

# 講演録

## 日本FP学会第24回大会

開催日：2023年10月7日（土）

会場：慶應義塾大学 三田キャンパス

## 日銀の出口戦略

青山学院大学教授 亀坂 安紀子

(討論：慶應義塾大学名誉教授 吉野 直行)

### はじめに

本報告は、国際的に有名な経済学者の方々が執筆された2本の論文に触発されての研究発表となります。Gary Hansen先生らが執筆された、日本の財政に関する論文です<sup>1</sup>。この大会で直前に報告をされた矢野康治様のお話とも関連がある報告となります。と申しますのは、このGary Hansen先生らの研究というのは、実は2本とも、日本の高齢化が財政面に与える影響を分析した論文です。分析の結果、2016年の論文では、相当の増税とかがなければ、2021年頃には日本の財政は破綻する、というぐらいのことを予測されたんです。

ところが、実際にはそうならなかった。なぜだろうという論文がGary Hansen先生ら、2016年の論文と同じ著者によって2023年にも執筆されました。この直前のご報告にもあった通り、「日本の財政の持続可能性を確保するには、消費総額の3～4割程度の大幅な増税が必要」ということを、2016年のHansen先生らの論文ではおっしゃっていました。本報告は、これらHansen先生らの論文に関係する報告となります。

### 1. 日本の政策金利と財政の関係

Hansen先生らの2023年の論文ではまず、日本の純政府債務残高の対GNP比率に関して、2016年のほうの論文で示した予測値と実際値を比較しています。図1の実線がHansen先生らによる

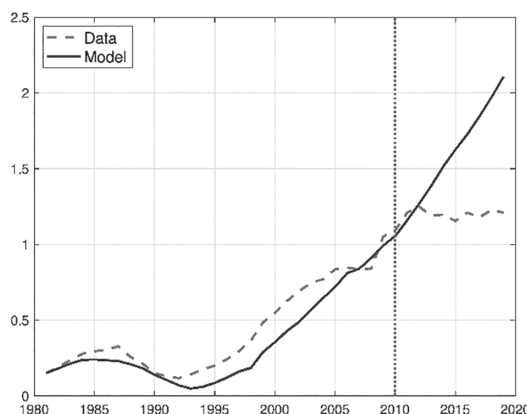


図1 日本の純政府債務残高の対GNP比率

出所：Hansen, G. and S. Imrohoroglu (2023)

2016年の論文による予測値で、破線のほうが、実績値です。日本の純政府債務残高がGNPに対してどれぐらいまで増えてしまうかという比率を縦軸で示しています。2016年の論文では、GNPの何倍ぐらいに負債が膨らんでしまうかという予測を示されたんですが、実際は破線で推移して、これぐらいに抑えられました。

なぜかということ、2023年の論文では、一番重要なのは、日本銀行が保有する国債の影響だと結論付けています。金利が異常なまでに低く抑えられていたために、日本では国債の利払費を抑えられたというのが非常に大きいと。それでも、直近では金利が上昇してきているので、今後は、国債の利払費に関する財政負担が重くなる可能性があります。

<sup>1</sup> Hansen, G. and S. Imrohoroglu (2016) "Fiscal Reform and Government Debt in Japan: A Neoclassical Perspective" Review of Economic Dynamics 21, およびHansen, G. and S. Imrohoroglu (2023) "Demographic Change, Government

Debt and Fiscal Sustainability in Japan: The Impact of Bond Purchases by the Bank of Japan" NBER Japan Project Meeting 報告論文.

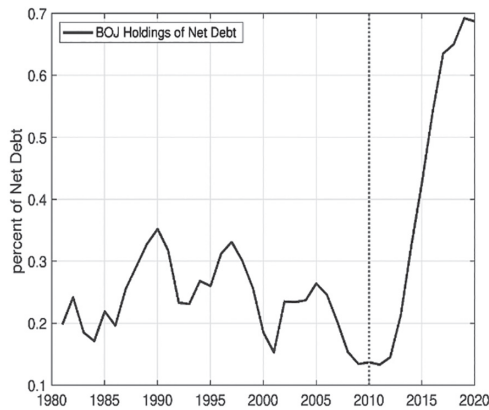


図2 日銀の国債保有残高

出所：Hansen, G. and S. Imrohroglu (2023)

図2の縦軸は、日銀の国債保有残高を示しています。これも2023年のHansen先生らの論文から引用したものですけれども、2010年ちょっと過ぎ以降、日銀の国債保有残高は急速に増えています。

なぜ日本の財政が現在も破綻していないかというと、日本の政策金利が異常なまでの低水準、マイナス水準にまで抑えられていたために、要するに国債への利払費が抑えられているために、破綻していない。その影響が、とにかくオーダーとして非常に大きく、もちろん社会保障費の増加を一定程度抑制できたといったこともあるんですが、それ以上に、実質的には日銀の政策金利が低く抑えられていることが財政の持続可能性を支えているということです。

ただ、直近では世界中で物価が上昇し、海外の政策金利が上昇する中、日本の政策金利が相対的に低く抑えられ続けていることによって国内外で政策金利の差が拡大しています。円が150円になるとか160円になるとか、為替に関しても様々な報道や予想が出されている状況の下で、今後も引き続き日本だけ低金利政策を維持できるとは思えない。政策金利を上昇させることが不可避といった環境になりつつあると思います。それでも、日本の政策金利を高めれば、日本の財政があつという間に悪化してしまうので、高齢化の進展とか以前に日本の財政は破綻してしまうかもしれないということです。円もどんどん減価する可能性があります。そういったことについて本報告では検討したいと思います。

