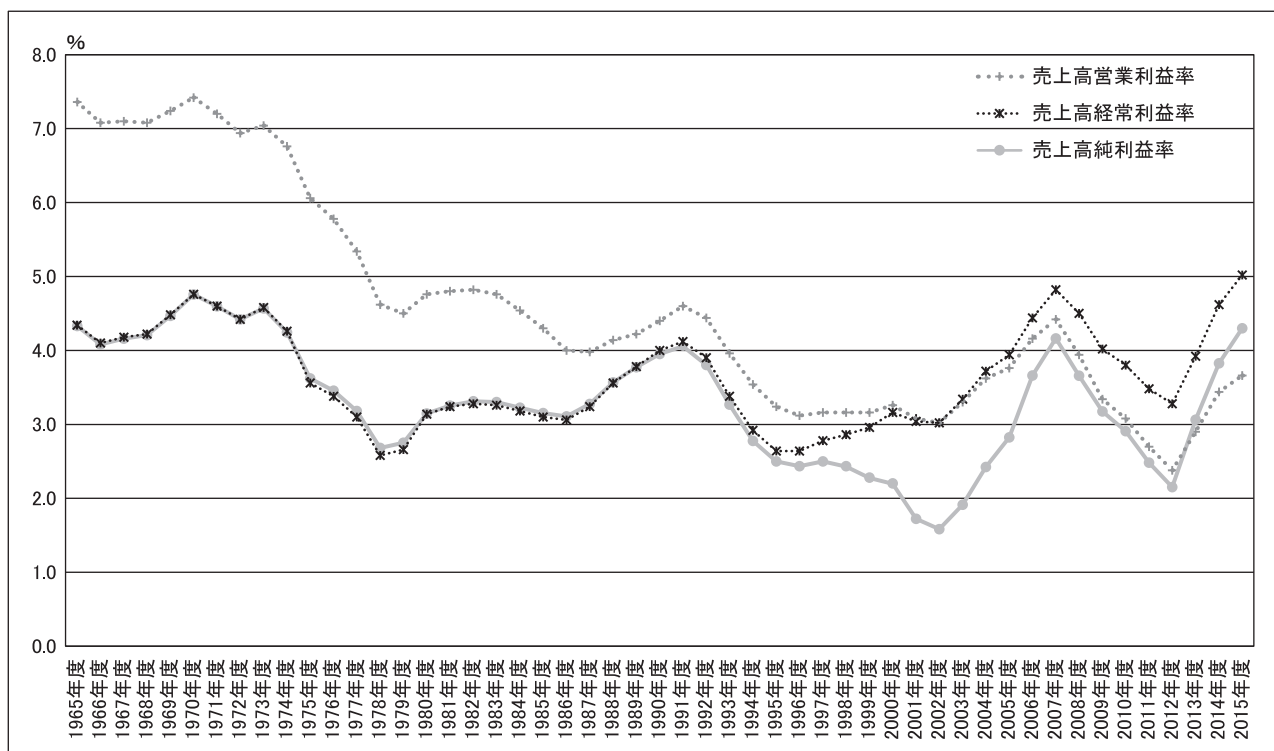
また、円安局面で企業利益が伸びる背景には、円安による円建て収益の嵩上げ効果もある。2015

図表8 大企業の保有資産の推移（当期末・資本金10億円以上）



（注）財務省「法人企業統計」により作成。金融保険業を除く全産業。

図表9 製造業の利益率の推移（全規模・当期末・5年移動平均）



(注) 財務省「法人企業統計」により作成。

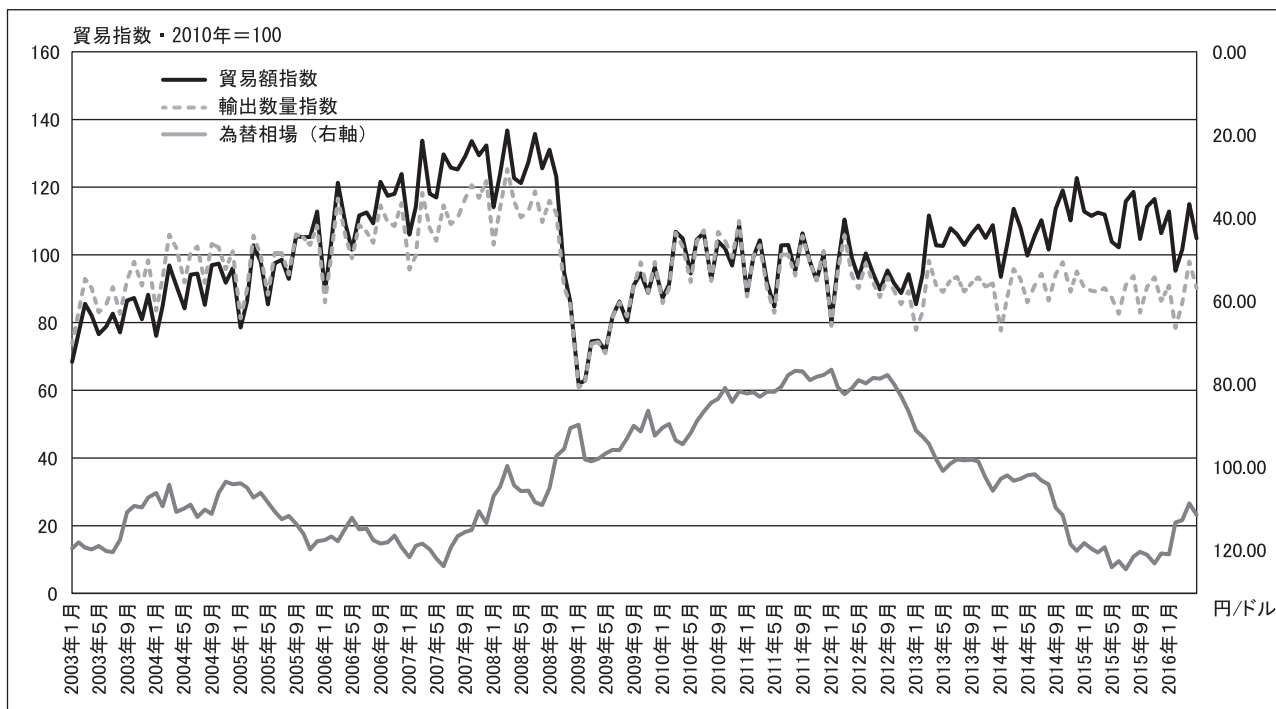
年末までのほぼ3年間で1ドル約80円から約120円の水準まで大幅な円安が進んだ。大企業における収益改善もこの輸出金額の嵩上げや対外資産のもたらす利子・配当などのインカムゲインと評価額（キャピタルゲイン）の増加を背景としている可能性が高い⁽⁵⁾。一方で、円安は輸出企業に当面の利益増をもたらしても、輸入コストの上昇で国内事業が主力の中小企業の経営を厳しくした。

円安が進行するなかで輸出の金額は増え企業収益の増加となったものの、輸出数量はほとんど増加せず国内の実体経済の本格的な回復に波及することはなかった（図表10）。円安にもかかわらず輸出が伸び悩んだ背景には、現地生産・現地販売の増加、電気機器などの一部の産業における輸出競争力の低下や企業の収益志向の行動（日本企業における商品の高付加価値化を背景に円安方向に

推移するとき現地通貨建ての輸出価格の引下げを抑える）がある⁽⁶⁾。円高に転じれば、海外現地生産比率の上昇ペースが再加速することで輸出は減少し同時に円建て収益の嵩上げの効果も消滅する。

企業に蓄積された過剰資本が擬制資本への資本投下を増加させ、短期利益を追求する傾向を強めているのである。そして、株式市場における「官製相場」がそれを支えた。それ自体が企業の収益確保の基盤が脆弱であることを示すものであるが、為替相場が「円高」リスクを高めかつ株価の下落傾向を強める経営環境が続けば企業収益の落込みは避けられない。いずれにしても、企業収益が生産や売上など実体経済によって裏付けられたものでなければ、収益改善が生じたとしても設備投資の押し上げにはつながらない。

図表10 円ドル為替相場と輸出額・数量の推移



(注) 財務省「貿易統計」等により作成。

(3) 日本経済の潜在成長率と需給ギャップ

① 低下する潜在成長率

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」を見ても、企業の将来期待（成長率）は1%強の水準のままで「アベノミクス」下でもほとんど変わっていない（図表11）。企業の成長期待の喪失は「固定費」の増加となる正社員を中心とした一般労働者の賃上げを抑制的にするとともに、実体経済における投資活動を一層冷え込ませることはいうまでもない。

政府は、高齢者や女性の労働参加促進（労働投入量の確保）と規制緩和を通じた生産性の向上で潜在成長率を2%程度まで引き上げるとしている。しかし、潜在的な成長力を決める労働投入量（就業者数×労働時間）と資本ストック、全要素生産性（TFP）が好転する材料は乏しく、日本銀行の推計する潜在成長率は0%台半ばに低迷したままである（図表12）。内閣府の推計でも低い水準にあり、2015年度には2013年度の0.5%から0.3%に下がっている。

女性や高齢者の労働参加が高まったとしても、

増えるのは非正規の短時間労働者が中心で、「就業者数×労働時間」で見た実質的な労働投入はそれほど増えず、労働人口の減少傾向を反転させることはできない。また、成長力への資本ストックの寄与も足元ではマイナスにまで落ち込んでいる。政府は「GDP 600兆円」の達成に向けAI（人工知能）やIoT（さまざまな機器をインターネットにつなぐことで価値を高める「モノのインターネット」）を活用した産業構造の転換＝「第4次産業革命（industry4.0）」で市場創出を描くが、需給バランスが弱含みであれば産業間の労働移動も難しく、また、AIやITの進展が企業の投資支出を小さくするという見方もあり⁽⁷⁾、市場・需要拡大の具体的な道筋が示されているわけではない。

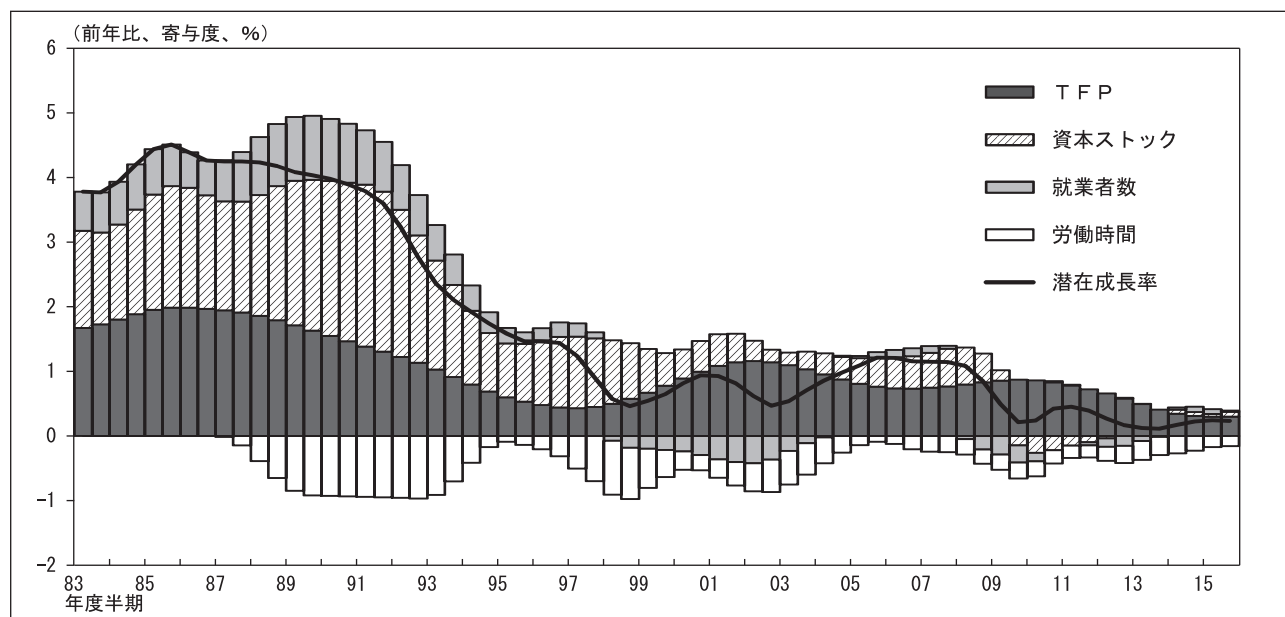
生産年齢人口に対し老年人口が増加し経済成長の「重荷」となる「人口オナス（onus）」を生産性の向上でどれだけ埋めることができるのか疑問わしい。また、少子高齢化の進行とともに医療サービスや介護、保育、教育など対人サービス部

