

コロナ後の 財政金融政策の ロードマップ

「新しいアコード」で
マクロ経済運営の舵取りを

提言報告書

2022年10月 PHP「ポストコロナ財政金融」研究会

政策シンクタンク
PHP総研

本研究会の設立趣旨

新型コロナウイルス感染症の流行に伴い、政府は2020年度から今日まで財政支出で100兆円超の経済対策を実施してきた。日本の感染状況は他国と比べると抑制され、失業や倒産件数も大幅な増加を回避できたと思われる。ただ、新型コロナウイルスの感染拡大ははまだ予断を許さない状況であるため、政府はコロナ危機前の水準までに歳出を抑制するには慎重な判断を要するであろう。

加えて、ロシアによるウクライナ侵攻や欧米諸国のインフレなどの影響もあって、わが国でも物価高や円安傾向が続いており、政府は新たな政策対応を迫られている。消費者物価はエネルギー、食料品の価格急騰の影響を受けて前年比2%を超えた。外国為替市場では円が2022年9月初に1ドル=140円台となり、最近時点では140円台半ばの水準で推移している。これは1998年以来、約24年ぶりの円安水準であり、輸入物価が上昇する可能性が高まっている。海外では積極的な金融引き締めで景気減速が見込まれる一方、エネルギーや食料価格はなお高どまりの状況が続いている。

また、感染症拡大やウクライナ情勢はサプライチェーンを混乱させ、寸断をもたらした。国内企業は安定的な供給体制の見直しを余儀なくされ、政府は国民生活の安定を実現しうる経済安全保障の構築が急務となっている。相次ぐ世界的危機の影響から、日本経済の不確実性は増しているといえよう。

これらの社会経済状況の変化のなか、政府・日銀が安定的な経済成長を実現するために、マクロ経済政策を円滑かつ的確に遂行するには、これまでの政策を総括したうえで、新しいロードマップを描く必要があるのではないかと。今後の日程としては、2023年4月に黒田東彦日本銀行総裁が任期満了を迎えることから、後継の総裁の人事にも注目が集まっている。ポスト黒田の日銀はどのような金融政策を行うのだろうか。マイナス金利を伴うYCC（イールドカーブ・コントロール、長短金利操作付き量的・質的金融緩和）は金融機関の収益を変化させている。このような金融政策を受けて、各金融機関は再編も含めた新しいビジネス環境を模索し始めている。

2025年には団塊の世代が75歳以上になることで、医療・介護需要の高まりから社会保障関係費の急増を懸念する声もある。将来の歳出に見合う歳入確保のために、増税の必要性も指摘されている。国民はいつ、どのような手段で追加の負担を求められるのだろうか。政府は2025年度までにプライマリーバランス（以下、「PB」という）黒字化と債務残高対GDP比の安定的引下げを実現する財政健全化目標を掲げているが、2022年度の骨太方針では2025年度のPB黒字化目標の達成がトーンダウンした。財政の機動性確保への展望は不透明さを増している。政府はどのような経済財政運営を行うべきだろうか。

アベノミクスのもとで日銀による「大胆な金融緩和」が行われ、国債の買い入れがなされた結果、日銀による国債保有は発行額の5割近くに達し、財政・金融政策の連携が進んできた。FRBやECBの動向を見ても、財政・金融政策は連携して運営されている。にもかか

ならず、わが国では財政と金融を一体的に検討し、議論する機会が少ない。また、学術的知見に基づいた包括的検証も十分とは言い難い。日本の財政の健全性に対する見解は、破綻を過度に警戒した緊縮財政論と財政健全化を達成済みとする積極財政論に二極化し、増税の必要性の是非についても百家争鳴の様相を呈している遠因となっているのではないだろうか。

そこで、PHP 総研では財政と金融との連携、一体性と役割分担について議論する場を提供するとともに、日本のマクロ経済政策について地に足の着いた提言を行うため PHP「ポストコロナ財政金融」研究会を立ち上げた。本研究会では本年1月18日から9月26日まで計8回にわたって研究会を開催し、各分野の専門家による報告と討議を行うとともに、本報告書のとりまとめに向けた検討を重ねてきた（研究会の開催経過は次頁の通り）。

わが国が財政・金融政策の大きな転換期を迎えるなか、本報告書ではアベノミクスからコロナ禍を経て現在にいたるまでの財政政策と金融政策を一体的かつ公平に評価するとともに、現実的な政策手段を提言し、各政策のシーケンス（順次性）を明示することで、日本の経済成長や国民生活の改善に資する財政・金融政策の新しい戦略を構築することを目指す。

本報告書の構成は以下のとおりである。第1節では、本研究会の財政金融政策の考え方を示し、他のマクロ経済政策をめぐる提案との違いを明確にする。第2節では、前節で示した本研究会の立ち位置から、アベノミクスからコロナ禍のマクロ経済運営を総括するとともに、その課題を明らかにする。第3節では、財政政策と金融政策の連携や一体性は不可逆的なものであるため、政府・日銀による「新しいアコード（政府・日銀の共同声明）」の策定を提起する。そのうえで、アベノミクスの下で作成された「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）」（以下、「アコード」という）をベースに、今日の社会経済情勢を踏まえた「新しいアコード」が必要になる点を明示する。第4節では、「新しいアコード」を踏まえて、政府・日銀が実現しうる現実的な財政・金融政策を提示する。第5節では、金融政策と財政政策の関係性を整理しつつ、ポストコロナ財政金融政策のシーケンスを示す。第6節では、2030年代までのマクロ経済運営におけるリスクシナリオを検討することで、政府・日銀が選択すべき政策領域を確認する。

2022年10月

PHP「ポストコロナ財政金融」研究会

※本稿は2022年9月末時点の情報に基づいて書かれたものである。

PHP「ポストコロナ財政金融」研究会開催経緯（主なテーマ、講師）〈敬称略〉
<p>第一回（2022年1月18日） 日銀の金融緩和政策の出口戦略 左三川郁子（日本経済研究センター金融研究室長）</p>
<p>第二回（2022年3月15日） ポストコロナにおけるマクロ経済政策の展望 飯田泰之（明治大学政治経済学部准教授：研究会開催当時）</p>
<p>第三回（2022年4月25日） ポストコロナにおける金融機関の展望 野崎浩成（東洋大学国際学部教授）</p>
<p>第四回（2022年5月16日） 日本経済の現状と財政金融政策の今後の道行き 中里透（上智大学経済学部准教授）</p>
<p>オンラインフォーラム（2022年6月22日） ポストコロナの日本経済と財政・金融政策 左三川郁子（日本経済研究センター金融研究室長） 中里透（上智大学経済学部准教授） 野崎浩成（東洋大学国際学部教授） 宮下量久（拓殖大学政経学部教授、PHP 総研客員研究員）</p>
<p>第五回（2022年7月11日） 研究会の提言骨子について</p>
<p>第六回（2022年8月3日） 研究会の提言原案について</p>
<p>第七回（2022年8月17日） 研究会の提言案議論 亀井善太郎（PHP 総研主席研究員） 金子将史（PHP 総研代表・研究主幹）</p>
<p>第八回（2022年9月26日） 研究会の提言案確認</p>

※本報告書は、各研究会での議論などを基に、宮下量久（拓殖大学政経学部教授、PHP 総研客員研究員）が取りまとめ役となって作成したものである。

コロナ後の財政金融政策のロードマップ
—「新しいアコード」でマクロ経済運営の舵取りを— 目次

本研究会の設立趣旨	1
1. ポストコロナにおける財政金融政策の考え方	5
2. アベノミクスから現在までのマクロ経済の動向	7
2-1 アベノミクスから現在までの金融政策	9
2-2 金融政策によるコロナ危機への対応	10
2-3 アベノミクスから現在までの財政政策	11
2-4 財政政策によるコロナ危機への対応	13
3. 政府・日銀による「新しいアコード」の策定を	15
4. 2030年代までの現実的なマクロ経済政策	18
4-1 金融政策	18
4-2 財政政策	21
5. ポストコロナ財政金融政策のシーケンス	25
5-1 フェーズ①:「コロナ危機からの景気回復」	25
5-2 フェーズ②:「安定的な経済成長」	26
6. 2030年代までのマクロ経済運営における リスクシナリオ	28
補論:地域金融に関する提言	30

1. ポストコロナにおける財政金融政策の考え方

本研究会では、日本の経済成長や国民生活の改善に資する財政・金融政策の新しい戦略を構築することを目指している。国民が well-being を享受できる生活を安心して過ごすには、充実した経済基盤や日々の生活において予測可能性を有する必要がある。仮に、政府・日銀が経済政策を修正する場合には、国民生活のさらなる改善や経済成長を促すとともに、マクロ経済に急激かつ大幅な変化を生じさせない「ソフトランディング」を実現することが望ましいといえる。そこで、各財政・金融政策の提言やシーケンスを示すにあたり、次の4点をポストコロナにおける財政金融政策の考え方として掲げることで、本研究会の立ち位置を明確にする。

まず、将来のマクロ経済政策を検討するために、財政政策と金融政策に関して2つの前提を置く。ひとつは、財政の機動性確保のために、アベノミクスの大枠を基本としたマクロ経済政策を運営することである。もうひとつは、安定した経済成長を実現するために、2019年10月の消費増税前の経済状況を達成するまで、日銀による大規模な金融緩和を継続することである。次に、本研究会が提言する政策内容と時間軸を整理する。具体的には、政策形成の担当者がマクロ経済政策として現実的に実施できる政策手段（領域）について、今後10年間程度の2030年代を見据えて検討する。これらの詳細は次のとおりである。

① 財政の機動性の確保については、アベノミクスの大枠を基本としたマクロ経済運営を前提とする¹。

グローバル化が進展するなか、新型コロナウイルス感染症の拡大やロシアのウクライナ侵攻など、世界経済では劇的かつ瞬時に変化する局面が増えつつある。日本経済の先行きも不透明さを増している。政府は予期せぬ事態から国民生活を守るため、各種政策を総動員できるよう、財政の機動性を確保しておく必要があるだろう。日本財政は社会保障関係費の増加により、その硬直化を危惧されているが、臨時の財政出動では国債発行などにより、政府は新たな財源を臨機応変に調達できることが望ましい。そのためには、アベノミクスの大枠を基本として、政府・日銀が安定的な経済成長を実現できるよう、マクロ経済政策運営で連携する必要がある。なお、増税は経済成長（景気回復）よりも先行すると景気を悪化させてしまい、当初予定していた税収を確保できなくなる恐れもあるため、財源確保の最終手段とすべきである²。また、増税の実施については国内

1 先行研究では、増税よりも歳出抑制を中心に財政収支の均衡を進めたほうが経済活動に対するマイナスの影響が小さく、財政健全化の取り組みが持続することが示されている。例えば、次の先行研究がある。Alesina, Alberto, Carlo Favero and Francesco Giavazzi (2019) "Effects of Austerity," *Journal of Economic Perspectives* 33(2), pp.141-162.

