

新体制下の日銀とわが国の課題

2%呪縛が招く危機

2期目の黒田日銀がスタートした。「量的・質的金融緩和」(以下QQE)への着手から5年が経過してもなお、2%の物価目標の達成は見通せない一方で、金利低下による金融機関経営への悪影響などの副作用が、国民にとっても目に見えて膨らみつつあり、高揚感にあふれた1期目とはおよそ対照的な船出となった。安定政権が5年間も継続しても、財政再建に向けた取り組みは一向に進まず、日銀のQQEは「事実上の財政ファイナンス」の色彩が一段と濃くなっている。今回の人事は、安倍政権の「出口を封じる」意図を示すものとも報じられる。中、新体制下の日銀、およびわが国が抱える今後の課題を考えたい。

黒田総裁の定まらない答弁

黒田日銀1期目の5年間、QQEは途中で、「マイナス金利付き」「長短金利操作付き」と目くらましのように変えつつも、「量」の面では、巨額の国債買入れが今日に至るまでなお、続行されている。そのペー
スは「長短金利操作付き」に移行した後、減額されてはいるものの、現

時点でも年間50兆〜60兆円という、QQE着手時点とほぼ同じペースで続けられている。その結果、日銀の国債保有シェアはすでに45%超、年限によっては実に7割(5年債)という状況に至っている(図表1)。他方、「質」の面でも、中央銀行としては極めて異例でもあるリスク性資産(上場投資信託(ETF)の買入れを継続しており、その規模

は2016年7月以降は年6兆円のペースにまで増額されている。このように極めて強度の金融緩和策がすでに5年間にわたり継続されてきたにもかかわらず、その最大の目標であったはずの物価が伸びたのは最初の1年程度にとどまり、目標の2%にはまだ遠い状況にある(図表2)。こうした中、去る3月上旬に衆参両院の議院運営委員会で開催された

日本総合研究所上席主任研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法学部卒、14年7月から現職。
09年から国税審議会委員、11年
から社会保障審議会委員、15年
から行政改革推進会議民間議員
をそれぞれ務める。

黒田東彦総裁からの所信聴取は、5年前とはかなり様相を異にするものとなった。国会会議録から黒田総裁の所信や質疑応答を見る限り、5年前の所信にあった「期待に働き掛ける金融政策」という表現は完全に姿を消したほか、白川方明前総裁時代までの日銀の金融政策運営に対する批判的なスタンスは、5年前とは打って変わって影を潜めた。

質疑応答では、野党議員のみならず与党議員からも、QQEの副作用の指摘が相次いだ。しかしながら、それらに対する黒田総裁の答弁をみると、「現在の日銀の財務状況が深刻であるという認識か」、また「2019年度ごろには出口を検討するのか」といった肝心な点で一貫性を欠き、定まらない場面も見られ

〈図表1〉日銀が保有する利付国債の残高等
(2018年2月28日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高、%)	残存年数 (加重平均、年)
2年債	303,638	52.0	0.9
5年債	1,130,965	69.3	2.4
10年債	1,611,151	51.5	6.1
20年債	743,348	32.2	12.3
30年債	274,021	26.4	25.7
40年債	58,876	29.9	36.5
変動利付債	50,129	21.8	2.3
物価連動債	15,321	18.0	6.3
合計	4,187,449	45.5	7.5

(注1)残高は額面金額ベース。
(注2)国債の発行残高は、流動性供給入札および買入れ消却入札による残高の変動を含む。
(資料)風間直樹参院議員宛て日銀開示資料(2018年4月6日)

Fedはすでに、政策金利であるフェデラルファンド(FFレート)を1・75%にまで引き上げていくほか、17年10月からは、資産規模の秩序だった縮小にも

着手するなどすでに「復路」入りし、自力で粛々と撤退している状況にある。先行きについては、今後の金融情勢次第ながら、目下のところ、連邦政府の財政運営には負担をかけずに正常化を進展させることが見込まれている。この間、米国では政権交代やFRB議長の交代を挟みながらも、Fedの正常化戦略にブレや揺らぎは見られず、米国の市場関係者や国民も、落ち着いて静かにその推移を見守っている。

