

# バランスシート政策の課題 責任ある「出口戦略」の在り方

金融危機後に大規模な資産買い入れを実施し、バランスシート（以下BS）を約4・5兆円にまで膨張させた米連邦準備制度（Fed）は2015年末以降、短期金利の引き上げ誘導をすでに3回実施した。さらに、連邦公開市場委員会（FOMC）において、資産規模縮小の手法にかかる議論を本年3月から開始するなど、正常化に向けての歩みを着々と進めつつある。BS政策を「往路」において展開した中央銀行は、その「復路」においていかなる課題を抱えるのか。復路での確実な正常化を前提とすれば、往路にはそもそも、各中銀の置かれた状況に応じ、どのような制約があるのか。日銀はどのような課題に直面し、今後、いかなる政策運営を求められるのか。

## 「復路」で抱える困難と課題

BS政策の実施に踏み切った中央銀行は、Fedの例が端的に示すように（図表1）、BSを拡大させるいわば往路において、国債（財務省証券）やMBS（モーゲージ担保証券）等の資産を大規模に買い入れた対価として、民間金融機関に巨額の流動性を供給した。すべての民間金

融機関は巨額の「カネ余り」状態に陥り、他に行き場のない巨額の余剰資金をFedの当座預金に預けている状況にある（図表1中の「預金機関預金」）。その残高は、かつて民間金融機関がFedに預けていた、他行との決済需要等に基づく必要最低限の規模をはるかにしのいでいるため、「超過準備」とも呼ばれる。このままでは、市場には資金不足先は

皆無である故、金融取引は発生せず、金利も付かず、永遠にゼロ金利のまま、ともなりかねない。しかも、この超過準備とは、民間銀行にとつては引き出すインセンティブがあれば、いつでも引き出せる性格のもので、下手をすれば景気の過熱や高インフレ等を引き起こしかねず、いわば「過剰流動性」に相当するものだ。Fedの側からすれば、

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、同年日本銀行入行、  
91年2月日本総合研究所入社  
（調査部）、14年7月から現職。09  
年から国税審議会委員、14年か  
ら住宅金融支援機構事業運営審  
議委員会委員、15年から行政改  
革推進会議民間議員をそれぞれ  
務める。

正常化が完了するまでの間、物価の安定を維持しつつ、これをいかに首尾よく中央銀行内に封じ込めて管理していくかが、金融政策運営上の最大の課題となる。これこそがまさに、BS政策の往路で「大規模な資産買い入れ」を展開した中央銀行が、復路で抱える共通の課題であり、往路での展開度合いによつては、「至難の業」となる可能性がある。

## Fedの正常化手法と課題

これに対してFedは危機後、次のような手法を編み出した。中央銀行は、それまで無利子が当然であった中央銀行当座預金に付利する制度を導入すれば、民間銀行に

〈図表1〉Fedのバランスシートの  
大まかな見取り図(2017年3月末)

総資産 約4兆4,696億ドル 名目GDP比約24%(2016/3Q)	
(資産サイド)	(負債サイド)
財務省証券 2兆4,643億\$	発行銀行券 1兆4,898億\$
中長期債 2兆3,406億\$	預金機関預金 2兆4,207億\$
インフレ連動債 1,237億\$	リバースレポ約定等 5,109億\$
MBS 1兆7,736億\$	その他負債・資本 482億\$
その他証券 1,679億\$	
その他 683億\$	

(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。

(出所)FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, March 30, 2017の計数を基に日本総合研究所作成

供給した巨額の流動性を市中にあふれかえらせることなく、中央銀行に預けさせたままで管理できる。同時に、市場の流動性を大規模に吸収するオペレーションを併用すれば、何とか市場を動意付かせて金融取引を成立させ、市場金利が形成されるように促すことができる。そして、その付利水準を徐々に引き上げていけば、巨額の流動性が供給されている中でも、一定の金融引き締めを行うことができる。