2 第2次安倍政権は2014年4月に消費税率を5%から8%へ、19年10月に8%から10%へ引き上げた。政府は消費税率の引き上げに際し、経済成長を最優先させ、増税による景気後退の影響に苦心していたと思われる。実際、消費税率10%の引き上げは、消費増税関連法に15年10月での増税が明記されていたが、国内経済や世界経済の落ち込みを理由にして2度延期され、当初の予定通りには実施されなかった。

外の経済環境が良好である時期を慎重に見極める必要がある。

- ② **安定した経済成長を実現するため、2019年10月の消費増税前の経済状況を達成するまで、日銀による大規模な金融緩和の継続を前提にする。**

日銀による国債の買入れは、財政支出の拡大や過度の円安傾向を助長するため、即時に修正すべき、という意見が散見される。ただ、日銀による金融緩和政策は安定的な経済成長を実現するために、デフレ脱却を目指して行われている。その政策変更は目標の修正も伴うものであるため、政府が新たな経済目標を掲げなければならないが、多くの国民は安定的な経済成長を望むのではないだろうか。現在は、コロナ前の経済水準を回復しつつあるが、消費税率10%引き上げ前の経済状況にまでは回復していない。したがって、日銀による国債買入れについては、少なくとも経済状況が2019年10月前の水準に達するまで継続すべきである。なお、大規模緩和は当面継続するものの、市場機能の低下や金融機関の収益低下が顕著な場合、その見直しや検証を行うものとする。

- ③ **財政と金融にまつわる各政策を精査し、政策形成の担当者がマクロ経済政策として現実的に実施できる政策手段（領域）を提示する。**

現在の財政金融政策の議論は玉石混淆と言わざるを得ない。学術的蓄積の乏しい経済理論を踏まえた積極財政を提案する考えもあれば、国民に過度の負担を強いたとしても財政健全化を急ぐべきという主張もある。経済政策に関して多くの知見が自由に披露されることは、わが国が民主主義国家である証左といえる。ただ、政策を担う立場や政策変更から直接的に影響を受ける市場関係者からすれば、必ずしも建設的ではない意見が多数存在することは、円滑なマクロ経済運営にはノイズになりうる。本提言では、政策形成の担当者が認識する政策上の制約条件を可能な限り考慮して、実現可能性の高い政策手段や領域を提示する。

- ④ **財政と金融にまつわる各政策の有機的な結びつきを考慮しながら、どのような時間軸（手順）で実施するのかを示す。**

「金融政策」と「財政政策」はアベノミクス以降、日銀が国債買入れを増額したことで、その結びつきを強めてきた。いずれかの政策を変更する場合、一方の政策への影響や波及効果を慎重に見定める必要がある。また、日銀による金融緩和策は長期におよぶとともに、2030年代半ばには団塊ジュニア（1971～1974年ごろに生まれた世代）も65歳以上に達することで、社会保障関係費はさらに増加すると思われる。そこで、今後10年程度の時間を想定し、2030年代までを射程においた政策手段とシークエンスを示す必要がある。アコードには、政府・日銀の連携の必要性やその方向性について、連携の枠組みを示すことそのものの意義と同時に、市場との対話のベースになるという役割も期待される。

2. アベノミクスから現在までのマクロ経済の動向

黒田東彦総裁は2013年の就任当初から「異次元の」金融緩和政策を開始し、現在もその路線を継続している。ただ、日銀自身が認めるように、当初想定したインフレ率は2%という目標水準に実質的な意味では未だ到達できていない。図1のように、2022年4月以降、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は2%を上回って推移しているが、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合の指数を見ると、まだ0%台にとどまっているからである。直近の物価上昇の要因は、エネルギーや穀物など輸入品の値上がりである。実際、日銀が7月末に示した物価見通しでも、2023年度の消費者物価上昇率は1%台前半に再び減速すると予想されている。

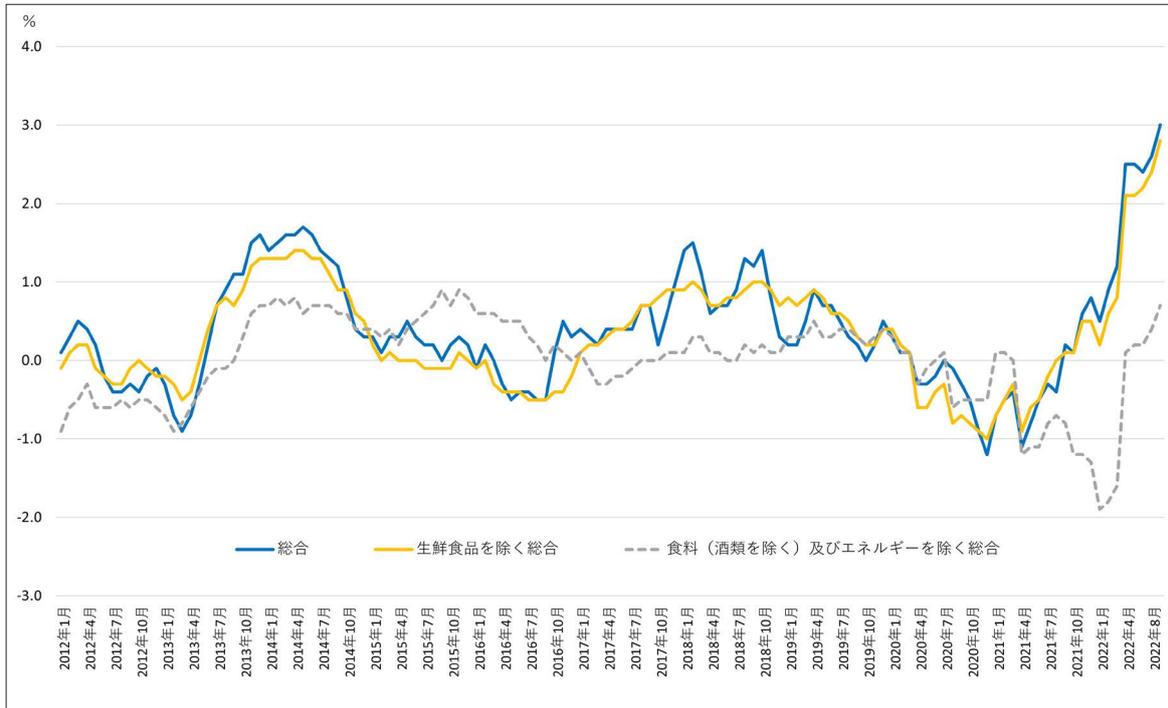
日銀が金融緩和政策を継続しているために米国との間で金利差が広がり、3月以降の急激な円安につながっている。これが資源高・食料品高と相まって、国内物価の上昇が加速している。この結果、物価高が家計の購買力や企業収益を圧迫していく可能性がある。家計や企業のインフレ期待は「適格的 (adaptive)」であることが知られている。実際に物価が上昇しないとインフレ期待も高まらない。今回のようなコストプッシュ型の輸入インフレが原因であっても、物価が上昇し始めればインフレ期待は高まるのか、それとも需要が拡大するまでインフレ期待が醸成されないのかは定かでない。

このように、アベノミクスに端を発した異次元の金融緩和により、資金供給量は増加しているにもかかわらず、物価の基調としては低インフレが続いている。また、政府の債務負担を抑制するために、金利の抑制が優先されてきたとの指摘もある。経済成長も相次ぐ危機や消費増税の影響により、政府目標の名目3%、実質2%は実現できずにいる。その結果、日本経済は30年間、低金利、低インフレ、低成長の併存が続いてきた。いわゆる長期停滞 (secular stagnation)、もしくはジャパニフィケーションなどと呼ばれる現象である。この背景には、需要不足が基調的に継続していることがある。

その一方で、企業部門では1990年代から貯蓄超過が主流になってきた。図2では「資金循環統計」(日本銀行)をもとに1990年代以降の部門別の資金過不足の推移を表している。政府部門(一般政府)は92年度に資金不足に転じ、その後はマイナス60兆円を下限として変化しながらも最近時点まで資金不足の状態が続いている。この間、家計部門は1990年代から2000年代前半にかけて資金余剰の幅が縮小し、2010年以降では余剰幅がほぼ横ばいで推移している。

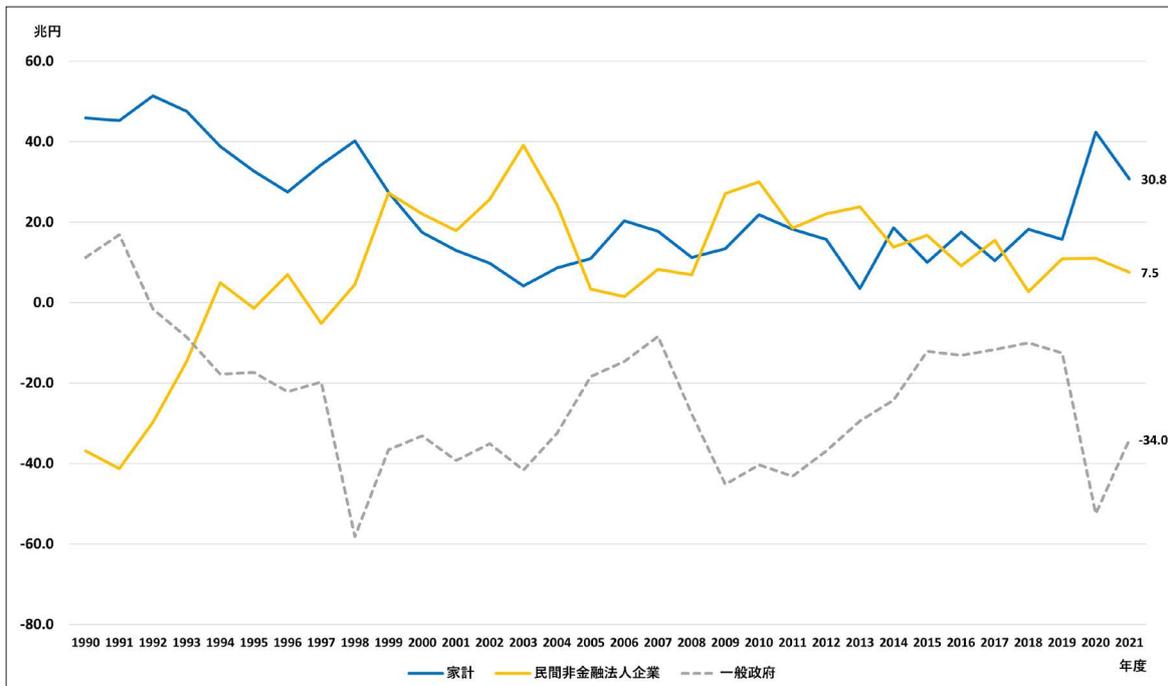
コロナ禍のもとで、2020年4-6月期以降は政府部門の資金不足(財政赤字)の大幅な拡大が生じたが、それに見合う形で民間部門(家計・企業)の資金余剰が拡大しており、資金循環をめぐるこれまでの構図に大きな変化はみられない。この間に生じた財政赤字の相当程度は、特別定額給付金や持続化給付金などの給付金の交付に伴う財政支出の拡大によって生じたものであり、これらは家計・企業の側において貯蓄の増加をもたらしている。民間部