くどいかもしれませんが、これまで政策金利が異常なまでの低水準に抑え続けられていなければ、今頃は本当に日本の財政はもっと危機的な状況になっていたと思われますし、日本の政策金利の変動リスクのコントロールというのは、今後非

常に重要になってきます。今年度中にも、日本の財政の持続可能性を維持するために、特に金利上昇リスクをコントロールする手段を考えることが決定的に重要です。

## 2. 日本の政策金利と財政の持続可能性

日本の政策金利と財政の間にこのような関係があるという条件の下で、それでは今後どうしたらよいかということを考えたいと思います。本報告では、日本の政策金利を仮に上昇させたときに、どう利払費を賄うかということを考えます。

これまで、日本の財政の話とか日銀の金融政策に関する議論は、多くの場合、マクロ経済学者が中心となって研究されてきたんですが、日本FP学会の会員のように、ファイナンス分野の人も分析せざるを得ない状況に陥っているんじゃないかと思っています。というのは、すでにご説明した通り、本報告では日本の政策金利が上昇したときに、日本の財政面への影響を考慮して利払費をどう賄うか考えたいので、ファイナンスの理論で考えてみようというのが、本報告の内容です。

ここで皆さんにも、次のような例を考えてもらいたいと思います。仮にSさんが日本で発行されている円建のJ債券——ジャパンをイメージしていますが、日本の債券1,000万円分を購入すると同時に、アメリカで発行されるA債券——アメリカを意識していますが、1,000万円相当分を購入すると、Sさんは1,000万円と1,000万円それぞれの債券を購入して、J債券が金利1%で、A債券を金利7%と仮定します。すると、1,000万円ずつの均等投資なので、資金全体の平均金利は4%です。政策金利が7%までアメリカは上がるという説も、けっこう今出ているので、それに合わせています。

ここで、仮にTさん、Sさんとは別の人が、日本で発行される円建のJ債券1,000万円分を金利1%で購入すると同時に、アメリカで発行されるA債券100万円分、J債券の1割相当分を購入するとします。ここで、前の例と同様にA債券は金利7%とすると、この資金全体1,100万円の平均金利は、計算するとすぐわかるんですけど、約1.5%です。つまり、J債券、日本の債券を購入すると同時にアメリカの債券、金利7%とここでは仮定しますが、A債券を購入すると、A債券の購入比率が高まるほど、比例的に金利収入が増加します。

ということは、今、仮に固定レート制で為替レートが一定であるようなケースを考えると、日本の債券を買うと同時にアメリカの債券を同量購入

したら、平均利回りが4%となります。仮に為替レートを固定できればです。この考えが使えないかというのが、本報告の理論的な一番骨子の部分です。

まずは金利に注目して、一旦は為替を固定できると仮定してファイナンス理論で考えると、平均金利の計算によって、そのような投資をしたときの利回りは100%計算できます。仮に日銀が日本の国債を購入すると同時に、アメリカの債券も購入して、為替レートをフィックスできたら、これはもうここにいらっしゃる皆さん、計算できると思うんですが、単純にA債券への投資比率を高めれば高めるほど、運用利回りは高くなるということです。本報告の内容は、アイデア勝負の面があるので、事前には資料を出さないかたちで発表させていただいています。

このところ国内外の政策金利差が拡大しているのです。為替レートの変動リスクさえ管理できれば、例えばですが通貨スワップを組める範囲内で組むとか、何らかの手段で固定化できれば、日本の国債よりも格付けの高い米国債などを日銀が購入してはいかがか、と思います。

ただし、もちろん為替レートの変化にいかに対応するかというのが大問題でして、仮に円貨建ての受け取り額をある程度固定できるような場合には、今言ったようなアイデアが使えるかもしれない。本当に為替レートがフィックスできれば、日本の国債の償還期限に合わせて、例えば米国債とかを保有したとしたら、単純にそれらの加重平均で、償還期限の利回りって、満期まで保有するというのであれば計算できてしまうので、金利のリスクは容易に管理できますよね、ということです。固定金利、変動金利という問題はもちろんあるんですけども、ある程度金利は管理できます。そういったことをしたら、イールドカーブコントロールを続けたとしても実質的に変動させられる幅も拡大しますよね。

つまり日本の財政の持続可能性は、もはや金利変動リスクの管理と、為替変動リスクの管理の合わせ技で考えちゃったほうがいいんじゃないか。これまではマクロ経済学者が中心となって、MMT理論が正しいとか、いろいろ議論していただんですが、もはやこの規模まで財政赤字が拡大すると、実はファイナンス理論が使えるかもしれません。

金利変動リスクの管理に関しては、大学ではデューレーションとかコンベクシティの概念について説明しています。財務省のホームページで閲覧できる歳出入の見積もり<sup>2</sup>を参照してみると、国債費に関する試算というものも示されていて、経済成長率1.5%のケースとか、異なる経済成長率のケースごとに国債費や利払費が見積もられています。その資料には、インプライド・フォワード・レートを加味した金利により積算した試算も示されているので、金利の期間構造も考慮したかたちでの試算も示されていることがわかります。

ただ、これとは別に、本報告では、何度も言うようですが、内外の政策金利差に注目して、為替の問題を一旦は置いてしまうと、日本の国債発行残高に比例するかたちで、米国債とか、より金利の高い海外の国債を買ったら、日本の財政の持続可能性は高まるはずじゃないかということをしり上げたい。膨大な量があるので、どうにか金利差で逆に稼げないかという発想です。完全に資産を運用する側に立っての理論です。

今週に入ってから、10月2日月曜日に「『円キャリー天国』条件整う」という日経新聞朝刊の記事を見まして、「政府・日銀に打つ手あるか」とあったんですけど、今ご提案していることは、この「円キャリー天国」の環境を政府・日銀も利用できないかということになります<sup>3</sup>。この環境を日銀も利用して、日本の財政を何とかできないか、という話です。マイナス金利とか、金利がつかないぐらい低金利の状態、円でたくさん借金をして、ドルを買って、ドルベースで高金利で運用しようということです。

