

黒田日銀の金融政策運営の 評価と残された課題



河村 小百合

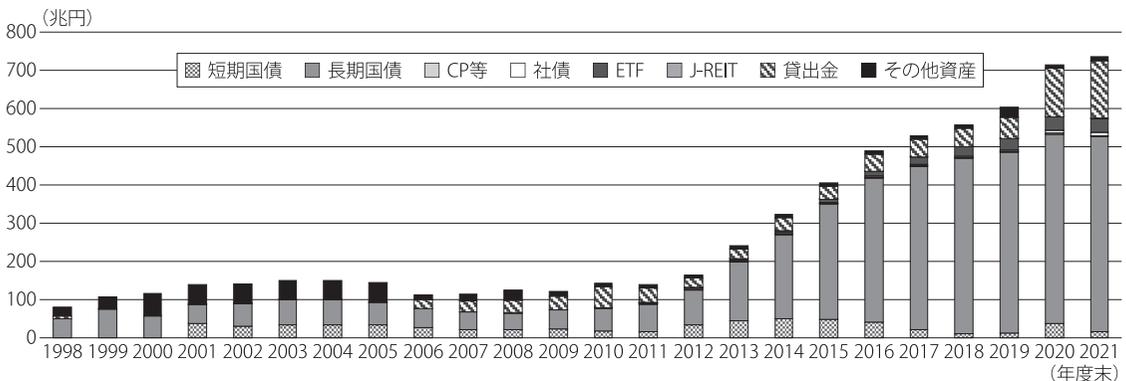
日本総合研究所 調査部 主席研究員

1. はじめに

第二次安倍晋三政権発足後の2013年3月に就任した黒田東彦総裁のもと、日本銀行は同年4月に「量的・質的金融緩和」政策を開始した。2%の物価目標達成のめどが見通せない状態が長期化するなかで、日銀は2016年1月末には「マイナス金利」政策、続く同年9月には「長短金利操作」（以下YCC：イールド・カー

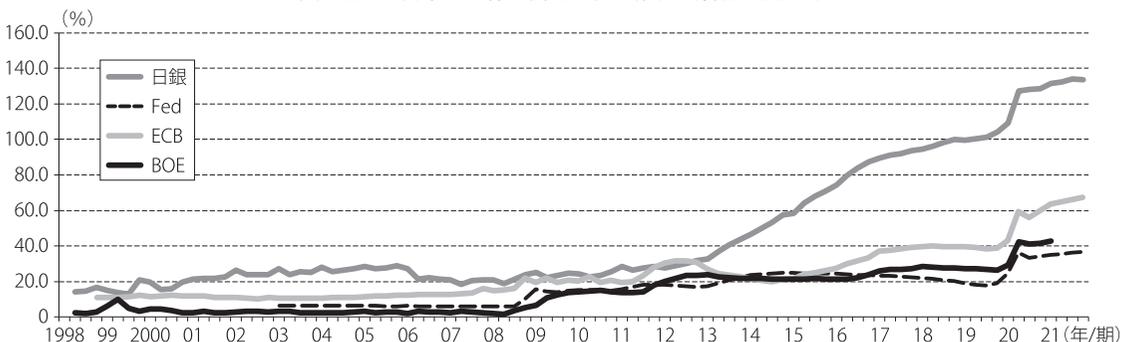
ブ・コントロール）政策を「量的・質的金融緩和」に付加する形で導入した後、黒田総裁は2018年3月に再任され、今日に至っている。すでに足掛け9年半の長期間に及ぶこうした金融政策運営に、2020年春以降はコロナ危機対応での国債等の買い入れが拍車をかけ、日銀の資産は増加の一途をたどり（図表1）、中央銀行としての対名目GDP比でみた資産規模はすでに130%超と、主要中銀のなかでも群を

図表1 日銀資産の内訳別推移<年度末ベース>



(注) 1998～2000年は短期国債、長期国債別の計数はn.a.のため、国債全体の計数を長期国債として表示。
(資料) 日本銀行『時系列統計日本銀行勘定データ』を基に日本総合研究所作成。

図表2 主要中央銀行の資産規模の推移 (名目GDP比)



(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2022年9月現在、2021年3月値までしか公表されていない。
(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。