図表11 企業による実質経済成長率の見通し



- (注) 1. 調査対象は東京、名古屋の証券取引所第一部および第二部に上場する全企業（約2,500社）。
 2. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（全産業）により作成。

図表12 潜在成長率



- (注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
 2. 短観加重平均D I（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003年12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 3. 出所：内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省、経済産業研究所
 4. 日本銀行の資料により作成。

門の従事者が増加するのが自然であり、そのこと自体が生産性の下方圧力を高める。

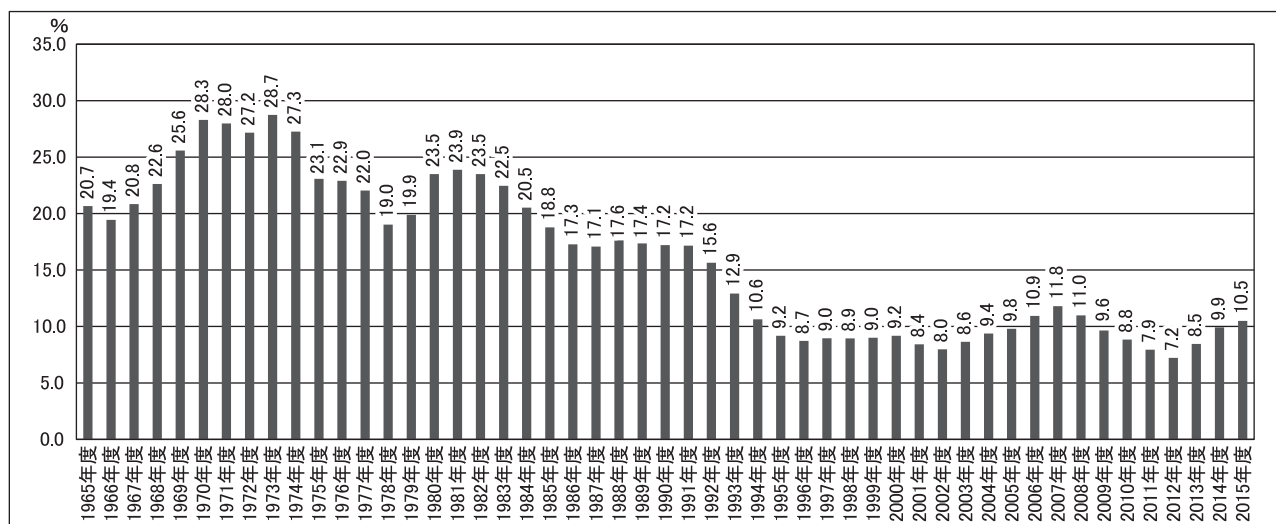
潜在成長率の低迷は、企業の利益率の低下傾向によっても裏付けられる。図表13には製造業の利益率の推移を示したが、自己資本経常利益率は1970年代前半の30%弱から1990年代後半以降の7～9%まで大幅にシフトダウンしている（なお、近年は自社株買いなどの財務戦略で自己資本を圧縮させ利益率を高める動きも活発になっている）。したがって、長期金利の低下でも企業が借入を増やし成長に向け投資を行う動きは鈍くなる。

潜在成長率の引上げは規制緩和など「構造改革」による生産性の向上を目指すこととなる。「経済財政運営と改革の基本方針2016」（2016年6月2日）は「基本方針2015」を引き継ぎ社会保障をは

じめとする「公的サービスの産業化」を打ち出し、企業等の公的サービスへの参画を推し進めようとしている。相対的に生産性が低い労働集約的な公的サービス部門に向けた民間投資を促そうとしても、生産性の向上には限界がある。いきおい企業の利益を上げるため労働強化（低賃金・長時間労働・非正規など）も行われかねない。そうした不安定・非正規雇用の拡大は労働や公共サービスの質的劣化を引き起こし生産性の低下を不可避とするという悪循環に陥る。

「成長戦略」に拘泥することなく、国民の将来不安を引き起こしている労働環境を改善し、食糧自給率の向上、介護や保育、環境など地域の公共サービス分野への投資拡大と公的雇用の拡大が求められる。

図表13 製造業の自己資本経常利益率の推移（全規模・当期末・5年移動平均）



(注) 財務省「法人企業統計」により作成。

② 需給ギャップと物価

政府は2016年度のCPI（総合）の上昇率を前年比1.2%と見込んでいる。しかし、需要面からの押上げ圧力が弱く、また年初以降の円高進行が一段の物価下落をもたらし日銀が重視する原油安の影響を除いた物価指数（日銀コアCPI）も前年比1%を下回る水準で伸び悩み「デフレ脱却」とはほど遠い状況にある（図表14）。原油や鉄鉱石といった「川上」の下落幅が大きく輸入物価指数（円ベース）が前年比約20%の下落となっており、「川下」に行くにしたがって下落幅は狭くな

るものの、国内企業物価は前年比マイナス5%、コアCPIもほぼゼロ%近傍に下落している。

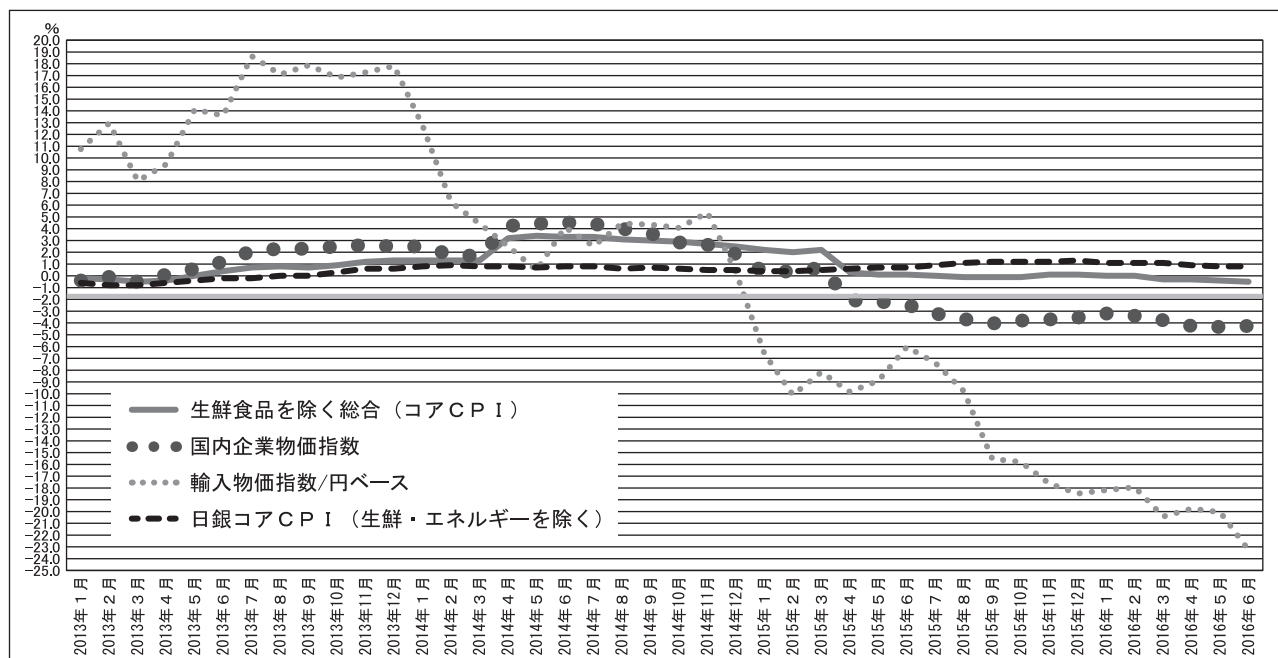
日本銀行は物価上昇率の目標達成時期を再三にわたって先延ばしをしている（図表15）。日銀は2016年9月2日の「総括的な検証」で達成時期自体を明示しなかった。「2%」の未達成の背景に、原油下落の大幅下落ばかりでなく国内の賃金の伸び悩み＝消費需要の停滞とマクロ的な需給ギャップの縮小止まりなど実体経済の冷込みがある。

日銀と内閣府が推計した需給ギャップの状況をそれぞれ図表16に掲げた。リーマンショックの影

響を受けた時点ではマイナス8%弱と大幅なマイナスであったのがその後回復の方向にあるもののゼロ%近傍での動きとなっている。内閣府の試算でも、2016年4-6月期のGDP速報を反映した

GDPギャップがマイナス1.1%程度にとどまったままである。どちらの推計でも需給ギャップがプラスに転じる方向性を読みとれない。

図表14 コアCPIと国内企業物価指数の推移（総合）



(注) 総務省、日本銀行の資料により作成。前年同月比伸び率。

図表15 日本銀行の物価見通しの推移

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
2012年 7月	0.2	0.7					
10月	-0.1	0.4	0.8				
2013年 1月	-0.2	0.4	0.9				
4月		0.7	1.4	1.9			
7月		0.6	1.3	1.9			
10月		0.7	1.3	1.9			
2014年 1月		0.7	1.3	1.9			
4月		0.8	1.3	1.9	2.1		
7月			1.3	1.9	2.1		
10月			1.2	1.7	2.1		
2015年 1月			0.9	1.0	2.2		
4月			0.8	0.8	2.0	1.9	
7月				0.7	1.9	1.8	
10月				0.1	1.4	1.8	
2016年 1月				0.1	0.8	1.8	
4月				0.0	0.5	1.7	1.9
7月					0.1	1.7	1.9
実績	-0.2	0.8	0.8	0.0			

(注) 1. 生鮮食品を除くCPIの前年度比上昇率(%)。2014・2017年度は消費税増税の影響分を除く。
 2. 日本銀行政策委員見通しの中央値。
 3. 日本銀行「経済・物価情勢の展望」により作成。

(4) 異次元金融緩和と国債

① 5年間の特例公債法

2016年度における新規国債の発行額は前年度比6.6%減らし34.4兆円（借換債を含めた全体の発行額は162.2兆円）としたが、それでも一般会計ベースの基礎的財政収支（P B）は10.8兆円の赤字で、普通国債残高は16年度末に838兆円とG D Pの1.6倍に膨らむ見通しだ。債務残高を減らすにはP Bの均衡化ばかりでなく、利払い費に相当する分を上回る黒字化が必要である。