ECBは、先行していた米英日の中央銀行によるバランスシート政策を周到に検討していたとみられる。ユーロ圏のデフレ懸念への対処として15年春の国債などの大規模な買い入れ開始に先立ち、9カ月前に全面的なマイナス金利政策を導入したことが奏効し、ユーロシステムにおいては、日米中央銀行に比較すれば、「復路」の障害となる超過準備の発生が相当程度抑制されている(図表4)。その結果、正常化局面でも、元通りの通常の金融調節でユーロ圏の短期金融市場は十分に機能し市場金利が形成されると見込まれる。このため、ECBの場合は、現在Fedが行い、また日銀もいずれそ

着手するなどすでに「復路」入りし、自力で粛々と撤退している状況にある。先行きについては、今後の金融情勢次第ながら、目下のところ、連邦政府の財政運営には負担をかけずに正常化を進展させることが見込まれている。この間、米国では政権交代やFRB議長の交代を挟みながらも、Fedの正常化戦略にブレや揺らぎは見られず、米国の市場関係者や国民も、落ち着いて静かにその推移を見守っている。

ECBは、先行していた米英日の中央銀行によるバランスシート政策を周到に検討していたとみられる。ユーロ圏のデフレ懸念への対処として15年春の国債などの大規模な買い入れ開始に先立ち、9カ月前に全面的なマイナス金利政策を導入したことが奏効し、ユーロシステムにおいては、日米中央銀行に比較すれば、「復路」の障害となる超過準備の発生が相当程度抑制されている(図表4)。その結果、正常化局面でも、元通りの通常の金融調節でユーロ圏の短期金融市場は十分に機能し市場金利が形成されると見込まれる。このため、ECBの場合は、現在Fedが行い、また日銀もいずれそ

うせざるを得なくなるであろう超過準備への付利は恐らく不要とみられ、とりわけ日銀に想定されるような中央銀行としての財務運営の大幅な悪化とも無縁と考えられる。

英国では、09年に量的緩和に着手する段階で、「復路」において経済の回復とともに市場金利が上昇すれば、BOEに多額の損失が発生することは当然と想定されていた。そのため、BOEが量的緩和を行う枠組みは、当初から同行のバランスシートからは切り離れた子会社方式が採られた上で、量的緩和を「復路」まで完結させる過程で発生する損失はすべて政府が補償することが明確化されている。英国の場合、13年からはこの子会社に収益がかなり蓄積されてきたことに鑑み、定期的に政府に収益が繰り入れられるようになっていく。ただし、政府はその繰り入れ資金は専ら国

英国では、09年に量的緩和に着手する段階で、「復路」において経済の回復とともに市場金利が上昇すれば、BOEに多額の損失が発生することは当然と想定されていた。そのため、BOEが量的緩和を行う枠組みは、当初から同行のバランスシートからは切り離れた子会社方式が採られた上で、量的緩和を「復路」まで完結させる過程で発生する損失はすべて政府が補償することが明確化されている。英国の場合、13年からはこの子会社に収益がかなり蓄積されてきたことに鑑み、定期的に政府に収益が繰り入れられるようになっていく。ただし、政府はその繰り入れ資金は専ら国

英国では、09年に量的緩和に着手する段階で、「復路」において経済の回復とともに市場金利が上昇すれば、BOEに多額の損失が発生することは当然と想定されていた。そのため、BOEが量的緩和を行う枠組みは、当初から同行のバランスシートからは切り離れた子会社方式が採られた上で、量的緩和を「復路」まで完結させる過程で発生する損失はすべて政府が補償することが明確化されている。英国の場合、13年からはこの子会社に収益がかなり蓄積されてきたことに鑑み、定期的に政府に収益が繰り入れられるようになっていく。ただし、政府はその繰り入れ資金は専ら国

