

2023年7月18日
No.2023-014

金融政策の正常化局面における 中央銀行への財政支援の要否を巡る議論

—独連邦会計検査院の指摘とわが国の課題—

調査部 主席研究員 河村小百合

《要 点》

- ◆ コロナ危機後、日銀を除く主要中央銀行が、ハイ・ペースでの金融引き締めや正常化を進めるなかで、それら中央銀行の財務悪化が現実の問題となっており、それをいかに乗り切ることが共通の課題となっている。
- ◆ ドイツにおいては、ドイツ連邦銀行が3年前の2020年決算から、こうした利上げ局面入りを見越し、当期利益相当額を引当金の積み増しに充て、剰余金の国庫納付を停止する対応が採られてきた。連邦政府の側ではその分の歳入が失われることを通じて、すでに事実上の国民負担が生じている。
- ◆ 独連銀はさらに、金利上昇局面に入った2022年決算において、9.7億ユーロ（1,458億円相当）の引当金を取り崩し、かろうじて「最終利益ゼロ・国庫納付金ゼロ」の形としたものの、これは同連銀が実質的な赤字局面に転落したことを意味する。
- ◆ そうしたなか、連邦会計検査院が今般、独連銀の財務悪化を問題視し、今後、繰越欠損金の金額が大きくなれば、連邦政府の予算から損失補填をせざるを得なくなる可能性がある、と指摘したと報じられている。財務省に対しては、シナリオ分析等を通じて、今後独連銀の財務悪化が連邦政府の予算編成に及ぼすリスクを把握し、下院に報告するよう求めているが、財務省側はリスク評価が異なるとして反論している模様である。
- ◆ 他方、わが国においては日銀が、先行きの利上げ局面において他の主要中銀をはるかに上回る大きな財務運営上のリスクを抱えている。にもかかわらず、膨張した資産から得られる利息や分配金を基に巨額の国庫納付を継続しており、それが事実上、防衛力強化の財源に充当される雲行きである。
- ◆ 諸外国に対してこうした“周回遅れ”の状況を打開すべく、日銀は何よりも、経済・物価情勢に応じた機動的な金融政策運営と、対外的に十分な説明を尽くしたうえで政策正常化に早急に踏み切る必要がある。国の側も、岸田政権のリーダーシップのもと、財政運営に不測の影響が及ぶことのないよう、直ちに本腰を入れた財政再建に取り組むことが求められている。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・河村小百合宛にお願いいたします。

Tel : 090-9956-4503
Mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

コロナ危機後の高インフレ局面への転換を受け、わが国を除く主要各国の中央銀行は2021年末以降、“急転直下”で金融引き締めへ転じ、資産規模を縮小させる政策運営の正常化も進めている。欧州中央銀行（ECB）もその例外ではなく、2022年7月に金融引き締めへ転じ、その直前まで▲0.5%の水準で実施していたマイナス金利政策を一気に解除した後も、大幅な追加利上げを重ねているほか、2023年3月からは買い入れてきた国債等を順次、手放していく資産縮小にも着手している。

しかしながら、そうしたECBの急ピッチでの金融政策運営の影響は、ユーロシステム（ユーロ圏の中央銀行制度の総称）を構成する加盟各国中央銀行の財務悪化の形ですでに顕現化し始めており、今後の国の財政運営への影響や国民負担の可能性とも相まって議論を呼びつつある。本稿では、ユーロ圏最大の経済大国であるドイツに焦点を当て、中央銀行（ドイツ連邦銀行）の財務運営をめぐる動きをとりあげ、日本銀行およびわが国の今後の政策運営の在り方への示唆を考えることとした。

2. 正常化を進める ECB の金融政策運営とドイツ連銀の財務運営

(1) ECB の金融政策運営

ユーロ圏各国においても、2021年終わり頃から高インフレ基調が明確化した（図表1）。ECBはイングランド銀行（BOE）からは半年強、米連邦準備制度（Fed）からは約4カ月遅れる形となったものの、2022年7月に金融引き締めへ転換し、以後、急ピッチでの利上げを続けている。この間、ユーロ圏全体の統一消費者物価指数は、ピークとなった同年10月には前年比10.6%に達した後は低下傾向をたどり、足許の2023年6月には同5.5%（速報値）にまで低下している。しかしながら、なかにはバルト三国のように、直前の同5月まで前年比2桁の高い伸びが続いていた国々もあり、ECBはなお、金融引き締めを継続する姿勢を崩していない。ECBは3本の政策金利を用いて金融政策運営を行っているが、本稿執筆時点では、その中心となるメイン・リファイナンス・オペ金利は4%、民間金融機関側の求めに応じてECB側がいつでも資金の貸し付けや預金の受け入れに応じるスタンディング・ファシリティに適用される金利である限界貸付ファシリティ金利は4.25%、預金ファシリティ金利は3.5%にまで引き上げられている。