また、この記事では、米バンク・オブ・アメリカが世界の機関投資家に聞く為替・金利分野の9月の調査では、「今年最良の日本に関するトレード」として「円キャリー取引」と答えた割合が20%ということです。日本を資産運用立国にということですが、政府・日銀もそのような資産運用ができないかな、と思っています。この記事には、今、為替の予想変動率が下がって安定しているというグラフも示されていて、徐々に円の価値が下がるかたちで安定しているので、超短期でそのような取引をしたらたぶん運用収益をあげられるということです。

<sup>2</sup> 令和5年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算  
<https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/outlook/sy0501a.pdf>参照。

<sup>3</sup> 「円キャリー天国」条件整う 政府・日銀に打つ手あるか：日本経済新聞10月2日朝刊記事。

### 3. 制度面での課題

実際にこのような案をもし実行していただけるとすれば、国債の利払費等の管理に関して、透明性を高める必要が出てくると思います。日本の国債の格付けが下がらないために、あるいは円が減価しないためには、そのような運用をしても大丈夫だといった信任を得るために、具体的にどのような運用をしているか、情報を逐一開示する必要があるんじゃないかと思っています。先ほど一般会計の利払費の見積もりを、財務省のホームページで閲覧できる情報をお示しましたが、それら

は1年単位です<sup>4</sup>。ここでお示したような案を実行する場合は、1年単位の開示とかでは情報量は不十分で、特別会計を新しく設けたりする必要があると思います。特別会計に利払費等を移行して、特別会計の透明性をガラス張りのように高めて、実際こういった運用をしても大丈夫だというのが、専門家であれば一目瞭然なかたちにして、それでそういった運用をするということが必要だと思います。

一般会計とか、法的枠組みに関する文献もありまして、ファイナンシャル・レビューの2021年の第3号が、特集号で、「国の債務と債務管理に関

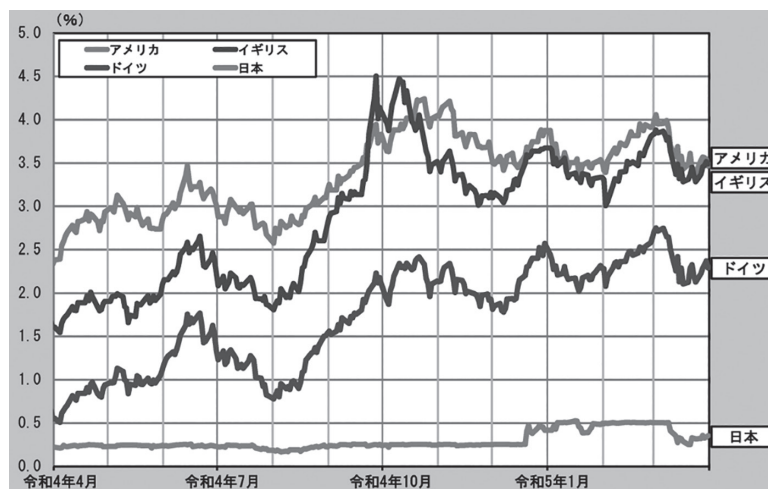


図3 10年国債金利 米・英・独・日の推移

出所：債務管理レポート2023（11頁）

[https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2023/index.html](https://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2023/index.html)

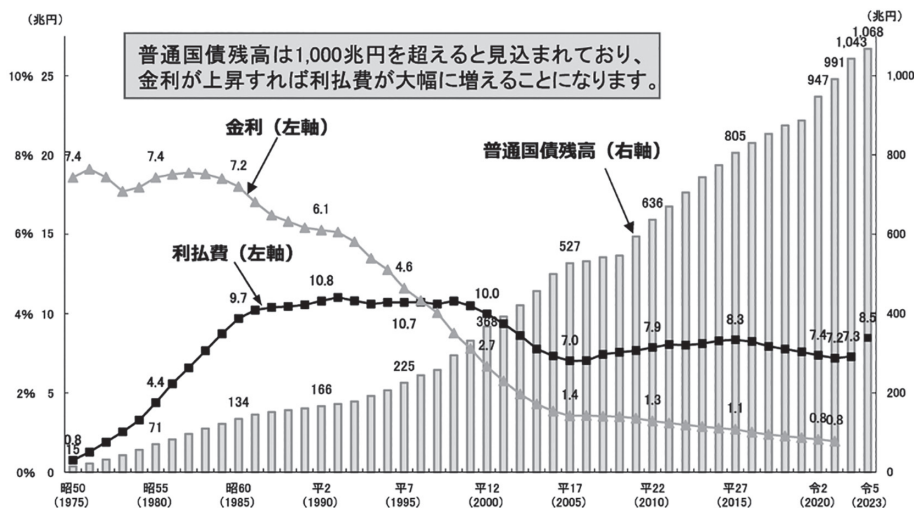


図4 利払費と金利の推移

出所：日本の財政関係資料 令和5年4月（22頁）

[https://www.mof.go.jp/policy/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/202304.html](https://www.mof.go.jp/policy/budget/fiscal_condition/related_data/202304.html)