図 1 消費者物価指数前年同月比の推移（消費税調整済み）



出所：総務省「2020年基準 消費者物価指数（全国 2022年〈令和4年〉8月分）」より作成

図 2 わが国の各部門における資金過不足の状況



出所：日本銀行「資金循環統計」より作成

門の預貯金の積みあがりに伴う金融機関の国債購入の増加と財政赤字の拡大に伴う国債の増発がバランスすることで、政府・日銀は国債の安定消化を実現した。低金利の環境が継続するも、財政収支の悪化にもかかわらず長期金利の低位安定が続き、財政が安定的に運営されてきた。

2-1 アベノミクスから現在までの金融政策

日銀のバランスシートは異次元の金融緩和を続けた9年間で4.5倍に膨れあがっている。日銀は日本国債も日本株も、最大の保有者になった。負債側では日銀当座預金残高が500兆円近い規模となっている（2022年9月30日現在で493兆円）。ここには金利の支払いが発生しているため、将来の出口で金利が上がり始めると、日銀の利払い負担は増大することが予想される。

日銀は異次元の金融緩和の下での大規模な国債買い入れに限界が見えていた2016年1月、マイナス金利政策の導入を決定した。さらに、2016年9月にYCCを採用した。マイナス金利から8カ月でYCCを導入した背景には、マイナス金利政策が導入されたことで、10年を超える超長期国債の金利が予想以上に下がったという事情がある。

YCC導入の結果、金融調節の対象が「量」（マネタリーベース）から「金利」（長短金利）に変わり、それに伴って、日銀の国債買い入れは減速した。YCCによって、日銀はテーパリングを宣言することなく、国債の買い入れを縮小することができたため、この動きは金融市場ではステルス・テーパリングと呼ばれている。2016年9月時点でFRBがすでに利上げ局面にあったため、日米の金利差の先行きが見通しやすくなったことも、市場とのコミュニケーションの観点から評価されていたと思われる。

ところが足元では、日米の金利差が裏目に出ている。YCCが円安の進行を増長するとともに、国債市場の機能低下を招く、という批判につながっている。この背景には、世界的な需要の回復やロシアのウクライナ侵攻などにより原油や小麦などの資源価格が高騰し、消費者物価の急速な上昇が生じたことから、米国と欧州では金融引き締めが行われる一方、日本では景気回復の遅れなどから金融緩和が続き、主要国の中で日本だけが金融緩和フェーズに取り残されてしまったことが挙げられる。

日銀は現在、日銀当座預金残高の一部へのマイナスの付利と10年物金利の2点でイールドカーブをコントロールしている。これが国債市場の機能低下をもたらしているとの指摘もある。YCC導入当初、日銀は長期金利が0%からプラスマイナス0.1%程度の範囲に収まるように政策対応していたが、2018年7月にプラスマイナス0.2%程度、2021年3月にはプラスマイナス0.25%程度に広げている。2022年4月には米国の利上げを受けて日本の長期金利が0.25%に迫り、日銀が連続指し値オペで上昇を抑えた。また、6月には7年物金利が10年物金利を上回るという異例の事態が発生し、日銀はそれまでの10年物を対象としていた連続指し値オペに急遽、「チーペスト銘柄（7年物）」を追加した。YCCの副作用が出始めている。

2-2 金融政策によるコロナ危機への対応

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、世界の金融市場で株価が急落し、景気後退が懸念されるなか、日銀は2020年4月に開いた金融政策決定会合で、長期国債の買い入れ額を「上限を設けず必要な金額」に変更し、それまで年間80兆円としていた国債買い入れの「めど」を外した。2021年12月時点では、日銀と民間部門がちょうど半分ずつ国債を保有している³。

金融市場の混乱が収まると、日銀の国債買い入れは再び減速したが、2022年3月以降、FRBが大幅な利上げを進めていることで、日本の金融市場の地合いが大きく変化してきた。FRBの利上げやECBの金融政策の転換などを受けて⁴、長期金利に上昇圧力が加わったからである。YCCを続ける日銀は指し値オペを連日実施して、長期金利の上昇を抑制してきた⁵。

金融市場の混乱が生じたコロナ危機では、日銀によるリスク性資産の買い入れも増加した。日銀は2020年3月にETFの買い入れ上限を年間12兆円に、J-REITは1,800億円に、それぞれ引き上げた⁶。ところが、2021年3月の日銀による金融緩和政策の「点検」以降、ETFの買入額は2020年度の5兆1,532億円から2021年度は5,608億円に、J-REITも2020年度の832億円から24億円までに急減した。日銀はリスク性資産の買い入れによる副作用を懸念していると考えられる。

景気下支えのための大規模緩和の継続と、市場の機能低下や金融機関の収益低下は、トレードオフの関係にある。日銀が金融の引き締めに移れば、景気の下押し圧力となる。他方で、長期金利を抑え込めば、国債の流動性がさらに乏しくなって市場機能が低下する恐れがある。また、低金利は金融機関の収益を悪化させている可能性が高い。

さらに、臨時・異例の対応がなされてきた資金繰り支援では、信用力が必ずしも高くない事業者にも低利で資金供給を行うため、貸出金利に対する利子補給と信用保証制度を通じた信用補完が必要となる。新型コロナへの対応においては、売上高が大幅に減少した事業者が実質無利子・無担保で融資を受けることのできる措置がとられたが、この融資における貸出金利の引き下げ（実質無利子化）は国の予算措置による利子補給を通じて行われている。

実質無利子・無担保融資については、当初は政策金融の枠組みにより日本政策金融公庫と商工中金の貸付を通じて実行されていたが、「需要の蒸発」によって売り上げが急減し資金繰りが厳しくなるもとで事業者からの融資の申し込みが殺到したことから、貸付を行うため

3 日銀は異次元金融緩和の下で、期間の長い国債を大規模に買い入れてきたが、発行される国債も長期化したため、民間部門が保有する国債の平均年限が長期化している。異次元金融緩和の開始直後、国債の平均年限は8年程度だったが、最近では12年に伸びた。

4 2022年6月、FRBは当初0.5%とみられていた利上げ幅を0.75%に拡大した。また、ECBは2022年7月、政策金利などを0.25ポイント引き上げる方針を示した。2022年6月16日にはイングランド銀行（BOE）やスイス国立銀行（中央銀行）も利上げに動いた。BOEの政策金利は1%から1.25%に、スイスの政策金利はマイナス0.75%からマイナス0.25%に引き上げられている。

5 日本経済研究センター金融班の試算によれば、日銀がYCCの下で、10年物の長期金利を0.25%以下に抑える方針を継続するために必要な国債買入額はネットベースで120兆円に上る。長期金利の許容変動幅の上限を引き上げれば、国債買入額は当然少なくなる。詳細は、左三川郁子・梶田脩斗（2022）「米金利上昇で日銀の指し値オペ0.25%は維持困難に—イールドカーブ・コントロールの見直し必要—」『金融政策ウォッチ』（日本経済研究センター）を参照。

6 コロナ危機が発生した2020年3月、日銀がETFを買い入れたのは合わせて11回（11日）であり、同月の買入額は総額1兆5,232億円に上った。

の事務処理が滞る事態が生じた。これを受けて、民間金融機関においても実質無利子・無担保融資の取り扱いを可能とする措置が2020年5月に導入された。この措置は民間金融機関が信用保証協会、市区町村、都道府県と連携することで融資に対する保証と利子補給を確保し、実質的に政策金融によるものと同様の枠組みで実質無利子・無担保融資を実行することを可能とするものである。

実質無利子・無担保融資を行う金融機関にはその融資額に応じて日銀による資金供給が行われているが、その見合いで生じる日銀当座預金に対しては融資の区分ごとに0.1%あるいは0.2%の率で付利がなされている。これは民間金融機関による資金繰り支援を円滑に実行するための措置として積極的な意義をもつものであるが、純粋な金融政策というよりは政策金融に近い性格をもつものである。

2-3 アベノミクスから現在までの財政政策

日本の財政はPB赤字と政府債務の増加が常態化している。まず、PB赤字については、コロナ対策による歳出増加により、2020年度で対名目GDP比9.1%、2021年度で対名目GDP比7.8%であった。2022年度当初予算でもPB赤字は13兆円ほどの見込みであり、補正予算などの編成によって歳出が増加すれば、PB赤字は拡大するものと見込まれる。

PB赤字の要因は局面によって異なるものの、その要因の大半は景気の低迷による税収の減少と社会保障関係費の増加によるものと考えられる。国の税収はバブル崩壊前の1990年度で60.1兆円だったが、その後に景気停滞を受けて大幅に落ち込み、1998年度から2013年度では一部の年度を除いて40兆円で推移した⁷。2013年度以降はアベノミクスのもとの緩やかな景気回復や2度にわたる消費増税の影響⁸などにより税収は増加傾向であり、2022年度には65.2兆円が見込まれている⁹。

その一方で、社会保障関係費も増加しているため、PB黒字化は困難になっている。社会保障関係費は1990年度で11.6兆円であったが、2022年度で36.3兆円になり、24.7兆円増加している。政策経費（国債費を除く歳出）は31.8兆円の増加（1990年度の51.9兆円に対し2022年度は83.7兆円）となっているが、このうち社会保障関係費（24.7兆円）の割合は77.7%である。つまり、PB赤字における歳出面の要因は社会保障費の増加であるといえよう。

この結果、グロス債務残高対GDP比は1995年度に93.1%であったが、2020年度で257.8%に上り、他の先進国と比べても高い水準であるといわれる（図3）。また、わが国では政府が保有する金融資産も多いことから、ネット債務残高対GDP比で見ると、1995年度の19.5%が、2020年度には129.3%になっている（図4）。

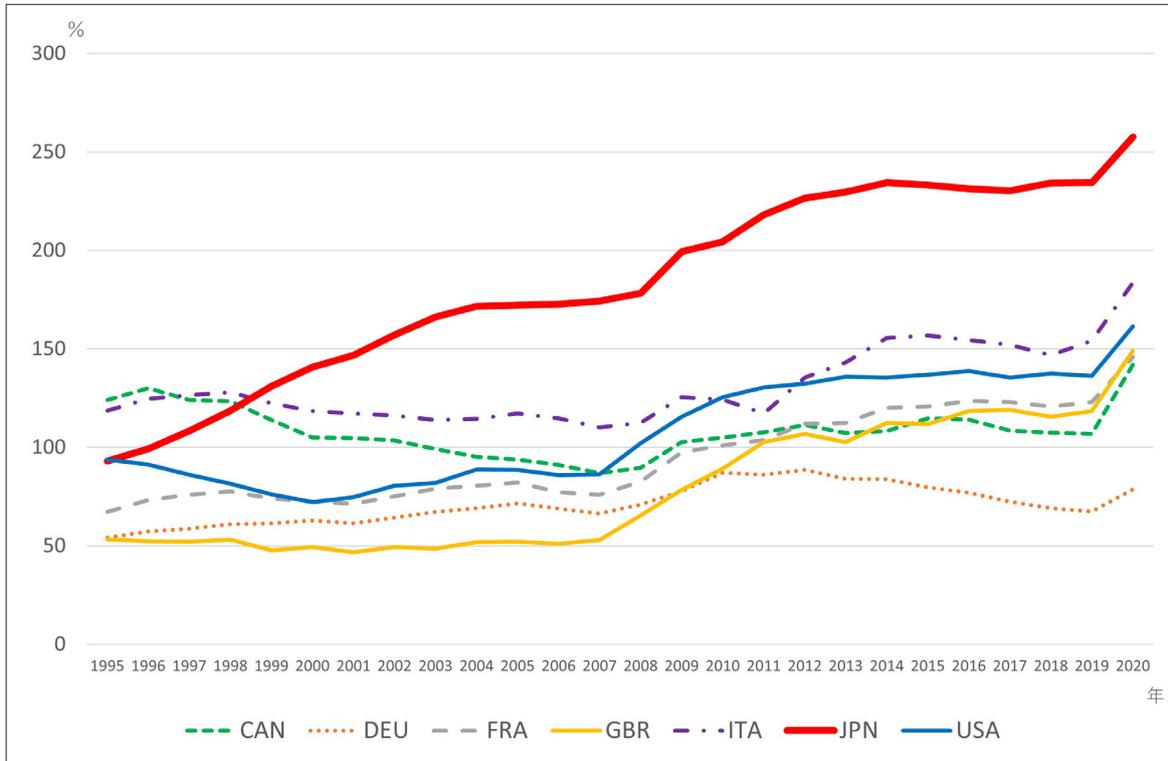
このように債務残高の累増が生じた一方、長期金利は1990年代以降大きく低下してきた。1997年には1%台となり、2011年末から2016年の年初にかけては0%台、2016年

