日銀の財務を問う ㊦

河村小百合 日本総合研究所主席研究員

逆ざや局面の対応 議論急げ

かわむら・さゆり
64年生まれ。京都大法卒、日銀へ。91年日本総合研究所入社。専門は金融、公共政策

コロナ危機後の世界経済は高インフレ局面へと一変した。欧米の主要中央銀行は軒並み金融引き締めに転換し、危機下で一段と拡大したバランスシートの正常化にかじを切りつつある。

他方、日銀は超金融緩和政策を堅持する姿勢を崩していない。とはいえ今春以降、内外金利差の拡大を主因に急激な円安が進行するなど、世界的な高インフレの波は日本にも波及しつつある。中長期的な物価安定のためには、日銀は現在の超金融緩和政策をいつまでも続けられないだろう。いずれかの時点で日銀が政策の修正に動く際、あるいは動かざるを得なくなる際に表面化する深刻な問題がある。日銀自身の財務悪化だ。

日銀が買い入れてきた国債や上場投資信託（ETF）などを合わせた総資産の残高は2022年7月末時点で約725兆円。その見合いとして日銀は負債サイドで541兆円の当座預金を民間銀行から受け入れている。イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）政策のもと、階層方式でのマイナス金利政策を採るため、現在日銀が民間銀行にプラス0・1％の利息を支払っているのはこのうちの半分にも満たず、残りはゼロ金利、ないしはマイナス金利が適用されている。

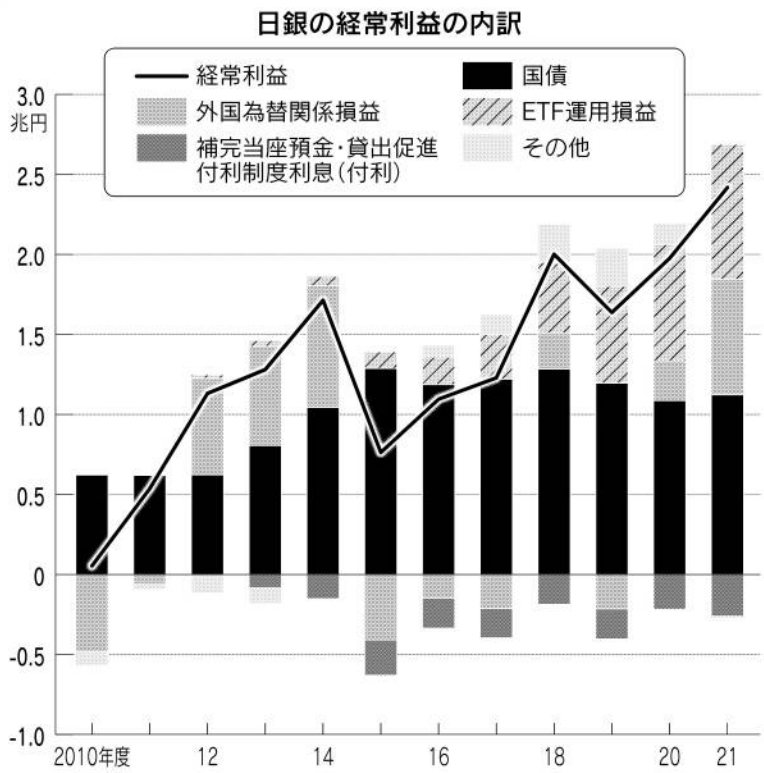
図は、こうした金融政策運営が日銀自身の決算に与える影響をみたものだ。黒田東彦総裁の就任以降、国債の買い入れ残高を大幅に積み増してきたにもかかわらず、国債からの金利収入は頭打ち状態で、経常利益を維持するうえではETFへの依存度が年々拡大している。他方、日銀が民間銀行に支払う付利コストは、21年度決算ではわずか2千億円強で済んでいる。

しかし今後、日銀が金融引き締めに転じるか、転じざるを得なくなる場合、この500兆円を超える巨額の当座預金全体に、政策金利水準相当の付利を行わなければ、短期金融市場金利を引き上げ誘導できない。

短期金利を1％に引き上げるだけで、当座預金への年度当たりの付利コストは5兆円程度に達する。仮にいまそうした政策運営がなされれば、他の条件が不変と仮定しても日銀は赤字に転落する。しかも現在、日銀の自己資本は準備金や引当金まで含めても10兆円強しかない。数兆円単位の赤字が数年継続すれば、日銀は債務超過に転落する。対応を誤れば、通貨の信認が揺らぎかねない。