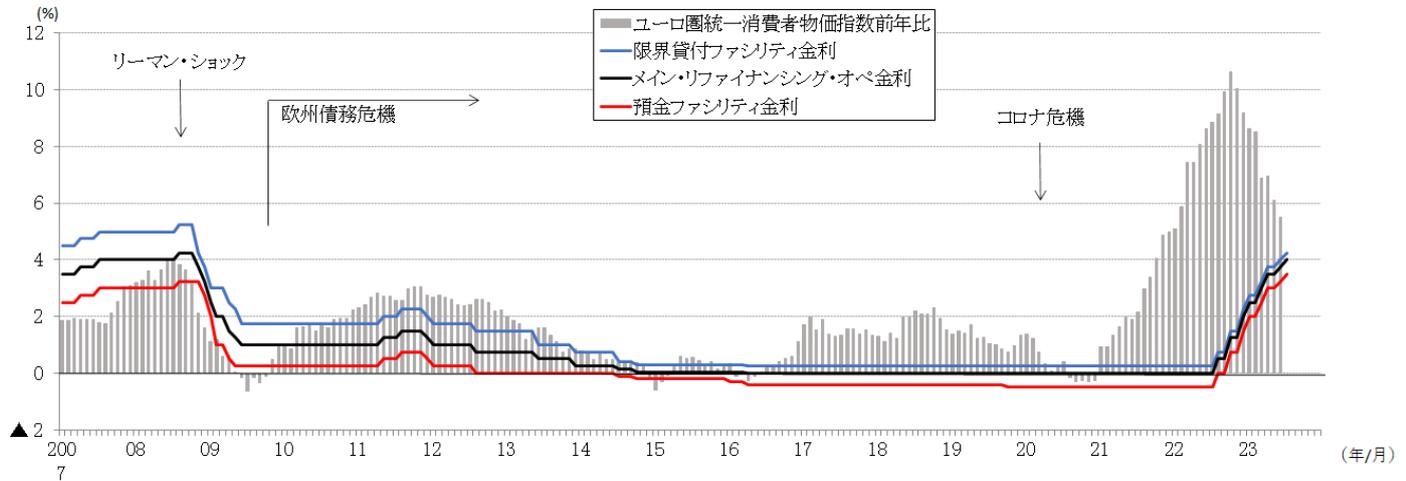
(2) 独連銀の財務運営

ECBも他の主要中央銀行と同様、これまで量的緩和を実施し、多額の国債やカバード・ボンド等の固定利付債券を買い入れてきた中央銀行である以上、ひとたび利上げ局面に入れば、民間銀行から受け入れている中銀口座の預金に付利をする形で短期市場金利を引き上げ誘導せざるを得ない。そうしたオペレーションは当然ながら、付利コストの増加によって中央銀行としての財務を悪化させることになる。

ECBと加盟各国の中央銀行で構成されるユーロシステムの場合、ECBの金融政策運営の決定に従って実際の金融調節オペレーションを実施するのは各国中央銀行であり、財務運営への影響も各国

