

財政危機時の緊急対応プラン

財政危機時の 緊急対応プラン 2025

加藤 創 太
小黒 一 正
愛岩 伸 康
小 林 庸 平
対 木 さおり
馬 場 康 郎



東京財団政策研究所

THE TOKYO FOUNDATION FOR POLICY RESEARCH

<https://www.tkfd.or.jp>

本政策研究について

本政策研究は、東京財団政策研究所の研究プログラム「財政危機時の緊急対応プラン」の研究成果の一部として公表するものである。

財政危機時の緊急対応プラン2025

【研究プログラム名】

財政危機時の緊急対応プラン

【研究代表者】

加藤 創太 東京財団政策研究所研究主幹

【研究分担者】

小黒 一正 東京財団政策研究所研究主幹／法政大学経済学部教授

愛宕 伸康 東京財団政策研究所主席研究員／
楽天証券経済研究所所長兼チーフエコノミスト

小林 庸平 東京財団政策研究所主任研究員／
三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社主任研究員

対木さおり 東京財団政策研究所主任研究員／
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社調査部主席エコノミスト

【リサーチ・アシスタント】

馬場 康郎 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社主任研究員

本政策研究を執筆するにあたり、東京財団政策研究所の藤井千鶴さん、鈴木奈々子さん、下間真由美さんには、あらゆる面でご助力をいただきました。また、研究会では、各回のゲストの皆さまから多くの貴重なご指摘をいただきました。研究メンバー一同、心から感謝を申し上げます。

【本研究プログラムの紹介ページ】

https://www.tkfd.or.jp/programs/detail.php?u_id=57

【本政策研究に関するお問い合わせ】

東京財団政策研究所 政策研究部

E-mail : pr_support@tkfd.or.jp

はじめに

本政策研究『財政危機時の緊急対応プラン2025』は、共著者が2023年7月以来進めてきた研究プログラム「財政危機時の緊急対応プラン」（以下、財政危機PG）の研究成果の一つとして発表するものである。

財政危機PGでは、日本において財政危機が生じた際に、政府・日本銀行（以下、「日銀」）が取るべき具体的な対応策について、数値シミュレーションや法的制度的分析に基づいた提言を行ってきた。本PGの目的は、政府が危機時に迅速かつ的確な対応を取ることを可能とし、国民生活の損失を抑えることである。

周知のとおり、近年の日本の対GDP公的債務残高は先進民主主義国家中で突出した高いレベルとなっている。世界史上類のないペースで少子高齢化も進んでいる。世界経済が長年のデフレ基調からインフレ基調に転じる中、日銀は金融正常化へと舵を切り、安定的な国債消化を支えてきた低金利にも上昇圧力がかかり始めている。

このような状況下であっても、現時点など短期スパンで日本の財政危機が発生する可能性は低いと考えられる。ただ、10年、20年単位で考えれば、その確率は決して低くはないという試算も出ている。そして、いったん財政危機が発生すれば、国民生活への負の影響は甚大だ。つまり財政危機は、大地震や原発メルトダウンなどと同様、テールリスクの一種と言えよう。

火事や地震といった他のテールリスクに備え避難訓練を行うように、財政危機にも対応プランが必要と考えたのが、本PGを始めた大きな動機である。財政危機を近々に予期しているからではないが、想定外は許されない。

本研究はあくまでプランBを策定する作業であり、財政危機を未然に防ぐには、本来は中長期の見通しに基づいた財政再建策の策定とその実施が必要となる。つまりプランAだ。本報告書の共著者の多くもそういったプランAの作業にも携わってきた。ただ、現在の日本では、持続性のあるプランAは、増税など国民の負担が大きすぎるとして、政治的に全く相手にされない。そうした状況からも、プランBの必要性は増している。

本政策研究は、財政の持続性という数十年単位の長期的な視点と、直近の経済財政状況に応じた短期的な視点とを併せ持つ。内容的には、政策実務に活用できるよう、冗長となるのを厭わず、各種対応策の具体的な数値と法的根拠を盛り込むようにした。本政策研究を一つのたたき台として、財政問題のプランBの在り方について、実務に根ざした具体的な政策論争が発展していくことを期待したい。

エグゼクティブサマリー

研究プログラム「財政危機時の緊急対応プラン」は、日本において財政危機が生じた際に政府・日銀が採るべき具体的対応策について、数値シミュレーションと法的分析を中心に検討を進めてきた。本政策研究『財政危機時の緊急対応プラン2025』は、その研究成果の1つとして、10年、20年先を見据えつつ、各種シミュレーションをベースに危機時の具体的対応策をまとめ、提言するものである。

全体は第1部と第2部の大きく2つに分かれる。第1部は、数値シミュレーション結果を中心に紹介する。「危機の予兆段階」と「危機の初期段階」を具体的な金利水準で定義した上で、現時点で想定しうる危機の発生経路や要因をまとめ、危機発生シミュレーションを行った。関連する経済・財政指標を参照しつつ、今後どのように金利水準が変動していくかを、既存研究のまとめとシミュレーションの双方の視点から見た。たとえば標準的なシナリオの下では、2040年代前半から、「危機の予兆段階」に近いレベルまで金利が上昇するという結果が出ている。ただ、多くの投資家が何らかの要因によって「日本国債が危ない」といった期待を抱くようになると、危機は自己実現的に、より早期に発生する可能性がある。また、首都圏直下型地震などの天災・有事は金利の上昇をもたらし、危機の発生を相当程度早める可能性があることもシミュレーションで示唆された。

第2部は、第1部のシミュレーション結果に基づきつつ、財政危機時の緊急対応策として必要と思われる事項を整理した。抽象的な方向性を示すのではなく、政策実務に沿うべく具体的な数値と法的根拠を盛り込んだものとした。対応策の一つ目の柱は、危機時の市場対策である。財政危機と特に関連する国債市場と為替市場における対策の在り方と限界について整理した。二つ目の柱は、財政悪化への応急的な対応であるが、これはさらに2つに分かれる。1つは、政府支出の抑制である。政府支出抑制の優先順位付けなどを行った。もう1つは、資金調達である。国内外からの資金調達の手段を整理した。三つ目の柱は、中長期財政再建へのコミットメントである。上記2つの柱-「危機時の市場対策」および「財政悪化への応急措置」-は、いずれも時間稼ぎの手段に過ぎない。危機を最終的に沈静化させるためには、政府が中長期的な財政再建策へのコミットメントを行い、それが市場に信認されることが必要である。現時点で必要と考えられる財政再建策の骨子を提示した。

補論としては、日銀の金融政策正常化に伴うリスクをまとめた。各所で指摘されているように、日銀が金融正常化を進めることは、日本財政に大きな影響を与え得る。日銀の金融正常化が、金利水準や日銀自身の財務にどのような影響を与えるかのシミュレーションなどを行い、財政危機への影響などそのリスクを提示した。

目次

はじめに.....	i
エグゼクティブサマリー.....	ii
第1部 危機時の重要指標シミュレーション	1
第1章 危機の定義.....	1
第2章 財政危機の発生経路.....	4
第3章 財政危機の起点となりうる経路.....	9
第4章 重要指標の将来見通し.....	27
第5章 財政危機時の重要指標シミュレーション.....	33
補 論：日本銀行の金融政策正常化に伴うリスク	39
第2部 緊急対応策の検討	52
第1章 基本的な考え方.....	52
第2章 危機時の市場対策.....	52
第3章 財政悪化への応急的な対応.....	64
第4章 中長期財政再建へのコミットメント.....	76
おわりに.....	82
参考文献.....	83

第1部 危機時の重要指標シミュレーション

第1章 危機の定義

「危機」定義の視点

危機時のシミュレーションを行う上でまず必要なのは、「危機」を具体的に定義することである。本報告書では、長期金利を「危機」の定義に用いることとする。どのような危機であっても、いずれは金利の上昇につながると考えるからだ。

無論、財政危機は過去に、金利の暴騰、自国通貨の暴落、ハイパーインフレなど、様々な姿で顕れてきた。金利上昇に先行して円が暴落するといった危機の類型も十分に考えられる。そうしたケースについても後ほど詳しく見ていくが、各種シミュレーションの共通の出発点として、「危機」の定義は長期金利をベースに行うこととする。

現在の金利状況と国債利払費

令和7年度（2025年度）の国の当初予算（一般会計予算）の歳出は約115兆円だが、最大の歳出項目である社会保障関係費（約38兆円）に次ぐのは国債費（約28兆円）である。この国債費のうち、国債の元本返済に相当する債務償還費が約18兆円、利払い費が約10兆円となっている。

国の債務残高が1000兆円を超えても財政危機や、その前兆としての金利の大幅上昇が発生しない一つの理由と考えられてきたのは、日銀が膨大な国債を保有し長期金利が長らく1%程度に抑制されてきたことである¹。その結果、国債の利払い費は、現時点（2025年）で約10兆円に留まっている。なお、政府と日銀を一体の統合政府として見れば、日銀が国債を保有するか否かにかかわらず、統合政府全体の負債コストは基本的に変わらない。現在は金利が低いいため、統合政府全体としての負債コストが顕在化していないのである。

しかしながら、この状況が続くとは限らない。コロナ禍、ウクライナ戦争などにより、世界経済はデフレ傾向からインフレ傾向に転じている。日本でも、2024年7月の日銀の金融政策決定会合において政策金利が引き上げられ、久々に「金利のある世界」へと戻った。「金融の正常化」の一環として、日銀による国債買い入れ減額の方針も提示され、金利の上昇圧力となっている。さらに、南海トラフ地震、首都直下型地震、台湾有事などが発生した場合も金利への大きな上昇圧力となるため、その財政的な備えも必要となる。

為替市場でもこの数年で大幅な円安が進んだ。物価も上昇傾向にある。円安の進行は国内のインフレ率を嵩上げし、「フィッシャー方程式」に沿って金利の上昇圧力を高める。そこで長期金利の抑制のため日銀が指値オペを行うと、それが円安とインフレ率をさらに加速させる可能性がある。あるいは日銀が国債買い入れを自制すれば、金利がさらに上昇する可能性がある。

¹ なお、2025年1月末時点で長期金利は1.2%を超えて上昇中である。

る。このように、金利、為替、物価は互いに連関しつつ財政負担を高めていく。繰り返しになるが、本報告書では金利をベースに「危機」を定義した上、為替や物価との関連性についても見ていくこととする。

長期金利水準による定義：「危機の前兆段階」と「危機の初期段階」

研究プログラム「財政危機時の緊急対応プラン」の目的は、政府が危機時に迅速かつ的確な対応を取ることを通じて、国民生活の損失を抑えることにある。したがって、本報告書が主な対象とするのは、財政危機の予兆時や、危機が発生して間もない時点での緊急対応である。危機が本格化し財政が破綻状態になった時点からの対応も重要だが²、本報告書はあくまでその前段階での対応と危機の沈静化を主目的とする。

よってここでは、「危機の前兆段階」および「危機の初期段階」の2つの時点で「危機」を定義する。以下のコラム1の欧州債務危機の例でもそうであるように、危機が本格化すると金利は数十%のレベルまで跳ね上がることもあるが、本報告書ではより早期の段階を主対象とする。

定義に当たっては、2024年度前半に、5名以上の日本の代表的な市場エコノミストから「危機」の定義の在り方につきヒアリングを行い、その結果を基に共著者間で検討を行った。なお、この定義は現時点（2025年1月）のものであり、国内外の経済・財政状況などにより変化するものであることを付言する。

危機の前兆段階：長期金利が4%～5%となった時点と想定する。目安としたのは、令和7年度予算における長期金利の想定=2%である。その想定金利の2倍以上に長期金利が跳ね上がった段階は、危機の前兆段階と見なすことができると考えた。また、令和6年度時点の長期金利想定=1.6%の2倍である3.2%も、危機の前兆段階に近づいた目安として用いた。

危機の初期段階：長期金利が7%～10%となった時点と想定する。令和7年度予算の税収（概算）は78兆円である。国債利払費がこの税収を超過するような場合、日本財政の持続性についての市場心理は大幅に悪化し、第1部第3章で述べるような市場参加者による「自己実現的期待（self-fulfilling expectation）」により、長期金利がさらに大幅に上昇する可能性が高まると考えた。

² その時点での対応については小林（2018）などが扱っている。

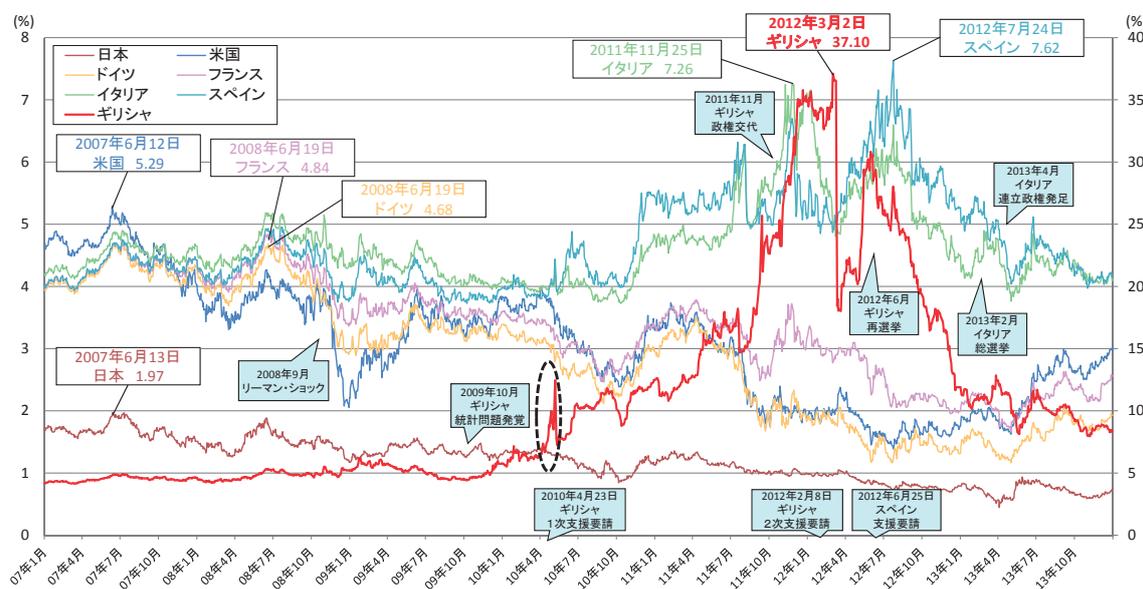
コラム 1：財政危機時の金利上昇事例

過去の財政危機時における金利上昇の事例として、2009年10月の統計問題発覚を発端とした欧州債務危機を見てみる。欧州債務危機は比較的最近の先進国における財政危機であり、先進国では珍しいとされる自己実現的な危機だったとも言われる。

ギリシャの10年国債の利回りについて、統計問題発覚前後は5%前後で推移していた。2010年1月ごろから金利は上昇し、同年4月の第一次支援要請前後に10%前後に乱高下した。その後財政危機・金融危機はさらに進展し、2012年3月2日には37.10%まで上昇した。

同時に、欧州重債務国である他のGIIPS諸国（ギリシャ以外には、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スペイン）の国債金利も大きく上昇した。アイルランドは4.78%から14.08%（2011年7月18日）に、イタリアは4.01%から7.26%（2011年11月25日）に、ポルトガルは4.97%から17.39%（2012年1月30日）に、スペインは3.98%から7.62%（2012年7月24日）に上昇している。ポルトガルは2011年5月に総額780億ユーロ（うちEU520億ユーロ、IMF260億ユーロ）、スペインは2012年6月に総額1,000億ユーロ（全額EU）の融資を受けている。

図表 1-1 日米および欧州諸国の国債利回り



(出典) Bloomberg

(注) 10年国債の金利。ギリシャ国債は、民間債権者との債務交換に伴い、2012年3月12日より交換後の新発債にて取引が行われている。本資料では、2012年3月12日以降、2023年償還のギリシャ国債の金利を使用しており、債券交換前と比較して低くなっている。

(出所) 財政制度等審議会（2014）平成27年度予算の編成等に関する建議（参考1）資料

第2章 財政危機の発生経路

「ファンダメンタルズ危機」と「自己実現危機」

歴史的、理論的に見て、財政危機は「ファンダメンタルズ危機」と「自己実現危機」とに大別できる（Blanchard 2023など）。前者は、貯蓄・投資やリスク・流動性といった経済のファンダメンタルズを起因とする危機。いわば、経済財政的に見て起こるべくして起こる危機を指す。後者は、何らかのきっかけで市場参加者の多くが国債デフォルトなどを懸念し始め、そうした市場心理に応じて金利が非連続的に上昇し、デフォルト確率が自己実現的に高まる危機である。より理論的な説明をすれば、複数均衡の下で、ファンダメンタルズに整合的な「良い均衡」から、市場の悲観的期待によって形成される「悪い均衡」への非連続ジャンプである。自己実現危機は新興国に多いパターンの財政危機とされてきたが、ユーロ危機など先進国でも観察されてきた。

自己実現危機についての理論的な検討によれば、自己実現危機は、債務水準が非常に低い国家でも発生するという（Blanchard 2023）。つまり、ファンダメンタルズが健全に見える国家においても、市場心理の変化によっては、金利の急上昇を通じた危機はいつでも発生する。ただ、現実的に考えれば、多くの市場参加者が国債デフォルトを一斉に懸念し始めるのは、公的債務水準が高いなどファンダメンタルズに問題のある国についてであろう。他方、ファンダメンタルズ危機についても、いくら経済財政状況が悪いからといって、危機が連続的な形でスムーズに発生することも考えがたい。何らかの市場心理的なジャンプが伴って危機が発生するのが通常であろう。つまり、自己実現危機とファンダメンタルズ危機は、主要因がいずれかであったとしても、お互いに絡み合う形で発生することが多いことが予想される（コラム1の例など参照）。

財政危機の発生経路：ファンダメンタルズ危機の場合

本報告書前段（第1部）のシミュレーション部分は、ファンダメンタルズ危機について主に扱う。自己実現危機は、不合理な市場心理を主要因として起きる危機であるため、危機がいつ、どういう経路で発生するのかをあらかじめ想定したり分析したりするのが難しいからだ。本報告書後段の緊急対応策部分（第2部）においては、対応を分ける必要がある場合を除けば、両危機に共通な対応策を扱うこととする。

ファンダメンタルズ危機につき、財政危機の発生する潜在的な経路を整理したものが図表1-2である。すでに述べたように、財政危機は、金利上昇だけでなく円高、インフレなど様々な様相で姿を顕す可能性があるが、いずれは長期金利の上昇へとつながると考えられる。

危機には自己実現的な要因も加わるため、危機発生のルートを事前に予想しきることはできないが、ファンダメンタルズ危機については以下のような3つの蓋然性の高いルートを設定している。

第一は債務を通じた経路である。債務残高が増加すると、長期金利が上昇した場合の利払費の増加幅が大きくなり、財政の脆弱性が高まる。日銀が金融正常化に伴い国債保有額を減少させると、国内における国債の消化余力がさらに小さくなる。その減少を補うために国債の海外

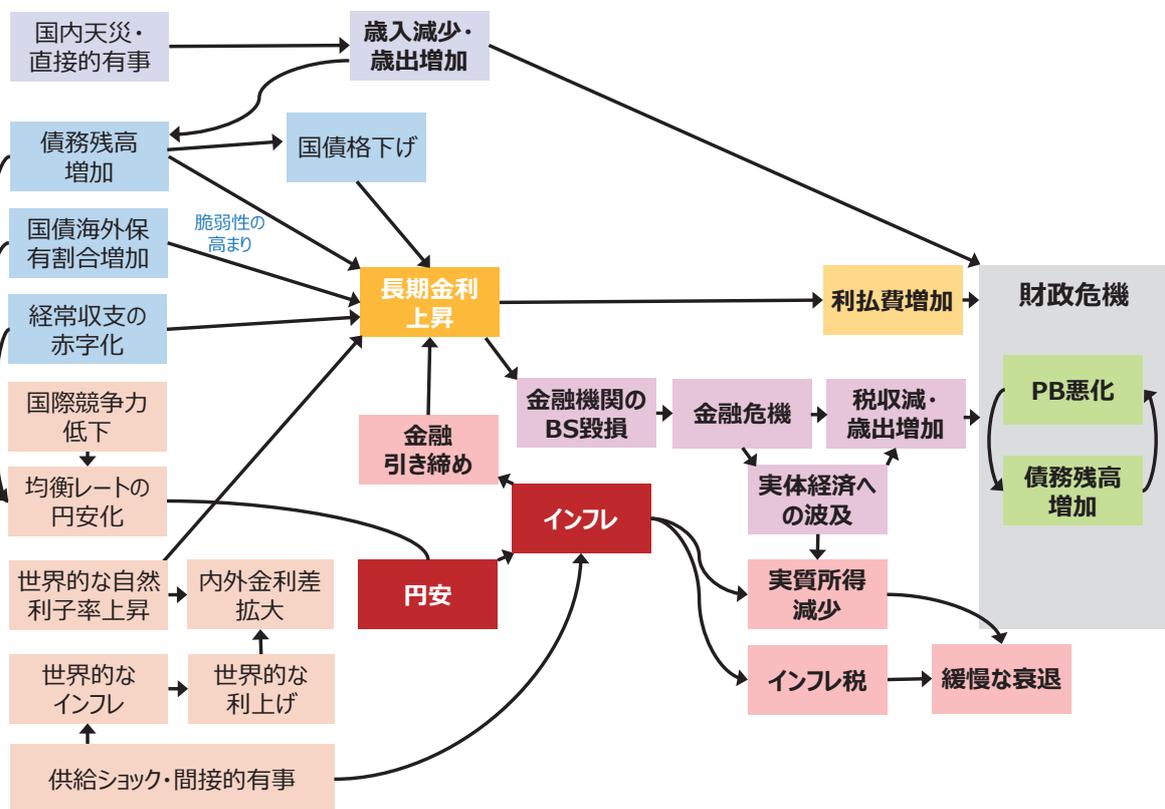
保有割合が増加すると、長期金利の上昇圧力になる。また、海外保有の国債は危機時における「逃げ足」が速いとされており、危機発生時に危機をさらに増幅させる要因ともなりうる。

第二は為替を通じた経路である。国際競争力の低下等によって均衡為替レートが円安方向にシフトする傾向が観察されており、そうなると、輸入物価が常態として高まることになる。輸入物価の上昇により国内インフレ率が引き上がると金融引き締めが必要となり、長期金利を上昇させることにつながる。なお、円安や物価高が生じて、日銀が財政的な懸念などから金融引き締めを十分に行わなかったり、長期国債を市場から大量購入するような場合、マイルドなインフレや円安が続く可能性もある。この状態では消費者はいわゆる「インフレ税」を支払うことになり、財政状況はゆるやかに回復する。ただ、インフレや円安をマイルドなレベルで制御できない場合には、結局は長期金利の上昇へとつながる。

第三は供給ショックや天災・有事によってインフレが上昇する経路である。たとえばウクライナ侵攻や中東の不安定化などによって世界的にインフレが進んだことは、日本の国内物価にも上昇圧力となった。インフレ傾向に応じて各国の中央銀行が利上げを行ったことで、内外価格差が拡大して円安圧力となった。また、南海トラフ地震、台湾有事など、日本国内に直接的に影響を与える天災や有事が発生すると、直接的に歳入減少や歳出増加が生じ、財政赤字が拡大する。財政赤字の拡大は、上述の債務残高の増加を通じた経路によって長期金利の上昇へとつながる可能性がある。

以降では、これらの各要素をより詳細に検討しつつ、各種シミュレーションを実施する。

図表1-2 財政危機の発生経路



(出所) 筆者作成

コラム 2：自己実現危機の可能性—投資家が国債を購入しなくなるケース

本報告書のシミュレーション部分はファンダメンタルズ危機を念頭に行っているが、本コラムでは補論として、自己実現危機がどのような状況において生じうるかについて、単純化したモデルをベースに考察する。

日本の公的債務（対GDP）はG7諸国中最大で、さらに膨張を続けているにもかかわらず、現時点では国債は市場で順調に消化され、長期金利は低い水準にとどまっている。これは、多くの投資家は「当面、国債暴落は発生しない」という期待を抱き、それが自己実現的に長期金利を低い値に留まらせるという「良い均衡」をもたらしている状況とも考えられる。しかし、こうした期待はどこまで安定的だろうか。

本文中で述べたように、何らかの要因で国債市場における投資家の期待が突然変化し、自己実現危機につながる可能性がある。以下では、国債市場における投資家の期待が変化した場合において、投資家が国債を購入しなくなる条件を考えてみる。ただし、議論を簡略化するため、国債は全て1年物と想定する（この簡略化は以下の議論の本質を妨げない）。

このとき、政府の予算制約式は、

$$\begin{aligned} & \text{時点 } t \text{ における国債発行額} \\ & = -\text{基礎的財政収支} + (1 + \text{国債利回り}) \times \text{時点 } t - 1 \text{ における国債残高} \quad (1) \end{aligned}$$

と表現できる。右辺第2項は、時点 t における国債償還額を示している（国債は全て1年債であることに注意）。第1項の基礎的財政収支は、税収と歳出（利払い費を除く）の差額であり、この値がプラスであれば国債の償還に充てられる。

この(1)式を念頭に置いて、投資家が時点 t において「次期（時点 $t + 1$ ）になると、国債は購入されなくなる」と予想するようになったと想定しよう。このとき、時点 t において投資家が予測する、時点 $t + 1$ の政府の予算制約式は、

$$\begin{aligned} \text{時点 } t + 1 \text{ の国債発行} = 0 = & -\text{基礎的財政収支} \\ & + (1 + \text{国債利回り}) \times \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (2) \end{aligned}$$

で与えられる。この式での重要なポイントは、時点 $t + 1$ において、投資家が国債を購入しないために政府は国債を発行できず、左辺がゼロになっていることである。政府は国債を償還する必要があるが、償還の財源は国債発行ではなく、基礎的財政収支を黒字にして調達する必要がある。そこで、(2)式を満たす基礎的財政収支を、「財政調整後の基礎的財政収支」(primary balance after fiscal consolidation)と呼ぶことにする。

したがって、(2) 式から、国債利回りは、

$$\text{国債利回り} = \text{財政調整後の基礎的財政収支} \div \text{時点 } t \text{ の国債残高} - 1 \quad (3)$$

として計算される。こうして得られる国債利回りが市場収益率より低い場合、時点 t における投資家は国債を購入しない。その極端なケースが、国債利回り、つまり (3) 式の値がマイナスの場合である。市場利子率はプラスだから、投資家は確実に国債を購入しなくなる。現状において市場利子率はゼロにかなり近いので、国債利回りが計算上だけでもマイナスになるかどうかは現実的な意味を持つ。

国債利回りがマイナスとなる条件は、(3) 式より、

$$\text{財政調整後の基礎的財政収支} < \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (4)$$

と表現できる。ここで、「財政調整後の基礎的財政収支」の意味を改めて考えてみよう。増税を伴う税制改正は国会の議決が必要だから、財政危機にはすぐには対応できない。したがって、財政危機対応として最も容易かつ迅速な方法は、国債償還以外の歳出を全て凍結し、税収を全て国債償還に充てることである。つまり、財政調整後の基礎的財政収支は税収に等しいと考えてよいから、(4) 式は、

$$\text{税収} < \text{時点 } t \text{ の国債残高} \quad (5)$$

と書き換えられる。

それでは、実際にはどうなっているだろうか。ここまで国債は1年債だけで構成されると想定してきたが、実際にはそうはなっておらず、(5) 式等に登場する国債残高は国債償還額と読み換える必要がある。そこで、国債償還額に対する税収比率が現状どうなっているかを調べてみよう。令和6年度当初予算ベースにおける普通国債償還年次表によると、令和7年度の償還予定額が150兆9,324億円となっている³。他方、令和7年度当初予算における国税収入は78兆4,400億円となっており、償還予定額を大きく下回っている^{4,5}。

このように、日本の財政の現状は非常に厳しく、何らかの要因による投資家の期待の変化によって、財政危機が自己実現的に発生する危険性がある。現状では、国債利回りは極めて低い水準で安定しており、国債の信用リスクをカバーするためのCDS（クレジット・

³ 普通国債償還年次表（令和6年度当初予算ベース）
(<https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/syoukan02.pdf>)

⁴ 令和7年度政府予算案
(https://www.mof.go.jp/policy/budget/budger_workflow/budget/fy2025/seifuan2025/index.html)

⁵ なお、少し前のデータになるが、財務省（2011）が、2008年の中央政府を対象として「OECD加盟国における国債（市場向け）の償還額の税収対比」を行っている。それによると、調査対象となったOECD加盟国中で国債償還額が税収を上回っているのは日本だけであり、国債償還額が税収額を上回る比率も圧倒的に高かった。

デフォルト・スワップ) の保証料率も低い水準にあるが、この状態が安定的に続くという保証はない。

次に、財政危機が深刻化し、国債利回りが高騰した場合、市場が要求する政府債務の再構築の程度がどの程度のものとなるかを考えてみる。これは、政府債務と基礎的財政収支との関係から考えることができる。無限の将来において政府債務を発散させないためには、現在から無限の将来にわたる各時点で発生する基礎的財政収支を、 $(1 + \text{国債利回り} - \text{経済成長率})$ で割り引いた値の累計以下に、現在の政府債務 (対GDP比) をとどめる必要がある。さらに、政策的に実現可能な基礎的財政黒字 (対GDP比) の上限値を「基礎的財政収支の限界」 (primary balance limit) と定義すれば、

$$\begin{aligned} & \text{政府債務 (対GDP比)} \\ & \leq \text{基礎的財政収支の限界 (対GDP比)} \div (\text{国債利回り} - \text{経済成長率}) \quad (6) \end{aligned}$$

という関係式が成立する。つまり、政府には少なくとも、現在の政府債務 (対GDP比) \times (国債利回り - 経済成長率) を上回るだけの基礎的財政黒字を生み出す能力がなければならない。

この (6) 式を念頭に置いて、たとえば、日本の現在の公的債務残高 (対GDP比) は約 250% だが、国債利回りを 2%、経済成長率を 1% とすると、その場合、日本政府には少なくとも GDP 比 2.5% まで基礎的財政収支を黒字化する能力が求められる。

(6) 式に含まれている基礎的財政収支の限界は、増税や歳出削減の限界のほか、政治の成熟度や民主主義の理解度の影響も受ける。GDP 比 2.5% の基礎的財政黒字は容易に達成できるハードルではなく、強い政治のリーダーシップが必要となる。なお、基礎的財政収支の限界を GDP 比 1% と予測した場合、(6) 式を成立させる国債利回りの上限は 1.4% となる。また、基礎的財政収支の限界を GDP 比 0%、2% とした場合は、それぞれ 1%、1.8% となる。こうした試算結果は、経済成長率が 1% 程度の状況の下で、市場の期待が突然変化して国債利回りが現在の水準を少しでも上回ると、日本財政が自己実現的に持続不可能に陥りかねない危険性があることを示唆する。

この点に関連して、政府債務をストック・ベースで見ると、海外投資家の国債保有割合は 13% 程度であり、約 9 割は国内で消化されているので問題はないとの楽観論も聞かれる。しかし、日銀の金融政策正常化に伴う日銀の保有比率の低下により、今後、海外投資家の保有割合が上昇することも見込まれる。危機時での逃げ足が速い海外投資家の国債市場における存在感は高まっており、国債利回りが現在のように低位で推移する保証はない。市場の自己実現的期待から国債利回りが急上昇する可能性、すなわち自己実現危機が発生する可能性は十分ある。

第3章 財政危機の起点となりうる経路

上述のように、本報告書ではファンダメンタルズ危機の典型経路として3つのルートを設定した。1つ目は債務増加を通じたルート、2つ目は為替を通じたルート、3つ目は天災・有事を通じたルートである。いずれのルートもやがては金利上昇につながると考えられるため、以下では最初に1. において、第1のルートにつながる債務増加を含め、より幅広く金利上昇に影響する要素につき、既存研究をベースに整理して以下で提示する。次に2. で、第2のルートの為替・物価を通じた危機に影響する要素を見ていき、最後に3. で、天災・有事を通じたルートを見ていくこととする。