2016年度における新規国債の発行額のうち特例公債が28.38兆円（建設国債は6.05兆円）にのぼる。周知のように、特例公債は、①非募債主義の原則（財政法第4条1項）と②建設国債について限定的に容認（同項「但し」書き）、という財政法に特例を設けて発行されるものであるからまさに「異例中の異例の措置」で発行されるものである。しかし、特例公債は1975年度の補正予算で石油危機後の景気悪化に伴う税収落込みから生じた歳入欠陥を補填するために発行されて以来、1990～1993年度を除いて連続して発行され、その規模も建設国債の5倍弱になるまで膨らんでいる。

ところで、2015年度で特例公債の発行を予算措置で授権する特例法が期限切れとなった。特例法は年度ごとに定められてきたが、民主党政権下で与野党の対立で混乱が生じ予算執行が制約される恐れがあるとして（2010年の参院選挙後のねじれ国会⁸⁾）、2012年11月に、4年間（2012～2015年度）の時限措置として予算のみをもって赤字国債の発行を授権する特例法が定められた⁹⁾。

特例法の期限切れを受け、政府は2016年度から2020年度までの5年間について特例公債の発行を可能とすることとした。復興債の発行と抱き合わせで法律に盛り込まれた（「東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法及び財政運営に必要な財源の確保を図るための公債の発行の特例に関する法律の一部を改正する法律案」2016年3月31日、成立・公布）。なお、この法律案を審議する第90回国会は衆・参両院で与党が過半数の議席を有し

ている。

建設国債には財政法で公共事業費等の範囲内という発行限度が画されているが、特例公債にはその規定はない。そのため、特例公債の無制限発行を抑制するため、特例公債について借換償還を禁止したうえで、特例公債法を恒久法ではなく単年度法とする体裁がとられた。いずれも特例公債の増発を抑制する装置であり、かつ「異例中の異例の措置」である特例公債の発行に対するいわば最後の拠り所となる歯止め装置でもある。前者の借換禁止の規定はすでに1984年度の特例公債法から削除され、特例公債の「償還のための起債は……できるだけ行わないよう努める」と単なる努力目標に変更されている。

特例公債法を単年度ごとに制定する趣旨は毎年度特例公債論議という真摯な国会の論議を経て緊張した財政運営を行うということであった。かつて大平正芳蔵相も国会の答弁で「毎年特例債を発行することは、財政法に認められていない歳入調達的手段でございますから……毎年毎年いわゆる財特法案で苦勞するのは、これは大変でございます。……これは当然苦勞するに値するといえますか、そういう非常に異例な措置を国会にお願いしておるわけですから、政府として誠心誠意国会の理解を求めまして、異例な措置を認めていただくということでございますから、こういうことをまとめてひとつ御承認を得ておこうということは、横着なやり方でございますので、そういうことは私、とるべきじゃない。来年も再来年も、特例債が多少にかかわらず、特例債をお願いしなければならない間は、毎年毎年やっぱりお願いをする。しかし、御理解を得まして、予算成立と同時に成立をさしていただくように政府としてはベストを尽くすということ以外に、分別はございません¹⁰⁾」と述べている。

政府が設けた「2020年度のプライマリーバランス黒字化」の目標を理由に財政規律は保たれるとしたが（2012年の特例公債法では「2015年度におけるP B赤字半減」の目標）、その目標自体は閣

議決定のレベルにとどまるもので法的拘束力はない。「昭和50年代前半の特例公債脱却」を目標に掲げていた当時の大平蔵相は「(昭和50年代)前半には特例債からの脱却財政に持っていくという(目標を設けたうえで)、国会に毎年、毎年(特例法案の)御審議を通じて決意を申し上げて、御了解を得ながらまいっていくことが行政府の正しい姿勢ではないか」⁽⁴⁾(() 内は引用者)と答弁している。特例公債法の単年度審議を通じ「特例公債脱却」の目標を掲げながら発行規模を抑制しようというものである。これが財政法の趣旨を踏まえたぎりぎりの対応と思われる。

本来財政法で発行が認められていない特例公債を予算の編成で「必要なだけ」発行できる仕組みは、特例公債の安易な発行を実質的に恒久化し財政規律を一段と緩めることになる。

② 日本銀行の国債大量買入れと国債金利の低下

長期金利が1%を下回る低水準が3年以上も続いていたが、日本銀行が「マイナス金利政策」の導入を決めた後、2016年2月9日には10年国債の流通利回りが初めてマイナスになった(図表17)。その後もイギリスのEU離脱決定を受け世界経済

の先行き懸念(投資家のリスク回避傾向)から2016年7月に入ってマイナス幅の過去最低を更新している。さらに、財務省が2016年3月1日に実施した10年国債の入札で落札価格の平均価格101円25銭・落札利回りマイナス0.024%と発行市場でも初のマイナスの利回りになった。

そして、国債金利が下落する主な要因にはいうまでもなく日銀による国債の大量買入れがあるので、金融緩和政策の動向次第では市場金利も不安定になる。2016年7月29日に、日銀が9月20~21日の金融政策決定会合で金融緩和政策の「総合的な検証」を行うとの発表を行ったことで、債券市場は警戒感を強め国債利回りがその後上昇しマイナス幅を縮小している。

日銀による国債の大量買入れは、国債膨張に対する市場からの歯止め機能を麻痺させる。日銀は買入れ対象の国債について、当初の「発行後1年以内のものを除く」(日銀「国債売買基本要領」1999年3月25日)としていた制約を「発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く」(2002年1月27日)に拡大した後、2013年4月4日の量的・質的金融緩和政策以降その制約自体も撤廃している(図表18)。

図表17 10年国債の金利の推移



(注) 1. 流通市場における実勢価格(公社債店頭売買参考統計値)に基づく半年複利ベースの最終利回り。
2. 財務省「国債金利情報」により作成。

日銀が保有する長期国債が2012年末の約90兆円から2016年6月末の約324兆円に膨らみ（図表19）、日銀の保有額の割合は2009年度末の7.5%を底にして2015年度末に33.2%に達している（図表20）。日銀による国債（財投債を含む）の保有増加額は2013年度63兆円、2014年度68.1兆円、

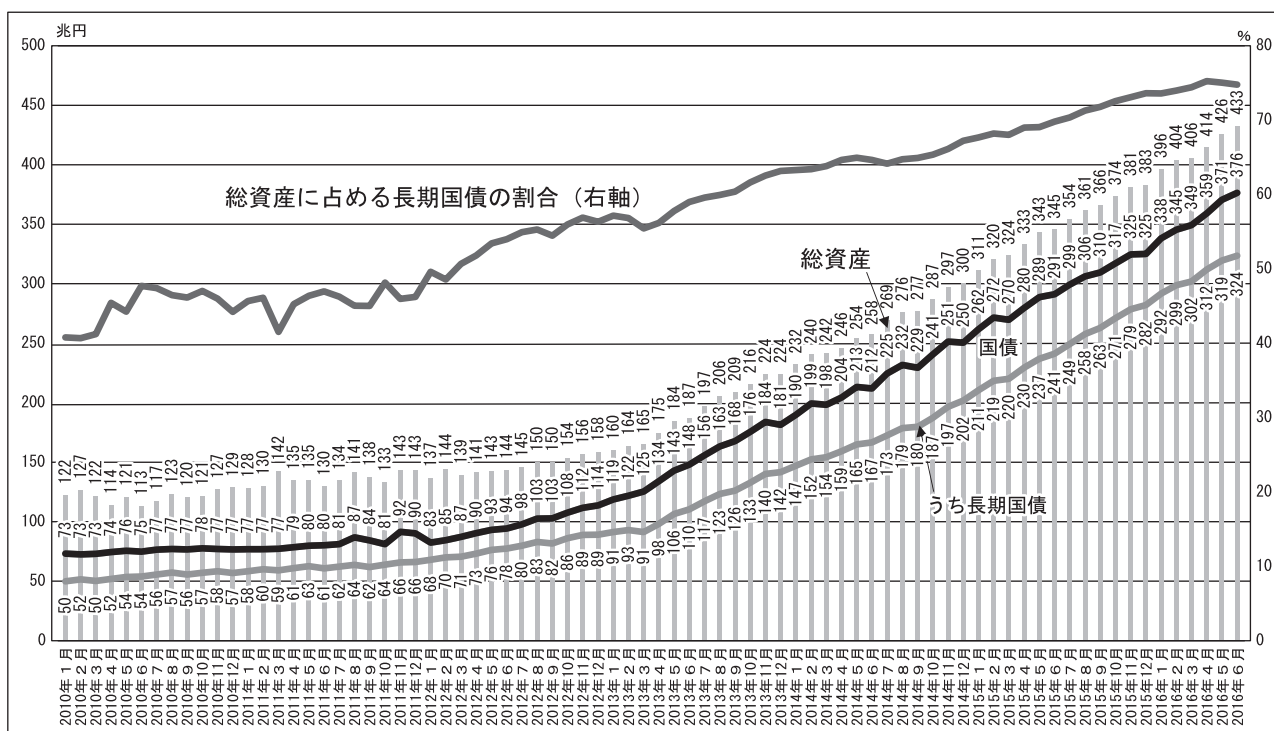
2015年度92.2兆円となっている。全体の国債の発行残高の増加額を上回る規模で日銀の保有額が増えることで、日銀の保有国債の割合が高まっているのである（図表21）。それは同時に市場における国債の枯渇から流動性の問題を深刻にする。

図表18 日本銀行が保有する国債の種類別残高（2016年6月30日現在）

	保有残高（億円）	構成比（%）	直近国債の銘柄（発行年月日）
2年債	337,616	10.7	365回債（2016/6/15）
5年債	852,940	27.0	128回債（2016/6/20）
10年債	1,149,058	36.4	343回債（2016/6/20）
20年債	535,004	17.0	157回債（2016/6/27）
30年債	178,030	5.6	51回債（2016/6/20）
40年債	36,613	1.2	8回債（2015/10/27）
変動利付債	53,513	1.7	48回債（2014/4/15）
物価連動債	12,555	0.4	21回債（2016/4/14）
合計	3,155,329	100.0	

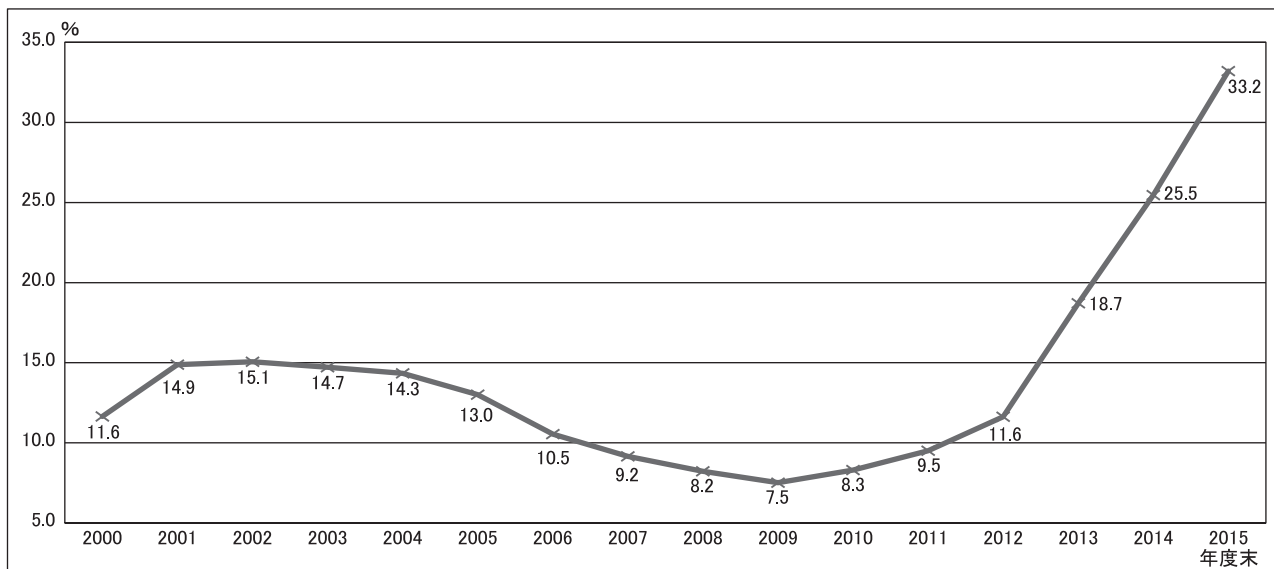
- (注) 1. 利付国債の保有額（受渡し完了ベース）。国債買入オベに加え、対政府取引等による増減も勘案した国債の残高。
 2. 保有残高＝国債買入オベの買入れ分＋借換のための引受け分－国債整理基金等への売却分。額面ベース。
 3. 日本銀行の資料により作成。