中銀ごとに表れることになる。

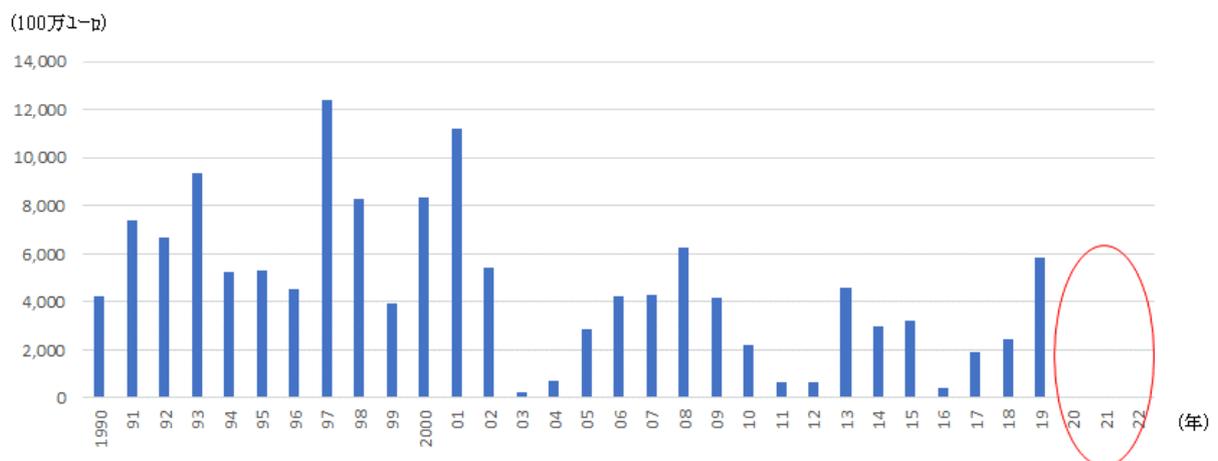
(図表 1) 欧州中央銀行の政策金利とユーロ圏の統一消費者物価指数前年比の推移



(資料)Refinitiv Eikonを基に日本総合研究所作成。
(原資料)European Central Bank, Eurostat.

ユーロ圏最大の経済大国ドイツの中央銀行であるドイツ連銀のこれまでの財務運営をみると、2020年決算の時点から、いずれ金融引き締め局面に転じて自らの財務事情が悪化することを見越し、当期利益相当額を全額、引当金の積み増しに充てて国庫納付を停止するという財務運営を行ってきた（図表 2）。これは、これまで毎年行われてきた中銀勘定から連邦政府の歳入への貢献がなくなった、という意味で、ドイツにおいてはすでに事実上の国民負担が発生していることになる。

(図表 2) 独連銀の国庫納付金の推移



(資料)Deutsche Bundesbank, “Profits of the Deutsche Bundesbank”, March 1, 2023 を基に日本総合研究所作成。

ところが本年3月に公表された2022年決算においては、ドイツ連銀はついに事実上の赤字局面に入ったことが明らかになった。2022年の分配可能利益（最終利益）はゼロで、それ自体は図表2からも明らかのように3年連続である。しかしながら、過去2年の決算との大きな違いは、2020年、21年は利上げ局面入りを控えて引当金を積み増したがための「最終利益ゼロ・国庫納付金ゼロ」だったのに対し、2022年は同行が事実上の赤字局面に入り、9億7,200万ユーロ（1ユーロ=150円で換算すれば約1,458億円相当）の引当金を取り崩さざるを得ない事態に追い込まれ、かろうじて「最終利益ゼロ・国庫納付金ゼロ」に持ち込んだ、ということだろう。

独連銀においてはかねてより、決算は総裁および財務担当の理事が記者会見して内容を説明している。これは、中央銀行としての財務運営の重要性がそれだけ認識されていることを物語っている。本年3月に行われた記者会見におけるナーゲル総裁と経営管理を所管するヴェルメリング理事の説明によれば、今回の同行の事実上の赤字転落の要因は2つある。

最大の要因は、米国の長期金利上昇による同行保有の外貨建て資産の評価損による償却処理（▲9億2,220万ユーロ）だ。ドイツの場合、国としての外貨準備は全て中央銀行である独連銀が保有する。外貨準備の大部分を国（外国為替資金特別会計）が保有し、日銀が保有する分は限定的にとどまるわが国や、国（財務省）と中央銀行（連邦準備制度）とで正確に折半して保有する米国とは異なる制度設計である。そのドイツとしての外貨準備について、昨今の高インフレ下での各国中央銀行の急激な利上げ局面で評価損が膨らみ、その償却処理に必要な金額にほぼ見合う額の引当金を取り崩さざるを得なくなった。