<sup>4</sup> 令和5年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算  
<https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/outlook/>

sy0501a.pdf参照。

・交付税及び譲与税配付金特別会計 (内閣府、総務省及び財務省)	・国有林野事業債務管理特別会計 ※経過特会 (農林水産省)
・地震再保険特別会計 (財務省)	・特許特別会計 (経済産業省)
・国債整理基金特別会計 (財務省)	・自動車安全特別会計<4> (国土交通省)
・外国為替資金特別会計 (財務省)	・東日本大震災復興特別会計 (国会、裁判所、会計検査院、内閣、内閣府、 デジタル庁、復興庁、総務省、法務省、外務省、 財務省、文部科学省、厚生労働省、農林水産 省、経済産業省、国土交通省、環境省及び防 衛省)
・財政投融资特別会計<3> (財務省及び国土交通省)	
・エネルギー対策特別会計<3> (内閣府、文部科学省、経済産業省及び 環境省)	
・労働保険特別会計<3> (厚生労働省)	
・年金特別会計<6> (内閣府及び厚生労働省)	
・食料安定供給特別会計<7> (農林水産省)	

(注) < > は勘定数、( ) は所管府省を表します。

図5 特別会計 (令和4年度)

出所：令和4年版 特別会計ガイドブック (2頁)

[https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/special\\_account/fy2022/index.html](https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/special_account/fy2022/index.html)

する分析」というタイトルで発行されています。その号に法的枠組みを議論した論文があります<sup>5</sup>。そのような文献が参考になりまして、おそらく特別会計を新たに設置していただいて、そこで利払費を、本当にガラス張りで管理するということをすれば、できるんじゃないかと、制度的には枠組みが日本でも整っているんじゃないかと思えます。

今は、日本では国債の利払費等は一般会計の中に入っているんですけど、要するに少なくとも利払費は特別会計に切り離して管理をする必要が出てくるんじゃないかと思えます。

財務省のホームページからもたくさん関連資料を用意してきたのですが、時間が足りなくなってきてしまったので、ごく一部だけご紹介します。図3は、アメリカ、イギリス、ドイツ、日本の金利を示したもので、本報告は、この金利差を利用しようということです。ちょっと前までは低金利が続いていたんですが、ここへ来て急速に金利差が拡大しています。一旦はこの状況が解消したりしても、過去の経験から、また同じような局面が出てくると思います。過去に金利が高い時期はありましたし、いつまでも金利が低いということはありません。

話を少し前に戻しますと、一般会計から特別会

計に国債の利払費を移すことに関しましては、根拠の法律があります。「簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律」という法律の第十八条に「特別会計の取り扱いの原則」がありまして、「特別会計の新設は、事務及び事業の合理化若しくは効率化又は財政の健全化に資する場合を除き、行わないものとする。」とあります。今、ここで提案しているのは、財政の健全化のために特別会計を設置しようという話なので、この条件はクリアしているはずですよ。

現在、特別会計は、図5で示しているだけあるんですが、実は、私はこの特許特別会計の歳出入改革に関する議論に参加させていただいております。特許特別会計という特別会計があって、経済産業省管轄なんですが、特許庁の財政も、2、3年前までは非常に危機的な状況だったんです。

このグラフ(図6)はホームページで公表されている資料なんですが、過去に各種料金を引き下げたところ、剰余金(図6の折れ線で表示)が急激に減ってしまいました。それでも、直近の数年で様々な料金等を引き上げて以来、剰余金が徐々に徐々に回復してきたんです。取りすぎてもいけなく、特許料などを引き上げすぎて、特許の出願とかが滞ってしまうとよくないんですけども、特許料などを引き上げた場合の価格弾力性など

<sup>5</sup> 藤谷武史(2021)「国の債務管理政策の法的枠組みに関する論点整理」フィナンシャル・レビュー第3号(通巻第

146号)。

も、歳出入改革の委員として分析しています<sup>6</sup>。  
 特許庁の方々には、できるだけデータを公表してもらって、ここ数年間、月次でずっと各種料金の引き上げの影響の有無を確認しています。例えば、次の資料（図7）をご覧ください。2020年度、

21年度、22年度の特許出願件数の動向を月次で見ているんですが、価格弾力性はほとんど見られないんです。  
 だから、特許料を引き上げても、出願は減っていないように思われます。各種料金を引き上げさ

