

# コロナ対応策と資金フロー

伊豆久

はじめに

昨年度（二〇二〇年度）の政府一般会計予算は、三度の補正を経て前年度比六八%増の一七六兆円と空前の規模に膨れ上がった。新型コロナウイルス対策費が巨額にのぼったためである。そしてその資金の多くは国債の発行によって賄われた。

また、日本銀行も、従来の異次元緩和に上乗せして資金を供給した。

こうした財政・金融政策のコロナ対応策は、資金フローの面でどのような状況を生み出したのか、簡単に確認してみたい。

## 1 財政支出の拡大と短期国債による資金調達

### (1) 財政赤字の拡大

三次に及ぶ補正予算（図表1）によって財政規模は急拡大したが、これによって、政府の毎月の資金収支はどのように変化したのだろうか。

図表2は、二〇二〇年度の財政資金（特別会計を含む）の毎月の収入（受け）と支出（払い）を、（比較のため）コロナ前年の一九年度と並べて示したものである。毎月の財政資

図表1 2020年度一般会計予算

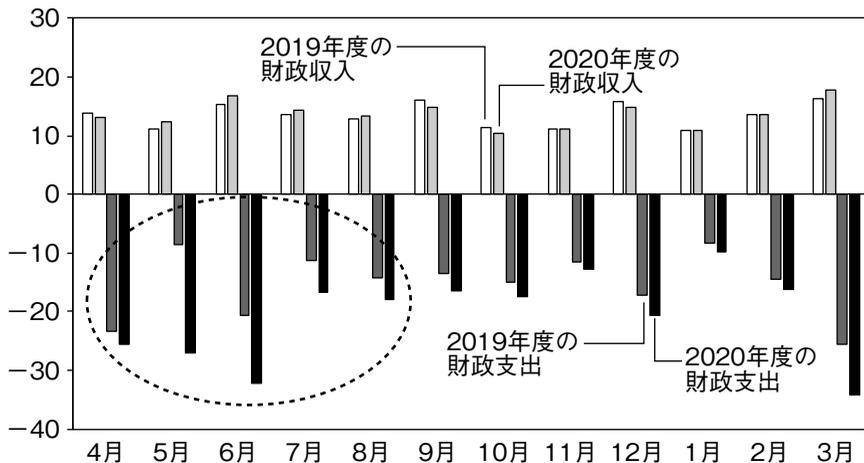
当初予算	103兆円	20年3月27日
第1次補正	+26兆円	4月30日
第2次補正	+32兆円	6月12日
第3次補正	+15兆円	21年1月28日

(注) 日付は成立日。

(出所) 財務省資料より作成。

金の動きには、各種租税の納付日や年金の支給日など季節的な規則性があるが、「収入」では二〇年度もそれをはっきり表れている（二一九年度と同じ動きである）。本来なら支出も同様のはずであるが、二〇年度前半の支出パターンは一九年度と大きく異なっている。一人一〇万円の定額給付計一三兆円（第一次補