もう1つの要因は、ECB自身が2022年7月以降、利上げ局面に入り、独連銀に預け入れられた民間預金への付利コストが嵩み始めたことによる。

ちなみに、ユーロシステムの場合、当座預金への付利について、従前は他の中央銀行と同様、無利子だったところ、2014年6月のマイナス金利政策導入の際に規程が改定され、「預金ファシリティ金利がマイナス圏内にある場合に限って、当座預金にも同じマイナス金利を適用する」ことになった。2022年7月以降、ECBはマイナス金利政策から脱却したため、現在では、各国中央銀行が民間銀行から受け入れる当座預金は無利子、という状態に戻っている。そうした条件のもとで、民間銀行側は今なお抱える巨額の余剰資金について、当然ながら中銀側から利子の支払いを受けられる預金ファシリティを主に活用する形で預けており、当座預金の残高は、各民間銀行相互の間での資金決済に必要な程度の規模にとどめられている。こうした状況は、実際の独連銀のバランス・シートの内訳（図表3）からも確認でき、ユーロシステムに加盟する各国中銀は、利上げを行う際にはこの預金ファシリティの残高に付利する形で、短期市場金利の引き上げ誘導をせざるを得ない。

ただし、独連銀の場合、この預金ファシリティ残高への付利コストについては、ECBの利上げ転換が2022年央だったこともあり、2022年中についてはまだそれほど深刻な影響が出るには至っていない。計数を詳細にみれば、独連銀が負担した付利コストは、2021年の約48億ユーロから22年には約81億ユーロに増加した。他方、独連銀のバランス・シートの資産サイドでの利息収入は、2021年には約73億ユーロだったものが22年には約121億ユーロに増加している。要するに、資産サイドでの利息収入の伸びが負債サイドでの付利コストの伸びを上回り、両者を相殺したネット利息収入としてみればまだプラスを維持し、しかもその幅は2021年の約25億ユーロから22年には約40億ユーロに拡大している。この点に関してナーゲル総裁は記者会見で、「それもあくまで、2022年決算までの話で、同年7月までは超低金利状態が継続していたからこそだ」と述べている。そして



同総裁は、独連銀の損益計算にかかる負担はこの先何年間にもわたり、相当に重くなるであろうこ

(図表 3) 独連邦銀行のバランス・シート項目の内訳 (2022 年末時点)

(10億ユーロ)

資産		負債・資本	
金	184.0	銀行券	900.1
現金	92.5	信用機関に対する負債	1,200.1
金融調節 (リファイナンス・オペほか)	237.5	(うち当座預金)	(66.6)
TARGET2	1,269.1	(うち預金ファシリティ)	(1,132.3)
ユーロ建て証券	1,073.0	政府預金および	532.5
金融資産	10.0	非居住者に対する負債	
その他	37.5	引当金	29.2
		再評価勘定	181.7
		その他	59.9
		利益剰余金	-
資産合計	2,903.6	負債・資本合計	2,903.6

(資料) Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2022*, March 1, 2023, および同 *GESCHAEFTS BERICHT 2022*, March 1, 2023 (Wuermeling 理事による決算発表記者会見資料) を基に日本総合研究所作成。

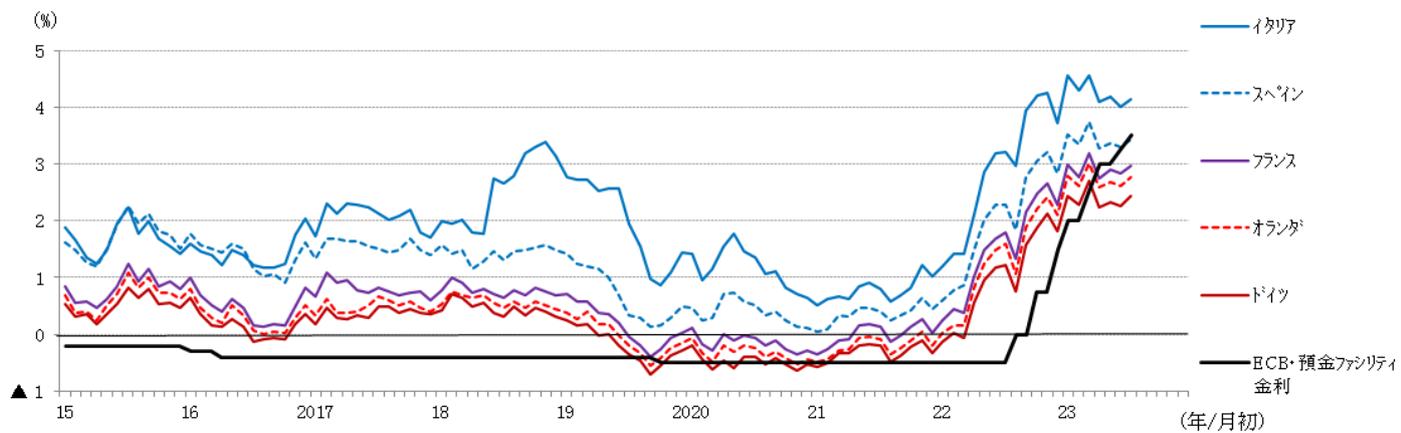
と、そしてその負担は独連銀の金融面でのバッファー（引当金や準備金等）をおそらく上回り、繰越欠損金を計上せざるを得なくなるであろうことまで明確に述べている。仮に繰越欠損金を計上するとしても、それは独連銀として初めてのことでなく、石油危機による高インフレに見舞われた 1970 年代に計上した経緯がある。