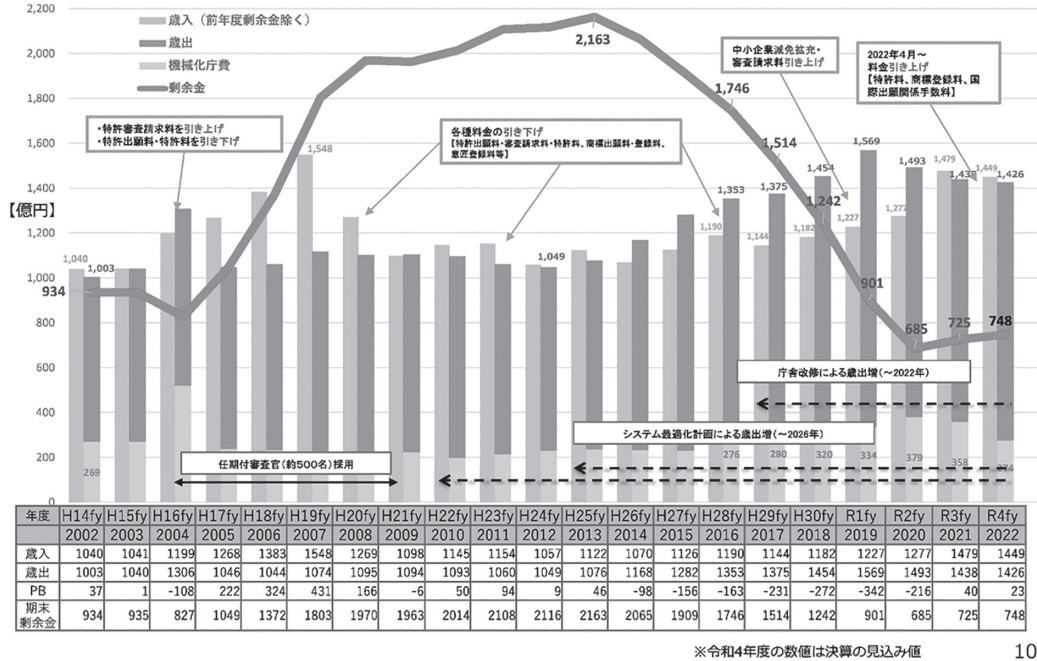


図6 特許特別会計の歳出歳入、剰余金の推移

出所：産業構造審議会知的財産分科会財政点検小委員会（経済産業省 特許庁）  
 第6回配布資料（10頁）

[https://www.jpo.go.jp/resources/shingikai/sangyo-kouzou/shousai/zaiseitenken\\_shoi/index.html](https://www.jpo.go.jp/resources/shingikai/sangyo-kouzou/shousai/zaiseitenken_shoi/index.html)

・特許出願件数は、2022年度は前年度比で微減（-0.2%）であり、過去数年の傾向と大きな差はない。

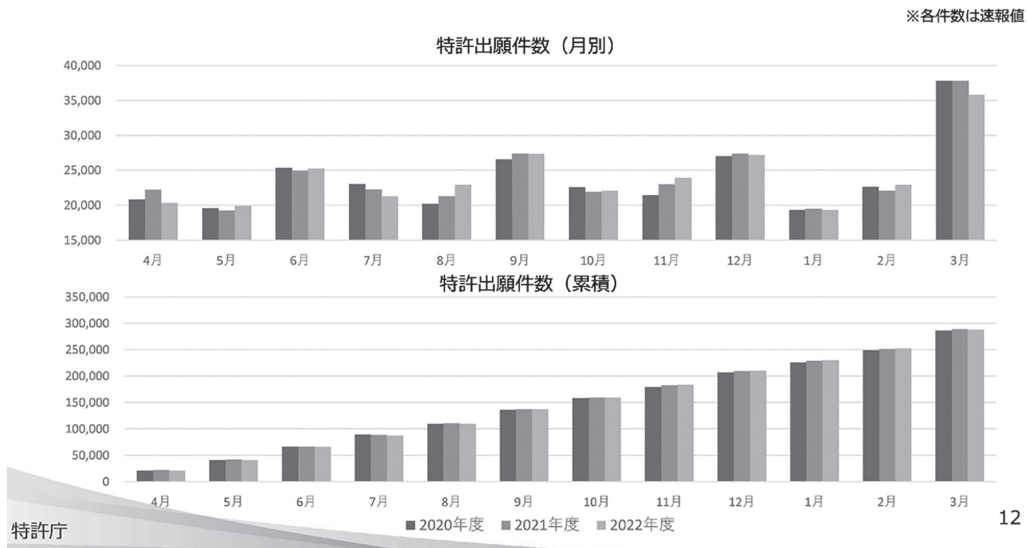


図7 特許出願件数動向

出所：産業構造審議会知的財産分科会財政点検小委員会（経済産業省 特許庁）  
 第6回配布資料（12頁）

[https://www.jpo.go.jp/resources/shingikai/sangyo-kouzou/shousai/zaiseitenken\\_shoi/index.html](https://www.jpo.go.jp/resources/shingikai/sangyo-kouzou/shousai/zaiseitenken_shoi/index.html)

<sup>6</sup> 図6の各年度の左側の棒グラフの高さは歳入、右側の棒グラフの高さは歳出、右側の棒グラフの下部分が歳出のうち機械化庁費を示している。出所のホームページではカラーで閲覧可能。

させていただきましたが、特許庁の財政は健全化しました。ご負担になることをお願いする格好にはなりましたが、日本の科学技術の発展には悪影響を及ぼしていないようで、ほっとしました。

次に、特別会計の中の年金の特別会計に話を移したいと思います。年金の運用で損失を出すようなことがあったら不安を感じるという国民の方々も多くいらっしゃると思います。また、損が出ると批判されたりした時期もあったと思います

が、通算で見ると、年金、次のグラフ（図8）で示されている通り、こんなに増えているんですよ。

もちろん、リスク性資産に投資するかぎりは、損するときもあるわけですが、日本の政府に資産運用能力がないといったこともないと思います。皆さんの年金、こんなに増えているんです。

年金の運用内訳も、次のグラフ（図9）のように示されています。これを見ると、2023年6月末



## 2023年度第1四半期運用状況（速報）

年金積立金管理運用独立行政法人

年金積立金は長期的な運用を行うものであり、その運用状況も長期的に判断することが必要ですが、国民の皆様に対して適時適切な情報提供を行う観点から、作成・公表が義務付けられている事業年度ごとの業務概況書のほか、四半期ごとに運用状況の速報として公表を行うものです。