図表19 日本銀行の総資産と保有国債の推移



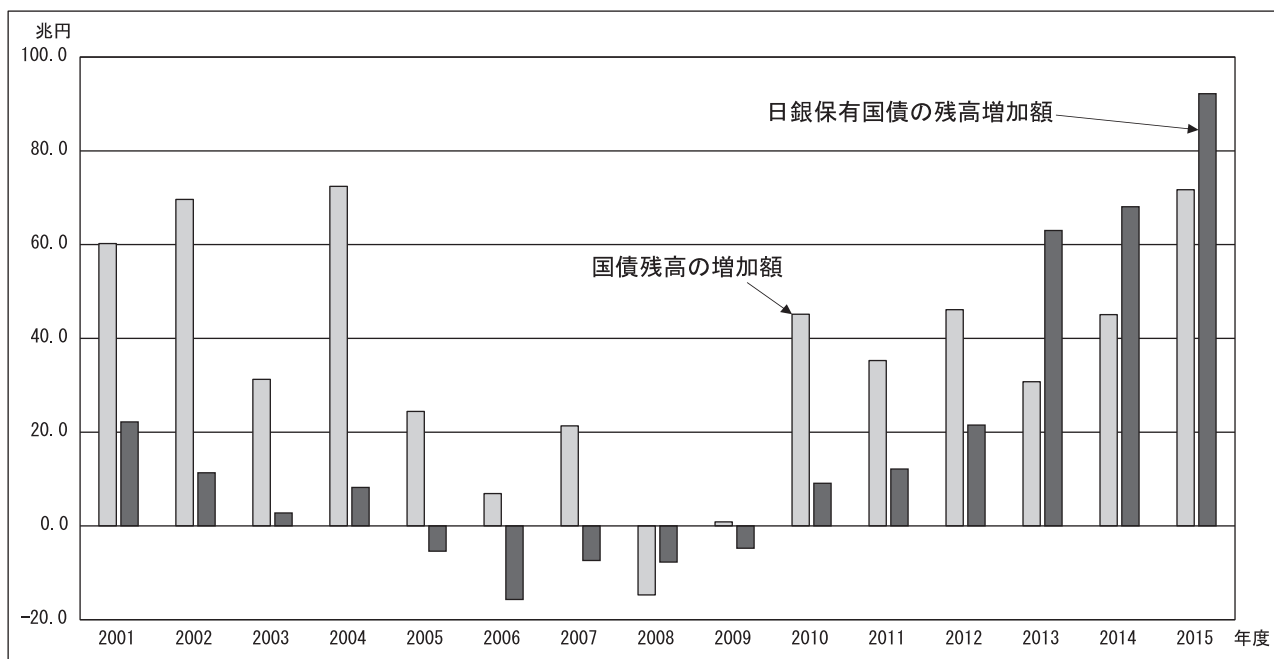
(注) 日本銀行統計により作成。

図表20 日銀の国債保有割合の推移



(注) 日本銀行「資金循環統計」により作成。国債は財投債を含む。

図表21 国債残高の増加額と日銀の国債保有増加額の推移



(注) 日本銀行「資金循環統計」により作成。国債には財投債を含む。

当初の異次元の緩和政策と比べて、長期金利は底に張り付いており、デフレ脱却への効果も薄らいでいる可能性もある。「物価上昇率2%」のターゲット達成時期が金融政策決定会合ごとに先送りされ、2016年9月21日の「総括的な検証」では達成時期が外された(図表22)。日銀は予想物価上昇率の引上げに関しては成功していないが、

その一方で「中央銀行による財政ファイナンス」は具体的な効果となって進行している。膨張してやまない政府債務は経済の長期停滞の調節弁の役割を果たしている証左でもあるが、「異次元の金融緩和政策」がそのコストを(マイナスに)削減しているということでもある⁽²⁾。

図表22 「消費者物価2%目標」の達成時期の先送りと取り外し

2013年	4月4日	2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に。
2014年	4月26日	「見通し期間（2015年度まで1年間延長）」の後半にかけて。
	10月31日	2015年度を中心とする期間 *消費増税の反動影響、国際商品市況の下落
2015年	4月30日	2016年度前半ごろ（「2年程度」での目標達成を断念）。① *原油価格の下落
	10月30日	2016年度後半ごろ。② *原油価格の下落
2016年	1月29日	（消費税10%引上げの直接的な影響を除くベースで）2017年度前半ごろになると予想される。③ *エネルギー価格の下落
	4月28日	2017年度中になると予想される。④ *2017年度の初めまでエネルギー価格のマイナス寄与が残る。
	9月21日	具体的な達成時期を外し「できるだけ早期に実現する」。 *原油価格の下落、消費税増税の影響、新興国経済の減速など外的要素と予想物価上昇率の下押し。

(注) 1. ①～④は目標達成時期の先送りの回次。*は先送り等の背景とされた事由。
2. 日本銀行政策委員会・金融政策決定会合「経済・物価情勢の展望」等により作成。

③ 「異次元の金融緩和」

日銀の「異次元の金融緩和」は「量的→量的・質的→マイナス金利付き量的・質的→長短金利操作付き量的・質的」金融緩和と、逐次その内容を拡大してきている（図表23）。

日銀は2015年12月18日に「金融緩和の補完措置」を決め、日銀が買う国債の平均残存期間を「7～10年」から「7～12年」に長期化する方針を打ち出した。買入れ国債の期限長期化は2013年4月4日の「異次元の金融緩和政策」で「質的金融緩和」の一環として打ち出され、2010年10月5日の「包括的金融緩和政策」では「1～3年程度」が目標とされていたものである。

また、金融機関が日銀に差し入れる担保の種類を住宅ローン債権などにも広げ国債を手放しやすくする。いずれも、債券市場に出回る国債が少なくなっていることへの対応策であると見られている。

さらに、日銀は株価吊り上げ策を強化し、年3兆円の買入れ目標がある株価指数連動の上場投資信託（ETF）について新たに年3千億円の枠を設ける⁽⁸⁾。設備や人材に積極的に支出する企業の株式を対象とするETFを買って後押しする。設備投資も人件費も企業にとっては株主の取り分を減らすコストとなるが、中央銀行が市場の企業行動に介入する構図は異常である。

財務省は、日銀による「異次元の緩和」の効果

で金利水準が低いうちに満期までの期間が長い国債の発行を増やす方針をとり、発行済み国債の満期までの平均償還年限（フローベース）は2016年度に9年2カ月と2013年度までの7年台から2年以上延びている（図表24）。借換リスクの抑制や中長期的な調達コストの低減等を図る観点から、超長期債の増額や中短期債の減額により平均償還年限の長期化が進められているのである。

日銀が買う国債の平均残存期間の延長は財務省の国債償還年限の長期化と整合的ではあるが、ただ、残存期間が長期化すればするほど金融機関が国債を購入した後直ちに日銀に売却することが可能となり一層「日銀引受け」に近づく（逆に残存期間が短いと金融機関が購入した国債を一定期間保有することになる）。

また、日銀の大量購入により期間が短い国債は市場で「品薄状態」になり、償還年限の長期化にも限界がある。日銀に差し入れる担保の種類拡大はその対策でもある。

ついで、2016年1月29日、日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」を決定した。中国や新興国、資源国の先行き不透明感が強まっていることを背景にデフレマインドからの脱却に影響が出るリスクを少なくするためとしている。

2016年2月16日からの準備預金期間から日銀当座預金の一部にマイナス0.1%金利を適用する。これまでの国債買入れ年80兆円、ETF・J-R

図表23 非伝統的金融緩和政策の推移

政策決定・名称	時期	目的	概要
① 2001/3/19 量的金融緩和政策 (非伝統的金融緩和政策)	2001.3～ 2006.3	金融緩和 (CPIがゼロ%を安定的に上回るまで)	<ul style="list-style-type: none"> ・金融市場調節の誘導目標を無担保コールレート（オーバーナイトもの）から当座預金の残高の量に。 （当座預金残高の目標を当初の5兆円程度から順次2004年11月の30～35兆円程度に拡大） ・毎月の国債購入額を順次拡大。 ・成長通貨供給量を上回る国債購入（日本銀行が保有する長期国債の残高について銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」を導入） <p>2002年1月17日から実施</p> <ul style="list-style-type: none"> ・買いオペ対象を拡大（発行1年経過の国債→直近発行2銘柄を除く国債）
② 2010/10/5 包括的な金融緩和政策	2010.10～ 2013.3	世界金融危機に対処	<ul style="list-style-type: none"> ・無担保コールの翌日もの金利誘導目標を0.1%から0～0.1%に変更。 ・「資産買入れ等の基金」の創設。 <p>国債やCP以外にも、指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（JREIT）を買入れ。基金の規模は、買入資産（5兆円程度）を合わせ、35兆円程度。買入対象国債の残存期間は1～3年程度。</p>
③ 2013/1/22 日銀・政府の共同声明 日銀政策委員会・金融政策決定会合		物価上昇率の目標達成	<ul style="list-style-type: none"> ・物価安定の目標を導入 ・「資産購入等の基金」で「期限を定めない資産買入れ方式」を導入。 <p>2014年初から、毎月長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産を買入れ。</p>
④ 2013/4/4 量的・質的金融緩和政策 (異次元の金融緩和政策)	2013.4～	デフレ脱却（物価上昇の目標達成）	<ul style="list-style-type: none"> ・CPIの前年比上昇率2%の「物価安定の目標」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。それまで、量的・質的金融緩和政策を継続。 ・資金供給量（マネタリーベース）を年間約60～70兆円に拡大。 ・国債買入れの拡大（年間50兆円、2年間で2倍）、ETF（年1兆円）、JREIT（3千億円）の買入れの拡大。 ・買いオペ対象を拡大（「直近発行2銘柄を除く国債」を撤廃） ・買入れ国債の年限を長期化（平均残存年数を3年弱から7年程度に延長） ・「銀行券ルール」の一時停止。 ・株価指数に連動する上場投資信託（ETF）の買入れ枠を年1兆円、JREITを300億円に相当するペースで増加するよう買入れ。
⑤ 2014/10/30 追加的金融緩和政策	2014.10～	デフレ脱却の懸念払拭 (消費税の10%への増税を行っても景気悪化の防止を。一方、政府は税率引上げの1年半延期を決定・2014.11.18)	<ul style="list-style-type: none"> ・資金供給量の増加目標を年10～20兆円拡大。 ・国債買入れの拡大（年間30兆円増やし80兆円に） ・すべてのゾーンの国債購入、平均残存年数7～10年程度に。 ・ETFの買入れを従来の3倍に拡大（年約3兆円）、JREITを3倍の900億円に。
⑥ 2015/12/18 量的・質的金融緩和政策 の補完措置	2015.12～	資産買入れの円滑化 金融緩和政策の実体経済への浸透	<ul style="list-style-type: none"> ・買入れ国債の平均残存年数を「7～10年」から「7～12年」に。 ・成長基盤強化支援資金供給の拡充。 ・金融機関が日銀に差し入れる担保の種類を住宅ローン債権などに拡大。 ・ETFの買入れ枠を年3.3兆円に拡大（2016年4月以降） ・JREITの買入限度額の引上げ。
⑦ 2016/1/29 マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策	2016.1～	中国・新興国・資源国の先行き不透明感でデフレマインドからの脱却に影響が出るリスクを圧縮	<ul style="list-style-type: none"> ・金利面での緩和策を追加。日銀当座預金にマイナス0.1%金利を適用（2016.2.16からの準備預金期間から） ・日銀当座預金を3段階の階層構造に分割。 ・イールドカーブ全体の金利低下を促す。
⑧ 2016/7/29 金融緩和の強化	2016.7～	英国のEU離脱問題、新興国経済の減速を背景に、海外経済の不透明感が高まり、企業・家計のコンフィデンスの悪化を防止	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFの買入れ枠を年3.3兆円から年約6兆円に拡大。 ・企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置（成長支援資金供給・米ドル特別の拡大、米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付制度の新設）
⑨ 2016/9/21 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策	2016.9～	「総括的な検証」を踏まえ、新たな枠組みを導入	<ul style="list-style-type: none"> ・長期金利が年ゼロ%程度で推移するよう国債を買入れ、平均残存年数の定めを廃止。 ・国債の「指値オペ」を実施。 ・固定金利の資金供給オペを1年から10年に延長。 ・短期のマイナス金利は据え置き。 ・物価上昇率の実績値が安定的に「2%」を超えるまで資金供給量拡大を継続。