当然ながら、これは独連銀のみの問題ではない。ECB の預金ファシリティ金利は足許では 3.5% にまで引き上げられているが、それによってどの程度の“逆ざや”を被ることになるのかは加盟各国中銀ごとに異なる。これまで買い入れてきた自国の国債についているクーポン（表面利率）の水準が国によって異なるからである。図表 4 は、ECB が金融政策運営の一環として加盟各国の国債の買い入れ（「公共セクター買い入れプログラム」、PSPP）を開始した 2015 年以降のユーロ圏主要国の 10 年国債金利と預金ファシリティ金利の推移を比較したものである。欧州では、ドイツをはじめ、政府の国債管理政策の運営上、利払費の最小化よりも安定調達を優先する指向が強く、固定利付方式の長期債中心の資金調達を行っている。ゆえに、ユーロシステム傘下の各国中銀が買い入れてきたのは、自国の固定利付方式の長期債がほとんどである。国債のクーポン（表面利率）が発行時点の流通利回りを参考に決められるのはどこの国でも共通であり、独連銀をはじめとする各国中銀は、図表 4 に示すような金利水準のクーポンのついた自国の国債をこれまで買い入れてきたことになる。しかしながら、各国国債の利回りには、インフレ率や財政事情の違いを反映して、図表 4 に示すような相当なスプレッドが生じている。現実問題として、足許の 3.5% という加盟各国共通の預金ファシリティの金利水準のもとで、独連銀や仏中銀では“逆ざや”になりやすい半面、重債務国の中央銀行であるスペイン中銀やイタリア中銀ではまだ、そのような事態には至っていないことは一目瞭然である。要するに、この先、ユーロ圏では健全財政国の方が、今次局面において中央銀行が被る“逆ざや”の幅が大きくなる、という皮肉な問題が発生することになる。具体的にはドイツやオランダ、オーストリア、フィンランド等の中央銀行が被る“逆ざや”の幅が大きくならざるを得ないとみられている。

さらに、各国中央銀行が実際に被る赤字の金額は、“逆ざや”の幅に、各中央銀行が抱える預金フ

アシリティ残高の規模を掛け合わせて決まることになる。ユーロシステムの各国中央銀行は、ユー

(図表4) ユーロ圏主要国の10年国債金利とECBの預金ファシリティ金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikon, ECBのデータを基に日本総合研究所作成。

ロ圏における経済規模等に応じて決まる ECB への出資割合に応じて国債等の買い入れを行っており、最も多額の自国の国債を買い入れたのは独連銀、次いで仏中銀、そして伊中銀、ということになる。民間シンクタンクである欧州政策研究センター (CEPS) の試算によれば、2023 年から向こう 10 年間に各国中央銀行が被る損失額は、独連銀で 1,927 億ユーロ (約 29 兆円相当)、仏中銀で 1,385 億ユーロ (約 21 兆円相当)、伊中銀で 881 億ユーロ (約 13 兆円相当) に達するとみられている。これは、各国中銀ごとに解決すればよい、言い換えれば、各国の財政運営を通じて中央銀行の国庫納付金の停止を各国民が事実上負担して解決すればよい、という話で済むものかどうかは予断を許さない、といえよう。

(3)連邦会計検査院からの指摘

こうしたなか、今般、連邦会計検査院が下院予算委員会に提出した資料のなかで、独連銀の財務悪化を問題視し、今後、同行の繰越欠損金の金額が大きくなれば、連邦政府の予算から損失補填をせざるを得なくなる可能性がある」と指摘していることなどが、複数の海外メディアで報じられている¹。会計検査院は「独連銀の機能が債務超過によって脅かされてしまうことになれば、ドイツ連邦共和国は資本注入を余儀なくされることがあり得る」「どの程度の金額か、どの程度の可能性があるかにもよるが、金融政策に起因するリスクは、最悪の場合には独連邦下院の予算編成上の自律性を脅かしかねない」と指摘したうえで、連邦財務省に対して、独連銀が金融政策のオペレーションを通じてどの程度の損失を被る可能性があるのかを検討してこなかったことを批判し、シナリオ分析を用いて、独連銀の活動から連邦政府の予算に及び得るリスクを定期的に評価し、独連邦下院に適

