

# 「異次元緩和」からの正常化とは 何を意味するのか

## 日銀の逆ザヤを財政資金で補填できなければ八方ふさがりに

「量的・質的金融緩和」(QQE)を実施して1年半が経過した2014年10月、日本銀行は物価上昇率2%の達成が困難となるなか、追加緩和に踏みきった。他方、アメリカの連邦準備制度(Fed)は同じ10月をもって、イングランド銀行(BOE)は12年末をもって、いずれも大規模な資産買入れ(LSAP)をすでに停止している。本稿では、LSAPからの「正常化」局面における課題を探るとともに、日銀のQQEの「出口」局面において日銀自身の財務運営や政府の財政運営がいかなる状況に陥ると想定されるのかについて考察する。

日本総合研究所  
上席主任研究員  
調査部

河村 小百合



### 金融正常化への遠い道

リーマンショック以降、LSAP(注1)を実施してきた米英日の中央銀行は資産・負債の規模を大きくふくらませてきた。とりわけ13年4月の量的・質的緩和(QQE)実施後の日銀の拡大ベースは主要中銀のなかでも突出している。その資産規模は、14年末現在ですでに名目GDP比6割を超過し、他の中銀

(いずれも同2割台)を大幅に上回っている。

各中銀とも、このような「超金融緩和」状態を先々もずっと続けられるわけではなく、いずれは金融政策運営を、LSAP実施以前の「従来姿」に戻していかなければならないことは論をまたない。従来姿とは、資金需給が相応に引き締まった短期金融市場において、中央銀行が準備預金制度を併用しつつ、

資金供給もしくは吸収オペレーション(公開市場操作、以下「オペ」)等を用いて資金需給全体をコントロールし、短期市場金利を政策意図に合わせて誘導していくことができる状態を意味する。

ところが、足もとの状況はそれとはほど遠い状況にある。米英日の中央銀行がこれまでLSAPを進めてきたことと表裏一体の関係として、各国の短期金

融市場には、膨大な額の余剰資金があふれかえっている。

### 超過準備の解消は ただちにはできない

06年3月に日銀が量的緩和の解除を決定した際は、その4ヵ月後の7月には早くも、政策金利である無担保コール・オーバーナイト金利の0・25%への引上げ誘導が実現できている。短期間のうちに、かつ円滑に「従

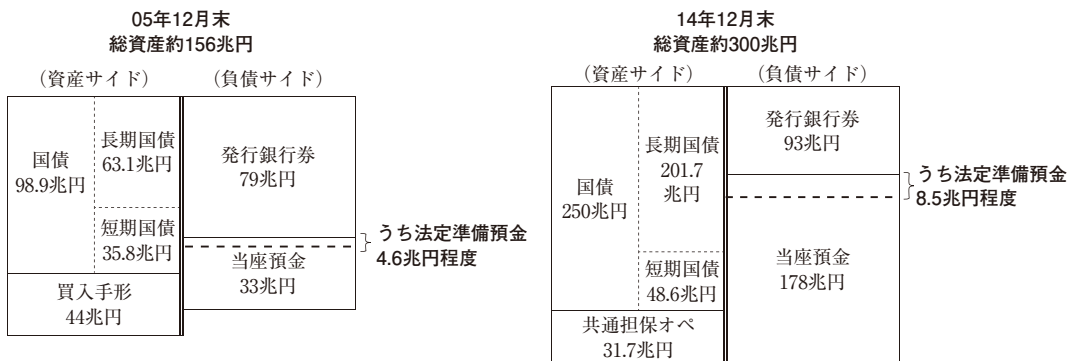
## 量的緩和の狭い出口

来の姿」を回復できたのはなぜか。

当時（05年末）と最近（14年末）の日銀のバランスシート（B/S）を大まかに比較してみよう（図表1）。日銀のB/Sの規模（05年末は約156兆円、14年末は約300兆円）もさることながら、最大の違いはB/Sの構成、つまり国債保有残高と銀行券発券残高との関係にある。05年末の段階では、「銀行券ルール」が遵守され、長期国債の保有残高（約63兆円）は、銀行券の発券残高（79兆円）以内に収まっていた。これは、日銀の資産サイドには、負債サイドの当座預金残高（33兆円）に見合うだけのオペによる短期の資金供給残高（買入手形44兆円）があること、要するに、日銀にとつては、その満期到来のタイミングで、いつでもB/Sから落とせる資金供給残高があることを意味していた。