1. 金利上昇に影響を与えうる要素の整理（既存研究・データの整理）

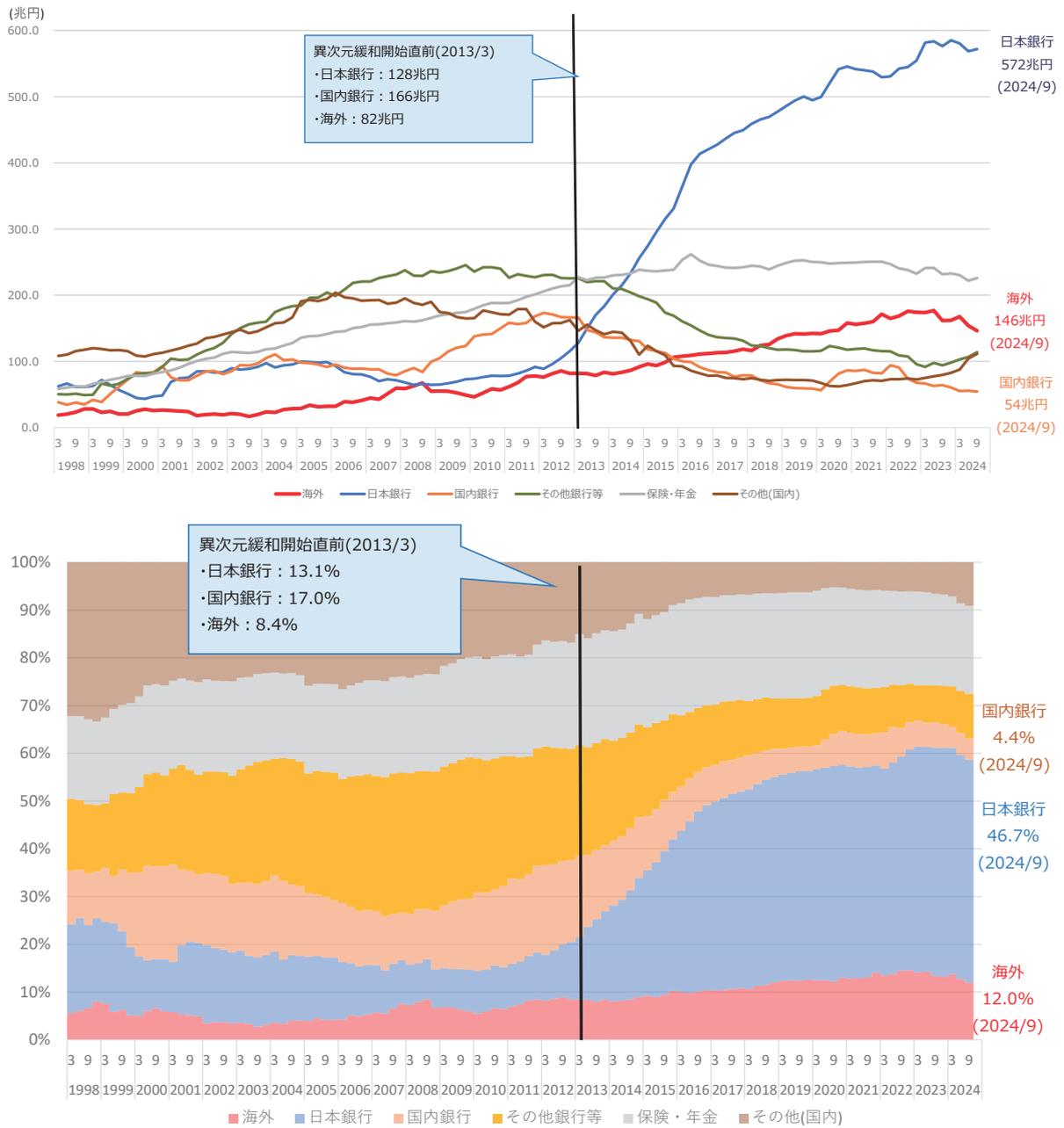
(1) 国債の海外保有比率

① 国債の海外保有比率の動向

国債保有主体を見ると、2013年4月の日銀の異次元緩和開始以降、日銀の保有額・保有割合が大きく増加している（2013年3月は128兆円・13.1%→2024年9月は572兆円・46.7%）。他方で、国内銀行やその他銀行等（ゆうちょ銀行含む）の保有比率は減少傾向にある。

中長期的なトレンドとして海外の保有割合が増加傾向にあり、2024年9月時点では146兆円・12.0%となっている。なお、国庫短期証券に限定すると、海外保有比率が53.3%と過半数を占めている。

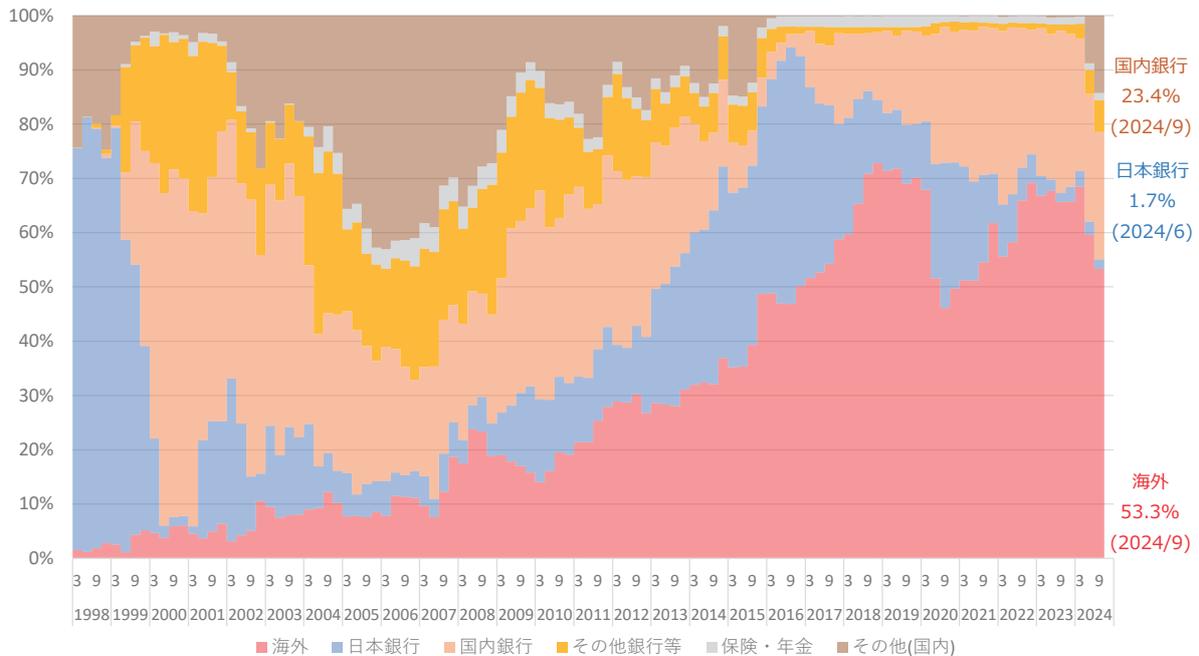
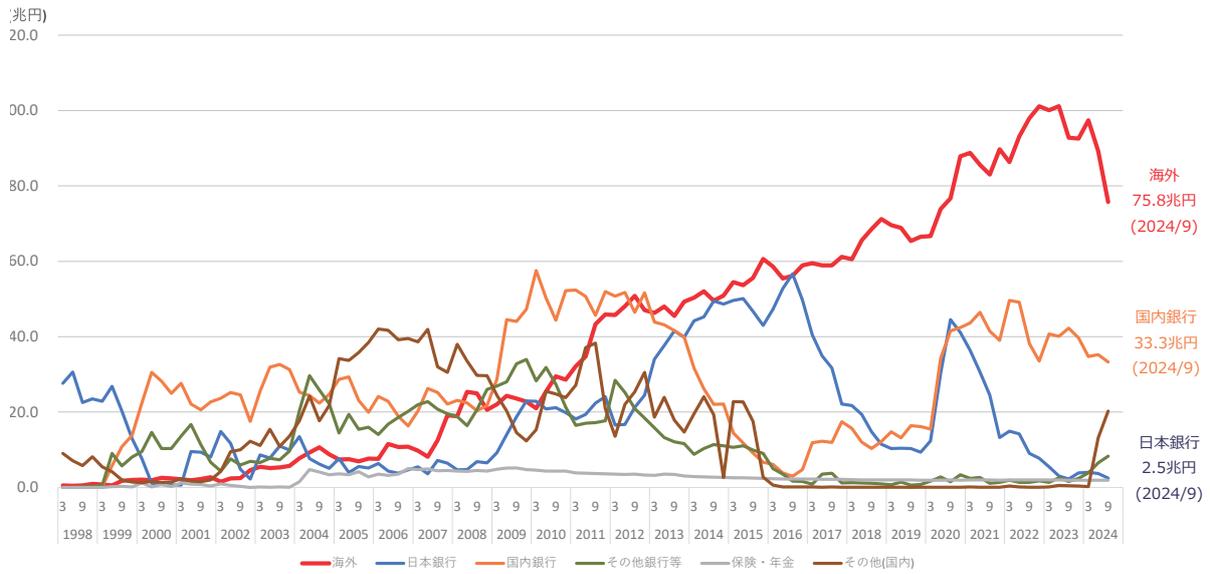
図表1-3 国債保有主体（国債・財投債・国庫短期証券合計）



(注) 「その他銀行等」には郵便貯金、ゆうちょ銀行、外国銀行、証券会社等を含む。「その他」には、公的年金、一般政府、公的金融機関、家計を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

図表1-4 国債保有主体（国庫短期証券のみ）



(注) 「その他銀行等」には郵便貯金、ゆうちょ銀行、外国銀行、証券会社等を含む。「その他」には、公的年金、一般政府、公的金融機関、家計を含む。

(出所) 日本銀行資金循環統計

国債の海外保有比率については、直近2年ほどは減少傾向が続いているが、中長期的なトレンドとしては上昇傾向にある。今後、日銀が金融正常化を進め国債保有比率を縮小していく過程で、海外保有比率が大きく上昇する可能性もある。

② 国債の海外保有比率と金利の関係

国債の海外保有比率の変化は、金利にどういった影響を与えうるのだろうか。この点については多くの実証研究がなされてきたが、その代表的なものを整理したのが図表1-5

である。先進国を対象とした研究、新興国を対象とした研究、双方を含む研究など、さまざまな実証研究があるが、全体的には、国債の海外保有比率が上昇すると、金利を押し上げる方向に働くことが確認されたものが多い。例えばIchiue and Shimizu (2015) は、先進10か国を対象としたデータを用いて、政府債務の増加が全て海外からの借入で賄われる場合、国内からの借入で賄う場合と比べてフォワード実質金利の上昇は約3倍になっている。Agca and Celasun (2012) は新興国を中心とした15か国を対象として、国債の海外保有比率と企業の借入コストの関係を分析し、対外政府債務が1標準偏差増加すると、企業の借入コストは9%上昇するという結論を得ている。

ただしEbeka and Lu (2015) の研究では、国債の外国人保有率が高まると、ボラティリティは高まるものの、利回りは下がる傾向があると指摘している。ただこの研究についても、国の財政状態が悪い中で外国人保有比率が上昇すると、むしろ利回りが上がると結論付けている。また、外国人保有比率とボラティリティが連動しているということは、外国人保有比率が高まることにより金利リスクが高まることを示している。

最近の研究で興味深いのがMatsuoka (2022) である。ここでは、先進11か国・新興14か国を対象とした実証分析によって、民間海外主体の国債保有率が20%を超えると長期金利が非線形に急上昇することが指摘されている。

図表1-5 国債の海外保有比率が金利に及ぼす影響まとめ

研究	対象	研究概要	主たる結論
Dell' Erba et al. (2013)	先進国・新興国	<ul style="list-style-type: none"> 債務の構成・水準がソブリン・スプレッドとどのような関係を持っているのかを検証。 	<ul style="list-style-type: none"> 新興国では、スプレッドと債務水準に有意な相関はあるものの、債務が自国通貨建ての場合は有意ではない。 先進国では、債務水準とスプレッドの相関は、新興国の1/5程度だが、ユーロ圏については新興国と同程度。 債務水準とスプレッドの関係は、対外債務が大きい場合により強くなる。外貨建て債務が大きくなると、金融の脆弱性が高まる。
Ebeka and Lu (2015)	新興15か国	<ul style="list-style-type: none"> 自国通貨建て国債の外国人保有率の上昇が利回りに与える影響を検証。 	<ul style="list-style-type: none"> 自国通貨建て国債の外国人保有率が上がると、利回りは下がるがボラティリティは高まる。 財政状態が悪い国においては、外国人保有率の上昇は利回りの上昇と関連する。
Ichiue and Shimizu (2015)	先進10か国	<ul style="list-style-type: none"> 長期金利の決定要因を分析。 内生性に対処するため、フォワード金利とエコノミスト・国債期間の予測を利用。 	<ul style="list-style-type: none"> 政府債務の増加が全て海外からの借入で賄われる場合、フォワード実質金利の上昇は、国内からの借入で賄う場合と比べて約3倍になる。
Matsuoka (2022)	先進11か国・新興14か国	<ul style="list-style-type: none"> 国債の保有割合の変化が、長期金利に及ぼす非線形の影響を推定。 	<ul style="list-style-type: none"> 海外の民間主体の保有率が約20%を超えると、長期金利上昇リスクが指数関数的に高まる。 政府債務が一定レベルを超えると、海外の民間主体の保有比率増加は金利を引き上げる方向に働く。
Agca and Celasun (2012)	新興国を中心とした15か国	<ul style="list-style-type: none"> 国債の海外保有比率が企業の借入コストに及ぼす影響を分析。 	<ul style="list-style-type: none"> 国債の海外保有比率が高まると、企業の借入コストは上昇する。 対外政府債務が1標準偏差増加すると、企業の借入コストは9%上昇する。

(出所) 筆者作成

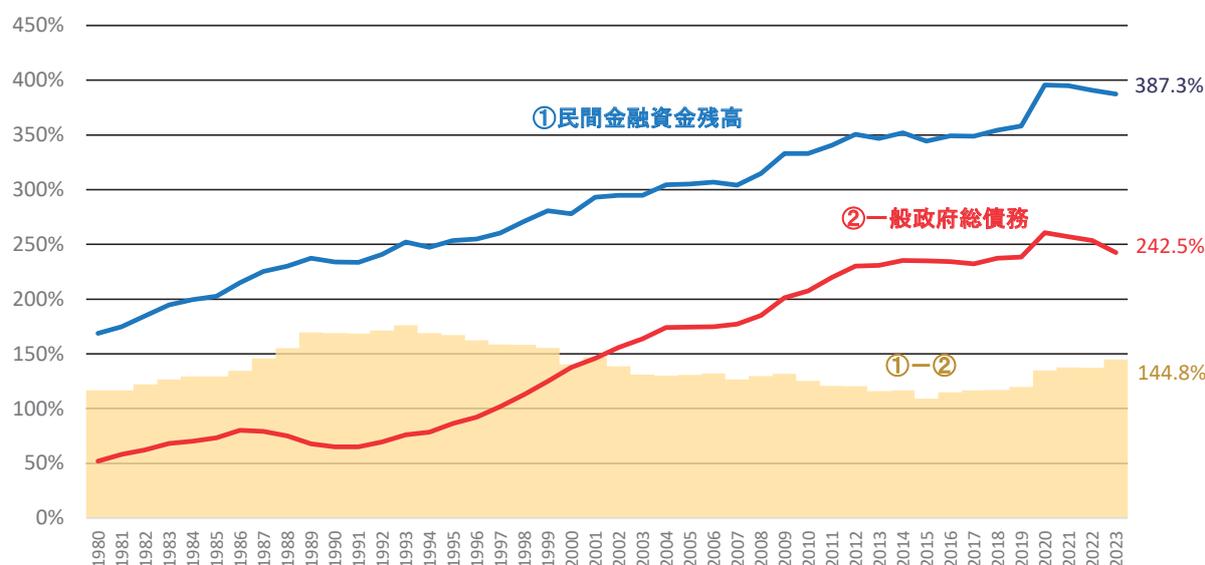
また、海外投資家は危機時において逃げ足が速いため、国債残高の海外保有比率が高まると、何らかのショックで市場における「自己実現的期待」(self-fulfilling expectation)が変化した場合、長期金利が大幅に変動し自己実現危機が発生する確率が高まると考えられる。

(2) 国内資金余剰

ここでは日本経済全体の資金需給について見ていく。

家計と企業の預金の合計を国債への資金供給の潜在力として考え、家計部門の金融資産と企業部門の現金・預金から家計部門の株保有資産を差し引いた金額（民間金融資金残高）と一般政府債務残高を比較し、当該差額を資金余剰とみなす。当該資金余剰の対GDP比は1993年以降低下傾向となり、2015年に109.5%となったが、その後反転し、直近は144.8%と増加傾向にある。

図表 1 - 6 民間金融資金残高と一般政府総債務の比較



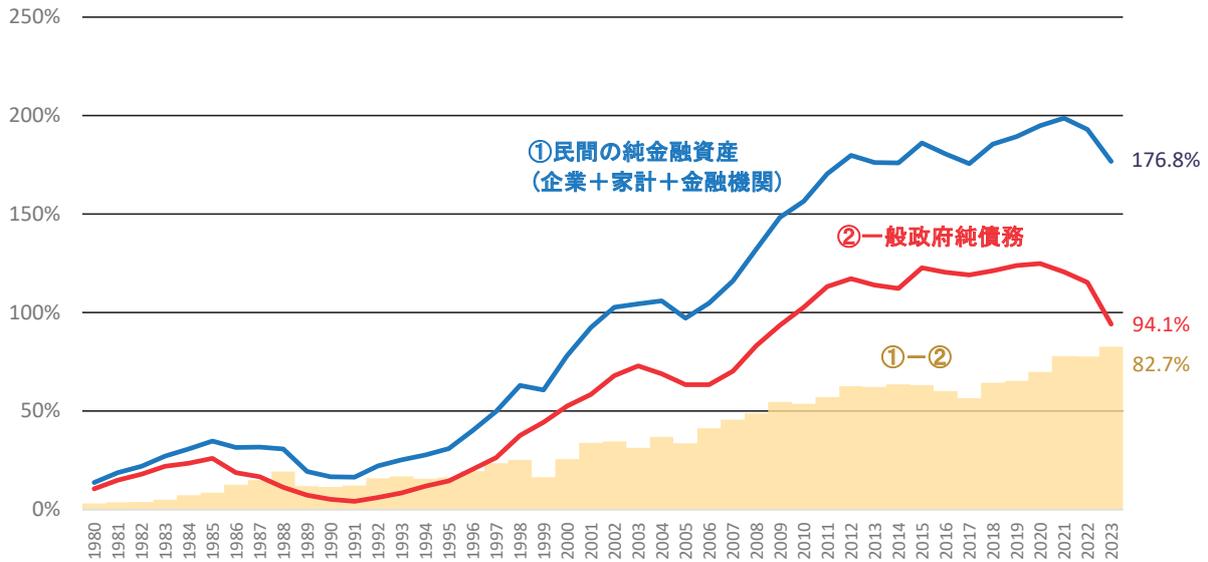
(注) 債務額は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。民間金融資金残高は、家計部門（非営利部門含む）の金融資産・株保有資産+企業部門の現金・預金である。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

次に、民間の純金融資産の合計を国債への資金供給量の潜在力として考え、民間の純金融資産と一般政府債務残高を比較し、当該差額を資金余剰とみなす場合でも、足元は増加傾向にある。

このように2015年辺りから、国内の国債への潜在的資金供給源は、政府債務残高に比して増加傾向にある。これらは、財政の持続性にとってプラスに働く要因であるが、当然のことながら、国内の金融資金に余裕があるからといって、政府財務が持続可能であるということにはならない。また今後、金利上昇などにより国債発行残高や支払利子が急増する場合には、資金余剰の対GDP比は再び低下傾向となる可能性がある。

図表 1-7 民間の純金融資産と一般政府純債務の比較



(注) 債務額は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。民間部門の純金融資産は、家計部門（非営利部門含む）、企業部門、金融部門の純金融資産である。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

(3) 財政赤字

① 財政赤字の推移

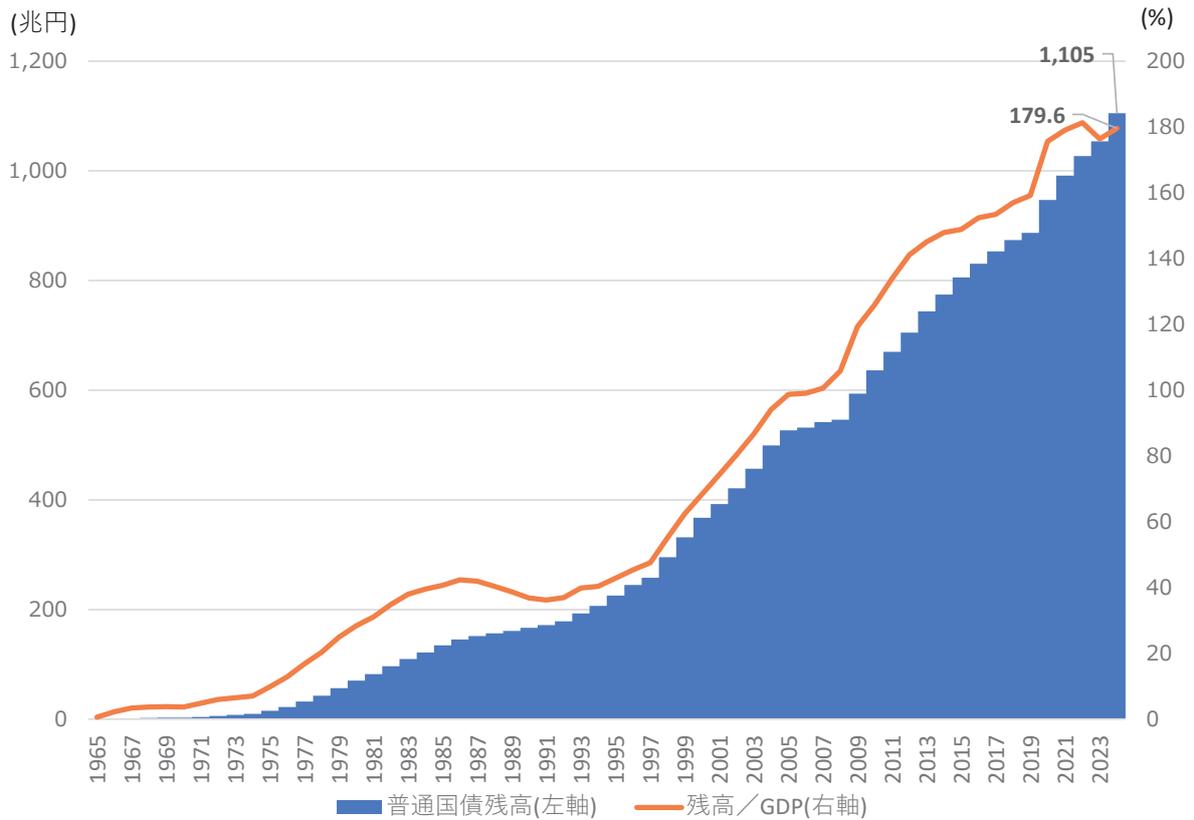
ここでは、危機発生第1のルートとなる日本の財政赤字の推移をフローとストックの双方から見ていく。

まずはストックに関し、2024年度末には普通国債残高は1,105兆円、GDP比179.6%と見込まれている。いずれも増加の一途をたどってきた。なお、地方政府、社会保障基金を含む一般政府ベースでは2024年度末には1,533兆円、GDP比251.2%⁶となっており、主要先進国の中で突出して高い水準となっている⁷。

⁶ いずれもIMF World Economic Outlook database: October 2024による推計値。

⁷ G7諸国の中で2番目にGDP比の高いイタリアは2024年末に136.9%と推計される（IMF World Economic Outlook database: October 2024）。

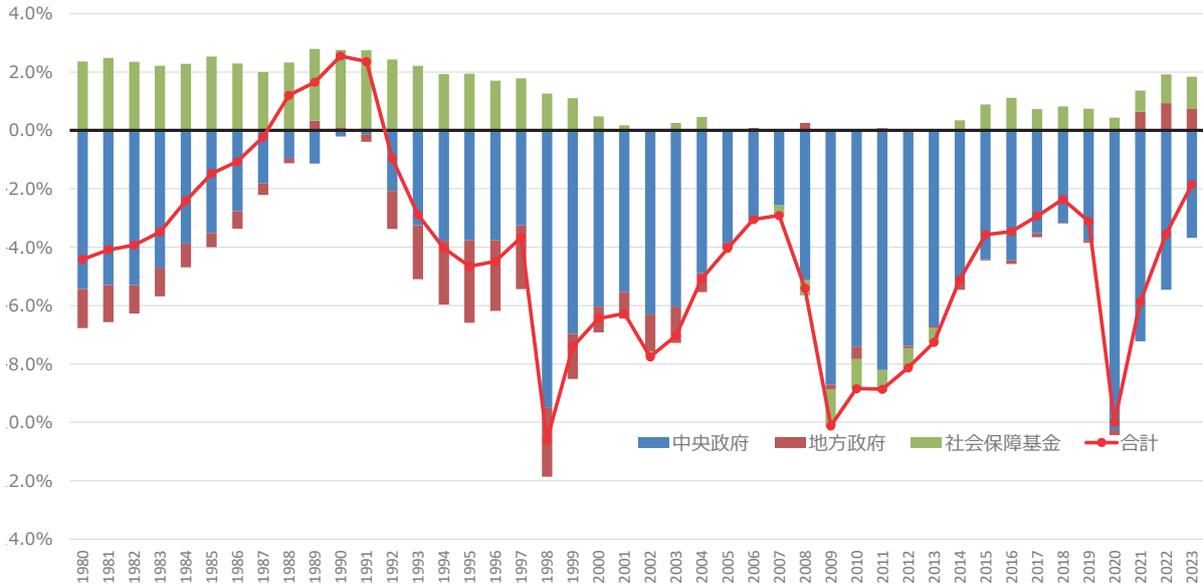
図表1-8 普通国債残高の推移



(注) 令和5年度および令和6年度は「中長期の経済財政に関する試算」(令和6年7月29日)の値。
 (出所) 財務省 国債発行額の推移(実績ベース)

次にフローとして、一般政府の財政赤字を見ると、バブル崩壊以降は赤字が続いている。近年の動向については、リーマンショック後徐々に回復傾向にあったが、新型コロナウイルス感染症を受けて2020年に再度悪化し、その後再び回復傾向にある。地方政府については2021年以降は黒字となっている。近年の回復傾向は、インフレ傾向や企業業績回復によるものと考えられるが、他方で「金利のある世界」に戻ることで、今後は国債利払費が遅効的に財政圧迫要因となることが予想される。

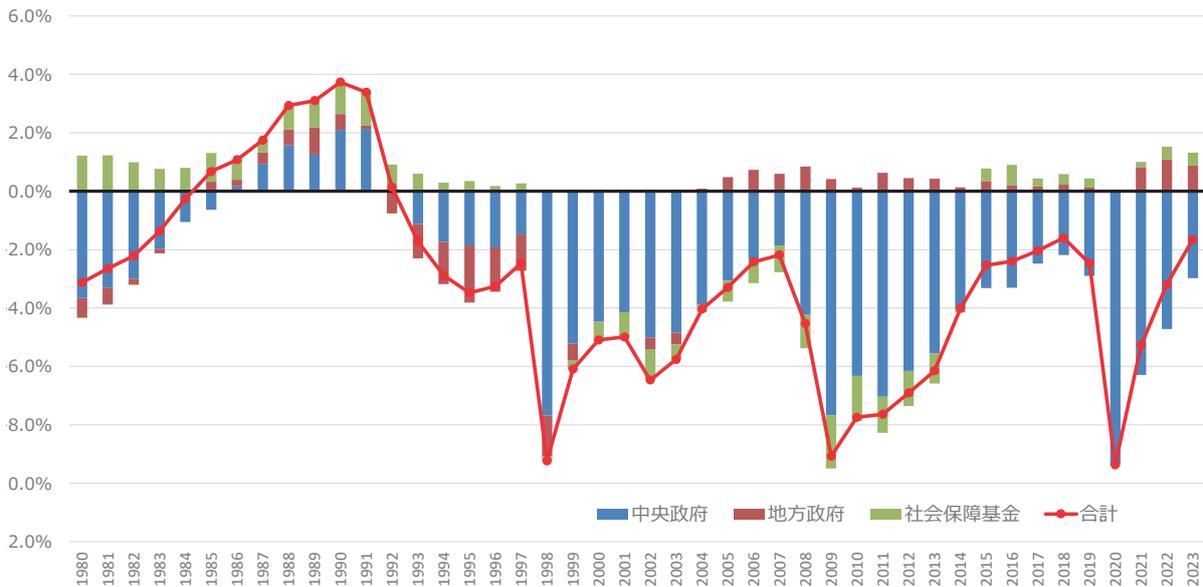
図表1-9 一般政府の財政収支対GDP比の推移



(注) SNAベースの純貸出 (+) /純借入 (-) の金額を、国内総生産で除したもの。1980年度から1993年度までは93SNA、1994年度から2023年度までは08SNAに基づく計数。

(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

図表1-10 一般政府のプライマリーバランス対GDP比の推移



(注) SNAベースのプライマリーバランスの金額を、国内総生産で除したもの。1980年度から1993年度までは93SNA、1994年度から2023年度までは08SNAに基づく計数。

(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

② 債務残高・財政赤字と金利の関係

債務残高や財政赤字が拡大したとしても、代表的個人が無限期にわたって最適化行動を行い、家計がそれに反応して貯蓄を増やすような「リカードの等価定理」的状況が成り立つのであれば、金利には影響を与えない。しかし、現実においてそうした状況が成り立つ場合はむしろまれであり、成り立たない場合には、債務残高や財政赤字の拡大は金利に影響を与えることが明らかにされてきた⁸。

リカードの等価定理が成り立たないケースとしては第一に、各個人が有限期間で最適化をする場合が挙げられる。この場合、債務残高や財政赤字が拡大したとしても、現在生きている個人はそのコストを一部しか負担せずに残りは将来世代の負担となるため、各人の消費・貯蓄行動は変化する。第二に、各個人の限界消費性向が異なる状況では、再分配が行われることで金利に影響が生じる。たとえば、限界消費性向の低い個人（高所得層等）から限界消費性向の高い個人（低所得層等）に再分配が行われる場合、経済全体で消費が刺激されるため金利が引き上げられることになる。第三に、財政政策が予備的貯蓄に影響を与える可能性がある。たとえば政府が社会保障を拡充すると各個人の予備的貯蓄を引き下げることになり、金利が上昇する。第四に、政府債務の増加は資産供給を増加させるため、金利を引き上げる効果を持つ。

図表1-11は、債務残高や財政赤字が金利に及ぼす影響を分析した代表的な実証研究を整理したものである。分析対象は、米国をはじめとした先進諸国が中心だが、おおむね似たようなインパクトが推定されている。分析結果には多少の幅はあるものの、債務残高対GDP比が10%ポイント（以下pt）上昇すると金利が0.3~0.4% pt上昇し、財政赤字対GDP比が1% pt拡大すると金利が0.4%pt程度上昇するという結論が多い。

⁸ Rachel and Summers (2009)。

図表 1-11 債務残高や財政赤字が金利に及ぼす影響まとめ

研究	対象	研究概要	主たる結論
Engen and Hubbard (2005)	米国	<ul style="list-style-type: none"> 米国のデータを用いて、債務残高の上昇が実質金利に与える影響を検証。 	<ul style="list-style-type: none"> 債務残高対GDP比が1%増加すると、実質金利が0.02~0.03% pt上昇する。
Laubach (2009)	米国	<ul style="list-style-type: none"> 米国のデータを用いて、政府証券の先物金利が、議会予算局の財政見通しに関するニュースにどう反応するかを識別に用いて、財政赤字や債務残高が金利に及ぼす影響を分析。 	<ul style="list-style-type: none"> 対GDP比で1%の財政赤字の上昇は、金利を0.2~0.3% ptの金利上昇をもたらす。 債務残高対GDP比が1%上昇すると、金利を0.03~0.04% pt引き上げる。
Brook (2003)	先進国	<ul style="list-style-type: none"> 世界のデータを用いて、債務残高対GDPや財政赤字が金利に及ぼす影響を検証。 	<ul style="list-style-type: none"> 債務残高対GDP比が1% pt上昇すると、金利が0.01~0.06% pt上昇する。 財政赤字対GDP比が1% pt上昇すると、金利が0.2~0.4% pt上昇する。
Faini (2006)	ユーロ圏	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏のデータを用いて、債務残高対GDPや財政赤字が金利に及ぼす影響を検証。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政赤字対GDP比が1% pt上昇すると、長期金利を0.4% pt上昇させる。
Kinosita (2006)	OECD 19か国	<ul style="list-style-type: none"> OECD19か国の1971~2004年のデータを用いて、債務残高GDPが金利に及ぼす影響を分析。 	<ul style="list-style-type: none"> 債務残高GDP比の1% ptの上昇は、金利を0.04~0.05% pt上昇させる。
Kameda (2014)	日本	<ul style="list-style-type: none"> 総理による経済対策のアナウンスメントをイベントスタディとして用いて、財政政策が金利に与える影響を分析。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政赤字・プライマリーバランス対GDP比が1% pt上昇すると、実質10年金利を0.26~0.34% pt上昇させる。この効果は、足元の財政赤字よりも、財政赤字の将来見通しの方が大きい。 債務残高GDP比の1% ptの上昇は、最大でも0.012% ptしか実質金利を上昇させない。
田中 (2021)	先進国	<ul style="list-style-type: none"> 先進25か国の1990~2019年のデータを用いて、名目長期金利の決定要因を分析。 	<ul style="list-style-type: none"> 1990年代以降の長期金利低下の主要因は、潜在成長率と予想インフレ率の低下。 債務残高対GDP比の1% ptの上昇は、名目長期金利を0.015~0.02% ptほど上昇させる。 日本では政府債務増加による金利上昇圧力があるが、金融政策によってそれが抑えられてきた。 2000年代以降、名目長期金利<名目成長率になっている理由は、投資家の安全志向や非伝統的金融政策、ソプリンスピルオーバーによるもの。
Rachel and Summers (2019)	文献レビュー	<ul style="list-style-type: none"> 既存研究のサーベイから、債務残高対GDP比が金利に及ぼす影響を整理。 	<ul style="list-style-type: none"> 債務残高対GDP比が1% pt上昇すると、長期的には金利が0.035% pt上昇する。 財政赤字が1% pt上昇すると、金利が0.4% pt上昇する。