図表24 国債のカレンダーベース市中発行額の平均償還年限

2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
7年0ヵ月	7年4ヵ月	7年3ヵ月	7年7ヵ月	7年9ヵ月	7年10ヵ月	7年11ヵ月	8年6ヵ月	9年0ヵ月	9年2ヵ月

(注) 1. 2014年度までは実績、2015・2016年度は当初。
2. 財務省「政府債務管理レポート2015」により作成。

EITの買入れ枠、国債保有の平均残存年数7～10年程度等の「量的・質的金融緩和」に、金利面での緩和策を追加した。

日銀当座預金残高を基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の3段階の階層構造に分割し、それぞれ0.1%、ゼロ%、マイナス0.1%の金利を適用する⁽⁴⁾ (図表25)。マイナス金利が適用される「政策金利残高」を抱える金融機関はマイナス0.1%上回る例えばマイナス0.05%の金利でも負担が軽くなるので、資金を放出するインセンティブが働く。長期金利が底に張り付く状況を受けイールドカーブの起点(短期金利)を引き下げ全体の金利低下を促しながら、企業向け貸出や住宅ローンの金利を押し下げることをもくろむ。

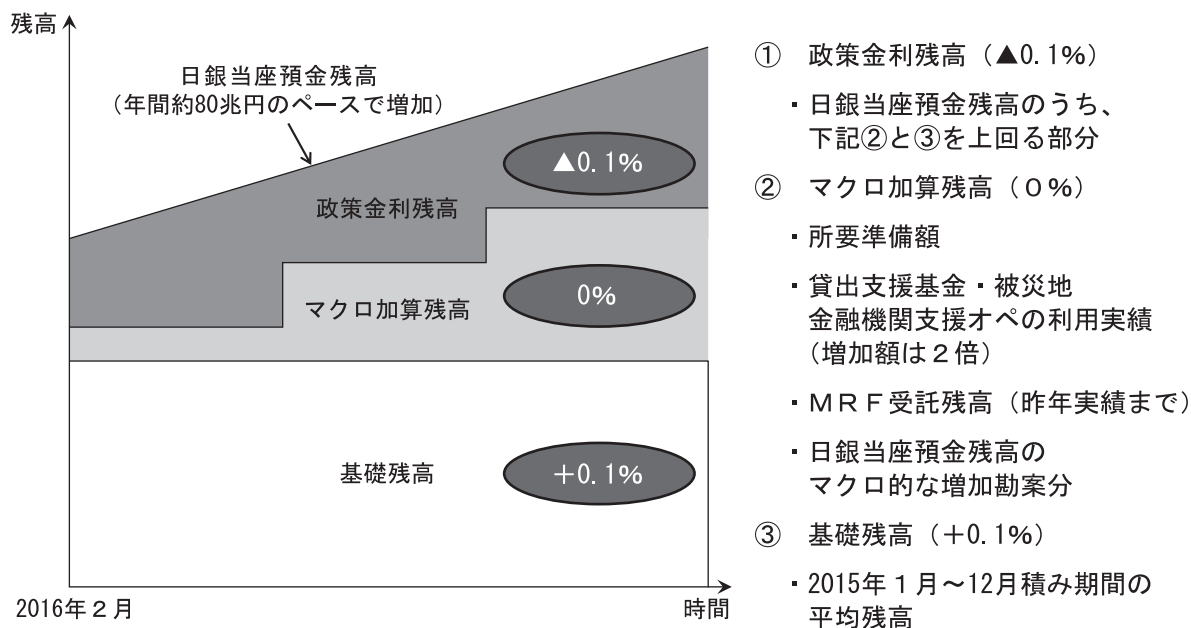
国債の発行残高の3割を日銀が保有するまでになり、国債の買増しを介した金融緩和も限界に近づきつつあった⁽⁵⁾。「マイナス金利」は国債の「品薄状態」という債券市場の流動性低下に制約されずに追加利下げを進めることを狙ったものと

思われる。

この「マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策」にもいくつかデメリットが指摘されている。

- ・預金金利をマイナスにするのは困難であるから、金融機関の収益に悪影響を与え⁽⁶⁾、貸渋りを引き起こす。とくに総資産に対する日銀当座預金残高の比率が高い傾向にある地方の金融機関への影響が大きい。また、保険や年金など資金運用への負のインパクトもある。
- ・日銀の大量の国債購入で金利リスクが下げられ流動性も付与された国債市場の環境の下、金融機関が国債を運用対象に選択し続ける可能性がある。
- ・これまでの量的・質的金融緩和で採ってきた日銀当座預金残高を増やす政策とこれに課金するマイナス金利政策とは矛盾する。
- ・マイナス金利がある限度を超えると、日銀当座預金のコスト(マイナス金利)が銀行券保有コストを上回り、金融緩和政策の効果が消滅する

図表25 階層型の当座預金制度(マイナス金利)



(注) 日本銀行の資料により作成。

（日銀は金融機関の現金保有額が大きく増加した場合のペナルティーを組み込んではいらぬ）。

- ・金融緩和の波及効果が通貨安に集中すればするほど、各国が自国通貨高を避けようとして世界的な為替切下げ競争に陥る、など。

さらに、国債利回りの低下が国債市場特別参加者制度（プライマリーディーラー制度）のあり方にも影響を及ぼしている。特別参加者の一角として国債の安定消化を支えてきた三菱東京UFJ銀行が資格を返上することとした（2016年7月13日、財務省に届け出）。

2004年10月に財務省が導入したプライマリーディーラー制度は国債入札への積極的な参加など、国債管理政策上重要な責任を果たす一定の入札参加者に対し、財務省が「国債市場特別参加者」として特別な資格を付与することにより、国債の安定的な消化の促進、国債市場の流動性の維持・向上等を図ることを目的としている。特別参加者（三菱東京UFJ銀行の返上前の2016年6月時点、メガバンク3行、証券会社19社の計22社）は財務省と市場動向に関して情報交換できるなどの利点があるものの「全ての国債の入札で、相応な価格で、発行予定額の4%以上の相応の額を応札すること」や「直近2四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについて、発行予定額の一定割合（原則短期ゾーン0.5%、短期以外のゾーンは1%）以上の額の落札を行うこと」といったことが義務づけられている。三菱東京UFJ銀行はプライマリーディーラーの資格返上について「グループ内での役割分担の変更」を表面上の理由としているが、満期保有で損失が発生し国債の短期売買（いわゆる「日銀トレード」）が不可避となるなど、マイナス金利政策が資格保有者の負担を重くしているのである。同行に限らずほかのプライマリーディーラーも問題を共有している。こうした事態を受け、財務省は現在発行予定額の1割としている特別入札（資格保有者が競争入札の平均価格で購入できる）の配分を広げることなどを検討している（「日本経済新聞」2016年6月25日）。それでも、金融市場が抱える国債金利急騰や金融緩和政策の持続可能性への不安感を払拭するのは容易ではない。

「異次元の金融緩和」の問題が国債の消化構造への副作用となって露呈している。「2%の物価上昇目標」の達成が見通せないなか、金融緩和策が長期化し政府の国債管理政策と金融政策の間にも齟齬が生じているのである。

2016年7月29日、日銀は追加金融緩和策で上場投資信託（ETF）の買入れ増額や金融機関へのドル供給枠を拡大することなどを決めた。

株価押し上げ効果を狙うETFの買入れをこれまでの年3.3兆円から年約6兆円に拡大した。政府の大型経済対策（8月2日に閣議決定）を側面から支援する。国債購入の増加が限界に達しつつありマイナス金利の幅拡大も金融機関の収益圧迫となる。緩和策が手詰まり感を強めるなか、日銀が苦肉の策を迫られた格好となった。日銀は健全性を損ないかねないリスク資産を買い進めることになるが、市場における価格（株価）形成の機能を歪めるばかりで⁴⁰、2%の物価目標の実現や景気を底上げする効果は乏しい。

2016年9月21日、日銀は異次元緩和政策の「総合的な検証」を踏まえ「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」を決定した。その主な内容は次の通りである。①一時はマイナス0.3%まで下がった10年国債の利回りをゼロ%程度にする新目標を設定し、長短金利を調節する政策に転換する（イールドカーブ・コントロール）。また、国債の「指値オペ」と最長10年の資金を固定金利で資金供給する金融調節を導入する。②国債の買入れ額は現状の買入れペース（年80兆円）を「めど」としながら上記の金利操作方針を実現する。③異次元緩和政策を解除する条件を「CPIの上昇率の実績値が安定的に2%を超えること」とし、一時的なCPIの上振れではマネタリーベースの拡大方針を解除しない（オーバーシュート型コミットメント）。④日経平均株価連動のETF買入れを減らし、TOPIX（東証株価指数）連動型を増やす。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」は、国債の大量購入が限界に近づくなか金融機関の経営圧迫などマイナス金利がもたらす副作用を修正しようとしたものと思われるが（金利調節とマネタリーベースへのコミットメントで前者を重

視)、この新たな枠組みの実効性に対する懐疑論も根強い。経済成長率(長期資金の需給)や海外の金利動向等に左右される長期金利を中央銀行が操作するのは難しく、また強引な政策誘導は金利に期待される市場機能を損なうことになる。そし

て「CPI上昇率2%」の達成時期が明示されなかったため異次元緩和政策の「持久戦」が予想され、「出口政策」の開始時期が一段と不透明になったことも注意されるべきである。

