

「中央銀行のバランス・シート政策と課題」

2017年3月8日

株式会社日本総合研究所
調査部 上席主任研究員
河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

本リポートは、
JRIレビュー 収録論文
「中央銀行のバランス・シート政策と課題」
として、近日中に弊社ホームページにアップする予定です。

お問い合わせ先：調査部 上席主任研究員 河村 小百合
TEL：03-6833-1577 E-MAIL：kawamura.sayuri@jri.co.jp

構成

- 1. バランス・シート政策を採用する中央銀行** … 4
 - (1) 概観
 - (2) 従来の金融政策運営とバランス・シート政策の違い

- 2. バランス・シート政策を採用する主要中央銀行の金融政策運営** …10
 - (1) 米連邦準備制度 (Fed) – 多額の債券を買い入れ
 - (2) 欧州中央銀行 (ECB) – 欧州債務危機時は債券買い入れ回避、
2014年に「積極的な」バランス・シート政策に転換

- 3. バランス・シート政策を採用した中央銀行が共通して抱える課題** …33

- 4. 日本銀行の金融政策運営と問題点** …35
 - (1) 2001～06年の「量的緩和」時との比較
 - (2) 遠からぬ将来、正常化局面で必ず生じる重い財務運営コスト

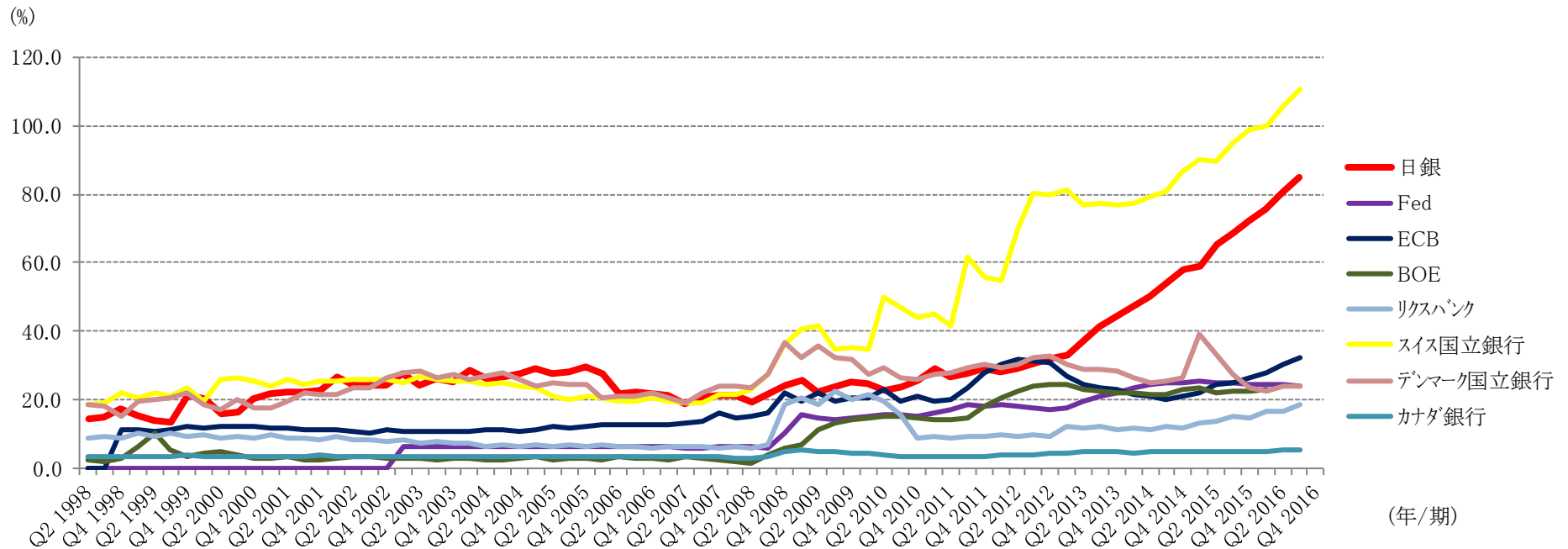
補論1. その他の中央銀行の事例	…48
(1) イングランド銀行(BOE)政策運営－当初から財務省がコストを負担する枠組み	
(2) スイス国立銀行(SNB)の政策運営－「開放経済下の小国」の外貨準備急増事例	
(3) 債務超過に陥った中央銀行の事例	
補論2. 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解	…57
5. バランス・シート政策の位置付けとわが国の課題	…59
(1) バランス・シート政策の金融政策運営上の今後の位置付け	
(2) わが国の課題	
補論3. 主要中央銀行等におけるバランス・シート政策の検討状況	…72

1. バランス・シート政策を採用する中央銀行

(1) 概観

- 2008年の金融危機後、「政策金利の引き下げ余地の払底」という事態に直面した多くの主要中央銀行が、バランス・シート(以下BS)を拡大する異例の金融政策運営を展開
 - その主な手法は、①大規模な資産買い入れ(通称「量的緩和」、もしくは②有担保方式の資金供給
 - ただし、マネタリーベースを目標に(=BSの拡大そのものを目標に)金融政策運営を行ったのは日銀のみ
 - 実際のBS規模の推移をみると、日銀とスイス国立銀行(SNB)の増加傾向が突出
 - 危機直後、一時的に資産規模を拡大させても、ほどなく元に戻す(元に戻せる範囲で政策運営を行う)例が少なくない(ECBが好例)

(図表1) 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(資料) Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総合研究所作成。

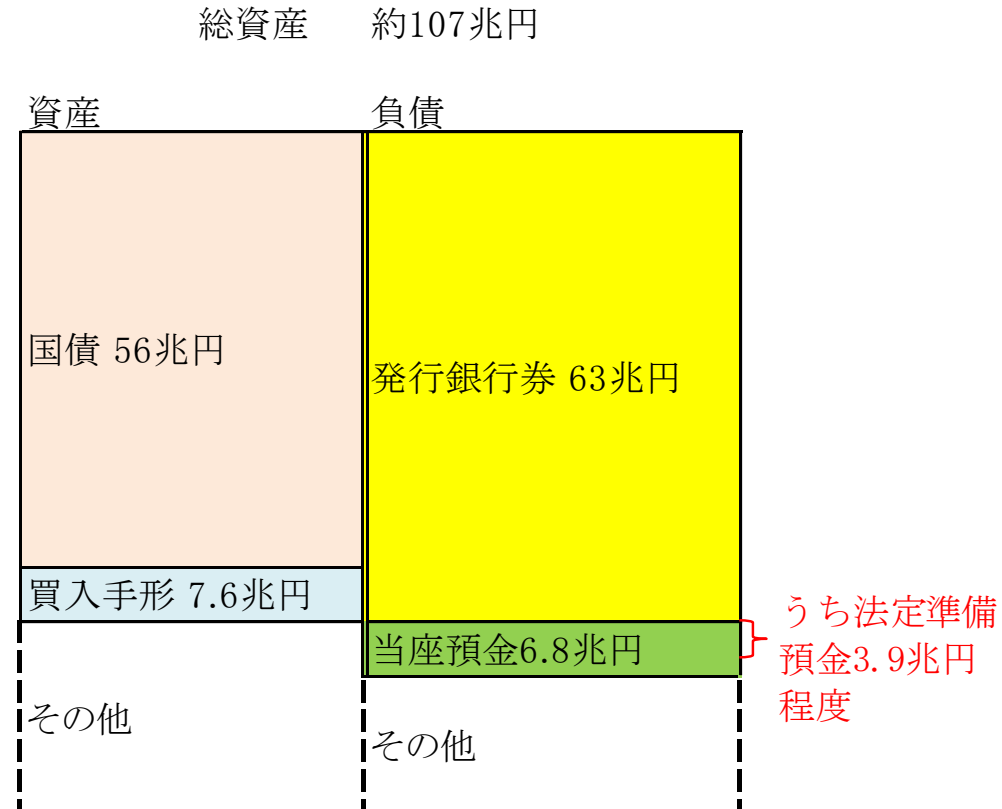
(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden、DNB、Statistics Denmark-statsbank.dk、SNB、SECO-State Secretariat for Economic Affairs Switzerland。

(2) 従来の金融政策運営とバランス・シート政策の違い

(従来の金融政策運営 = 伝統的な手段)

- 「短期金融市場の資金需給が引き締まっている」ことが大前提
= 市場全体として、**余剰資金は存在しない**
= 市場参加者に、**資金余剰先と不足先**が存在する → 金融取引で市場金利形成
- 中央銀行当座預金は「**無利子**」方式が大前提
= 民間銀行は、中央銀行には必要最小限の当座預金しか預けず
(準備預金制度がある場合にはそのもとで預け入れを義務付けられる分のみ、
もしくは他行との資金決済に必要な分のみ)
⇒ 中央銀行は、必要最小限の金額の金融調節(オペ)で市場金利の誘導が可能に
- 中央銀行の金融政策運営上、財務運営上の制約等が発生することはあり得ず
— ある期間中の金融政策運営が原因で、後の時代の金融政策運営に支障を
きたすようなことも、あり得ず

(図表2) 2000年末の日銀のバランス・シートの大まかな見取り図

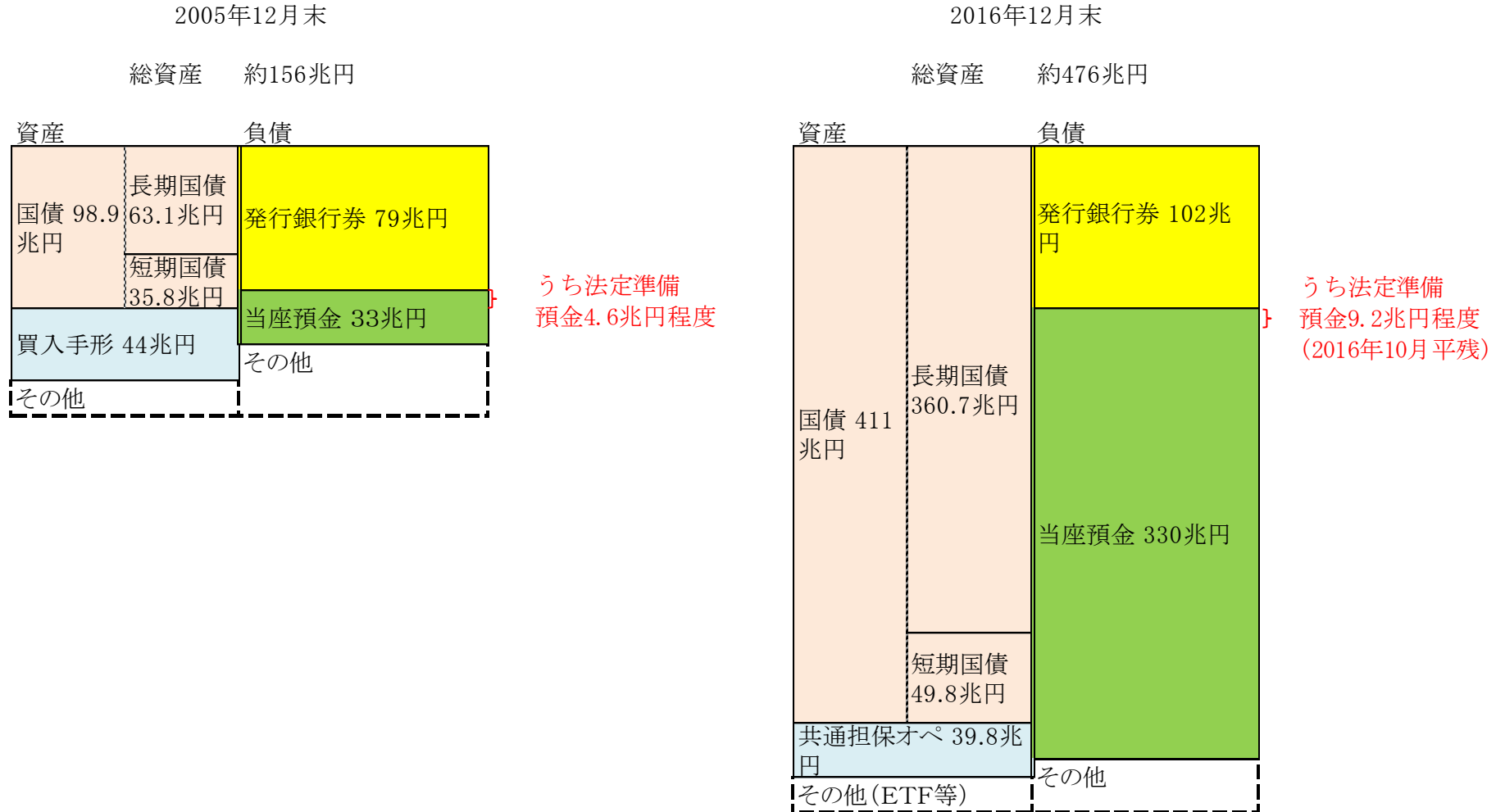


(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に日本総合研究所作成。

(金融危機後のBS政策＝非伝統的な手段)

- 短期市場金利が“事実上の下限”(かつてはゼロ%近傍、今日では若干のマイナスも実現)に到達した後も、国債等の資産を多額に買い入れるなどして、中央銀行のBSを大きく拡大
- 短期金融市場には、資産買い入れの対価として渡された**巨額の資金余剰**が存在
→行き場なく、中央銀行に「**超過準備**」として預け入れられ、眠っている
＝市場参加者に「**資金不足先**」は存在せず
＝そのままでは、短期金融取引は発生せず、市場金利はつかない状態が継続
＝この「**巨額の資金余剰**」を解消できるまでは、かつてのような金融調節で政策金利を上げ下げすることは不可能
- 「**巨額の資金余剰の解消＝膨張した中央銀行のBSの縮小**」は容易ではない。
規模にもよるが相当な時間を要する
－買い入れ資産の中途売却は事実上困難
～売却時の金融資産の価格は、買い入れ時とは異なる
景気回復で市場金利上昇＝債券価格は下落
→それまでの間を、いかに乗り切るか？

(図表3) 日銀のバランス・シートの大まかな見取り図の比較



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に日本総合研究所作成。

2. バランス・シート政策を採用する主要中央銀行の金融政策運営

(1) 米連邦準備制度 (Fed) – 多額の債券を買い入れ

- 2008年9月のリーマン・ショック以降の米国経済は、1930年代の「大恐慌」以来の「大不況」状態
- 政策金利 (FFレート) は2008年末には事実上の下限 (0.25% – ゼロ金利近傍) に到達。2008年12月から、MBSやGSEエージェンシー債(*1)に財務省証券も加え、大規模な資産買い入れ (LSAP) を開始。その後、買い入れ対象や手法を変更しつつ、2014年10月までの間、3次(*2)にわたり、断続的に実施 (図表4)
 - (*1) 政府支援企業 (GSE) であるファニーメイ債やフレディマック債等
 - (*2) 2011/10月～12/12月実施の「オペレーション・ツイスト」(満期拡張プログラム) を含めれば4次
- その結果、FedのBSは、大きく膨張。資産、負債の構成も危機前とは様変わり (図表5) – ただし、資産規模 (対名目GDP比) は**2割台**と、日銀**(すでに8割超)**を大きく下回る
- 短期金融市場には、大規模な債券買い入れの対価としてFedから供給された巨額の資金余剰が存在し、Fedに「**超過準備**」として預けられる状態

