

いちからわかる中央銀行と金融政策②①

日銀の金融政策を検証する

—日本の経済と財政の行方

河村小百合

第二次安倍政権が発足したのは二〇一二年末。翌一三年三月に就任した黒田総裁のもと、日本銀行が「二年で物価上昇率二％を達成」という目標を大々的に掲げ、国債やETF（信託

財産指数連動型上場投資信託）等を大規

模に買い入れる「量的・質的金融緩和」

（以下QQE）を開始してから近く丸七

年になるうとしている。その後日銀は、

まず二〇一六年一月、短期金利を日銀

として初めてマイナス圏内に誘導する

「マイナス金利政策」をQQEに加え

る形で実施した。続く同年九月には、

それを「長短金利操作」（イールドカーブ・

コントロール）という形に修正して、短

期金利をマイナス圏内に誘導するばかりでなく、長期金利（一〇年物国債金利）がおおむねゼロ％程度で推移するように長期国債の買い入れを通じて誘導することとし、^{（注1）} 今日に至っている。

（注1）詳細は本連載第四回（第二〇五六

号）や第五回（第二〇五八号）参照

1 七年近い黒田日銀の政策運営

この間、QQEの根幹である国債

の大規模な買い入れは、二〇一三年

四月の着手時点では年五〇〇〇六〇兆

円というペースで開始され、その後

二〇一四年一〇月の追加緩和後は年

八〇兆円ペースに引き上げられた。日

銀は二〇一六年九月以降、金融政策運

営の目標を、黒田総裁の就任後から採

用していた「量」（国債の買い入れペース

やそれによる資金供給額等の形で示される

もの）から「金利」に転換したものの、

同時に、「物価上昇率が安定的に二％

という目標を超えるまで、マネタリー

ペースの拡大方針を継続する」という

「オーバースhoot型コミットメント」

も打ち出し、マネタリーペースを拡大

させ続けるために国債の買い入れも継

続している。二〇一八年中の日銀の国

債保有額の増加幅は約一四兆円（満期

到来による元本償還分を相殺したネット・

ペース）と、ピーク時（年八〇兆円）と

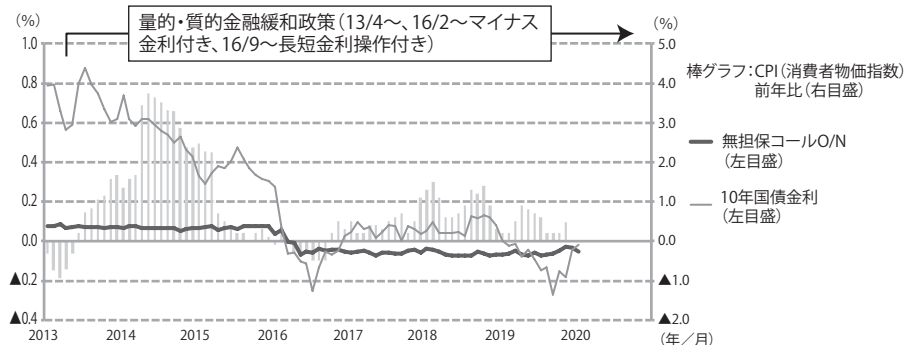
比べると、ペースはかなり減速しては

いるが、相当な規模の国債買い入れが

今なお継続され、日銀の資産規模が膨

張し続けていることに変わりはない。

図表1 量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



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

(原資料) 日本銀行、総務省統計局

(注) 無担保コールO/Nと10年国債金利は月初値。CPI前年比には消費税率引き上げの影響を含む。

では、肝心の物価動向のほうはどうか。消費者物価前年比の推移をみると(図表1)、QQE実施直後からマイナス圏内にあったものがプラス圏に転じるなど目に見えて改善したものの、その傾向は最初の一年間程度しか続かず、その後は失速した。QQE開始から七年近くが経過しようとしている現在、「物価2%」という目標達成のめどは全く立っておらず、日銀自身もそれを認めている。そして去る一月二日に開催された金融政策決定会合においても日銀は、「大規模な国債の買い入れ」プラス「長短金利操作」という金融緩和をそのまま継続することを、政策委員会の賛成多数で決定した。日銀は物価目標がまだ達成できていない以上、こうした金融政策運営を今後も続けるというスタンスを崩していない