(5) 「異次元の緩和政策」の波及経路と「出口戦略」

① 「異次元の緩和政策」の波及経路

日本銀行は長期国債を買い入れることで、金融機関は保有する国債を減らし日銀当座預金残高を増やす。さらに、日銀が金融政策と物価の関係にコミットすることで(時間軸政策・フォワードガイダンス)^⑧、予想物価上昇率の引上げと円安を目指す。インフレ率が高まるなか名目金利を政策的に引き下げることで実質金利を引き下げる。また、金融機関は相対的に高い利回りを求めてリスク資産への投資を増やし(ポートフォリオ・リバランス)、あわせて金利リスク・流動性リスクの減少からリスクプレミアムの縮小で株価上昇も狙う。こうして、企業の投資と家計消費の拡大をもたらすデフレからの脱却を実現する。

以上のような「異次元の金融緩和」で期待される波及経路をまとめて示せば図表26の通りである。

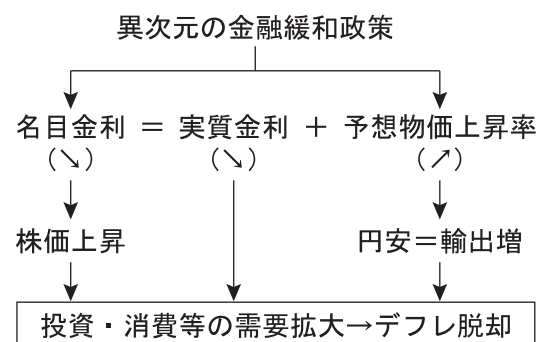
しかし、金融緩和政策の波及メカニズムの「起点」となる予想物価上昇率は一時的に高まる現象が見られたものの、それが定着するまでには至らず2012年末頃の水準にまで消滅している。QUICKの調査によれば、市場参加者の1年後のCPI上昇率の見通しは2014年5月をピークにして、

その後「異次元の緩和政策」導入前の水準に逆戻りしている(図表27)。实体经济におけるマイナスの需給ギャップを反映したものであろう。

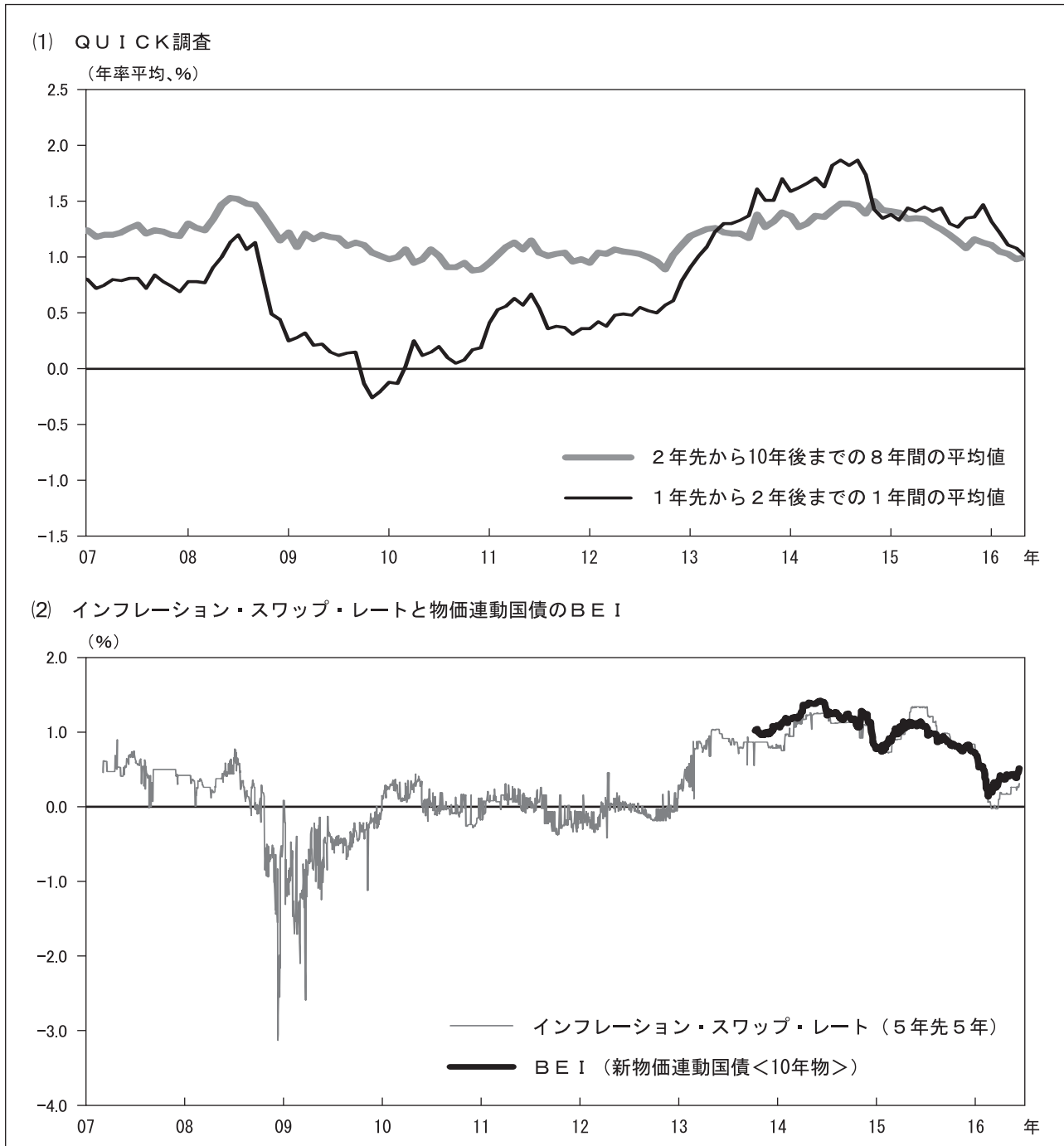
そして、市場金利の低下には富裕層による貸家投資や住宅ローンの借換え需要の増加、企業による長期社債の発行といった効果が確認できるものの、实体经济を刺激する効果は限られている。

また、日銀の国債買入れはマネタリーベースとなる民間金融機関の「日銀当座預金」を増加させはしたが(図表28)、实体经济と関わりをもつ「マネーストック」(この数値は金融機関の企業向け貸出増等によって増える)の増加まで日銀はコントロールできず、「デフレ脱却」につながっていない。現金通貨を含めたマネタリーベースは2013年3月末の146兆円から2016年6月末の403.9兆円に2.8倍も増えた。つまり、準備預金の積増しが預金通貨の増加につながらず(準備預金・預金通貨比率の上昇)、流動性の罫の下で信用乗数が大きく落ち込んでいるのである(図表29)。マネタリーベースを物価に影響を与える重要な変数とする考え方は現実でも否定されている。

図表26 「異次元の金融緩和政策」の経路



図表27 市場の予想物価上昇率



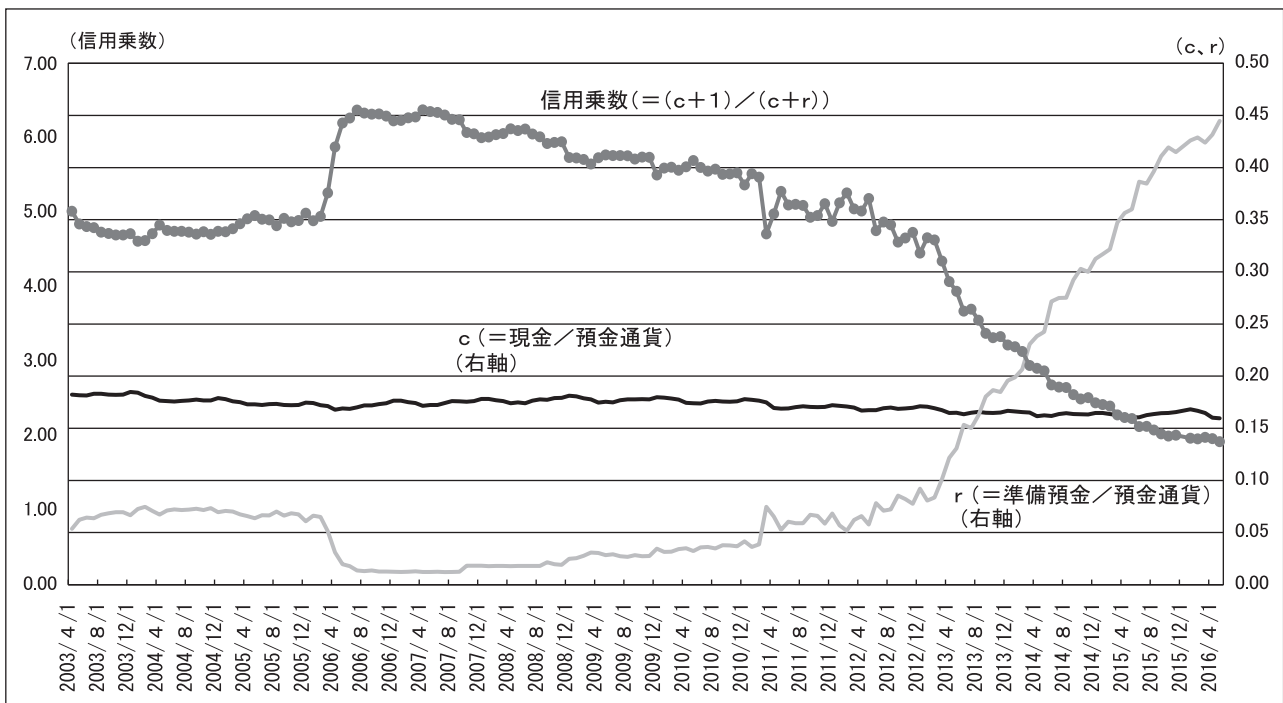
- (注) 1. 直近は、(1)が2016年5月、(2)が2016年6月10日。
 2. (1)のQUICK調査は、証券会社および機関投資家の債券担当者の予想をもとに算出。
 3. (2)のうち、インフレーション・スワップ・レートは、ゼロクーポン・インフレーション・スワップにおける固定金利。
 4. BEIは、固定利付国債利回り－物価連動国債利回り。2013年10月以降に発行されたものを新物価連動国債と呼称。
 5. 出所：QUICK「QUICK月次調査(債券)」、Bloomberg
 6. 日本銀行の資料により作成。

図表28 預金準備額（平均残高）の推移



(注) 日本銀行「日本銀行関連統計」により作成。①～⑨は図表23を参照。

図表29 信用乗数の推移



- (注) 1. 信用乗数 = $MS / MB = (C + D) / (C + R) = (c + 1) / (c + r)$ 、
 $c = C / D =$ 現金通貨・預金通貨比率、 $r = R / D =$ 準備預金・預金通貨比率
 2. 日本銀行の統計資料により作成。

② 「出口戦略」の道筋

米FRBはリーマン危機を契機にファニーメイ・フレディマックのMBS（住宅担保証券）や長期国債の購入などで総資産規模を膨らませた（図表30）。また、2011年3月にゼロ金利を持続させるフォワードガイダンスの手法や2012年1月にはインフレ目標の導入なども行っている。

労働市場の改善する状況を受けFRBは2014年10月にQE3を終了させ、4.5兆ドル前後まで膨らんだFRBの資産を2016年に入ってからやや規模を抑制したが高水準を維持している。また、同年12月にFF金利の誘導目標をこれまでの年0～0.25%から0.25～0.50%に引き上げ、2008年12月から続いたゼロ金利政策を解除した。ただ、その後の利上げのペースについて当初「年4回」としていたのを、雇用情勢やイギリスのEU離脱の問題もあり2016年10月現在据え置いたままである。一方で、FRBによる緩和的政策のスタンスが続くものと見込まれ、その後も長期金利は低水準で推移している。