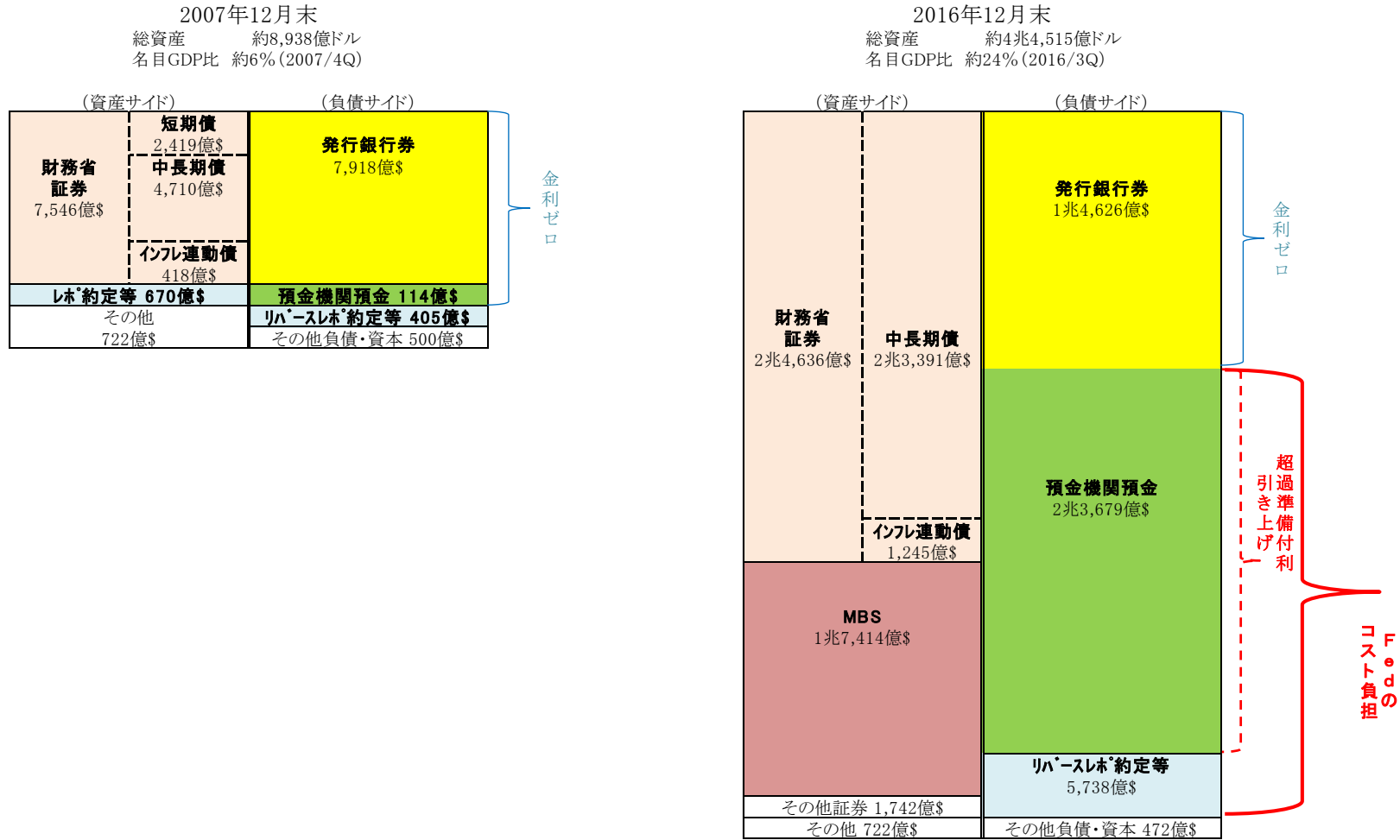
(図表4) FedのLSAP(大規模資産買い入れ)プログラムの内容

プログラム	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
LSAP1 (第1次)	2008/12/5~ 2010/3/31	GSEエージェンシー債(注)	\$172
		MBS (住宅ローン担保証券)	\$1,250
		財務省証券(=米国債)	\$300
LSAP2(第2次)	2010/11/12~ 2011/6/30	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3~ 2012/12/30	財務省証券(短期債を売却し、 長期債を買い入れ)	+▲ \$667
LSAP3(第3次)	2012/9/14~ 2014/10/31	MBS	\$823
		財務省証券	\$790

(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Table 1を基に日本総合研究所が一部加筆して作成。

(注) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業(GSE)が発行する社債。

(図表5) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較(2007年末と2016年末)



(資料) FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007およびDecember 29, 2016の計数を基に日本総研作成。
 (注) インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

(BS政策を「往路」で展開した後の、「復路」に関するFedの考え方)

【スタンス】

- 「金融政策運営は**必ず正常化させる**」、
「FedのBSは従前の規模にまで必ず縮小させる」=「**超過準備**」を解消する
=2010年時点から、バーナンキ前FRB議長らが明言<参考資料>
- 危機後、LSAPに着手した初期の段階から、正常化策を検討。2011年からは連邦公開市場委員会(FOMC)でも議題にとりあげ

【利上げの手法】

- かつては**無利子**だった**中央銀行当座預金に付利**する制度を導入
- 短期金融市場の巨額の余剰資金が、無為に市中に出回らないように、民間銀行に、中央銀行の当座預金へ預けたままにさせる
- その付利水準を徐々に引き上げることによって、FedがBSを縮小できるまでの間、短期金融市場参加者の間で、その付利水準を上限とする金融取引が発生するように促し(オペも併用)、市場金利の形成を図る

【BS縮小の手法】

- 中央銀行のBSの縮小は、売却損の発生を回避可能な、「満期到来分の再投資停止」(=「満期落ち」)によるのが現実的
 - ただし、政府が満期落ち分と同額の借換債を発行する限り、市場で円滑に消化されなければ、市場金利の上昇を招く点は、中央銀行が国債を売却する場合とほぼ同様

【正常化の手順】

- ①まず「付利の引き上げ」に着手し、一定水準にまで引き上げられたところで、
 - ②「満期落ち」によるBS縮小に着手

(参考－2011年6月時点の「正常化戦略の原則」では)

- ①まず「満期落ち」によるBS縮小
 - ②次に「付利の引き上げ」開始
 - ③その後、エージェンシー債の中途売却もあり得る
- ⇒2014年9月の「政策正常化の方針と計画」で上述のように変更した理由
 …2011年時点とはFedのBSの規模、構成も変化
 Fedの収益圧迫問題への対応(MBSは収益性高い)

次世代の国づくり **市場金利への上昇圧力は長期ゾーンと短期ゾーンのどちらが先がよいか？**

【問題点】

- 問題は、このような手法による短期金利の引き上げ誘導には、中央銀行自身に、財務運営コストがかかり、長期間継続することは難しい点
 - － 危機後にFedや日銀が買い入れた資産の多くは、「固定利付の債券(国債等)」
これに対して、中央銀行の負債サイドで、付利水準を引き上げ、それが資産サイドの国債等のクーポンの利回りを上回ることになれば「逆ざや」に転落。
長期化すれば「中央銀行の債務超過」という事態に

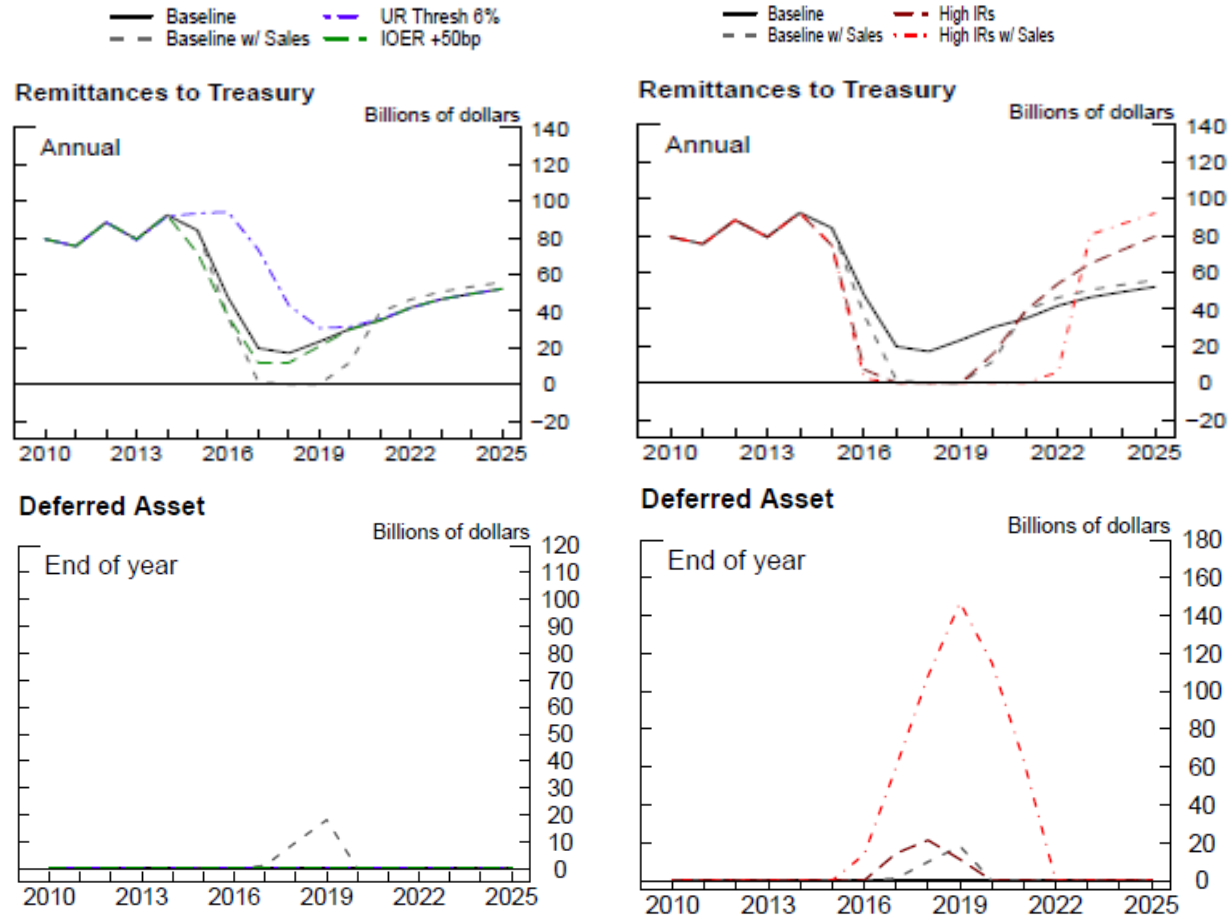
【Fedの対応】

- 米国では、連邦財務省からFedへ損失補てん、ないし資本注入できる制度はなし。
Fedは自らの将来数年分程度の利益を「先取り」する形で、「繰延資産」を計上して対応
 - － 赤字転落の期間と幅が限定的ゆえ可能な対応
- Fedは、この財務状況悪化の期間を、最小限で乗り切れるよう最初から計算しつつ、BS政策の「往路」(＝BSの拡張)を2014年10月をもって停止し、2015年末からは「正常化」局面入り

【財務問題の対外的な説明】

- FOMCで正常化策の検討を加速させていた2013年には、
当時想定されていた複数の正常化戦略のシナリオ、
市場予測ベースでの長短金利水準の見通し、
に基づく、自らの財務運営の試算結果等を、未定稿形式ながら公表
=Fedとして、対外説明上重要な材料と位置付け
- 正常化局面においては、Fed自身の財務運営も相当に圧迫。利ざや縮小により、数年
間、連邦財務省への「納付金ゼロ」ないし、それに近い事態に陥る可能性を明示

(図表6) Fedの財務省への納付金(Remittances to Treasury)、
 および繰延資産(Deferred Assets)の試算結果

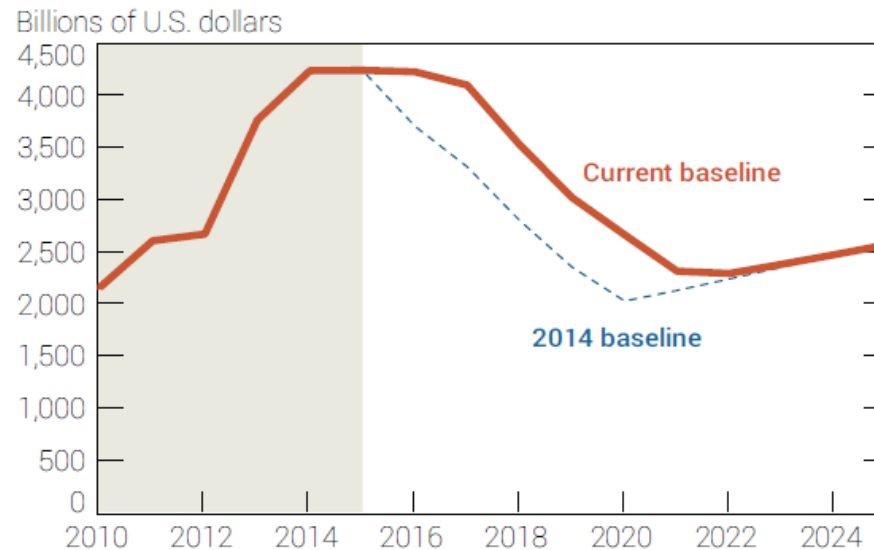


(資料) Seth B. Carpenter et al, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, Finance and Economics Discussion Series 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure3, p28 Figure5.

【その後の対外的な説明の状況】

- Fedの金融調節オペを所管するニューヨーク連銀(FRBNY)では、その後も、毎年、“Domestic Open Market Operations”の各年版において、正常化プロセスの進展に伴う、システム公開市場勘定(SOMA、この勘定上で、Fedの金融調節を一元的に実施)の運営見通しをアップデート

(図表7) SOMAの国内証券保有の予測:ベースライン



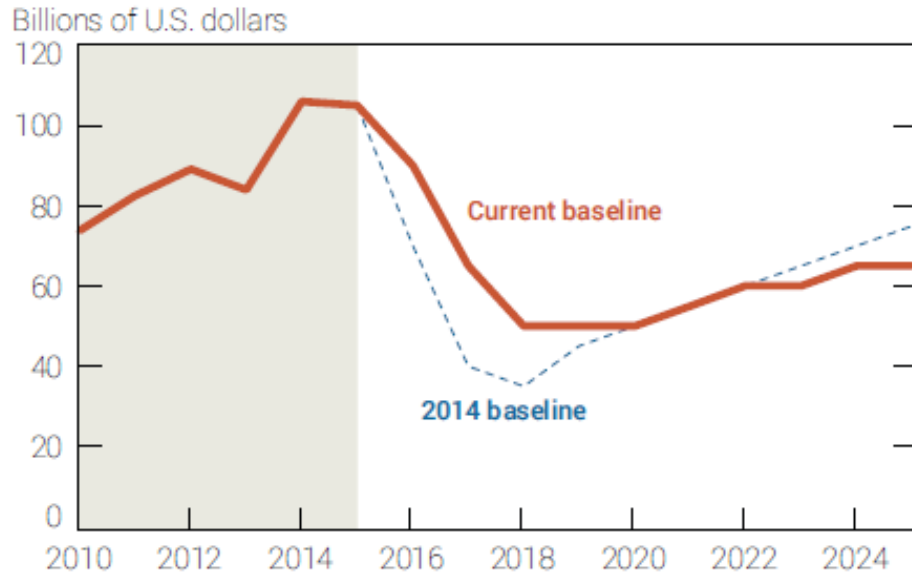
Source: Federal Reserve Bank of New York.

Note: Figures for 2010-15 (shaded area) are historical settled holdings.
 Projected figures are rounded.

(資料)FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016, p31 Chart24

(図表8) SOMAのネット金利収入の予測

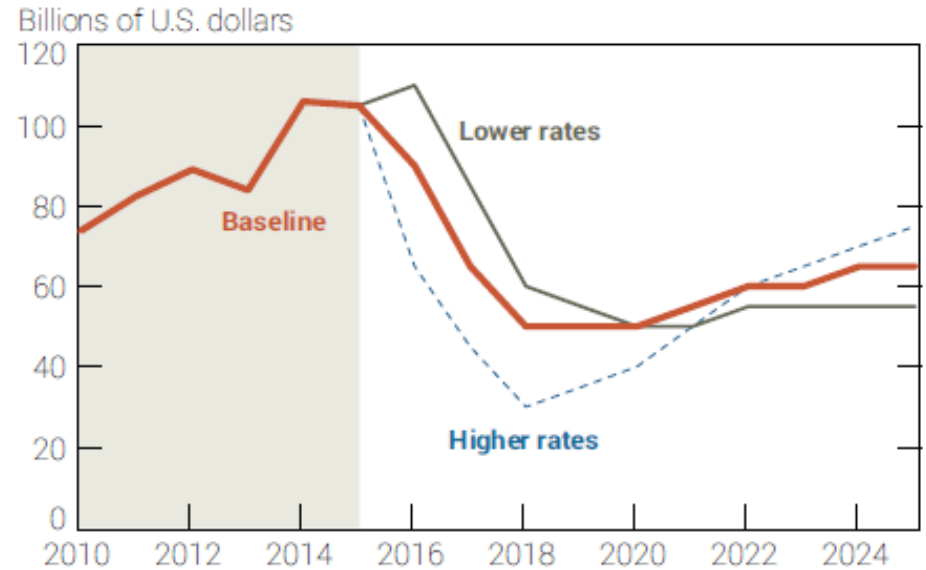
ベースライン



Source: Federal Reserve Bank of New York.