しかし、最終的に金融政策運営を正常化させるためには、これと合わせて中央銀行の膨張したBSを元通りの規模に縮小し、無用な超過準備を解消しなければならぬ。ここで問題となるのは、復路では景気拡大やインフレ率の上昇といった経済状況になっている可能性が高いことだ。買い入れた固定利付債券の中途売却ができれば市場から過剰流動性を容易に吸収でき、BSも縮小できるものの、金利上昇局面では債券の価格が下落し、巨額の売却損が当該中央銀行の負担となるため事実上困難だ。故に、当該中央銀行は、往路で買い入れた資産を、復路において満期到来まで保有し、「満期落ち」によって圧縮していくことになる。これがFedが編み出した復路の正常化の手法である。

しかしながら、このような方法での金融政策の正常化は、かつては無利子であった中央銀行当座預金への利払いのため、中央銀行に財務運営上のコストが発生することが大きな課題となる。この財務運営コストの大きさは①往路でBS、ひいては付利が必要となる中央銀行当座預金の規模の拡大度合い②復路において、どの程度の金利水準までの引き締めが必要になるか、さらに③往路で買入れて保有する資産の収益性（クーパーの水準。付利を上げてもどこまでなら逆ぎやにならず持ちこたえられるか）やリスクの質④BSを元通りの規模に縮小するまでに要する年数—といった要因で決定される。

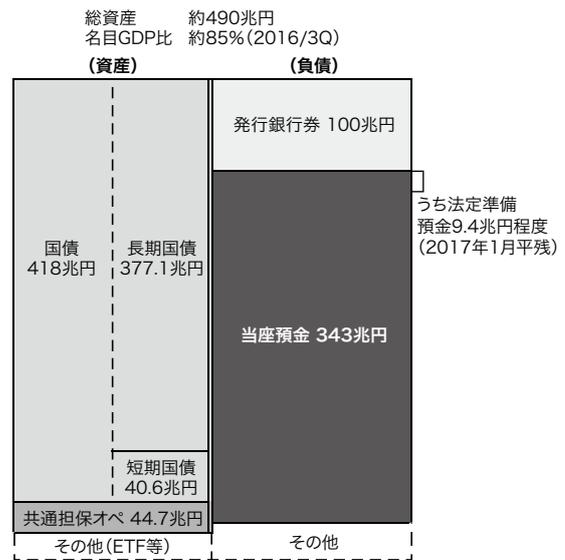
### BS政策の展開可能な限度

BS政策を展開した中央銀行が、復路にこうした重い課題を抱えることに鑑みれば、BS政策とはそもそも往路においてどこまでも無限に拡張できるものではなく、一定の限度があると考えるのが自然であろう。各中央銀行がBSをどこまで拡大できるのかは、将来的に支障なく正常化できるかどうかにかかっている。その意味での拡大の限度は①BS全体やその負債サイドに存在する超過準備の規模②当該中央銀行が買い入

財政支援を回避すべく、債務超過への転落回避を最優先にせざるを得なくなり、国内外の経済・金融情勢に応じた機動的な金融政策運営を行えなくなるリスクもある。これらが、とりわけ「大規模な資産買い入れ」によってBS政策を展開した中央銀行が、その復路において抱える最大の問題点といえよう。

ちなみに、歴史的な経験を振り返れば、1980～90年代にベネズエラやジャマイカ、フィリピンといった国々において、中央銀行の債務超過から高インフレを引き起こした事例が存在する。

【図表2】日本銀行のバランスシートの大まかな見取り図(2017年3月末時点)



(出所)日本銀行「金融経済統計月報」の計数を基に日本総合研究所作成

「出口説明」のあるべき姿

能な国債として、はクーポンが極めて低いものしか存在していない。日銀がBS政策を展開するに当たり、往路での拡張余地には、最初からおのずと限界があった、と考えられよう。