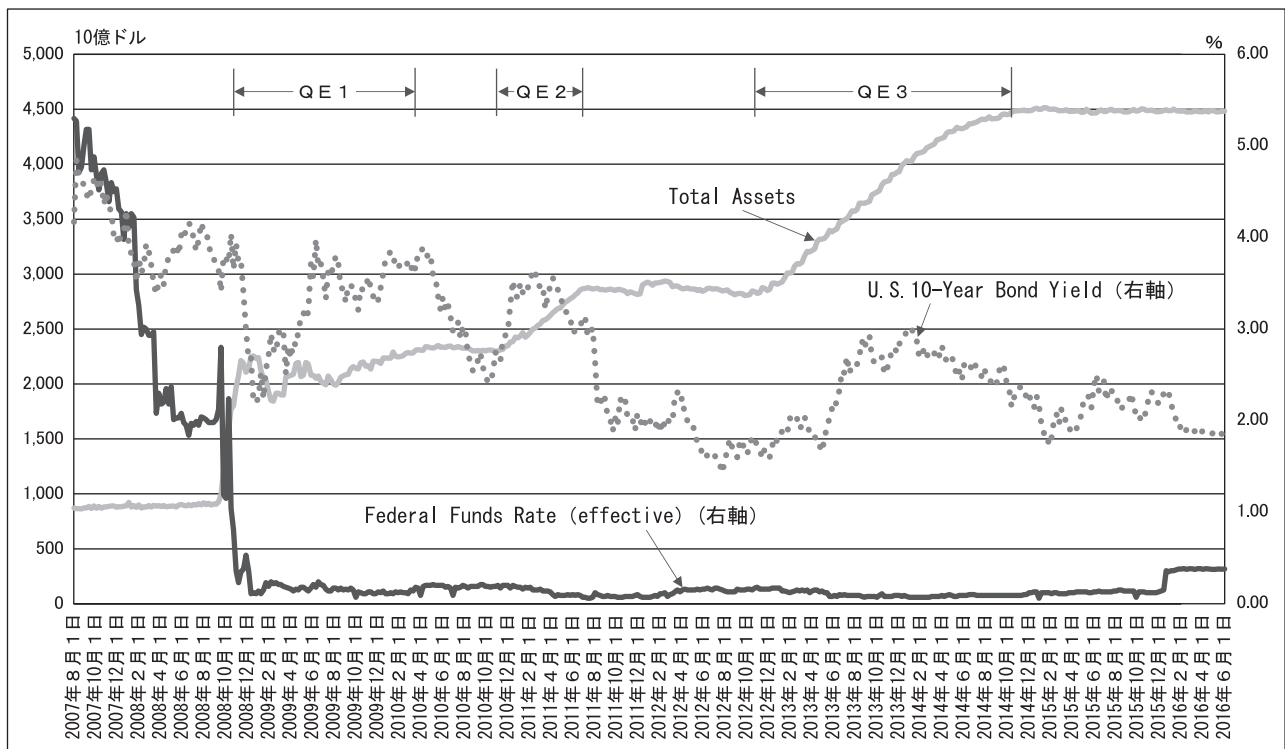
「出口戦略」をめぐるアメリカとの比較では、①日本における実体経済の低迷（企業収益率や期

待成長率の低さ）、②日銀保有資産で国債の比重が大きいこと、③先行きの「出口戦略」への不透明感、そして④通貨（円とドル）の国際的地位の違い、などにも注目しなければならない。FOMC（米連邦公開市場委員会）がQE2を終えた2011年6月に「出口戦略の原則」を決め、さらにQE3に踏み切った後2014年9月にその修正版「政策正常化の原則と計画」を公表し、FRB保有の有価証券満期到来額への再投資額の縮小、資産担保証券の売却は当面凍結、超過準備への付利によるフェデラルファンド金利の目標範囲の引上げ、などの政策運営方針を示していた。

日銀による年80兆円規模の国債買入れが財政危機の表面化を回避しているが、これをいつまでも続けるわけにはいかない¹⁹⁾。日銀の大量の国債購入といういわば「官製相場」のため市場は反応を示さなかったが、欧米の主要格付け3社がこの1年で日本国債を相次いで格下げしている（2014年12月Moody's、2015年4月Fitch、2015年9月S&P）。

日銀の国債購入額が膨大になりかつ保有国債の平均残存期間も長期化していることやより基本的

図表30 FRBの総資産規模・FFR・10年国債金利の推移



（注）Federal Reserve Board、U.S. Department of The Treasuryの資料により作成。

には日本経済が自律的な「成長軌道」に乗る見通しが見えないことなどから、「出口戦略」の時期・期間の不透明さを増幅させている。また、物価を上昇させる「政策目標」が実現すればその段階で金利全体の上昇リスクも生じ、したがって財政再建も難しくなる。

日本経済における経常収支の黒字基調・企業部門の貯蓄超過などの基礎的条件を考慮すれば、「金利急騰（国債価格の暴落）→政府債務危機→資金の海外流出・円の暴落→ハイパーインフレ」といったシナリオが直ちに現実化することは想定しにくい。ただ、海外投資家の国債保有残高も2016年3月末には全体の10.2%まで増えており（日銀「資金循環統計」国庫短期証券を含む）、また、流通市場における海外投資家の参入度合いが高まっていることなどを踏まえれば（図表31、図表32）、日本の国債・金融状況に対する市場の受け止め方次第ではそうした事態に陥らないとも限らない。

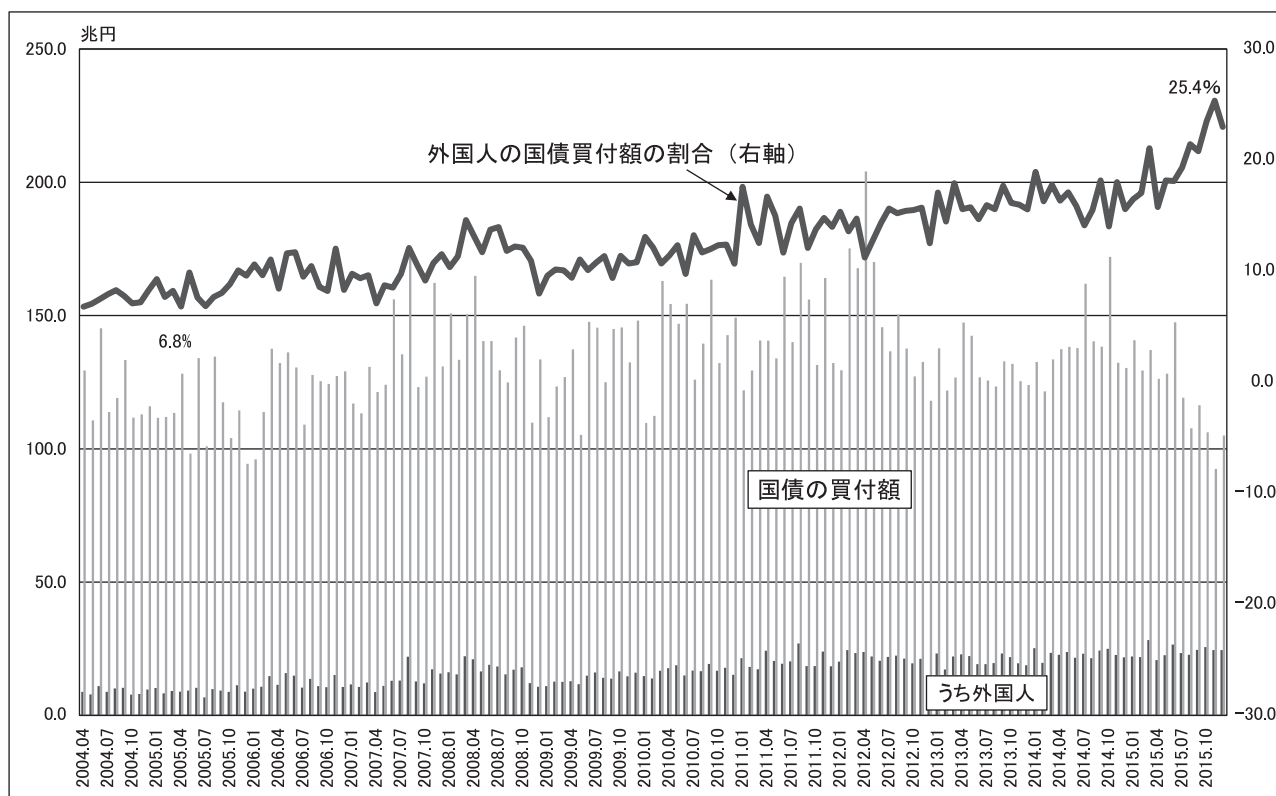
日銀の緩和政策からの「出口戦略」は金利急騰の引き金となる可能性が高いからこそ、その道筋

を早急に明らかにすべきである。なお、国債発行時点で生じている「マイナス金利」は発行価格が額面（償還）価格を上回ることによって政府にマイナスの発行差金（差益）をもたらすが、全体の財政負担のなかで見ればその規模は微弱なものにとどまる。

「出口戦略」には国債費の膨張ばかりでなく、日銀の収支赤字^(注)による国庫納付金の消滅などの財政負担も回避できそうもない。すでに、日銀の2015年度決算では、これまでの会計処理方針を変更し^(注)、債券取引損失引当金を4,501億円増やし税引前当期剰余金が同額減少することで国庫納付金は3,905億円（前年度7,567億円）に半減している。また、日銀資産の毀損は通貨価値への不信からインフレーションを惹起することも危惧される。

「出口戦略」の選択肢としては、①日銀の保有国債の売却・ベースマネーの回収と財政黒字による国債償還（→財源確保策をどうするか）、②日銀が国債保有を維持・準備預金に付利（→銀行の収入増の一方、日銀の国庫納付金の消滅に伴う国民負担増）、③法定準備預金率の引上げ（→経済

図表31 国債売買高（月間買付額合計・外国人）



(注) 日本証券業協会の資料により作成。

図表32 公社債条件付売買（現先）・月末買残に占める外国人の買残の割合

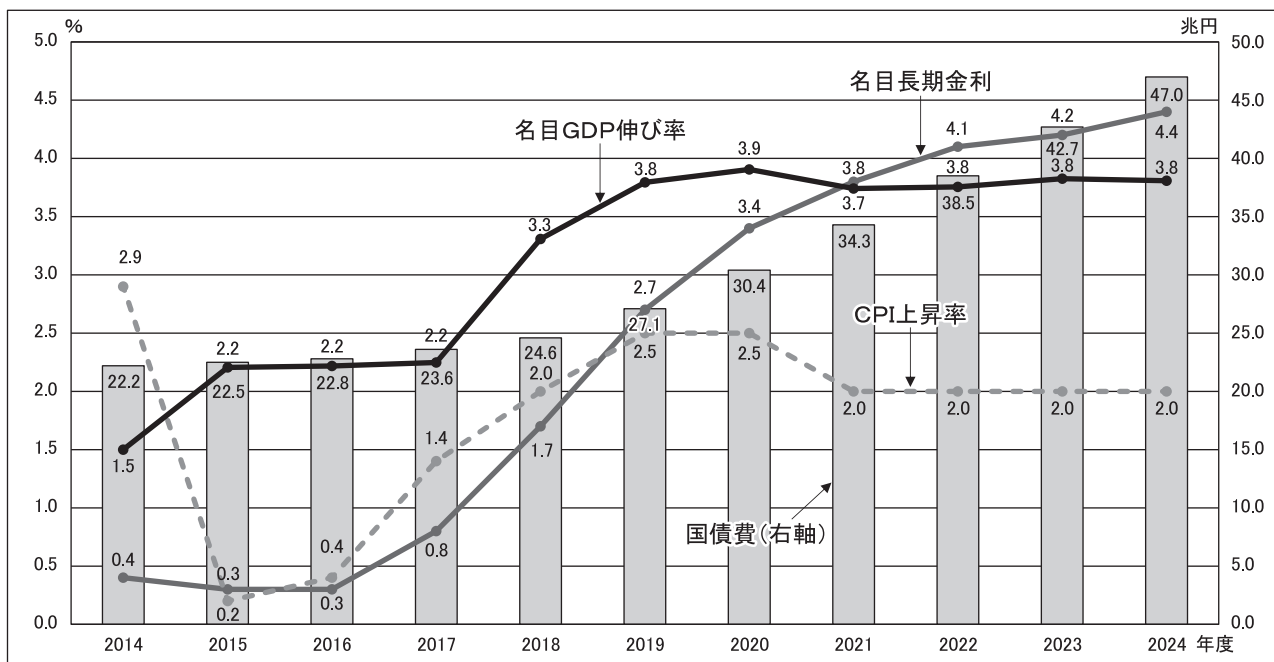


(注) 日本証券業協会の資料により作成。

への引締め効果が大きい) などがあるほか、最悪のシナリオとしては④日銀が大量の国債を保有し続け「出口」のない恒久的なマネタイゼーション・インフレ税による国債償却（33年間の2%のインフレで国債の実質価値が半減）などもある。①では必要となる財源を賄うため所得再分配機能の強化を伴った個人・法人の所得課税と資産課税の改革による租税制度の構築が欠かせない。かりに消費税の増税による大衆課税の強化の路線を続けるとすれば、財政・金融政策の失策の後始末を低所得者など庶民に押しつけることになる。