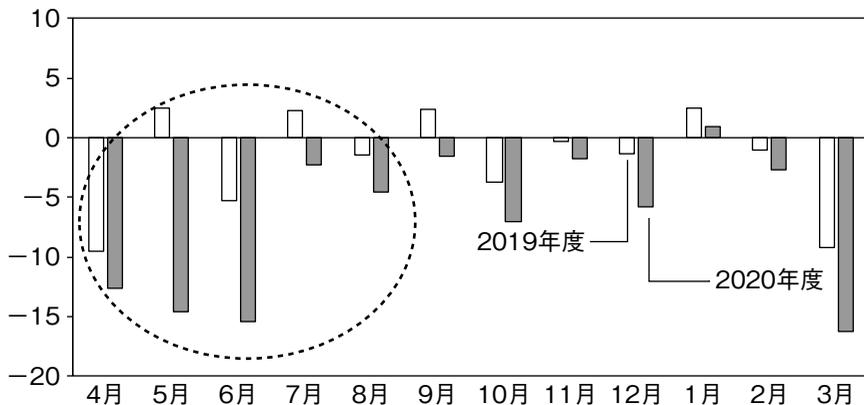
図表2 財政資金収支



(注) 兆円、月次。財政収入をプラスに、財政支出をマイナスに表示。一般会計と特別会計等の合計。国債の発行・償還は含まない。国債の利払いは特別会計等を含む。

(出所) 財務省「財政資金対民間収支」より作成。

図表3 財政資金収支戻



(注) 図表2より作成。19年度は計22.0兆円、20年度は計83.8兆円の支出超過（払い超）。

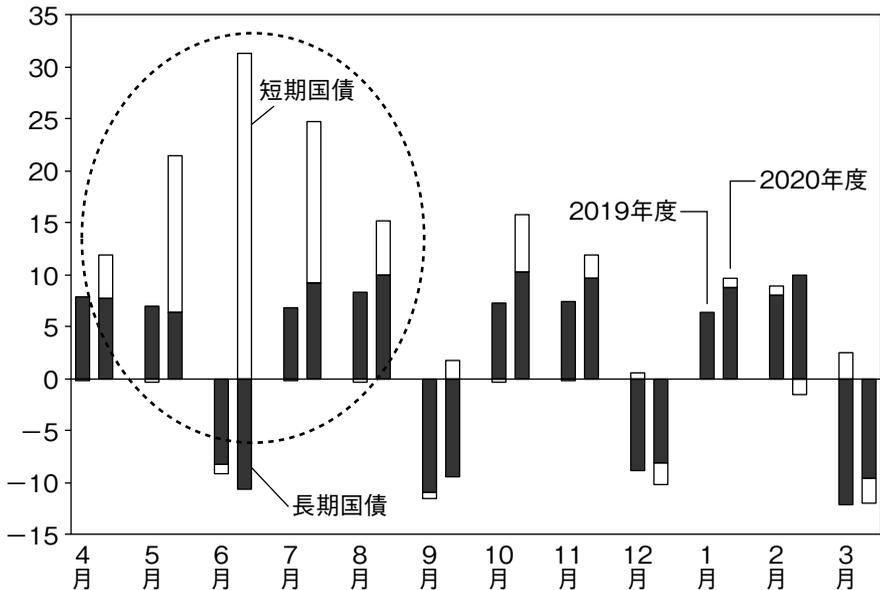
正)、中小事業者向け融資九兆円(第二次補正)など、昨年度前半に集中したコロナ関連の支出のためである。

その結果、昨年春の収支尻は大幅に悪化し、図表3が示すように、二〇年四月から八月で財政赤字(払い超)は五〇兆円に達している。同年三月末時点の政府の資金(日銀の政府預金)は一三兆円にすぎず、資金は国債の発行によって調達されるほかなかった。

### (2) 短期国債による資金調達

図表4は、昨年度の短期・長期の国債の純発行額(発行額-償還額)の推移を、やはり一九年度と比較して示したものである。両年を比べると、長期国債については、純発行額の推移がほとんど同じであり、規則的な発行(と償還)がおこなわれており、コロナの影響を受けていないことがわかる(二〇年度純発行額二三兆円)。つまり、コ

図表4 国債純発行額



(注) 兆円、月次。プラスは発行超過、マイナスは償還超過。国庫の対民間国債収支から日銀保有分の償還額を控除。19年度は計19.8兆円、20年度は計109.6兆円の発行超過。

(出所) 財務省「国庫の状況報告書」等により作成。

コロナ対応に必要な資金は短期国債（政府短期証券を含む）の発行によって賄われたのであり、その純発行額は二〇年四月から八月で七一兆円になるが、その後も、償還超過にはなっていないため、借り換えが続いていることになる。