(出所) 筆者作成

(4) 日銀の出口戦略・当座預金の引き出しに伴う金利上昇

① 日銀の金融正常化に伴う金利上昇⁹

日銀は2024年7月30～31日に開催した金融政策決定会合（MPM）で、それまで月6兆円程度としていた国債買入額を2年程度かけて月3兆円に減らしていくことを決定した。

日銀が長期国債保有残高を縮小する場合には、その分を民間金融機関等が吸収しなければならない。民間金融機関等の国債吸収余力にもよるが、長期国債金利が上昇することが予想される。

この点について分析した愛宕（2024）は、成長通貨の考え方を前提として、

- (1) 今後2年程度かけて国債買入額を月1.54兆円まで減額し、その後は同額の国債買入れを継続し、2050年にかけて日銀の長期国債保有残高が120兆円へ収斂するケース
- (2) 今後2年程度かけて国債買入額を月3.3兆円まで減額し、その後同額の国債買入れを継続し、2050年にかけて日銀の長期国債保有残高が260兆円へ収斂するケース

の2ケースについて、別途推計した民間の長期国債購入余力の上限値を用いて、長期金利を推計している。この結果、(1)のケースでは2050年には4%から7%超となると推計されている。また、(2)のケースでは2050年には3%超から6%超と推計されている。これは、私たちの定義する「危機の予兆段階」「危機の初期段階」に達する水準である。

久後・吉田・山口・中村・石川（2024）は、金融政策決定会合で示されていない2026年4月以降の国債買入額について、2026年3月の月2.9兆円を維持するケースを長期国債保有残高の上限、0.9兆円程度まで減額を継続するケースを長期国債保有残高の下限として、長期金利を推計している。この国債買入額の上限・下限に従うと、2040年度末の日銀の長期国債保有残高は119兆円程度から254兆円程度となるため、海外保有比率の高まりによるリスクプレミアムの上昇により、2040年度に長期金利は3～7%程度まで高まり得ると推計されている。これもまた、「危機の予兆段階」「危機の初期段階」に達する水準である。

図表1-12 日銀の長期国債保有残高の縮小と長期金利

研究	想定	長期金利の推計値
愛宕（2024）	・2050年にかけて日銀の長期国債保有残高が120兆円へ縮小し、収斂（国債買入は月1.54兆円）	・2050年の長期金利は、4%超から7%超
	・2050年にかけて日銀の長期国債保有残高が260兆円へ縮小し、収斂（国債買入は月3.3兆円）	・2050年の長期金利は、3%超から6%超
久後・吉田・山口・中村・石川（2024）	・2040年にかけて日銀の長期国債保有残高は、119兆円（下限）から254兆円（上限）に縮小	・2040年の長期金利は、3～7%程度になる

（出所）愛宕伸康（2024）「日本銀行はどこまで国債保有残高を減らすべきか～中銀バランスシートの在り方と長期金利への影響～」、久後翔太郎・吉田亮平・山口茜・中村華奈子・石川清香（2024）「国債需給に見る2040年までの金利上昇リスクと経済への影響」

⁹ この点を深掘りした分析については、後述の「補論：日本銀行の金融政策正常化に伴うリスク」も参照されたい。

② 預金取扱機関の国債保有に関わる規制やリスク管理

日銀の国債保有残高が最終的にどの水準になるかは明らかではないが、日銀が減らした分の国債を預金取扱機関がすべて買入れることはできない可能性が高い。図表1-13にあるような資本等に関する規制やリスク管理の枠組みによって、預金取扱機関による国債の購入余力が、現在日銀が保有する国債残高の一部にとどまる可能性があるからだ。

具体的には、レバレッジ比率規制によって、総資産等に占める自己資本の割合は一定水準以上に留める必要がある。VaR (Value at Risk) による内部リスク管理によって、一定期間に想定される最大損失額を一定水準以下に抑える必要がある。バーゼル銀行監督委員会によるIRRBB (銀行勘定の金利リスク) 規制により、自己資本に占める金利リスク量を一定水準以下に抑える必要がある¹⁰。IRRBB規制に従えば、預金取扱機関による国債の購入余力は116兆円程度であるとの試算や¹¹、現在の日銀保有分の3割前後との試算がある¹²。

このように、今後、日銀が金融正常化に伴い国債保有残高を減少させていく中、預金取扱機関だけでは、その減少額を埋めるのに十分な国債購入余力はないと考えられる。他の主体による国債購入が必要となってくるが、その一つの中心となると考えられる海外部門による国債購入は、先述のように、金利に上昇圧力とボラティリティ上昇をもたらす傾向がある。

図表1-13 銀行等の国債保有に関わる規制やリスク管理の枠組み

	規制等の枠組み	概要
資本 による 規制 の 枠 組 み	1 レバレッジ比率規制 (レバレッジ比率 = Tier 1 資本 / 総資産等)	<ul style="list-style-type: none"> 総資産等に占める自己資本の割合が一定水準以上となる必要がある。 国債購入は総資産等の増加要因となり、当該比率を低下させる。 ※特例措置により日銀への預け金は総資産等から除外。 ※本規制は国際統一基準が適用される金融機関のみが対象。
資本 の 毀 損 回 避	2 IRRBB規制 (対象の比率 = 金利リスク量 / 自己資本)	<ul style="list-style-type: none"> 自己資本に占める金利リスク量を一定水準に抑える必要がある。 国債購入は金利リスク量の増加要因となり、当該比率を上昇させる。
	3 VaR (Value at Risk)	<ul style="list-style-type: none"> VaRを一定の範囲内に抑える必要がある。 国債購入はVaRを増加させる。 ※金融機関が保有する市場リスク量を計測する指標の一つ ※統計的手法を用いて、「一定期間において想定される保有資産等の市場価格変動から生じる最大損失額」を算定
	4 有価証券の評価損益	<ul style="list-style-type: none"> 資本毀損に繋がらうる評価損を一定の範囲内に抑える必要がある。 国債購入後、金利が上昇すれば評価損益は悪化し、資本毀損につながる。

(出所) 三菱UFJ銀行 (2023)「国債の安定消化」(第3回 国の債務管理に関する研究会 資料)

¹⁰ 詳細は服部孝洋 (2021)。

¹¹ 左三川郁子・久保田昌幸 (2024)。IRRBB規制を満たしつつ、追加的に増やせる長期国債の金額である。なお、残存期間2年の国債だけを購入する場合には400兆円。

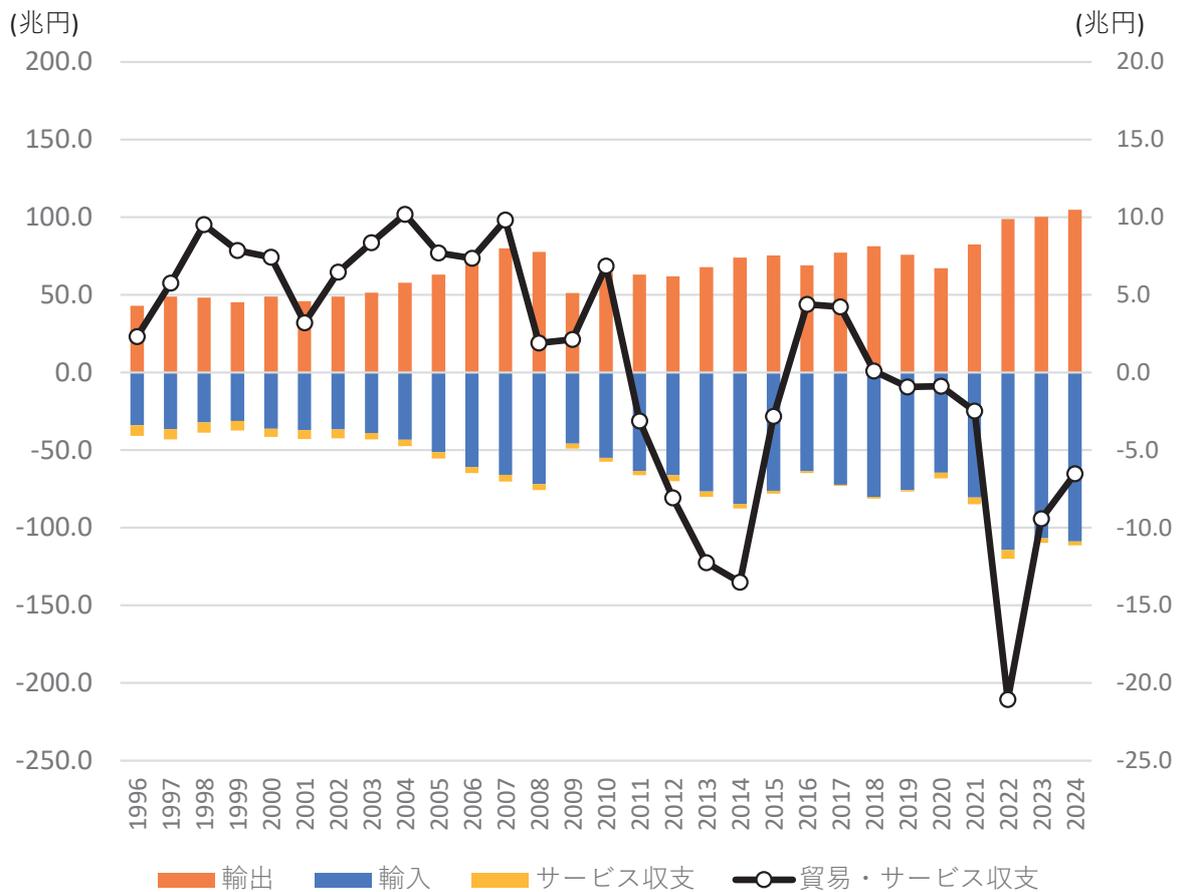
¹² 三菱UFJ銀行 (2023)。なお、大手行・地銀、ゆうちょ、農中等を対象とする一方、各信用金庫等は含まない試算となっている。

(5) 国際収支の動向

貿易・サービス収支を見ると、2010年までは黒字が続いていたが、2011年に東日本大震災の影響や原発停止に伴う燃料の輸入増加等により赤字転落し、以降2015年までは貿易赤字が続いた。2016年から2018年までは貿易黒字に転換したが、2010年以前の水準までは戻っていない。また、2019年以降は再び赤字に転落している。

中長期的な動向として、輸出産業の国際競争力低下やデジタル赤字の拡大、産業空洞化など日本経済の競争力の低下が続いており、為替レートが構造的に円安化する要因となりうる。

図表1-14 貿易・サービス収支の動向

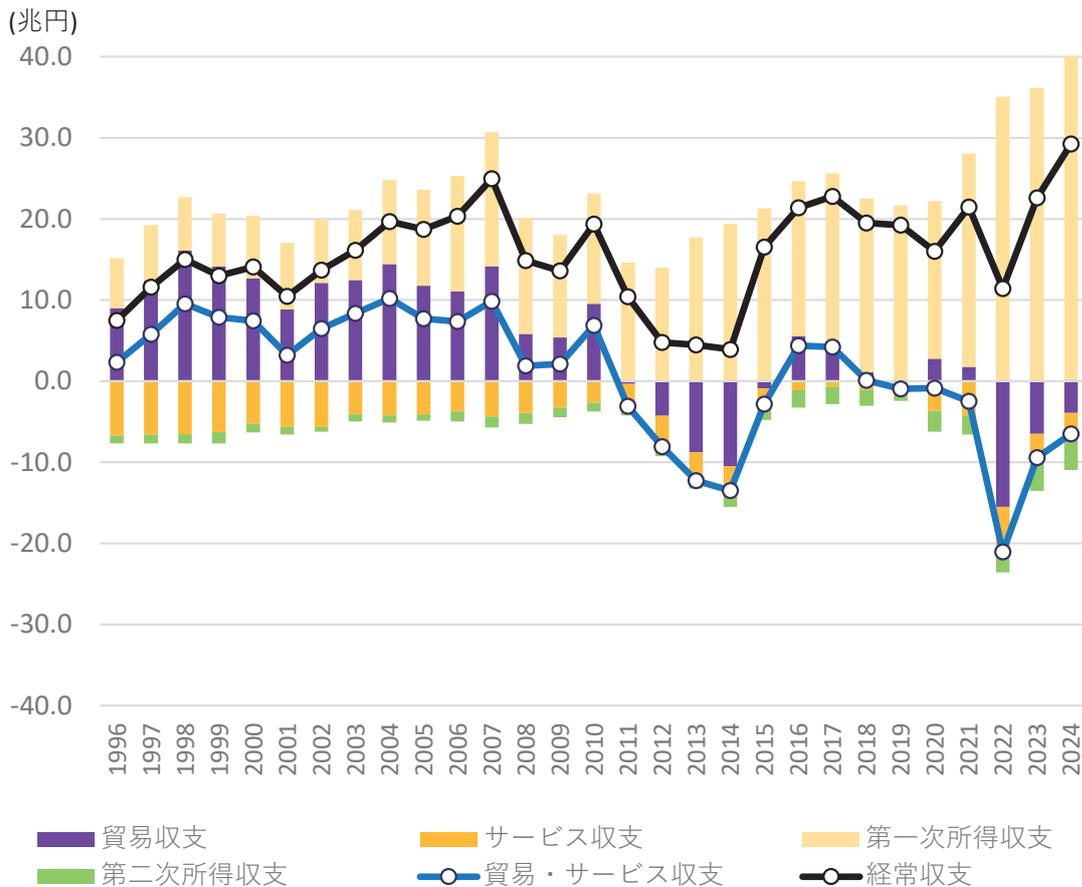


(注) 暦年ベース

(出所) 財務省「国際収支統計」より作成

他方、所得収支を含む経常収支については、第一次所得収支の伸びにより、貿易収支が赤字基調になっている2011年以降においても黒字が続いている。ただし、第一次所得収支の黒字は一般に再投資され円高要因になりづらいともされる。

図表1-15 経常収支の動向



(注) 暦年ベース
 (出所) 財務省「国際収支統計」より作成

2. 物価上昇および為替に影響を与え得る要素の整理 (既存研究・データの整理)

(1) 構造的な円安化

日本経済の国際競争力の低下やホームバイアスの変化、地政学リスクの高まりといった要因によって、為替レートが構造的に円安化する可能性がある。構造的な円安化は物価上昇につながり、金利引き上げの圧力となる。

齊藤(2022)を参考に2008年以降のデータを用いて構造的な為替レートの円安化をプロットしたものが図表1-16である。横軸には米国と日本の実質金利格差を取っている。実質金利は、両国の7年物の物価連動国債の利回りを用いている。ゼロよりも右にいくと米国の方が実質金利が高く、左にいくと日本の方が実質金利が高くなる。縦軸は、ドル円為替レートを両国の消費者物価指数を用いて実質化したうえで自然対数を取ったものである。上にいくと円安ドル高、下にいくと円高ドル安を意味する。

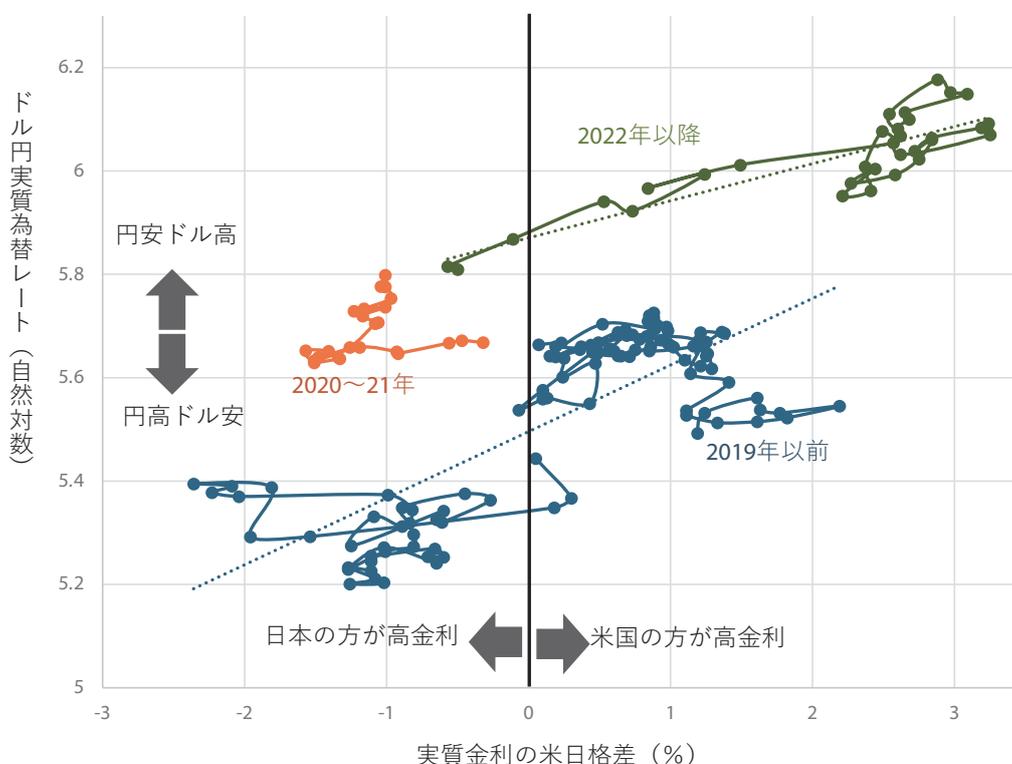
青いプロットは2019年以前の時点のデータである。金利平価によって、日本と比べて米国の実質金利が高まれば為替レートはドル高方向に進み、逆もまた然りであるため、このプロットでは右上がりの傾向が確認されることになる。実際、2019年以前のデータを用いた青いプロットをみると右上がりの関係が観察される。

しかし2020～2021年頃（オレンジのプロット）にかけてその関係が崩れ、2022年以降に再び右上がりの関係が安定的に表れている（緑のプロット）。実質金利の日米格差が0%のところから均衡為替レートになるが、緑のプロットから描かれる回帰直線は、青いプロットから描かれる回帰直線とよりも0.4近く上にシフトしている。つまりこの間、均衡為替レートが円安ドル高方向にシフトしたことを意味する。縦軸は自然対数であるため率として解釈することができる。つまり、2019年から2022年にかけて、均衡為替レートは40%近く円安化したことを意味する。

図表1-16の円安シフトが構造的・持続的なものであるかは現時点では断定できないが、もし構造的な円安シフトが起これば、円安と輸入物価の上昇によるインフレが常態化し、金利の引き上げ圧力が高まることになる。

その際、日銀と政府がマイルドなレベルでインフレを制御することでできれば、第二次世界大戦後の英国にも似た「緩慢な衰退」とも言える状態が続く可能性がある。この状態下では、英国がそうであったように、国民へのインフレ課税によって財政再建は緩やかではあるが進んでいく。ただ、マイルドなインフレを現在において中長期的に維持できるかは不明である。他方、円安やインフレが昂進すれば、日銀は金利引き上げを行うこととなり、債務増加のルートと同様に金利が上昇する（その時点で第2のルートの危機は第1のルートの危機に吸収される）。

図表1-16 実質金利の日米格差とドル円実質為替レート



(注) 米国および日本の実質金利は、7年物物価連動債の利回りを使用。2011年12月～2013年9月まではデータがないためプロットから除外している。ドル円実質為替レートは、円ドルレートを両国の消費者物価指数を用いて実質化。

(出所) 齊藤 (2022) を参考に、日銀、総務省、米労働統計局、浜町SCIのデータから作成

(2) 日銀が金利を抑え込む場合

財政状況などによって金利に上昇圧力がかった状況において、日銀が財政や自身の財務状況への懸念などから、短期金利だけでなく、長期金利を半ば強引に抑え込もうとするケースも考えられる¹³。ただ、金利の上昇圧力がファンダメンタルズ要因による場合では、日銀の徹底した量的・質的緩和により金利上昇を抑え込めたとしても、代わりに円安やインフレが発生する可能性が高い¹⁴。その場合、日銀が金利を引き上げると金利が上昇し、ここでも第1の危機ルートにこちらの第2のルートは吸収される。他方で、金利を引き上げずに放置すると、円が暴落したり、物価が急騰するリスクが生じる。

3. 天災・有事と財政危機

(1) 天災・有事の発生確率と被害総額の推計

首都直下地震や南海トラフ地震、台湾有事などの天災や有事が財政危機のトリガーになるのではないかと議論もなされるようになってきている。天災や有事は、財政負担の大幅増を通じた金利上昇を引き起こす可能性があるため、ファンダメンタルズ危機のトリガーとなりうるが、同時に、市場関係者に幅広く心理的な影響を与えるを通じ、自己実現危機のトリガーともなりうる。

巨大地震に対する懸念としては、2024年8月8日において宮崎県で震度6弱（M7.1）の地震が発生し、臨時情報として、南海トラフ地震の想定震源域で巨大地震への注意喚起が初めて発令された。南海トラフ地震の30年以内の発生確率は80%程度と政府・地震調査研究本部は試算しており（2013年10月1日時点）、その際の被害総額についても130兆円～210兆円に上がるという内閣府（2019）の試算も存在する。

また、同じく地震調査研究推進本部によると、首都直下地震で想定されるマグニチュード7程度の地震の30年以内の発生確率は、70%（2020年1月24日時点）となっている。2013年12月中旬に中央防災会議が公表した「首都直下地震」（東京湾北部地震M7.3）の被害想定によると、建物全壊棟数・火災焼失棟数は最大で約85万棟、死者数約1万1千人におよび、その経済的な被害は甚大で、建物・インフラ設備の損害だけで復旧費用は66.6兆円、これに生産活動の低下に伴う間接被害を加えると、経済被害は約112兆円（国内総生産の約2割）に達すると試算されていた。他、土木学会が最近（2024年4月）公表したものでは、首都直下地震が発生した場合、復興までの経済的被害が最大で約1,001兆円に達するとの試算も出ている。

¹³ たとえば日銀の植田総裁は、2025年2月21日に開催された衆院予算委員会において、長期金利が急激に上昇するような状況では、機動的に国債買入増額を実施すると述べている。

¹⁴ 加藤出（2024）は、コロナ禍後の日銀とオーストラリア準備銀行の対応を比較しつつ、国債市場の安定のために中央銀行が金利上昇に抑制的になれば、市場の調整機能は為替市場に現れることを指摘した。その上で、中央銀行が市場機能をコントロールすることは不可能だと述べている。

(2) 経済財政や金利への影響（シミュレーション分析結果）

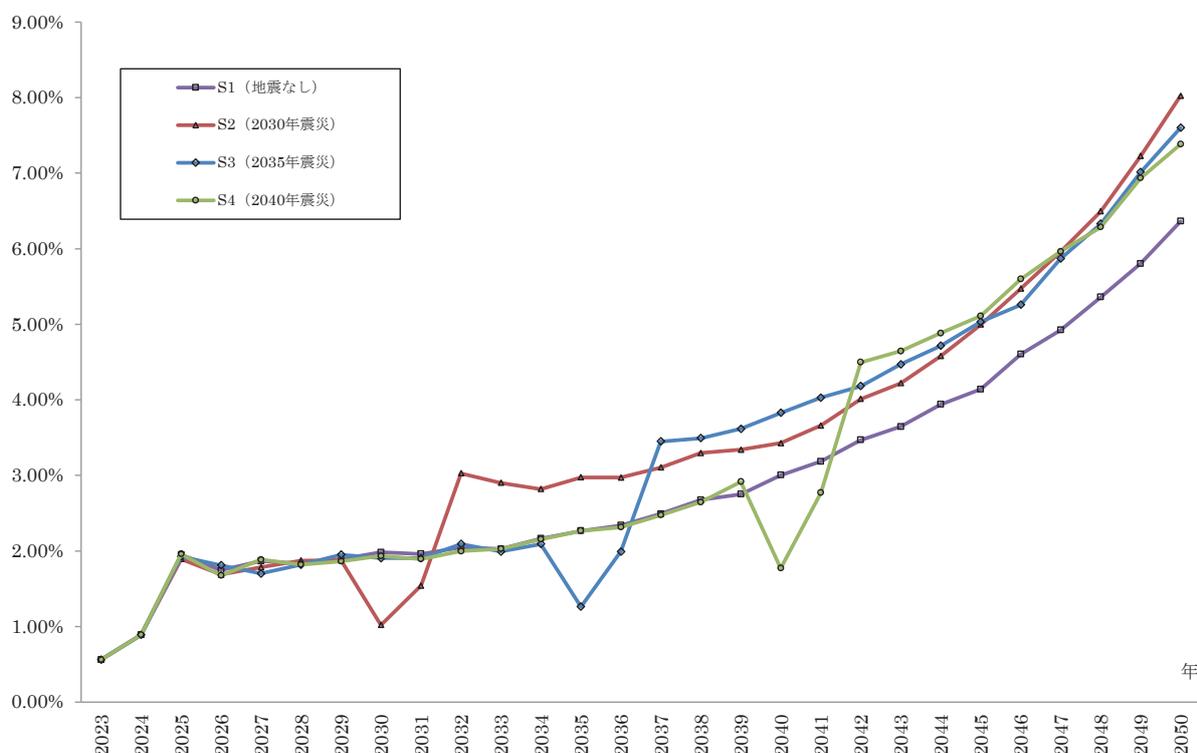
被害予測のうちどれが実際に妥当な試算かの判断は難しいものの、天災・有事の一部は財政に大きな負担を与える可能性が高く、また数十年単位では発生の確率も高いことから、財政危機のトリガーとなりうる。よって、首都直下地震などが発生した場合、長期金利（国債の利回り）がそれ以降でどう変動するのか、あるいは、国債の利回りの確率分布がどう変化するのかのシミュレーションを行い、財政・経済面からの災害対策を講じておくことも重要である。

佐藤・小黑（2010）はケインズ型の簡易マクロ経済モデルを用いて、首都直下地震が長期金利や財政収支などに及ぼす影響を試算している。その分析の結果によると、「平均的」にみれば、首都直下地震の影響は限定的だが、インパクトの「分布」で評価すれば、長期金利の急上昇や財政危機が発生する確率を総じて高めることも示している。

ただ、これは10年以上も前の分析になるため、佐藤・小黑（2010）で利用した簡易マクロ経済モデルの改良を行い、一定の前提を置き、中央防災会議の被害想定（2013年12月中旬）で暫定的な試算を行ってみた。

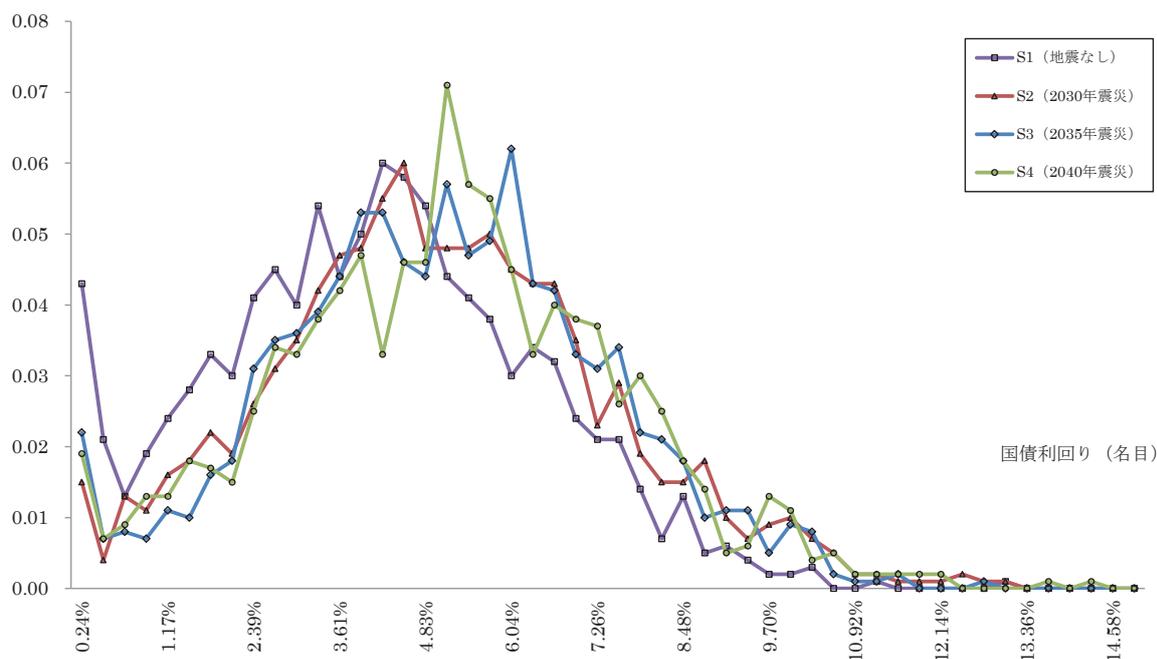
その試算結果が図表1-17および図表1-18である。なお、試算で利用したモデルでは様々な不確実性を取り込むための攪乱項が存在する。この攪乱項を用いて、各シナリオでは1,000本のモンテカルロ・シミュレーション（Monte Carlo simulation）を実施しており、図表1-17は、国債の利回りの平均的な推移を示す。また、図表1-18は、1,000本のモンテカルロ・シミュレーションから得られた、2045年での国債の利回りに関する分布を示す。

図表1-17 長期金利（国債の利回り）の推移



(出所) 筆者作成

図表1-18 2045年時点での長期金利（国債の利回り）の分布



（出所）筆者作成

図表1-17や図表1-18から何が読み取れるのか。図表1-17は、2030年・2035年・2040年それぞれで首都直下地震が起こるシナリオを、地震が起こらないシナリオと比較している。震災時は一時的に長期金利（国債の利回り）が低下するものの、それ以降の長期金利は、地震が起こらないシナリオに比べ1%ポイント程度も上昇する可能性が高いことを示す。

首都直下地震が無かったシナリオにおいても、2024年時点では1%未満の長期金利が2050年にかけて、上昇していく。地震が起こった場合、その上昇トレンドが震災後は加速するということが図表1-17は示している。

同様のことは図表1-18からも確認できる。この図表は2045年での長期金利（国債の利回り）の確率的分布を示すが、2030年・2035年・2040年に首都直下地震が起こるシナリオでは、地震が無かったシナリオと比較して、分布が右側にシフトしている。この結果から、2045年の長期金利が3%以上に達する確率を計算すると、地震が起こらなかったシナリオでは約66%なのに対して、2030年・2035年・2040年に首都直下地震が起こるシナリオでは約79%の確率に上昇する。同様に、2045年の長期金利が5%以上となる確率を計算すると、地震無しのシナリオでは約34%の確率だが、2030年発生は約49%、2035年発生は約52%、2040年発生は約55%の確率に上昇する。

ここでは首都直下地震を扱ったが、被害予測値を修正すれば、上記の分析は、南海トラフ地震や台湾有事などにも応用できる。上記結果から明らかのように、天災・有事は、金利上昇などを通じ、ファンダメンタルズ危機発生の確率を相当程度高める。また、天災・有事の発生それ自体が、市場参加者の日本財政への懸念を高め、自己実現危機のトリガーになる可能性もある。

第4章 重要指標の将来見通し

前節では、危機の起点となりうる要素とそれに関連する経済指標について見てきた。また、経済指標間の関係などについての既存の研究成果もレビューした。天災・有事を起因とする危機については、被害予測についての既存の試算を活用し、首都圏直下型地震が金利に与える影響についてシミュレーションを行った。本節では、前節で概観した各種指標、既存研究・試算などを活用し、今後の名目金利や対GDP比の公的債務残高についてのシミュレーションを行う。

1. 既存研究やデータ分析からのまとめ

前節までの既存研究のレビューや分析を踏まえて、長期金利、為替、インフレといった財政危機の起点となりえる重要指標への影響を整理したものが図表1-19である。たとえば、首都直下地震が長期金利に及ぼす影響は、前節のシミュレーション結果から見て1%程度と考えられる。また、債務残高対GDP比が100%上昇すると、3~4%程度の金利上昇が見込まれる。なお、本報告書の危機の定義は金利水準に拠っているが、定義の際に述べたように、実際の危機の兆候は、最初に為替（円安）や物価（インフレ）に表れる可能性もある。

図表1-19 財政危機に関する重要指標への影響整理

重要指標	要因	想定	影響
長期金利	債務残高の上昇	債務残高対GDP比の100%上昇	3~4%の上昇
	国債の海外保有比率の上昇	国債の海外保有比率が30%の中で、債務残高対GDP比が100%上昇	2.8~3.8%の上昇
	首都直下地震	首都直下地震が発生	長期金利が1%程度上昇
為替	国際競争力の低下、ホームバイアスの変化、地政学リスクの高まり	2019年から2022年にかけてと同程度の構造変化が発生	実質で37.5%の円安化
	長期金利の上昇圧力に対する金利抑制	3~3.5%程度の金利抑制	実質で30~35%の円安化
インフレ	国際競争力の低下、ホームバイアスの変化、地政学リスクの高まり	2019年から2022年にかけてと同程度の構造変化が発生	0.8~1.6%程度のインフレ圧力
	長期金利の上昇圧力に対する金利抑制	3~3.5%程度の金利抑制	