Note: Figures for 2010-15 (shaded area) are realized returns. Projected figures are rounded.

代替的な金利パス



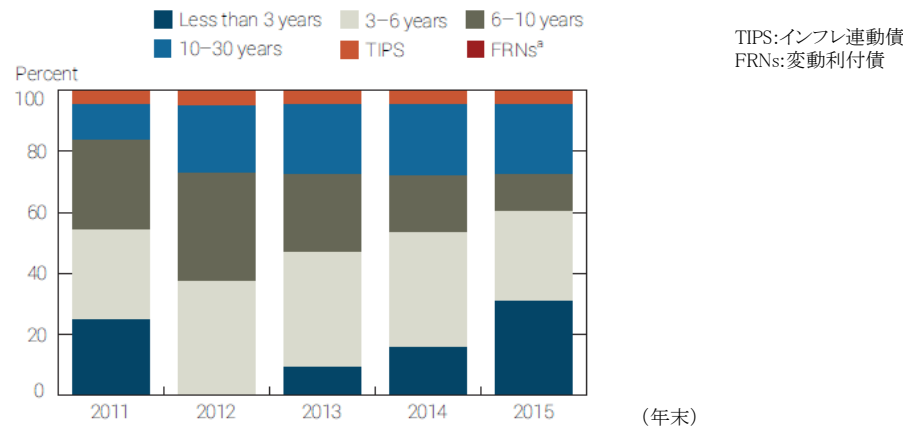
Source: Federal Reserve Bank of New York.

Notes: Figures for 2010-15 (shaded area) are realized returns. Projected figures are rounded. Higher- and lower-rate scenarios use baseline interest rates plus or minus 100 basis points.

(資料) FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016, p33 Chart27, 28

- Fedは現在、買い入れた資産残高は横ばいで維持。満期到来分は同額を再投資中
 –ただし、「満期落ち」(run off)開始時期の接近をにらみ、期近の満期到来分が多くなるように、残存期間の短い債券に再投資中
 =「長期債」を手放し、「短期債」に入れ替えることに相当
 =2011/10月～12/12月に実施の「オペレーション・ツイスト」(短期債売り長期債買い)の逆オペレーションに相当
 =2017年中を通じ、長期金利の押し下げ効果を15bp減殺(=市場金利上昇容認)。
 これはFFレート25bp引き上げ×2回分に相当
 (イエレンFRB議長が、2017年1月19日の講演テキスト脚注で明らかに)

(図表9) Fedのオペ実施勘定(SOMA)の満期到来額の実績と見通し(2015年末時点ベース)

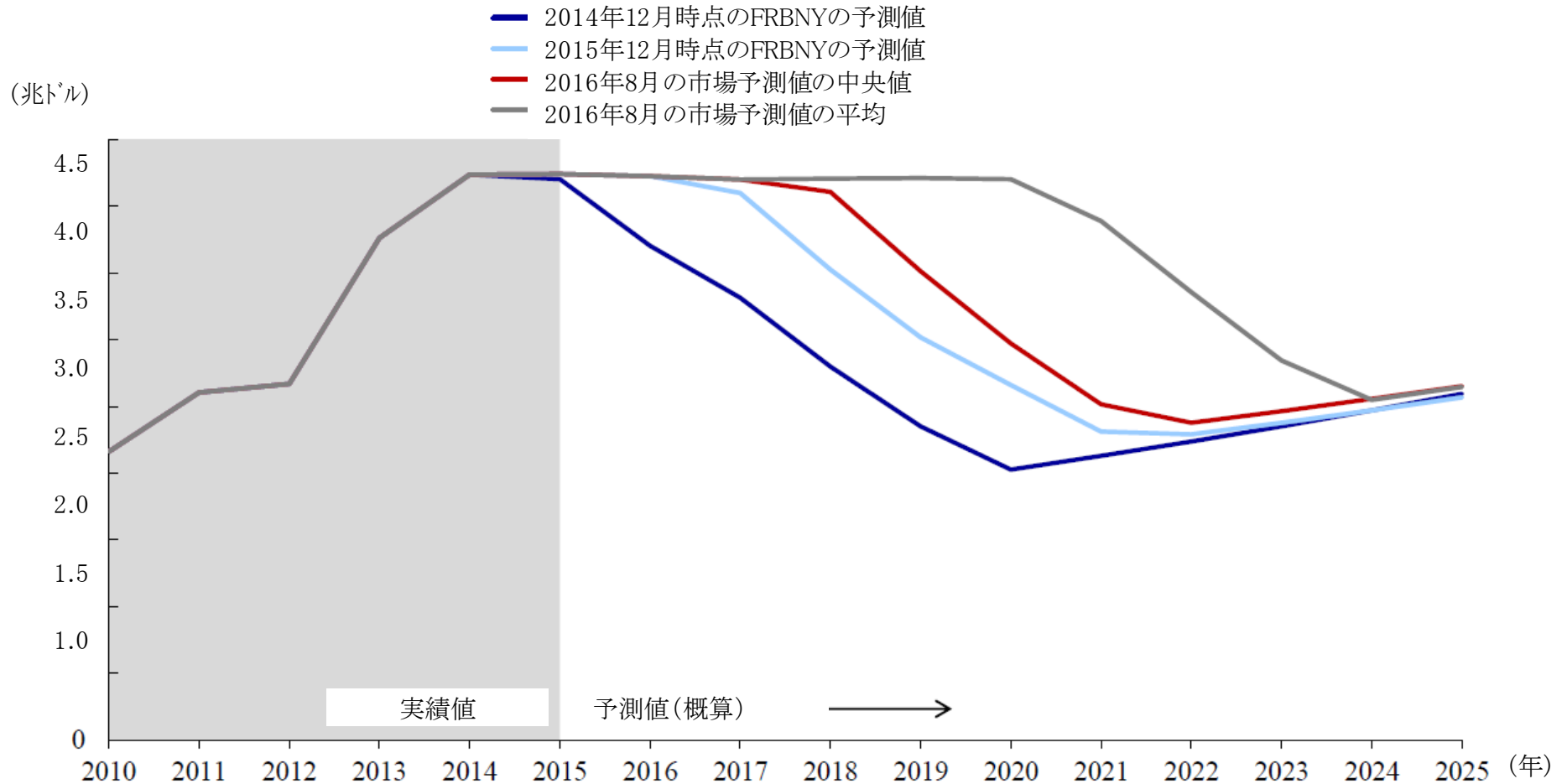


(資料) FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016, p22 Chart14
 (注) 変動利付債は、2014年と2015年に1%未満の保有あり。

【Fedの政策広報戦略】

- かねてよりFed自ら、正常化戦略を、誠実かつ丁寧に国民に説明しており、国民や市場関係者にもその考え方が浸透し、理解も広がっている
- 図表10(ジャクソンホール・シンポジウムにおけるFRBNY高官の講演資料より抜粋)は、2016年夏時点での、Fedの「満期落ち」による資産規模縮小の見通しを示すもの
 - Fed当局のみならず、民間市場参加者も、今後、4年程度の期間をかけて、
実に「2兆ドル」規模(≒約220兆円)での資産規模縮小(「満期落ち」)実施を想定
 - トランプ政権登場で、「満期落ち」着手の時期は、2016年夏時点での想定よりも前倒しか?
 - 米国内では、「満期落ち」への着手に関心が高まっている状況
 (イエレン議長の2016年12月FOMCの記者会見時の質疑応答、
 2017年2月の議会証言時の質疑応答時<上下両院とも>等)
- 米国では、官民ともに、今後の長短市場金利の上昇を、当然のこととして受け止め
 - **決して、市場金利の上昇を恐れてなどいない**(図表11)
- 同時に、正常化プロセスの進展に伴い、アメリカの長短金利の水準がこのように大きく変化すれば、わが国を含む海外経済にも大きな影響が及ぶ可能性

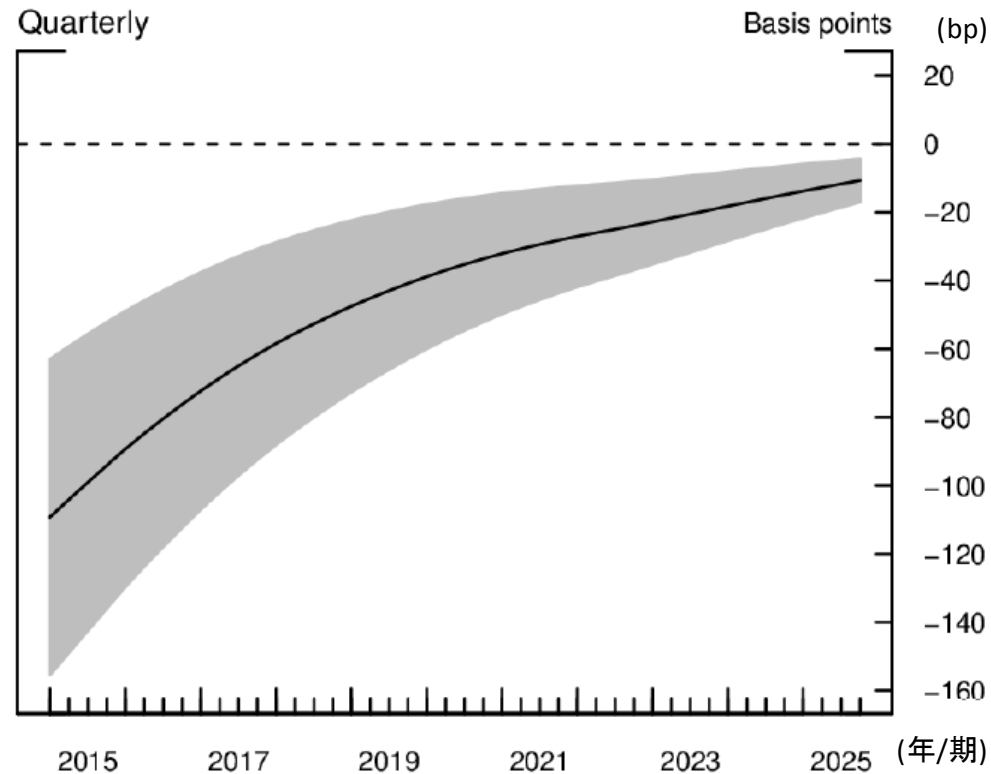
(図表10) Fedの正常化プロセスにおける国内債券保有額の予測



(資料) Simon M.Potter, *Discussion of "Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks" by Ulrich Bindseil*, Jackson Hole Symposium, August 26, 2016, Figure 7を基に日本総合研究所作成。

(原資料注) 2014年12月および2015年12月の予測値は、NY連銀の『国内公開市場操作報告書』の2014年版(2015年4月公表)、および2015年版(2016年4月公表)におけるもの。2016年8月の予測値は、市場で形成されているフォワード・レートに基づく金利予測値と、NY連銀が2016年7月に実施したプライマリーディーラー・サーベイにおける、再投資政策の変化の期待値から作成。

(図表11) Fedのバランスシート・オペレーションの10年財務省証券のタームプレミアムへの影響



(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Figure 2を基に日本総合研究所作成。

(原資料) Li and Wei (2013) and Ihrig et al.(2012).

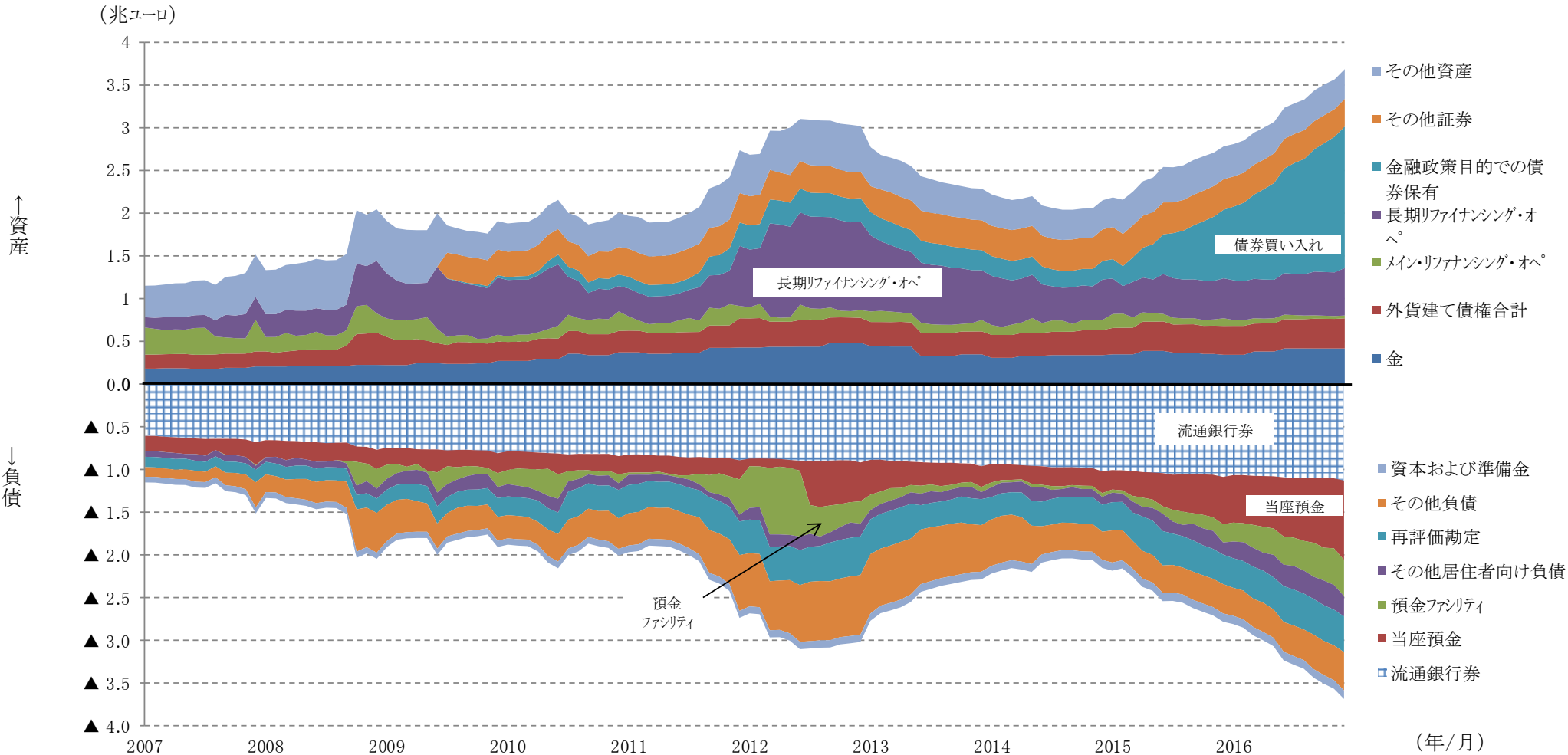
(原資料注) 網掛け部分は90%の信頼区間を示す。

(2) 欧州中央銀行 (ECB) – 欧州債務危機時は債券買い入れ回避、 2014年に「積極的な」バランス・シート政策に転換

【欧州債務危機時の金融政策運営】

- ECBはFedやBOEのように、危機の当初から、「大規模な資産買い入れ」には決して飛びつかず、有担保方式の資金供給の要件を緩和し、期間を長期化した無制限供給 (LTRO<*>) で対応
 - その理由は、
 - ① 欧州の金融仲介は、銀行中心 (米国は資本市場中心)
 - ② ひとたび、国債等を大規模に買い入れると、正常化には長期間を要し困難
- (*) LTRO : 長期リファイナンス・オペ
 - MRO (メイン・リファイナンス・オペ、1週間満期) と並び、従来から ECB の金融調節オペレーションの主力の手段
 - 欧州債務危機前の LTRO は 3ヵ月満期 → 危機突入後は 12ヵ月満期 → 2011年11月、12年2月には 3年物の無制限供給も実施
- こうした ECB の金融政策運営も奏功し、欧州債務危機の緊張は、2013年頃には緩和。ECB の資産規模も早期に縮小
 - LTRO の金利は当初から市場実勢対比で高めに設定。危機の緊張が緩和すれば、民間金融機関側は自発的に繰り上げ返済実施