7 例外は2000年度の50.7兆円と2007年度の51.0兆円である。

8 結果的にみると、アベノミクスの最大の功績は、2度の消費増税を可能にした経済状況を実現したことといえるかもしれない。

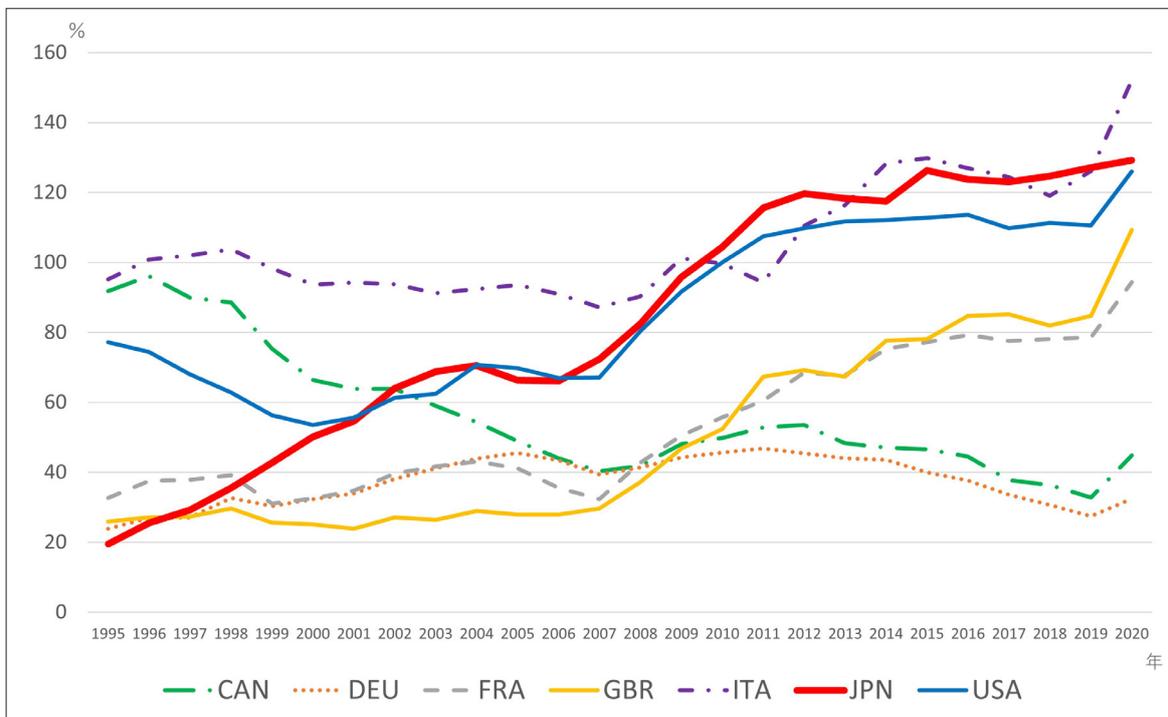
9 2021年度の税収は67兆円程度で過去最高に達した。

図3 債務残高対GDP比（グロス債務）



出所：「OECD Data」より作成

図4 債務残高対GDP比（ネット債務）



出所：「OECD Data」より作成

2月以降はほぼ0%となっている。長期金利が大幅に低下した背景には経済成長率と物価上昇率の低下があるものとみられる。また、日銀は2016年に導入したYCCにより、長期金利をおおむね0%程度で推移させることとしている¹⁰。実際、米国の長期金利上昇の影響などを受けて2022年6月には長期金利が上限0.25%を超える局面が生じたことから、国債の大量購入が実施された。

これらの結果、長期金利の低位安定により、政府は利払費を抑制できている。国の一般会計における利払費は、1990年代初頭には10兆円台（1990年度の時点で10.8兆円）であったが、金利の低下を受けて2000年代に大きく減少し、最近時点では7兆円台半ば（2020年度については7.6兆円）で推移している。国債発行の中心を占める10年物利付国債のクーポンレートは、足元で0.2%という水準になっており、その他の年限の国債についても発行利回りは極めて低い水準で推移している。このため、当面の利払費は引き続き10兆円を大きく下回る水準で推移することが見込まれる¹¹。

このような利払費の推移は、金利負担の増加によって債務残高が持続不可能なペースで増加するという状況を回避するのに貢献している。つまり、日本銀行による金融政策を踏まえて、政府は財政の安定的な運営を確保できているとみることができよう。ただし、PB赤字が続くなかでは、今後起こりえる新たな危機への対応力を確保するという点からも、節度ある財政運営に努める必要がある。

2-4 財政政策によるコロナ危機への対応

政府はコロナ危機に対して、巨額の予算を投じてきた。2020年度の経済対策は財政支出で約40兆円、事業規模で約73.6兆円であった。政府は新型コロナウイルス感染症の拡大防止のみならず、ポストコロナに向けた経済構造の転換を図ろうとした。具体的には、2050年カーボンニュートラル目標に向けた革新的な技術開発（次世代蓄電池、水素、カーボンリサイクルなど）に対して継続的支援を行うための2兆円の基金創設、最大1億円の事業再構築補助金の創設・資金繰り支援、地方への人の流れの促進に向けたGotoトラベルキャンペーンなどが実現した。

2021年度の経済対策は財政支出で約55.7兆円、事業規模で約78.9兆円であった。前年度の内容をベースにしつつ、「人」への投資を強化するため、分配戦略が新たな項目として追加された。具体的には、看護、介護、保育、幼児教育などの就業者収入の引上げ、子育て世帯に対して子ども1人当たり10万円相当の給付などが盛り込まれた。

2022年度では、新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いてきたものの、エネルギーや食料品の物価高が国民生活に与える影響を踏まえて、財政支出（国費）で6.2兆円、事業規模で13.2兆円の補正予算が組まれた。ただし、2022年度の経済対策は過去2年と比べる

10 YCCは、マイナス金利政策の導入（2016年1月）によって超長期のゾーンまで金利がマイナスになるという異例の事態を受けて、金利をやや高めに誘導することを企図して採用されたものであり、人為的に金利を押し下げることが目的として実施されたものではなかった。

11 現時点において国債の平均残存期間（平均的な資金調達期間）は9年程度であることから、金利が上昇した場合の影響は、既発債が満期を迎え、借換えが進むにつれて徐々に現れていくこととなる。

と少額であり、政府は今後の経済動向やコロナ感染の状況に応じて、追加の補正予算を組む可能性がある。

特に、新型コロナウイルスの感染防止には医療サービスの強化が急務であった。2020年度からは、医療提供体制の確保、ワクチン接種体制の整備、治療薬の確保などを措置するために、新型コロナウイルス感染症対策予備費が国の予算に盛り込まれている。2020年度の予備費使用額は約9.1兆円に達し、2021年度と2022年度の当初予算は5兆円を計上している。今後、これらの経済対策や予算措置は政策効果を検証し、各事業内容を精査する余地がある。政府関係者はコロナ危機に対して合理的無知のなか、半ば拙速に実施された事業も少なくないと思われるからである。

その一方で、今回のパンデミックは危機前までの医療費の増加傾向を見直す好機になる可能性がある。表1は、2019年度と2020年4月から12月の医療費、受診延日数、1日当たり医療費の対前年同月比の増減率をまとめたものである。2019年度の医療費は前年度から2.4%増加していた。ところが、新型コロナウイルス感染症がわが国で感染拡大し始めた2020年4月から9月まで、医療費は対前年同月比で減少し、10月で増加に一度転じたものの、11月と12月では再び減少している。特に、4月、5月では医療費と受診延日数が顕著に減少していることから、新型コロナウイルスの感染拡大を踏まえて、国民が医療サービスの利用を控えた影響と思われる¹²。その反面、2020年の1日当たり医療費は2019年度よりも高い傾向にある。この背景には、患者の受診頻度の減少に対して1回の受診時の医療内容が高度化した可能性が考えられる。

このような医療機関の受診抑制傾向が国民の健康に負の影響を与えていないのであれば、コロナ前の医療サービスの受診は過剰であった恐れがある¹³。新型コロナウイルス感染症の収束後、国民による自助を促し、医療機関への過度な受診を回避することで、医療費の抑制も可能になるとと思われる。

表1 医療費、受診延日数、1日当たり医療費の対前年同月比

(%)

	2019年度	2020年度									
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
医療費	2.4	-8.8	-11.9	-2.4	-4.5	-3.5	-0.3	1.5	-3.8	-1.9	
受診延日数	-0.8	-17.9	-18.5	-8.2	-10.5	-7.5	-5.5	-1.3	-9.1	-6.9	
1日当たり医療費	3.2	11.0	8.1	6.4	6.7	4.3	5.6	2.9	5.7	5.4	

出所：『令和3年版厚生労働白書』より作成

注：数値は概算医療費の対前年同月比の増減率を示している。

12 『令和3年版厚生労働白書』診療科別の医療費では、小児科と耳鼻咽喉科で2020年4月から12月にかけて対前年同月比2割超の減少率であり、新型コロナウイルス感染症による減少傾向が顕著である。

13 医療サービスの適正水準は需要面（患者）だけでなく、供給面（医師）からも分析する必要がある。医療は専門的知識を有するため、患者と医師との間に情報の非対称性が存在することで、医師が需要を作り出す（誘発需要）可能性が指摘されている。また、多くの市区町村は地方創生政策の一環で、子どもの医療費を無料化している。各市区町村による子どもの医療費支援策が医療サービスの過剰消費を促しているか検証する必要がある。