い。しかしながら、このまま続けていつたとき、中央銀行たる日銀自身、そして日本経済はどうなるのかという将来展望について、日銀はこれまで口を閉ざしたままだ。記者会見の際や国会の参考人質疑などでこの点(いわゆる「出口」問題)を何度となく問われた黒田総裁は「大丈夫だ」と述べるにとどまっている。もし本当にそう言えるのなら、その裏付けとして、実際にいかなる形で「大丈夫」な道筋をたどり得るのかを示して当然だろう。本連載でもこれまでみてきたように、実際、米連邦準備制度やイングランド銀行は、早い段階からそうした試算結果を国民に分かりやすく示し、「出口」の考え方を明確に説明してきている。しかしながら、日銀はこれまで具体的な道筋に関する試算等は何ら示してはいない。

(注2) 日銀が国債買い入れなどのオペレーションを通じて、民間銀行に直接供給した資金の残高に、銀行券の発券残高を加えたもの。詳細は連載第六回(第二〇六、二〇七号)参照

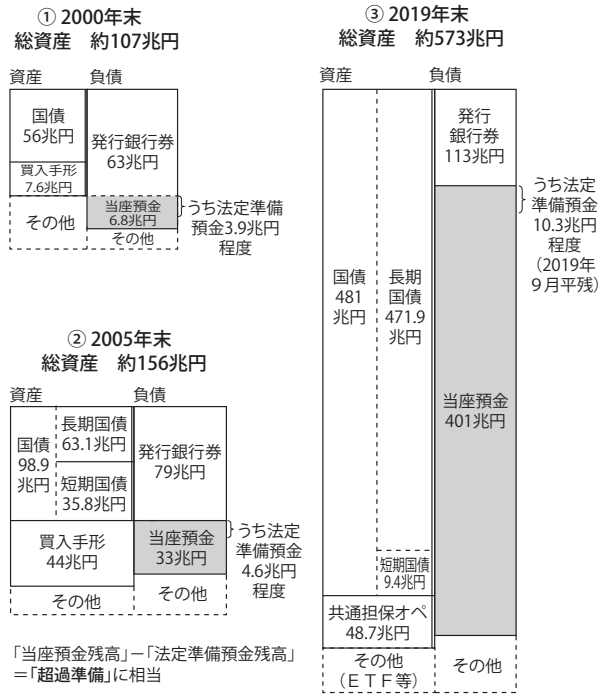
(注3) 図表1の消費者物価上昇率には消費税率引き上げが含まれる。二〇一四年四月～一五年三月の期間は、約三%ポイント分のその影響を除けば、実力ベースの物価上昇率は減速していることが分かる。

(注4) 詳細は本連載第九回(第二〇六八号)や第一三回(第二〇七六号)参照

2 量的緩和実施後に直面する難題

本連載第一五回(第二〇八〇号)でも述べたように、日銀に限らず、金融危機後に大規模な資産買い入れを同様に行なった他の米欧の主要中央銀行に共通する課題として、中央銀行は国債などを民間銀行から買い入れる見返りとして、すでに巨額のマネタリーベースを

図表2 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2019年末)



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』各号の計数を基に日本総合研究所作成

民間銀行部門に供給してしまっているという現実がある。いざ、金融引き締めが必要となったとき、巨額の余剰資金が金融市場にあふれ返っているなかで、中央銀行が金利をいかにして引き上げ誘導するかはかなりの難題となる。

かつてのように、金融市場に必要最小限の資金しか中央銀行が供給していなかった時代(図表2の①)であれば、中銀は相対的に少額の資金吸収オペレーションを実施しさえすれば、市場の需要と供給で成立する金利を簡単