(図表12) 金融危機前からのユーロシステムの資産/負債の主な内訳別推移

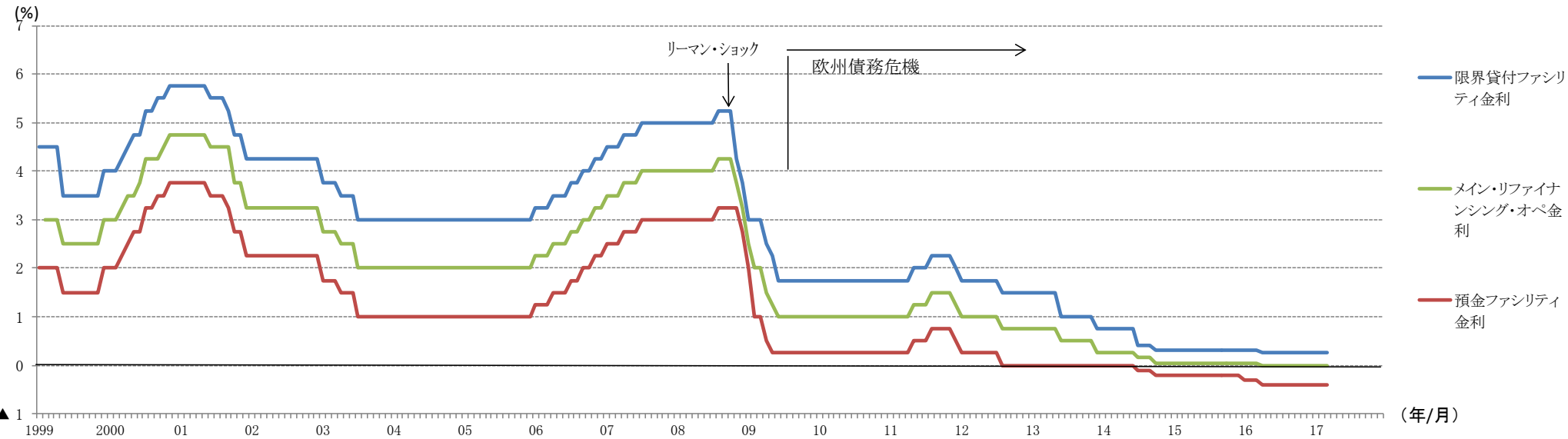


(資料) ECB, "Statistical Bulletin" データを基に日本総研作成。
(注) 本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成。

【デフレ懸念を背景に2014年にスタンス転換】

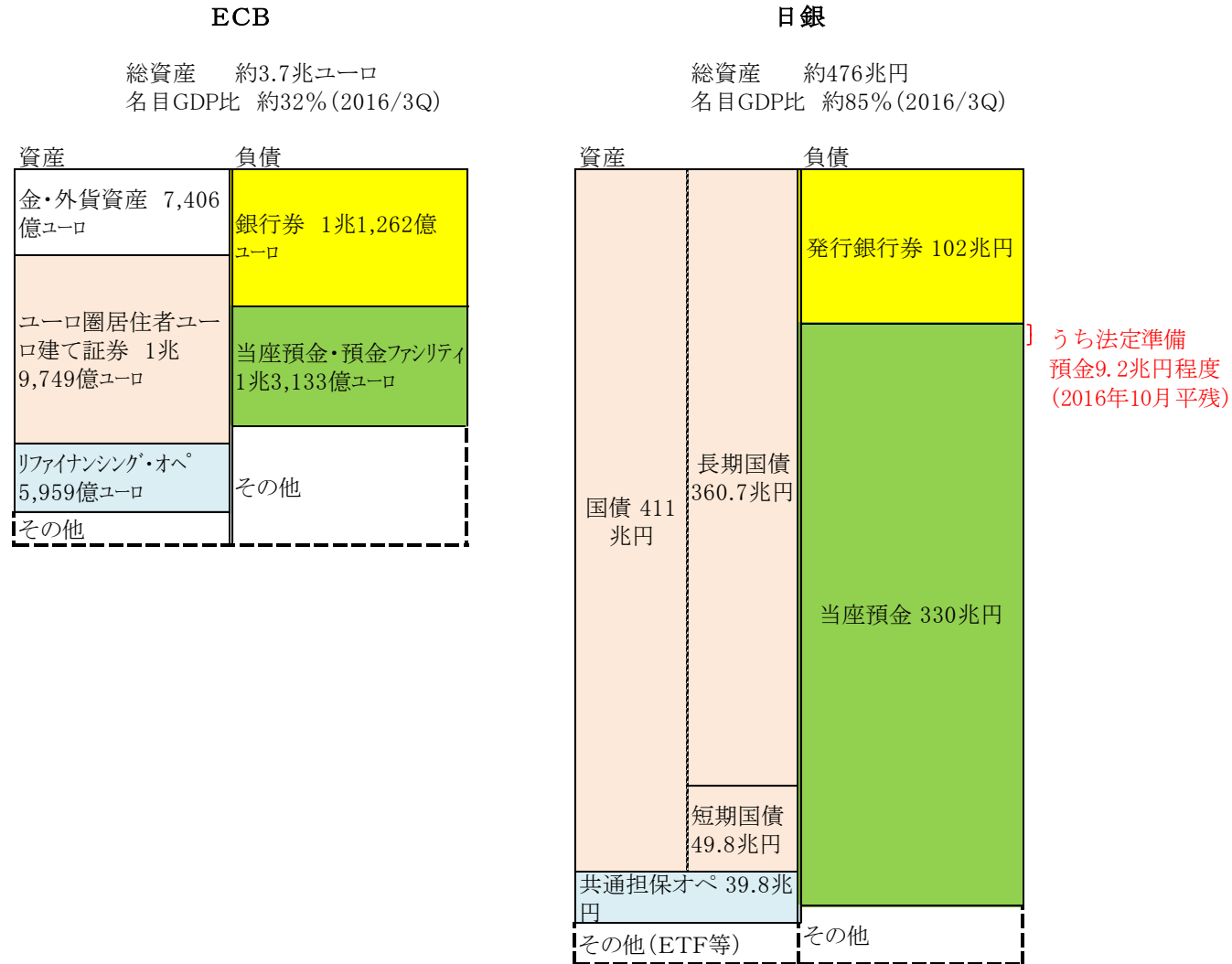
- ところが、欧州債務危機が一服した2013年頃から、新たな課題として、ユーロ圏経済のデフレ傾向が鮮明に
- これを受け、ECBでは2014年6月に金融政策運営方針を転換
= それまでの「消極的な」BS政策を「積極的な」BS政策に転換
- ただし、その手段の組み合わせ、導入の順序は、Fedや日銀等の経験を研究し尽くしたうえで、慎重に工夫
 - まず、「マイナス金利」を導入し(図表13)、半年以上後に「資産買い入れの拡大」実施
= 「超過準備の増加を可能な限り抑制する」金融政策運営
 - ユーロシステムのBSの構成は、日銀とは全く異なる状況(図表14)
 - = 先行きの、ECBの金融政策運営のコントロールビリティや、ECB自身の財務問題が懸念される状況には決してなってはならず
- 資産の買い入れ(**APP**：資産買い入れプログラム)は、カバードボンド等の民間債券から開始。その後、国債のみならず、社債も追加
- 2015年3月から開始した国債等の買い入れ(**APP**の一部としての**PSPP**：公共セクター買い入れプログラム)は、銘柄ごと、各国ごとの買い入れ上限(**3割**)を厳格に設定

(図表13) 欧州中央銀行の政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成.
(原資料) European Central Bank.

(図表14) 日銀とECBのバランスシートの大まかな見取り図の比較(2016年12月末時点)

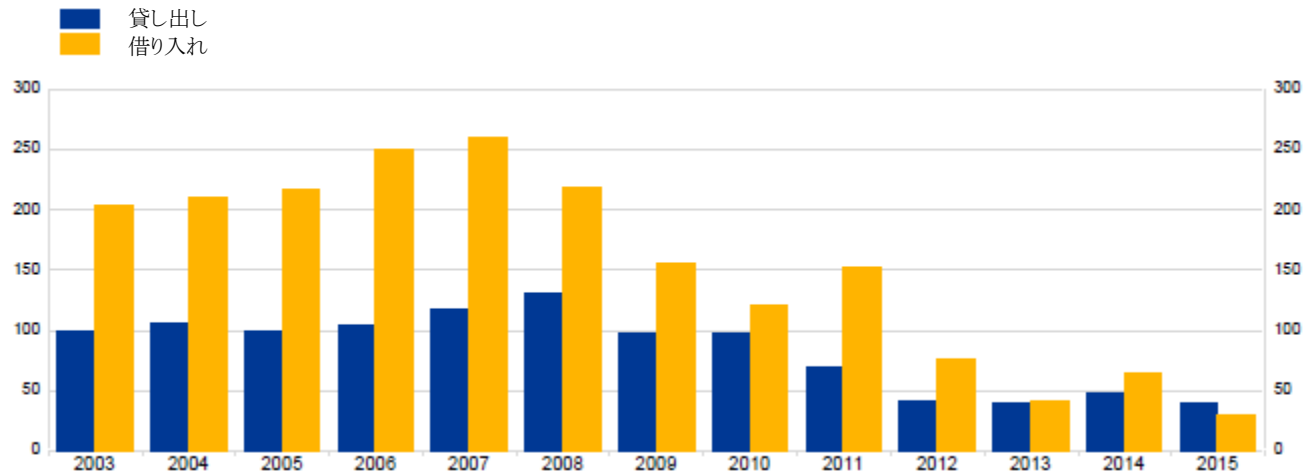


(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、およびECB, *Statistics Bulletin*の計数を基に日本総研作成。

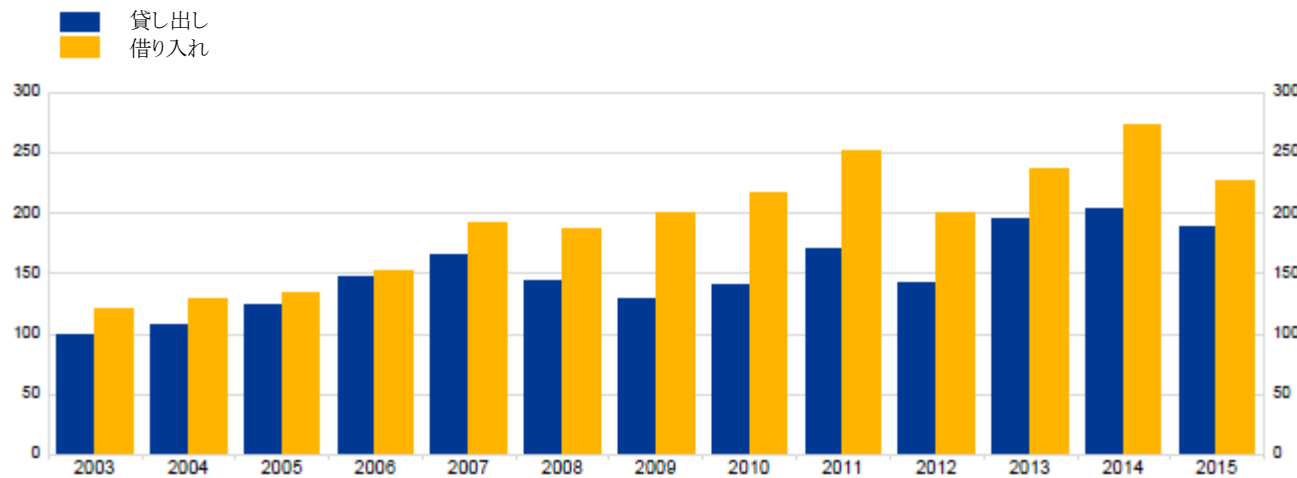
【ECBの「マイナス金利」－日銀とは全く異なる市場環境下での、異なる枠組み】

- 日銀とは順序が異なり、
まず最初に「マイナス金利」導入→9ヵ月遅れで、各国債の買い入れを開始
超過準備の発生を極力、抑制する枠組み
＝短期金融市場の機能を損なうことなく、金利は市場参加者同士の取引で形成
(図表15、16)、中央銀行の財務運営を損なうこともなし
- 日銀のような「階層方式」は採用せず、基本的に、すべての「超過流動性」にマイナス金利を適用
 - －「超過流動性」(短期金融市場における“余り金”に相当)
＝「預金ファシリティ残高」＋「超過準備預金残高」
 - －民間銀行にとっては、日々の他行との資金決済をつつがなく遂行するためにユーロシステム(ユーロ圏の中央銀行の総称)に預けている資金の残高にもマイナス金利が適用。政府預金、外国中央銀行の預金も同様
- マイナス金利採用時点で、超過準備の額が少なかったユーロシステムだからこそ可能であったといえる、「例外がなく、首尾一貫した、徹底的なマイナス金利政策」
＝民間金融機関側の負担は、わが国よりはるかに重いのが実態

(図表15) ユーロ圏の無担保資金貸借取引高の推移



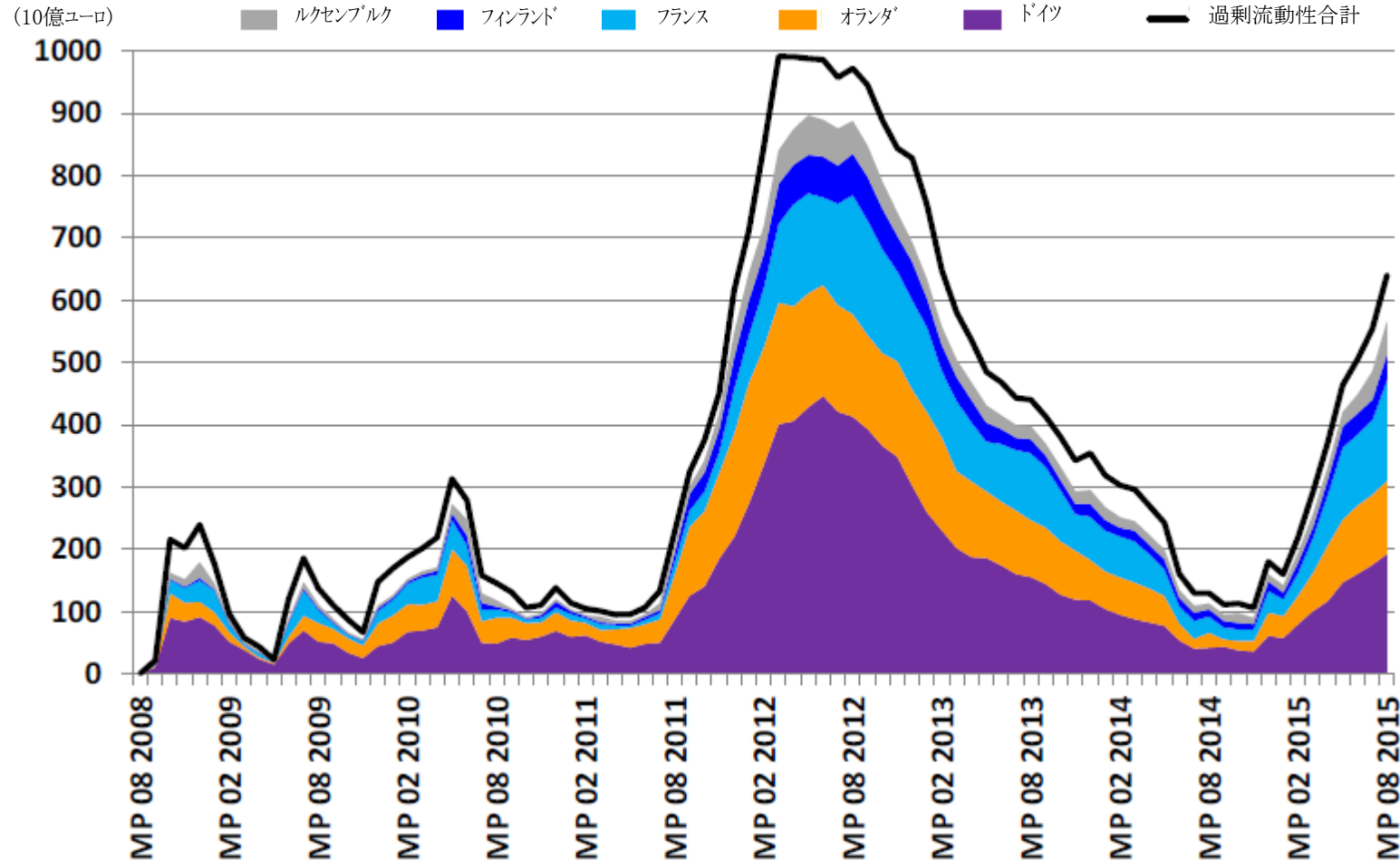
(図表16) ユーロ圏の有担保資金貸借取引高の推移



(資料) European Central Bank, Euro money market survey, September 2015, p11 Chart 14, p16 Chart 27を基に日本総合研究所作成。
 (注) ユーロ圏の98金融機関のデータ。四半期データを年単位で合計し、2003年の貸出ボリューム=100として指数化した計数。