3. 政府・日銀による「新しいアコード」の策定を

金融政策と財政政策の連携は、第2次安倍政権下の2013年1月に策定された「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）」（アコード）で深まったといえる。現在の日銀保有国債は国債残高の5割近くに達しており、国債の市中売却は制度上も実質的にも十分に行えないことから、大量の国債が日銀のバランスシートに残る状況は当面続くという見方が大勢であろう。国債管理政策や公共部門の実情を踏まえると、わが国の財政政策と金融政策の関係は連携を深めることはあっても、完全に分離することは現実的に困難を極めると思われる。したがって、本報告書では財政と金融の連携が今後も継続されるものと考えられる。

しかし、現在の国内外の経済情勢はアコード策定時と大きく異なっている。まず、物価である。アコード策定時には長引くデフレ脱却のために、「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」という、インフレターゲットが導入された。現在、この目標は数字上においては達成されつつある。消費者物価指数（総合、生鮮食品を除く総合）は前年同月比で5カ月連続2%を超えている。ただ、日銀は金融緩和政策を修正していない。この背景には、現在の物価上昇はコストプッシュ型であり、景気にはむしろ下押しの圧力が働くこと、オーバーシュート型コミットメントを採用していることなどがあると考えられる。

次に、為替である。アコードが策定された2013年の1月には1ドル＝80円後半で推移していたが、現在では1ドル＝140円台に達するほど円安が進んだ。円安傾向は日本と海外との金利差による影響などが考えられ、円安が物価や経済の安定化の阻害要因となれば、日銀は現在の緩和政策の転換を図る必要がある。

最後に、金利である。長期金利はアコード策定時0.7～0.8%の水準から低下したが、現在は0.2%あたりで推移し、今後は上昇する気配が見受けられる。

これらの経済情勢の変化を踏まえると、政府・日銀は、現在のアコードに替わる「新しいアコード」の策定に向けた調整を速やかに進めていくべきである。その際には3つの論点について整理する必要がある¹⁴。

第1に、アコードの時間軸についてである。現在のアコードでは目標達成時期を明示していないが、これまで約10年間変更がなかったことを踏まえると、「新しいアコード」も10年間続くことを想定し、2020年代全般のマクロ経済運営を見据えて策定されるべきであろう。

第2に、物価安定の目標値である。現在のアコードでは、「消費者物価指数」の文言が「総合指数」と一般的に見受けられる。ただ、前述のように、現在の物価上昇は、海外の社会経済情勢の変化などの要因を伴っていると考えられる。そこで「新しいアコード」では、

14 以下の論点は、これまでのアコードを修正せず、文言などの解釈をし直すことでも対応可能と思われる。

「消費者物価指数」を「生鮮食品を除く総合指数」、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数」も含めて緩やかに解釈できるようにすることで、経済財政諮問会議では物価安定目標の達成状況を複眼的に検証できると思われる。

第3に、予期せぬ事態への政策対応には、日銀によるリスク要因の点検や経済財政諮問会議における定期的検証が不可欠である。最近時点における長期金利のやや不規則な動きは長期金利の変動要因や上限基準の妥当性を確認するうえで検証に値するため、「新しいアコード」でも「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく」という文言は重要な意味を持つ。また、海外の社会経済情勢の変化などによる円安傾向や物価上昇は、現在のアコード策定時に予見できるものではなかった。経済財政諮問会議は、アコードに基づいて金融政策を含むマクロ経済運営を年2回ほど検証しているが、「定期的に検証」という文言は残しつつ、国内外の経済状況の変化に応じて、検証の回数を増やすことも一案であろう。

資料 1 政府・日銀間で締結された「共同声明」

政府・日本銀行の共同声明

平成 25 年 1 月 22 日
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、政府・日本銀行は別紙のとおり政策連携を強化し、これを共同して公表するものとする。

(別紙)

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)

1. デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。
2. 日本銀行は、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するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。
日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、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。
日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。
3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、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。
また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、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。
4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする。

4. 2030年代に向けた現実的なマクロ経済政策

「新しいアコード」のもとでいかなるマクロ経済政策を展開していくべきか。本節では、2030年代に向けた安定的な経済成長に向けて、現実的な「金融政策」、「財政政策」を整理していく。「金融政策」については、日銀が有する「政策手段の独立性」を踏まえつつ、「物価の安定」と「金融システムの安定」という金融市場における役割を重視した具体策を検討する。「財政政策」については、将来の「金融政策」の修正に伴う長期金利などの変動を見据えながら、コロナ関連歳出の遞減を図ると同時に、効率的かつ効果的な財政運営を実現しうる方策を提示する。

財政・金融両面におけるこれらの措置と経済成長に伴う税収の増加を通じ、PB黒字化と債務残高対GDP比の安定的な引き下げを実現し、危機対応時には国債発行による財源確保を可能にすることで、財政の機動性を確保する。

4-1 金融政策

M-1：マイナス金利の修正

マイナス金利は日銀当座預金に対するマイナスの付利を通じて金融機関の負担増（事実上の口座管理手数料の徴収）をもたらすことになる一方、市中金利の低下を通じて貸出市場における金利低下を促す。この意味において、マイナス金利は金融機関にとって「銀行税」の性格を有するものと捉えることもできる。結果として、金利低下を通じて貸出増加を促すという政策目的が必ずしも十分に達成できず、預貸金利ざやの圧縮によって貸出がむしろ阻害されるおそれもあることから、マイナス金利政策は早急な修正が必要である。

M-2：YCCにおける長期金利の変動幅の見直し

日銀は「ゼロ%程度」で推移させることとしている長期金利の変動幅を現行の±0.25%から拡大すべきである。長期金利の変動幅の拡大は本年6月から7月にかけて生じたようなイールドカーブの歪みの解消につながり、国債市場の機能の向上をもたらすことが期待される。

M-3：金融政策の出口に向けた調整

日銀が採用している金融政策の枠組み（長短金利操作付き量的・質的金融緩和）には「量的・質的金融緩和」という名称が与えられているが、実際の操作対象は長期金利（10年物国債利回り）と短期金利（日銀当座預金に対する付利）となっている。つまり、国債の買入れなどを通じた資金量の調節を基本とする「異次元緩和」（量的・質的金融緩和）の枠組みは、金利をコントロールする政策に移行している。

日銀当座預金に付利を行う現在の金融政策の枠組みのもとでは、付利の水準を変えること

で短期金融市場（コール市場など）の金利を一定の水準に誘導できるため、マイナス金利からゼロ金利への移行、あるいはゼロ金利からプラスの金利への移行は、比較的容易に実行することができる。現行の金融政策の枠組みのもとでは日銀当座預金に対する付利を調節することで短期金利の誘導を行うことができるため、金利の調整に当たって市場で国債を売却する必要もない。市場に供給した資金を吸収するために日銀が国債を市中で売却する必要はないため、「出口」を出る際に金利の不規則な動きが生じる恐れもない。なお、金利の上昇に伴う国債価格の下落が日銀の財務に与える影響を懸念する声もあるが、日銀は満期保有を前提に長期国債の買い入れを行っており、そのもとで償却原価法によって保有国債の価額の評価を行っていることから、国債の価格変動は日銀の財務に影響をもたらさない¹⁵。もっとも、金融システムの安定化の観点から、民間金融機関が保有している国債による財務的なりすくについては注意する必要がある。

M-4：日銀は ETF を GPIF などの公的機関に有償譲渡

日銀が質的緩和の一環として買い入れた ETF（上場投資信託）は、基本的に日銀のバランスシート上に残り続けることになるため、慎重な対応が必要である。日銀が保有する ETF は 2022 年の 3 月末時点で 36 兆円、時価ベースでは 50 兆円を超えている。現時点では 14 兆円を超える巨額の含み益が生じているが、中央銀行の財務が株価変動リスクにさらされているため、リスク性資産を日銀のバランスシートから将来的に分離させる必要がある。また、日銀による ETF の保有は株式市場の機能（資源分配、資金運用、資金調達）を低下させている恐れもある。

そこで、ETF を GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）などの公的機関に有償で譲渡するというのが現実的対応と思われる。GPIF への譲渡については株式市況に直接的な影響を与えることなく ETF を日銀のバランスシートから切り離すことができ、含み益があればその分は公的年金の給付のための財源として活用することが可能になる。ただし、GPIF などの資産構成に急激な歪みを生じさせないように、日銀は相当の時間をかけて徐々に ETF を移管していく必要がある。また、GPIF が過度なリスクを抱えることを回避し、なおかつ株式市場へのインパクトを緩和するため、銀行等保有株式取得機構のような公的機関に ETF を譲渡することも一案であろう。

なお、日銀のシニョレッジ¹⁶の源泉が国債利息から、ETF や J-REIT（不動産投資信託）の分配金収入に代わりつつある点に留意が必要である。2021 年度は国債利息が 1 兆 1,233 億円あったのに対し、ETF の分配金収入は 8,426 億円、J-REIT の分配金収入も合わせると、国債利息の 8 割程度になる。リスク性資産をオフバランス化すれば、価格変動リスクからは隔離できるものの、同時にシニョレッジの半分近くを失うことになる。その結果、金利の動向次第では、日銀の期間損益が出口において赤字に転じ、状況の如何によっては債務

15 これらの点は、金利の調節を可能にするための前提として資金供給量の圧縮が必要であった 2006 年の局面（量的緩和の解除（2006 年 3 月）とゼロ金利の解除（2006 年 6 月））とは状況が大きく異なる。

16 中央銀行は伝統的には、負債サイドでは金利の付かない銀行券を発行し、資産サイドでは有利子の国債を保有する。その差が収益になるという構造にあり、中央銀行のこの収益を通貨発行益、シニョレッジと呼ぶ。

超過に陥る可能性がある¹⁷。

M-5：量的緩和の修正

大規模緩和政策の修正では金利の調節だけでなく資金量の縮減方法も考えることが必要になる。現在の金融政策の枠組みは金利の調節を資金量の調節と分離して行えるため、時間をかけて資金供給量を縮減することが可能である¹⁸。国債の買い入れを通じた量的緩和については、償還期限が到来した国債の金額に相当する分を新たな国債購入に充てなければ、日銀保有の国債残高は自然に減少し、それに伴って市場に供給されている資金量も漸減していくことになる。

ただし、資産と負債の平均的な残存期間に大幅な乖離があると政策金利をプラスの水準に引き上げた段階で、付利のコストが嵩み日銀の財務の健全性が影響を受ける恐れがあるため、買い入れる国債の年限構成を徐々に短期化させていくことが必要である。同時に買い入れ額の調節を通じた国債保有残高の増加ペースの調整を今後も粛々と進めていくことが望ましい。

M-6：政策金融との役割分担の見直し

実質無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）を行う金融機関にはその融資額に応じて日銀による資金供給が行われ、その見合いで生じる日銀当座預金に対しては0.1%（制度融資分）あるいは0.2%（プロパー分）の率で付利がなされている¹⁹。コロナ前から行われてきた一般的な金融政策の運営における連携に加え、コロナ禍のもとでの臨時・異例の措置においても財政政策と金融政策の連携がさらに強まっていた。このような対応はコロナ禍のもとでの企業の資金繰り支援のために必要やむを得ざる措置であったが、日銀本来の政策目標は物価（経済）の安定化であり、金融政策と政策金融の役割分担がややあいまいになっている面がある。今後、政府がコロナ対応を徐々に収束させていくなかで、日銀は実質無利子・無担保融資を行う金融機関に対する日銀当座預金への付利については適切な見直しを行うことが求められる。