収益は、各期末時点での時価に基づく評価であるため、評価損益を含んでおり、市場の動向によって変動するものであることに留意が必要です。

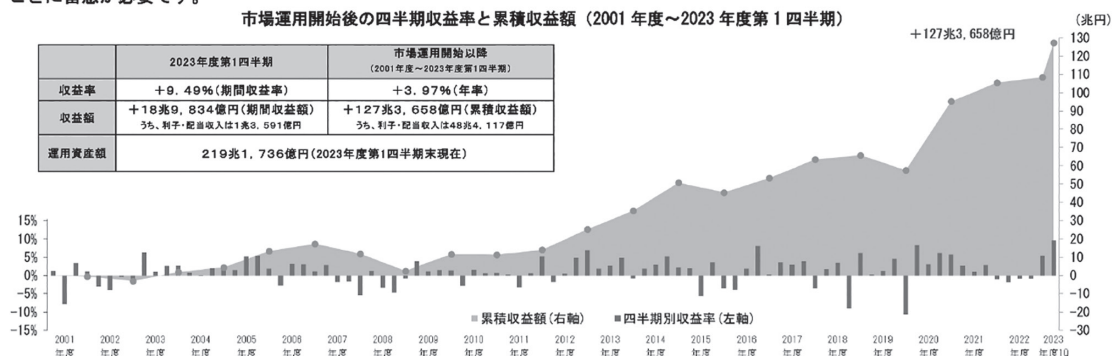


図8 年金の運用状況（累積収益額）

出所：年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）  
2023年度第1四半期運用状況（速報）

<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>

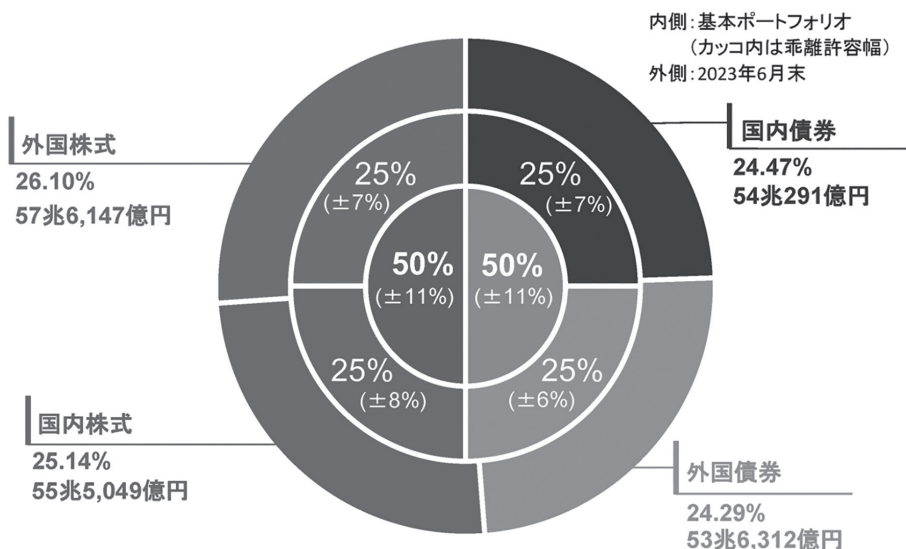


図9 年金の運用状況（ポートフォリオ）

出所：年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）HP  
2023年度第1四半期運用状況（速報）（3頁）

<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>

時点の状況も示されていますが、おおよそ外国株式、国内株式、外国債券、国内債券に25%ずつ、要するにおおよそ均等に、4分の1ずつ均等投資してこれだけ増えているということです。日銀は、日本の国内の資産に関しては、債券も株式も買っているんだから、すでにリスク性資産にも投資しています。外国の株式も購入すべきとまで、主張するつもりはありませんが、今後、外国の債券が購入対象に加わってもいい気がするんです。日銀がこれまでも国内の株式や債券を買ってきていて、最近では特に大量に日本国債とかを購入しているんだしたら、外国の債券、追加できないのになって、本当に思うんです。

## おわりに

そろそろ締め括る必要があるので、結論です。これまで日本の財政に関する議論は、マクロ経済学者や経済成長に関する分析、生産性の分析などを専門とする研究者が中心となって行ってきました。けれども、日本のように財政赤字が拡大してしまうと、社会保障費の削減とかだけでは財政の持続可能性は保てなくなっているわけです。Hansen先生もマクロ経済学者ですけど、これだけ内外金利差が拡大すると、これから年度単位で日本の財政を健全化しようといった議論だけでは、財政の持続可能性を維持しつつ日本経済を良くするのに間に合わないかもしれないということです。

金利や為替の問題に関する分析は、ファイナンス分野の学者が得意とするので、ファイナンスの学者も理論的分析等を試してみましょよ、というのが一番言いたいことです。私は、ファイナンス分野の学者として、日銀が日本の国債に加えて外債も買うことを提案したい、ということです。

以上です。ご清聴ありがとうございました。

**吉野** どうもありがとうございました。ちょっと私は違った側面から、今の亀坂先生へのコメントをさせていただきたいと思います。ありがとうございます。時間の関係で手短かにコメントさせていただきたいと思います。

先ほど矢野(前)財務省事務次官から、Debt-to-GDP Ratio(「国の債務残高/GDP」比率)が日本が世界でもっとも大きいという講演がありました。

亀坂先生の、アメリカの国債を日本銀行が買ったほうがよいという提案が、一つの大きなポイントであったと思います。

まず、国債の需要がどうなっているかというのが一つ重要で、誰が買っているかという問題

です。2011年の時点では、日本では、国債を中央銀行(日本銀行)が国債全体の5%を買っていた。ギリシャの場合は、3分の2を外国人が買っていました。日本の場合は、2011年の数字では、国債残高の95%を国内投資家が保有し、外国人による保有は5%に過ぎませんでした。国内投資家の保有が多いことが、日本の国債市場の安定性を保っていました。外国人が日本国債を買いだすと、海外投資家は、すぐに日本国債を売って、日本国債から逃げることもあると思います。というのは、外国人にとっては、日本の国債は、アメリカ国債を買おうか、ユーロ国債を買おうか、そういう中で考えるわけで、日本国債が危ないと思ったら、他の安全な国の国債にシフトするからです。それでは、日本の国内投資家は、なぜ海外に逃げないかという、生命保険や年金は、集めた資金は円建(円の負債)であるため、運用資産の側も、“円”の資産を持っていないと、為替の大きな変動に直面する大きなリスクを抱えているからです。いざというときには円資産で運用(日本国債で運用=日本円の保有比率が高い)したかったわけです。