- ユーロシステムの場合、マイナス金利の導入の時点での超過準備の規模はごく限定的
— 短期金融市場において、「平時」に近い金融調節を実施
= 市場参加者全員が「大幅な資金余剰状態」にあったわけではない
- 「政策金利をゼロ%にすれば、短期金融取引高が減少する」のではない。
「短期金融市場に巨額の超過準備が存在するもとで、
政策金利をゼロ%、ないしはマイナスとすれば、短期金融取引高は減少する」
= 2014年以降のECBの経験で初めて確認された「事実」
- イールド・カーブの短期ゾーンでのマイナス化は、主に市場取引によって形成
— 日本のようにマイナス金利での国債の買い入れという「力技」に頼る必要なし
- もっとも、2015年3月のPSPP開始後、ユーロ圏の短期金融市場は変化し、超過流動性が増加中
— ただし、その増加幅は、日銀やFedに比較すれば相当に限定的(前掲図表12、14)
— 債務危機で苦しんだ周縁国の中銀では、超過準備は積み上がらず(図表17)
— ECBとして、先行きの財務運営や金融調節のコントロールラビリティが懸念される状況には至らず。今もなお、基本的に、危機前同様の金融調節を実施

(図表17) ユーロシステムにおける超過流動性の、各国中銀別保有状況



(資料) O. Vergote, The Distribution of Excess Liquidity, Money Market Contact Group, ECB, March 15, 2016を基に日本総合研究所作成。

(原資料注) 各国中央銀行別の超過流動性保有額、準備預金の積み立て期間(MP: Maintenance Period)ごとの平均。

3. バランス・シート政策を採用した中央銀行が共通して抱える課題

- FedやECBのこれまでの経験からすれば、BS政策を採用した中央銀行は、とりわけその手段が「債券等の資産の買入れ」による場合、その「復路」で次のような課題に直面
- BS政策の「往路」で供給した多額の余剰資金（過剰流動性）が短期金融市場に残存
 - 中央銀行はこれに付利する制度を導入すれば、余剰資金が市中に徒に出回らないように中央銀行内に引きつけておく（「**超過準備**」として預け入れ）ことが可能。付利を引き上げれば、金融引き締めも可能
 - ただし、中央銀行の財務コストが発生し、長期間継続することは不可能
- BS縮小の手段－債券等の「中途売却」は困難（金利上昇局面では売却損発生）
「満期落ち」が現実的。ただし長期間を要する
- **中央銀行の財務コスト**（以下の式がマイナスになる場合）
=（「買い入れた債券等の収益性」－「付利引き上げ所要幅」）
×「超過準備の規模」×「BS規模縮小までの所要年数」、で決定
 - この財務コストが自らの自己資本基盤で賄い切れなければ、財政支援が必要に

- **BS政策を採用した中央銀行は、「復路」を無事に全うしてBSを元の規模に縮小できる(=「超過準備」を解消できる)までの間、**

①国の財政支援に頼らず、いかにして自立的な財務運営を継続できるか、

②短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、その無用な流出を防ぎ、金融調節のコントローラビリティをいかに確保するか

が課題に

4. 日本銀行の金融政策運営と問題点

(1) 2001～06年の「量的緩和」時との比較

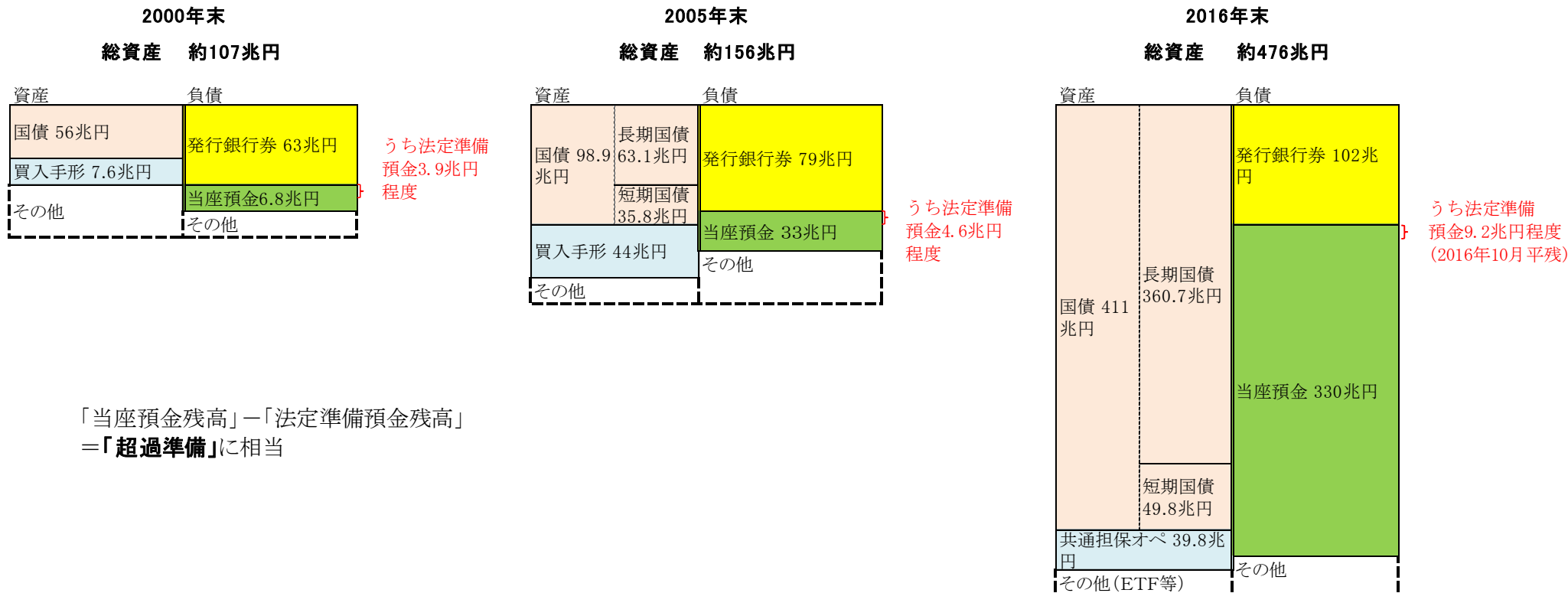
- かつて日銀は「**銀行券ルール**」を自らに課し、順守
－「長期国債保有残高」<「銀行券発券残高」
というルール
- これが奏功して、2001年から開始していた「量的緩和」を2006年に解除した際には、わずか4ヵ月で超過準備の解消に成功し、伝統的な金融調節による政策金利の引き上げ誘導が可能に
- ただし、当時の日銀は、「銀行券ルール」を「財政規律維持のため」としか説明せず
－BS政策を世界で初めて採用した国でありながら、わたしたち国民は、そのリスクの所在や歯止めのかけ方について、この段階で理解しておく機会を逸失

(図表18) 日銀のバランス・シートの大まかな見取り図の比較(2000年末、2005年末と2016年末)(図表2、3の再掲)

【平時＝BS政策採用前】

【「量的緩和政策」終盤】

【直近】「量的・質的金融緩和」下

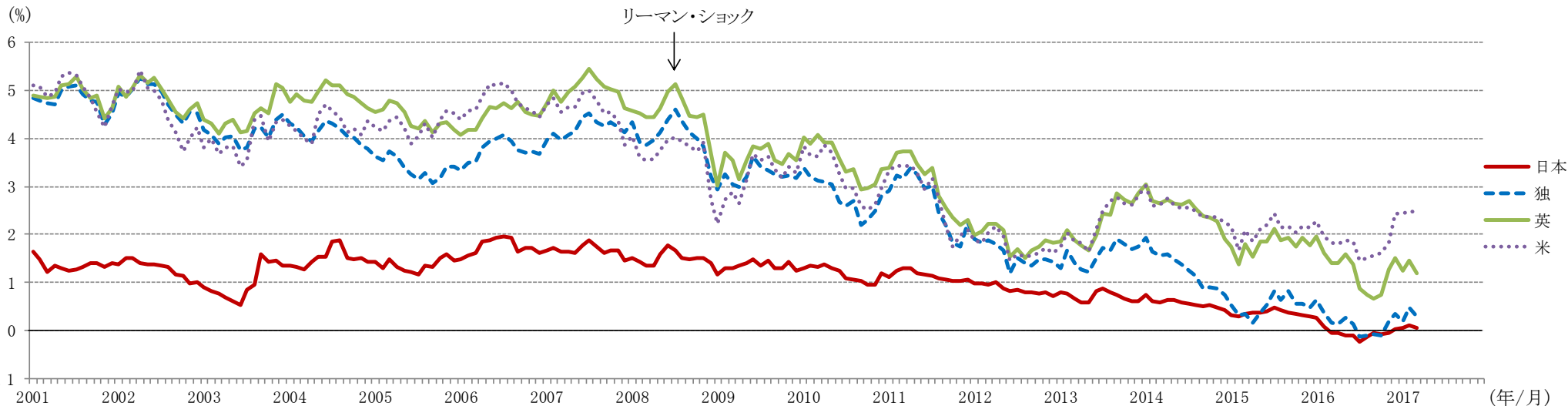


(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に作成。

(2) 遠からぬ将来、正常化局面で必ず生じる重い財務運営コスト

- わが国の場合、欧米主要国とは異なり、超金融緩和局面がすでに20年間近くに長期化
 = 中央銀行として買い入れる国債についているクーポンの利率は、欧米対比で相当に低い
- 買い入れた国債の加重平均利回りは、**Fedで3%台、イングランド銀行(BOE)で4%台** (いずれも2015年1月時点での日本総研試算)とみられるのに対し、**日銀の場合は同時点でわずか0.4%、足許では0.3%程度**

(図表19) 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

- これは、日銀の場合、正常化局面で、超過準備への付利の引き上げを行う際、BSの運営上**“逆ざや”**にならずに**すむ余地は極めて乏しい**ことを意味する
- 日銀のBS規模はすでに476兆円、当座預金残高は330兆円(2016年12月末時点)
- 正常化局面入り後、資産サイドの低利の国債との間で、**1%逆ざやになるごとに、毎年度3兆円強の財務負担が発生**

(図表20)「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の運用資産利回りの推移

実施前 ← → 実施後

(%)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度		2016年度 上半期	
				上半期	下半期		
運用資産合計(利回り)	0.502	0.447	0.415	0.389	0.409	0.371	0.317
円貨資産	0.466	0.424	0.400	0.376	0.396	0.359	0.306
貸出金	0.100	0.100	0.100	0.099	0.100	0.098	0.050
買現先勘定	-	-	-	▲ 0.120	-	▲ 0.120	-
国債	0.593	0.482	0.443	0.413	0.436	0.392	0.332
短期国債	0.102	0.073	0.021	▲ 0.043	▲ 0.011	▲ 0.078	▲ 0.185
長期国債	0.719	0.613	0.556	0.495	0.528	0.468	0.415
コマーシャル・ペーパー等	0.108	0.092	0.088	0.048	0.078	0.019	▲ 0.020
社債	0.249	0.174	0.122	0.102	0.122	0.082	0.042
外貨資産	1.560	1.351	1.171	1.098	1.111	1.085	1.046

(資料) 日本銀行『第132回事業年度(平成28年度)上半期財務諸表等について』(2016年11月28日)、『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(2015年5月27日)を基に日本総研作成。

- しかも、日銀の場合、買い入れた国債の残存期間の加重平均は**7.4年**(2017年1月末時点。風間直樹参議院議員あて日銀開示資料による<参考資料>)

 = 今後、保有国債の満期到来分を順次、全額満期落ちさせるとしても、**残高半減までに7年かかる計算**
- にもかかわらず、日銀の自己資本は**わずか7.6兆円程度**

 - 日銀は、2015年度決算より「債券取引損失引当金」の積み増しを開始するも、その額は**わずか、4,501億円(2015年度)、2,418億円(2016年度上半期)**

(図表21)「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の自己資本残高および自己資本比率の推移

実施前 ← → 実施後

	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末	2016/3月末	2016/9月末	(億円)
						前年度末比増減
資本勘定(A)	27,415	28,863	31,386	31,591	31,591	-
資本金	1	1	1	1	1	-
法定準備金等	27,414	28,862	31,385	31,590	31,590	-
引当金勘定(B)	33,396	36,493	40,294	42,754	45,172	2,418
貸倒引当金(特定を除く)	-	-	-	-	-	-
債券取引損失引当金	22,433	22,433	22,433	26,934	29,353	2,418
外国為替等取引損失引当金	10,963	14,060	17,861	15,819	15,819	-
自己資本残高(A)+(B)=(C)	60,811	65,367	71,680	74,346	76,764	2,418
銀行券平均発行残高(D)	815,695	844,116	873,941	922,957	958,411	35,454
自己資本比率(C)/(D)×100	7.45%	7.74%	8.20%	8.05%	8.00%	▲0.05%

(資料) 日本銀行『第132回事業年度(平成28年度)上半期財務諸表等について』(2016年11月28日)、『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(2015年5月27日)を基に日本総研作成。

(原資料注) 法定準備金等には特別準備金(13百万円)を含む。

- 正常化局面における日銀の財務運営は、持続可能なものとは到底、考えにくい
 - 中央銀行の財務コストの考え方(再掲、以下の式がマイナスになる場合)
 = (「買い入れた債券等の収益性」－「付利引き上げ所要幅」)
 ×「超過準備の規模」×「BS規模縮小までの所要年数」、で決定
 - この財務コストが自らの自己資本基盤で賄い切れなければ、財政支援が必要に

- しかも日銀は、2016年2月以降、「マイナス金利政策」を追加的に導入
 (同年9月以降は「長短金利操作」に)
 - マイナス金利(=「額面超え」)で、多額の国債買い入れを実施
 その毎期の償却が、日銀の財務運営を早くも蝕みつつある状況(図表22)
 2016年度上半期は、円高進行による外貨資産評価損をカバーできず、赤字に転落

- 現行日銀法には、政府による追加出資(損失補てん)の規定なし
- 日銀法を改正できれば解決できる事態といえるか?
 - 日銀が正常化局面に入らざるを得なくなるような、長短金融市場の環境で、国の利払費、財政運営はどのような姿になると想定されるか。安定的な財政運営の継続が脅かされかねないのではないか

(図表22)「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の経常収入と外国為替関係損益、当期損益の推移

実施前 ← → 実施後

(億円)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度		2016年度		前年同期比
				上半期	下半期	上半期		
経常収入	7,410	9,087	11,447	13,963	6,938	7,025	6,712	▲ 226
円貨資産	6,641	8,385	10,785	13,267	6,593	6,673	6,371	▲ 221
貸出金	332	256	286	348	173	175	82	▲ 90
買現先勘定	-	-	-	▲ 0	-	▲ 0	-	-
国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,391	6,483	6,284	▲ 107
短期国債	220	295	108	▲ 208	▲ 28	▲ 179	▲ 483	▲ 455
長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,420	6,662	6,768	347
(参考)受入利息	9,595	12,703	16,822	21,614	n.a.	n.a.	12,221	n.a.
(参考)償却額(利息調整額)	▲ 3,370	▲ 4,646	▲ 6,382	▲ 8,739	n.a.	n.a.	▲ 5,936	n.a.
コマーシャル・ペーパー等	18	18	19	10	8	2	▲ 2	▲ 10
社債	65	53	39	32	19	13	6	▲ 12
外貨資産	768	701	661	696	345	351	340	▲ 4
外国為替関係損益(為替差損益)	6,036	6,194	7,601	▲ 4,083	272	▲ 4,355	▲ 6,976	▲ 7,248
(各期末時点の為替相場)	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末		2015/9月末	2016/3月末	2016/9月末	
ドル相場	94.18	103.23	120.03		119.90	112.57	101.34	
ユーロ相場	120.74	142.21	128.96		133.99	128.11	113.92	
ボンド相場	143.09	172.07	177.93		181.33	161.67	131.51	
当期損益	5,760	7,242	10,090	4,110	6,288	▲ 2,178	▲ 2,002	▲ 8,291