## 2 政府預金の推移

### (1) 昨年度前半の政府預金

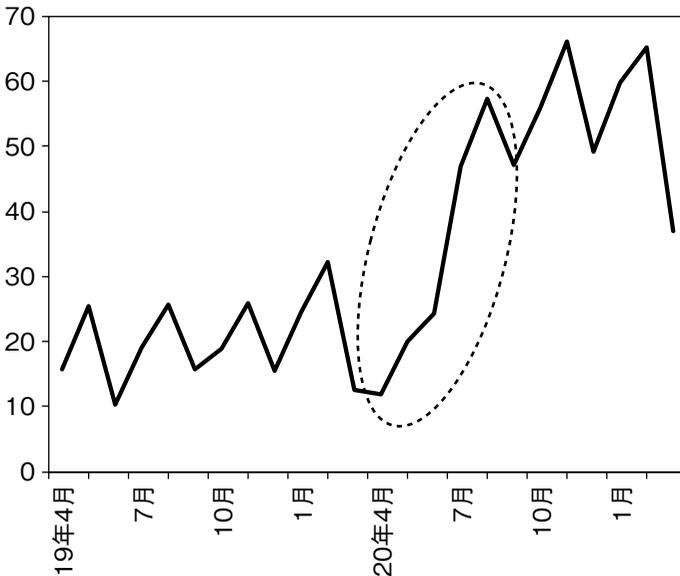
前述のように昨年度前半（四月～八月）の財政支出超過額は五〇兆円であったが、同時期の国債の純発行は七一兆円と必要額を大幅に上回っている。そのため、政府の資金（＝日銀に預けられた政府預金）は、逆に急増している（図表5）。

三月末の政府預金一三兆円－財政赤字五〇兆円＋国債純発行九四兆円（長期二三兆円＋短期七一兆円）＝八月末の政府預金五七兆円というわけである。

### (2) マイナス金利政策と政府預金

政府預金の推移を少し長い期間で見してみよう。

図表5 政府預金



(注) 兆円。2019年4月～21年3月、月次。

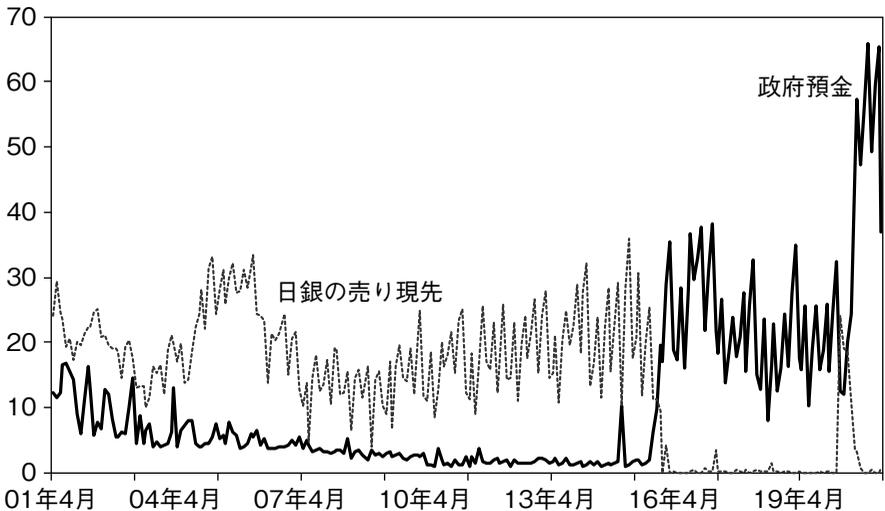
(出所) 日本銀行時系列データより作成。

図表6は、二〇〇一年からの政府預金の推移を見たものであるが、一六年初めと二〇年初めに急増していることがわかる。後者がすでに述べた昨年の国債増発超過によるものである。前者（一六年初め）の増加は、国債整理基金特別会計による資金運用ができなくなったことによる。