¹ Financial Times, “Bundesbank may need recapitalization to cover bond-buying loss”, June 26, 2023、および Handelsblatt, “Rechnungshof warnt vor Verlusten der Bundesbank”, Juni 27, 2023.

切な方法で知らせるべきである、としている。これに対して財務省側は、会計検査院とは異なるリスク評価をしており、繰越欠損金を計上する対応で問題ない、という内容の反論をしている模様である。

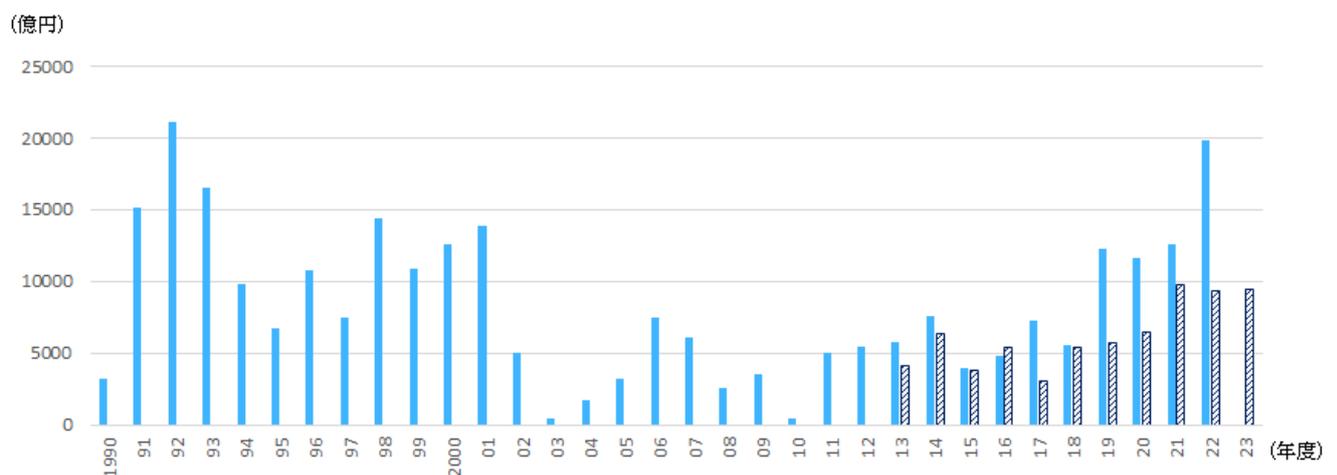
ドイツに限らず、他のユーロ圏各国においても、今後、この中央銀行の財務悪化の問題が論議を呼ぶ可能性があり、どのような形で収束するか、また ECB の今後の金融政策運営に影響することがあるかどうか等を含め、注視していく必要がある。

3. 日銀の財務運営とわが国の課題

これに対してわが国の状況をみると、インフレ基調は欧米各国ほどひどくはない、とされてきたものの足許の物価の押し上げ圧力は根強く、本年5月の消費者物価指数の前年比は3.2%と、欧米各国との前年比でみた伸び率の差は縮まりつつある。しかしながら、植田新総裁就任後3カ月余りが経過するなか、これまでのところ日銀は金融政策運営スタンスの調整や転換に踏み切ることはなく、イールド・カーブ・コントロール（YCC）政策を継続している。

その日銀も、この先のいずれかの時点で引き締めに移れば、自らのバランス・シートの規模が極端に大きいことや、YCC政策を行ってきた結果、自らが買い入れてきた国債につけられているクーポンの水準が極端に低いことから、欧米中銀をはるかに上回るレベルで財務が悪化する可能性が高い。それにもかかわらず日銀は、財務運営の面では、独連銀のように引当金や準備金を積み増すなどの対応を強化することもなく、巨額の国庫納付金を計上し続けており（図表5）、本年5月に日銀が発表した2022年度決算において、その金額は実に1兆9,831億円に達した。