(資料) 日本銀行『第132回事業年度(平成28年度)上半期財務諸表等について』(2016年11月28日)、『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(2015年5月27日)、ブルームバーグ記事「日銀: 国債購入で償却負担拡大、15年度8700億円に一緩和策が財務圧迫」2016年6月29日、日本経済新聞(電子版)記事「日銀に3つの不都合な真実 株高期待、高まらず」2016年8月18日、時事通信記事「日銀、9月中間損失2002億円ー4期ぶり赤字、円高で差損」2016年11月28日を基に日本総研作成。

(注) 国債収入のうち、(参考)と表記した別枠の内訳(受入利息、および償却額<利息調整額>)の計数は、2016年6月29日付ブルームバーグ報道、および2016年8月18日付日本経済新聞(電子版)報道、2016年11月28日時事通信報道に基づく(この各社に対して日銀が開示した計数)。

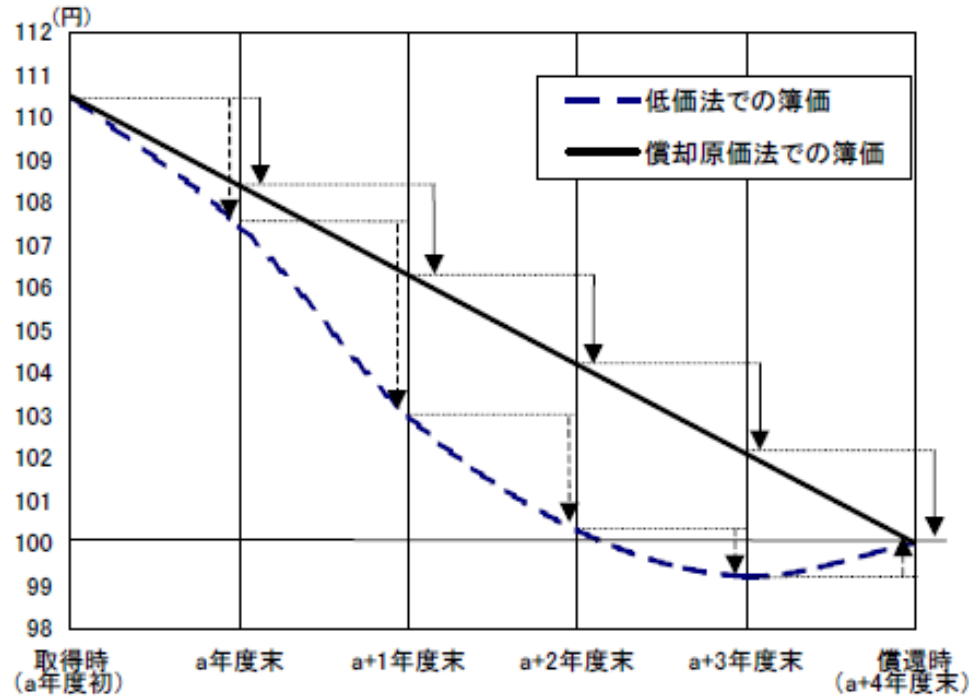
【参考：日銀が保有する国債の会計処理】

- 日銀はその会計上、国債の評価には「**償却原価法**」を適用(図表23)
 - －額面を上回る高値で国債を買い入れた場合、その損失(「アモチ損失」)は、満期時に一括して処理するのではなく、満期までの各期で均等に処理
- マイナス金利で巨額の国債買い入れを続ければ、日銀は、その償却額が国債の利息収入を食い尽くし、**正常化局面入りを待たずして、債務超過転落の可能性も**

(「含み損益」と「アモチ損益」)

- 「**含み損益**」(債券の時価に対するもの)と、「**アモチ損益**」(債券の額面<元本>に対するもの)とは、異なる概念
- 「償却原価法」を採用する日銀の場合、買い入れた国債の時価(市場金利)が変動しても、満期まで保有し続けるのであれば、財務運営に影響は生じない
⇒国債の「含み損」がただちに、赤字につながるわけではない
- 他方、国債を途中で売却するとなると、売却時点での時価(市場金利)に応じて、「含み損」ないし「含み益」が現実の損益に転化。財務運営上計上せざるを得ず
→市場金利の上昇局面(=価格の下落局面)での**国債の中途売却は、事実上困難**

(図表23) 低価法と償却原価法における簿価および損益の推移



↑ ↓ ... 償却原価法の場合に発生する期末償却額
 ↑ ↓ ... 低価法の場合に発生する期末償却額および償還時における償還益

(注) 点線は低価法における簿価の推移を示しており、時価の推移と一致。

(資料) 日本銀行企画室『日本銀行の政策・業務とバランスシート』、2004年6月28日、p6 BOX3.

【参考：マイナス金利、長短金利操作導入後のわが国の短期金融市場の状況】

- 日銀の場合、短期金融市場に、巨額の余剰資金(＝超過準備)が存在するもとで、2016年2月、マイナス金利を導入
 - －欧州中央銀行(ECB)のマイナス金利(超過準備はごく限定的にしか存在しないもとで、2014年6月にマイナス金利を導入)とは、最初から大きく異なる枠組み
- この、マイナス金利の導入直後から、わが国の短期金融市場の中核であるコール市場は、とりわけ有担保コール市場を中心に、ほぼ壊滅状態(図表24)
 - －「短期金融市場の取引を通じてマイナス金利が形成されている」とは到底いえず
 - －日銀自身による、“力づく”での、マイナス金利(＝額面超え)での国債買い入れによって、マイナス金利を作り出している状態
 - －超過準備の規模が限定的なユーロ圏とは、大きく異なる状況

(図表24)わが国のコール市場残高の推移

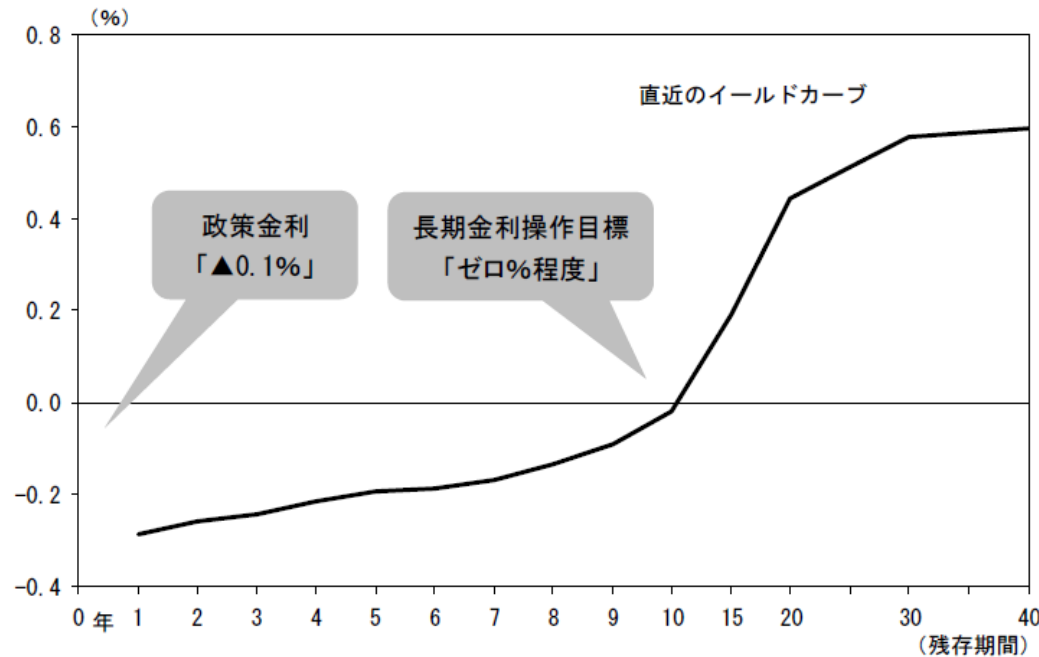
(末残ベース、億円)

暦年	月	無担保コール	有担保コール
1996		305,037	93,490
1997		305,884	87,215
1998		238,115	97,981
1999		125,475	93,463
2000		175,740	53,198
2001		69,344	102,278
2002		42,026	108,842
2003		62,217	125,971
2004		58,067	124,832
2005		75,606	135,969
2006		124,055	93,073
2007		165,986	91,389
2008		65,453	102,892
2009		44,182	130,819
2010		39,049	120,042
2011		36,686	139,056
2012		59,667	133,949
2013		56,840	112,855
2014		51,928	115,541
2015		56,487	136,832
2016		71,150	11,802
2015	10	58,169	136,038
	11	58,497	136,822
	12	56,487	136,832
2016	1	68,460	141,489
	2	37,368	16,117
	3	19,540	10,184
	4	46,736	14,327
	5	39,775	14,035
	6	43,033	15,634
	7	54,184	19,699
	8	55,750	19,297
	9	50,438	9,773
	10	59,714	19,887
	11	55,428	19,918
	12	71,150	11,802
2017	1	73,416	19,457

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

- 日銀は、2016年9月に導入した「イールドカーブ・コントロール」(長短金利操作)を下図(図表25)のように説明
- ところが、実際に形成されている長短市場金利をみれば(図表26)、オーバーナイト(O/N)金利よりも、日銀が国債買い入れで形成する5年物国債金利の方が低い、という“いびつな”イールド・カーブ
 - O/N金利も、政策金利(▲0.1%)を上回る＝「階層方式」の実効性には限界

(図表25)「イールドカーブ・コントロール」の考え方



(資料) 日本銀行『目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』2016年9月21日。

(図表26) わが国の長短金融市場金利の推移

暦年	月	コール・レート		国債新発債流通利回り (%)		
		無担保コール オーバーナイト	有担保コール 翌日物	5年	10年	20年
1996		0.44	0.38		2.760	
1997		0.47	0.44		1.910	
1998		0.32	0.34		2.210	2.995
1999		0.05	0.01		1.655	2.325
2000		0.20	0.22	0.975	1.640	2.170
2001		0.002	0.001	0.505	1.365	2.020
2002		0.002	0.001	0.295	0.900	1.515
2003		0.001	0.001	0.595	1.360	1.855
2004		0.002	0.001	0.600	1.430	2.060
2005		0.004	0.001	0.850	1.470	1.970
2006		0.275	0.229	1.240	1.675	2.060
2007		0.459	0.500	1.005	1.500	2.090
2008		0.103	0.080	0.680	1.165	1.695
2009		0.094	0.070	0.465	1.285	2.095
2010		0.079	0.060	0.395	1.120	1.850
2011		0.075	0.050	0.340	0.980	1.745
2012		0.076	0.050	0.185	0.795	1.760
2013		0.068	0.041	0.235	0.740	1.580
2014		0.066	0.031	0.025	0.320	1.050
2015		0.038	0.031	0.030	0.265	0.995
2016		▲ 0.058		▲ 0.115	0.040	0.570
2015	10	0.074	0.031	0.035	0.295	1.060
	11	0.076	0.031	0.035	0.300	1.060
	12	0.038	0.031	0.030	0.265	0.995
2016	1	0.066	0.031	▲ 0.070	0.095	0.815
	2	▲ 0.001	0.001	▲ 0.230	▲ 0.065	0.540
	3	▲ 0.002	0.001	▲ 0.190	▲ 0.050	0.440
	4	▲ 0.056	0.001	▲ 0.205	▲ 0.085	0.290
	5	▲ 0.054		▲ 0.235	▲ 0.120	0.240
	6	▲ 0.064		▲ 0.315	▲ 0.235	0.065
	7	▲ 0.046		▲ 0.260	▲ 0.180	0.180
	8	▲ 0.048		▲ 0.180	▲ 0.070	0.330
	9	▲ 0.060		▲ 0.250	▲ 0.085	0.355
	10	▲ 0.047		▲ 0.195	▲ 0.055	0.375
	11	▲ 0.054		▲ 0.105	0.015	0.445
	12	▲ 0.058		▲ 0.115	0.040	0.570
2017	1	▲ 0.058		▲ 0.100	0.080	0.655

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

補論1. その他の中央銀行の事例

(1) イングランド銀行 (BOE) 政策運営 – 当初から財務省がコストを負担する枠組み

- イングランド銀行 (BOE) の政府からの独立性獲得は1999年。日銀同様、比較的新しい
- 独立後も政府の影響力は強い
 - 金融政策運営上のインフレ目標は、財務大臣が決定し、BOE総裁に与える
 - その達成状況は、BOE総裁と財務大臣とで書簡を交換し、報告・説明
- 2009年1月19日、ダーリング財務大臣は英議会において、資産買い入れのためのファンド設立を表明
- 同年1月29日付BOE総裁宛書簡のなかで、同財務相は、以下の点を明らかに
 - ①資産買い入れは「資産買い入れファシリティ」(APP)というBOEからの与信を原資とするが、BOEの勘定からは切り離し子会社化した勘定で実施、
 - ②その金額の規模や買い入れ対象資産は財務省側が決定、
 - ③その将来的な損失はすべて財務省側が負担

＝危機直後の資産買い入れ開始時点において既に、このようなオペレーションはいずれ、財務コストが嵩むことを見通し、政府が負担するスキームに

- なお、BOEの最近の金融政策運営は苦戦中
 - Fedより2年余り早い2012年末をもって、新たな資産買い入れを停止したものの、正常化への着手は遅延
- そうしたなか、2016年6月の国民投票で“Brexit”可決
 - 金融市場、外国為替市場は大きく動揺し、長期金利は急上昇(前掲図表19)、ポンド安が進行し、物価は目標の2%超えの状態に(後掲図表29)
- にもかかわらず、BOEは“Brexit”による実体経済への悪影響緩和のため、2016年8月に政策金利を7年5ヵ月振りに引き下げ(0.50%→0.25%)、単発での資産買い入れ(英国債600億ポンドと社債100億ポンド)を実施
 - 正常化とは逆方向の政策運営を余儀なくされている状態
 - これまでのところ、ポンド安と物価の上振れは容認
- 今後も、“Brexit”と正常化のはざままで、難しい金融政策運営を迫られる公算

(2) スイス国立銀行(SNB)の政策運営 －「開放経済下の小国」の外貨準備急増事例

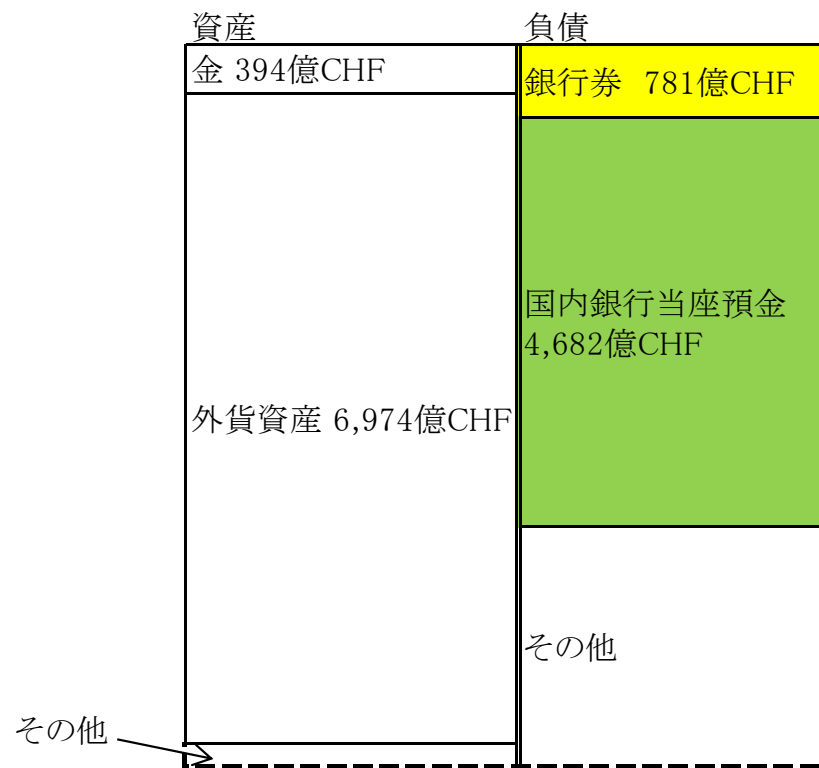
- 「開放経済下の小国」の典型例
 - －巨大な経済圏であるユーロ圏に隣接しつつ、単独の通貨であるスイス・フラン(CHF)を発行
- 対ユーロでのCHF相場が経済に大きく影響するため、金融政策運営上は**為替レート・ターゲティング**を採用
- 金融政策運営の手段は、外国為替市場介入が「主」であり、金利は「従」にとどまる
- BSも資産の大半が外貨準備(図表27)