抜く状態が続いている（図表2）。そうしたなか、欧米主要国を中心に、世界経済の高インフレ局面への急転換を映じ、2022年春先以降は急激な円安が進行し、日銀は厳しい金融政策運営を迫られている。

本稿においては、黒田総裁就任以降の9年半にわたる日銀の金融政策運営を、その効果と副作用の両面から振り返りつつ、わが国が直面する、残された課題を検討することとしたい。

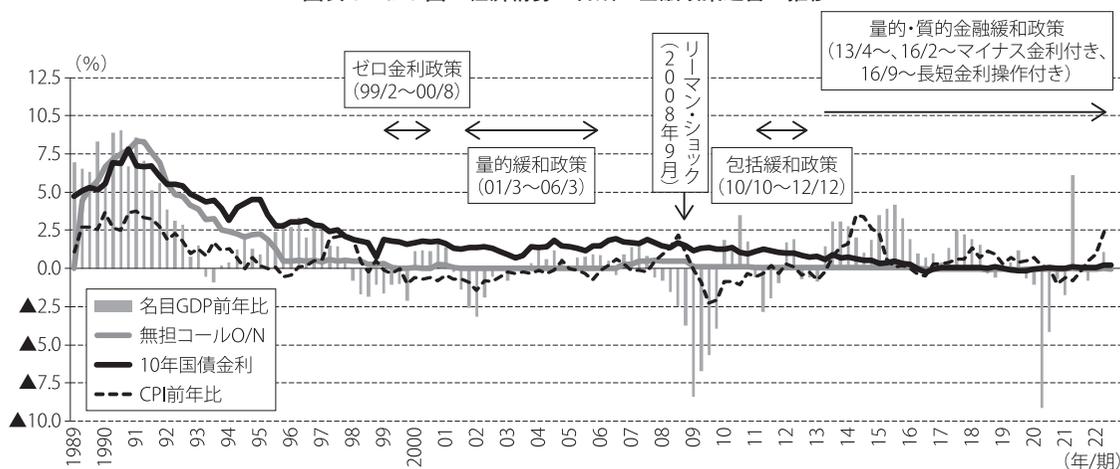
2. 「量的・質的金融緩和」

金融政策に限らないが、およそ政府なり当局なりが新たな政策を打ち出す際には、何らかの目標やねらいがあるのが通常で、その目

標やねらい通りの効果が得られたのか、副作用は生じたのか、生じたのであればその回避や軽減のための対応がとられたのかどうか、効果と副作用の比較衡量ではどうか、といった側面から事後的な検証をすることになる。

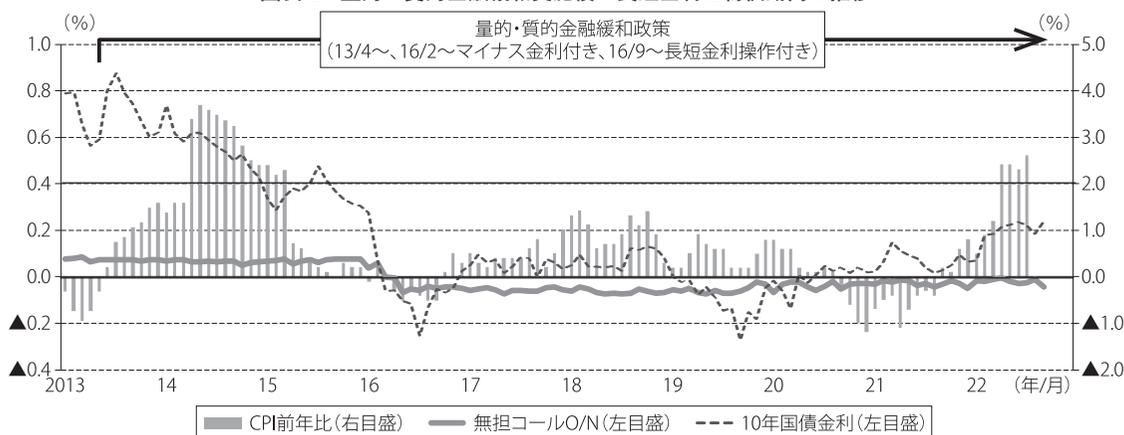
黒田総裁が2013年の就任直後に打ち出した「量的・質的金融緩和」（以下QQE）政策に関しては、その目標やねらいは明確だった。それまでのわが国経済の推移や日銀の金融政策運営を背景に（図表3）、黒田総裁は就任前から「日銀の金融緩和が足りなかったから、日本経済はデフレから脱却できなかった」という認識を繰り返し表明しており、「2年で物価2%達成」という明確な目標と、「異次元の大規模な国債等の買い入れによって、社会全体