(出所) 筆者作成

2. 重要指標の将来見通しシミュレーション

以下では、前節の既存研究やデータ分析を踏まえつつ、①総債務残高（対GDP比）および財政収支、②名目長期金利の2つについて将来見通しシミュレーションを行う。その前段階として、①、②に加え、③名目経済成長率、④プライマリー赤字、の関係性を設定するとともに、各指標をどう求めたかを説明する。

(1) 重要指標の設定

① 総債務残高対GDP比および財政収支

まず、総債務残高対GDP比は、以下のような式 (1) で変動することを想定する。

$$\begin{aligned} & \text{総債務残高対名目GDP比の変化} \\ & = (\text{名目金利} - \text{名目経済成長率}) \times \text{前期の総債務残高対名目GDP比} \\ & \quad - \text{プライマリー赤字対名目GDP比} \end{aligned} \quad \text{式 (1)}$$

この式において、初期値として純債務残高対名目GDP比を与え、名目長期金利、名目経済成長率、プライマリー赤字（対GDP比）を決めれば、総債務残高名目GDP比の流別が計算できる。財政収支は、総債務残高の変動なので、総債務残高名目GDP比が計算できれば、危機時等の金利上昇時における財政収支を計算することが可能となる。

② 名目長期金利

前述のとおり、国債金利は債務残高や海外保有割合、日銀保有額などに影響を受けると考えられる。既存研究を踏まえつつ、月次データを用いて、被説明変数を「実質長期金利¹⁵ - 潜在成長率¹⁶」、説明変数を実質無担保コールレート、米国の名目長期金利、マネタリーベース、政府債務残高対GDP比、国債の日銀買入割合として回帰し係数を推定したのが図表1-20である¹⁷。被説明変数が「実質長期金利と潜在成長率の差分」、つまり (r-g) の実質値であるため、この回帰式は、金融政策や債務残高が金利のプレミアムに与える影響を推定している式だとも言える¹⁸。

この関数の被説明変数に、潜在成長率（実質GDP成長率の将来トレンド）とインフレ率（GDPデフレーター上昇率、設定方法は後述）を加えたうえで、過去の名目金利の標準偏差を用いて正規分布から名目長期金利を生成した。その上で、上記式 (1) 中に代入した。

なお、名目長期金利にはゼロ制約があると想定し、マイナスになる場合は下限をゼロとしている。また、図表1-20の長期金利関数は、説明変数にGDPや債務残高が含まれているため、それぞれ前期の値を用いて名目長期金利を推定した。厳密には、名目長期金利は国債全体の金利とは異なるが、現時点での国債の平均デュレーションが約9年であるた

¹⁵ 10年国債の利回りからGDPデフレーターを引いて算出。

¹⁶ 日本銀行の推計値を利用。 https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/index.htm

¹⁷ なお、GDPデフレーターは四半期データ、潜在成長率は半期データであるため、加重平均して月次の値を算出した。

¹⁸ 2008年の世界金融危機後にr-gが負となる（成長率が金利を上回る）ケースが増えており、理論的・実証的な研究が増えている。Blanchard (2023) はこの状態がしばらく続く指摘し、積極的な財政政策を主張している。Mauro and Zhou (2000) は50か国以上の200年に渡るデータを分析し、r-gはしばしば負になり、それは長期間継続することが少なくないとしている。しかしながら、政府の借入コストはデフォルト直前に急激に上昇することが多いため、r-gが負であっても財政的に安心できるわけではないとしている。Heiberger (2023) は、OECD22か国の1970～2018年のデータを用いてr-gの予測因子について分析しており、公的債務残高は予測因子になっていないとしている。Escobedo et al. (2016) は新興国・途上国においてはr-gが負になっている要因について分析しており、実質金利が市場均衡よりも低くなっていることが原因だとしている。これは金融抑圧や市場のゆがみによってもたらされているとしている。

め、名目長期金利＝国債金利と仮定した。名目無担保コールレートについては、2026年度にかけて1.5%まで上昇し、その後は一定となると仮定した。マネタリーベースと日銀買入割合については、後述するようにいくつかのケース設定を行った。

図表1-20 実質長期金利－潜在成長率関数の推定結果

Variable	実質長期金利－潜在成長率
実質無担保コールレート 月平均 %	1.123*** (0.0223)
名目長期金利（米国） 10年国債利回り %	0.299*** (0.0282)
マネタリーベース平均残高 月平均 兆円	-5.41e-06*** (1.83e-06)
政府債務（中央政府）（対GDP） %	0.0121*** (0.00132)
日銀買入割合 %	-0.00863*** (0.00116)
定数項	-0.0250*** (0.00293)
観測値	294
R2	0.964

（出所）筆者作成

③ 名目経済成長率

式（1）中の名目経済成長率については、実質経済成長率にGDPデフレーター上昇率を足すことによって計算するパターンと、過去の名目経済成長率の平均値を用いるパターンの2種類を用いた。後者については、1995～2022年度の平均値である-0.001を用いた。

前者については、楡井他（2024）がTFP成長率や労働力人口の変化率を用いて将来推計しており、その値を用いる。具体的には、2025～2040年度については0.8%から毎年0.051%ずつ減少し、2041年度以降は-0.2%となる。

GDPデフレーター上昇率についてはユニットレーバークストの伸び率から想定値を設定した。ユニットレーバークストは1単位の生産を行うために必要な労働費用だが、これが上昇した場合、企業にとっては販売価格を引き上げる誘因となる。ユニットレーバークストは以下の式で表せられる。

$$\begin{aligned}
 \text{ユニットレーバークスト} &= \text{名目雇用者報酬} / \text{実質GDP} \\
 &= \text{GDPデフレーター} \times (\text{名目雇用者報酬} / \text{名目GDP}) \\
 &= \text{GDPデフレーター} \times \text{労働分配率}
 \end{aligned}$$

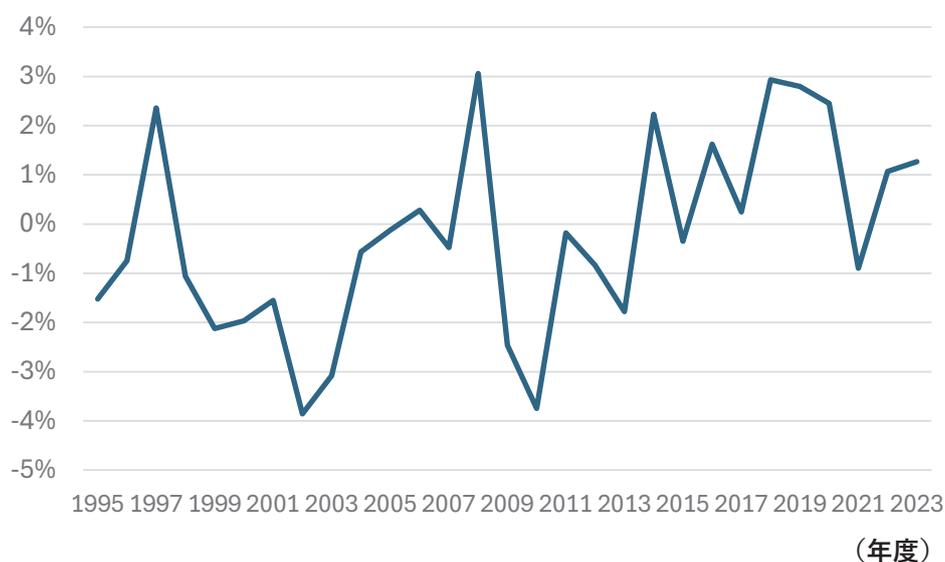
そのため、労働分配率が一定であれば、ユニットレーバークストはGDPデフレーター

と同じ動きをすることになる。ユニットレーバークストの伸び率の推移を示したものが図表1-21である。ユニットレーバークストの伸び率は2010年度頃まではマイナスで推移することが多かったが、近年はプラスであることが多く、2016年度以降の平均値は1.4%である。今後も労働力人口の減少に伴う人手不足やインフレ期待の定着を受けて、ある程度高い水準が続くと考え、GDPデフレーターは毎年1.5%とした。

前述の値をベースに、過去の潜在成長率の標準偏差を用いて正規分布から決定されると仮定した。

図表1-21 ユニットレーバークストの伸び率の推移

(ユニットレーバークストの伸び率)



(出所) 国民経済計算より筆者作成

④ プライマリー赤字

1994~2023年度のプライマリー赤字対名目GDP比の平均は0.043であったが、シミュレーションに当たっては0.043が将来に向かって継続するパターンと、プライマリーバランスが均衡(0)するパターンとに分けてシミュレーションを行った。

(2) シミュレーションのケース設定

シミュレーションのケース設定は図表1-22のとおりである。名目経済成長率はTFP成長率および労働力人口変化率に基づいて算出する場合(供給側に基づく計算)と、1995~2023年度の実質経済成長率に1.5%のインフレ率を加えた場合(2.0%)の2ケース、プライマリー赤字対GDP比は0%と1995~2023年度の平均値を置いた場合の2ケース、マネタリーベースおよび日銀購入割合については2035年度にかけて1/3および25%まで減少する場合と、1/4および10%まで減少する場合の2ケース、合計8ケースを設定した。これらのケースごとに、乱数を1000回発生させ、2050年度までシミュレーションを行った。

図表1-22 シミュレーションのケース設定

ケース	名目経済成長率	プライマリー赤字 対GDP比	マネタリーベース (2035年度にかけて)	日銀買入割合 (2035年度にかけて)
A	供給側に基づく計算	0	1/3	25%
B	供給側に基づく計算	0	1/4	10%
C	供給側に基づく計算	0.043	1/3	25%
D	供給側に基づく計算	0.043	1/4	10%
E	0.02	0	1/3	25%
F	0.02	0	1/4	10%
G	0.02	0.043	1/3	25%
H	0.02	0.043	1/4	10%

(出所) 筆者作成

(3) シミュレーション結果

各ケースについて1000回ずつシミュレーションを行い、金利および総債務残高対名目GDP比の中央値を示したものが図表1-23および図表1-24である。供給側に基づいて名目経済成長率を設定しかつプライマリー赤字対GDP比が0%であるケースAおよびBでは、2050年度までは危機の前兆段階に近い3.2%にも金利は達しない¹⁹。

プライマリー赤字対GDP比が4.3%に上がるC・Dでは2040年代前半に金利が3.2%を超え、2050年には4%を超える水準となる。名目経済成長率が2%で推移しプライマリー赤字対GDPが0%であるE・Fは2040年度まで危機の前兆段階に近い3.2%まで金利は達しない。名目経済成長率が2%で推移し、プライマリー赤字対GDP比が4.3%に上がるG・Hでは2030年代後半に金利が3.2%を超え、2050年度時点では5%程度となる。

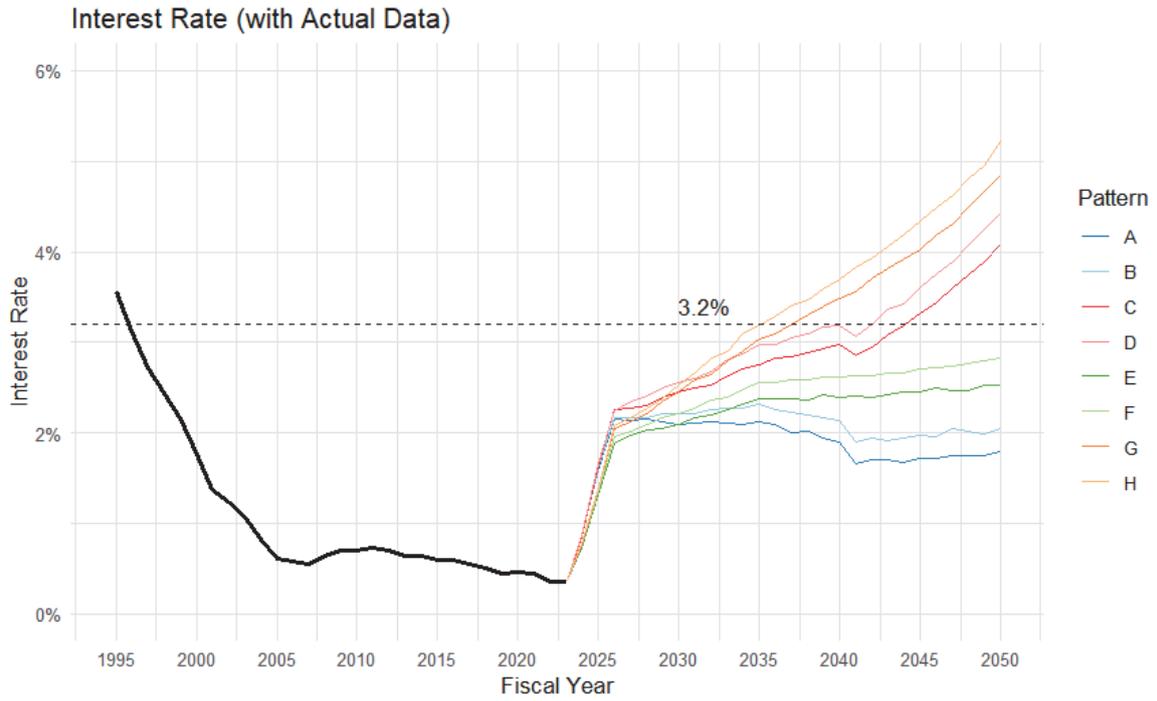
総債務残高対GDPでみると、プライマリー赤字が4.3%のケースだと、債務残高の増加が止まらず、金利の上昇にも拍車がかかっていくことが分かる²⁰。

以上は、ファンダメンタルズ危機を念頭に置いたシミュレーションである。冒頭で述べたように、過去に実際の危機が発生した際には、自己実現的な要因により金利や為替などに非連続のジャンプが生じるケースが多い。次節では、金利が「危機の初期段階」に跳ね上がるようなケースについてのシミュレーションを行う。

¹⁹ ここで金利3.2%を一つの目安にしているのは、直近までの財務省の想定金利1.6%の倍の値だからである。

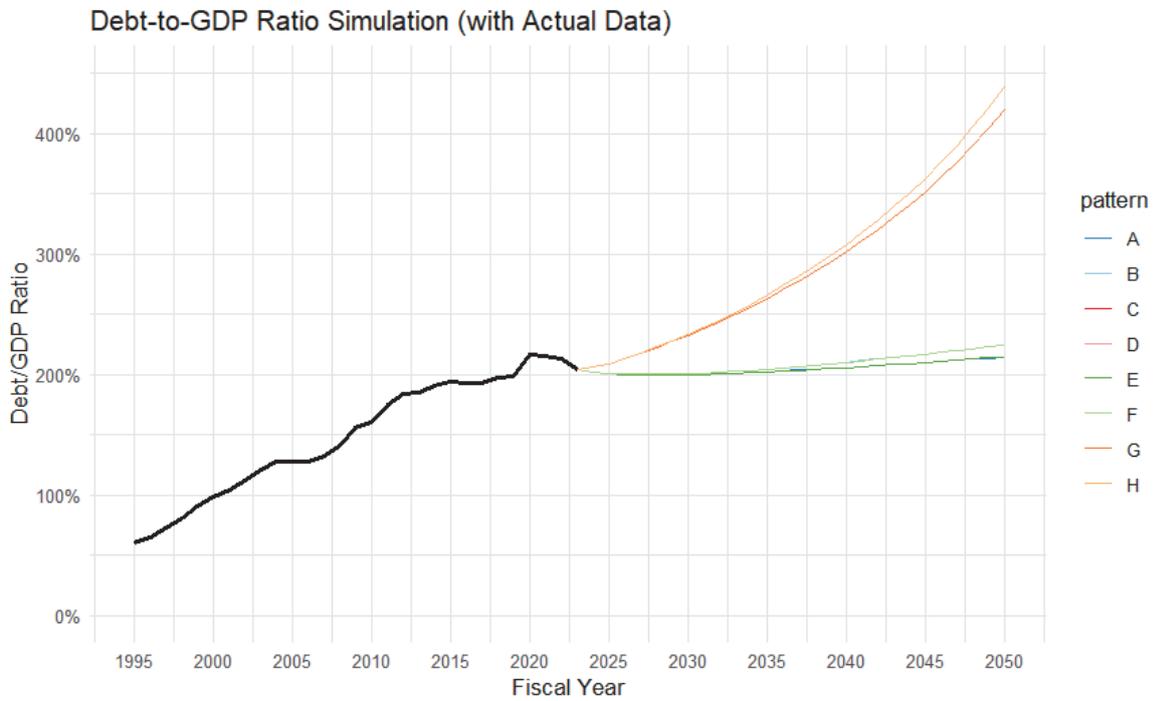
²⁰ なお、現在の政府目標である公的債務残高（対GDP比）の安定的な引き下げにはプライマリー黒字が必要となることが、本報告書末尾（第2部第4章）のコラム3における試算で示されている。

図表1-23 名目金利シミュレーションの中央値



(出所) 筆者作成

図表1-24 総債務残高対名目GDP比シミュレーションの中央値



(出所) 筆者作成

第5章 財政危機時の重要指標シミュレーション

1. 金利急騰を起点としたシミュレーション

(1) 基本的な考え方

前節のファンダメンタルズ危機を念頭に置いたシミュレーションでは、いくつかのケースで危機の前兆段階に近い3.2%を超える水準まで長期金利が上昇し、5%を超えて上昇し続ける可能性があることが示された。

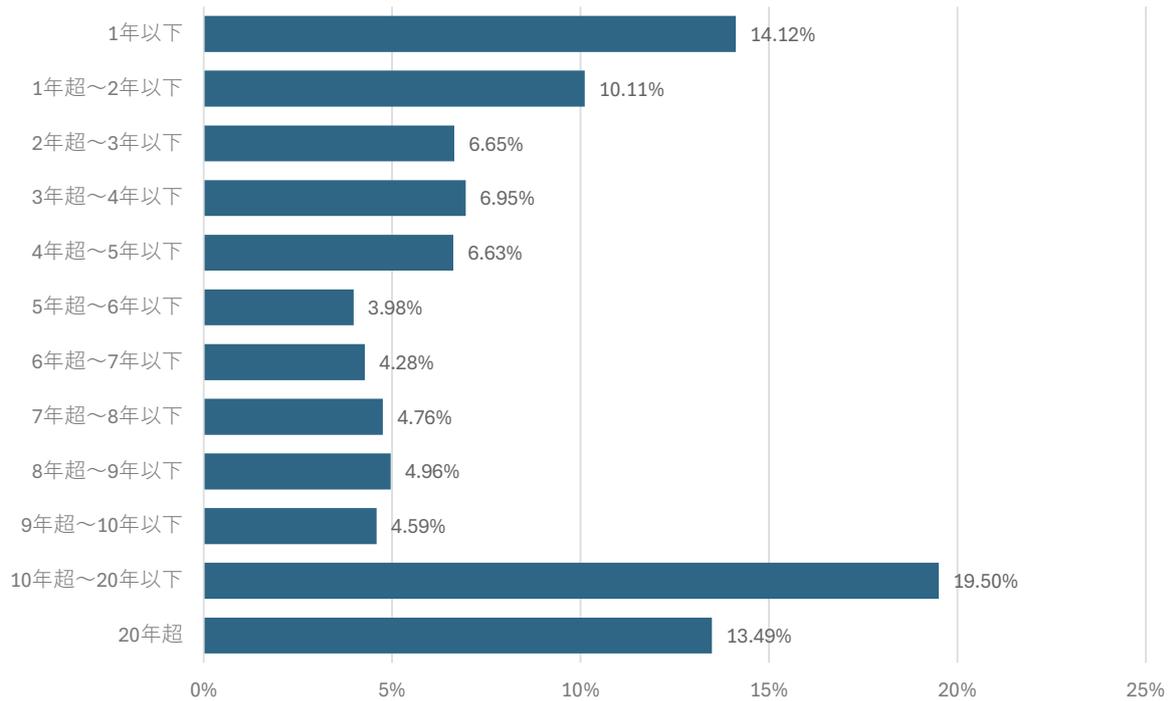
以下では、長期金利が次第に上昇するプロセスは取り扱わず、長期金利が危機的な水準までである時点で（外生的に）急騰するという想定の下で、総債務残高対名目GDP比のシミュレーションを行うことで、財政危機シミュレーションを行う。

なお、Mauro and Zhou（2000）は50か国以上の200年に渡るデータを分析し、成長率が金利を上回することは歴史的に少なくなく、そうした状況はしばしば長期間継続するとしている。しかしながら、政府の借入コストはデフォルト直前に急激に上昇することが多いため、金利が低い状態が続いていたとしても財政的に安心できるわけではないとしている。また、Blanchard（2023）は、債務残高が非常に低いレベルにある国においても、市場心理を起因とする自己実現的な財政危機は突発的に生じうるとしている。本節のシミュレーションは、そうした急激な金利高騰ケースを想定していると言える。

シミュレーションは、基本的には前述と同様の式で純債務残高対GDPが変動することを想定して行う。ただし名目金利については10年物国債の直近の利回り（1.1%）で推移することを想定し、マネタリーベースの縮小や債務残高増加によって金利が上昇することを織り込まない。実質経済成長率は前述の供給側に基づく推計を利用し、GDPデフレーター伸び率は年率1.5%とした。そのため、名目経済成長率は当面は2%台前半で推移することになるため、成長率が金利を上回る状況が続くことを意味する。そのうえで、過去の名目経済成長率・名目金利の標準偏差を用いて、正規分布から決定されると仮定した。またプライマリー赤字対名目GDP比を前述と同様の0.043と仮定した。

ここでは「危機の初期段階」の到来を念頭において、2040年度に何らかの理由で長期金利が7%まで上昇すると仮定した。図表1-25は2024年時点での残存期間別の普通国債残高だが、この国債ポートフォリオが今後も維持されると仮定し、上昇した金利は満期が到来した国債から順に適用され、徐々に金利が上昇していくことを想定した。

図表 1 - 25 残存期間別の普通国債残高（2024年3月末現在）



(出所) 財務省

(2) シミュレーション結果

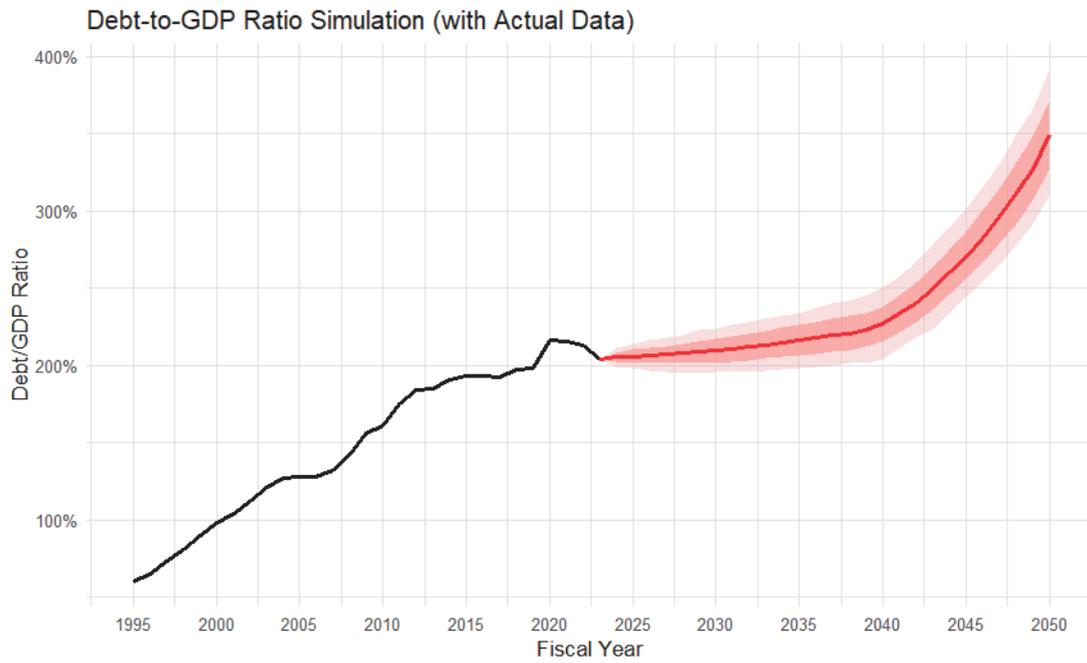
金利急騰を起点とした財政危機シミュレーションの結果が図表 1 - 26～図表 1 - 30である。プライマリーバランスの赤字は継続するものの、経済成長率が金利を平均的に上回ることを仮定しているため、総債務残高対名目GDP比や財政収支対名目GDP比は当面はほぼ横ばいで推移する。

しかしながら、金利が「危機の初期段階」まで上がる2040年度からは債務残高が増加し、財政収支が急速に悪化しはじめる。GDP比の財政収支が数年間で10%程度悪化し、実額でも倍になる。他方で、残存期間の長い国債を保有していることにより、金利が跳ね上がっても、財政収支の悪化のスピードはある程度は緩和されることも示された。

このシミュレーション結果も示唆するように、金利が急激に跳ね上がるような自己実現危機が発生した場合は財政状況も急激に悪化し、国民生活の混乱を最小限に留めるためには、緊急の対応が必要となる。

Blanchard (2023) が言うように、理論上は、ファンダメンタルズが非常に健全な国家でもこうした自己実現危機は発生しうる。ただ、過去の歴史的経験から見れば、ファンダメンタルズに懸念のある国家において自己実現的期待は増幅しやすい。日本において危機が発生する場合は、ファンダメンタルズ危機と自己実現危機が組み合わさる形になる可能性が高いと考えられる。金利が上昇傾向にある中、経済財政のファンダメンタルズが厳しい日本において、自己実現危機への緊急対応策を準備する必要性は大きい。

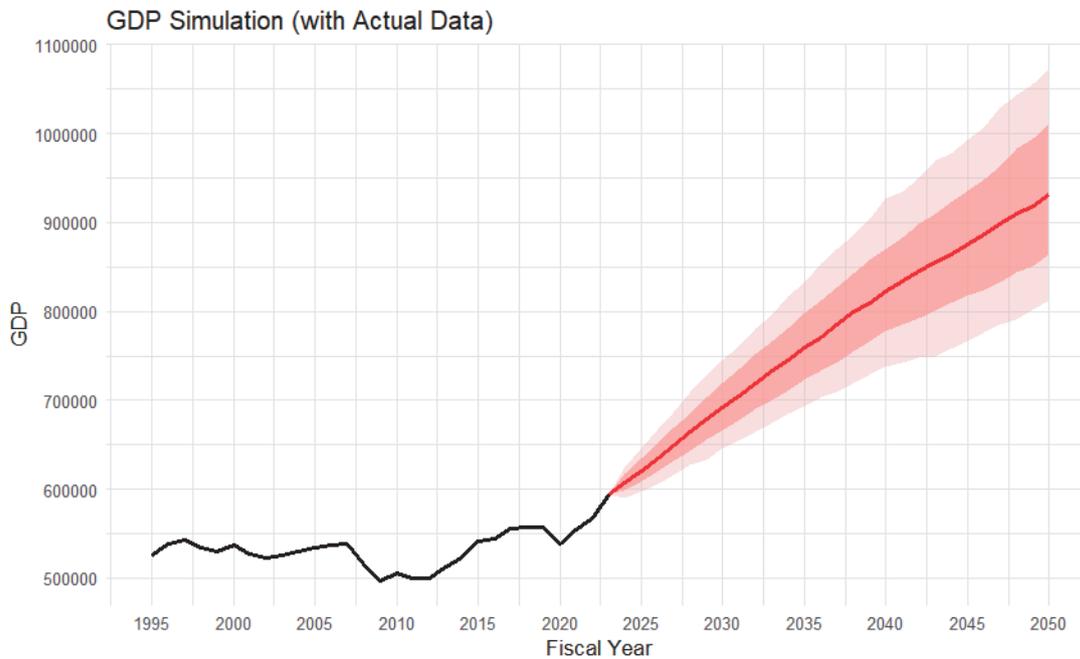
図表1-26 総債務残高対名目GDP比のシミュレーション



(出所) 筆者作成

(注) 黒は実績、赤はシミュレーションの中位点、濃い赤は25～75%点、薄い赤は10～90%点

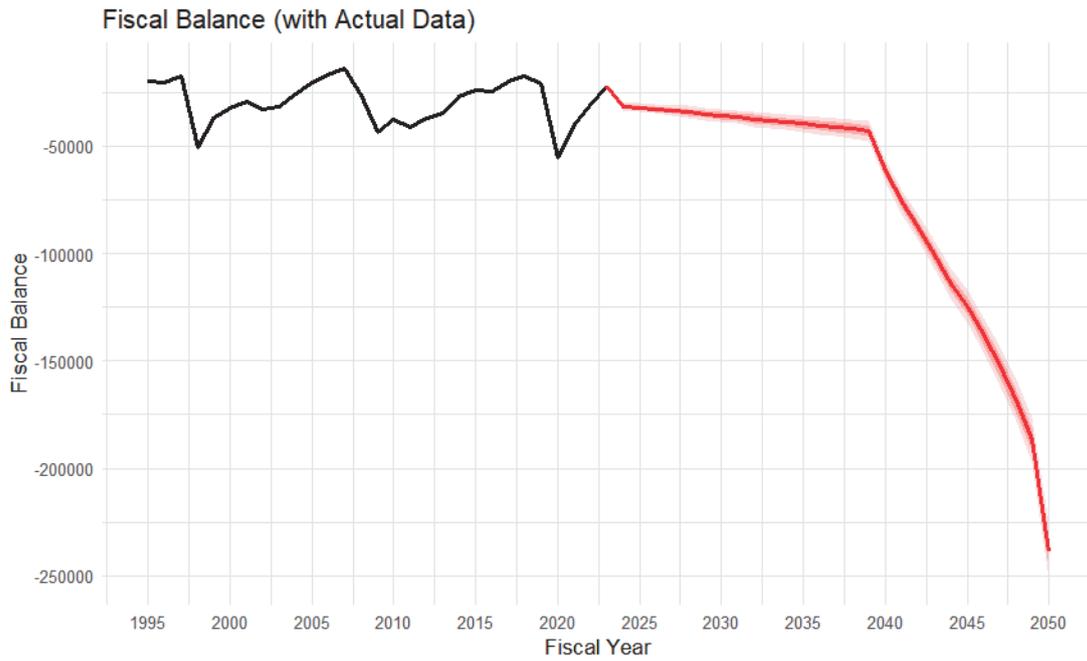
図表1-27 名目GDPのシミュレーション (10億円)



(出所) 筆者作成

(注) 黒は実績、赤はシミュレーションの中位点、濃い赤は25～75%点、薄い赤は10～90%点

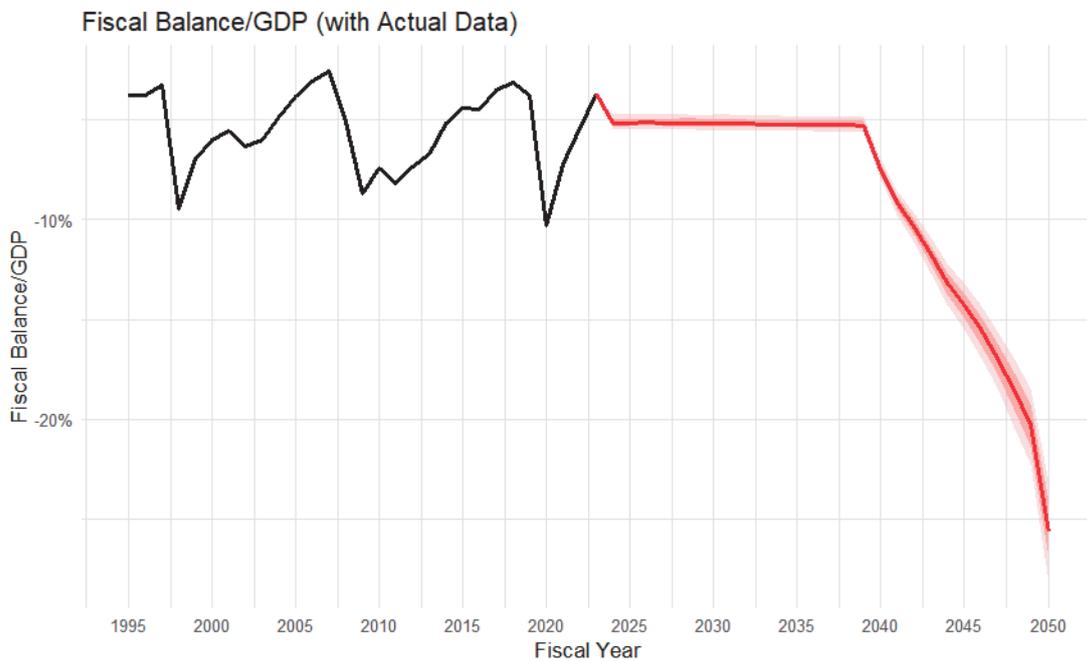
図表1-28 財政収支のシミュレーション (10億円)