欧米中銀は粛々と正常化

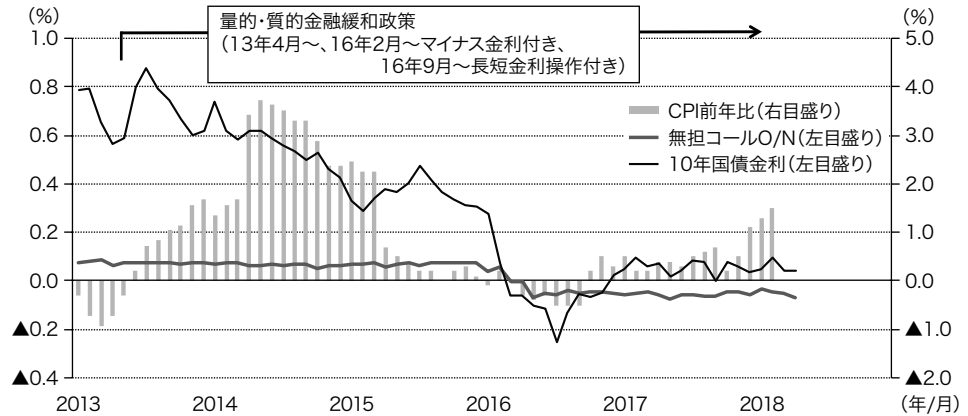
日銀がこのような政策運営を今なお継続している一方で、海外の主要中央銀行はかねて対照的な政策運営を行ってきた。米Fed、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)はいずれも、こうした非伝統的な手段による金融政策運営に着手した当初から、大規模な資産買入れを継続するというバランスシート政策のいわば「往路」をいつまでも続けることはできず、いずれはバランスシートを縮小し、正常化する(いわば「復路」)必要があることを視野に入れ、先行きを見越し、国民に対して責任ある金融政策運営を展開してきた。当局者自身が「中央銀行は民間銀行とは立場が異なる故、バランスシートをいくら広げていくらリスクを取っても問題はない」などと、あたかも「復路」を真剣に考える必要はないかのごとく発言している例は、海外ではおよそ見られない。各中央銀行のそうした責任ある政策運営の結果は、資産規模の推移に端的に表れている(図表3)。

日銀がこのような政策運営を今なお継続している一方で、海外の主要中央銀行はかねて対照的な政策運営を行ってきた。米Fed、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)はいずれも、こうした非伝統的な手段による金融政策運営に着手した当初から、大規模な資産買入れを継続するというバランスシート政策のいわば「往路」をいつまでも続けることはできず、いずれはバランスシートを縮小し、正常化する(いわば「復路」)必要があることを視野に入れ、先行きを見越し、国民に対して責任ある金融政策運営を展開してきた。当局者自身が「中央銀行は民間銀行とは立場が異なる故、バランスシートをいくら広げていくらリスクを取っても問題はない」などと、あたかも「復路」を真剣に考える必要はないかのごとく発言している例は、海外ではおよそ見られない。各中央銀行のそうした責任ある政策運営の結果は、資産規模の推移に端的に表れている(図表3)。

1 例えば、日本経済新聞2018年2月17日付記事「緩和の出口封じた首相」。

債残高の減額に充当し、他の歳出には決して流用はしないという政策運営が行われており、いずれ「復路」入りした際の子会社への損失補填に備えるという、規律ある堅実な財政

〔図表2〕量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



(注)無担コールO/Nと10年国債金利は月初値。CPI前年比には消費税率引き上げの影響を含む。
(原資料)日銀、総務省統計局。
(資料)Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

からであろう。これに対してわが国の場合は「復路」、すなわち正常化の在り方に関して、日銀は国民に対してこれまで

海外の主要中央銀行が、このように「復路」まで見越した慎重で堅実な金融政策運営を行っているのはなぜか。何よりも、バランスシート政策を「復路」まできちんと完結させ正常化させられなければ、景気後退時に対処する手段がなくなるばかりでなく、景気回復時の情勢次第ではインフレを抑えられなくなる可能性があり、いずれにせよ、各中央銀行が軒並み課されている中長期的な物価安定というマニフェストを達成できなくなる