実際、日銀は06年3月の量的緩和解除以降、この買入手形による資金供給をすべて、満期到来とともに順次期落ちさせた。これによって、その資金供給の

〔図表1〕 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較（05年末と14年末）



(注) 大まかな見取り図のため、資産・負債各項目の和は、必ずしも総資産規模に一致しない。

(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数をもとに日本総合研究所作成。

見合いとして当座預金に預託されていた超過準備分（30兆円弱）も、いわばB/S上「両建て」で同時に落とすことが可能となり、金融調節を「平時」の状態に戻すうえでの障害となりかねない超過準備を4カ月のうちに一気に解消できたのである。

これに対して、14年末の状況をみると、QQEの導入と同時にかつての「銀行券ルール」は放棄されており、日銀の国債保有残高は、銀行券の発券残高（93兆円）を大きく上回る250兆円の規模にまで膨張している。短期の資金供給オペの残高は、共通担保オペによるわずか31・7兆円しかない。

裏を返せば、かりに日銀がQQEの終了を決定したとしても、短期間でB/Sから落とすことができる資金供給分は超過準備の規模はわずか32兆

円程度しかなく、そのぶんを差し引いてもなお、当座預金は約150兆円相当が残存することを意味する。そのうち法定準備は8・5兆円程度とみられるため、140兆円強の巨額の超過準備（民間銀行にとっての「余剰資金」）が残存することになる。

今回のQQEの「出口」局面における政策運営のハードルがいかに高いかが理解できよう。

**各中銀が買い入れた資産内容と実現可能な縮小ペース**

では、どうすれば中央銀行の資産規模を縮小し、超過準備を減らすことができるのか。単純に考えれば、中銀がその資産を、緩和拡大時とは逆の「売りオペ」によって落としていくことができるれば、B/Sの資産減少に合わせて負債である当座預金を縮小させ、市場の余剰資金を吸収できるはずだ。

しかしながら、市場金利への影響等を考えれば、そのような売りオペに踏みきることは実際には容易ではなからう。とりわ

け日銀の場合、その保有分が国債発行残高に占めるシェアがすでに相当高くなっており（図表2）、ハードルは高い。

〔図表2〕 日本銀行が保有する利付国債の加重平均利回り（15年1月20日現在）

種類	保有残高 (億円)	シェア (対落札・割当額、%)	残存年数概算 (加重平均、年)	表面利率 (加重平均、%)
2年債	236,042	39.7	0.5	0.10
5年債	570,838	42.3	2.0	0.29
10年債	766,052	33.4	5.6	1.05
20年債	318,417	23.1	11.2	2.05
30年債	58,613	13.7	25.0	1.98
40年債	16,698	18.6	37.7	1.91
変動利付債	46,584	11.1	3.8	-
物価連動債	12,842	12.5	1.9	-
合計	2,026,086	30.4	5.6	0.91

(注) 1. 国債の発行規模は発行時点の競争入札ベースで算出。それ以外の非競争入札による発行分や、発行後に財務省理財局が実施している買入れ消却入札や流動性供給入札による変動分は含まない。  
2. 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。

(出所) 日本銀行金融市場局「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」2015年1月22日、財務省「国債の入札結果」2014年3月31日現在、財務省「入札カレンダー」をもとに日本総合研究所作成。

中央銀行が「満期落ち」方式で資産規模をおおむね半減させる結果となった。この年数は、各

3)、BOEは12・07年という

では、「売りオペ」までは行わずとも、各中銀が保有する国債等の満期が到来したタイミングで、ロールオーバー（再投資）をしない方法で、資産規模を徐々に縮小していくアプローチはどうか。米英日の中央銀行はそれぞれ、LSAPによって買い入れた資産の内訳をつど公表している。そこで、これらの本年1月下旬時点の公表データをもとに、各中銀の保有国債の平均残存年数を試算したところ、日銀は5・6年（国庫短期証券の保有分を除く、図表2）、Fedはエージェンシー債も含め9・0年（図表

「QE3」の終了に先立ち、「正常化」戦略の内容が公表

のに必要な期間と理解できる。これほどの長期間、各中銀が金融引締めはいつさい行わずに、何ら支障が生じずにすむとはさすがに考えにくい。このように、LSAPを実施していくなかで、実際に「銀行券ルール」を遵守しきれなくなり、先行きの金融政策運営が危うくなっているのは、日本銀行に限った話ではない。Fedも同様の状況にある（図表4）。では今後、いかにして金融政策の正常化に向けて舵を切っていけばよいか。Fedはいわゆる「QE3」に着手する前の11年の段階からこの点を憂慮し、FOMCにおいてたびたび、「正常化」プロセス局面で金融政策運営上とりうる実務的な選択肢の実現可能性や効果、リスク等を誠実に議論し、対外的にも説明してきた。14年9月には、