に引き上げ誘導することができた。しかし、大規模な資産買い入れを実施して市場に資金があふれている状況ではそうはいかない。足許の日銀のバランス・シート（以下BS）の姿（図表2の③）は、民間銀行が多額の余剰資金を持って余し、日銀の当座預金に預け入れていることを物語る。この状態で、かつてのような少額の資金吸収オペを行ったところで、市場参加者のなかに誰も資金不足の者はいないゆえ、資金を貸し借りする金融取引は発生せず、いつまでもたっても需給の均衡点を示す金利は市場で成立しないことになる。

こうした課題に対して、先陣を切って金融政策運営の正常化に取り組んだ米連邦準備制度（Fed）は次のような手法を編み出し、実行に移した。民間銀行から中央銀行に預けられた当座預金は、かつては国を問わず無利子が

当然であったところ、Fedはこれに付利をする（中央銀行が民間銀行に利子を支払う）ことを連邦議会に認めてもらい、その付利の水準を引き上げることを通じて、短期金利の引き上げ誘導を実現した。日本でも今後、金融引き締めが必要な局面となれば、同様の手法で金利の引き上げ誘導をするより他にないことを、日銀自身も認めている。

（注5）詳細は本連載第九回（第二〇六八号）参照

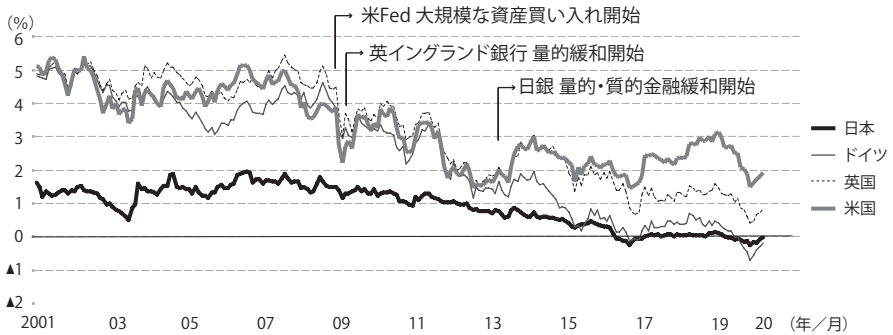
3 金融引き締め局面では債務超過に

ところがその際、当該中央銀行のBS上で付利をする当座預金（負債）の見合いとなる資産側で、どの程度の利回り（収益）が得られているのかが問題となる。日銀の場合、QQEに着手

した二〇一三年四月の時点で、一〇年国債金利は1%台という低水準がすでに一〇年以上にわたり長期化した状態にあった（図表3）。これは日銀がQEで、多額の国債を買い入れ始めた時点で、市場で取引されている一〇年債には高くても1%台のクーポンのついたものしかなかったことを意味する。これは、米英の中央銀行であれば4%や5%といった高いクーポンのついた国債を買い入れることができたのとは対照的な事態だ。実際には、日銀が買い入れた国債には、年限が一〇年を下回るものも多く、それらの国債に付されたクーポンは一〇年国債よりもさらに低かったはずだ。

日銀が二〇一九年一一月に発表した同年度上半期の決算によれば、九月末時点で日銀が保有する国債の加重平均利回りはわずか〇・二六%しかない。

図表3 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

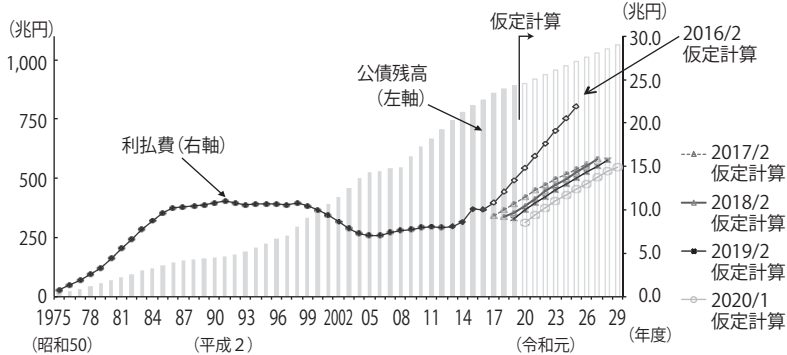
これは、日銀が短期金利を、わずか〇・三％に引き上げ誘導するだけで、負債サイドにある当座預金への付利の水準（〇・三％）が、資産サイドの国債の加重平均利回り（〇・二六％）を上回り、「逆ざや」に転じることを意味する。単純化して考えれば、日銀が短期金利を仮に一・三％に引き上げるだけで、逆ざやの幅は約一％ポイントとなり、日銀が足許で抱える当座預金が約四〇〇兆円に膨れ上がっていることからすると、日銀はこの「逆ざや」のために、毎年度四兆円の損失を被らざるを得ない。これに対して日銀の自己資本（資本金に準備金、引当金勘定を合算したもの）は現在、九・三兆円しかなく、短期金利が一・三％という、歴史的にみればさして高くもない水準をわずか二年と少しの間維持するだけで、日銀はたちまち債務超過に転落する、ということ