同特別会計は、従来、資産の多くを短期国債や日銀との現先（政府から見ると買い現先、日銀から見ると売り現先）で運用していたが、一六年初めに日銀がマイナス金利政策を導入し、短期金利がマイナスとなったことでそうした運用は不可能となった。その結果、それらすべて日銀預金（政府預金）へと振り替わったのである（図表7）。図表6で、一六年春に、政府預金の急増と（日銀の）売り現先の急減が同時に生じているのはそれを意味している。

なお、売り現先は、日銀にとって主要な資金吸収手段の一つであったが、量的緩和政策導入後はその意味を失い、主に上記特別会計の余裕資金の運用手段、および民

図表6 政府預金と日銀の売現先



(注) 兆円。2001年4月～21年3月、月次。  
 (出所) 日本銀行時系列データより作成。

間金融機関に対する国債補完供給オペ（品薄の国債を現金担保付きで貸し出す手段）となっていた。図表6を見ると二〇年春に日銀の売り現先が急増しているが、これは、コロナ危機対策としてのドル供給オペの際に、その担保とすべき国債の供給が併せておこなわれたものである。

### 3 銀行の預金・貸出・日銀借入

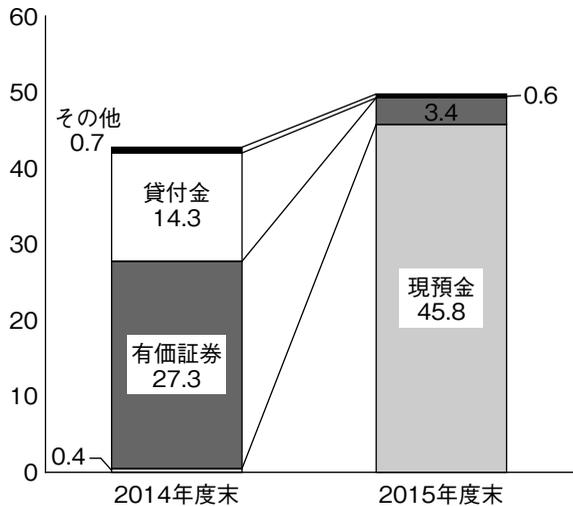
次に、民間銀行のバランスシートへの影響を見てみよう。

#### (1) 預金と貸出

昨年三月末から八月末に、銀行の貸出が一七兆円、預金が五〇兆円増加している（図表8）。また、日銀借入は一四兆円、保有国債も一七兆円増えている（図表9）。貸出の伸びは、資金繰り支援として実施された融資の実質無利子無担保化によるものである。しかし、預金の増加額は貸出の増加額を大きく上回る。

一般的に銀行業全体でみた預金は、銀行自身の貸出と財政支出超過によって増加する。したがって、預金の伸びが貸出の伸びを大きく上回っているのは、それが財政支出によるものであることを意味する。