### 「正常化」に向けてのFedの考え方

「正常化」に向けてのFedの考え方

〔図表3〕 連邦準備制度がシステム公開市場勘定（SOMA）において保有する債券の内訳

債券のタイプ	保有残高（千ドル）	残存期間概算（年）	クーポン加重平均（%）
財務省証券・短期債（T-Bills）	.0	-	-
財務省証券・中長期債（Notes/Bonds）	2,346,706,687.8	8.8	3.262
財務省証券・変動利付債（FRN）	4,873.0	1.0	-
財務省証券・インフレ連動債（TIPS）	98,468,910.3	15.7	-
連邦エージェンシー証券	37,588,000.0	2.2	5.111
エージェンシーMBS	1,750,532,479.3	n.a.	3.563
合計/加重平均	4,233,300,950.4	9.0	3.406

(注) 1. 残存期間の加重平均はエージェンシーMBSを除くベース。  
2. クーボンの加重平均は変動利付債とインフレ連動債を除くベース。

(出所) Federal Reserve Bank of New York, "System Open Market Account Holdings as of January 21, 2015" のデータをもとに日本総合研究所作成。

## 量的緩和の狭い出口

されている。それによれば、L S A P 終了後の資産売却は容易ではないことから、今後の金融政策運営上は、巨大な規模の B / S を抱えたまま市場金利の引上げ誘導を先行させる。そのおもな手段としては、「超過準備に対する付利水準の引上げ」を用いる。そのロジックは「民間銀行がいつでも中央銀行の当座預金に資金を預けて一定の利子を得られるのであれば、市場金利はそれを上回る水準で形成されるはずだ」というものだ。引上げ誘導に際しては、オーバーナイト・リバースレポ（ONRRP、日銀の「売出手形」に相当）等のオベも用いる。また、資産規模の縮小は基本的に、保有資産の再投資の停止によって行うこととし、それは市場金利の引上げ誘導を行ったあとに開始する、との考え方が示されている。13年9月からは実際に、ONRRPの予行演習も行われている。ただし、F O M C の議事要旨や最近の首脳陣の講演等の内容をみる限り、Fedとしては、このようなかたちでの市場金利

の引上げ誘導について、必ずしも自信満々というわけでもないようだ。とりわけ市場にストレスがかかるような局面では、インターバンク資金が準備預金に集中してしまう可能性が懸念されており、そうした局面では「管理（規制）金利」を使わざるをえなくなる可能性にすら言及されている。今後の金融調節の実務面でのハードルの高さを Fed がいかに厳しく認識しているのかがうかがいられる。ちなみに現在、主要中銀のすべてが同様の状況にあるわけではない。ECBはユーロ圏各国の経済・物価情勢が芳しくない

〔図表4〕

日本銀行と連邦準備制度のバランスシート構成の比較

（いずれも単位は%）

（05年末～06年初時点）

【日本銀行】（06年3月末）

金・外貨資産	4	銀行券	52
長期国債	42	当座預金	22
短期国債	23	政府預金等	19
短期国買入れオペ	9	吸収オペ	1
短期供給オペ	30	対海外中銀レポ等	2
（除く短期国買入れオペ）		その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	4
その他	2		
合計	100	合計	100

（14年末時点）

【日本銀行】

金・外貨資産	0	銀行券	31
長期国債	67	当座預金	60
短期国債	16	政府預金等	3
CP・社債	2	吸収オペ	3
金銭の信託	2	対海外中銀レポ等	0
短期供給オペ	11	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	2
その他	2		
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】（05年末）

金・外貨資産	4	銀行券	90
長期国債	57	当座預金	2
短期国債	32	政府預金	1
短期供給オペ	6	対海外中銀レポ等	4
貸出ファシリティ	0	その他	1
その他	2	自己資本	3
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】

金・外貨資産	1	銀行券	29
長期国債	55	当座預金	53
短期国債	0	政府預金	5
エージェンシー債	1	海外中銀等預金	1
MBS	39	吸収オペ	11
短期供給オペ	0	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	1
その他	5		
合計	100	合計	100