- 近年の政策運営の経緯をみると、欧州債務危機の高まりを受け、安全通貨としてCHF高が進行し、SNBは苦慮。2011年9月にはCHFの対ユーロ・レートに上限(1€ = 1.2000CHF)を設定し、無制限に介入することを決定
- 2014年12月には、対ECBでの金利差確保に向けマイナス金利を導入したものの、強まるCHF高に抗し切れず
- 2015年1月には、SNBは唐突な形でCHFの上限レートを撤廃し、国際金融市場は混乱

(図表27) スイス国立銀行(SNB)のバランスシートの大まかな見取り図

2016年12月末

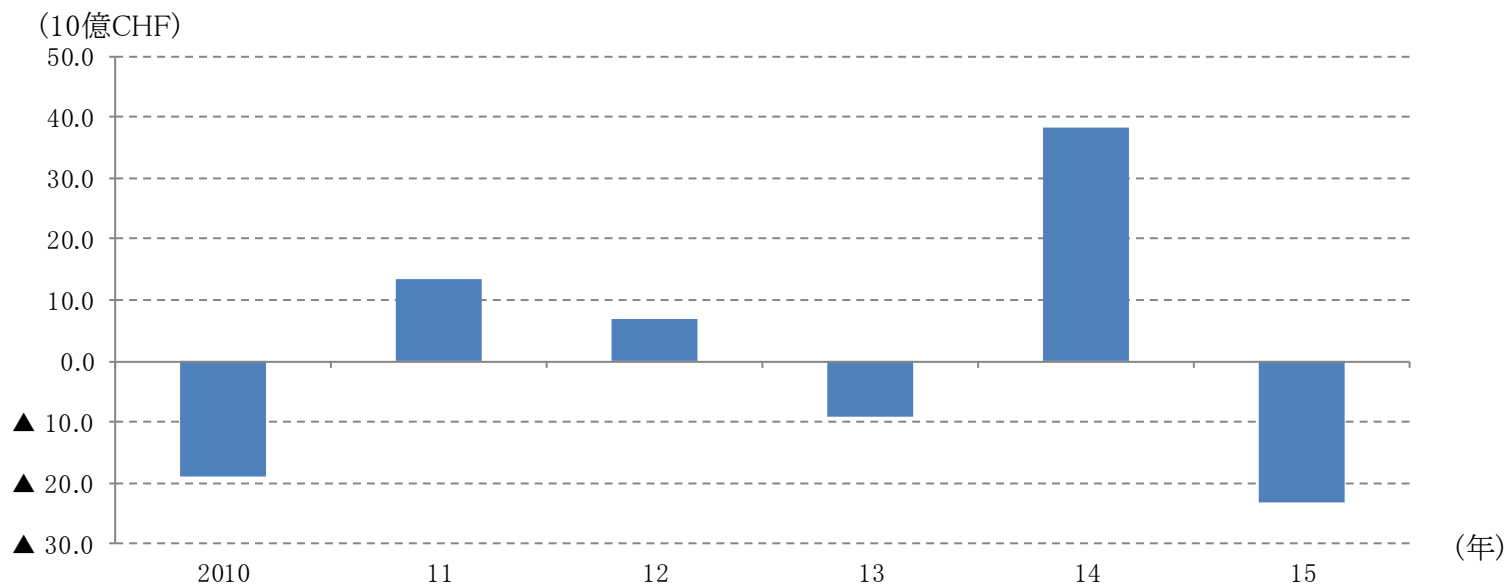
総資産 約7,465億CHF
 名目GDP比 約111%(2016/3Q)



(資料) SNB, Balance sheet items of the SNBの計数を基に日本総合研究所作成。

- 財務運営面の状況をみると、評価損益の振れの大きい外貨建て資産(外貨準備)を巨額に抱えていることから、SNBの損益の振幅は極めて大(図表28)
- スイスは財政事情の極めて健全な国家(後掲図表31)
 - SNBの振れの大きい財務運営は、財政規律の厳しい同国内でたびたび問題視
 - SNBは現在、向こう5年間にわたり、中央・地方(カントン)政府に対して年当たり10億CHFを納付することを確約させられている
 - SNBはこれに対し外貨準備資産の運用方針積極化(外国優良企業の株式等多額に保有)で対応
- こうした政策運営には議論の余地もあるものの、実際にはBSの資産が外貨建て資産中心で構成される場合は、政策目標であるCHF高の回避に成功すれば、CHF安下で保有資産の価値も上昇しており、資産圧縮を円滑に行い易い
 - ＝このような政策運営が許容されている背景
 - ＝国内要因でBSが拡大している日米英の中央銀行とは同列には論じられず

(図表28) スイス国立銀行(SNB)の損益の推移



(資料) SNB, Key Figures for each financial yearを基に日本総合研究所作成。

(3) 債務超過に陥った中央銀行の事例

- BS政策は中央銀行が債務超過に陥るリスクを有する政策
- 歴史的にみれば、中央銀行が債務超過に陥った事例は、開発途上国のケースを中心に、いくつか存在

(以下、植田和男日銀審議委員(当時)の2003年10月28日の講演要旨による)

- 債務超過に陥った中央銀行の例は中南米諸国に多い。その他にも一部のアジア、アフリカ、東欧の中央銀行、また先進国ではドイツ連邦銀行が1977～1979年に債務超過を経験
- 債務超過に陥った原因は多岐にわたる
 - 金融危機処理費用の一部を中央銀行が負担
 - 自国通貨高により外貨準備に評価損が発生
 - 為替取引に関わる産業政策に中央銀行が協力させられる過程で外貨建て債務を増やした後、自国通貨安が進行
 - 中央銀行保有の国債に政府が利払を実施せず

- 問題はこうした債務超過に陥った中央銀行の政策がそれによって歪められたか否か
 - 現実には多くのケースで物価安定の目標追求が困難になり、高率のインフレーションが発生
 - その理由は基本的に次の2つ
 - ①債務超過を自らのオペレーションで克服しようとするれば、多額の通貨発行益を稼ぐ必要。そのためには、高率の貨幣供給、インフレーションが必要に
 - ②債務超過を埋めるための財政措置が議論、発動される場合には、その規模、タイミング、是非等について財政当局等の裁量権や介入余地が強まり、物価安定とは必ずしも整合的ではない政策目標が中央銀行行動を縛る可能性
- (具体例)
 - 1980年代から90年代にかけてのベネズエラ中央銀行
 - 1980年代から90年代半ばにかけてのジャマイカ中央銀行、旧フィリピン中央銀行
- 他方、中央銀行の債務超過が必ずしも高率のインフレにつながらなかったケースも
 - 1997年から2000年にかけてのチリ中央銀行のケースが該当
 - 当時のチリの財政政策は極めて緊縮的で、マクロ政策全体としては安定的。インフレ率は4%以下に維持

(以下、雨宮正佳日銀理事の2016年3月31日の参議院財政金融委員会質疑による)

- チェコ、イスラエル、チリの3中央銀行に関しては、現在(引用者注:2016年3月時点)も債務超過が残存。その原因は、保有外貨資産の評価損。中央銀行に対する信認はこの間維持され、物価や金融システム安定の面で大きな問題は生じておらず

補論2. 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解

- 海外の“リフレ派”経済学者らは、BS政策を採用した中央銀行のその後の金融政策運営の在り方、困難の打開策如何について言及しているのか否か？（いずれも抄訳は河村）

【ポール・クルーグマン ニューヨーク市立大教授】

- やや自己中心的ではあるが、私は、1998年の「流動性のわな」に関する論文（引用者注：リフレ派の抛り所）で自分が言ったことをいかに変えることができるかを問うことにした
- 日本のデフレは人口動態を主因とするもので、金融政策が及ぼし得る力に限界がある
- 日本はインフレによって財政再建を達成するしかない。そのためには、2%のインフレ目標では低すぎ、もっと高い目標、真にアグレッシブな政策が必要
- （すでにバランスシートを巨大化させた日銀の今後の金融政策には、一切言及せず）
（NY Times上のブログ「日本再考」(Rethinking Japan)、2015年10月20日付）

【アデア・ターナー 新経済思考研究所所長（元英金融サービス機構＜FSA＞長官）】

- 中央銀行がマネタリーファイナンスを実施し、準備預金への付利が嵩む場合には、**準備預金の一部を無利子とし、民間銀行に預け入れを義務付ければよい**
（アデア・ターナー著、高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔 —ヘリコプターマネーは世界を救うか？』日経BP社、2016年12月、pp368～369）
＝「法定準備預金の強化」、民間銀行（≡預金者、国民）への課税に相当

【クリストファー・シムズ プリンストン大学教授】

- バランス・シートを大きく拡大させた中央銀行が、インフレ目標を維持しようとする、**政府からの資本注入**が必要に。通貨発行益を作り出すことができれば、資本注入を回避することができるが、それは**高インフレの進行を放置**することを意味する
(2016年8月26日、ジャクソンホールでのカンザスシティ連銀シンポジウムでのスピーチ “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence”, p13) <参考資料>

【この3氏の考え方の共通点】

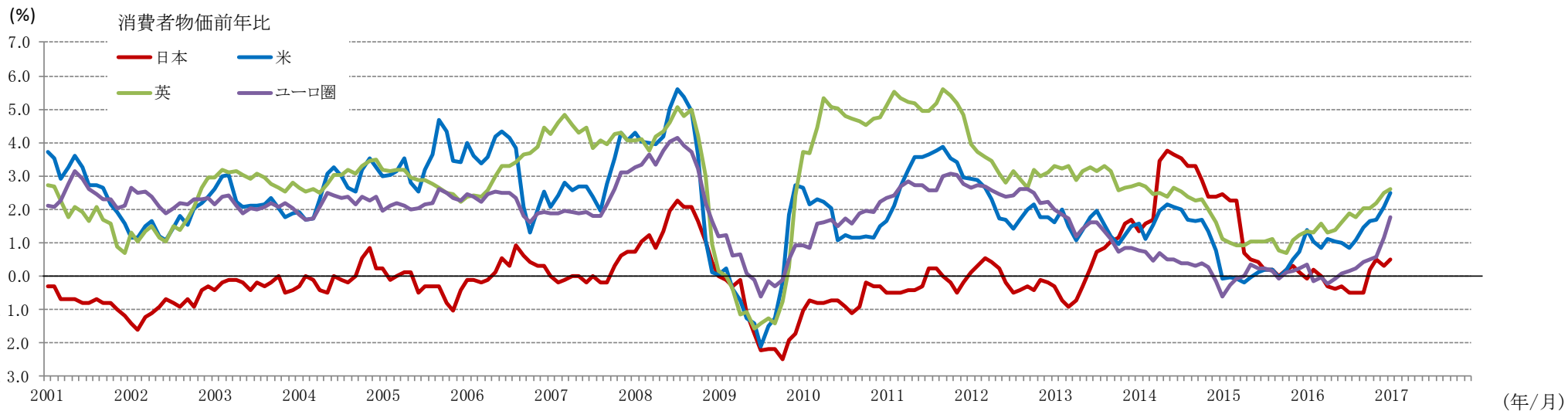
- 現在の日銀が抱える深刻な事態の打開に向けた**“特効薬”**を持っているわけでは**決していない**
 - －日銀の今後の金融政策運営に一切、言及せず(クルーグマン教授)
 - －日銀は、いずれ正常化局面に入れば、Fedと同様の手法で金融政策運営を進めざるを得ず、日銀に巨額の財務コスト、ひいては政府、日本国民に巨額の負担が発生することを前提に議論を展開(ターナー氏、シムズ教授)
- “特効薬”を持っていないのは、日本国内のリフレ派学者も全く同様では？

5. バランス・シート政策の位置付けとわが国の課題

(1) バランス・シート政策の金融政策運営上の今後の位置付け

- BS政策は、今後も金融政策運営上の一つ的手段として用いられる可能性あり
 - ただし、それを採用し得るかどうかには、様々な制約、予め留意すべき点が存在
- ①「往路」だけでは完結しない。「復路」に採り得る実現可能な手段、アプローチがあり得るかを事前に検討しておくことが必要
 - ②「往路」でどこまでBS規模の拡大が可能かは、当該国・中央銀行がそれまでの間に置かれてきた経済・金融環境に大きく依存
 - とりわけ「往路」の手段を、多額の債券買い入れとする場合、BS政策開始前までの当該国の金利水準(前傾図表19←経済成長率、物価<図表29>が影響)如何による制約は大
 - ③「復路」でのスムーズなBS規模縮小を可能とすべく、「往路」の手段や買い入れ対象資産を選択する際に、あらかじめ慎重な工夫要(債券の種類、残存年数等)
 - ④中央銀行が「復路」で自ら対応可能な範囲を超えて「往路」のBS政策を展開した場合、「復路」を首尾よく切り抜けられるかには、当該国の財政事情も大きく影響

(図表29) 主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(資料) Datastream.

(注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース。

- このほか、「復路」における**超過準備(過剰流動性)の管理**も課題
 - 現在、「世界初」の取り組みをFedが実施中。「復路」完了まで首尾よく管理し切れるかは、現時点では不明

- * 「復路」における超過準備管理のために、採り得る手段
 - ① 中央銀行による付利水準を、経済・金融の実態に合わせて引き上げ
(ただし、中央銀行に財務コストが発生)
 - ② 準備預金制度における法定準備率を引き上げ
(= 民間銀行に、無利子の中央銀行当座預金への多額の預け入れを強制)
~ ターナー氏、シムズ教授ら、海外の著名な“リフレ派”の経済学者は、①の付利引き上げが事実上不可能な場合は、この手段によらざるを得ずと主張

- * 超過準備(過剰流動性)流出のあり得る契機
 - 景気回復による貸出需要増(米国の一部で懸念)
 - 外国為替市場での過度な円安の進展、内外金利差の拡大?(日本)

(2) わが国の課題

【将来的な金融政策運営に対する現在の日銀のスタンス】

- 「量的・質的金融緩和」の開始後、4年近くが経過するも、未だに日銀自身からは、「将来、必ず正常化させる」旨が表明されたことは一切なし
- 金融政策決定会合の公表資料や、総裁の記者会見録等を見ても、これまでの金融政策運営決定会合において、このBS政策の「復路」の在り方、とりわけ財務運営問題を取り上げて議論された形跡がまったく見当たらない状態

＜参考資料－Fed、ECBの場合＞

【2016年9月の「総括的な検証」】

- マイナス金利導入後の国内の金融システムへの悪影響等について初めて認めるも、
- QQEの最大の副作用である、正常化局面において想定される事態には一切、触れることはなし
 - －日銀自身の財務運営の行き詰まり(債務超過転落長期化の可能性)、
金融市場・財政運営・国内経済の混乱等
 - ＝先行きの深刻な財務問題への対応策や考え方は一切、示されず**
- 深刻な将来の課題に向き合うどころか、「オーバーシュート型コミットメント」を採用

【日銀がすでに抱えている将来的な財務運営のコストはどれほどか？】

- 日銀がこれまで積み重ねてきた「量的・質的金融緩和」の結果、抱えるに至った将来的な財務運営の潜在的成本は、すでに極めて大きい
 - － 専門的、精緻な推計、分析によるこのコストの試算結果も複数発表

「日銀の剰余金は2017～32年にかけて16年間マイナス。その間の最大のマイナス幅は6.1兆円」

（藤木裕・戸村肇「量的・質的金融緩和」からの出口における財政負担」
『TCER Working Paper Series J-13』公益財団法人東京経済研究センター、
2015年9月。2016年に2%目標達成を前提）

「日銀が当座預金金利を2%に引き上げた場合の逆ざや損失の現在価値は48兆円」

「現在の銀行券需要と準備預金制度の下で、日銀のストックベースでの損失吸収力は約40兆円」

「日銀の運用資産金利が2%の下で、フローの通貨発行益は毎年8千億円程度」
（深尾光洋「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」
『RIETI Discussion Paper Series 16-J-032』独立行政法人経済産業研究所、
2016年3月。日銀保有国債のデュレーション8年の場合）

【2016年中の「金融政策決定会合における主な意見」における記述】

(2016年7月28日、29日開催分)

- 金融緩和の限界、副作用という考えを否定することが必要である。金融緩和の「量」の限界は、国債の発行残高である。また、金融緩和の出口で、金利の上昇により日銀の収益がマイナスになりうるということが金融緩和の制約になるという議論があるが、量的緩和によって日銀の収益は拡大していること、金利の上昇により長期的には日銀の収益が増大することから、そのような制約はない