図表7 国債整理基金特別会計貸借対照表（資産）



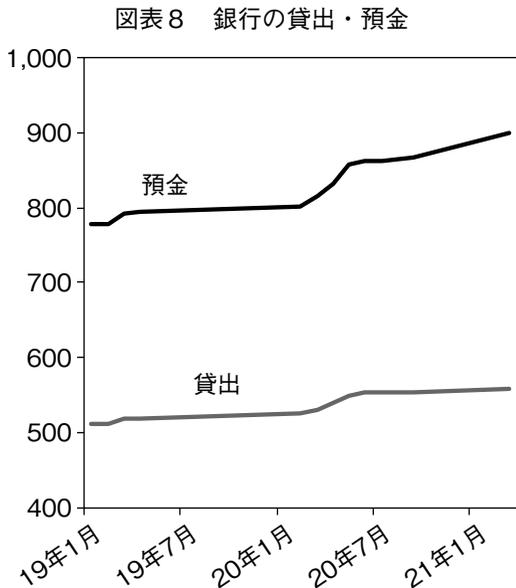
(注) 兆円。貸付金＝日銀との国債買現先。

(出所) 財務省『特別会計ガイドブック』各年版、54頁、国債整理基金特別会計貸借対照表より作成。

困難な場合になされるものであるが、現状は逆に資金余剰に苦しんでいる状態である。にもかかわらず、日銀借入

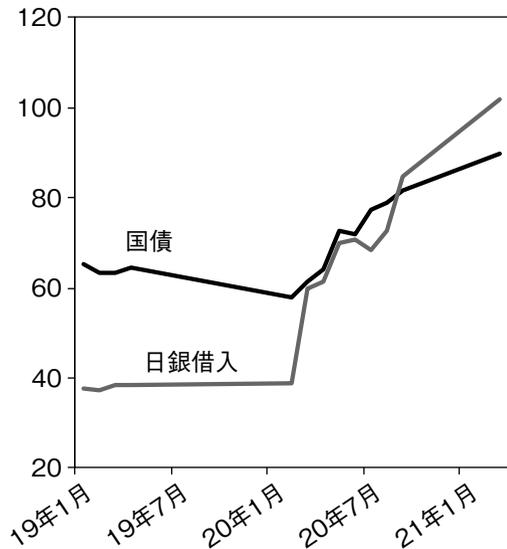
(2) 日銀借入の意味

では、同時に日銀借入が増加しているのはなぜだろうか。本来、日銀からの資金調達、市場での資金調達が困難な場合になされるものであるが、現状は逆に資金余剰に苦しんでいる状態である。にもかかわらず、日銀借入



(注) 全国銀行。兆円。2019年1月～21年3月、月次。  
(出所) 日本銀行時系列データより作成。

図表9 銀行の国債保有と日銀借入



(注) 全国銀行。兆円。2019年1月～21年3月、月次。  
(出所) 日本銀行時系列データより作成。

入を増やしたのは、その目的が、流動性の確保ではなく、金利上のメリットの獲得にあったからである。

日銀は、昨年三月から、コロナ対応オペとして、従来の共通担保オペに特別枠を設けたが、その最も重要な特徴は、銀行が、日銀からの借入額に応じた額を、日銀への準備預金のうち「政策金利残高（マイナス〇・一％金利適用部分）」から削減できる、さらには「基礎残高（プラス〇・一％金利適用部分）」に加算できるという点にある。<sup>(1)</sup>つまり、銀行は、これら特別オペを利用して、間接的ながら利鞘を稼ぐことができるのである。

すなわち、これら特別オペは、当然ながら、その借入枠を、例えば中小企業向けの無利子無担保融資額までとするなどのコロナ対応策としての性格を伴いながらも、むしろそれを好機として、導入から五年を超えたマイナス金利政策の銀行への副作用を緩和することに狙いがあったと見ることもできよう。<sup>(2)</sup>

#### 4 日本銀行の資金供給

本稿が注目する昨年四月から八月の間の日本銀行の資金供給を見てみよう（図表10・11）。

この期間の日銀の新規の資金供給は七九兆円であったが、そのうち長期国債の新規買入れは一六兆円にすぎず、短期国債の買入れ（三三兆円）、共通担保オペ（三二兆円）による資金供給のほうが大い。<sup>(3)</sup>