M-7：潜在的倒産リスクを踏まえた地域金融機関による事業性評価

超低金利政策による銀行経営への負の影響については、貸出などの円貨資産運用利回り低

17 オーストラリアの中央銀行であるオーストラリア準備銀行は、買い入れた債券の評価損が膨らんだことなどから債務超過の状態となっているが、この点に関し同行のブロック副総裁は、オーストラリア準備銀行法のもとで同行の負債には政府の保証が付されており、同行は通貨を発行する権能も有していることから、支払期限を迎えた債務については滞りなく返済することが可能であり、債務超過のもとにあっても、中央銀行として業務を遂行する能力に影響は生じないとの見解を示している。

日本銀行については、買い入れた国債は満期保有が前提となっており、現在採用されている会計方式（償却原価法）のもとでは債券の評価損により債務超過が生じることは想定しにくい、もし仮に債務超過となった場合にも、オーストラリア準備銀行と同様に滞りなく業務を遂行することが可能である。

18 中央銀行のバランスシートの毀損が金融政策の運営においてどの程度問題となるかについては次の論考を参照されたい。植田和男（2004）「自己資本と中央銀行（2003年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨）」、『金融経済研究』第21号、pp.1-12。

19 9月の金融政策決定会合（9月21日・22日開催）において、日本銀行はコロナオペ（新型コロナウイルス対応金融支援特別オペ）について、中小企業等向けの制度融資分にあつては本年12月末に、プロパー融資分にあつては来年3月末に、それぞれ終了させることを公表した。

下による利ざや縮小を主因とした本業収益の圧迫が続いている。特に、地域金融機関の経営基盤はメガバンクよりも脆弱である²⁰。しかも、今後についてはコロナ以降における信用コスト増加の懸念が加わる。2021年（暦年ベース）における新規倒産件数は、1964年以來の低水準となった（東京商工リサーチ、2022）。しかし、新型コロナ禍を踏まえると、経済実態とこうした倒産状況とのギャップは大きい。倒産件数が低水準で抑制されている理由の一つが、通称「ゼロゼロ融資」に象徴される、緊急的な与信供給の結果であることは疑いの余地はない。このため、今後については地域金融機関が、取引先の事業性を見極めに立脚して、事業の存続可否を踏まえながら各事業者の経営に積極的に関与することが不可欠である。信用保証や日本政策金融公庫による実質的に政府が緊急的に担ってきた信用リスクについて、各地域における金融機関がプロパー融資を通じて負担する形となる。このため、地域金融機関には、「目利き力」を活かして、事業性が見込めれば一時的に悪化した財務バランスを甘受しながらリスクを取った信用供給を行うことが必要になる。一方で、事業性を見出すことが難しい場合は、廃業に向けた誘導を行わねばならない。事業性の低い事業体から高い事業体への人的資源などのシフトを促すことは、マクロ経済全体の成長に資することにもつながる。このため、各地域における状況を十分に踏まえながら、地域金融機関が適切にコンサルテーションを行っていくことが重要である。

4-2 財政政策

P-1：正確なデータ認識に基づく財政運営

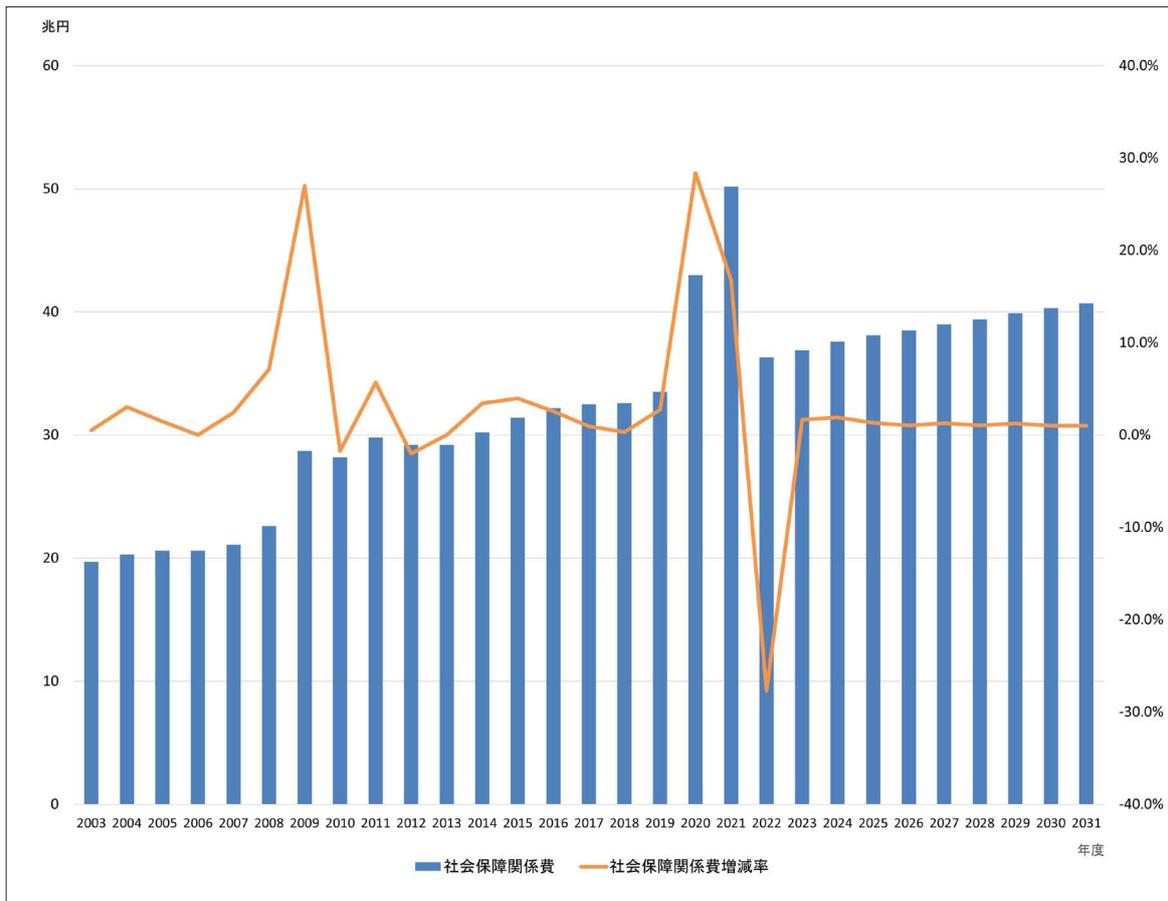
安倍内閣のもとで財政運営が行われていた2013年から19年にかけて、決算ベースで見ると歳出はほぼ横ばいで推移していた。また、社会保障関係費における「2025年問題」はやや強調されすぎというきらいがある。図5は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和4年7月29日経済財政諮問会議提出）計数表を基に作成した2031年までの社会保障関係費とその増減率の推移を示したものである。社会保障関係費は新型コロナウイルスの影響により、2020年度で9.5兆円（対前年増減率28.4%）、2021年度で7.2兆円（対前年増減率16.7%）の増加であるが、翌年度以降はコロナ関連経費が大幅に削減されることが見込まれている。2023年度から2025年度にかけては毎年度5,000億円から7,000億円程度の増加額で推移し、団塊世代が75歳に到達することに伴う社会保障関係の急増は見られない²¹。

したがって、財政運営は正確なデータ認識に基づいて慎重に行うべきである。政府が持続可能な財政運営を実現するために、歳出水準を正確に把握したうえで、過度な歳入確保の議論から増税による国民負担増を回避する必要がある。

20 地方銀行全体の業務純利益はこの10年間で4,000億円ほど減少している。また、地域銀行の業務粗利益のうち87%が資金利益であり、手数料などの割合は13%にすぎない。その一方で、メガバンクの業務粗利益のうち47%が資金利益であるが、手数料などの割合は53%に上る。

21 図5における社会保障関係費の将来推計は、政府が社会保障関係費の過度な増加を将来にわたって抑制していく姿勢とも解釈できるが、「2025年問題」を過度に警戒して財源確保のための増税論が先行して消費者マインドへマイナスに影響しないよう留意する必要がある。

図5 社会保障関係費と増減率の推移



出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和4年7月29日経済財政諮問会議提出）計数表より作成。
 注：ベースラインケースにおける国の一般会計の歳出を使用している。

P-2：コロナ対策経費を精査するとともに、新たな経済対策は対象と年限を限定

危機では誰もが合理的無知であるため、政府は拙速的に対応する傾向にある²²。その結果、政府の危機対応には非効果的もしくは非効率的政策も存在する。各コロナ対策でも政策終了の基準や時点を事前に明確にしたうえで、その予算を縮減し、ポストコロナの政府歳出の過度な増加を回避する必要がある。CO₂排出量の削減や日常生活の改善に向けたデジタル化などは政府の関与によって加速される面はあるだろう。ただ、政府主導の産業政策は過去に失敗例もある。政府は新たな経済対策を実施する場合、非効率な歳出と政策効果の向上のために、政策の対象と年限を原則として限定することが望ましい。また、政策効果の事後検証が可能となるように、政策に関する情報・データはできる限り公開すべきである。

P-3：政策評価体系と政策評価軸の確立

政府は限られた財源を有効活用して各種政策を実施することで、国民の便益を高める必要がある。近年では、行政が国民から信頼を確保するために、政策立案は合理的根拠に基づい

22 ロジャー・コングレトン（2004）「危機管理の政治経済学——政治的意思決定における合理的選択、無知、そして拙速」（宮下量久訳）、『公共選択の研究』43号、pp.5-16。

て形成すべきと考える「EBPM (Evidence Based Policy Making)」が政府に求められるようになった。

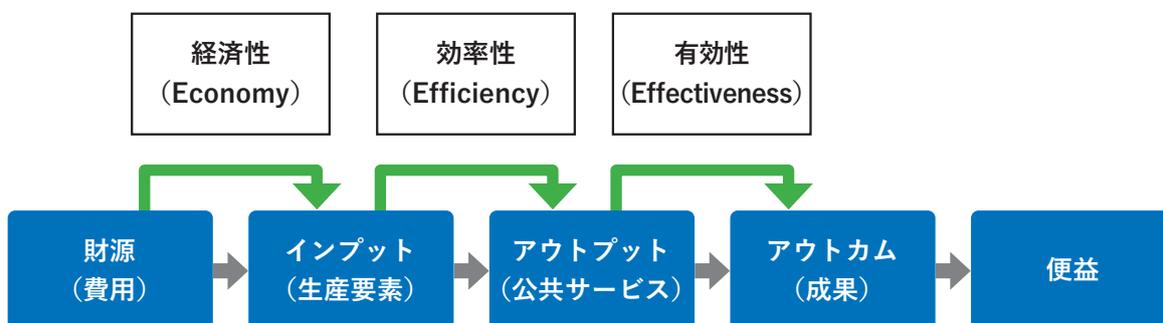
図6は政府の政策評価の流れを整理したものである。まず、政府は財源（費用）を用いて、インプット（生産要素）を投入する。この際、所与のインプット（生産要素）が最小費用で調達すべきと考える「経済性」(Economy)を政府は考慮する必要がある。次に、政府はインプット（生産要素）を投入してアウトプット（公共サービス）を生産する。この場合、所与のアウトプット（公共サービス）が少ないインプット（生産要素）で生産されるべきと考える「効率性」(Efficiency)を前提にしなければならない。最後に、政府はアウトプット（公共サービス）の生産・供給から、政策立案時に提示したアウトカム（成果）を果たす。この場合、アウトプット（公共サービス）が政策目標のアウトカム（成果）を生み出す「有効性」(Effectiveness)を検証する必要がある。これらの政策形成を踏まえて、国民は政府から公共サービスを通じて便益を得る。