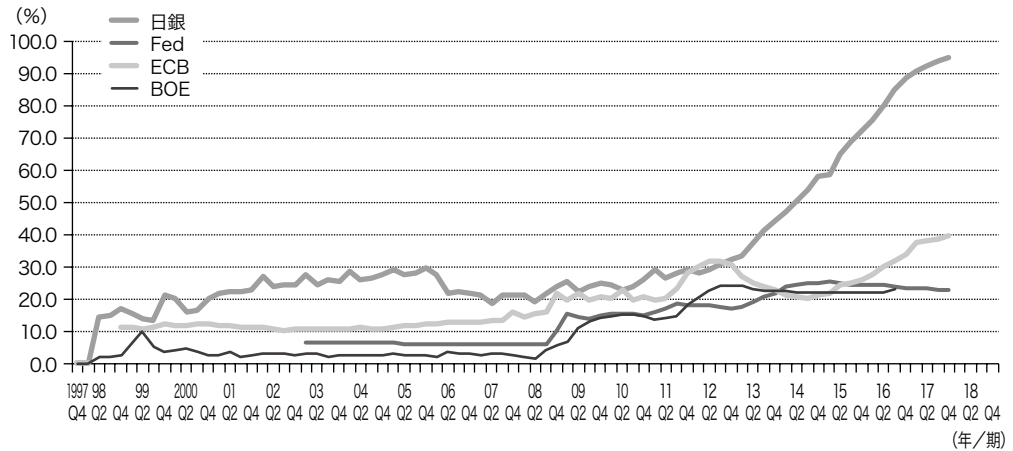
出口封じの先に待ち受ける事態

政策運営が行われている。英国の場合、「復路」においてもBOEやポンドの信認に影響が生じることのないように、政府によって十分な手当てが行われているのである。

世界各国はこれまで、何度も経済や金融の危機を経験してきた。そしてそのたびに、国際通貨基金(IMF)などの国際機関や主要国から「過度な不均衡の是正

具体的な説明から逃げ続けているばかりでなく、そもそも、金融政策を決定する政策委員会の金融政策決定会合で、いまだに一度たりとも取り上げて議論したことがない状況にある。安倍晋三首相も「すべて日銀に任せている」と繰り返し続けている。しかし、財政事情も世界最悪の状態にあるわが国において、出口を封じ、これまでの5年間のような財政・金融政策運営を継続した場合、国内外の金融・経済情勢次第ではいかなる事態に陥りかねないのかを認識しておく必要がある。

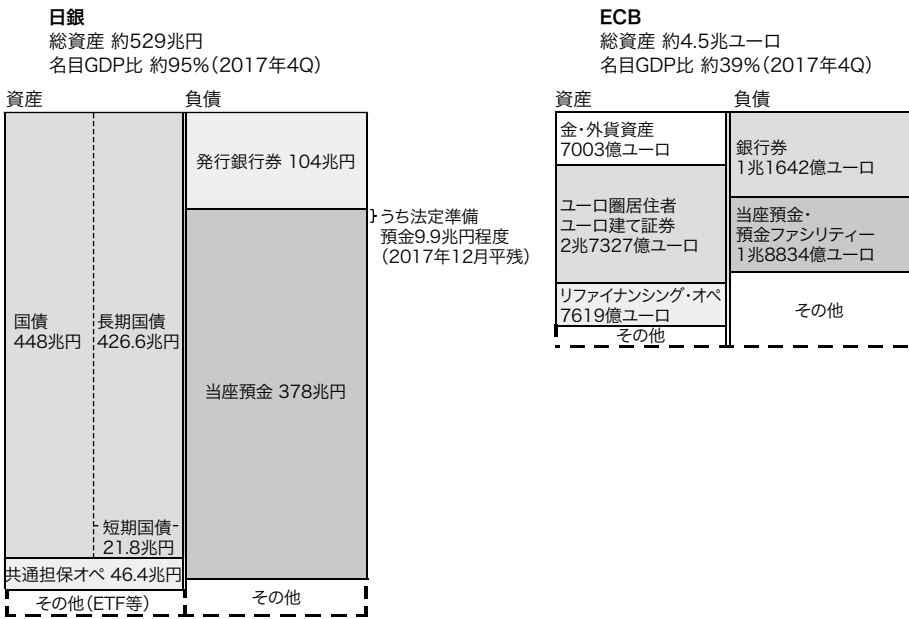
〔図表3〕主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(注)BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2016年9月値までしか公表されていない。
(原資料)日銀、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、英国立統計局(ONS)
(資料)Datastream、日銀「金融経済統計月報」、FRB、Federal Reserve statistical release、H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks、ECB、Statistical Bulletin、BOE、Monetary and Financial Statisticsを基に日本総合研究所作成。