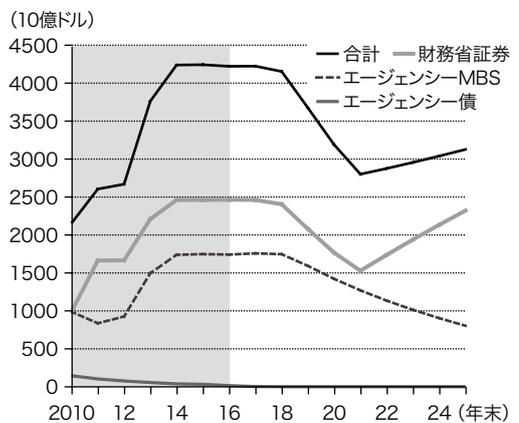
れて資産サイドで保有する債券等のデュレーションや③収益性④リスク性資産も保有する場合はそのリスクの度合い等の要因をすべて包括した上で判断せざるを得ない。日銀の場合、すでにBS規模を約490兆円にまで拡大している(図表2)。一方で、資産サイドで保有する国債の加重平均利回りはわずか0・27%程度にとどまる(17年3月末時点)。「量的・質的金融緩和」というBS政策を導入する前の段階で、わが国としてすでにかなりの長期間にわたり、低成長・低金利状態が継続していた。このため、日銀が買い入れ可

日銀の黒田東彦総裁は「出口問題」に関して従来、「時期尚早」の一点張り、去る5月10日の衆院財務金融委員会での参考人質疑において、「日銀の財務面に及ぼす影響も説明するのは重要」だとして、「(公表を)慎重に検討していきたい」と述べた。日銀のBS規模が近々、500兆円に届かんとする中で、相当に遅きに失した感はないものの、ではどのような形、どのような姿勢で出口戦略を公表することが求められるのか。それには、出口戦略について

自らの財務運営への影響も含めて、初期の段階から積極的に、かつ誠実・丁寧に、米国民や市場関係者に対して説明してきたFedの取り組みや姿勢が大いに参考になる。

Fedの場合は、BS政策がまだ往路にあつたさなかの13年から、正常化戦略に関するFOMCでの議論が本格化するのに合わせて、対外的な説明にも力を入れて始めている。具体的には、その時点でFOMCとして議論していた先行きの金融政策運営のあり得る複数のパスに合わせたシナリオに基づき、財務運営への影響や連邦財務省への納付金の予測値も含めた試算結果を公表している。その後も、毎年4月にFedのオペレーションを一元的に所管するニューヨーク連銀が、オペを実施するシステム公開市場勘定(SOMA)の年次報告を公表する際、アップデートした試算結果を合わせて公表している。17年4月の最新の年次報告においては、FedがSOMAにおいて保有する資産の縮小が18年に開始され、21年ごろに完

【図表3】SOMAの国内債券保有予測

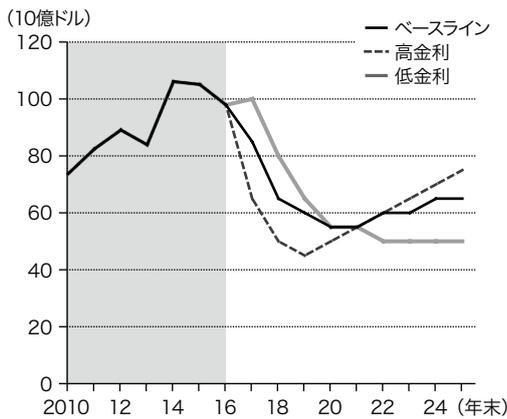


(注)網掛け部分は実績値。(出所)FRBNY, Domestic Open Market Operations during 2016, April 2017, p35 Chart26を基に日本総合研究所作成

了する姿が示されている(図表3)ほか、これに伴うSOMAのネット金利収入(「粗利益」に相当)の見通しが、複数の金利シナリオの下で試算され、明らかにされている(図表4)。