図表3 わが国の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移



（注）CPI 前年比には消費税率引上げの影響を含む。
（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、内閣府。

図表4 量的・質的金融緩和実施後の長短金利と物価動向の推移



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

のインフレ期待を動かす」という効果の想定波及経路を掲げ、日銀総裁に就任後直ちに、国債やETF（信託財産指数連動型上場投資信託）を大規模に買い入れるQQEを実施に移したのである。

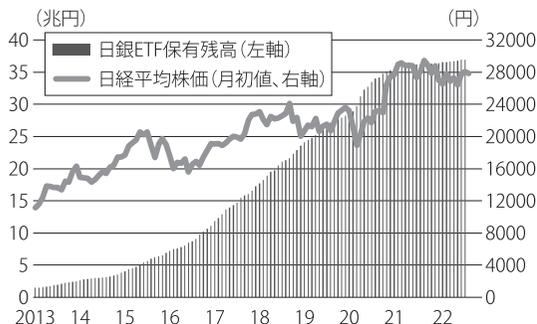
その後のわが国経済・物価情勢の展開をみると（図表4）、QQEの実施当初は確かに、消費者物価前年比は見違えるように上昇し、為替は円安方向に振れ株価も上昇し（図表5）、国全体の景況感も大幅に改善して、2%の物価目標達成も視野に入るかに思われた。もっとも2014年4月の消費税率引き上げ（5→8%）後に景気拡大が失速したことなどから、2%の目標達成に至らない状態がその後も長期化することになった。さはさりながら、黒田総裁就任前の状況に比較すれば、消費者物価が、振れは伴いつつもおおむねプラス圏内で推移するようになったとみることはでき、QQEには少なくとも導入当初は一定の効果があったと評価することができよう。もっとも、従前では

はおよそ考えられなかった巨額の国債の買い入れによっても、社会全体の“インフレ期待”を動かすことができたのは、最初の1年程度にとどまり、その後も継続的に効果を発揮するものとはなり得なかったのが現実であった。

そして、QQEには様々な副作用も伴うことが明らかになった。日銀による国債の買い入れについてみれば、国債（財投債を含む）の発行残高に対して、日銀が保有するシェアは年々上昇し、足許では約5割にも達している（図表6）。これは、民間市場参加者で構成される市場の価格発見能力の低下を意味する。実際に日銀がQQEを展開してきたこの9年半の間、消費税率の引き上げが何度も延期されたり、基礎的財政収支の黒字化という財政再建目標の達成時期の先送りが安易に繰り返されたり、コロナ危機対応のための巨額の財政出動により赤字国債が大幅に積み増されたりと、国債市場にとってのネガティブ・イベントが何度となくあった。しかし、わが国の長期金利はこれらの事態に反応して目立って上昇することはなく（前掲図表4）、安易な財政拡張路線に対する市場の警告機能は失われたままとなっており、それが財源確保を度外視したさらなる財政拡張を招く、という悪循環を招いている。

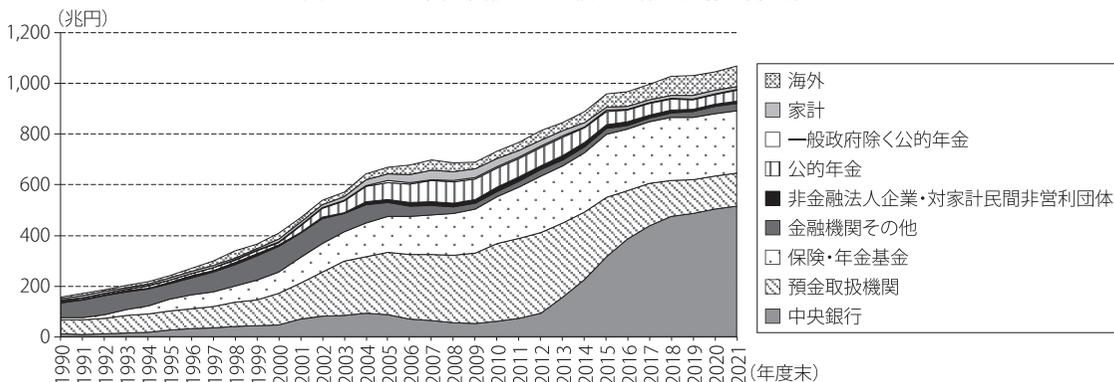
また、QQEにおける“質的緩和”の側面から買い入れ額を引き上げてきたETFに関しても、株価は確かに上昇基調をたどり、大企業や富裕層には恩恵があったものの、広く日本社会全体の賃上げにつながったわけでもなく、わが国経済全体への効果は限られたように見受けられる。