内閣府が策定している「中長期の経済財政に関する試算」でも具体的に明示されておらず（図表33）、財政再建策は「出口戦略」のプロセスをも前提にしたものでなければ現実性を欠くものとなる。同試算では、2021年度以降、長期金利が名目GDP伸び率を上回る水準に引き上げられてはいる。予測の最終年度の2024年度で、名目長期金利が4.4%、名目GDP成長率が3.8%と想定され、その乖離幅は0.5%前後にとどまっており少なくともこの期間における「出口戦略」との整合性は見いだせない。

図表33 名目GDP伸び率、CPI伸び率、名目長期金利および国債費（内閣府試算）



(注) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（「経済再生ケース」）（2016年7月26日、経済財政諮問会議提出）」により作成。

(6) おわりに

以上述べてきたことについて、いくつかの論点ごとにまとめることとする。

- ① 近年の日本経済における潜在成長率がゼロ%近傍にとどまっており、相当大規模な財政出動やインフレでも想定しない限り高い名目成長率も現実的でない。潜在成長率の落込みは企業の成長期待の喪失や利益率の低下傾向によっても裏付けられるが、金融緩和策で企業の投資が誘発される経営環境にはない。労働投入量の低下をカバーする生産性の向上には規制改革などが含まれ、そのことが労働環境の劣悪化と生活不安を引き起こし消費支出が伸び悩むという悪循環をもたらす。
- ② デフレ脱却も「成長戦略」も未達成のまま対外環境の先行き懸念もあり「アベノミクス」で仕掛けられた「円安・株高効果」が剥落している。企業収益が好調な大企業でも設備投資に回す動きは鈍く、その資産構成でも雇用に結びつく実物経済に対比して「マネー経済」が肥大化する構造となっている。それが一つの要因となって近年の為替相場と株価が連動する度合いを強め、企業の収

益構造も脆弱化している。

- ③ 国債の膨張に対する歯止め装置が崩壊している。特例公債の発行抑制のため、特例公債について借換償還を禁止したうえで、特例公債法を単年度法とする体裁がとられたが、前者の借換禁止の規定は1984年度の特例公債法から削除され、後者については、2012年特例法（2012～2015年度）と2016年特例法（2016～2020年度）によって予算の編成で「必要なだけ」特例公債を発行できる仕組みにされている。また、国債の大量買入れを行う日本銀行の「異次元の金融緩和政策」が政府債務のコストを削減し財政拡張を容易にする役割を担い、国債膨張に対する市場からの歯止め機能が麻痺する。要するに、国債に対する歯止め装置は償還ルールばかりでなく、発行・流通の両市場で機能不全の状態にある。
- ④ 「異次元の金融緩和政策」の問題が副作用となって露呈している。国債の「品薄状態」といった債券市場の流動性低下、「マイナス金利」による金融機関の収益圧迫などと、物価上昇目標の達

成が見通せないなか、長期化する金融緩和策で政府の国債管理政策と金融政策の間にも深刻な齟齬がもたらされているのである。

- ⑤ 「異次元の金融緩和政策」の波及経路のいわば「起点」となる予想物価上昇率は一時的に高まっただけで消滅している。また、準備預金の積増しが預金通貨の増加につながらず、流動性の罍の下で信用乗数が大きく落ち込み、マネタリーベースを物価に影響を与える重要な変数とする考え方は現実でも否定されている。
- ⑥ 日銀の緩和政策からの「出口戦略」が不透明になるなか財政再建問題が実質的に棚上げにされている。日銀による大規模な国債買入れが財政危機の表面化を回避しているが、これをいつまでも続けるわけにはいかない。「出口戦略」は金利急騰の引き金となる可能性が高いので、その道筋を早急に明らかにされるべきである。財政再建計画も「出口戦略」のプロセスを前提にしたものでなければ現実性を欠くものとなる。

[注]

- (1) なお、2016年12月に内閣府が行うGDP統計の基準改訂によりGDPが20兆円ほど嵩上げになると見込まれている。これまで「中間消費」とされていた研究開発費が「総固定資本形成」に改められ付加価値に加算されることなどが主因である。ただ、いうまでもなく「600兆円」目標は旧基準に基づくものである。
- (2) 2016年4月29日に、アメリカ政府は日本のマイナス金利による円安誘導を牽制して、日本の為替政策を監視対象に据えた「財務省・半期為替報告書」を公表している。
- (3) 「日本経済新聞」2016年6月9日
- (4) $\text{売上高} - (\text{売上原価} + \text{販売費} \cdot \text{一般管理費}) = \text{営業利益}$
 $\text{営業利益} + (\text{営業外収益} - \text{営業外費用}) = \text{経常利益}$
 $\text{経常利益} + (\text{特別利益} - \text{特別損失}) = \text{当期純利益}$
特別損失(＝特別利益－特別損失)には長期保有目的の有価証券や固定資産などの売却損益が算入。
- (5) 岩本武和「対外資産の投資収益 値上がり益重要性高まる」(「日本経済新聞」(経済教室)2016年6月15日)
- (6) 内閣府『平成28年度年次経済財政報告』(2016年8月)14頁。なお、輸出品目で家電などの完成品の割合が低下する一方、半導体などの部品の割合が増えているため(部品の輸出は相手企業が数量と価格の設定に関してイニシアチブをもつケースが多い)、円安メリットが「数量効果」としては生じにくく「為替差益」にとどまっているとの分析もある。RIETI-ID2014(独立行政法人経済産業研究所のTrade Industry Database)によると、日本の輸出全体における「中間財」の割合は1990年が44.6%、2000年が53.3%、2010年が58.6%、2014年が58.9%と、徐々に拡大している。末廣徹「円安で輸出数量は増えなかったが、円高では減るのか」(『うちよ資産研レポート』2016年7月)を参照。
- (7) 柳川範之「ITの進展、投資にも変化」(「日本経済新聞」(経済教室)2016年7月12日)
- (8) 「ねじれ国会」で、2011年度および2012年度に特例公債法案は年度が開始しても成立までに大幅な時間を要する状況となっていた。とくに、2012年度には地方交付税の交付時期が遅延したほか、利付国債の入札発行を平準的に実施することが困難になることも懸念されていた。
- (9) 米議会の「ねじれ」の政治状況と政府債務上限
アメリカでは、法定の政府債務残高(debt ceiling)に達すると議会で法改正を行う必要があるが(この制度自体は戦費調達のため第1次世界大戦中の1917年に設けられ、それまで連邦政府が国債を発行する際資金使途ごとに議会承認が必要であった

ものを弾力化したもの)、大統領と上院は民主党・下院は共和党という「ねじれ」の政治状況が発生するなか(「ねじれ」は2010年の中間選挙で発生し2012年選挙でも継続)、債務不履行の危機は回避されてきた(2011年8月、2013年10月)。政府債務残高に対する法的規制もなく特例公債の「自動発行」を認める日本の仕組みと比べれば、より強く危機感と緊張感をもった財政運営が政府に求められる。アメリカでの度重なる「混乱」が市場からリスク要因の一つとして捉えられる側面も否定できないが、そのこと自体が財政膨脹への警告のシグナルとなつて一つの歯止めの役割を果たしているように思われる。

(10) 「参議院大蔵委員会会議録」1976年10月7日

(11) 「衆議院大蔵委員会会議録」1976年5月12日

(12) カーメン・M・ラインハートは国家の超低金利誘導が市場で自由に決まる水準より低くし財政破綻を回避する重要な手段となる状況を「金融抑圧(Financial Repression)」の表現で説明している。Carmen M. Reinhart, Jacob F. Kirkegaard, and M. Belen Sbrancia “Financial Repression Redux”, Finance & Development, June 2011.

(13) なお、日銀が銀行の経営不振を和らげる狙いで2002~2004年と2009~2010年に金融機関保有の株式約3兆円を買い入れ、保有残高が約1.3兆円(簿価)となっている株式を2016年4月から年3千億円ずつ売却する予定である。

(14) 2016年3月16日の日銀の発表によれば、マイナス金利に関して、2月16日から3月15日までに、年0.1%のマイナス金利を適用する当座預金残高は23兆840億円となり、導入から1カ月で銀行などが日銀に支払う手数料は約18億3千万円になった。

(15) 岩田一政「日銀の量的・質的金融緩和、継続可能はあと2年・マイナス金利採用を」『日本経済新聞(経済教室)』2015年11月18日

(16) 金融庁の調査によれば、マイナス金利が3メガ銀行グループの2017年3月期決算で少なくとも3千億円程度(三菱東京UFJ1,550億円、みずほ610億円、三井住友750~760億円)の減益要因になるとされている(『日本経済新聞』2017年8月13日)。

(17) 日銀は2010年10月からETF購入を始めたが、2016年7月末のETF保有残高は8.7兆円を超えている。ETFは株価指数に沿って幅広い銘柄を買うため、業績や経営に難がある企業にも資金が向かうことになる。また、日銀が議決権を行使することもなく企業統治改革に逆行するという見方もある(『日本経済新聞』2016年7月30日)。

(18) 例えば、「経済・物価情勢の展望」(2016年1月30日)で「日本銀行は、2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』を継続する」と述べている。

(19) 日銀による国債買入れの持続性をめぐる問題につ

いては、白井さゆり『超金融緩和からの脱却』(日本経済新聞出版社2016年8月)179~180頁を参照。

(20) 日本経済研究センターの試算によれば、日銀が金融機関から国債を買い取る価格と額面価格の差は2016年度だけで約10兆円に膨らむ。『日本経済新聞』2016年7月6日。

(21) 日銀は保有国債を増やす金融緩和拡大局面では国債からの利子収入で収益が増加するが、「出口」では当座預金の付利引上げなどによる利払い負担の増加で収益悪化が懸念される。今回、引当金制度を拡充し「長期国債の利子収入」と「超過準備への付利など有利子負債の利払い費」の差額の50%を利益があった場合に積み立て、損失が生じた場合は取り崩すこととした。