の必要性」が説かれ続けてきた。国にせよ民間機関にせよ、過度な不均衡(負債)を抱えていると、何らかの契機で国際金融市場が大きく変化

〈図表4〉日銀とECBのバランスシートの大まかな見取り図(2018年3月末時点)



(資料)日銀「金融経済統計月報」「営業毎旬報告」、ECB, Statistics Bulletinの計数を基に日本総合研究所作成。

シャでも、12
 危機の引き金
 因に欧州債務
 放漫財政を原
 出が始まった。
 化し、資金流
 が一気に表示
 うした不均衡
 財政破綻でこ
 国ギリシャの
 ろ、12年の隣
 国ギリシャの
 財政破綻でこ
 うした不均衡
 が一気に表示
 化し、資金流
 出が始まった。
 放漫財政を原
 因に欧州債務
 危機の引き金
 となったギリ
 シャでも、12

が始まった。
 キプロスでは
 もともと放漫
 財政状態にあ
 り、民間銀行
 もロシアの富
 裕層資金の受
 け入れ先とな
 り過剰なリス
 クテークを行
 っていたとこ
 ろ、12年の隣
 国ギリシャの
 財政破綻でこ
 うした不均衡
 が一気に表示
 化し、資金流
 出が始まった。
 放漫財政を原
 因に欧州債務
 危機の引き金
 となったギリ
 シャでも、12

銀が付利水準の引き上げを余儀なく
 行っているという、前代未聞の不均衡を抱えている。今後、国内外の経済・金融情勢の変化によつては、日
 加えてわが国の場合、中央銀行がこ
 れほどまでに過剰なリスクテークを
 行っているという、前代未聞の不均衡を抱えている。今後、国内外の経済・金融情勢の変化によつては、日
 わが国の場合、放漫財政の度
 合いはこれら3カ国の比ではない。
 国の債務残高の名目GDP(国内総
 生産)比率(240%)ばかりでは
 なく、財政運営を継続する上で必要
 な、国の年当たりのグロス所要資金
 調達額の規模(約42%)も、危機前
 も含めたこれらの3カ国と対比して
 も突出した状況にある(図表6)。

わが国の場合、放漫財政の度
 合いはこれら3カ国の比ではない。
 国の債務残高の名目GDP(国内総
 生産)比率(240%)ばかりでは
 なく、財政運営を継続する上で必要
 な、国の年当たりのグロス所要資金
 調達額の規模(約42%)も、危機前
 も含めたこれらの3カ国と対比して
 も突出した状況にある(図表6)。
 同時に財政運営の継続も利払い費
 の増加で困難となり、日銀への損失
 補填どころではなくなる可能性も高
 い。円の信認も崩れて資金流出が拡
 大し、一気に危機状態に転落しかね
 ないのである。前述の3カ国と同様
 危機は徐々に始まらず、恐らく何
 らかの契機で突然、状況が一変する
 形で幕が切つて落とされる。現在の
 表面的な「静けさ」に乗じて、目先
 の景気の維持、
 物価目標の達
 成ばかりに目
 を奪われ出口
 を封じたまま
 で突き進んで
 しまった先に
 は、こうした
 事態が待ち構
 えているとい
 うことを、わ
 れわれは十分
 に認識してお
 く必要がある。