ポイント

- 引き締め時に赤字や債務超過の可能性も
- 欧米主要中銀は財務健全性の維持を重視
- 日銀は自らの財務運営の試算見通し示せ



（出所）日銀「各事業年度決算等について」を基に日本総合研究所作成

正常化局面での財務悪化は日銀のみならず他の中銀も共通して抱える課題だ。

英国は最も早期から政府・中銀がこの問題に堅実な対応をしてきた。リーマン・ショック直後の09年3月にイングランド銀行（BOE）が初めて量的緩和に踏み切った段階で、経済回復局面となれば金利上昇によりBOEの財務に悪影響が出ることを見越していた。

そこで、①量的緩和はBOEの本体とは別勘定で実施する②正常化局面で万が一損失が発生する場合には政府が全額補填する③ただしその損失補償に上限を設定すべく、当初から国債などの買い入れ上限額を政府側が設定する――という枠組みが構築された。さらに、④当面は国債の利息収入による利益をBOE側は国庫に納付するが、財務省は国債の元本償還に充当し、他の歳出には充当しないという徹底ぶりだった。

だからこそBOEは現下の局面でも自らの財務悪化を心配することなく、主要中銀の先頭を切って利上げや資産縮小を進められた。

欧州中央銀行（ECB）も正常化を急いでいる。ユーロシステムの場合、財務面の影響は各国中銀ごとに表れるが、最もシビアな影響を受けるとみられるのがドイツ連邦銀行だ。加盟各国の国債の中で最も金利の低いドイツ国債を、最も多額に買い入れざるを得なかったためだ。その独連銀では20年度決算から、国庫納付金をゼロにする運営をしている。これは1979年以降で初めての事態だ。

ワイトマン前総裁は記者会見で、利上げ局面への転換を見越し、引き当ての積み増しが必要との判断に至ったと説明しており、この方針は21年度決算でも踏襲されている。ドイツでは単年度ベースでみれば、金融政策正常化に伴う実質的な国民負担はすでに始まっており、財務省や国民の側もそれを受け入れている。

米国では中央銀行である連邦準備制度が赤字に転落した場合には、会計処理上繰り延べ資産を計上し、収益が将来回復した際の黒字分で穴埋めすることになっている。赤字に転落して繰り延べ資産を計上し、それが完全に解消されるまでの間は国庫納付金ゼロが続くという形で、米国民の実質的な負担が発生する。

今回の局面では、政策金利のフェデラルファンド（FF）金利が3％を超えてくれば逆ざやに転落する可能性が高い。だからこそ前回比倍速での資産縮小を急いでいる。22年6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では事務方から、連邦準備制度は今後、実質的な赤字状態に陥るとの見通しが示されている。

欧米主要中銀に共通するのは、経済・物価情勢に応じた機動的な金融政策運営を最優先させると同時に、今後の赤字幅を減らすべく資産縮小などを最大限進めるほか、赤字転落に備えて自己資本を厚くする方策を講じるという財務健全性の維持を重視する姿勢だ。

正常化局面で中銀にかかる財務コストの大きさは、①中銀の資産規模②物価情勢③中銀の買い入れ資産の加重平均利回り④買い入れ資産の加重平均残存年数――で決定される。日銀の場合、①の資産規模が突出しているうえ、③の加重平均利回りが直近の決算で0・2％未満と格段に低く、正常化局面での困難度、すなわち潜在的な国民負担は他の中銀との比較でもとりわけ大きいとみられる。

日本では出口論議は封印されたままだ。だが世界経済情勢が激変する中で、日本全体の経済運営を中長期的に安定的に継続するうえで、日銀の財務悪化の問題は避けて通れないはずだ。

そのためには第1に日銀自身が自らの財務運営の試算結果と見通しを国民に示すことが必要だ。米国ではニューヨーク連銀が、市場参加者の金利見通しを基に連邦準備制度の財務運営の試算結果を公表している。

第2に出口局面でのコストを最小化すべく、正常化の中長期的な計画を立てて粛々と進める必要がある。財政事情が極端に悪い日本では、政府との二人三脚で進めることが必要だ。現行の「指し値オペ」はこの考え方にはそぐわない。

第3に国としても日銀の財務悪化時の対応を検討する必要がある。現行の日銀法は量的緩和に踏み切る前の伝統的な金融政策運営の枠組みが前提で、政府からの損失補填は想定されていない。改正は容易ではないとしても、当面の国庫納付金をゼロにして準備金や引当金の積み立てに充当し、逆ざや局面への備えを厚くすることは可能なはずだ。

中銀の財務運営は国の財政運営とも相まって、通貨の信認に直結する重要な問題だ。日銀、財政当局のみならず岸田政権のリーダーシップが求められている。