図表5 日経平均株価と日銀のETF買い入れ残高の推移



（資料）日本銀行『時系列データ検索サイト』、『営業毎旬報告』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』（<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>）のデータを基に日本総合研究所作成。

図表6 わが国の国債・財投債の主体別保有残高の推移



（資料）日本銀行時系列統計資金循環データを基に日本総合研究所作成。（原資料注）2003年度以前は93SNAベース、2004年度以降は08SNAベースの計数。

そうしたなか、日銀がその後もETFのいわば“高値掴み”を繰り返していることから、株式市況次第では日銀自身が巨額の損失を被りかねない状況となっている。コロナ危機の初期段階にあった2020年3月半ばには、日経平均株価が一時16,000円台半ばにまで下落し(図表7)、仮にこの時点でのETFの含み損の計上を余儀なくされていれば、日銀は実質的な債務超過状態に陥っていたものとみられている。実際にはその直後、日銀が自らの大規模なETF買い入れによって株価を押し上げ、決算に適用される3月末の株価は日銀の損益分岐点を上回り、事なきを得た。そうした問題のほかにも、このETF買い入れに関しては、当局たる日銀が有力企業等の大株主となってしまうことによる、企業統治上の問題点も指摘されている。

ちなみに、目を海外に転じれば、主要中央銀行

のなかでETFのようなリスク性資産を買い入れている例はない。他方、国債の大規模な買い入れに関しては、2008年のリーマン・ショック以降、欧米主要中銀が軒並み採用してきた非伝統的な金融政策手段である。約10年にわたる実践的な経験の蓄積を経て、BIS(国際決済銀行)のグローバル金融委員会では、各中央銀行のこうした非伝統的な手段の効果や副作用を評価する報告書が2019年に公表されている。そのうちの「資産買い入れ」に関する部分をみると(図表8)、長期金利の押し下げによる一定の効果が認められている一方で、中央銀行の財務悪化や、資産価格の実力以上の押し上げといった副作用も指摘されており、全体としてプラスの効果がネガティブな副作用を打ち消して余りあるほどにはなっていない、という消極的な評価にとどまっている。

図表7 日経平均株価と日銀のETF買い入れ金額の推移



(注) 本図における日銀のETFの買い入れ金額は、各月のETF保有残高から前月の残高を差し引いたもの。
 (資料) 日本銀行『時系列データ検索サイト』、『営業毎月報告』および日本経済新聞社『日経平均プロフィールダウンロードセンター』(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index?type=download>)のデータを基に日本総合研究所作成。

図表8 各国中央銀行による「資産買い入れプログラム」と「マイナス金利政策」に対する評価 (BISグローバル金融委員会報告書)

【資産買い入れプログラム】	
動機	長期金利を押し下げ、幅広い金融条件を緩和すること
効果	全体として、資産買い入れプログラムはすべての国において極めて効果的な手段であったが、そのパフォーマンスは不均一。新たな非伝統的な金融政策手段に組み合わせたり、補完させたりする中銀の例も存在。
副作用	① 中央銀行のバランス・シートの質の弱体化のリスク ② 資産評価におけるプレミアムの過度な圧縮 ③ レボ市場における一時的な玉不足効果 ④ 商品価格や新興経済圏(EMEs)の民間セクターのレバレッジの押し上げの形態によるスピルオーバー これらの点に関する懸念は、総需要の弱さに対処するうえでの資産買い入れプログラムのプラスの貢献を打ち消すのに十分であるとは評価されていない。
【マイナス金利政策】	
動機	デフレ的な影響を及ぼす自国通貨高に対抗する必要性に迫られて。金融政策の目的に合致する形で、経済に刺激を与えること。
効果	全体として“ゼロ金利制約”(ELB)への対処としては有用。長期金利は将来の短期金利予想に合わせて低下し、景気拡大の刺激として作用。
副作用	銀行の金利マージンの圧縮。その他の収益や不良債権の減少といった銀行ポートフォリオの改善によって相殺され、銀行業の安定のうえでの主な問題とはなるには至らず。
金融仲介機能への影響	長引くマイナス金利による、金融仲介主体に対する長期的にみた潜在的な効果は、現下の経験からでは完全に評価し得ず。

