

プロが解説

ゼロ金利下の金融政策 ④ (最終回)



資産縮小には時間 日銀に「逆ざや」リスク

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

短期金利の引き上げ誘導の余地乏しく

今回は長期国債の保有規模が銀行券の残高を超えないようにする「銀行券ルール」を使って、いま日米の中央銀行がいかにか大量の長期国債を買っているのか説明しました。資産規模の縮小には時間がかかり、市場金利を引き上げれば「逆ざや」を抱える問題に陥ります。今回は特に日銀について今後の政策運営の課題を考えてみます。

バランスシートの縮小では、買い入れた国債などに満期が来れば再投資しないやり方で取り組むでしょう。日銀の保有国債は資産の大半を占め、表のような内訳になっています。公表データをもとに2015年1月下旬時点で、各年限の保有国債の平均残存年数を試算すると5.6年(米国は住宅ローン担保証券を除けば9年、英国は12年程度)です。これは大まかに言えば「国債に満期が来たら一切再投資せずにいるやり方なら、国債の規模が半減するのは5.6年」という意味です。ただ満期になった国債を全て再投資に回さないというのはあまり現実的ではなく一部は再投資するでしょう。資産規模の縮小には相当な年数がかかりそうです。

政府と日銀で共有する物価目標2%

日銀が保有する国債は加重平均利回りが0%台

種類	保有残高	シェア (対簿札・割当額)	残存年数概算 (加重平均)	表面利率 (加重平均)
2年債	23兆6042億円	39.7%	0.5年	0.10%
5年債	57兆0838	42.3	2.0	0.29
10年債	76兆6052	33.4	5.6	1.05
20年債	31兆8417	23.1	11.2	2.05
30年債	5兆8613	13.7	25.0	1.98
40年債	1兆6698	18.6	37.7	1.91
変動利付債	4兆6584	11.1	3.8	-
物価連動債	1兆2842	12.5	1.9	-
合計	202兆6086	30.4	5.6	0.91

出所 日銀や財務省の資料をもとに日本総合研究所作成。数値は15年1月20日現在。国債の発行規模は発行時点の競争入札ベースに絞って算出。表面利率は変動利付債と物価連動債を除くベースでの加重平均

はいまだに達成のめどが立たず、現状では「出口」の議論はまだ先の話、とされています。ただ現状の超金融緩和を永遠に続けられるわけではなく、いつかは正常化に向けて踏み出す必要があります。米国が出口の方策として示した内容と同様、超過準備に付く金利(付利)を引き上げたり、売り出し手形を振り出したりして、時間をかけて市場金利を引き上げるとみられます。

ここで重要になってくるのが「逆ざや」の問題です。中央銀行のバランスシートは本来、資産側に民間銀行向け

の貸し出しや国債など利息を生む項目が並びます。一方、負債側の発行銀行券や民間銀行から受け入れる当座預金は通常は無利息なので、資産側で得る利息収入がそのまま利益となる構造です。民間銀行には負債側で預金の利息支払いといった負担があり、中央銀行ははるかに利益をあげやすいのです(この利益を「通貨発行益」と呼び、通常どの国でも政府に納付します)。

ところが現状では負債側の当座預金の超過準備には金利がついています(付利)。金融政策の正常化に向けて

例えば付利を引き上げると、問題になってくるのは資産側に計上する国債などの利回りです。こちらが低ければ「逆ざや」で中央銀行は損を抱えるという異例の事態になるのです。

15年1月下旬時点の公表データを基に試算すると、保有国債等の加重平均利回りは米国が3.4%程度、英国は4.36%です。一方、日銀の保有国債(国庫短期証券を除く)の加重平均利回りは試算ではわずか0.91%です。国庫短期証券の保有分を含めると、この水準はさらに下がるうえ日銀は15年1月下旬以降も低い利率の国債を大規模に買い続けています。加重平均利回りはさらに低下したとみていいでしょう。

これは日銀の場合、将来的な短期金利の引き上げ誘導の余地がかなり乏しいことを意味します。物価目標は2%でも、引き締め局面において短期金利を1%程度に引き上げ誘導するだけで、日銀のバランスシートが「逆ざや」状態に陥るリスクが高まるのです。逆ざやになれば政府に納付金を納められなくなるどころか、逆に政府が日銀の損失を補填せざるを得なくなり、しかもその状況が続くかもしれません。