それで亀坂先生がおっしゃるように、マイナス金利政策を維持するためには、日本銀行は国債保有を増やして、マネタリーベースを増やしていく必要があります。日本銀行による国債保有が、大幅に増加しました。これは、Professor Hansenたちが思っていなかったことです。マイナス金利政策により、金利が抑えられたことと同時に、日本銀行が国債を買い続け、現状では、50%以上の日本国債が日本銀行によって保有され、国債市場は安定性を保っています。

マネタリーベースが増加しているにも関わらず、日本は、なぜインフレに見舞われなかったかという、一つには、人口の高齢化があると思います。高齢者のほうが若者と比べると消費が少なく、総需要が伸びなかったため、運よく、インフレにならなかったのです。さらに、マネタリーベースは増加したものの、民間金融機関は、日銀預け金としてお金を日銀に戻していたため、貨幣残高全体は、それほど上昇しませんでした。

それでは、2023年になってからのインフレはなぜ発生したかという、海外要因によるインフレでありました。ウクライナ戦争による資源価格の高騰(石油価格や小麦などの輸入財の価格の高騰)により、電力価格も上昇し、総供給曲線が上にシフトする(サプライサイドに起因する)インフレに見舞われています。

それからもう一つは、日本銀行がマネタリーベースを増やしたのですが、ほとんどは国債の購入



により増やしていったと、こういうことです。よって、私のもう一つのポイントは、金融政策が正常化される中で、日本銀行によって大量に保有されている日本国債を、誰に売って行くかということが、重要であると考えます。

亀坂先生の議論ですと、日本銀行がアメリカの国債を資産として保有するというご提案ですが、日本国債ではなく、アメリカ国債を購入とした場合に、マネタリーベースは変化させずに、アメリカ国債を購入するとすれば、同じ金額の日本国債を売却しないと日本銀行はアメリカ国債を購入することができません。日本銀行によって売却される日本国債を誰が購入するかということになります。

あるいは、現状の日本国債の保有はそのままとして、日本銀行がアメリカ国債を購入するとすれば、その分だけ、マネタリーベースは増加します。言い換えるとアメリカ国債の購入分だけ、日本銀行はマネタリーベースを増加させて購入することになります。となれば、マネタリーベースがますます増えるということになってしまいます。

マネタリーベースを増やさずにアメリカ国債を購入する場合には、これまで、日本銀行が持っていた日本国債を売却することになり、もう国内では日本国債を購入する余裕がなくなれば、外国人が買っていくことになります。私の見方では、外国人による日本国債の保有の増加は、危機時には、逃げ足の速い海外投資家は、すぐに、日本国

債を売却して、他国の国債購入に向かうと思いますので、日本国債の市場は、非常に不安定化する結果をもたらす可能性があると思います。

図10に示されるように、一番上がマネタリーベースで680兆円。JGBsと書いてあるのは、日本国債で581兆円です。日本銀行の資産のほとんどが日本国債であることが見て取れます。この図を見ると、日本銀行は株式を保有していると言われますが、37兆円ぐらいで、国債保有量と比べれば、微々たるものです<sup>7</sup>。

**亀坂** 私は、日本銀行が日本国債の保有に加えて、追加でアメリカ国債を購入することを想定しております。

**吉野** 現状の日本国債の保有に加えて追加でアメリカ国債を購入することになれば、マネタリーベースは増加します。マネタリーベースが増えたときにインフレにならないかということです。日本銀行のマネタリーベースが680兆円から、800兆円とか1,000兆円に拡大するとなれば、その分だけお金がジャブジャブとなり、もしインフレになったとすると、名目金利は上がっていくことになります。変動金利で住宅ローンを借りている家計の多重債務問題が発生しますし、国債の利払費が増加し、日本の財政はさらにひっ迫することになります。ギリシャの場合、財政危機により国債金利が上昇して30%以上となり、国債の利払費が増え、それを支払えなくなり、破綻してしまいました。

	Apr 2013	Apr 2023
Monetary Base	155	680
JGBs	98	581
T-Bills	36	5
CP	1.4	2.3
Corporate Bonds	2.9	7.9
ETFs	1.7	37.1
J-REITs	0.13	0.66
Total Assets	175	740

図10 日銀の資産状況（単位：兆円）

出所：日銀の資料から討論者作成

<sup>7</sup> 図10の内容は、吉野直行(2024)「ESG/グリーン投資、最適資産運用とネット炭素税」経済研究所年報(成城大学)、第37号にも掲載。吉野直行・宮本弘暁(2021)「財政赤字

の安定化条件『ドーマー条件』の再考察」フィナンシャル・レビュー第2号(通巻第145号)。

## 10-Year Government Bonds Yields



図11 各国金利の推移（10年債）

出所：Bloomberg

図11は、世界の金利の推移を示しています。日本は、一番下の黒い線となっています。日本の国債金利で、これまでは、需要がたくさんあったので安定していました。しかし、日本国債のリスクが高くなっていくとすれば、格付け機関が日本国債を格下げする可能性もあり、ギリシャの破綻と同じようになってしまったら大変です<sup>8</sup>。

日本銀行は現在、日本国債を保有していますが、亀坂先生のご提案のように、アメリカ国債を買ったとき、そのアメリカ国債が、本当にいつも信頼できる資産であればいいんですが、例えば最近のニュースでいくと、アメリカ議会が赤字財政に懸念を表明して、アメリカ国債の発行に歯止めをかけるなどという事態も発生すれば、アメリカ国債の格付けが下がる可能性もあります。そうすると、アメリカ国債を保有している日本銀行の信用度（Credibility）も下がってしまいます。また、為替変動により、アメリカ国債の日本円で評価した価値も大きく変動することになり、不安定化が増幅されてしまいます。アメリカ国債を買うときに、為替リスクのヘッジをして購入するとすれば、為替変動が大きくなると、ヘッジコストも高くなるため、相当のお金が必要になると想像され