日銀が出口戦略を明らかにする際、最も重要なのは、これほどまでに大規模に拡大させてしまった自らのBSを、将来的に正常化させる意思があるのかどうかを明確にすることであろう。Fedの場合はBS政策への着手から間もない10年ごろから、「将来的には必ず正常化させる」旨を、米連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ前議長やイエレン議長ら

【図表4】SOMAのネット金利収入  
(=粗利益)の予測



(注)網掛け部分は実績値ベースのリターン。  
(出所)FRBNY, Domestic Open Market Operations during 2016, April 2017, p37 Chart31を基に日本総合研究所作成

【図表5】日本銀行が保有する利付国債の残高等(2017年3月31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	347,435	57.5	0.9
5年債	1,021,364	63.7	2.7
10年債	1,347,904	45.0	6.3
20年債	621,360	29.3	12.6
30年債	225,355	24.4	26.3
40年債	47,871	28.8	37.0
変動利付債	51,981	19.9	2.9
物価連動債	14,235	18.6	4.4
合計	3,677,505	42.0	7.4

(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売却入札による残高の変動を含む。  
(資料)風間直樹参議院議員あて日本銀行開示資料(2017年5月11日)

BS政策にFedよりもはるかに「深入り」している状況にあり、保有国債の足元の残存年数加重平均は実に7・4年に達する(図表5)。これは、仮に今後、満期到来分の国債を全額「満期落ち」させるとしても、保有残高の半減に約7年半を要する、ということの意味する。実際には少なくとも十数年にわたる期間の

試算結果を示す必要があり、その間、年度ごとにどの程度の赤字幅が予想され、最大となるのはいつ頃の時点でのどの程度の赤字幅になるのかや、赤字幅の累計額は、正常化の完了までどの程度の金額に達するのかも合わせて示す必要がある。また、これらに關しては、中心的な金利シナリオに基づくもののみならず、金利上振れシナリオや下振れシナリオ、さらに、正常化への着手の時期が前倒しになったケースや後倒しになったケースについても、それぞれ実際の各年度の赤字幅やその累積額がどのように変化するかについて示すことが求められるよう。

ちなみに、藤木裕中央大教授と戸村肇早大准教授は、日銀の出口における財政負担の試算結果を明らかにしている。日銀が今後も年80兆円のペースで長期国債を買い続け、19年末に物価目標2%を達成して買い入れを停止し、達成後の短期金利は、こうした物

が、議会証言や記者会見といった公の場で、繰り返し明言しつつ、正常化戦略を検討してきた。

これに対して黒田日銀総裁の場合、これまで公の場で「必ず正常化させる」と発言したことは、恐らく一度もないのではないかと。出口戦略を明らかにし、今後の政策運営を考える上では、「必ず正常化させる」ことが重要な前提条件かつ出発点となる。万が一、「必ず正常化させる」と明言し切れないのであれば、それは日本銀行法第2条に明記された「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」というマンデートを日銀が順守できなく

なることにほかならない。事実上の「過剰流動性」に相当する巨額の超過準備が、すでに述べたように将来的には物価安定にとつての深刻な脅威となりかねないからだ。

出口戦略を公表することは、正常化の手段と採用する順序や、日銀自らの財務運営への影響額、ひいては国の財政運営への影響額を「正確に当てる」ことが目的ではない。正常化をめぐる先行きの金融政策運営にはどのような手段を用いることが考えられ、その際、どの程度の困難が予想されるのか、財務運営や国家財政へのマイナス影響はどの程度の規模のものとなるのか、といった点

を、一定の前提の下での複数の試算結果も幅広く示しつつ、あらかじめ広く国民と共有することこそが目的であろう。

その際①いつから正常化策に着手するか②前提となる金利シナリオをどのように設定するかといった点が鍵となる。正常化に着手する時期は、現時点で日銀が2%の物価目標を達成できると見込む18年度において、よりほかにないと考えられるほか、金利シナリオもそれと整合的なものとして設定する必要がある。財務運営の試算結果は、少なくとも正常化の完了後数年先程度までは示す必要があると考えられるが、日銀の場合、