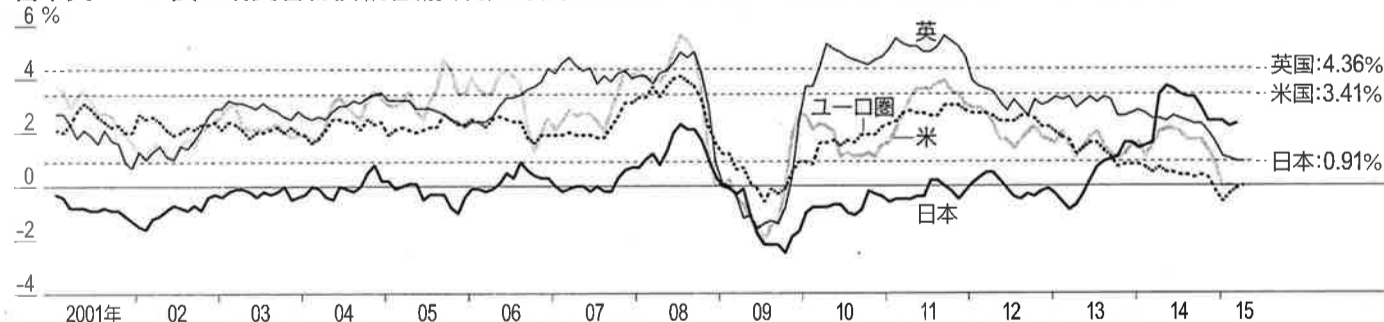
出口戦略の議論と説明、政府の財政再建も必要

同時に気がかりなのは、政府の財政運営です。日銀が付利の引き上げを通じて市場金利を高めようとするれば、国債のクーポンも上昇します。現在、一般会計の歳出96兆円のうち利払い費は10兆円程度ですが、これが大きく膨らめば財政運営が追い込まれ、日銀に財政支援をすることでなくなるかもしれません。そのような状況に陥ると、いかに円安が進んで物価が上昇しても日銀は金融の引き締めには動けなくなる可能性すらあります。

グラフは、主要国の過去十数年間の物価の推移です。米国や英国では一時期、現在の保有資産の利率の水準を超えて物価が上昇しました。日本の足元の物価上昇率には消費増税が大きく影響しています。

短期金利を引き上げ誘導する場合、目安になるのはその時点の物価上昇率です。米国は「逆ざや」の一手手前位まで引き上げ誘導せざるを得ない局面

日米英ユーロ圏の消費者物価(総合、前年比)と各中央銀行の保有する国債等の利回り(加重平均、点線部分)



出所 Datastream。各中央銀行の加重平均利回り試算結果は各中央銀行の公表値(2015年1月下旬時点)に基づき、日本総合研究所が作成。日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費増税引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース

もあるかもしれません。米連邦公開市場委員会(FOMC)では大規模な資産買い入れ(LSAP)の副作用の1つとして「連邦政府に対する納付金が減少する可能性」が挙がっています。逆ざやで政府から支援を受ければ、中央銀行として政府からの独立性が揺らぎかねないと強く懸念しているのです。

なお米連邦準備理事会(FRB)のイエレン議長はじめ首脳陣の発言内容を読む限り、今後それなりの時間をか

けながら、金融政策運営をきっちりと正常な姿に戻そうとする考えは揺るがないようです。米国の財政運営には日本よりはるかに余裕がありますが、過去の物価動向を踏まえると米国の金融政策当局による短期金利の引き上げ余地は十分とは言えません。正常化に向けた政策運営が遅れた結果、インフレが抑制できなくなる事態だけは避けようと、いつまでも現状の「超金融緩和状態」に安住せず、早め早めに手を打

っていくという考えが内部で共有されているように見受けられます。

日本の場合、中央銀行が本来目指す「中長期的な物価安定」が「目先の物価目標の達成」の犠牲になりかねません。物価目標のあり方と合わせ、日銀は正常化に向けた戦略を議論し、国民に説明することが求められます。同時に政府も日銀による国債の大量買い入れに頼らず、財政再建に向けた確かな歩みを進める必要があると言えます。