を意味する。将来的な物価や金融情勢によっては、短期金利を引き上げる水準が一％そこそこまで済むという保証も、また、その期間が一〜二年といった短期間で済むという保証もどこにもない。となれば、日銀は長期間にわたり、多額の債務超過に陥ることになりかねない。これこそが、Q QEにこれほどまでに深入りしてしまった中央銀行が日本経済全体に深刻な影響を及ぼすであろう最大の問題といえよう。

4 金利上昇で国の台所も火の車

当然ながら、中央銀行は国と一体の存在だ。だからこそ各国の中央銀行は、毎年、金融政策運営を行うことによって得られる「通貨発行益」の大部分を国庫に納付している。ただし日銀の場合は、これほどまでにBSを膨らませているながら、そのなかで保有する国債

図表7 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』各年版を基に日本総合研究所作成

(原資料注1) 各年度版とも、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。令和2年度版では、令和6年度以降、新規公債発行額は平成令和5年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は令和5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。

(参考) 各年度の仮定計算策定時における10年国債金利の前提値(予算積算金利)の推移

	当年度	1年後	2年後	4年後	5年後	6年後以降	(%)
2016/2月時点	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	
	当年度	1年後	2年後	4年後以降			
2017/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4			
2018/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4			
2019/2月時点	1.1	1.2	1.3	1.4			
2020/1月時点	1.1	1.2	1.3	1.3			

にプラスの付利を行いその水準を引き上げていかなければならないことになり、あつという間に赤字に転落するであろうことは自明である。

日銀が赤字を続け、ほどなく債務超過に陥る事態となれば、今度は政府の側が租税を原資に日銀に債務超過に落ちる全額を補てんするよりほかにない。では、短期金利が1%を超えて上昇するような事態となった場合、政府の財政運営はどうなるのか。

図表6は、年明けの通常国会で審議が始まった二〇二〇年度当初予算案における大まかな歳入・歳出の見取り図を示したものである。一般会計の予算規模が約一〇三兆円、普通国債の残高が二〇年度末には九〇〇兆円にも達しようとするなかで、利払費はわずか八・四兆円で済んでいる。これはひとえに日銀が、長短金利操作付きQQEを続

行し、長短金利の水準を極端に低い水準に押さえつけ続けていることによる。

その長期金利が今後、若干でも上昇したら、利払費はどうなるのかを、財務省の試算を基に示したものが**図表7**だ。現在、ゼロ%程度に押さえつけられている一〇年国債金利が今後、一%台に上昇するだけで、利払費は数年のうちに一五兆円にも膨れ上がる。仮に税収を横ばいと見込んで現在の歳出規模が維持できるとしても、利払費の増加分約七兆円を、別の歳出を減らしてひねり出さなければならぬ。高齢化で膨張し続ける社会保障費約三六兆円から七兆円という規模の歳出カットが簡単にできるだろうか。増税で対応するとすれば、消費税率の1%ポイント引き上げによる増収額は約二・五兆円といわれているので、その3%ポイント分の引き上げに相当する。