(出所) 筆者作成

(注) 黒は実績、赤はシミュレーションの中位点、濃い赤は25~75%点、薄い赤は10~90%点

図表1-29 財政収支対GDP比のシミュレーション



(出所) 筆者作成

(注) 黒は実績、赤はシミュレーションの中位点、濃い赤は25~75%点、薄い赤は10~90%点

図表1-30 財政収支のシミュレーション（10億円）

年度	10%点	25%点	中位点	75%点	90%点
2023	-21,956.10	-21,956.10	-21,956.10	-21,956.10	-21,956.10
2024	-33,194.82	-32,298.52	-31,311.71	-30,268.72	-29,241.96
2025	-33,915.07	-32,977.03	-31,962.77	-30,861.79	-29,772.03
2026	-34,817.00	-33,786.49	-32,651.73	-31,536.19	-30,321.68
2027	-35,873.16	-34,697.18	-33,470.00	-32,194.93	-30,991.29
2028	-36,766.13	-35,580.97	-34,224.59	-32,792.46	-31,301.07
2029	-37,975.92	-36,455.13	-35,004.65	-33,473.92	-31,985.29
2030	-38,767.69	-37,329.42	-35,820.58	-34,129.84	-32,642.52
2031	-39,435.53	-38,099.42	-36,421.52	-34,766.70	-33,483.51
2032	-40,871.51	-39,228.00	-37,269.63	-35,458.13	-33,907.49
2033	-41,591.97	-40,157.13	-38,135.36	-36,200.80	-34,782.84
2034	-42,463.30	-40,670.97	-38,709.68	-36,981.11	-35,342.38
2035	-43,634.43	-41,612.79	-39,541.79	-37,560.15	-35,646.89
2036	-44,494.28	-42,510.55	-40,328.61	-38,219.87	-36,245.80
2037	-45,471.72	-43,554.76	-41,020.34	-38,938.47	-36,968.75
2038	-46,433.60	-44,270.79	-41,983.19	-39,414.25	-37,386.47
2039	-47,566.54	-44,974.94	-42,639.81	-40,340.02	-38,347.08
2040	-66,482.62	-64,083.41	-61,387.41	-58,924.06	-56,502.84
2041	-82,195.96	-79,070.91	-76,132.04	-73,398.65	-70,513.57
2042	-93,488.21	-90,693.06	-87,456.34	-84,346.04	-81,425.72
2043	-106,946.07	-103,817.87	-100,286.41	-97,015.29	-94,057.38
2044	-121,354.35	-117,642.30	-113,993.08	-110,457.05	-107,081.60
2045	-132,435.44	-128,612.83	-124,568.21	-120,668.49	-117,257.12
2046	-145,713.61	-141,755.95	-137,198.53	-133,006.71	-129,584.16
2047	-161,543.33	-157,197.91	-152,006.72	-147,472.50	-143,420.10
2048	-178,545.30	-174,445.91	-168,796.89	-163,822.23	-158,905.70
2049	-197,280.16	-192,082.75	-186,684.18	-181,042.35	-176,705.02
2050	-251,741.70	-245,877.25	-238,996.66	-232,021.65	-225,789.25

(出所) 筆者作成

2. 円安・物価上昇を起点とした財政危機

本報告書では、危機を金利によって定義し、長期金利上昇を起点とした財政危機をベースシナリオとして考えてきた。ただ、すでに述べてきたように、危機は金利上昇以外のルートからも顕在化する。そのため本報告書では、①シミュレーションを実施した債務増加による金利上昇ルートに加え、②為替を通じたルート、③天災・有事を通じたルートを設定している。ここでは、②の為替を通じたルートについて見る。

②の為替ルートにおいて、危機の顕在化としての円安とインフレが昂進していけば、日銀はいずれ金利を引き上げざるを得なくなると考えられる。その時点で、①の金利上昇ルートの危機に、この②の為替ルートの危機は吸収される。そこに達する以前の段階でどの程度の円安・インフレ圧力が発生するかを見積もることは簡単ではないが、ここでは既存研究等をベースにその潜在的なインパクトを概観する。

(1) 国際競争力の低下等による均衡レートの円安化

日本経済の国際競争力の低下やホームバイアスの変化、地政学リスクの高まりといった要因によって、為替レートが構造的に円安化する可能性があることが指摘されてきた。図表1-16で示したように、2019年から2022年にかけて均衡為替レートは40%近く円安化した可能性がある。

佐々木（2023）は為替レートの変動が消費者物価指数に及ぼす影響に関する最新の研究についてまとめている。それによると、為替レートの1%減価に対して、消費者物価指数換算で0.02~0.04%のインフレが引き起こされるとされている。よって再び40%の構造的な円安化が発生するような場合、1回限りの効果ではあるが、0.8~1.6%程度のインフレ圧力が発生する可能性がある。

(2) 長期金利抑制による円安化

財政状況などによって金利に上昇圧力がかった状況において、日銀が、財政や自身の財務状況への懸念などから、金融政策によって長短金利を強引に低く抑え込もうとするケースが考えられる。その場合、円安が進む可能性が高い。

仮に、長期金利を現在の1%程度に抑えた場合、図表1-23の中間的シナリオであるC・Dに従えば、2050年度までに到達が予想される4~4.5%との差分である3~3.5%分を金融政策によって引き下げる必要がある。図表1-16における米日実質金利格差とドル円実質為替レート（自然対数）の関係では、傾きは0.1程度である。つまり、米日の実質金利格差が1%広がる（日本の金利が低くなる）と、為替レートが10%円安化することになる。この関係性に従えば、日本の金利を3~3.5%抑制すると、為替レートが30~35%円安化することとなる。また、前述の佐々木（2023）のまとめを踏まえると、これは物価面では0.6~1.4%程度のインフレ圧力となる。

(3) 「緩やかな衰退」の可能性

前半部分で述べたように、日銀と政府がマイルドなレベルでインフレや為替を制御することでできれば、第二次世界大戦後の英国にも似た「緩慢な衰退」とも言える状態が続く可能性がある。この状態下では、英国がそうであったように、国民へのインフレ課税によって財政状況は緩やかではあるが改善していく。ただ、現在において、マイルドなインフレを中長期的に維持できるかは不明である。

3. 天災・有事を起点とした財政危機シミュレーション

設定した第3の危機ルート、すなわち首都圏直下型地震、南海トラフ地震、台湾有事など天災・有事を起点とした危機ルートについては、すでに前半部分において、首都圏直下型地震が起こった際の長期金利への影響をシミュレーションしている。その結果、天災・有事は、金利上昇などを通じて危機発生の確率を高めることが判明している。また、市場参加者の日本財政への懸念を高めることなどを通じ、自己実現危機にもつながる可能性がある。

補論：日本銀行の金融政策正常化に伴うリスク

2013年に「財政危機時の政府の対応プラン」（東京財団2013）を発表した後、日銀の国債保有率は当時の10%台前半から50%を超えるレベルまで急伸し、最大の国債保有者となった（図表1-3参照）。その結果、日銀が昨年来進めている金融正常化は、日銀自身の財務状況や、日本の財政に大きな影響を今後与えることとなる。

前回の「対応プラン」（東京財団2013）後のこうした状況の変化に鑑み、本報告書では日銀の金融正常化が財政や日銀自身の財務に与える影響を新たに補論として別途立て²¹、分析を行うこととする。

1. 金融政策正常化を進めるに当たって意識すべきリスクとは何か

日銀は2024年3月、それまで行っていた「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（イールドカーブ・コントロール、以下「YCC」）を解除し、超過準備の一部にマイナス金利を付すマイナス金利政策から、無担保コールレート（オーバーナイト物）を政策金利とする「普通の金融政策」（植田和男日銀総裁、2024年3月金融政策決定会合後の記者会見）に復帰した。それ以降、「物価安定の目標」実現を想定する「展望レポート」（「経済・物価情勢の展望」）の見通しに沿って現実のデータが推移していけば金融緩和度合いを調整していくとの方針のもと、中立金利に向けた利上げとともに、異次元緩和で積み上がった保有長期国債の縮小を進めている。

こうした金融政策の正常化を進めるに当たっては、大きく2つのリスクを意識する必要がある。一つは、利上げを進めれば、保有国債から得られる利息収入を、超過準備に対する利払いが上回る逆ざやが生じ、日銀の収益が悪化するという財務リスクである。無論、自ら支払決済手段を有する日銀が赤字になったとしても、オペレーショナルな意味で政策運営能力に支障をきたすことはない。しかし、だからといっていくら赤字になっても問題がないというわけではない。日銀の財務リスクが市場に注目され、物価安定という使命を遂行する能力に疑念が生じた場合、市場からの信認の低下につながるリスクがある²²。

二つ目は、日銀が保有国債残高を縮小して行くことに伴い国債市場の需給バランスが崩れ、長期金利が急騰するリスクである。日銀は2024年7月から、それまで月額6兆円程度としていた国債買入額を、2026年1～3月に月額3兆円程度になるよう、四半期に4,000億円のペースで減額を進めている。その結果、590兆円程度あった日銀の長期国債保有残高は、2026年3月に7～8%縮小する見込みである。こうした保有長期国債の圧縮は、マイナス1%程度と推定される長期金利の押し下げ効果（「ストック効果」²³）が逆回転することを意

²¹ 補論については、本論と一部異なる前提条件、ターミノロジーなどを用いている。図表番号なども別途振ってある。また、補論内での記述の完結性の確保のため、内容的に本論と重なる部分もある。

²² 日本銀行企画局「中央銀行の財務と金融政策運営」（2023年12月、多角的レビューシリーズ）参照。

²³ 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2024年4月）」BOX6「国債買入れがイールドカーブに及ぼす影響」参照。

味する。さらに日銀が長期国債保有残高の圧縮を続ける場合、日銀に代わって民間主体が国債を吸収する必要があるが、その吸収余力はいずれ限界を迎える可能性がある。

以下では、こうした2つのリスクについて、具体的な数値計算を行うことを通じて、そのインパクトの把握を試みる。結論を先取りすると、今後日銀が政策金利を1%に引き上げた場合、利息収入を利払いが上回る逆ざやが発生し、政策金利を2%まで引き上げると、その逆ざやは4兆円程度まで拡大する。一方、日銀が日論む月額3兆円程度の国債買入れを2026年以降も続けると、中長期的に日銀の長期国債保有残高は240兆円程度に収斂するが、その過程で国債市場の需給バランスが崩れ、長期金利が急騰するリスクが生じる可能性が高い。ただし、国債現存額の増加ペースを抑制すれば、長期金利急騰リスクは低減する。

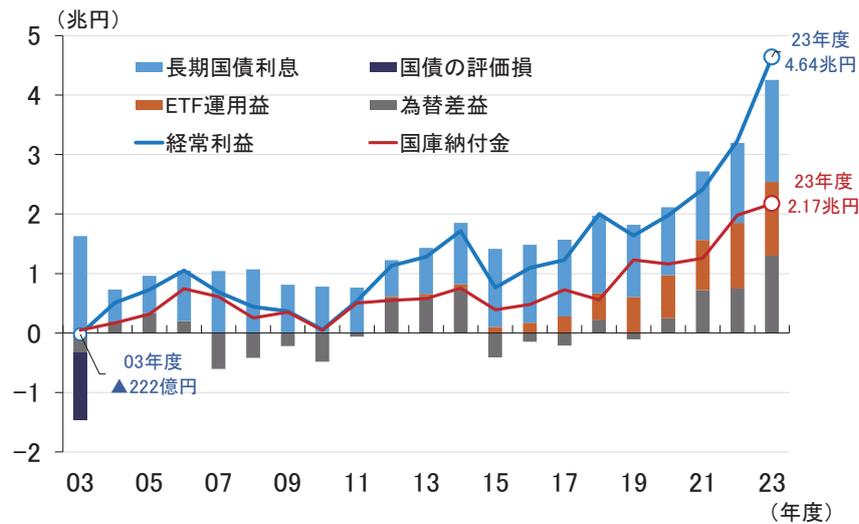
2. 日本銀行の収益構造

(1) 中央銀行のシニョレッジと逆ざやが発生するメカニズム

最初に、中央銀行のバランスシートと「通貨発行益（シニョレッジ）」の仕組みから確認する。中央銀行のバランスシートには、通常、資産側に金融調節を通じて購入した国債などの資産が計上され、負債側には発行銀行券、取引先金融機関の当座預金、政府の預金が計上される。このうち資産として保有する国債等からは利息が得られる一方、負債側の当座預金（所要準備）と銀行券には利払いが発生しないため、安定的な収益、すなわち「通貨発行益（シニョレッジ）」を得ることができる。そこから経費等を差し引いた剰余金を政府に納付するというのが、伝統的な金融政策を前提とする一般的な中央銀行の姿である。

日銀でも基本的には資産に計上された長期国債から得られる「長期国債利息」が収益の源泉となり、剰余金が国庫納付金として国の一般会計に繰り入れられている（図1）。ただし、異次元緩和以降は、「信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）」や信託財産不動産投資信託（J-REIT）などのリスク資産による運用益等が収益を押し上げるという、中央銀行としては異例の構造となっている。なお、2023年度の経常利益は4.64兆円、国庫納付金は2.17兆円と、いずれも既往最高を記録している。

図1 日本銀行の経常利益と国庫納付金



(注1) 2011年度以前の「長期国債利息」は、「貸出金利息」など金融調節により計上された収益を含むベース。
 (注2) 日本銀行では2004年度から「償却原価法」に変更しているが、それまでは低価法を採用していた。
 2003年度は保有国債の評価損失が1.2兆円程度計上されたことから赤字が発生している。
 (出所) 日本銀行、会計検査院

ところが、2008年9月に発生したリーマンショックを契機とする世界金融危機を境に、シニョレッジを安定的な収益源とする中央銀行の財務が、利上げ局面で逆ざやが発生する脆弱な構造に変質した。背景は量的緩和と政策金利のコントロールを両立させる「付利」の導入である。世界金融危機では、多くの中央銀行が金融市場の安定化を図るため、量的緩和による大量の資金供給を実施することとなったが、それに伴い準備預金の増減に短期金利が反応しなくなり、政策金利がコントロールできなくなるリスクが高まった。そのため、それを防止する目的で導入されたのが当座預金に金利を設定する付利の仕組みである。日銀でも2008年10月に「補完当座預金制度」を導入し、政策金利が誘導目標を大きく下回らないよう、超過準備に対し0.1%の付利が設定された。このように下限を設けて短期金利を誘導する手法をフロアシステムと呼ぶ。こうして導入された付利制度は、大量に当座預金を抱えながら利上げを行う局面においても、政策金利をコントロールするために不可欠なツールとして、有効に機能している。

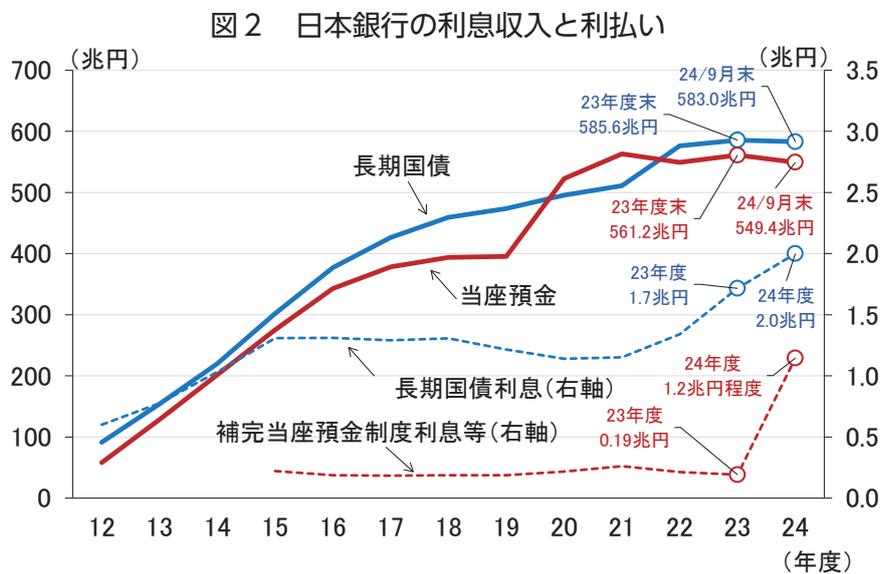
その付利制度によって逆ざやが発生するのは、以下のようなメカニズムによる。ポイントは付利水準が政策金利とともに変動することである。利下げ局面から見ると、利下げに伴い付利も引き下げられ、当座預金（超過準備）に対する利払いが減少するが、保有長期国債の利回りは付利金利より下がり方が鈍いため、利息収入から利払いを引いた収益は増加する。逆に利上げ局面では、政策金利とともに付利水準も引き上げられ、いち早く利払いが膨らむ一方で、保有長期国債から得られる利息収入はすぐには増えないことから（金利の高まった国債への入れ替えがすぐには進まないため）、利息収入を利払いが上回ることになる。これが利上げ局面で中央銀行に逆ざやが発生するメカニズムである。

(2) 日本銀行の利息収入と利払い

日銀では、2013年4月に始めた異次元緩和以降、積極的な国債買入れによってバランスシートの資産側には長期国債が、負債側には当座預金がそれぞれ大量に積み上がった（図2）。長期国債保有残高は2023年度末で585.6兆円、当座預金は561.2兆円に上る。

2023年度決算によると、保有長期国債から得られた利息収入（「長期国債利息」）は1.7兆円となっているが、この金額には留意が必要である。というのも、日銀では2004年度から、保有長期国債の計上に関して、償還期限まで持ち切ることを前提に「償却原価法²⁴」を採用しており、そのもとで取得原価と額面金額との差から生じた利息調整損益を加減した金額が計上されている。異次元緩和では割高（オーバーパー）で購入した国債が多いため、その償還損失が利息調整額として受取利息から差し引かれており、2023年度の長期国債利息1.7兆円は、受取利息3.2兆円から利息調整額1.5兆円を差し引いた額となっている。

一方、負債側の当座預金からは、そのうちの超過準備に対して利払い（「補完当座預金制度利息」）が発生する。2024年3月まで実施していたYCCのもとでは、当座預金を3階層に分け、それぞれに付利を設定する複雑な構造であったが、YCC解除後は超過準備に対して付利を設定するシンプルな形となっている²⁵。ちなみに、YCCのもとでマイナス金利政策を継続していた2023年度の補完当座預金制度利息は0.19兆円。これがマイナス金利解除（2024年3月）、0.25%への利上げ（同年7月）を経て、2024年度上半期0.39兆円に増加している。仮に、2025年1月に0.5%への利上げが行われたとすると、24年度通期の補完当座預金制度利息は1.2兆円程度に拡大するとみられる。



(注) 2024年度の「国債利息」と「補完当座預金制度利息等」は、上半期の実績を元に試算した予測値。
(出所) 日本銀行

²⁴ 取得原価と額面金額との差額を、償還期限に至るまで、每期均等に取得原価に加減して算定した金額を貸借対照表価額として計上する会計手法。

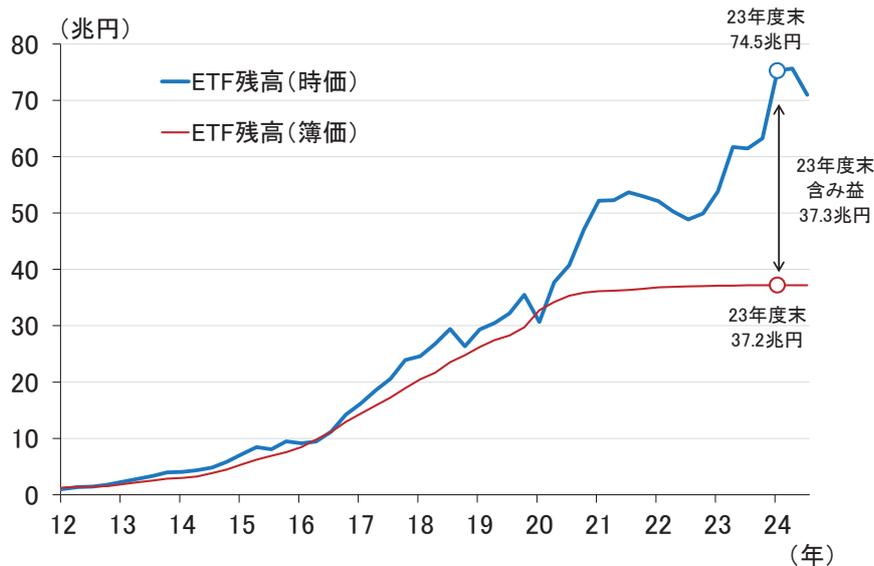
²⁵ 2024年9月の平残ベースで見ると、当座預金545.3兆円、準備預金489.8兆円、所要準備13.1兆円、補完当座預金制度適用先の付利対象残高521.2兆円である。

(3) 信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）の運用益と減損リスク

日銀は、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）、信託財産不動産投資信託（J-REIT）についても、異次元緩和のもとで積極的な購入を実施してきた。特に、ETFの残高は2023年度末37.3兆円まで拡大しており、それによって得られた運用益（分配金等）は2023年度1.2兆円と、長期国債利息と並んで日銀の収益を押し上げている（前掲図1）。なお、2024年3月の金融政策運営の枠組みの見直しに伴って、両資産の新規購入はすでに終了している（実際には、2023年10月のETF買入れ701億円が最後である）。

日銀では、ETFおよびJ-REITについては、金融政策目的で買入れたものであって、その保有の目的や実態が民間企業等とは異なることを踏まえ、原価法により評価を行うこととしている。そのうえで、時価総額がそれぞれの貸借対照表価額を下回る場合には、その差額に対してそれぞれの引当金を年度末等に計上することとしている。なお、現時点では、ETFとJ-REITにはともに含み益が発生しており、特に貸借対照表価額の大きいETFでは、株価指数の上昇に伴って2023年度末の含み益が37.3兆円に達している（図3）。

図3 日本銀行のETF保有残高



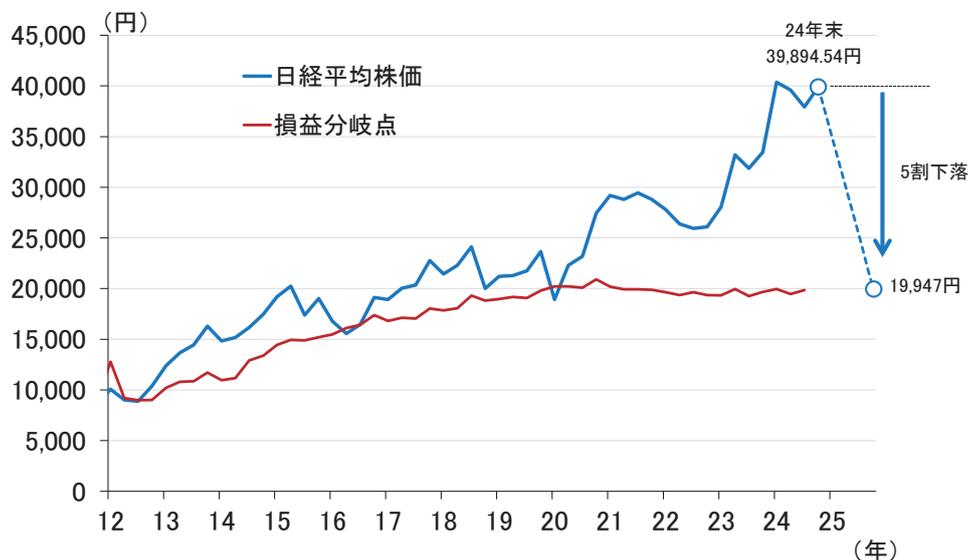
(出所) 日本銀行

しかし、言うまでもないことだが、株価が下落して評価損失が発生するリスクがなくなったわけではない。日銀が保有するETFの損益分岐点（含み益がなくなる株価水準）を簡易的に計算すると、日経平均株価換算で2万円程度であり（図4）、24年末の日経平均株価が5割下落すれば含み益は消失する。含み損が生じれば、日銀はその含み損に対して引当金を計上し、財務の健全性確保を図ることとしているが、損失の程度次第では減損を迫られるリスクがある。

日銀法施行令（平成9年政令第385号）第15条は、金融調節等を通じて取得した長期国債又は外貨建資産については、各年度において収益の額が損失の額を超えるときは、その超える部分の金額の全部又は一部を、財務大臣の承認を受けて、それぞれ債券取引損失引当金又

は外国為替等取引損失引当金として積み立てることができる」と定めている。ETFについても、分配金の一部を引当金として積み立てることを検討すべきだろう。

図4 日本銀行保有ETFの損益分岐点



(出所) 日本銀行、Bloomberg

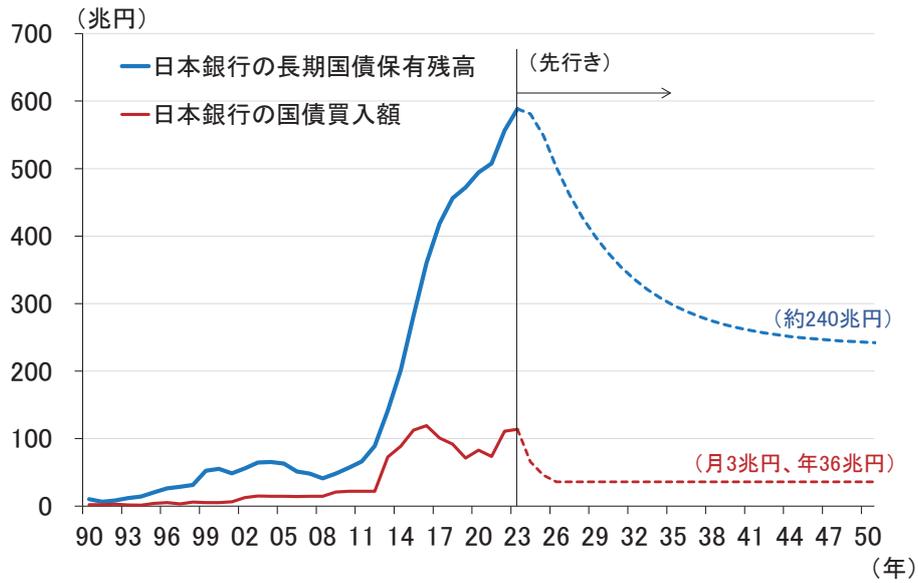
3. 日本銀行の財務リスク

(1) 日本銀行の長期国債保有残高の先行き

以上のバランスシートの構造やメカニズムを踏まえ、実際に金融政策の正常化に伴って日銀に逆ざやが発生するか試算を行う。ただし、以下の試算では、長期国債から得られる「長期国債利息」およびETFから得られる「運用益」(「分配金等」)から、超過準備に支払われる「補完当座預金制度利息」を差し引いたものを「収益」と定義し、ETF残高は2023年度末で横ばい、ETF運用益は2024年度中間決算から推定した24年度1.37兆円で横ばい、日銀は2025年1月、6月、2026年1月に0.25%ずつ利上げし、それ以降政策金利1.0%で横ばいと設定し、ベースケースとした。

まず、前述のとおり、日銀は国債買入額が2026年1～3月に月3兆円程度になるよう減額を進めているところだが、仮に2026年4月以降も月額3兆円の長期国債買入れを継続した場合、日銀の長期国債保有残高がどうなるかを試算する。具体的には「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」(2024年12月時点)から、日銀が保有している長期国債の平均残存期間と償還額を計算し、その償還額と日銀がすでに明らかにしている国債買入額から2025年度までの長期国債保有残高を計算する。それ以降は、計算した平均残存期間6.6年が変わらないと仮定したうえで、前期の長期国債残高をそれで割ることにより当期の償還額を算出し、前期の長期国債残高と当期の買入額および償還額から、当期の長期国債保有残高を算定する。こうして導き出した長期国債保有残高の先行きが図5である。

図5 日本銀行の国債買入れと長期国債保有残高



(出所) 日本銀行「日本銀行勘定」、「日銀当座預金増減要因と金融調節」

これを見ると、2050年にかけて長期国債保有残高が約240兆円に収束していく姿が確認できる。ちなみに、かつて日銀では、長期国債を購入する一定のルールを設けていた。それが「銀行券ルール」である。すなわち、経済が成長していくとそれに伴って銀行券に対する需要も増加する。その銀行券は日銀のバランスシートの負債側に「発行銀行券」として計上され、長期的な負債となる。この長期的な負債にはその裏付けとして長期的な安全資産である長期国債を対応させ、それを通じて成長に資する通貨を供給する。こうした成長通貨の考え方に基づき発行銀行券を長期国債保有残高の上限とするルールである²⁶。2024年12月末時点の発行銀行券は124兆円。仮に「物価安定の目標」2%で2050年度まで延ばしたとしても200兆円強であり、月額3兆円の国債買入れによる残高縮小では、銀行券ルールへの復帰は遠いことが分かる。

(2) 最適な準備預金水準の検討

海外中銀では、準備預金の調節により短期金利をコントロールでき、かつ短期金利を不安定化させない程度に潤沢な準備預金の最適水準に関する研究が進んでいる²⁷。主流となっている手法は、金融機関を準備預金の需要主体と見なし、その需要曲線を計測して最適な準備預金水準を見出すというものである。具体的には、計測された需要曲線を、準備預金の変化に対して金利が感応的な資金不足の状態である「希少 (Scarce)」、逆に資金が潤沢過ぎて準備預金に金利が全く反応しない状態である「過剰 (Abundant)」、その中間である「十分

²⁶ 2013年3月金融政策決定会合後の白川方明総裁記者会見を参照。

²⁷ 最近の研究に関しては、左三川郁子・久保田昌幸・阿部眞子・本多史・鈴木さやか・長尾建典・松本智広 (2024) 「日銀、当座預金を最大280兆円程度に半減可能-時変係数VARで試算、日銀は金利感応度の公表を-」が詳しい。

(Ample)」の3つの領域に分け、「過剰」と「十分」の境界を特定する。

背景にあるのは、物価安定という使命を実現するには準備預金の操作により短期金利をコントロールする必要がある一方で、金融システムの不安定化を防ぐには、ある程度潤沢な準備預金を確保する必要があるという考え方である。たとえば米国では、ニューヨーク連銀の Afonso et al. (2024) が推計しており、準備預金の民間銀行資産に対する比率が12~13%を超えると「過剰」になると報告している²⁸。また、イングランド銀行 (BOE) では、民間銀行の日常の決済ニーズとストレス時の潜在的な資金流出への予防としての現金保有ニーズの両方を満たす準備預金の最小値をPMRR (Preferred Minimum Range of Reserves) と呼び、準備預金がPMRRを上回れば「十分」、下回れば「過剰」になると説明している。ただし、ベイリーBOE総裁によると、その数値化は非常に難しいため、民間銀行に直接希望水準を聞いたうえで数値を特定し、その水準に向けて準備預金の縮小を進めている²⁹。

日銀については、左三川・久保田・阿部・本多・鈴木・長尾・松本 (2024) が、Afonso et al. (2024) と同様の手法を用いて最適水準を推計している。それによると、当座預金の国内銀行の資産に対する比率が20~25%、2024年8月末の国内銀行の総資産を前提にすると280兆円程度まで、日銀は当座預金を縮小することができると結論付けている。もっとも、左三川ほか (2024) 自身も指摘するとおり、バーゼルⅢなどによる規制の変化、デジタル化による潜在的な資金流出圧力など、需要曲線がシフトしている可能性には注意が必要である。

(3) 政策金利引き上げに伴う逆ざやリスク

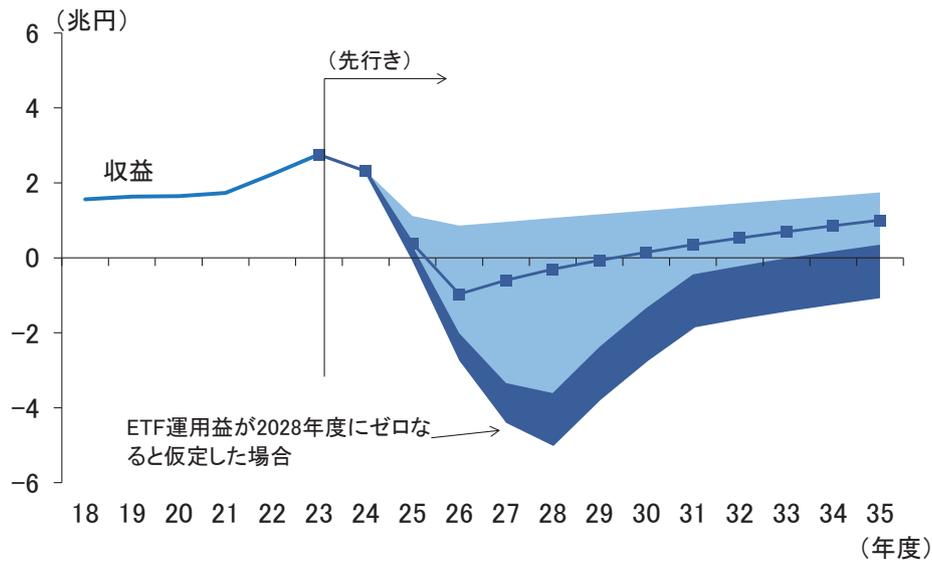
以下では、図5で示した日銀の長期国債保有残高の先行きを前提に、今後10年 (2035年度まで) の日銀の収益 (「長期国債利息」と「ETF運用益」から「補完当座預金制度利息」を差し引いた額) を試算する。ちなみに、図5では、長期国債保有残高が240兆円程度に縮小していくことを示したが、2035年時点の残高は280兆円台であり、奇しくも左三川ほか (2024) の結果とほぼ一致する。

改めてベースケースの前提を整理すると、政策金利は2025年1月、6月、2026年1月に0.25%ずつ利上げし、それ以降は政策金利1.0%で横ばい。ETF残高は横ばい。ETF運用益は2024年度を試算したうえで横ばい。長期金利は後掲図9で紹介する推計結果を2026年度まで利用し、2027年度以降は2%で横ばい、利息調整額は2023年度と同様のペースで減少して行くと想定した。結果は図6に示したとおりである。

²⁸ Afonso, G., G. Domenico, G. La Spada, and J. C. Williams. (2024). "Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve." *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 1019.