試算結果を示す必要があり、その間、年度ごとにどの程度の赤字幅が予想され、最大となるのはいつ頃の時点でのどの程度の赤字幅になるのかや、赤字幅の累計額は、正常化の完了までどの程度の金額に達するのかも合わせて示す必要がある。また、これらに關しては、中心的な金利シナリオに基づくもののみならず、金利上振れシナリオや下振れシナリオ、さらに、正常化への着手の時期が前倒しになったケースや後倒しになったケースについても、それぞれ実際の各年度の赤字幅やその累積額がどのように変化するかについて示すことが求められるよう。

1 2017年4月8日付東京新聞記事「日銀、緩和で巨額赤字も」報道による。

価値と整合的に、1年目に1・25%、2年目を以降は2・75%になるとの前提の下で、日銀は20年度から赤字に転落し、それが最大となるのは21年度で赤字幅は9・7兆円に達し、赤字状態は39年度までの20年間にわたり継続するとの試算結果が示されている。正常化完了までの赤字の累計額は約60兆円規模に達する模様だ。

### 「政策要素通り」は許されず

さらに重要なのは、日銀がそうした出口戦略を、いかなる意思決定のプロセスを経て公表するか、という点だ。事務方が内々に試算したものを、金融政策運営の決定と切り離して公表するようなことが許されるものでは決してなからう。わが国の金融政策運営は、日銀の政策委員会で決定することになっている。出口戦略に関しても、試算結果と合わせて政策委員会の金融政策決定会合に諮り、責任をもって議論した上で今後の金融政策運営を決定する、というプロセスをしっかりと踏まえ、その内容を国民に丁寧に説明することが求められる。

なお、「そもそも中銀の財務悪化が特段問題を引き起こさないとの考

えが日銀内に根強くある」とも報じられている<sup>2</sup>。しかしながら、累計で数十兆円規模にも達する可能性がある損失を会計上の対応で抱え続け、たまたま、国庫から補填もせずに済ませることが、理論上はさておき、現実問題として国内外で通用するのか。民間銀行に対して審査を行い、リスク管理等を指導する立場にある日銀自身がそのような財務運営状態で、果たして示しがつくのか。海外の当局者や市場関係者に対して、胸を張って堂々と説明できるのか。最終的には円の信認が深く傷つけられ、通貨価値の安定に深刻な支障が出ることはないのか。この問題は、日銀が出口戦略や財務運営の試算結果を明らかにした段階で、日銀任せにせず、この国の先行きを大きく揺るがしかねない重大な問題として、いかに対処していくべきかを、国会の場で責任をもって議論する必要がある。

自民党行政改革推進本部の河野太郎本部長（前行政改革担当相）は、去る4月28日付のブルームバーグのインタビューで、次のように述べたと報じられている<sup>3</sup>。

「河野氏は個人的な意見と前置きした上で、日銀が2%の物価目標に

こだわるあまり『精神論に陥っているのではないかと指摘。『結局、結果は出せなかったが、では次の総裁が政策転換をすればいいのではないかと思っているのか』と黒田総裁の内心を忖度した上で、『それならそれで、次の人に残すマイナスの責任は、ある程度黒田総裁が背負わないといけない』と語る。さらに、『ぎりぎりまで頑張つて断崖絶壁まで来て、私はここで終わりですが、次の人は断崖絶壁から前に進んでくださーいというのは、日銀総裁としていかなるものか。このまま走つたら絶壁だということなら少なくともブレーキは踏むべきだ』と言う」

日銀には今後、出口戦略を財務運営面への影響の試算と共に明らかにしつつ、日本経済の今後と国民に対して、責任ある金融政策運営を展開していくことが求められている。

2 2017年5月11日付日本経済新聞夕刊記事「日銀ウオッチ 入り口見えぬ『出口議論』」による。

3 2017年4月28日付ブルームバーグ記事「自民・河野氏：日銀は異次元緩和の出口を語れ、長期化するほど困難に」による。