⇒近年の日銀の収益は拡大しているといえるか？(前掲図表22、図表30)

近い将来に想定されるこのような損失を、長い目でみた「通貨発行益」でカバーすることは本当に可能か？

今後の金利の上昇局面を、巨額の超過準備を抱えつつ、日銀の財務運営は持ちこたえられるのか？

(2016年10月31日、11月1日開催分)

- 金融政策の結果としての日本銀行の財務への影響を対外的に丁寧に説明する必要がある

(図表30) 日銀の国庫納付金の推移

(億円)

	日銀・国庫納付 一般会計当初 予算ベース	日銀・国庫納付金					(参考)			
		一般会計決算 ベース	(参考)			日銀総資 産(年度 末)	一般会計		一般会計 歳入(除く 公債金)	
			当初予算対 比の上(下)振 れ幅	対日銀総資産 比率(%)	対一般会計歳 入(除く公債 金)等比率(%)		歳入	公債金		
(A)	(A)	(B-A)	(A/B)	(A/C)	(B)	(D)	(E)	(C)		
1982 昭和57	9,855	11,674	1,819	n.a.	3.4	n.a.	480,013	140,447	339,565	
1983 58	12,627	13,128	501	n.a.	3.4	n.a.	516,529	134,863	381,666	
1984 59	12,833	13,404	571	n.a.	3.4	n.a.	521,834	127,813	394,021	
1985 60	13,198	16,323	3,125	n.a.	3.9	n.a.	539,926	123,080	416,846	
1986 61	10,024	10,016	▲ 8	3.1	2.2	325,672	564,892	112,549	452,343	
1987 62	3,840	3,840	0	1.1	0.7	347,398	613,888	94,181	519,706	
1988 63	3,708	3,709	1	0.9	0.6	396,435	646,074	71,525	574,549	
1989 平成元	3,800	1,847	▲ 1,953	0.4	0.3	451,307	672,478	66,385	606,093	
1990 2	2,440	3,240	800	0.7	0.5	491,566	717,035	63,432	653,603	
1991 3	10,320	15,159	4,839	3.1	2.3	495,913	729,906	67,300	662,606	
1992 4	13,320	21,121	7,801	4.4	3.4	479,890	714,660	95,360	619,300	
1993 5	14,020	16,522	2,502	3.3	2.7	501,709	777,312	161,740	615,572	
1994 6	8,510	9,821	1,311	1.9	1.6	504,117	763,390	131,563	631,827	
1995 7	6,690	6,690	0	1.2	1.1	542,958	805,572	183,959	621,613	
1996 8	4,740	10,746	6,006	1.7	1.7	619,631	818,090	198,687	619,403	
1997 9	7,388	7,475	87	1.0	1.2	714,584	801,705	184,580	617,125	
1998 10	4,890	14,360	9,470	1.8	2.6	797,450	897,827	340,000	557,827	
1999 11	4,906	10,859	5,953	1.0	1.9	1,062,017	943,763	375,136	568,628	
2000 12	5,209	12,581	7,372	1.1	2.1	1,150,959	933,610	330,040	603,570	
2001 13	5,009	13,905	8,896	1.0	2.4	1,385,648	869,030	300,000	569,030	
2002 14	5,674	5,053	▲ 621	0.4	1.0	1,411,674	872,890	349,680	523,210	
2003 15	1,096	472	▲ 624	0.0	0.1	1,493,819	856,228	353,450	502,778	
2004 16	5,020	1,691	▲ 3,329	0.1	0.3	1,505,173	888,975	354,900	534,075	
2005 17	3,352	3,172	▲ 180	0.2	0.5	1,448,629	890,003	312,690	577,313	
2006 18	4,478	7,415	2,937	0.7	1.3	1,127,409	844,127	274,700	569,427	
2007 19	7,026	6,087	▲ 939	0.5	1.0	1,134,262	845,535	253,820	591,715	
2008 20	7,210	2,552	▲ 4,658	0.2	0.5	1,238,886	892,082	331,680	560,402	
2009 21	6,694	3,488	▲ 3,206	0.3	0.6	1,218,241	1,071,142	519,550	551,592	
2010 22	3,285	443	▲ 2,842	0.0	0.1	1,423,631	1,005,346	423,030	582,316	
2011 23	2,862	5,026	2,164	0.4	0.7	1,394,569	1,099,795	427,980	671,815	
2012 24	2,752	5,472	2,720	0.3	0.9	1,648,127	1,077,620	474,650	602,970	
2013 25	4,064	5,767	1,703	0.2	0.9	2,415,798	1,060,447	408,510	651,937	
2014 26	6,382	7,568	1,186	0.2	1.1	3,235,937	1,046,791	384,929	661,862	
2015 27	8,205	3,905	▲ 4,300	0.1	n.a.	4,056,481	n.a.	n.a.	n.a.	
2016 28	5,351									
2017 29	3,044									

(資料) 財務省『決算書データベース』、『日本の財政関係資料』平成28年4月、『財政統計 予算・決算等データ』、日本銀行『時系列統計データ』、『日本銀行統計』を基に日本総研作成。

(注) 日銀の総資産は1998年以降は年度末ベース(出所は『時系列統計データ』)、1986～97年は年末ベース(出所は『日本銀行統計』)。

【現下のわが国で、今後あり得る展開】

- ・ 自由な資本移動体制（開放経済）のもとでは、今後、海外の金利が日本よりもかなり高くなり、円安が進展するようなことがあれば、**日本国内の資金は金利の高い海外に向けて流出し始める可能性も否定できず**
 - 現在の短期金融市場には、**300兆円強**という、“空前絶後”の巨額の過剰流動性（＝民間金融機関の余剰資金）が存在し、日銀の当座預金内に滞留
 - これを、なんとしても日銀に預けさせ、資金流出させないようにするためには、2つの選択肢があり得る
 - ①日銀が当座預金に支払う付利水準を、海外見合いで引き上げるか
 ≪市場メカニズム尊重アプローチ≫
 - ②法定準備率を引き上げて、無利子の当座預金に義務的に預けさせる額を増やす（≡銀行への課税に相当＝預金者への課税＝国民の負担）
 ≪金融規制強化アプローチ≫
- ・ ①と②の両方のアプローチとも、最終的には巨額の国民負担とならざるを得ず
 ⇒政治問題化し、日銀の債務超過転落回避を最優先とせざるを得なくなれば、国内外の情勢変化に応じた機動的な金融政策運営は不可能に
 ⇒外国為替市場介入で止められるか？
 ⇒資本移動規制発動（為替の変動相場制放棄）より他に手だてがなくなる可能性も
 次世代の国づくり

【国の財政運営への影響】

- こうした事態に至れば、政府の財政運営も困難な局面に追い込まれる可能性が高い
- わが国の場合、財政事情は極めて悪い。政府債務残高の大きさのみならず、その調達構造が短期債中心であるため、金利変動に対して極めて脆弱(図表31)
- 近年の予算運営をみる限り、一般会計の予算規模90兆円強に対して、利払費は9兆円程度にとどまる(図表32)
- 海外の金融情勢の変化、日銀の金融政策運営の制御不能状態転落を受けて、長期金利の上昇が始まれば、利払費は急増(図表33)
 - わが国の財政運営は相当に厳しい状況に追い込まれ、かつ、その状態が長期化
 - 日銀に逆さやの補てんをすどころの事態ではもはや、なくなるのではないか
 - 「政府と日銀によるアコードの締結」では到底、対処し切れず
 - 国内金融機関の経営継続にも大きな影響。国債発行による公的資金注入は不可能
 - わが国の財政事情は、IMFによる支援可能な規模を大きく超越
 - 第二次大戦直後にわが国自ら経験した事態の再来か？

(図表31) 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
 (2016年4月公表時点における、IMFによる2016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	249.3	36.5	4.9	41.4	▲ 4.9	▲ 4.8
アメリカ	107.5	16.0	3.8	19.8	▲ 3.8	▲ 1.8
イギリス	89.1	6.2	3.2	9.4	▲ 3.2	▲ 1.6
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	68.2	4.3	▲ 0.1	4.2	+ 0.1	+ 1.1
イタリア	133.0	16.0	2.7	18.7	▲ 2.7	+ 1.4
スペイン	99.0	14.7	3.4	18.1	▲ 3.4	▲ 0.9
ギリシャ	178.4	8.8	1.2	10.0	▲ 4.2	▲ 0.6
(参考)						
スイス	44.9	1.7	0.3	1.9	▲ 0.3	▲ 0.1

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015およびApril 2016を基に日本総研作成。

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

(原資料注1) 殆どの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)にかかるもの。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、2016年および2017年の短期負債残高が、それぞれ、2017年および2018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。2016年もしくは2017年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2015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かかるもの。

(原資料注4) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆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かか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5) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

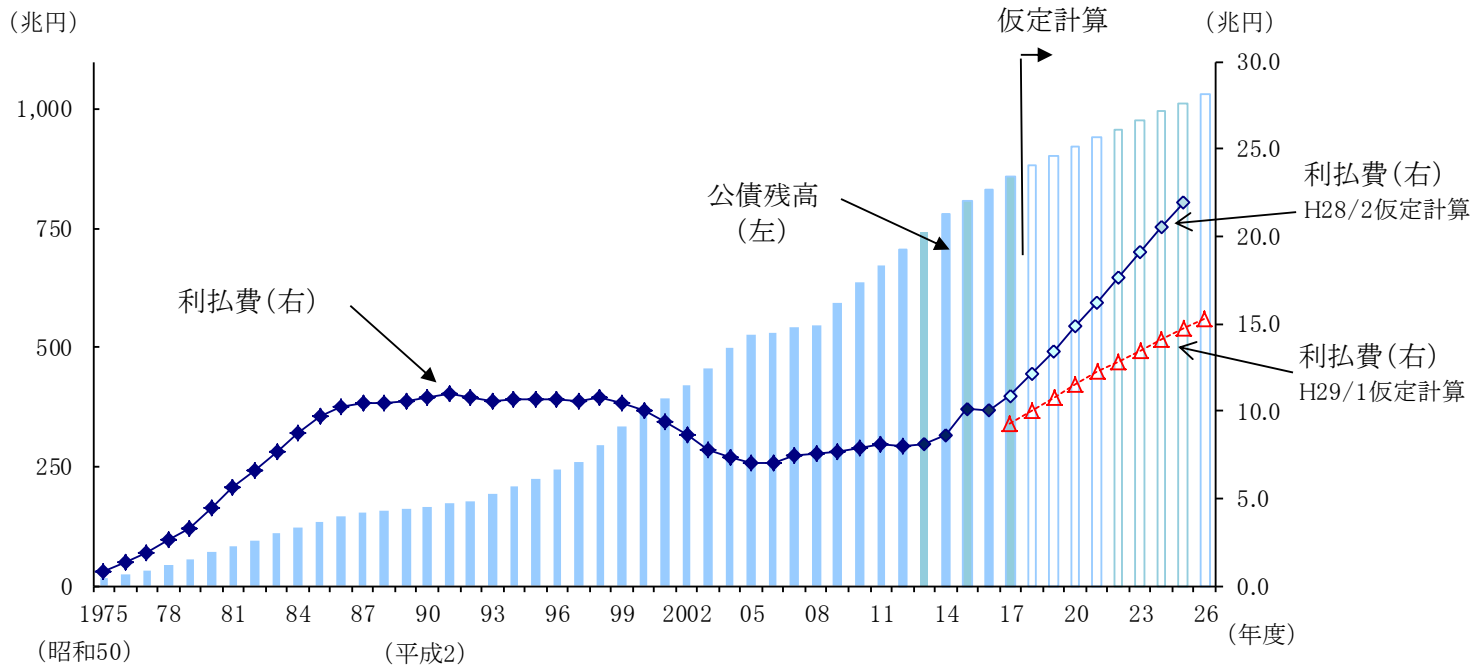
(注6) ギリシャのみ、グロス所要資金調達額(その内訳としての満期負債、財政収支)は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。債務残高と財政収支、プライマリー・バランスは2016年4月時点における2015年の計数。

(図表32) わが国の平成29年度当初予算政府案における、一般会計の大まかな歳出・歳入の見取り図

<歳入>		<歳出>	
税収	57.7兆円	社会保障関係費	32.5兆円
その他収入	5.4兆円	地方交付税交付金等	15.6兆円
公債金	34.4兆円	公共事業費ほか	25.9兆円
<一般会計歳入・歳出総額>		国債費	23.5兆円
97.5兆円		うち債務償還費	14.4兆円
		利払費	9.2兆円

(資料) 財務省『平成29年度予算のポイント』を基に作成。

(図表33)財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



- (資料) 財務省『日本の財政関係資料』、および『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』の平成28年2月版、平成29年1月を基に日本総合研究所作成。
- (原資料注1) 平成28年版、平成29年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の[試算-1](*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。平成28年度(平成29年度)版では、平成34年度(平成33年度)以降、新規公債発行額は平成33年度(平成33年度)の「差額」と同額と仮置きし、金利は平成33年度(平成32年度)と同水準と仮置き。
- (原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及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。
- (注3) 原資料注1の(*)における、平成28年度版における平成28年度から33年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成28年度から順に、1.6%、1.7%、1.9%、2.0%、2.2%、2.4%(33年度)。
- (注4) 原資料注1の(*)における、平成29年度版における平成29年度から34年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成29年度から順に、1.1%、1.2%、1.3%、1.4%(32年度)。

【今後望まれる政策運営の方向性】

- わが国の金融政策運営・財政運営は一見、平穏
- しかしながら、「復路」で対応可能な範囲をすでに大きく超えた「往路」のBS政策がすでに実施されている結果、わが国の経済運営の先行きを大きく揺るがしかねない巨大なリスクが日銀に蓄積されつつある状況
- 現在の金融政策の運営スタンスを見直し、先行きのリスク管理を最優先にすべき
 - 日銀が2016年9月の「総括的検証」で封印した自らの財務問題をまず直視すべき
 - 最優先すべきは、まず、買い入れ「量」の段階的な縮小、そしてその次にBS規模の段階的な縮小、「金利」は急激な変動を回避するための目安として「従」の位置付けにとどめるべき
- 折しも海外金利は上昇局面。わが国としても、その波に乗り遅れることなく、うまく利用して金融政策運営の正常化に段階的に舵を切るべき
- わが国全体としても、それに伴う市場金利の上昇を受け容れ、利払費の増加をカバーできるだけの抜本的な財政構造改革を行っていくことが、今後のわが国の経済・財政運営の安定的な継続を確実にするために不可欠
- 市場金利の上昇から逃げ続けている限り、わが国経済には“明日”はない！

補論3. 主要中央銀行等におけるバランス・シート政策の検討状況

〈いずれも詳細は参考資料参照〉

- 欧米では、BS政策の導入後、主要中央銀行の金融政策を決定する会合における議論の内容は様変わり
 - －政策金利の上げ下げのみが金融政策運営の手段であった時代とは異なり、議題は内外経済・金融情勢の分析、見極めばかりではなく、採用する新たな手段や枠組みの
 - ①設計いかん、②想定される伝播の経路、③市場への影響、④実体経済に期待される効果、⑤手段によっては自らの財務運営問題を含めて想定される副作用、⑥国との関係、等が、会合の議題として取り上げられ、事務方の分析・報告等を基に、メンバー全員で真剣な議論を展開
 - －こうした議論は、新たな手段の採用前の段階のみならず、実施中の会合でも継続。実際の市場・経済動向に基づく効果や副作用の分析等も踏まえつつ議論を重ね、収束すべき時期の判断にかかわる議論も行われているところ

- BS政策の〈往路〉で「大規模な資産買い入れ」を手段として選択した場合、その「復路」における金融政策運営は、Fedが現在行っている手法が標準、定石となりつつある(裏を返せば、この手法によらずとも「正常化」が可能となる“魔法”のような「復路」手段は存在しない、という理解が一般的に)
- 海外の主要中央銀行においては昨今、この「BS政策の復路の在り方」が主要な関心事項。カンファレンスやワークショップ等がきわめて活発に開催されており、各中央銀行が、学界も含めてさかんに知見を共有し、金融政策運営の次の展開に活かそうと熱心に取り組んでいる様子が窺われるところ
 - その主なトピックは
 - ① 「復路」で採り得るオペレーションの在り方(効果、副作用を含め)
 - ② 危機後の低成長・低金利時代における金融政策運営の新たな枠組みの在り方
 - ③ 政府と中央銀行との関係の在り方
(アカデミックな立場から、「復路」であり得る副作用にも鑑み)

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp

<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>