現在の政府における政策立案プロセスを見れば、経済性や効率性の議論を見ることはできるが、有効性に関する検討が深められているとは言い難い現状にある。つまり、政策を実行した場合、課題を有する政策対象において望ましい変化をよりもたすための効果実現の経路に関する検討にはまだまだ改善の余地があるということだ。

すでに、EBPM やアジャイル型政策形成・評価といった取組みも開始されているが、こうした有効性に着目した検討はさらに進められるべきである。こうした取り組みに不可欠なのは、政策対象における変化の実態を素早く把握することができるモニタリング手法の開発と実際の利活用である。

こうした取組みは、十分な仮説検討を進めつつ、政策の対象である実際の社会に対して謙虚に臨むことに他ならない。こうした態度と実践の積み重ね、一連の政策立案から評価改善のプロセスを着実に回していくことは、社会の要請に応えることができる機動的な財政の実現にも資することになるだろう。

図6 政策評価体系と政策評価軸



出所：長峯（2014）、鷲見（2021）を基に作成²³

23 長峯純一（2014）『費用対効果』ミネルヴァ書房、鷲見英司（2021）『地方財政効率化の政治経済分析』勁草書房。

P-4：日本経済が消費税率 10%引き上げ前の水準に回復するまで増税は避け、PB 赤字分の財源は国債で調達

長い目で見ると財政収支の均衡化は重要な課題であるが、経済活動の水準がコロナ前（2019年10月の消費増税の前）の水準に到達するまでは、財源確保を目的とした税制上の措置については慎重な態度で臨むことが基本となる。政府は安定的な経済成長と財政の機動性確保の両立という目標のもとで、過度な歳出増を抑えつつ、堅実な財政運営を確保していくことが求められる。

P-5：PB 赤字対 GDP 比半減目標の再掲

リーマンショック後、政府はPB赤字対GDP比を2010年度（-6.3%）と比べて半減する財政健全化目標を2015年度に達成している。2020年度のPB赤字対GDP比はコロナ危機によって、-9.1%にまで悪化した。リーマンショック後の財政運営と同様、政府はPB黒字化に向けて2段階の目標を設定することで、財政の機動性確保を着実に実現できると思われる。現在もコロナ危機は進行中であり、その収束時期を予測することは困難であるが、政府が2020年代後半に2020年度と比べてPB赤字対GDP比を半減させる目標を再設定することも一案である。また、2030年代半ばには団塊ジュニアも65歳以上に達することで、社会保障関係費のさらなる増加が予測される。PB黒字化の時期は2030年半ばごろがひとつの目安になるだろう。

5. ポストコロナ財政金融政策のシークエンス

日本の経済成長や国民生活の改善に資する財政・金融政策の新戦略を描くため、図7のポストコロナ財政金融政策の改革工程表を基に、ポストコロナの財政と金融にまつわる各政策のシークエンスを明示する。現在、政府はコロナ危機に対して緊急措置的な財政運営を進めているが、2025年のPB黒字化と債務残高対GDP比の安定的引下げという目標も掲げている。コロナ対策の縮減を進めたいうえで、財政の機動性確保を実現するには、財政・金融政策の関係性を考慮したうえで、その実施に際しては優先順位を明確にしておく必要がある。そこで、「コロナ危機からの景気回復」、「安定的な経済成長」という2段階のフェーズに分けて、前節で提示した各政策のシークエンスを整理する。

5-1 フェーズ①：「コロナ危機からの景気回復」

「金融政策」：金融緩和路線は継続し、コロナ対策の縮減時に資金量の拡大についてはペースを減速

現在の物価上昇の主要因は資源高など海外情勢の変化によるものであり、需要不足の解消や賃金上昇の実現など、国内経済の好転から発生したものとは言い難い。また、日本の金利は米欧の金利と比べて低水準であるため、円安傾向が続いていると思われる。輸入物価の上昇などから国内の物価に波及し、日本経済にマイナスに寄与することを想定して、金融緩和路線を修正する主張も散見される。ただ、円安傾向は一部の財・サービスに限定して影響するものである。現在のYCCの枠組みを変更する政策修正は、国内外の経済への影響を加味すると当面は望ましくない。政府がコロナ対策の縮減を始め、経済状況がコロナ前の水準になるまで、日銀は金融緩和路線を継続する必要がある。

ただ、YCCの下でも買い入れる国債の年限は徐々に短期化した経緯がある。コロナ対策の縮減やそのもとでの経済活動の正常化の進展が見られれば、これまでの政策運営と同様、日銀は国債の年限構成を徐々に短期化させつつ、買い入れ額の調節を通じた国債保有残高の増加ペースの調整を進めていくべきであろう。

コロナ危機からの景気回復の見込みが立てば、政府・日銀は実質無利子・無担保融資を行う「ゼロゼロ融資」を政策金融とのすみわけを図るために終了すると思われる。地域金融機関は各企業の事業性評価を適切に進めながら、信用供給を果たす役割を担うことになる。収益性の高い事業から低い事業に人的資源を移動するコンサルテーション能力も問われることになる。

「財政政策」：コロナ関連歳出の着実な縮減と国債による財源確保

新型コロナウイルス感染症対策には、政府や地方自治体による財政支援は欠かせない。ただし、感染収束の目途がたった場合、巨額のコロナ関連歳出を維持する必要はなくなる。コ

コロナ関連予算でも国民生活を維持するには必要な予算はあるため、政府は早期にコロナ対策経費を精査するとともに、新たな経済対策は対象と年限を限定する必要がある。その際には正確なデータ認識に基づく財政運営がなされるべきである。その際、政策評価体系と政策評価軸が十分に確立され、内容の定量化可能な政策について検証されていくことが望ましい。なお、コロナ関連の歳出増加による財源確保については、感染症対策の知見が得られれば長期にわたってその便益を共有できるため、国債発行による財源調達が可能である。経済状況がコロナ前の水準に回復しないなか、増税は国民に過度の負担を強いることになるため回避すべきである。

5-2 フェーズ②：「安定的な経済成長」

「金融政策」：マイナス金利などの見直しによる YCC の変更

現時点において YCC の枠組みを大きく変更する環境にはないが、長期金利に上昇圧力が生じている現在の状況のもとでは、長期金利の変動幅についてより柔軟な形で見直しを行うことが求められる。このような見直しは、国債の買い入れを漸減させてきたこれまでの政策運営の流れにも沿ったものとなる。

また、安定的な経済成長を実現できた段階では、YCC の枠組みを修正するうえで、まずマイナス金利を早期に修正すべきである。マイナス金利が金融機関の収益を圧迫している可能性が高く、金利低下を通じて貸出増加を促すという政策目的が十分に達成できないと思われるからである。地域金融機関は日銀による YCC の修正を収益性向上の好機とすべきである。

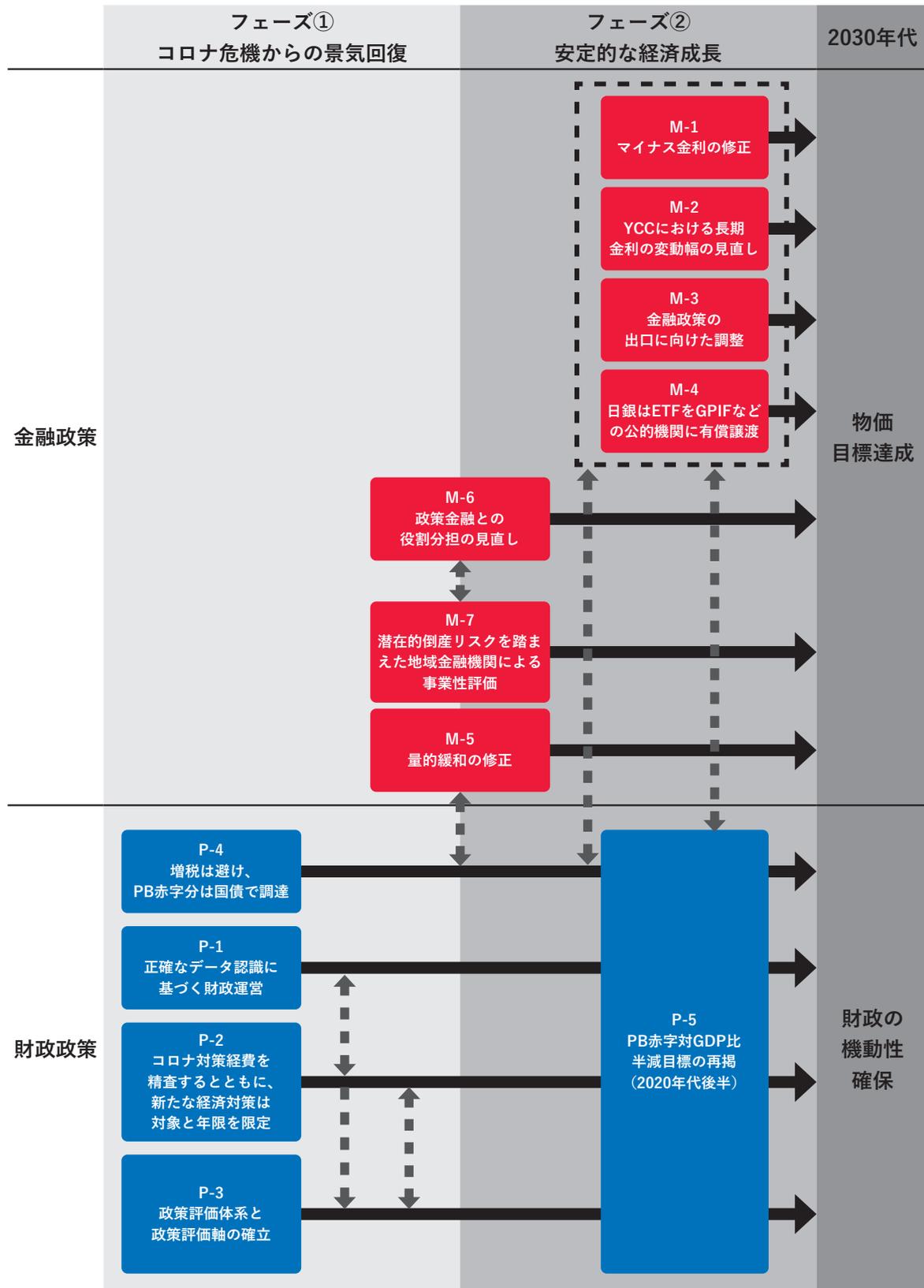
なお、現行の金融政策の枠組みのもとでは日銀当座預金に対する付利を調節することで短期金利の誘導を行うことができるため、金利の調整に当たって市場で国債を売却する必要はないことから、マイナス金利からゼロ金利への移行は、比較的容易と思われる。ゼロ金利からプラスの金利への移行についても同様の方法で対応できるだろう。