²⁹ Andrew Bailey (2024). "The importance of central bank reserves by Andrew Bailey: Lecture in honour of Charles Goodhart, London School of Economics"

図6 日本銀行の損失額シミュレーション



(注) ここでは、保有長期国債から得られる「長期国債利息」と「信託財産指数連動型上場投資信託 (ETF)」から得られる運用益から、超過準備に対して支払う「補完当座預金制度利息」を差し引いた額を「収益」とした。

(出所) 日本銀行

ベースケース (図中ドット付き実線) を見ると、政策金利を1%に引き上げる2026年度に逆ざやが発生し、それから3年程度、小幅の赤字に陥る結果となった。ちなみに、薄い青色の面グラフは、下限が政策金利を2028年度に2.0%まで引き上げ、長期金利が低迷して逆イールドが発生するケース。上限は利上げが0.5%で止まり逆イールドが発生しないケースである。参考までに、ETF運用益が2028年度以降ゼロになるケースを濃い青色の面グラフの下限として表示している。

このように、日銀が政策金利を1%に引き上げた場合、利息収入を利払いが上回る逆ざやが小幅ながら発生する。さらに、政策金利を2%まで引き上げ逆イールドが発生すると、その逆ざやの幅は4兆円程度まで拡大し、ETF運用益を考慮に入れなければ5兆円程度に達する³⁰。もちろん、以上の結果は長短金利の先行きやバランスシートの規模など設定条件によって大きく変わり得るものであり、幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、利上げを進めるにしたがって逆ざやになるリスクが高まることは間違いない。

4. 日本銀行のバランスシート縮小に伴う長期金利急騰リスク

(1) 国債現存額の先行き

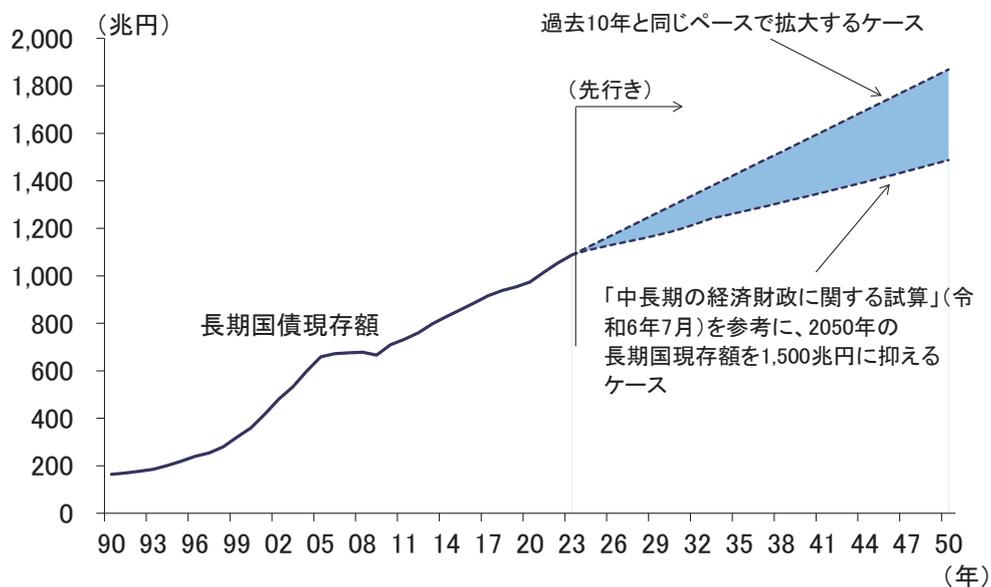
以下では、日銀が月額3兆円の国債買入れを継続し、日銀の長期国債保有残高が中長期的に240兆円に向けて縮小していった場合、長期金利にどの程度の上昇圧力がかかるか試算す

³⁰ 企画局企画調整課「日本銀行の財務と先行きの試算」(2024年12月、日銀レビュー)でも利上げに伴う収益の資産を行っており、「厳しい仮定を置いた場合には一時的に赤字が発生する可能性はある」としている。

る。まず、日銀に代わって国債を引き受けざるを得なくなる民間主体の国債保有残高を計算するため、長期国債の現存額を想定する。

日銀が公表する「公社債発行・償還および現存額」の普通国債等の現存額（長期国債現存額と呼ぶ）を見ると、2024年9月時点で1,113.2兆円（額面ベース）であり、過去10年間、1年当たり平均29兆円ずつ増加している。今後もこのペースで増加を続けた場合、2050年の長期国債現存額は1,870兆円に達する計算となる（図7）。この想定に加えて、以下の試算では、「中長期の経済財政に関する試算」（内閣府、2024年7月）における「成長移行ケース」を参考に、2033年の政府債務が名目GDP比で154%に抑制され、その後もペースを概ね維持したまま2050年の長期国債現存額が1,500兆円に抑制されるケースも想定する。なお、本試算は、第1部で行った危機時の重要指標シミュレーションとは異なる前提に立っている。

図7 長期国債現存額の推移



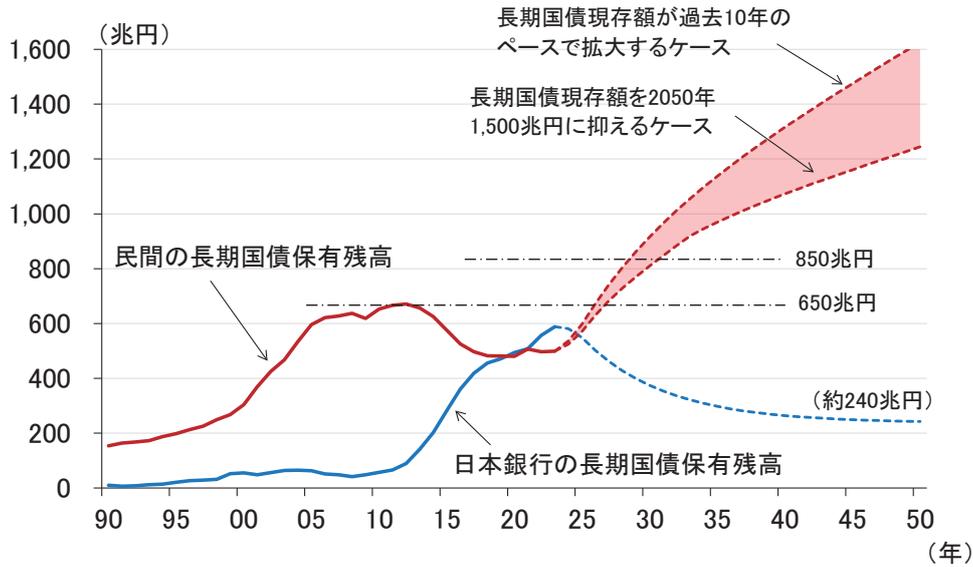
（出所）日本銀行「公社債発行・償還および現存額」、内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2024年7月）」

(2) 民間主体の国債保有余力

図7の想定のもと、長期国債現存額から、図5で試算した日銀の長期国債保有残高を差し引いた額を民間主体の長期国債保有残高と捉え³¹、図にしたものが図8である。

³¹ 補論で説明したとおり、日本銀行勘定の長期国債保有残高は、償却原価法に基づき、取得原価と額面金額との差額が調整された金額であり、額面表記の長期国債現存額とはベースが異なること留意が必要である。

図8 日本銀行と民間主体の国債保有残高



(注) 民間保有残高とは、「普通国債等現存額」から「日本銀行勘定」の長期国債（日本銀行保有残高）を差し引いた額。日本銀行保有残高の先行きは、2026年4月以降の長期国債買入額を月額3兆円、保有長期国債の平均残存期間を2024年9月と同じ6.6年で変わらないと仮定して計算した。

(出所) 日本銀行「公社債発行・償還および現存額」、「日本銀行勘定」

これを見ると、日銀が国債買入額を月3兆円にして長期国債保有残高を圧縮していけば、民間の長期国債保有残高が大幅に増加せざるを得ないことが分かる。ここで問題になるのが、民間主体の国債吸収余力である。グラフには650兆円と850兆円の水準に一点鎖線を引いているが、前者は異次元緩和前の民間の長期国債保有残高のピーク、後者はそれに200兆円を加えた水準で、いずれも以下で長期金利シミュレーションを行う際に設定する、民間の国債購入余力の上限値である。

具体的には、以下のシミュレーションでは長期金利の関数を設定するが、民間の国債購入余力に限界があるという想定のもと、それを保有残高が超えれば長期金利が上昇する工夫を説明変数に加える。民間にどのくらい国債購入余力があるかという点に関しては、例えば左三川・久保田（2024）が、「預金取扱金融機関」について、バーゼルⅡの金利リスク規制（IRRBB：Interest Rate Risk in the Banking Book）に着目した分析を行い、2024年3月末を基準に100兆円超の購入余地があるとしている。もっとも、民間金融機関全体で見ると、「保険・年金基金」が異次元緩和前の2013年3月で40%、2024年3月で65%のウェイトを占めるなど、国債購入余力の限界を金融機関全体で把握するのが難しいこともあり、以下のシミュレーションでは上限値を単なる参照値という位置づけでアприオリに設定した。

(3) 日本の長期金利（10年物）の推計

次に、長期金利を推定する。被説明変数は10年物金利。説明変数には、①政策金利（コールレート・オーバーナイト物）、②景気動向指数（先行CI）、③消費者物価指数の前年比（生鮮食品およびエネルギーを除く、消費税調整済み、3ヶ月移動平均）、④日銀の国債買入

額、⑤日銀の長期国債保有残高、⑥民間の長期国債保有残高³²、⑦金利沈静化ダミー³³、を
採用した。結果は図9に示したとおりである。

図9 長期金利（10年）の推計

被説明変数 推計期間 標本数	日本の10年金利（月次データ） 1990年1月～2024年10月 418					
	0.957			0.955		
説明変数	係数	t-値	P-値	係数	t-値	P-値
自由度修正済みR ²	0.957			0.955		
定数項	-0.870	-2.666	0.008	-0.933	-2.713	0.007
O/N金利（政策金利）	0.500	30.557	1E-107	0.520	31.750	2E-112
景気動向指数（先行CI）	0.021	7.083	6E-12	0.020	6.646	1E-10
消費者物価指数	0.171	7.198	3E-12	0.186	7.666	1E-13
日銀の国債買入額	-0.099	-9.732	3E-20	-0.096	-9.148	3E-18
日銀の国債保有残高	-0.002	-9.868	1E-20	-0.002	-11.189	2E-25
民間の国債保有残高 I	6E-06	2E+01	3E-42			
民間の国債保有残高 II				3E-06	1E+01	9E-38
金利沈静化ダミー	0.765	4.428	1E-05	0.736	4.148	4E-05

(注) 消費者物価指数は食品及びエネルギー除くベース（消費税調整済み）の前年比（3ヶ月移動平均値）。
民間の国債保有残高 I は $(650 - \text{民間の国債保有残高})^2$ 、民間の国債保有残高 II は $(850 - \text{民間の国債保有残高})^2$ 。金利沈静化ダミーは、日銀がイールドカーブコントロールのもとで10年金利を目標以下に抑制するために、国債買入額を大幅に拡大させた2022年6、9、10、12月、2023年1、3月に1を設定した。

(出所) 日本銀行、内閣府、Bloomberg

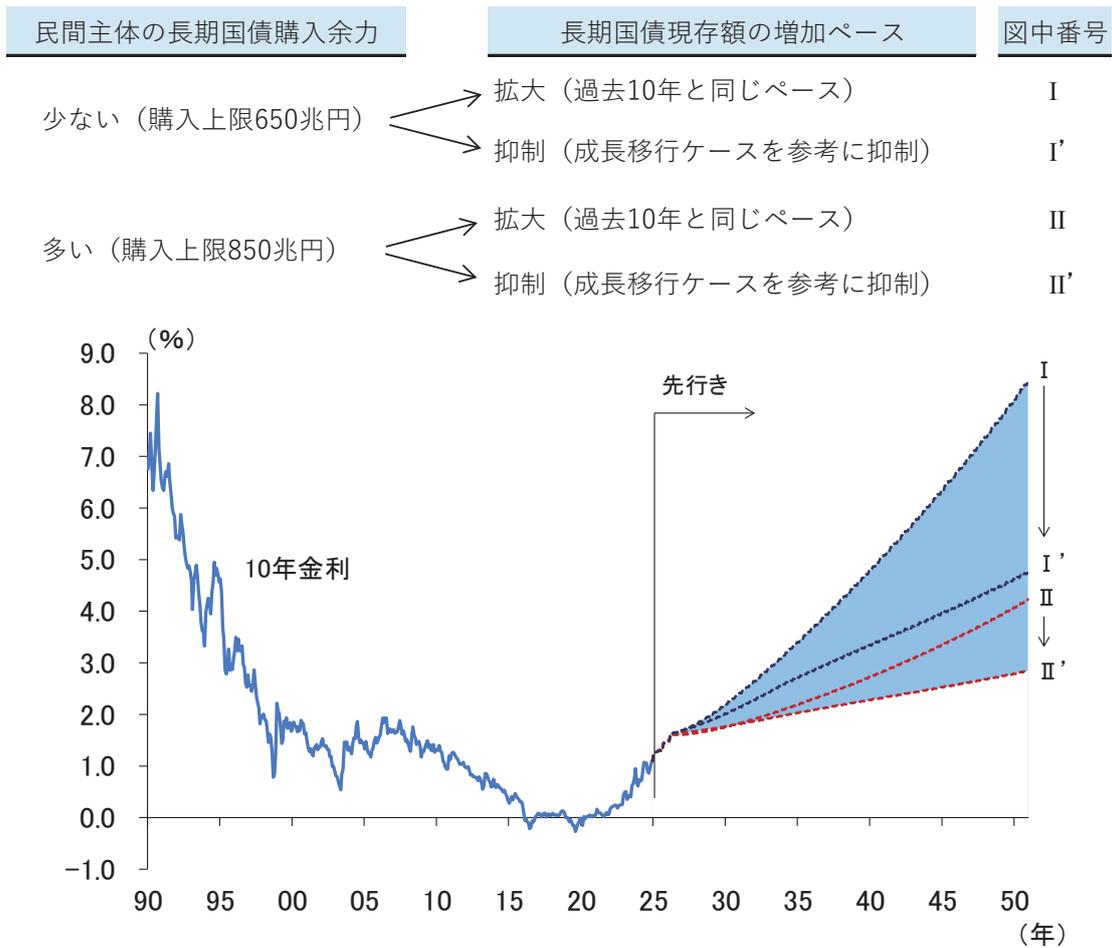
(4) 国債市場の需給悪化による長期金利の上昇

図9の推計結果と図8の想定、さらには消費者物価上昇率を2025年後半以降2.0%、景気動向指数は潜在成長率並みのペースで上昇すると仮定したうえで、長期金利の先行きを外挿推計した結果が図10である。それを見ると、民間主体の長期国債購入余力の上限を低く設定した場合、長期国債現残額が過去10年と同じペースで増加を続けると（図中I）、長期金利は2050年に8%を超える。しかし、財政拡大を抑制すれば（図中I'）、2050年の長期金利は4%台に抑制される。また、民間主体の長期国債購入余力の上限を高く設定した場合でも、長期国債現残額が過去10年と同じペースで増加すれば（図中II）、長期金利は2050年に4%を超えるが、財政拡大を抑制すれば（図中II'）、2050年の長期金利は2%台後半に抑制される。

³² 民間主体の長期国債購入余力に上限値（850兆円、650兆円）を設定し、民間主体の長期国債保有残高がそれを超えると需給バランスが崩れて長期金利が上昇するよう、「[上限値]-[民間の国債保有残高]²という形の説明変数にした。

³³ 金利沈静化ダミーとは、YCCのもとで10年金利を目標以下に抑制するために国債買入額を大幅に拡大させた2022年6、9、10、12月、2023年1、3月に1を設定した変数。

図10 長期金利シミュレーション



(出所) 日本銀行、内閣府、Bloomberg

このように、日銀が長期国債保有残高を圧縮していけば、国債市場の需給バランスが崩れ、長期金利に上昇圧力がかかる可能性が高い。本報告書で定義する「危機の前兆段階」「危機の初期段階」に達する主要因とさえなりうる。とはいえ、中央銀行が長期金利の上昇リスクをどの程度吸収すべきかについては、議論の余地がある。アンドリュー・ベイリーBOE総裁は、「重要な検討事項は、金利リスク－金利変動に伴う資産価値変動のエクスポージャーを中央銀行のバランスシートにどの程度含めるべきなのかという点だ」と指摘する³⁴。各国の中銀は、世界金融危機や新型コロナショックなどを背景に、量的緩和によって市場の金利リスクを自らのバランスシートに移管させたが、現在、その金利リスクを徐々に解消させるプロセスに入っている。その巻き戻しをどこまで進めるのか、すなわち金利リスクの管理の在り方について、金融システム全体の問題として議論すべきである。

³⁴ Andrew Bailey (2024). "The importance of central bank reserves by Andrew Bailey: Lecture in honour of Charles Goodhart, London School of Economics"

第2部 緊急対応策の検討

第1章 基本的な考え方

第2部では、財政危機時の緊急対応策として重要と思われる事項を見ていく。一つ目は、危機時の市場対策である。危機時にはあらゆる市場が混乱すると考えられるが、財政危機と特に関連する国債発行・流通市場と為替市場における対策の在り方と限界について見ていく。危機の沈静化に重要な役割を果たす日銀の対応の在り方についてもここでまとめる。

二つ目は、財政悪化への応急的な対応である。こちらはさらに2つに大きく分かれる。1つは、政府支出の抑制である。政府支出抑制の優先順位付けなどを行う。もう1つは、資金調達である。国内外からの資金調達の手段を概観する。

三つ目は、中長期財政再建へのコミットメントである。危機時の市場対策や財政悪化への応急措置などは、いずれも主に時間稼ぎの手段に過ぎない。危機を最終的に沈静化させるためには、政府が中長期的な財政再建策へのコミットメントを行い、それが市場に信認されることである。必要と思われる財政再建策の骨子を提示する。

第2章 危機時の市場対策

1. 基本的な考え方

本報告書では、「危機の前兆段階」を長期金利が4%～5%程度に上昇した状態、「危機の初期段階」を長期金利が7%～10%に上昇した状態と定義している。これらに基づき、本節では、短期間で金利が3%～5%程度上昇し「前兆段階」あるいは「初期段階」に達した場合を想定し、金融市場での危機時の対応策を検討する。想定時期としては、シミュレーションでは2040年以降に財政収支が大幅に悪化するシナリオが多かったが、それ以前に日銀の国債買い入れ減額が市場の需給に大きな影響を及ぼす可能性があることなどから、特定の時期は想定しないこととする。

(1) 市場対策の目的：ファンダメンタルズ危機と自己実現危機

危機時の市場対策の目的と程度は、ファンダメンタルズ危機と自己実現危機とで異なってくる。前者の場合は、経済財政のファンダメンタルズの悪化が危機の根本要因であり、政府・日銀の小手先の市場対策でファンダメンタルズを改善することはできない。市場を沈静化できたとしても一時的なものに留まる。よってファンダメンタルズ危機の場合の市場対策の主目的は、3. の中長期的な財政再建（ファンダメンタルズの改善）に対する政府の強いコミットメントが出されるまでの「時間稼ぎ」となる。

他方、自己実現危機は、ファンダメンタルズに沿った「良い均衡」から、市場関係者の市場に対する不安心理が相互増幅した「悪い均衡」にジャンプすることによって起きる。政府・日銀の徹底介入で市場や市場関係者のパニック心理を沈静化させることができれば、再

び「良い均衡」に戻せる可能性がある。よって自己実現危機時の市場対策は、時間稼ぎ以上の目的と効果を持ちうる。その際の政府・日銀の介入は、ファンダメンタルズ危機以上に強力であるべきだ。

ただ、第1部で述べたように、実際の危機はファンダメンタルズ危機と自己実現危機との組みあわせとなるケースが多いと想定される。危機がいずれのタイプかを見分けることも実際には難しい。よって危機時の市場対策の第1目的は、あくまで市場のパニック的な混乱を抑え抜本的な対策が打ち出されるまでの「時間稼ぎ」とし、その上で、状況を見て対応の在り方を調整していくべきである。

(2) 想定される市場対策

では、危機時においてどのような市場で緊急対応がなされるべきであろうか。

冒頭で危機を金利レベルで定義したように、本報告書は長期金利上昇を起点とした財政危機をベースシナリオとしてきた。実際、日本において財政危機が発生するとすれば、国債市場における金利上昇という形で最初に表れる可能性は高いと考えられる。よって、危機時の市場対策の中心となるのは、国債発行・流通市場となる。また、財政危機が、為替市場における円の急落という形で最初に表れる可能性について見てきた。そうした場合は特に、為替市場対策も危機対策として重要となる。

危機が発生すれば、他にも株式市場、社債市場など様々な市場で大きな負の影響や混乱が生じると考えられる。それらの市場においても、過剰なパニックや混乱を抑える対応は必要かつ有益と考えられる。ただ、財政危機との直接的な関係性では、それらの市場の関係性は国債発行・流通市場、為替市場に比べ弱いため、以下では2. 国債発行・流通市場対策、3. 為替市場対策に絞り、危機時に必要と考えられる対応を、法的根拠を示しつつ具体的に提示する。

また、危機時の市場対策においては、個別の市場対策を含め、日銀が大きな役割を果たす必要がある。よって4. として、日銀の金融政策面での対応、金融危機対応をまとめて記述する。

最後に、危機時の市場対策の5. として、全般的な市場沈静化策（政府・日銀の緊急アコード）に必要な項目を提示する。ファンダメンタルズ危機において危機沈静化に究極的に必要となるのは、中長期的な財政再建への政府のコミットメント、つまりはファンダメンタルズ改善に向けた政府のコミットメントである。その際に必要になると思われる内容の骨子については後ほど「第4章 中長期財政再建へのコミットメント」にて具体的に述べるが、危機時において、その前段となる政府・日銀の緊急アコードを早急に発することが、市場の沈静化には有益と考えられる。特に自己実現危機の場合は、政府および日銀が協調して徹底的に危機沈静化のために協調して動くことを、政府・日銀アコードとして発することは、市場のパニック心理を鎮め、「良い均衡」に移行する上でも非常に重要と考えられる。

2. 国債発行・流通市場対策

(1) 緊急対応の目的

国債発行・流通市場における危機時の緊急対策の主な目的は、たとえ金利が上がるとしても、国債が円滑に売買される状況を維持することである。発行市場において未達が連続したり、金利の急騰などが生じると、危機が合理的な範囲を超えてパニック的に増幅する恐れがある。それを防ぐのが、ここでの主な目的となる。ただ、自己実現危機の場合においては、金利上昇をより強力な手段で抑え込むことも対応の目的となりうる。それにより市場心理が沈静化し「良い均衡」に戻る可能性があるからだ。

これに対しファンダメンタルズ危機の場合には、金利を国債市場で抑えこむことは難しい上、為替市場での円の暴落など他の市場に危機が転じることも考えられる。よってファンダメンタルズ危機の際の対応の目的は、あくまで混乱の抑制と、中長期財政再建策（ファンダメンタルズ改善策）が出されるまでの時間稼ぎとすべきである。

(2) 国債発行計画の変更

危機時の対応手段としてまず考えられるのは、発行市場の需給状況に合わせ、国債の市中発行年限を年度途中で変更することである（国債発行計画の変更と発行スケジュールの変更）。これは予算関連法案を変更せずに、財務当局の判断ですぐに実施することができる。発行年限変更に伴う入札予定額の変更は通常の場合、事前に市場関係者にコミュニケーションを取った上で行われる。危機時においても、足元の需給バランスに応じた年限や発行スケジュールの調整を、市場関係者とのコミュニケーションを取りつつ決定することで、市場の変化を緩和することを目指すべきだ。

より具体的には、金融機関等が中長期の国債への入札に消極的になる場合、さらには市場での入札の不調が続く場合には、国債発行年限の短期化を進める必要が出てくる。それでも入札が不調な場合、1回あたりの入札額の減額、入札時期の調整等も行うことが考えられる。

そうした調整を行ってもなお入札が困難なほど市場の環境が悪化している場合は、当面の国債の発行をほぼ全て一年未満の政府短期証券で調達する方法も考えられる（直近の事例としてはコロナ対応時の令和2年度中に、政府短期証券中心で国債増発が実施された）。

過去の例で見れば、1998年の運用部ショック（図表2-1参照）、2003年のVaRショック（図表2-2参照）などでは国債市場で金利が大きく変動した。運用部ショックの際には、実際に年度途中で国債発行年限の変更が行われ、発行国債の年限の短期化が実施された。他にも、補正予算措置などを経ずに、年度途中で国債発行計画が変更された例がある。

図表 2-1 運用部ショック時の10年国債利回りの推移



(出所) 財務省

図表 2-2 VaRショック時の10年国債利回りの推移



(出所) 財務省

なお、たとえば金利が1年間で5%上昇した場合、財務省の2025年1月の2034年度までの借換債収入予定額は毎年度120兆円～130兆円台であることから、追加の利払い負担は6兆円から6.5兆円に上ると試算できる（財務省「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」2025年1月）。ただ、危機が早期に沈静化しなければ、金利がさらに急騰したり、国債入札の未達が続くような状況となることも想定されうる。

(3) より強力な手段

危機時に金利が急騰し、景気などへの悪影響が懸念される段階では、後述するように、日銀による市場対策として、国債流通市場における一時的な買い入れオペを実施することも想定しうる。

ただ、ファンダメンタルズ危機の場合は、こうした強力な措置を実施しても金利の急騰をなかなか抑えられない可能性がある。市場から日銀による「財政ファイナンス」と取られ、かえって市場での政府や日銀に対する信託を落とし、金利を急騰させてしまう可能性もある。また、たとえ金利急騰を抑えられたとしても、為替市場での円の急落などに転嫁される可能性もある。ファンダメンタルズ危機の場合はやはり、市場の混乱を沈静化させるためには、中長期的な財政再建策へのコミットメント（第4章）が必要になる。

他方で、自己実現危機の場合は、こうした強力な措置が効果を発揮し、市場のパニック心理の沈静化を通じて「良い均衡」に移行する可能性もある³⁵。ただこうした強力な措置には副作用も大きく、実施するには市場との細心のコミュニケーションが必要となる。

なお、国債流通市場に関しては他に、先物市場において市場急変時向けのサーキットブレーカー制度が整備されており、1日あたりの先物市場の変動への対応措置が存在する。

3. 為替市場対策

危機の予兆・初期段階における金利上昇時には、為替市場においても急激な円安が進む可能性がある。あるいは日銀が全面的に金利を抑制するような場合、国債市場などに先んじて為替市場に、円的大幅安として危機の予兆が表れる可能性もある。

以下では、危機時における為替市場における緊急対応策の(1)目的、(2)各種手段の内容と限界について概観する。

(1) 緊急対応の目的

危機の予兆時の為替市場における急激な円安は、国債市場などと同様、ファンダメンタルズ危機と自己実現危機との2つのいずれか、あるいは双方の組みあわせから発生しうる。

いずれのケースであっても、為替介入による為替市場の制御は短期的かつ限定的なものとしかなり得ない。現在の為替市場はOTC市場（相対取引）が中心で、多くが電子取引である。1日平均の取引高が7.5兆ドル、ドル円取引1.3兆ドル（2022年4月）に及ぶ巨大な市場となっており、市場参加者の多くが日本財政の破綻をもっともらしいと考えるようになれば、為替介入などによる市場へのインパクトは限られたものとなる。

ファンダメンタルズ危機において危機を最終的に沈静化させるためには、ここでも政府・日銀によるファンダメンタルズ改善への強いコミットメントが必要となる（その骨子については第4章の「中長期財政再建へのコミットメント」で述べる）。自己実現危機においては、危機が円暴落などを通じ自己実現的に短期で増幅することを防ぐため、政府および日銀からの早急な危機沈静策の実施が必要となる。

いずれのケースにおいても為替市場の緊急対応策では抜本的な危機沈静化はできず、目的は円暴落を一時的に制御する「時間稼ぎ」となる。すなわち、ファンダメンタルズ危機では、政府・日銀の中長期的な対応策が出されるまでの時間稼ぎである。自己実現危機では、

³⁵ たとえば欧州債務危機時に、当時の欧州中央銀行総裁のマリオ・ドラギ氏は「ユーロを守るために必要なことは何でもする」と述べて市場の沈静化を図った。

市場のパニック心理を鎮め、危機が自己増幅するスピードを緩めることで「良い均衡」に戻るための時間稼ぎである。

(2) 対応手段

為替市場の緊急対策のための政策手段としては、①政府による為替介入が中心となる。他、②外為法による資本移動規制の活用、③国際協調の働きかけ、も考えられる。

① 政府による為替介入

政府による為替介入は、外国為替相場の急激な変動を抑え、その安定化を図ることを目的に、通貨当局が外国為替の売買を行うことを言う。根拠法は外国為替及び外国貿易法（以下、外為法）第7条第3項であり、実際の介入は、財務大臣の指示に基づき日銀が「外国為替資金特別会計」（以下、「外為特会」）の資金により、為替介入を行う。財務大臣の代理人としての日銀が、海外の通貨当局に為替介入を依頼することなどもある。

財政危機時における為替介入は、通常の日売り介入と逆に、日買い介入となるため、介入の原資となる外貨準備に限界がある。図表2-3は、2024年10月末時点での日本の外貨準備であり、総計は1兆2400億ドル弱となる。そのうちすぐに介入原資として用いることのできる現金・短期債は3000億ドル程度。なお、2024年に神田真人財務官（当時）の下で日本が行った数度にわたる日買い介入では24兆5000億円を投入している。

図表2-3 日本の外貨準備高（2024年12月末時点）

（百万ドル単位）

A. 外貨準備	1,230,715
1. 外貨	1,077,137
(a) 証券	917,567
うち：本邦発行体分	-
(b) 預金	159,570
i. 外国中央銀行及びBISへの預金	159,124
ii. 本邦金融機関への預金	384
うち：海外拠点分	-
iii. 外国金融機関への預金	62
うち：本邦内拠点分	25
2. IMFリザーブポジション	10,199
3. SDR	57,197
4. 金	71,013
(重量 [百万トロイオンス])	(27.20)
5. その他外貨準備	15,169
(a) 金融派生商品	-
(b) 非銀行非居住者に対する貸付	-
(c) その他	15,169
B. その他外貨資産	38,761

（出所）財務省

為替介入は、1回の介入で成功することはまれである。介入しても為替がすぐに元の水準に戻ると市場にその限界を見透かされ、かえって投機的な動きや個人投資家のパニック売りにつながる恐れがある。よって市場心理との駆け引きをしつつ、市場が安定するまでの数次にわたる介入とならざるを得ない。金融政策との連動が通常は効果的だが、金利上昇は財政悪化にもつながることから、財政危機時には必ずしも円高につながるとは限らない。逆に円安を加速化させる恐れすらある。

大規模な為替介入については他国との調整も必要となる。2017年5月のG7財務大臣中央銀行総裁会議における為替介入に関する声明においても「我々は為替レートは市場において決定されること（中略）そして我々は競争力のために為替レート目標にしないことを再確認する。（中略）我々はすべての国が通貨の競争的な切り下げを回避することの重要性を強調する。我々は為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済および金融の安定に対して悪影響与え得る事を再確認する」とされた。この声明からも明らかなように、現在のG7諸国においては為替介入に対する抵抗感が強く、日本の単独介入であっても財務官レベルでの事前の根回しが必要となる。ただ上記声明で示唆されているように、一般的には、円高誘導の介入に比べ円安誘導の介入についての反発は弱い。特に日本の財政が危機に陥っているような場合は、事前の根回しがあれば了承される可能性は高いと考えられる。

現金・短期債の3000億ドルを超える資金を介入原資として用いる場合は、政府が保有する米国債を市場で大量に売却することが必要となってくる。その場合、米国債券市場などに大きな影響を与える可能性が高いため、米国政府の強い反発を買う可能性が高い。米国政府と事前に綿密な調整を行いその了承を得なければ、円買い介入をしたとしても、その政策効果を打ち消されるコメントを出されてしまうことなどになりかねない。いずれにせよ、現状の外貨準備高の全額を介入に使うことは、米国などとの関係から難しい。

② 外為法による資本移動規制の活用

外為法では、日本と海外との間で行われる資本取引（投資・貸付など）に対して一定の制限や届け出義務を課すことが認められており、理屈上は、危機時の外貨流出防止のために活用することが可能である（第21条、第25条、第55条など）。たとえば外為法第21条第2項では、資本取引を許可制にすることが認められる例として、①わが国の資本収支の均衡維持が困難な場合、②本邦通貨の外国為替相場に急激な変動がある場合、③大量の資本移動により、わが国金融・資本市場に悪影響が出る場合が挙げられている。財政危機に伴うパニック的な円安が生じた際に、①から③に当てはまる状況となることは想定されうる。