（図表5）日銀の国庫納付金の推移



（資料）財務省『一般会計歳出歳入決算』各年度版、『一般会計予算』令和4年度版、令和5年度版、日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。
 （注）斜線のグラフは、各年度当初予算において計上されていた金額。

加えて注目されるのは、近年、とりわけこの国庫納付金の決算ベースの金額が、当初予算で計上されていた見込み額を大幅に上回るようになってきている点である（図表6）。

(図表6) 日銀の一般会計納付金の当初予算額と決算額の差額の推移

(億円)				
年度	当初予算計上額(A)	決算額(B)	差額(B-A)	
2013	4,064	5,767	1,703	
14	6,312	7,568	1,256	
15	3,815	3,905	90	
16	5,351	4,814	▲ 537	
17	3,044	7,266	4,222	
18	5,430	5,576	146	
19	5,718	12,305	6,587	
20	6,435	11,581	5,146	
21	9,783	12,583	2,800	
22	9,312	19,831	10,519	
23	9,464			

(資料)財務省『一般会計歳出歳入決算』各年度版、『一般会計予算』令和4年度版、令和5年度版、日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。

これを国の財政運営の面からみれば、日銀の国庫納付金の当初予算対比での上振れは、当然ながらその分だけ、決算剰余金が上積みされることを意味する。決算剰余金は財政法の規定上、少なくともその半分は国債の元本償還に充当しなければならないとされており、近年では残りの半分は、事実上、毎年度のように組まれる補正予算の財源に充当されてきた。今後に関しては、去る6月に「我が国の防衛力の抜本的な強化等のために必要な財源の確保に関する特別措置法」が成立したことを受け、決算剰余金の残りの半分以上を、防衛力強化の財源に充当することになっている。要するに、わが国においては、日銀がこれまで展開してきた「量的・質的金融緩和政策」や「イールド・カーブ・コントロール政策」によって、“事実上の財政ファイナンス”が長期間にわたって行われ、日銀はその財務運営上、他の主要中央銀行とは比べものにならないほどの大きなリスクを抱え込んでいく。にもかかわらず、日銀としてそうした事態に備えた財務運営は全くできていないばかりでなく、巨額の国庫納付金によって、事実上、これまでの補正予算や今後の防衛財源といった、本来は私たち国民が納税によって負担して然るべき財源を安易に中央銀行が“水物”の収益で肩代わりしていることを意味する。

中央銀行の財務悪化は、コロナ危機後の各国に共通する課題である。しかしながらドイツにおいては、独連銀がすでに自力で赤字局面を乗り切るべく国庫納付金を停止する対応をとっているなかで、中央銀行の財務の健全性を国としていかに支える必要があるか、という点に関する議論が始まっている。イギリスにおいてはBOEが量的緩和を開始した当初から、政府の側も、BOEから受け入れた国庫納付金は他の歳出に充当してしまわず、国債の残高削減（元本償還）にのみ充当する、という考え方のもとに財政運営が行われている。米Fedに関しては、赤字転落の期間中は会計上繰延資産を計上して乗り切る対応が採られているが、金融引き締めに合わせてハイ・ペースでの資産縮小を断行することによって、金利シナリオ次第ではあるが向こう数年のうちに単年度赤字の状態から脱却するという見通しを示し、財務が悪化した状態から着実に脱却する方向で金融政策運営を進めていることが明らかにされている。

要するに、これらの中央銀行においては、財務が悪化した状態から着実に脱却していくための方

策が講じられ、それをさらに強化する必要があるかどうかの議論も始まっている。これに対して、日銀およびわが国の対応は、“周回遅れ”もはなはだしい状態にあり、今後、金融情勢の変化等によって追い込まれる形で日銀が急激な政策変更を迫られるようなことになれば、一気に問題が表面化し、財政運営にも大きな影響が及びかねない。日銀は金融政策の調整や変更を安易に先送りすることなく、経済・物価情勢に応じた機動的な政策運営を展開するとともに、自らが抱える先行きの財務運営リスクについても早急に十分な対外説明を尽くしたうえで計画的な正常化に着手する必要がある。国としてもそれを支えつつ、財政運営に不測の影響が及ぶことのないよう、本腰を入れた財政再建を進めていく必要がある。今後、国全体として、中長期的に安定的な財政・金融政策運営が続けられるようにするためには、何よりも岸田政権がしっかりとリーダーシップを発揮することが求められているといえよう。

以 上