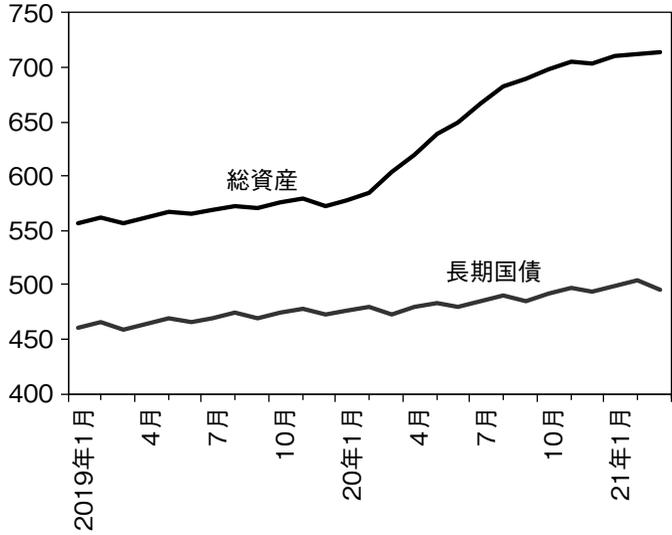
これは、米国FRBのコロナ対応が、少なくとも量的な面では長期国債の買入れを中心としていたことと大きく異なっている。米国の場合、昨年三月に発生した国債市場の不安定化が非常に大きく受け止められたこと、また伝統的に国債オペ以外の資金供給に消極的であることによると思われる。それに対して、日本の場合、コロナによる金融市場への直接的影響は限定的で、むしろ前述した共通担保オペを利用した銀行への金利「補給」が重

## 5 国債の消化

はじめに確認したように、コロナ対策に必要な資金はほとんどが、短期国債の発行によって賄われている。

視されたのである。

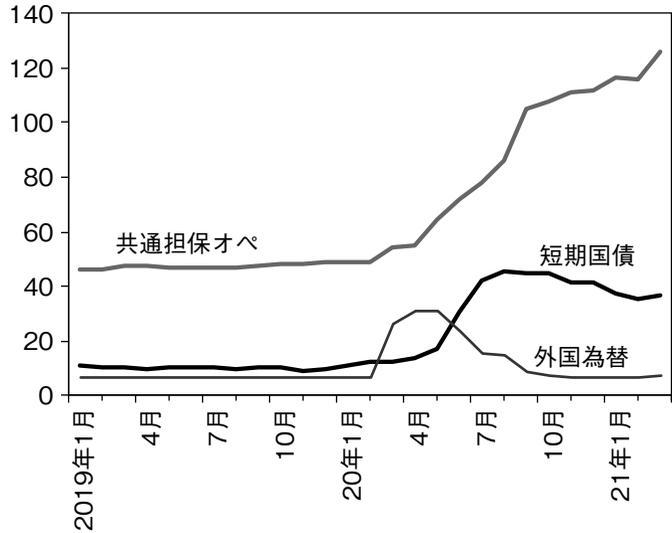
図表10 日本銀行の資産



(注) 兆円。2019年1月～21年3月、月次。

(出所) 日本銀行時系列データより作成。

図表11 日本銀行の資産



(注) 兆円。2019年1月～21年3月、月次。

(出所) 日本銀行時系列データより作成。

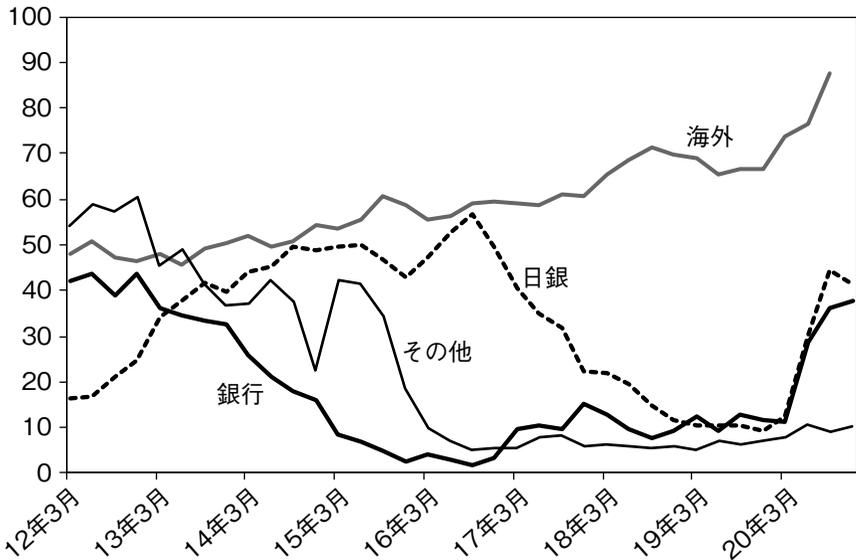
では、その短期国債はどのように消化されたのだろうか。その前に、過去一〇年の保有者別の残高の推移を見てみよう（図表12）。