自国通貨安の圧力が強まった際の外貨資本取引規制の強化については、新興国を中心に各国で多くの事例があるが、先進国では先例はない。たとえば資本取引を許可制にすれば外貨流出防止には強い効果が期待できるが、反面、外貨の流入も途絶えることになり、企業活動に大きなマイナスとなる。これは経済全体でもマイナスとなるため、財政危機的な状況をさらに悪化させる可能性もある。いずれにせよ、資本取引規制は深刻な副作用を伴うものであり、それをを用いる場合であっても、あくまで緊急避難的かつ短期的措置とすべきである。

なお、外為法による資本移動規制については、果たして実効的に外貨流出を防ぐことが可能かという問題もある。外為法の規制は金融機関ルートを規制することになるが、仮想通貨など資本移動の手段が多様化する中、他に様々な抜け道が想定しうるからである。

③ 国際協調の働きかけ

財政危機を起因とした大幅な円安が生じた状況において、為替市場の安定化のためには、日本だけではなくG7諸国が共同で声明を発表し、さらには協調して為替市場に介入することが非常に効果的と考えられる。

上記で紹介した2017年5月のG7声明においても「我々は為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済および金融の安定に対して悪影響を与え得る事を再確認する」とされており、円が急落するような状況においてG7が共同声明を出したり、さらには協調介入に参加することも十分に可能と考えられる。たとえば東日本大震災直後に急激な円高が発生した際には、各国の財務官ベースの議論で市場の動きがおかしいという共有認識となり、G7諸国で協調介入がなされた。特に自己実現危機の場合は、今回の危機がファンダメンタルズ（日本の財政政策等）ではなく市場心理に起因する自己実現的なものである（「おかしいものである」）ことを国際通貨基金（IMF）などに発信してもらわないと、足並みが揃わない。

他方、円の大幅安となった財政危機が自己実現的ルートではなく、ファンダメンタルズルートである場合、各国に協調を働きかける際には、やはり日本政府が中長期的な財政再建プラン（ファンダメンタルズ改善）への強いコミットメントを示し、G7各国がそれを受け入れることが必要となる。このプロセスには一定の時間がかかる

なお、日本が米国など他国の中央銀行などと結んだ通貨スワップ協定を活用し、危機時に外貨を調達するという考え方も可能性としてはありうる。ただ、たとえば日銀とNY連銀との無制限のスワップ協定は、市場においてドル資金が枯渇する際に金融機関が一時的にドル調達できるようにするものであり、返済が前提である。財政危機時には日本全体が危機に陥ることから、財政危機時にこのスワップ協定を活用することは協定の趣旨に沿わず、NY連銀がドル供与に応じる可能性は低い。また、アジア諸国とのスワップ協定は、あくまでもアジア諸国側に日本が供給することを前提としており、日本が危機になった際にアジア諸国が供給する可能性は不明である。

4. 日本銀行の金融政策面での対応、金融危機対応

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。特に、危機時の対応としては、金融システムの安定確保を図る観点からの諸施策が極めて重要となる。具体的には、①利下げ等による緩和的な金融環境の実現、②各種オペレーションを通じた潤沢な資金供給、③必要に応じた特定金融機関に対する資本注入、④長期国債やリスク性資産の購入などを通じた金融市場の安定確保や企業金融円滑化、⑤政府との共同声明やフォワード・ガイダンスなどである。異次元緩和で活用したYCCやマイナス金利政策も、①や

④のツールとして加わったと見るべきだろう。

金融的な危機であれば、通常は流動性不足という形で表面化する。1997～98年の日本の金融危機においても、インターバンク市場における証券会社のデフォルトをきっかけに急激な市場流動性の収縮が起こり、それが金融システム不安、そして金融危機へと発展した。一部の金融機関における流動性不足なら、中央銀行が伝統的な「最後の貸し手機能（LLR：Lender of Last Resort）」を発揮すれば足りる。しかし、それがソルベンシー問題、ひいては金融システム不安に発展する恐れのある場合には、それを未然に食い止める必要がある。具体的には、市場全体に積極的な流動性供給を行って金融システムの更なる不安定化を防ぎつつ、金融機関の損失金額を確定し、不足する資本を市場調達もしくは公的資金を利用して穴埋めすることが求められる。さらに、カウンターパーティリスクが収まらず、資本市場の取引が極端に低下した場合、中央銀行が資本市場に直接介入し、「最後のマーケット・メーカー機能（MMLR：Market Maker of Last Resort）」を果たす必要がある³⁶。

MMLRとは、何らかのショックにより資金の予備的需要やカウンターパーティリスクが高まり、資本市場で買い手が不在になるといった「市場流動性の枯渇」が発生した場合、それが資金流動性低下と相まって危機を増幅させないよう、中央銀行が資本市場に介入して市場流動性を供給し、市場機能の回復を促すというマーケット・メーカーとしての機能である。中央銀行の機能は、2008年の世界金融危機を経て、このMMLRを含む形に変容している。日銀でも、1997～98年の金融危機、ITバブル崩壊後の2001年3月から06年3月まで行った量的緩和、2008年の世界金融危機、2011年3月の東日本大震災などの危機時において、そうした機能を果たしてきた。

まず、2000年代の量的緩和では、金融市場調節の操作目標を当座預金に切り替え、所要準備額を大幅に上回る当座預金残高を目標に設定し、そのもとで潤沢な資金供給を実施した。さらに、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が安定的にゼロ%以上になるまで継続すると宣言し（フォワード・ガイダンス）、「銀行券ルール」のもとで長期国債買入れを増額した³⁷。このときの量的緩和に対しては、フォワード・ガイダンスによる長期金利の押し下げ効果、潤沢な資金供給による金融システムの安定化効果があったというのがコンセンサスである³⁸。2008年9月のリーマンショックを契機とする世界金融危機の際には、利下げによる緩和に加え、補完当座預金制度を導入して潤沢な資金を供給したほか、各国中央銀行と協調して米ドル資金供給オペレーションを行い、ドル資金の供給も実施した。また、企業金融円滑化を図るため、CP・社債の買入れ、適格担保の拡充、企業金融支援特別オペレーションの導入等も実施した。この結果、金融システムは安定を維持し、企業金融の円滑も確保されたと評価されている。2011年3月に発生した東日本大震災では、被災地での資金決済の円滑の確保を最優先に、図表2-4に示した諸施策を早急に実施した。

³⁶ 中央銀行の機能については、中曾宏（2013）「金融危機と中央銀行の「最後の貸し手」機能」を参照。

³⁷ 銀行券ルールについては第1章6(3)を参照。

³⁸ 日本銀行（2024）「金融政策の多角的レビュー」1. (2)参照。

図表 2-4 東日本大震災時の日本銀行の対応

2011/3/11 (金)	14:46 東日本大震災発生
日本銀行の対応	
15:00	災害対策本府設置（本部長：総裁） ①日本銀行本支店は営業を継続 ②日銀ネットも通常どおり稼働 ③金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め万全を期す方針であることを宣言
夕刻	内閣府特命担当大臣（金融）、日本銀行総裁の連名で「金融上の特別措置」発出
2011/3/12 (土)	金融機関への休日現金供給実施
2011/3/13 (日)	関東財務局長野財務事務所長と日本銀行松本支店長、関東財務局新潟財務事務所長と日本銀行新潟支店長の連名で、それぞれ「金融上の特別措置」発出
2011/3/14 (月)	金融政策決定会合開催…リスク性資産など資産買入れ等の基金を5兆円程度増額、日銀ネット・全銀システム、決済時間 1 時間延長
2011/3/18 (金)	G 7 財務大臣・中央銀行総裁が声明発表「日本とともに為替市場における協調介入に参加する」
2011/4/7 (木)	金融政策決定会合開催…議長より執行部に対し、被災地金融機関を支援するためのオペレーションおよび担保適格要件の緩和の検討を指示
2011/4/28 (木)	金融政策決定会合開催…「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」、「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」を制定

(出所) 日本銀行

上図にあるとおり、自然災害時には、資金決済の円滑な確保を優先し、災害時における金融上の特別措置が発出される。これは、被災者の当面の資金確保を容易にするため、金融庁および日銀から金融機関、証券会社、保険会社等に対し、たとえば預金証書、通帳を紛失した場合でも預金者であることを確認して払戻しに応じることや、届出の印鑑のない場合には拇印にて応じることなど、様々な柔軟対応の要請を行うものである。通常、財務局長（財務事務所長）および日銀支店長の連名で発出されるが、東日本大震災では、被害が甚大で広範囲に及ぶことから、金融担当大臣および日銀総裁の連名で「平成23年（2011年）東北地方太平洋沖地震にかかる災害に対する金融上の措置について」が発表された。このほか為替市場への協調介入の実施と合わせ、G 7 財務大臣・中央銀行総裁が共同声明を発出した（2011年3月18日）ことが、為替市場の無秩序な変動を防止することに大きな効果を発揮した。

以上を踏まえ、財政危機時の日銀のとるべき対応を考えると、まず、財政危機の背景となっている事象、たとえばそれが災害や金融危機といった危機の場合、上で述べた①～⑤のすべてを動員して対応すべきである。そのうえで、政府のソルベンシーに対する疑念が強まり、国債市場の流動性が収縮して長期金利が急騰したり、資本逃避の思惑から円安が急角度で進行するような場合には、特に市場へ直接介入してMMLRの機能を発揮することが重要になる。その際、日銀が市場安定化を優先してMMLRとしての国債購入を続けると、財政支援を目的とする「財政ファイナンス」と受け取られ、かえってソルベンシーに対する疑念を強め、円売りを助長するとともに、物価の先行きに対する不確実性を高めることにつながるリスクがある。一方、物価や為替の安定を優先して国債購入を控えれば、国債市場の流動性収縮に歯止めをかけることが難しくなる。こうした矛盾を回避するには、財政の持続可能性に

対する信認確保が不可欠であり、それに向けた政府・日銀による確固たる意思表示が必要となる。それがなければ、為替介入に対する他国の理解など得られないし、ましてや協調介入など無理である。こうした観点から、為替資本市場への直接介入によりMMLRの機能を発揮するには、政府・日銀による財政規律維持の姿勢を明記した共同声明が重要となる（後述）。

5. 全般的な市場鎮静化策（政府・日銀の緊急アコード）

危機時に金融市場の安定化を図るためには、先述のとおり、日銀が市場に直接介入して、MMLRの機能を発揮することが重要となるが、そのためには、政府・日銀による財政規律維持の姿勢を明記した緊急共同声明を発出することが有効である。共同声明の前例としては、2013年1月22日の「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日銀の政策連携について（共同声明）」がある（図表2-5）。

図表2-5 2013年1月の政府・日銀の共同声明

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り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。

(出所) 日本銀行

この共同声明は、デフレからの脱却を目指して政府・日銀がそれぞれの取り組みを宣言したもののだが、参考になる点が多い。まず、政府と日銀の役割を明確に切り分けた点である。すなわち、日銀は持続可能な物価安定の実現を目指す一方、政府は日本経済の競争力と成長力の強化を図ると明確化している。政府（財政当局）にとって日銀の「通貨発行益（シニョレッジ）」はそれを活用したいとの誘因になり得るが、それを許せば、国債買入れが財政支援を目的とする財政ファイナンスと受け取られ、特に政府のソルベンシーに対する疑念が強まっている局面では、それを助長することになる。また、日銀総裁は選挙によって選ばれ、国民の負託を得た立場ではない。このため日銀の役割は物価安定と金融システムの安定に限定すべきで、資源配分に影響を及ぼす政策にまでコミットすべきではない。こうした点は、市場安定化に向けた共同声明であっても守られなければならない。

また、2013年1月の共同声明には、デフレ脱却のための取り組みに関する声明であっても、「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」と、財政規律の維持に向けた姿勢が明記されている。これは、通貨の信認を確保し、市場の無秩序な変動を回避するために必要な文言であり、持続的な物価安定を実現するための条件でもある。財政危機時の共同声明では、むしろこれが声明の要諦とならなければならない。

さらに、まさに異次元緩和からの出口にあたり日銀が直面している問題でもあるが、市場安定化のために長期国債やリスク性資産を購入すれば、日銀財務に損失が発生するリスクが高まる。しかし、だからといって危機時に購入を躊躇すれば市場安定化の目的は達成できない。日銀が財務の劣化を忌避するあまり、MMLRの機能が十分果たせなくなる事態にならないよう、政府が損失を補償することを明記すべきである。そのうえで、政府は、中長期財政再建計画を堅持することを強調すべきである。なお、政府・日銀が危機対応として実施した異例の施策は、危機が終息した後、その副作用が顕在化する。拡大した日銀のバランスシートを、どのような考え方のもとで、どのような水準に縮小させていくのか、事前に検討しておくことも必要だろう。

以上をまとめると、財政危機時の政府・日銀が発出すべき共同声明（緊急アコード）では、まず、政府が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ことを宣言すべきである。そのうえで、日銀はあらゆる手段を講じて金融市場の安定化に取り組むこと、金融市場で無秩序な価格変動が生じる可能性が高い場合には、金融システムの安定確保を図る観点から、その市場に強力に介入を実施することを宣言すべきである。その際、金融市場安定化の遂行に資するため、日銀に損失が発生する場合には、政府がそれを補償すると明記することが望ましい。

第3章 財政悪化への応急的な対応

1. 政府支出の抑制

財政危機時の緊急対応として、国債発行が困難になること等に伴って歳入が減少する中で、政府支出の抑制を行うことも求められる。

政府支出の抑制にあたっては、速やかに補正予算の成立、あるいは政府支出の抑制を図るための法改正等を行うことが望ましいが、国会審議など手続に時間がかかる。市場のスピードに政策対応のスピードがついていけないと、市場の不安がさらに高まり、金利がさらに上昇したり、国債発行がさらに困難になるといった事態が生じかねない。よって補正予算成立等までの当面の期間において財源枯渇のリスクが高まる場合には、現行予算・現行法の下で可能な限り予算執行抑制を行うことが必要となる。

以下では、①補正予算の成立や各種法改正に先立ち直ちに実施する政府支出の抑制、②補正予算の成立・各種法改正を行ったうえで行う政府支出の抑制の2段階に分けて検討する。

(1) 補正予算の成立や各種法改正に先立ち直ちに実施する政府支出の抑制

①会計年度内での予算執行時期の繰り下げ、②会計年度における予算執行額の引き下げが考えられる。会計年度内に予算執行に必要な歳入を確保できる見込みがあれば、①予算執行時期の繰り下げ（「留保」や「月割り」の対応）により当面の財源枯渇を防ぐことができるかもしれない。ただし、会計年度内に予算執行に必要な歳入を確保できる見込みが立たない場合、特に財政危機の先行きが不透明である場合には、会計年度における予算執行額の引き下げを行わざるを得ない。

予算執行抑制にあたっては、①予算執行抑制の権限の有無、②予算執行抑制により法律上行政に求められる義務を果たすことができなくなる可能性、の2点が問題となる。

予算成立により、各省各庁の長に、予算が配賦され、執行権限が付与されることとなる。法律上、特定の水準を超えた時点で直ちに執行が禁止される明確な規定があるわけではない（立法と調査2012.12）。なお、各省各庁の長は、支払いの計画に関する書類を作成したうえで、財務大臣の承認を得る必要がある（財政法第34条第1項）。また、財務大臣は支払計画の承認に関する方針を作製し、閣議の決定を経る必要がある（財政法第34条第2項）。2012年の旧民主党政権下で実施された予算執行抑制については、財政法第34条第2項において、財務大臣が定めることとされる「支払の計画の承認に関する方針」の実施だったと理解される。財政危機時において予算執行抑制を行う場合においても、法的な位置づけとしては2012年の予算執行抑制と同様に位置づけることが可能だと考えられる。

予算執行抑制により、法律上行政に求められる義務（国民への権利付与含む）を果たすことができなくなる可能性については、内閣は「法律を誠実に執行」（日本国憲法第73条）しなければならないことから、執行抑制を理由として法律の定める義務を果たさないことは許されないものと解される。したがって、法改正がなされない限り、法律上行政に求められる義務を果たすことは、予算執行抑制の前提となる。

政府支出の抑制の手段や具体的な在り方については、2012年度に、特例公債法が成立しなかったことを受けて閣議決定により執行抑制を行った例が参考となる。

2012年度において、財政法第4条第2項の規定に基づく支払の計画の承認に関する方針として、「9月以降の一般会計予算の執行について」が2012年9月7日に閣議決定された。ここでは、特例公債金が財源となる全ての経費を対象としつつ、国民生活・経済活動への影響等に踏まえ、①行政活動の維持に不可欠な経費、②国から国民への直接払いの経費、③安全保障・司法・治安関係の経常経費、④緊急性の高い外交活動に係る経費、⑤災害対策に係る経費、⑥経常的な統計調査・観測事業に係る経費、⑦法令・契約で支払時期が定められており現時点では抑制が困難な経費は対象外とされていた。

予算執行抑制の対象となった内容は図表2-6に示してあり、同年9月に3兆円、10月に1兆円、11月に1兆円程度の抑制につながった。財政危機時においても、必要となる資金調達額に応じてプライオリティ付けをし、2012年同様の対応を緊急で行うことが考えられる。

図表2-6 2012年度の予算執行抑制の内容

政府部局内	行政経費（庁費・旅費・謝礼金等）	毎月、予算額を12で除した額の50%以内に支払いを抑制
独立行政法人等向け	独法運営費交付金	3か月ごとに、予算額を4で除した額の50%に相当する額以上の交付を留保
	国大運営費交付金	
地方公共団体向け	地方交付税	道府県分の普通交付税については、当面9月交付分について、9～11月について月割りの交付。
	裁量的補助金	新たな交付決定は行わず、決定済みでも可能な限り執行を留保。
民間団体向け	裁量的補助金	新たな交付決定は行わず、決定済みでも可能な限り執行を留保。
		私学助成は、交付時期において、国大運営費交付金と同様に対応。
特別会計繰り入れ		一般会計からの繰入金を経費とする経費について、一般会計に準じた対応
		一般会計からの繰入れ時期の延期について、一層の取り組み。

（出所）大鹿・松本（2012）9月以降の一般会計予算の執行について

（2）補正予算の成立や各種法改正により実施する政府支出の抑制

より時間のかかる次の段階として、補正予算の成立および各種法改正により一般会計・特別会計の支出を抑制することが考えられる。

令和6年度当初予算における一般会計・特別会計の歳出予算の合計は図表2-7に示してある。他会計への繰入、国債償還等を除くと、約158兆円の支出が見込まれていた。

これらの中から、支出抑制を行う優先項目を以下の考え方に沿って検討した³⁹。

³⁹ ユーロ危機後のギリシャをはじめ、財政危機時に緊縮財政を実施した国々ではその後の成長が大きく落ち込む例が多い。そのような経済の大きな落ち込みは、ギリシャでそうであったように政治反動を呼び込み、財政悪化を再発させかねない。よって今後は、なるべく成長を阻害しないという視点を取り入れた歳出削減のあり方について、一般均衡論的な枠組みを用いつつ検討していく必要がある。

- ①公務員給与等の人件費、庁費等の物件費については、防衛費を除いて一律30%削減する。
- ②国民に対する給付金、補助金・交付金については、
- ✓ 未来への投資として子育て支援関係、教育関係の支出は削減しない。また、生活保護・保健衛生・雇用労災等についても削減しない。
 - ✓ 公的年金については平均して20%カット、医療については平均して10%、介護については平均して11%カットする。
 - ✓ 地方交付税交付金・地方特例交付金は30%カットする。ただし、地方譲与税については、形式上国税として徴収しているものであるためカットしない。
 - ✓ 公共事業関係、その他経済対策等に係る補助金・交付金については一律30%カットする。
 - ✓ 経済協力費は全額カットする。
- ③公共事業費については一律30%カットする。
- ①～③のすべてを実現すれば、図表2-9に示すとおり、年間で27.7兆円の支出抑制が実現することとなる。支出のタイミングは月によって異なるが、一か月あたり平均2.3兆円の支出抑制につながる。これは、危機の前兆段階・初期段階において必要になると試算される国債の追加利払費の規模は大きく上回っているため⁴⁰、必要に応じて抑制規模を調整することが考えられる。

⁴⁰ ただし、借換債全体をカバーできる規模ではない。

図表 2-7 令和6年度当初予算（一般会計・特別会計の主要経費別）

（単位：10億円）

		人件費	物件費	給付金	補助金・ 交付金	公共事業 関係費	その他	合計
社会保障 関係費	年金給付費	0	0	55,637	5,570	0	0	61,207
	医療給付費	0	45	0	23,498	0	0	23,543
	介護給付費	0	0	0	3,719	0	0	3,719
	少子化対策費	0	0	856	4,152	0	0	5,008
	生活扶助等社会福祉費	10	152	153	4,812	0	1	5,129
	保健衛生対策費	29	51	0	367	0	0	447
	雇用労災対策費	595	275	2,042	212	0	0	3,124
文教及び 科学振興費	義務教育費国庫負担金	0	0	0	1,564	0	0	1,564
	科学技術振興費	20	96	0	1,250	0	56	1,421
	文教施設費	0	0	0	73	0	0	73
	教育振興助成費	10	74	0	2,228	0	0	2,312
	育英事業費	0	0	0	20	0	97	118
国債費	0	29	0	0	0	0	29	
恩給関係費	1	3	74	0	0	0	77	
地方交付税交付金	0	0	0	18,244	0	0	18,244	
地方特例交付金	0	0	0	1,132	0	0	1,132	
地方譲与税譲与金	0	0	0	2,729	0	0	2,729	
防衛関係費	2,001	5,333	0	566	0	12	7,912	
公共事業 関係費	治山治水対策事業費	64	22	0	21	847	0	954
	道路整備事業費	62	24	0	12	1,573	0	1,671
	港湾空港鉄道等整備事業費	67	87	0	22	588	0	764
	住宅都市環境整備事業費	5	4	0	1	742	0	752
	公園水道廃棄物処理等施設 整備費	2	1	0	0	196	0	199
	農林水産基盤整備事業費	26	7	0	5	578	0	616
	社会資本総合整備事業費	0	0	0	0	1,393	0	1,393
	推進費等	0	0	0	0	42	21	62
災害復旧等事業費	0	0	0	0	85	0	85	
経済協力費	18	7	0	431	0	49	504	
中小企業対策費	4	35	0	85	0	47	171	
エネルギー対策費	8	389	0	1,199	0	236	1,832	
食料安定供給関係費	18	718	35	1,224	0	0	1,995	
その他の事項経費	2,509	2,167	114	1,489	1	489	6,769	
原油価格・物価高騰対策及び賃上げ 促進環境整備対応予備費	0	0	0	0	0	1,000	1,000	
復興加速化・福島再生予備費	0	0	0	0	0	80	80	
予備費	0	0	0	0	0	1,575	1,575	
合計		5,448	9,518	58,911	74,627	6,045	3,662	158,211

（注1）「他会計への繰入」、国債償還等の「賠償償還および払戻金」は含まない。令和6年度歳入歳出予算の純計（一般会計と特別会計の合計）から、国債償還等の金額を除いた額と近い金額となる。

（注2）歳出予算目に応じて、「人件費」「物件費」「給付金」「補助金・交付金」「公共事業関係費」「その他」のいずれかに分類している。

（出所）予算書を基に筆者作成

図表 2-8 令和6年度当初予算をもとにした主要経費別の支出削減率

		人件費	物件費	給付金	補助金・交付金	公共事業関係費	その他
社会保障関係費	年金給付費			20%	20%		
	医療給付費		30%		10%		
	介護給付費				11%		
	少子化対策費		30%	0%	0%		
	生活扶助等社会福祉費	30%	30%	0%	0%		30%
	保健衛生対策費	30%	30%		0%		30%
	雇用労災対策費	30%	30%	0%	0%		30%
文教及び科学振興費	義務教育費国庫負担金				0%		
	科学技術振興費	30%	30%		0%		30%
	文教施設費				0%		
	教育振興助成費	30%	30%		0%		
	育英事業費				0%		30%
国債費	30%	30%				30%	
恩給関係費	30%	30%	0%				
地方交付税交付金				30%			
地方特例交付金				30%			
地方譲与税譲与金				0%			
防衛関係費	0%	0%		0%		30%	
公共事業関係費	治山治水対策事業費	30%	30%		30%	30%	
	道路整備事業費	30%	30%		30%	30%	
	港湾空港鉄道等整備事業費	30%	30%		30%	30%	
	住宅都市環境整備事業費	30%	30%		30%	30%	
	公園水道廃棄物処理等施設整備費	30%	30%		30%	30%	
	農林水産基盤整備事業費	30%	30%		30%	30%	
	社会資本総合整備事業費					30%	
	推進費等					30%	30%
災害復旧等事業費	30%	30%			30%		
経済協力費	30%	30%		100%		100%	
中小企業対策費	30%	30%		30%		30%	
エネルギー対策費	30%	30%		30%		30%	
食料安定供給関係費	30%	30%	30%	30%		30%	
その他の事項経費	30%	30%	30%	30%		30%	
原油価格・物価高騰対策及び賃上げ促進環境整備対応予備費						30%	
復興加速化・福島再生予備費						30%	
予備費						30%	

(注) 歳出予算目に応じて、「人件費」「物件費」「給付金」「補助金・交付金」「公共事業関係費」「その他」のいずれかに分類している。

(出所) 予算書を基に筆者作成

図表2-9 令和6年度予算をもとにした支出抑制額

(単位：10億円)

		人件費	物件費	給付金	補助金・ 交付金	公共事業 関係費	その他	合計
社会保障 関係費	年金給付費	0	0	11,127	1,114	0	0	12,241
	医療給付費	0	13	0	2,350	0	0	2,363
	介護給付費	0	0	0	409	0	0	409
	少子化対策費	0	0	0	0	0	0	0
	生活扶助等社会福祉費	3	45	0	0	0	0	49
	保健衛生対策費	9	15	0	0	0	0	24
	雇用労災対策費	178	83	0	0	0	0	261
文教及び 科学振興費	義務教育費国庫負担金	0	0	0	0	0	0	0
	科学技術振興費	6	29	0	0	0	17	52
	文教施設費	0	0	0	0	0	0	0
	教育振興助成費	3	22	0	0	0	0	25
	育英事業費	0	0	0	0	0	29	29
国債費	0	9	0	0	0	0	9	
恩給関係費	0	1	0	0	0	0	1	
地方交付税交付金	0	0	0	5,473	0	0	5,473	
地方特例交付金	0	0	0	340	0	0	340	
地方譲与税譲与金	0	0	0	0	0	0	0	
防衛関係費	0	0	0	0	0	4	4	
公共事業 関係費	治山治水対策事業費	19	7	0	6	254	0	286
	道路整備事業費	19	7	0	4	472	0	501
	港湾空港鉄道等整備事業費	20	26	0	7	176	0	229
	住宅都市環境整備事業費	1	1	0	0	222	0	226
	公園水道廃棄物処理等施設 整備費	1	0	0	0	59	0	60
	農林水産基盤整備事業費	8	2	0	2	173	0	185
	社会資本総合整備事業費	0	0	0	0	418	0	418
	推進費等	0	0	0	0	12	6	19
	災害復旧等事業費	0	0	0	0	25	0	26
経済協力費	5	2	0	431	0	49	487	
中小企業対策費	1	11	0	26	0	14	51	
エネルギー対策費	2	117	0	360	0	71	549	
食料安定供給関係費	5	216	10	367	0	0	598	
その他の事項経費	753	650	34	447	0	147	2,030	
原油価格・物価高騰対策及び賃上げ 促進環境整備対応予備費	0	0	0	0	0	300	300	
復興加速化・福島再生予備費	0	0	0	0	0	24	24	
予備費	0	0	0	0	0	472	472	
合計		1,034	1,256	11,172	11,335	1,813	1,132	27,742

(注1) 「他会計への繰入」、国債償還等の「賠償償還および払戻金」は含まない。令和6年度歳入歳出予算の純計（一般会計と特別会計の合計）から、国債償還等の金額を除いた額と近い金額となる。

(注2) 歳出予算目に応じて、「人件費」「物件費」「給付金」「補助金・交付金」「公共事業関係費」「その他」のいずれかに分類している。

(出所) 予算書を基に筆者作成

(3) 国家公務員総人件費、国会議員の定数・歳費削減

上記の人件費の削減、つまり国家公務員総人件費削減、国会議員の定数・歳費削減については、財源確保の視点以上に、危機時の政策対応に国民の理解を得るために必要と考える。財政危機時には、増税・年金カットなど国民に厳しい負担を求める措置が必要となってくるが、その際に国民理解を得る上で非常に重要なのは、政府・国会自らが「身を切る覚悟」を示すことだと考えられるからである（加藤2022）。

以下、必要な手続を概観する。いずれも法制定・改正が必要なものである。

① 国家公務員人件費

国家公務員総人件費の引き下げについては、①国家公務員数の削減、②国家公務員給与の引き下げが考えられる。

国家公務員数の削減に関し、本人の意に反する免職については、国家公務員法第78条に規定があり、「官制若しくは定員の改廃又は予算の減少により廃職又は過員を生じた場合」において分限免職が可能となっている⁴¹。財政危機時には国家公務員数を削減する際には、過員が生じたことを理由とした分限免職を実施することが考えられる。なお、国家公務員の総定員については、行政機関の職員の定員に関する法律第1条に規定がなされていることから、過員が生じたことを理由とした分限免職のためには、行政機関の職員の定員に関する法律の改正も必要となる。

国家公務員給与の引き下げに関し、給与については「一般職の職員の給与に関する法律」「特別職の職員の給与に関する法律」等（以下「給与関係法」）に俸給、手当等が詳細に規定されている。したがって、給与関係法の改正あるいは特別法の制定が必要となる。給与関係法については、人事院勧告に従って行われることが原則となっている。東日本大震災の復興財源に充てるため国家公務員人件費削減を実施した際には、給与関係法の改正ではなく、特別法（国家公務員の給与の改定および臨時特例に関する法律）の制定を行った。財政面の危機対応のための給与引き下げにあたっては、同様の方式を採用することが考えられる。

⁴¹ ただし、分限免職回避努力は求められる。分限免職回避努力については、「免職手続の過程における一種の手続要件として努力を求められるものであるが、その内容や程度について規定はなく、様々の措置が考えられ、何を行うかは任命権者の広い裁量に委ねられている」との解釈がある（公務員関係判例研究会 平成31年度 第5回会合 議事要旨）。なお、裁判官については、憲法において身分保障がなされている。

図表 2-10 国家公務員人件費引き下げ等に係る根拠

	法的根拠	過去の参考事例
国家公務員数の削減	<ul style="list-style-type: none"> 国家公務員法第78条⁴² 行政機関の職員の定員に関する法律第1条⁴³ 	<ul style="list-style-type: none"> 社会保険庁廃止に伴う分限免職処分
国家公務員給与の引き下げ	<ul style="list-style-type: none"> 一般職の職員の給与に関する法律 国家公務員法第28条第2項⁴⁴ 	<ul style="list-style-type: none"> 人事院勧告見送り（1982年） 復興財源確保のための臨時的な引き下げ（2012年：特別法制定）

（出所）筆者作成

② 国会議員の定数・歳費等削減

国会議員の定数については、公職選挙法において規定されているため、定数削減にあたっては公職選挙法の改正が必要となる。法改正後に、国会議員の定数削減を直ちに行うためには、衆議院においては解散・総選挙を行うことがさらに必要となる。参議院については、任期まで定数削減の効果は生じない。

歳費については、「国会議員の歳費、旅費および手当等に関する法律」に規定がなされている。東日本大震災の復興財源に充てるための議員歳費等削減の際には、「国会議員の歳費、旅費および手当等に関する法律」の改正という形式ではなく、特別法（国会議員の歳費および期末手当の臨時特例に関する法律）の制定に基づいて実施された。財政危機対応のための歳費等引き下げにあたっては、同様の方式を採ることが考えられる。

2. 資金調達

財政危機時においては、政府は緊急対応として、引き続き資金調達の努力もしていく必要がある。中心となるのは国債市場を通じた資金調達だが、その点についてはすでに国債発行・流通市場対策のところで、採るべき対応策を検討した（「第2章2. 国債発行・流通市場対策」参照）。

⁴²（本人の意に反する降任および免職の場合）

第七十八条

職員が、次の各号に掲げる場合のいずれかに該当するときは、人事院規則の定めるところにより、その意に反して、これを降任し、又は免職することができる。

- 一 人事評価又は勤務の状況を示す事実を照らして、勤務実績がよくない場合
- 二 心身の故障のため、職務の遂行に支障があり、又はこれに堪えない場合
- 三 その他その官職に必要な適格性を欠く場合
- 四 官制若しくは定員の改廃又は予算の減少により廃職又は過員を生じた場合

⁴³ 第1条 内閣の機関（内閣官房および内閣法制局をいう。以下同じ。）、内閣府、デジタル庁および各省の所掌事務を遂行するために恒常的に置く必要がある職に充てるべき常勤の職員の定員の総数の最高限度は、三十三万九千八百八十四人とする。

⁴⁴（情勢適応の原則）

第二十八条

②人事院は、毎年、少くとも一回、俸給表が適当であるかどうかについて国会および内閣に同時に報告しなければならない。給与を決定する諸条件の変化により、俸給表に定める給与を百分の五以上増減する必要が生じたとき認められるときは、人事院は、その報告にあわせて、国会および内閣に適当な勧告をしなければならない。