ます。

さらに、日本銀行がアメリカ国債の購入を増やせば、ドル需要が高まるため、円安がさらに進んでいくことになると思います。円安が進めば、また日本はもっと高いお金を出さないと、アメリカ国債を購入できなくなってしまい、日本円で見た米国債の価格はさらに上がるため、日本が余計にお金を払わなければアメリカ国債が購入できなくなると思います。

亀坂先生のご提案は、アメリカ国債の金利が日本国債の金利よりも高いため、日本銀行もアメリカ国債を保有することにより、より高い金利収益があげられるということが、もともとの着眼点であると思います。もし、民間経済主体がリスクまで考慮した国内/海外投資行動を行っているとしたら、金利平価説が成立するところまで、アメリカ国債を購入している可能性が高いと思います。金融市場が自由で規制がないのが日米の金融市場ですから、為替変動リスクまで考慮して民間投資家が動いているとすれば、表面上はアメリカ国債の金利は日本国債の金利よりも高いですが、将来の為替変動やリスクを考慮して、すでに行動しており、金利平価説が、すでに成立している可能性

<sup>8</sup> 出所の元資料はカラー表示。2019年3月末時点で金利が高い順に、ギリシャ、イタリア、アメリカ、ポルトガル、スペイン、イギリス、アイルランド、フランス、ドイツ、

日本。グラフのほとんどの期間、金利が最も高かったのがギリシャで、最も低かったのが日本。

が高いと思います。そうであれば、表面金利ではアメリカ国債の金利は日本国債の金利よりも高く見えても、為替変動やリスクを勘案すれば、金利平価説から、日本銀行がアメリカ国債を購入しても、儲からないということになるように思います。

また、先ほど矢野(前)財務省事務次官もおっしゃいましたが、日本の一番の問題点は、社会保障費が大きすぎることです。社会保障支出を減らして財政の黒字化をすることが不可避であり、高齢者が労働参加を続けて、なるべく社会保障に依存せずに、自分で収入を得ながら生活を続け、社会保障費や年金負担を減らして行くことが、もっとも大切であると私は思っています。

繰り返しになりますが、亀坂先生の議論では、「日本銀行が日本国債の現状での購入水準に加えて、アメリカ国債を購入する」というご提案であれば、マネタリーベースが今以上に増えますから、さらにインフレになり、名目金利は上がってしまうのではないかと懸念します。

さらに、特別会計を作ってアメリカ国債の購入を実施するとしても、その財源(税を増やすか国債増発)が必要ではないかと思えます。アメリカ国債の購入を増やすための財源はどこから持ってくるか、増税でやるとすれば、消費税を上げるなり所得税を上げる必要が出てくるように思えます。

**亀坂** はい、ありがとうございます。かぎられた時間の中でたくさんのコメント本当にありがとうございます。

一番最後の財源の問題は、日銀がマネタリーベースを増やすかたちで米国債を買うことを想定しています。また、日銀の運用収益は政府に戻ってくるので財源の議論をする必要がなく、増税も不要と認識しています。

**吉野** 国債金利がプラスのときは、日本銀行のSegniorage(通貨{貨幣}発行益)(日銀が発行するマネタリーベースはゼロ金利であるが日本国債の保有からはプラスの金利収入が入り通貨発行による収益を日銀は上げられること)はあるのですが、今のようにマイナス金利になってしまうと通貨発行益はなくなってしまっています。

**亀坂** 確かに、そうですね。ここでは今後金利がプラスの領域で上昇していくことを前提に話しております。日本の政策金利がこれまで異常なまでに低く抑えられていましたが、もう脱却しなければいけない状況というところから話をスタートし

ているので、確かに、厳密にはマイナス金利のケースについても議論したほうがいいですね。

また、日本の国債よりも高い格付けの海外の国債を買うということであれば、私は円の信用力は保てると思います。

**吉野** ただ、アメリカ国債を買うと、そのときにドルの需要が増えますから、円安に動くと思えます。

**亀坂** 確かに、短期的な需給バランスによる為替変動も含めるかたちで、為替変動リスクをコントロールすることは私も重要だと思います。

**吉野** 今、アメリカ国債を購入しようとするときは円安ですから、たくさん払わなくてはいけなくなります。

**亀坂** そうですね。私も為替リスクの管理の問題は、大きな残された課題と認識しております。今回の報告では十分触れることができていなく、引き続き様々な可能性を検討する必要があると思えます。

ということで、もう時間切れなのですが、Zoomによる参加者からも同様のご質問をいただいています。「為替変動リスクをどうコントロールしたらいいのか」といったご質問です。

(質問を受けて)為替変動リスクの管理は、現時点では難しいと思います。それぞれ日米で協議をすとかいった可能性がなければです。アメリカも今、財政問題で大変なことになっているので、日米で協議して、日銀が保有したアメリカの国債は為替を固定すとか、例えばですが、日米の中央銀行間で通貨スワップを組むとか、そういうことでもしないかぎり、為替リスクの管理は難しいと思います。

Zoom参加者の方々も含め、ご清聴ありがとうございました。

## 謝辞

本報告内容に関して、事前に慶應義塾大学の白塚重典様、一橋大学の桑原進様から貴重なコメントをいただきました。本研究は、JSPS科研費(研究課題「経済政策と金融市場」)研究課題番号22K01561の助成を受けた成果の一部です。ここに記して感謝します。なお本報告の内容は、報告者個人の見解にもとづくものであり、報告者が所属するいかなる組織のものでもないことを念のため申し添えさせていただきます。