【（参考）ユーロシステム】（05年末）

金・外貨資産	33	銀行券	54
国債等	13	当座預金	15
短期供給オペ		預金ファシリティ	0
週次オペ（MRO）	30	政府預金	3
月次オペ（LTRO）	9	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	10
その他	15	自己資本	17
合計	100	合計	100

【（参考）ユーロシステム】

金・外貨資産	29	銀行券	46
国債等	28	当座預金	14
短期供給オペ		預金ファシリティ	2
MRO	7	政府預金	2
LTRO	21	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	16
その他	14	自己資本	19
合計	100	合計	100

（出所）日本銀行企画局『主要国の中央銀行における金融調節の枠組み』（2006年6月、P. 8 図表3）、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, January 2, 2015、European Central Bank, "Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at 31 December 2014" をもとに日本総合研究所作成。



ことをにらみ、本年3月からP  
SPP（公共セクター買入れプ  
ログラム）に踏みきったが、ユ  
ーロシステムの場合、足もとで  
保有する国債等の残高は、銀行  
券の発券残高を大きく下回って  
おり（図表4）、まだ相当な余  
裕がある。政策金利の一つであ  
る預金ファシリティ金利は14年  
からすでにマイナス圏に引き下  
げており、日銀の政策運営とは  
対照的に、超過準備の発生は極  
力抑制するという政策スタンス  
だ。ECBとしてはどうも、す  
べては周到に計算済みで、実態  
上LSAPに相当する政策運営  
を行うために「銀行券ルール」  
を簡単に放棄するつもりはなく、  
先行きの出口局面で金融政策運  
営上のコントローラビリティが  
脅かされるリスクをとるつもり  
はなさそうに見受けられる。

### 「出口」局面で 日銀が「逆ザヤ」に転落も

では、日銀の場合はどうか。  
「出口」はまだ先のことである  
とされているが、「銀行券ルー  
ル」が放棄されて久しい現状か  
らすれば、日銀もFedと同様

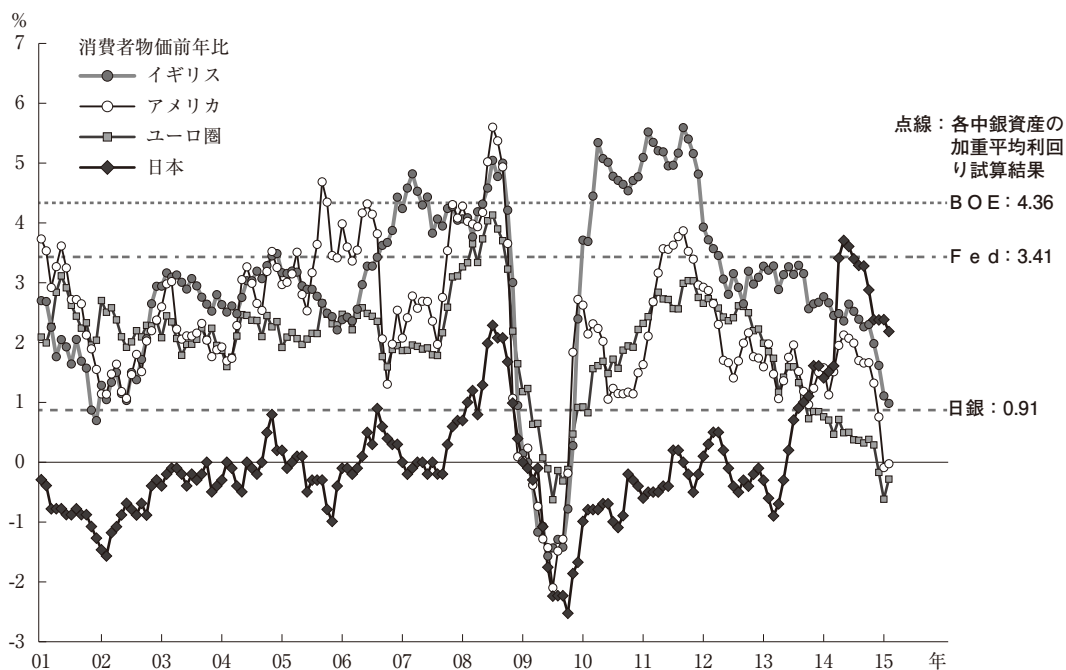
の超過準備への付利水準の引上  
げや売出手形の振り出しによっ  
て、金融政策運営の「正常化」  
に時間をかけて取り組んでいく  
よりほかに手段はないだろう。