よって以下では、危機時における国内と国外からの資金調達として考えられる他の手段について概観する。

(1) 国内における短期的な資金調達

① 財務省証券等の発行による日銀からの短期借り入れ

政府は市場の混乱時などにおいて、財務省証券を日銀に短期的に引き受けてもらうことで、日銀から一時的な資金の借り入れをすることができる（財政法第7条）。財政法第7条は、日銀による公債引き受けを禁じた財政法第5条の例外である。そのため、第7条第2項で「財務省証券および一時借入金とは当該年度の歳入を持ってこれを償還しなければならない」と規定され、年度を超えての借り入れもしくは財務省証券の発行を認めないという制約が課されている。

また、特別会計については（特別会計に関する法律第15条）、「支払上現金に不足がある場合には、当該特別会計の負担において、一時借入金をし、融通証券を発行し、又は国庫余裕金を繰り替えて使用することができる」と規定されている。加えて財政融資資金法の規定においても「財政融資資金勘定の負担において、一時借入金をし又は融通証券を発行して、一時これを補足することができる」と認められている。

以上の一時借入金の上限額は各年度予算総則で設定されている。令和6年度においては以下となっており、上限を積み上げると45兆円となる。

- ・財務省証券では現在の令和6年度予算総則では20兆円まで日銀からの一時引き受けが可能（財政法第7条第1項、予算総則）
- ・国債整理基金特会では令和6年度予算総則では日銀から上限10兆円で一時借入が可能（特別会計に関する法律第15条第1項、予算総則）
- ・財政融資資金証券では、令和6年度予算総則では15兆円まで日銀からの一時引き受けが可能

危機時にこれらの発行上限もしくは一時借入金の上限を超えて短期証券を発行する必要が生じた場合には、補正予算として予算総則の上限の手当てを行うことが必要になる。直近の事例としては新型コロナ対応のため、平成2年の補正予算措置において2度にわたり財務省証券の発行上限が引き上げられた事例が存在する。その際には、財務省証券発行の限度額が20兆円であったのに対し、二度の補正予算で2回に渡り20兆円ずつの積み上げを行った（総額60兆円）。

なお、これらの一時借入金では、長期で借換債全額をカバーすることはできないため、国債市場で未達が続くような深刻な状態では、緊急措置的に予算総則部分の引き上げを行っていく必要が出てくる。

為替介入の原資となる外国為替資金証券については、調達した資金を一般会計の資金繰りに使用できないため、予算総則で発行上限が195兆円と設定されているものの一時的な資金調達方法としては活用できない。

② 決算調整資金

上記の一時借入金は年度をまたぐことができない。年度をまたいだ歳入不足については、決算調整資金から補填する仕組みがあるが、この決算調整資金は長期間に渡り、残高がゼロの状況が続いている。よって国債市場での国債発行が年度をまたいで不可能となるような状況下では、当初予算における予算総則での対応か、年度入り後に速やかに補正予算を成立させ歳入不足を補うことが必要となる。

③ 日銀による引き受けおよび一時貸付の条件

日銀の「対政府取引に関する基本要領（1999年日本銀行の規定）」によれば、「政府短期証券の公募入札において募集残等が生じた場合および国庫に予期せざる資金需要が生じた場合には例外的に所要の政府短期証券の引き受けを行うものとする」と規定されている。利回りについては、流通市場の実勢相場を勘案するとされている。

また非常時の一時貸付について定めた「対政府取引における非常時の一時貸付に関する特則」では、貸付条件を限定した上で、一営業日を原則とした借り換えも認めている。

(2) 国外からの資金調達

財政危機に対応するために国外から資金調達を行うことも考えられる。市場を通じた資金調達のほか、IMFによる支援枠組みの利用が考えられる。IMFの金融支援制度のうち、日本の財政悪化時において求める仕組みは、SBA（スタンドバイ・アグリメント）である。

SBAは加盟国の短期的な国際収支上の問題に対処するもので、通常の用途以外にも、経済状況が悪化した場合に備え、あらかじめ合意された額を準備しておくなど、予防的な目的での柔軟な活用も可能である。融資の支払い方法も柔軟になっており、適当と判断された場合は前払いで融資を受け取る事もできる。

SBAによる支援を受けるためには、具体的には以下の1.～5.のプロセスを踏む必要がある。

- 1 日本国政府からIMFへの金融支援要請
- 2 日本国政府とIMF職員による経済・財政の状況、資本ニーズの協議
- 3 日本国政府とIMFによる経済政策プログラム（政策コンディショナリティ）の合意
- 4 取極めの基盤となる政策プログラムのIMF理事会への提出
- 5 IMF理事会による融資の承認

また、貸出期間、返済期間、金利は次のとおりとなっている。

図表 2-11 IMFの貸出条件

貸出期間	最長3年間、通常は12~24か月である。
返済期間	貸出から3年3か月後から5年以内に返済。 貸出3年3か月後から四半期ごとに8分の1ずつ返済する。
金利	市場で決定される特別引出権（SDR）金利に、マージン（現在は100bps）を加えたもの。 ・貸出残高がクォータ（日本は308億SDR、約440億米ドル）の187.5%を超えると200bpsのサーチャージが課される。3年後も187.5%を超えている場合には300bpsに引き上げ。

(出所) IMF

2023年12月時点において、IMFの財源は、①加盟国のクォータ⁴⁵、②新規借入取極⁴⁶、③国別借入取極⁴⁷であり、合計で9,820億SDR（1兆3,170億ドル）であり、うち融資能力は約6,950億SDR（約9,320億ドル）となっている⁴⁸。これは規模的には、日本の財政危機対応には十分ではないかもしれないが、IMFによって経済政策プログラムが承認されることは、中長期的な財政再建などファンダメンタルズ改善に向けた日本政府のコミットメントを示す上で有益である。また、為替市場対応で他国の協調も得られやすくなる。

他の通貨調達の手組みとして考えられるのは、ASEAN+3の合意に基づいて締結されたチェンマイ・イニシアティブ（図表2-12参照）、二国間通貨スワップなどである。

チェンマイ・イニシアティブは、域内のある国が対外支払いに支障をきたすような流動性の困難に直面した際に、他国が通貨交換（スワップ）の形式により、外貨資金（保有する外貨準備）の短期的な融通を行うものである。

図表 2-12 チェンマイ・イニシアティブの概要

参加国	ASEAN+日中韓
資金規模	2,400億米ドル（日本の引出可能額は384億ドル）
使用条件	IMFの融資と併せて使用が原則 なお、引出可能額の40%（IMFデリンク割合）まではIMF融資がなくとも使用可

(出所) 日本銀行

二国間通貨スワップとしてはアジア諸国と、図表2-13に示す協定を締結している。日本が財政危機になり米ドルが必要となった場合、インドネシアを除く各国との間で日本円と当該国が有する米ドルの交換を求めることが可能である。ただし、これら通貨スワップは形式

⁴⁵ 世界経済における相対的な地位を大体の基準として、各加盟国にクォータが割り当てられる。4,770億SDR（6,370億米ドル）が割り当てられている。

⁴⁶ クォータに次ぐ第2の資金調達源としての機能を果たす。NABを通じて、複数の加盟国と政府機関が国際金融システムに補完的な財源を融資する態勢を整えている。総額は3,640億SDR（4,850億米ドル）。

⁴⁷ 各国と個別に締結される国別借入取極（BBA）は、クォータや新規借入取極に次ぐ第3の防衛線としての役割を果たす。コミットメント総額は1,410億SDR（1,880億米ドル）となっている。

⁴⁸ 出所：IMFウェブサイト（<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Where-the-IMF-Gets-Its-Money>）

的には双方向ではあるものの、もともとは日本が各国に対してドル又は円の融通を行うことが想定されていたものである。日本の危機時に、アジア諸国が実際にドルの融通に応じるのか不明である。

図表2-13 二国間通貨スワップ契約

	インドネシア	フィリピン	シンガポール	タイ	マレーシア	インド	韓国
契約当事者	日本財務省 と インドネシア 中央銀行	日本財務省 と フィリピン 中央銀行	日本財務省 と シンガポール 通貨監督庁	日本財務省 と タイ中央銀行	日本財務省 と マレーシア 中央銀行	日本財務省 と インド 準備銀行	日本財務省 と 韓国銀行
契約日	2024.10.14	2025.01.01	2024.05.21	2024.07.23	2023.09.18	2022.02.28	2023.12.01
双方向/ 片方向	片方向	双方向	双方向	双方向	双方向	双方向	双方向
使用通貨	米ドル・日本円 ⇄ルピア	米ドル・日本円 ⇄ペソ (比要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円 ⇄星ドル (星要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円 ⇄バーツ (泰要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)	米ドル・日本円 ⇄リンギット (馬要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)	米ドル⇄ルピー (印要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)	米ドル⇄ウォン (韓要請時) 米ドル⇄日本円 (日本要請時)
スワップ額	日→尼 227.6億ドル相当	日→比 120億ドル相当	日→星 30億ドル相当	日→泰 30億ドル相当	日→馬 30億ドル相当	日→印 750億ドル	日→韓 100億ドル
	—	比→日 5億ドル	星→日 10億ドル	泰→日 30億ドル	馬→日 30億ドル	印→日 750億ドル	韓→日 100億ドル

(出所) 財務省

なお、米国、カナダ、英国など中央銀行と日銀の間において、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保の観点から、通貨スワップ協定を締結している。ただ、これはあくまでも、市場においてドル資金が枯渇している際に金融機関が一時的にドル調達できるようにするものであり、財政危機時の資金調達として用いることはできないと考えられる。

第4章 中長期財政再建へのコミットメント

危機の初期段階においては、危機時の市場対策や財政悪化への応急的な対応なども必要となるが、これらの対応策の目的は、危機の自己実現的な増幅を防ぐことや本格的な対応策のための時間稼ぎに過ぎない。ファンダメンタルズ危機が発生した際に市場から政府が究極的に求められるのは、中長期的な財政再建へのコミットメントと、財政の持続可能性に対する市場の信認の回復である。逆に言えば、そういった中長期のコミットメントを提示し市場から信認を受けない限り、ファンダメンタルズ危機は沈静化しない。

「危機の初期段階」に必要となるのは、持続的な財政・社会保障などの構築に向けたファンダメンタルズ改善の見通し（財政規律）を、遅滞なく提示することである。よって危機対応として、事前にその内容を十分に研究しておく必要がある。不要不急な項目の洗い出しも含め、具体的な項目、数字、スケジュールの入った財政再建プログラムの構想を立てておく必要がある。

なお、本政策研究は危機時の対応策を扱っているが、危機の発生を抑えるには本来、こうした中長期的な財政再建へのコミットメントを、危機時ではなくその前段階の平時から示して実行することが非常に重要である。

その具体的な内容としては、財政再建への強いコミットメントを示す「財政再建・経済社会制度改革プログラム」（以下「再建プログラムという」）（図表2-14）の実施を、遅くとも危機発生時の早い段階、より望ましくは平時の段階で発表する。「再建プログラム」の方向性としては、社会保障費を含めた歳出の大幅な抑制、消費税を中心とした大幅な増税、という2つの大きな柱の実施を明確に約束することが求められるだろう。また、日銀が大量に保有する国債の処理方法についても具体的に提示する必要があるだろう。

再建プログラムの具体策について詳細な検討を行うことは本報告書の本旨ではないため、ここでは主要な検討課題を列挙するにとどめる。社会保障費の伸びは中長期的な経済成長率の範囲に限定する一方、政治的な安定性の確保のため、財政危機の影響を受けて本当に困っている人々はプッシュ型行政サービスや税のデジタル化等で的確に支援するなどの目配りも欠かせない。危機後の持続的な成長を見据えた各種制度改革も求められる。

再建プログラムにおいては、単に大きな目標や改革メニューを提示するだけでなく、その見通しを確実に実現するためのコミットメントも必要となる。具体的かつ計画的な目標の設定に加え、目標と整合的な財政ルールを導入などがここでは求められる。

コラム3では、「債務残高対GDPの安定的な引き下げを目指す」（経済・財政新生計画）という、政府の現目標の達成のために必要なプライマリーバランス（以下、PB）黒字幅の試算を行った。過去の経済動向を踏まえたシナリオに基づき行ったシミュレーションでは、債務残高対GDP比の安定的な引下げには、対GDP比で2%程度のPB黒字が必要であることが示された。この下では、債務残高対GDP比は、経済・財政新生計画の最終年度である2030年度にかけて、概ねコロナ禍前の水準に向け低下していくことが示されている。

こうした試算をベースとした目標や財政ルールを、望ましくは危機発生前の平時から具体的に設定し、目標達成に向け独立財政機関など第三者機関による進捗の定期レビューなどを組み

合わせることが、信頼されるコミットメントのためには重要となる。

この政策プログラムを遅滞なく発表し、実現への道筋を提示し、それらへの政治の強いコミットメントを示すことで市場の信認の回復を図ることで、本格的な財政危機を回避することが必要となる。

図表 2-14 「財政再建・経済社会制度改革プログラム」の概要

<p>○財政構造改革</p> <ul style="list-style-type: none">(1) 財政赤字（対GDP）や公的債務残高（対GDP）の削減目標(2) 予算制度改革（例：補正予算を含む10年間の中期的な歳出抑制フレーム）(3) 中長期の財政推計や世代会計を公表する「独立財政機関」設置(4) 歳入増に向けた税制改正、税のデジタル化(5) 日銀が保有する大量の国債の処理方法の検討
<p>○社会保障改革</p> <ul style="list-style-type: none">(1) 社会保障政策の重点化と給付抑制（例：医療版マクロ経済スライド）(2) 勤労インセンティブを高める(3) 介護・福祉分野の規制緩和やプッシュ型行政サービスの推進
<p>○経済社会制度改革</p> <ul style="list-style-type: none">(1) 労働市場の流動性向上を目指した労働法制改革や賃上げ環境の整備(2) 外国資本の活用を目指した企業法制改革(3) グローバルに競争できる人材の育成を目指した教育改革(4) 地域経済の活性化を目指した地方改革

（出所）筆者作成

財政の安定は、危機を沈静化し、経済社会の持続的な発展を実現するための必要条件ではあるが、究極の目標である経済社会の持続的な発展のためには、各種の制度改革を不退転の決意で行う必要がある。

日本が現在のような状況に陥っているおそらく最大の原因は、人口増加を前提にした社会保障や税制などの仕組みを、人口減少や少子高齢化を前提にした仕組みに改革できなかったためである。特に、今後の長期的な人口動態の変化－騎馬戦型社会から肩車型社会へとと言われる超高齢化を前提にすれば、高齢者ケアに関連する技術革新の実現や、高齢化に対応した財サービスを中心とした産業構造へのシフトが特に重要な課題となる。また、人口動態を将来的に定常状態に持っていくために、出生率の向上は長期的に取り組むべき課題である。地域活性化の問題も、「人口問題」と「地方の持続可能性」は切り離し、人口減少を前提に「スマートシュリンク（賢い縮退）」を基本戦略に据えて、国土形成計画なども活用しつつ、インフラ投資などの選択と集中を行う必要がある。

これらの方向に技術や産業の変化を促すためには、政策資源を必要分野に重点的に投入するとともに、旧来の社会構造や産業構造を解体・再編するための規制改革や構造改革を進める必要がある。例として図表 2-15 のような労働法制改革、規制緩和、教育改革、地方改革などが挙げられる。こうした改革について危機の初期段階、あるいは本格的な危機が発生した時点

で、国民的な合意を取り付け、早急に実施できるよう改革のメニューを事前に準備しておく必要もあるだろう。

図表 2-15 超長期の経済社会制度改革

<p>○労働法制改革や賃上げ環境の整備</p> <ul style="list-style-type: none">•労働市場の流動性を高めるとともに、人的資本の形成を支援•労働生産性底上げと実質賃金上昇の好循環を図るための環境整備 (例：スウェーデンの「レーン・マイドナー・モデル」)
<p>○規制緩和や少子化対策</p> <ul style="list-style-type: none">•人口動態の変化に対応した技術革新の実現や産業構造の転換を促す•規制緩和を通じた子育て支援を行うとともに、上場企業に出生率の公表などを促す →出生率の回復をめざし、超長期の経済と財政の持続性維持を図る
<p>○地方改革</p> <ul style="list-style-type: none">•地域経済社会の活性化•人口減少を前提にした「スマートシュリンク（賢い縮退）」の基本戦略

(出所) 筆者作成

コラム3：債務残高対GDP比の安定的な引下げに必要なPB黒字幅 (内閣府・中長期試算を基にしたシミュレーション)

1. 問題意識

2025年1月に内閣府が公表した「中長期試算」では、近年の経済動向を踏まえ延伸した「過去投影ケース」において、国・地方のPBがゼロ%近傍となる想定のもとで、国・地方の公債等残高対GDP比が2020年代後半に上昇に転じる姿が示されている。

本コラムでは、政府が、2030年度までの期間（経済・財政新生計画）を通じて、「債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指す」との目標を掲げていることなども踏まえ、同目標の達成に必要なPB黒字幅について、中長期試算の「過去投影ケース」を基にした簡易なシミュレーションを通じて、考察する⁴⁹。

2. 前提・試算手法

具体的には、過去投影ケースの経済前提を用いた上で、国・地方のPB対GDP比が、2026年度以降、①対GDP比+1%、②対GDP比+2%となる場合の公債等残高対GDP比の推移（国・地方、および、国単独⁵⁰）を試算する。詳細は以下のとおりである。

【経済前提とPBのシナリオ】

名目GDP成長率	過去投影ケースと同一（2034年度にかけて、0.7%程度）
長期金利	過去投影ケースと同一（2034年度にかけて、1.4%程度）
公債等残高の平均利回り	過去投影ケースから算出（国の利払費／前期末の国の公債等残高） ⁵¹
PB（国・地方）	2025年度は、政府のPB黒字化目標を踏まえ、ゼロと仮定。 2026年度以降、①対GDP比+1%、②同+2%の2シナリオ

【公債残高等の試算手法（2025年度以降）】

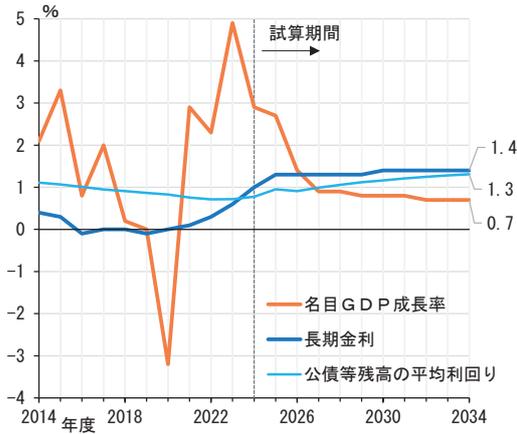
公債等残高（t期）	「公債等残高（t-1期）」－「PB（t期）」＋「利払費（t期）」で試算 ※利払費（t期）は、「公債等残高（t-1期）」×「公債等残高の平均利回り（t期）」で試算
-----------	---

⁴⁹ 「過去投影ケース」では、TFP（全要素生産性）上昇率が直近の景気循環の平均並みで将来にわたって推移することを想定している。財政健全化に向けた取組との関係では、これまでの経済動向が継続するというシナリオで試算を行うことに合理性があると考え、本コラムでは、「過去投影ケース」を基にしたシミュレーションを行っている。なお、中長期試算の「成長移行ケース」（TFP成長率が過去40年の平均1.1%程度に到達すると想定）においては、国・地方のPB黒字幅が拡大する中で、公債等残高対GDP比が安定的に低下する姿が示されている。

⁵⁰ 国単独の公債等残高対GDP比の試算にあたっては、PB1%シナリオ・PB2%シナリオにおける国・地方PBの「過去投影ケース」対比での改善幅が、全て国単独のPB改善である（地方PBは「過去投影ケース」と同一である）と機械的に仮定している。なお、仮に、各シナリオにおける国・地方PBの改善幅の一部が地方PBの改善によるものであれば、国単独のPBの改善幅はその分小さくなり、国単独の公債等残高対GDP比は本コラムで示した試算結果よりも厳しくなる。

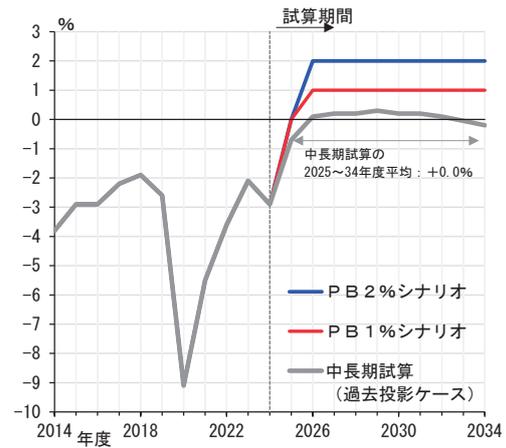
⁵¹ 本コラムでは、「過去投影ケース」における公債等残高の平均利回りを所与として、PB1%シナリオやPB2%シナリオにも適用している。実際には、PBの改善により、毎年度の新規財源債の発行が抑制されれば、平均利回りの更改ペースは緩やかになると考えられるが、本コラムでは単純化のためそうした影響は捨象している。また、中長期試算において、地方の利払費は公表されていないため、簡易的に、国の利払費と公債等残高から算出した平均利回りを、国・地方の利払費の算出にも用いている。

図表2-16 経済前提



(出所) 筆者作成

図表2-17 PB (国・地方) のシナリオ



(出所) 筆者作成

3. シミュレーション結果

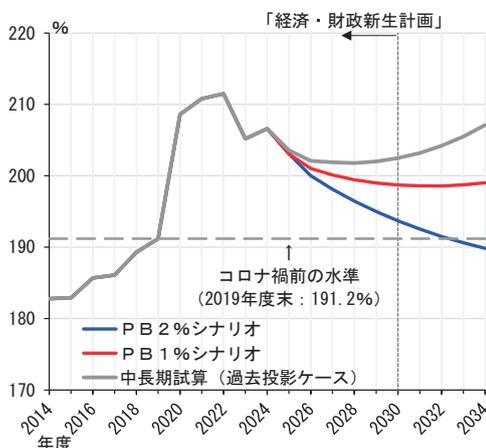
(1) 国・地方 (図表2-18)

- 試算期間の当初は、名目GDP成長率が公債等残高の平均利回りを上回る想定となっていること ($r < g$) を主因に、いずれのケースでも公債等残高対GDPが低下する一方、
- 2020年代後半以降は、
 - ① 過去投影ケースでは、再び上昇に転じる
 - ② PB 1%シナリオでは、概ね横ばいで推移
 - ③ PB 2%シナリオでは、安定的に低下。「経済・財政新生計画」の最終年度である2030年度にかけて、概ねコロナ禍前の水準に向けて低下する

(2) 国 (図表2-19)

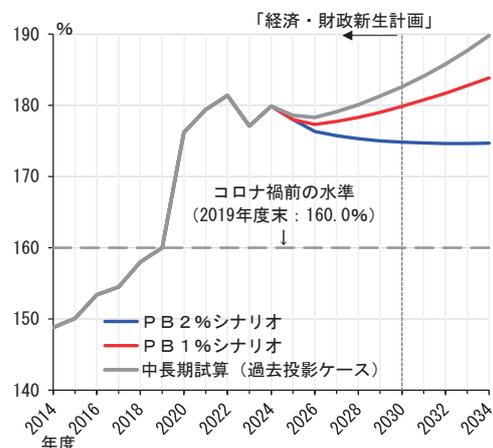
- ① 過去投影ケースでは、コロナ禍におけるピークを超えて発散経路に入る
- ② PB 1%シナリオでは、再び上昇に転じる
- ③ PB 2%シナリオでは、概ね横ばいで推移

図表2-18 国・地方の公債等残高対GDP比



(出所) 筆者作成

図表2-19 国の公債等残高対GDP比



(出所) 筆者作成

4. 財政運営への含意

- 国・地方の公債等残高対GDP比を最低限横ばいにとどめるためには、国・地方で平均的に1%程度のPB黒字幅の確保が必要。ただし、この場合でも、国単独で見れば、公債等残高対GDP比は上昇に転じ、安定的な引下げは実現できない⁵²。
- 国・地方で平均的に2%程度のPB黒字幅を確保できれば、国・地方の公債等残高対GDP比の安定的な引下げを実現し、かつ国の公債等残高対GDP比を横ばいにとどめることができる。この場合、「経済・財政新生計画」最終年度の2030年度にかけて、国・地方の公債等残高対GDP比は、概ねコロナ禍前の水準に向けて低下していく。

⁵² 小黒一正（2025）では、本コラムと分析手法は異なるものの、ドーマー命題の逆算を行うことで、国単独の債務残高（対GDP比）を現在と概ね同じ水準に留めるためには、国・地方を合わせたPBで、例えば2034年度までに2%弱まで黒字化する必要があるとしている。

おわりに

最後に、本政策研究を今後発展させていく上で必要と考えられる点について手短かに述べたい。

やはり究極的に求められるのは、長期的な財政社会保障の持続性を確保するプランAである。財政状況に余裕がある段階でプランAを実施することが、国民生活への負の影響を最小化する上でも望ましい。また、繰り返し述べてきたように、経済財政のファンダメンタルズに起因する財政危機（ファンダメンタルズ危機）については、持続性のある財政再建策への強いコミットメント（第2部第4章）を打ち出さない限り、危機は最終的に沈静化しないと考えられる。その意味で、プランAを準備しておくことは、それ自体がプランBの一部となりうる。

ただ、近年の日本の政治状況の下では、大規模な増税・歳出削減を伴うプランAの政治的実現可能性は低い。私たちが本政策研究においてプランBを提案した動機の一つもその点にある。今後実現可能なプランAを構築していくためには、財政再建策についての国民意識の分析も取り入れた、政治経済的アプローチも必要となろう。

他方、2022年の英国のトラスショックの例を挙げるまでもなく、市場心理の自己実現的増幅を通じた危機（自己実現危機）は、確率こそ低いもののいつでも起こりうる。危機時の心理的増幅を抑えるには、市場のスピードに応じた迅速な政策対応が必要となる。本政策研究で扱ったプランBを事前に準備しておくことは、自己実現危機の際には特に大きな役割を果たすと考える。

本政策研究が一つのたたき台となり、プランAおよびプランBについての実務に沿った政策研究が活性化することを望みたい。

参考文献

- Afonso, G., G. Domenico, G. La Spada, and J. C. Williams. (2024). *Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 1019.
- Ağca, Şenay & Celasun, Oya. (2012). Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. *Journal of International Economics*, 88(1), 198–208.
- Andrew Bailey (2024). *The importance of central bank reserves by Andrew Bailey: Lecture in honour of Charles Goodhart*, London School of Economics. Bank of England.
- Blanchard (2023). *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, The MIT Press.
- Brook, A. (2003), Recent and Prospective Trends in Real Long-Term Interest Rates: Fiscal Policy and other Drivers. *OECD Economics Department Working Papers, No. 367*, OECD Publishing.
- Dell’Erba, S., Hausmann, R., & Panizza, U. (2013). Debt levels, debt composition, and sovereign spreads in emerging and advanced economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 29(3), 518–547.
- Engen, E. M., & Hubbard, R. G. (2005). Federal Government Debt and Interest Rates. *NBER Macroeconomics Annual*, 19, 83–138.
- Ebeke, C., & Lu, Y. (2015). Emerging market local currency bond yields and foreign holdings-A fortune or misfortune?. *Journal of International Money and Finance*, 59, 203–219.
- Faini, R. (2006). Fiscal policy and interest rates in Europe. *Economic policy*, 21(47), 444–489.
- Gale, W. G., & Orszag, P. R. (2003). *The economic effects of long-term fiscal discipline*. Urban Institute.
- Ichiue, H., & Shimizu, Y. (2015). Determinants of long-term yields: A panel data analysis of major countries. *Japan and the World Economy*, 34, 44–55.
- Kameda, K. (2014). Budget deficits, government debt, and long-term interest rates in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 32, 105–124.
- Kinoshita, N. (2006). Government Debt and Long-Term Interest Rates. *IMF Working Papers*, 2006(063).
- Laubach, T. (2009). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt. *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 858–885.
- Matsuoka, H. (2022). Debt Intolerance: Threshold level and composition. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 84, 894–932.
- Rachel, L., & Summers, L. H. (2019). *On secular stagnation in the industrialized world*. National Bureau of Economic Research.
- 愛宕伸康 (2024) 「日本銀行はどこまで国債保有残高を減らすべきか ～中銀バランスシートの

- 在り方と長期金利への影響〜」東京財団政策研究所、2024年8月6日。
- 大鹿行宏・松本圭介（2012）「9月以降の一般会計予算の執行について」財務省『ファイナンス』2012年10月、pp.2-8。
- 小黒一正（2025）「2025年度以降の財政健全化目標をどうするかー内閣府の中長期試算から読み取れるものー」東京財団政策研究所、2025年1月。
- 加藤出（2024）「総裁インタビューの真意、為替レートに如実に現れるRBAと日銀の違い」2024年12月6日号、東短リサーチ。
- 加藤創太（2022）「財政再建策としての行政歳出削減ー公務員の人件費削減などーが持つ意味」東京財団政策研究所、2023年2月3日。
- 久後翔太郎・吉田亮平・山口茜・中村華奈子・石川清香（2024）「国債需給に見る2040年までの金利上昇リスクと経済への影響」大和総研レポート。
- 小林慶一郎編著（2018）『財政破綻後：危機のシナリオ分析』日本経済新聞出版社。
- 財政制度等審議会 財政制度分科会（2011）「財政の健全化に向けた考え方について」
- 齊藤誠（2022）「実質で見る破格の円安 日本経済、「体力」低下著しく」日本経済新聞、2022年9月22日。
- 佐藤主光・小黒一正（2011）「首都直下地震がマクロ経済に及ぼす影響についての分析」内閣府『経済分析』184号、pp.120-14。
- 左三川郁子・久保田昌幸（2024）「銀行の国債買入余地100兆円超、最大限の金利リスク取れば」日本経済研究センター『金融研究』。
- 左三川郁子・久保田昌幸・阿部眞子・本多史・鈴木さやか・長尾建典・松本智広（2024）「日銀、当座預金を最大280兆円程度に半減可能ー時変係数VARで試算、日銀は金利感応度の公表をー」日本経済研究センター『金融研究』。
- 田中賢治（2021）「政府債務の累増にもかかわらず金利が上がらないのか」財務省財務総合政策研究所 編『フィナンシャル・レビュー』2021（1）、pp.4-33。
- 東京財団（2013）『政策提言 財政危機時の政府の対応プラン』東京財団。
- 内閣府（2019）「南海トラフ巨大地震の被害想定について（経済的な被害）」政策統括官（防災担当）。
- 楡井誠・宇南山卓・片桐満・小枝淳子（2024）「人口減少下の日本経済と財政の長期展望 2060年の家計の姿を描く」NIRAオピニオンペーパー。
- 服部孝洋（2021）「銀行勘定の金利リスク（IRRBB）入門ーバーゼル規制からみた金利リスクと日本国債についてー」財務省『ファイナンス』2021年6月、pp.60-69。
- 三菱UFJ銀行（2023）「国債の安定消化」（第3回 国の債務管理に関する研究会 資料）
- 三角政勝（2012）「戦後初となった大規模な予算の執行抑制ー特例公債法案をめぐる経緯と論点ー」参議院事務局企画調整室『立法と調査』No.355、pp.31-44。

公益財団法人 東京財団政策研究所について

戦後75年が過ぎ、国内外を問わず、社会の大きな転換が進んでいます。この大転換は、戦後の政治・経済・社会の体制から本格的に脱皮し、市民一人ひとりが独立した人間として自らの人生と社会の充実、国家の再生、平和の維持に携わる新しい時代を日本にもたらしめています。また、この新たな時代を創るための政策研究・実践のイノベーター（革新者）として、戦後の体制からの独立した政策シンクタンクが必要とされています。

当財団は、この大転換期が求める日本再生のイノベーターを目指します。

「政策研究」について

政策研究とは、東京財団政策研究所の名において発行される研究成果物です。

P-2024-003

財政危機時の緊急対応プラン2025

発行：2025年3月

発行者：公益財団法人 東京財団政策研究所

〒106-6234 東京都港区六本木3-2-1 六本木グランドタワー34階
(※2025年3月まで)

〒105-0001 東京都港区虎ノ門1-15-16 笹川平和財団ビル5階
(※新事務所：2025年4月より事務所移転のため)

TEL：03-5797-8401 E-mail：pr_support@tkfd.or.jp URL：https://www.tkfd.or.jp

無断転載、複製及び転載を禁止します。引用の際は本書が出典であることを必ず明記してください。
東京財団政策研究所は、日本財団及びボートレース業界の総意のもと、ボートレース事業の収益金から出捐を得て設立された公益財団法人です。



〒106-6234 東京都港区六本木 3-2-1
六本木グランドタワー 34 階
(※2025 年 3 月まで)

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 1-15-16
笹川平和財団ビル 5 階
(※新事務所：2025 年 4 月より事務所移転のため)
03-5797-8401 pr_support@tkfd.or.jp



東京財団政策研究所
THE TOKYO FOUNDATION FOR POLICY RESEARCH

本書のデジタル版はこちら。
<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4675>