さらに、日銀保有の ETF は GPIF などの公的機関に有償譲渡を進めるべきである。

「財政政策」：PB 黒字化の最終手段として中長期の視点から増税の検討を開始

2019 年 10 月の消費増税前の経済水準を実現しても、政府が税収増加や歳出効率化によって PB 黒字化や債務残高対 GDP 比の安定的引下げを達成することが極めて困難であると見込まれる場合には、中長期の視点から安定的な財源確保の最終手段として増税の検討を始めざるを得なくなる。2030 年代半ばからは、団塊ジュニアも 65 歳以上に達することで、社会保障関係費のさらなる増加が予測される。人口構造の変化を踏まえると、PB 黒字化の最終目標期限は 2030 年半ばごろを視野に検討する必要があるだろう。

図7 ポストコロナ財政金融政策の改革工程表



注1：点線の矢印は各政策のなかでも特に関係性の高いものを示している。

注2：「M1：マイナス金利の修正」「M2：YCCにおける長期金利の見直し」「M3：金融政策の出口に向けた調整」「M-4：日銀はETFをGPIFなどの公的機関に有償譲渡」はYCCの修正として位置付けられると思われるため、同じ点線の枠組みで整理している。

6. 2030年代までのマクロ経済運営における リスクシナリオ

本節では、政府・日銀が新たな危機が発生しても、適切かつ迅速にマクロ経済政策を運営し、安定的な経済成長を実現できるよう、2030年代までの国内外のリスクを予め整理する。

①大規模災害などの新たな危機が発生

日本は世界のなかでも自然災害の高リスクを抱えている。多数の死者を伴う大規模風水害は毎年のように生じている²⁴。また、わが国は地震大国であるため、政府では大規模地震の発生も想定した防災対策が策定されている。内閣府中央防災会議では、南海トラフ巨大地震が発生した場合、資産などの被害は最大 171.6 兆円、経済活動への影響は全国で 42.2 兆円に上ることを想定している²⁵。

これらの新たな危機に対して、政府は被災地復興や経済対策の財源を確保するために、国債を発行することが望ましい。大規模災害などの新たな危機の発生確率は長期的には低く、災害復興に向けたインフラ整備による便益は長期に及ぶと考えられるため、課税標準化理論を踏まえると、その負担も長期間でシェアすべきであろう。政府の債務残高増加を危惧して増税を実施すると、景気悪化の一因になる恐れがあり、復興の足かせになりかねない²⁶。

②国際紛争の勃発

ロシアによるウクライナへの侵攻のような大規模紛争が生じた場合、為替や物価が急激に変化するとともに国際物流も滞ることで、国内経済は混乱に陥る可能性が高い²⁷。また、日本周辺における有事が発生した場合、国内の経済社会への影響は甚大であろう。これらの国際紛争に対する措置に対して、政府が財源を税金で賄おうとすれば、かえって日本経済の不安定化を招く恐れがある。政府は国際紛争に対する措置の財源確保のために、国債を発行すべきである。

③政治の不安定性

経済学では、選挙日程や政治状況が景気や予算に及ぼす影響を「政治的景気循環 (Political Business Cycle)」や「政治的予算循環 (Political Budget Cycle)」と呼ぶ。これらの学術的知見に基づけば、政権与党の政治的基盤が脆弱であるほど、得票最大化や再

24 2018年西日本豪雨、2019年台風19号、2020年7月の豪雨、2021年夏の大雨などが挙げられる。

25 内閣府(2019)「南海トラフ巨大地震の被害想定(施設等の被害・経済的な被害)(再計算)(令和元年6月)」

26 公共部門ではNPM(New Public Management)やPPP(Public Private Partnership)の考え方が浸透しつつある。行政における効率性、透明性、公正性の実現のために、公共部門が民間企業との協働の一環のなかで、金融市場から資金調達することも通例となっている。PB黒字化や長期債務残高対GDP比引き下げを急ぐあまり、財源確保を税金で考えるべきではないと思われる。

27 日本を中心としたグローバル・リスクの詳細は、「2022年版 PHP グローバル・リスク分析」を参照されたい。

選確率の最大化のために、政府は選挙時期に応じて予算を拡大し、景気回復を図ろうとすると考えられる。つまり、政治の安定性がマクロ経済の安定化に影響するといえる²⁸。民主主義国家では、政治家が経済状況や国民からのニーズに応じて、経済政策を実施することは本来望ましいものである。だが、過度な政治的競争が政権与党の不安定化を招き、近視眼的かつ拙速な経済運営が行われることで、国民経済の発展を損なう事態は回避すべきだろう。どのような政治情勢であっても、政府・日銀はマクロ経済運営における大枠を維持しつつ、物価の安定や安定的な経済成長を実現できるよう、アコードを常に策定しておくことが望ましい。また、内閣府などが経済財政に関する中長期的推計を継続して行うとともに、経済財政諮問会議では現在のアコードや経済政策が将来の国民経済に与える影響を定期的に検証し続ける必要がある²⁹。

28 第2次安倍政権は長期政権であったことから、マクロ経済政策も長期にわたり一貫性を維持できた面もあるだろう。

29 現実のマクロ経済政策では、ケインズの「ハーヴェイ・ロードの前提」（賢いエリートがマクロ経済を運営できる）を外して検討すべきである。

補論：地域金融に関する提言

「地域金融」については、地域経済における地域銀行や信用金庫などの果たすべき役割が大きいにも関わらず、日銀による金融緩和政策が続くなかで、経営基盤を強化できずにいる。また、コロナ対策における臨時的措置（ゼロゼロ融資など）では地域金融機関が大きな恩恵を受けている面もある。そこで本提言では、「地域金融」を補論として取り上げ、その強化策を提示する。

F-1：持続可能性を展望した再編などの検討

銀行法などの改正により持ち株会社を活用した再編効果は格段の改善を見せており、例えば、持ち株会社が銀行子会社から共通・重複業務を吸い上げて業務執行することが可能となったことで業務集中が容易となった。さらに、グループ内における資金の融通条件を縛ってきたアームズ・レングス・ルールが大幅に緩和され、子銀行間の預貸金の過不足をグループ内において調整する手続きが円滑化された。また、銀行グループの業務範囲拡大とともに、銀行持ち株会社が「当該持ち株会社並びにその子銀行及び特例銀行業高度化等会社の業務の健全かつ適切な運営に係る基準に適合」（銀行法第52条の23の2第7項関係）すれば、認可でなく届出によって業務拡大することが可能となった。これが、広島銀行や北國銀行などが経営統合を目的としない持ち株会社化を選択した誘因といえよう。このように、制度の見直しを通じて持ち株会社を活用した再編を行う場合に、従来をはるかに上回る恩典が与えられることになっている。地域金融機関は、経営資源の有効活用による地域金融としての持続可能性向上を目指した再編についても積極的に検討すべきである。

F-2：地域経済の安定化へのソリューション提供

銀行法改正により、銀行による株式取得を介在させながら、事業再生・承継、ベンチャー投資を後押しする強力な体制整備が可能となった。投資専門会社をピークルとして活用することで、企業再建や事業承継のためのハンズオン支援が可能となったほか、ベンチャー企業への出資についても画一的要件の撤廃により、地域における多彩な起業をデットとエクイティ両面でサポートできる環境が整った。しかし、地域金融機関が、経営資源の制約から法改正のメリットを享受することなく、従来通り地域の内外を問わずコンサルティング会社やサービサーに依存し続けることも予想される。そうなれば、知見の積み上げができないほか、対処する顧客の数も限られることとなる。そこで、再編を通じて経営資源の厚みを増すことができれば、事業承継や再生などといった本質的顧客ニーズに対応できるとともに、起業支援による新たな地域活力の発掘にも貢献できる。結果として、スキルや知見を組織内で蓄積することができるようになる。特に、既述の事業性を見極めの結果としての、事業支援の一環としても重要な意味合いがある。

F-3：カーボンニュートラルを展望した地域経済への対応

地域経済にとって計り知れないインパクトを内包しているのが脱炭素リスクである。なかでも、気候変動による物理的リスクと同様に深刻なのがトランジションリスクである。製造業出荷額の2割を占める自動車産業を例にとると、その6割を占める部品の6割強が内燃機関に関連し、さらにその4割は国内生産に特化している（日本自動車工業会）。電気自動車（EV）が世界標準となれば大打撃となるばかりでなく、化石燃料電源に依存する我が国の国内生産物が、EUによるLCA（Life Cycle Assessment）規制などを通じて排除されかねない状況である。自動車産業だけでなく、周辺産業を含め地域経済に波及する懸念もある。地域金融機関は、国レベルの問題として傍観するのではなく、地元自治体を巻き込みながら地元経済圏を支えるためのミクロレベルの対応を検討すべきである。具体的には、各企業が抱える技術や事業上のリソースの活用余地を、他の地域金融機関などとの連携を図りながら、業態転換などにつなげるなどの多面的な貢献が望まれる。

F-4：地域経済の活性化へのデット・エクイティによる積極的関与

起業家が直面する金融面でのハードルは、経営者としての連帯保証を迫られること、長期返済不要なデット提供を受けにくいこと、外部からのエクイティ資金が限定されることなどで、これらはアメリカなど諸外国と比べて我が国固有の問題ともいえる。こうしたハードルを下げるべく、エクイティとデット双方からの支援を行うイニシアティブを地域金融機関が握るべきである。地域金融機関が投資ファンドを組成し、自治体や外部機関投資家などを招き入れることでエクイティを充実させる方法もある。他方でデットについても、このファンドが起業家に求める一定条件を充足する場合には、連帯保証を個人に求めないこととする。さらに、このエコシステムに大学や研究機関の参画を促し、技術開発型起業の場合の事業評価に協力を仰ぐ一方、インターネットなどを活用した非開発型の起業にも対応すべく、ベンチャーキャピタリストとの提携を強化することも考えられる。「新しい血液」を取り入れて、全国的にもスタートアップの聖地となるような地域に育て上げるべきである。

コロナ後の財政金融政策のロードマップ

—「新しいアコード」でマクロ経済運営の舵取りを—

2022年10月発行

政策シンクタンクPHP 総研

発行責任者：金子将史

プロジェクト担当：宮下量久

株式会社P H P 研究所

〒135-8137 東京都江東区豊洲5-6-52 NBF豊洲キャナルフロント

政策シンクタンク PHP 総研ホームページ：<https://thinktank.php.co.jp/>

E-mail：think2@php.co.jp

© PHP Institute, Inc. 2022

All rights reserved
Printed in Japan

コロナ後の財政金融政策の ロードマップ

「新しいアコード」で
マクロ経済運営の舵取りを

政策シンクタンク
PHP総研