それに、債務超過に陥った日銀への補てん分が上乘せされることになる。

仮に日銀の逆ざや幅が1%ポイントで済むとしても、その間、政府は毎年、四兆円の補てんを日銀に対して行わなければならない。日銀の債務超過が問題視されるに至った局面で、現在まざに行われているように、日銀に事実上引き受けさせる形で国債を増発してその原資を捻出するという手法は、それがさらに日銀の債務超過幅を拡大させることになるゆえ、もはや使えないことになる。そうした事態のもとで、国民にどれだけ急に重い負担がつけ回されることになるか、より現実感と責任を持って議論されるべきだろう。

5 金利を上げられない中央銀行の帰結

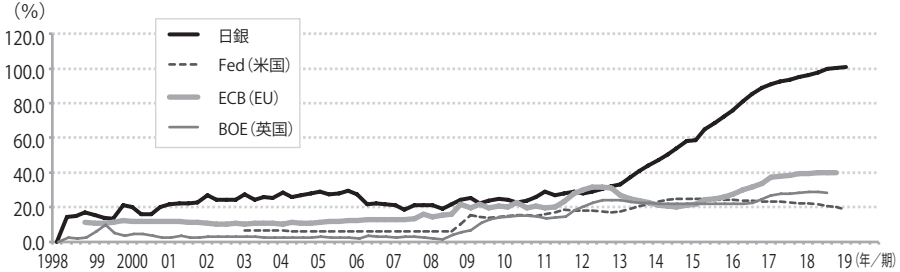
では日銀はもう、金利など上げなければよいではないか、そうすれば債務

超過に陥ることもないはずだ、と思われるかもしれない。

確かに今のような低成長・低インフレ状態、そして円の外国為替相場も安定している状態が永遠に続くのであれば、そうかもしれない。

しかしながら、現実はそのほど甘くはないだろう。第一五回でもみたように、Brexit（英国の欧州連合からの離脱）をめぐる混乱に見舞われた英国の経験は、いかに国内経済が弱くても、様々な事情で動く為替相場の動向次第では、輸入物価の上昇によって国内物価もあっさりと上昇に転じ得ることを物語る。中央銀行が国内の経済や物価情勢に見合った水準に短期金利を引き上げることができなければ、国内の物価上昇は抑えられず、外国為替市場で自国通貨安が一段と進展してしまい、まさに「火に油を注ぐ」事態になりかねない。日本のように財政事情が極端

図表8 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(資料) Thomson Reuter Eikon、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 Conditions Statement of Federal Reserve Banks, ECB, Statistical Bulletin, BOE, Monetary and Financial Statistics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
 (注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2020年1月現在、2018年9月値までしか公表されていない。

に悪い国にとっては、それは、自国内からの大規模な資金流出につながりかねない、極めて危険な事態でもある。

他の主要中央銀行は、そのような事態に至ることが決してないように、金融危機後に大規模な資産買入れを実施するとしても、様々な工夫を重ね、出口も見据えて極めて慎重な政策運営を行ってきた。それは本連載でもこれまで詳しく述べてきたとおりだ。彼らの慎重な、そして国民に対して誠実かつ責任ある政策運営スタンスは、何よりも各中央銀行の資産規模の推移に表れる(図表8)。いざ、正常化局面となった段階で、各中央銀行に降りかかる困難の度合いは、その時点で各中央銀行が抱えるBSの規模の大きさに比例する。だからこそ、他の主要中央銀行は、資産規模を徒に膨張させることは決してしなかった。

これに対して日銀は世界でも突

出する形で資産規模の拡大を続け、二〇一八年第四半期には、ついに名目GDPを上回るに至った。QQEからの「出口」の難度は増すばかりだというのに、日銀は今もなお、資産規模を拡大させ続けている。

ところがQQEの着手以降、これまで開催された累次の金融政策決定会合において、日銀がこうした問題を議論した形跡は一切見当たらない。毎回の会合終了後の黒田総裁の記者会見や一〜二か月後に公表される議事要旨は一切、こうした将来に関する「都合の悪い話」は出てきていない。こうした問題を責任を持って議論することなく、いわば「漫然と」QQEを継続しているツケは、今後いずれかの時点で必ず、この国全体の経済の営みに大きな打撃を与える形で払わされることになるだろう。

(株)日本総合研究所調査部主席研究員