日銀は08年10月から超過準備  
に付利する制度（補完当座預金  
制度、現在0・1%）を導入し、  
そのもとの市場金利の形成に  
関してはFedと同じロジック  
に基づく見通しを明らかにして  
いる。しかしながら、実際に形  
成されている短期市場金利をみ  
ると、無担保コールレート・オ  
ーバーナイト物は一貫してこの  
付利水準を下回っており、先行  
きの金融調節には、Fedが懸  
念しているような困難も予想さ  
れる。

かりにその引上げ誘導を首尾  
よく行いとうとしても、中央銀  
行にとってはもう一つのハード  
ルがある。超過準備への付利水  
準の引上げとは、負債サイドの  
相当部分のコスト上昇を意味し、  
その見合いとなる資産がどの程  
度の利回りを計上できているの  
かが財務運営上、問題となるの  
だ。Fedの場合、本年1月下  
旬時点の公表データをもとに試

〔図表5〕

主要国・経済圏の消費者物価（総合、前年比）の推移



（注）日本の消費者物価前年比は14年4月の消費税率引上げ（5%→8%）の影響を含むベース。

（出所）Datastream. 各中銀資産の加重平均利回り試算結果は、各中銀の公表データをもとに日本総合研究所作成。

# 量的緩和の狭い出口

〔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  
(14年10月公表時点における、IMFによる15年見通し、対名目GDP比)  
(単位 %)

	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	245.5	50.2	5.8	56.0	▲5.8	▲5.0
アメリカ	105.1	17.2	4.3	21.6	▲4.3	▲2.2
イギリス	93.1	6.2	4.1	10.3	▲4.1	▲1.9
(参考)						
ドイツ	72.5	6.9	▲0.2	6.8	+0.2	+1.5
イタリア	136.4	26.5	2.3	28.8	▲2.3	+2.9
スペイン	101.1	15.3	4.7	20.0	▲4.7	▲1.6
ギリシャ	171.0	8.8	1.2	10.0	▲1.9	+3.0

(注) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。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。  
(出所) IMF, *Fiscal Monitor*, October 2014.

算すれば、保有資産全体の加重平均利回りは3・4%程度になるとみられる(図表3)。BOEについては同様に、4・36%と試算される。

これに対して、日銀の保有国債(国庫短期証券を除く)の加重平均利回りの試算結果は、本年1月下旬時点でわずか0・91%にとどまる(図表2)。国庫

短期証券の保有分を含めれば、さらに低下する筋合いだ。物価目標は2%にもかかわらず、引締め局面において短期金利を1%程度に引上げ誘導するだけで、日銀が「逆ザヤ」状態に陥るリスクが高まる。そうなれば、政府に納付金を納められなくなるどころか、逆に政府は財政支出による日銀への損失補填を余儀なくされ、一般会計の運営に大きな負担をかけることにもなりかねない。かりにそのような事態になれば、納税者負担をもって中央銀行から民間銀行に付利することになり、世論の反発が

## 財政資金による日銀支援の可否

強まるのではないかと、この指摘もある(注2)。  
ちなみに、米英の中銀の買入れ資産の加重平均利回りを、各国の過去の物価動向の推移と比較してみれば(図表5)、日銀ほどではないとはいえ、短期金利の引上げ余地は必ずしも十分とはいえないように見受けられる。

では、そのような金融情勢のもとで、政府が日銀の「逆ザヤ」の補填をすることは、果たして財政運営上可能なのだろうか。  
わが国の財政の資金繰りをみると(図表6)、政府債務残高の規模の大きさもさることながら、国債発行上、短期債の占める割合が諸外国に比較して相当に高いため、毎年度、財政運営を継続するうえで発行しなければならぬ新発・借換国債の規模がGDP比で実に56%に達する。これは債務危機に苦しんでいた欧州の重債務国を含めてみても、諸外国と比べかけ離れて