国内の投資家は、銀行↓その他↓日銀の順で保有額を減らしているが、対照的に海外の投資家は保有額を漸増させている。

国内の投資家からすると、ゼロ金利政策から一六年初めにはマイナス金利政策が始まり、投資対象として意味がなくなったということであろう。

ところが海外の、例えばドルを原資産とする投資家が満期三カ月の短期国債に投資する場合を考えると、ドルを担保に三カ月の円を借り入れる際のコストがマイナスであれば、短期国債の利回りに円調達利益を上乗せすることができ、短期国債の金利がマイナスであっても十分に利益が出ることになる。こうした奇妙なことが生じるのは、円を原資産とする投資家、つまり日本の投資家のドル需要があまりに大きいためである。ではなぜ、日本の投資家がド

図表12 部門別の短期国債保有額



(注) 兆円、2012年3月～20年12月、四半期。  
 (出所) 日本銀行時系列データ（資金循環）より作成。

ル資産を求めると言え、それは日本の（長期）金利が低いからである。

つまり、マイナス金利政策を含む超低金利政策がとられると、日本の投資家はドル他の高利回り資産を求めてドルを調達することになり、それがドルを原資産とする投資家にマイナスコストでの円調達を可能とし、リスクフリーの円建て資産として短期国債への需要を高めているのである。

昨年度の前半（三月末～九月末）を見てみよう。

短期国債の純発行額は六八兆円だったが、その消化先の内訳は、海外投資家一〇兆円、日銀三三兆円、銀行二五兆円、その他一兆円である。日銀は、先に述べたように、この期間、長期国債のほぼ倍の短期国債を買っており、市場環境を維持する目的があったものと思われる。

銀行も、国債を大きく買い増しているが、図表9と12を付け合せると、そのほとんどが短期国債であったことがわかる。その目的は、一つには前述のように資金余剰のなかでのやむをえない運用であり、その他には日銀オペ（共通担保オペやドル供給オペ）や市場取引のための担保の確保だったと思われる。

## 注

(1) 日銀のコロナ対応策については、拙稿「日本銀行のコロナ危機対応策」本誌二〇二〇年八月号参照。

(2) 危機対応を口実に、従来の政策を修正するという手法は、他にも見られる。例えば、日銀は昨年三月、ETFの買入れ額を「当面」の措置としてそれまでの六兆円から一二兆円に増額した。常識的に考えれば、危機が収束すれば、一二兆円を六兆円に戻すということになる。ところが、日銀の今年四月の決定は、逆に、六兆円の枠を撤廃して一二兆円を残すことで積極的な買入れ姿勢をアピールするというものであった。しかしながら同時に、（公表はしないも

のの)買入れ発動の条件を厳格化し(午前のTOPIX下落率1%から1.5%もしくは2%への変更と推測される)、保有ETF増加への批判に応えたのである。実際、五月の買入れは、異次元緩和開始以来初めてゼロとなった。

(3)

以上三つの合計が総額(七九兆円)を超えているのは、同期間に外国為替の純増額がマイナス一兆円となっているためである。FRBとのスワップ協定にもとづく日銀のドル供給は五月末にピーク(残高三兆円)となり、ここで取り上げている八月末には残高二兆四兆円へと減少した。

(い) ず ひさし・客員研究員)