年(2度)にわたる財政破綻の後の15
 年期の再度のユーロ離脱危機を契機
 に、国内からの資金流出が加速した。
 この3カ国とも、財政破綻のコスト
 を国内で背負わざるを得なくなり、
 国際的な資金移動の自由の確保を断
 念して資本移動規制をかけ、国内で
 の預金の引き出し規制や幅広い大増
 税を含む国内債務調整状態に陥った。
 その期間は、アイスランドでは8年
 間にも及んだほか、ギリシャでは15
 年6月以降今日に至るまですでに3
 年近く継続され、先行きが見通せな
 い状態にある(図表5)。

同時に財政運営の継続も利払い費
 の増加で困難となり、日銀への損失
 補填どころではなくなる可能性も高
 い。円の信認も崩れて資金流出が拡
 大し、一気に危機状態に転落しかね
 ないのである。前述の3カ国と同様
 危機は徐々に始まらず、恐らく何
 らかの契機で突然、状況が一変する
 形で幕が切つて落とされる。現在の
 表面的な「静けさ」に乗じて、目先
 の景気の維持、
 物価目標の達
 成ばかりに目
 を奪われ出口
 を封じたまま
 で突き進んで
 しまった先に
 は、こうした
 事態が待ち構
 えているとい
 うことを、わ
 れわれは十分
 に認識してお
 く必要がある。

〈図表5〉リーマン・ショック後に国内債務調整状態に陥った先進国の資本移動規制実施期間

国名	資本移動規制	
	時期	期間
アイスランド	2008年11月 ~ 2017年3月	8年4カ月
キプロス	2013年3月 ~ 2015年4月	2年1カ月
ギリシャ	2015年6月 ~	(現在も続行中)

(資料)IMF資料、各国資料を基に日本総研作成

した場合にその不均衡(負債)を持
 続できなくなり、国全体が危機に陥
 る。こうした事例は近年の先進国に
 おいても幾つも見られ、リーマン・
 ショック後の欧州におけるアイスラ
 ンド、キプロス、ギリシャといった

事例がこれに相当する。
 アイスランドでは民間銀行による
 過剰なリスクテークという不均衡が、
 リーマン・ショックの発生で一気に
 持続不可能となり、従前は健全であ
 った財政も一気に悪化し、資金流出
 が始まった。

同時に財政運営の継続も利払い費
 の増加で困難となり、日銀への損失
 補填どころではなくなる可能性も高
 い。円の信認も崩れて資金流出が拡
 大し、一気に危機状態に転落しかね
 ないのである。前述の3カ国と同様
 危機は徐々に始まらず、恐らく何
 らかの契機で突然、状況が一変する
 形で幕が切つて落とされる。現在の
 表面的な「静けさ」に乗じて、目先
 の景気の維持、
 物価目標の達
 成ばかりに目
 を奪われ出口
 を封じたまま
 で突き進んで
 しまった先に
 は、こうした
 事態が待ち構
 えているとい
 うことを、わ
 れわれは十分
 に認識してお
 く必要がある。

同時に財政運営の継続も利払い費
 の増加で困難となり、日銀への損失
 補填どころではなくなる可能性も高
 い。円の信認も崩れて資金流出が拡
 大し、一気に危機状態に転落しかね
 ないのである。前述の3カ国と同様
 危機は徐々に始まらず、恐らく何
 らかの契機で突然、状況が一変する
 形で幕が切つて落とされる。現在の
 表面的な「静けさ」に乗じて、目先
 の景気の維持、
 物価目標の達
 成ばかりに目
 を奪われ出口
 を封じたまま
 で突き進んで
 しまった先に
 は、こうした
 事態が待ち構
 えているとい
 うことを、わ
 れわれは十分
 に認識してお
 く必要がある。