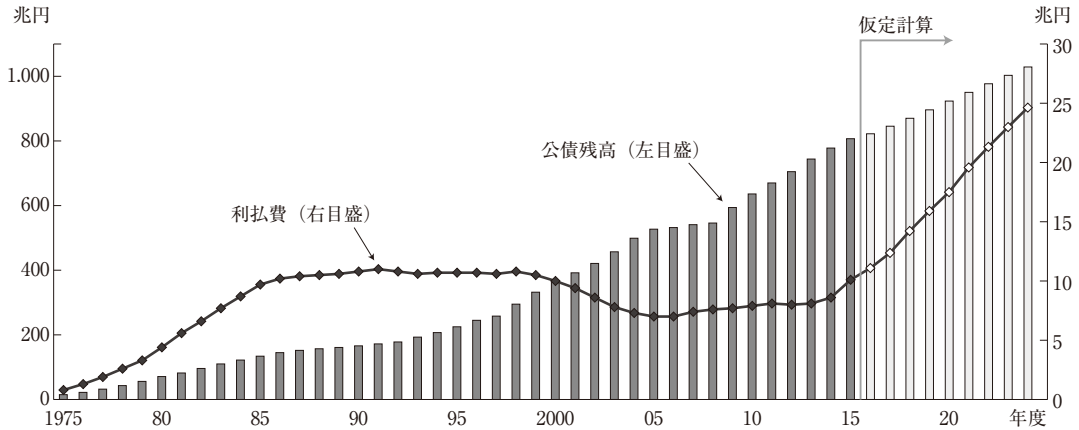
高い水準である。

今後、資産売却はしにくく、再投資停止でも間に合わなくなつた日銀が、金融政策運営の「正常化」に向けて、短期市場金利を引上げ誘導せざるをえなくなつた場合、その短期金利水準は短期国債の発行金利としても適用されることになる。財務省の仮定計算は、利払費が今後、急速な増加傾向をたどることを示している(図表7)。その前提金利は10年債で1・8%だ。

日銀が短期市場金利の引上げ誘導をせざるをえなくなれば、その引上げ幅がかりに1%程度でも、0・5%程度でも、イールド・カーブの水準や形状は相応に変化する。それにつれて利払費もさらに大きくふくらまざるをえない。  
近年の予算運営では、一般会計の予算規模90兆円強に対して利払費は10兆円ですんでいる(図表8)。これが金融政策運営の転換によって、図表7が示す以上の増加傾向をたどることとなつたとき、わが国の財政運営は相当に厳しい状況に追い込まれ、その状況がしばらく継続

〔図表7〕

財務省の「仮定計算」が示す今後の利払費の見通し



(注) 「平成27年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」の〔試算-1〕(\*)を前提とする。計算の対象は、定率繰入および発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。(\*)における、2015年度から20年度における10年国債の金利(予算積算金利)は15年度から順に、1.8%、1.9%、2.1%、2.3%、2.4%、2.6%。

(出所) 財務省『日本の財政関係資料』(2015年3月)、同『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』(15年2月)。

〔図表8〕

2015年度当初予算一般会計の歳出・歳入

〈歳入〉	
税収	54.5兆円
その他収入	5.0兆円
うち日本銀行納付金	(8,205億円)
公債金	36.9兆円

〈歳出〉	
社会保障関係費	31.5兆円
地方交付税交付金等	15.5兆円
公共事業費ほか	25.8兆円
国債費	23.4兆円
うち債務償還費	13.3兆円
<b>利払費</b>	<b>10.1兆円</b>

〈一般会計歳入・歳出総額〉	
	96.3兆円

(出所) 財務省『平成27年度予算のポイント』『平成27年度一般会計予算(平成27年度一般会計予算参照書添付)第189回国会(常会)提出』をもとに日本総合研究所作成。

することが予想される。日銀に逆ザヤの補填をすることでこの事態ではもはやなくなるのではないか。日銀による超過準備への付利負担を減らすために、法定準備率(足もとの平均実効準備率は0・76%)を引き上げればよいではないか、という議論もありえよう。しかしながら、日銀の付利負担を十分に減らせるだけの超過準備を法定準備に付け替えるには、おそらく異例の桁違いの水準にまで法定準備率を引き上げざるをえなくなり、その場合は、民間金融機関の経営への打撃が懸念される。であれば、日銀が八方ふさがりとな

る可能性もある。このままでは、中央銀行が本来課せられたマナデットであるはずの「中長期的な意味での物価安定」が「目先の物価目標の達成」の犠牲とされかねないことが懸念される。日銀としても、FOMCにならい、金融政策決定会合でこの「出口」の問題を正面からとりあげて議論したうえで、今後の金融政策運営の方向性を決定していくことが望まれる。

(注) 1 Large Scale Asset Purchases: 「量的緩和」(QE) という通称が用いられることも多いが、主要中銀にはこの通称を用いることを好まない向きも少なくない。  
2 翁邦雄著『日本銀行』(ちくま書房、13年7月、268ページ)  
かわむら さゆり  
88年京都大学法学部卒業。14年から現職。15年から行政改革推進会議構成員、同歳出改革WG座長代理をそれぞれ務める。近著に『欧州中央銀行の金融政策』。