〈図表6〉主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額
(2017年10月公表時点における、IMFによる2018年見通し、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリー・バランス
日本	240.0	39.0	3.3	42.3	▲3.3	▲3.4
米国	107.8	17.5	3.7	21.2	▲3.7	▲1.5
英国	89.7	5.6	2.3	7.9	▲2.3	▲0.6
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	61.8	5.2	▲0.8	4.5	+0.8	+1.4
イタリア	131.4	16.1	1.3	17.4	▲1.3	+2.3
スペイン	97.2	14.5	2.5	17.0	▲2.5	+0.0
キプロス	102.0	n.a.	n.a.	n.a.	+0.3	+2.7
ギリシャ	184.5	8.8	1.2	10.0	▲1.1	+2.2
(ユーロ圏外欧州)						
アイスランド	39.0	5.4	▲1.3	4.1	+1.3	+3.4
スイス	41.7	2.2	0.1	2.3	▲0.1	+0.1

(原資料注1)ほとんどの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)に係るもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。

(原資料注2)満期負債は、2017年および2018年の短期負債残高が、それぞれ、2018年および2019年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2017年もしくは2018年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2016年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。

(原資料注3)スペインのデータは、連結ベースの一般政府に係るもの。

(原資料注4)キプロスの収支のデータは、金融セクター支援を含むもの。

(原資料注5)各国間の比較可能性を確保するため、米国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務に係る帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。

(注6)財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

(注7)ギリシャのみ、グロス所要資金調達額(その内訳としての満期負債、財政収支)は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。

(原資料)Bloomberg L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。

(資料)IMF, Fiscal Monitor, April 2015およびOctober 2017を基に日本総研作成。

日銀と政府に求められる対応

安倍政権は日銀のQQEから政治的にも大きな恩恵を受けてきたにもかかわらず、いずれ来たる「復路」においてほぼ確実に発生すると見込

まれる財政負担から目をそらし続けている。そうした姿勢は英政府とは極めて対照的でもある。

黒田総裁は去る3月2日の衆院での所信聴取で、「出口の議論の本質は拡大した中央銀行のバランスシ-

トをどうしていくか、政策金利をどのように引き上げていくかという二つを、どういう手順でどのようにやっていくかに尽きる」と述べている。しかしながら日銀の場合、こうした出口政策には、自らの財務基盤の相対的な悪化、およびそれを受けての財政負担を伴わざるを得ず、日銀が単独で実行できるものでは決してない。国民や市場に対して十分に説明した上で、政府とも密接に連携をとって進めていくことが必要になる。

黒田総裁はさらに「将来、当然のことながら、2%の物価安定目標も達成され、出口ということになってくれば、(中略)国債費は急増することになる」「そういうことは政府として予想しておられることだと思います」と突き放した言い方をしている。しかしながら、これまでの安倍政権の財政政策運営を見る限り、出口の局面におけるそうした事態に備えた検討や覚悟は、現時点では全くと言ってよいほどできていないのではないか。この点こそがまさに、日銀の新たな体制下でわが国が抱える最大の課題であろう。

財政事情がこれほどに悪く、中央銀行のこれほど過剰なリスクテ-

クは決して持続可能ではない。わが国の安定的な経済運営を今後も確実にするために、景気が良好で世界的にも低金利状態にある今のうちに、正常化に向けてしっかりとかじを切り、同時に本腰を入れた財政再建に着手する必要がある。現在のように良好な経済状況の下でなければ、正常化はなかなか進めにくいであろうことに留意すべきだ。また、実際に正常化に着手するとしても、そのペースは緩やかなものとするのが現実的で、その場合にもなお相当な緩和効果が経済に及び続けることを国民や市場に対して丁寧に説明していく必要がある。

2%の目標達成に過度に拘泥して、正常化の機を逸することのないよう、政府・日銀はまず、物価目標の位置付けを柔軟化させることが求められる。その上で、日銀は最終的な正常化までの行程や想定される年数、自らが抱える将来的な財務悪化のリスクを、政策委員会で責任を持って議論した上で誠実に対外的に説明する必要がある。政府とも密接に連携しつつ、正常化にできるだけ早く着手し、今後の5年間で着実に進展させていくことが望まれる。