(資料) Committee on the Global Financial System. “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”, Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), CGFS Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019, pp2 ~ 3 の記述を基に日本総合研究所作成。

3. 「マイナス金利」と「イールド・カーブ・コントロール」

2013年4月からQQEを実施してきた日銀は、2016年1月末に突然、「マイナス金利」政策を導入し、そのわずか半年余り後の同年9月にはYCC政策に切り替えた。これは、2013年のQQE導入時とは対照的に、政策目的や、日銀として想定する効果の波及経路が、当初から明確に説明されたものではなかった。

一般的にあって、中央銀行の金融政策運営上の主たる手段は、短期（オーバーナイト）の政策金利である。この点は、リーマン・ショック後これだけ非伝統的な政策手段が多用されるようになった今日においても、他の主要中央銀行が発信している考え方をみる限りでは不変であり、米連邦準備制度（Fed）も欧州中央銀行（ECB）もイングランド銀行（BOE）も、メインの手段は短期の政策金利だ、ということ、公表資料や議長や総裁の記者会見等を通じて、繰り返し明らかにしている。中央銀行は、民間銀行があたかも森の木のように、枝分かれしながら下に連なる金融システムの頂上に位置し、金融調節によって政策金利を上下させ、それが市場金利や民間銀行の貸出金利の変化につながって（いわゆる「パス・スルー効果」）、民間銀行が企業や家計向けの貸出を調整することにより、広く社会全体への金融緩和、ないし金融引き締め効果を、民間銀行と一体となって及ぼしていくのが基本であると考えられているからであろう。

ところが日銀の場合は、黒田総裁の就任直後から、こうした主要中銀のなかで広く受け入れられている考え方とは異なる政策運営を採った。主たる金融政策の手段を、白川前総裁までの時代の短期の政策金利（オーバーナイト物の無担保コール金利）から、中央銀行が民間銀行に供給する資金量を表すマネタリーベース（銀行券発行残高および中央銀行当座預金残高の合計）に切り替えたのである。ゆえに、2013年4月から、マイナス金利が導入されるまでは、わが国には“政策金利”は存在しなかったことになる。

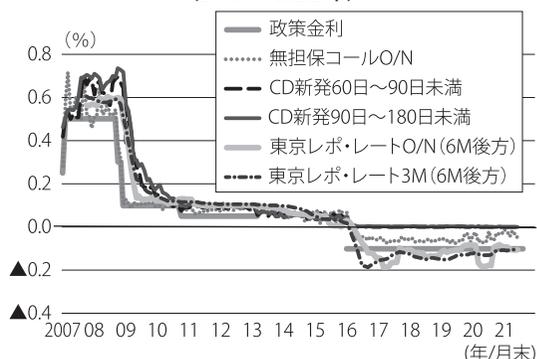
それが、2016年1月の突然のマイナス金利の導入に伴い、“政策金利”が復活することになった。しかもその対象は、白川前総裁時代までの“オーバーナイト物の無担保コール金

利”ではなく、三層構造方式という複雑なマイナス金利政策がとられるなかで、そのうちの一層（「政策金利残高」、後掲図表15参照）に日銀が付す金利が政策金利である、ということになったのである。

さらに同年9月には、マイナス金利政策はYCC政策に切り替えられた。これは、マイナス金利政策の導入によって、わが国の長期金利がいわば“低下し過ぎ”、マイナス圏内に入ってしまう（前掲図表4）、民間銀行や民間機関投資家等の経営に深刻な影響が出かねない状態に陥ったため、その副作用を緩和するために日銀が講じた“苦肉の策”であったように見受けられる。その結果、日銀の政策金利としては、「政策金利残高」に付されるマイナス金利に「10年国債金利」が加わるという、異例の「2本立て」の形をとるに至ったのである。

こうしたYCCのもとでの金融政策運営が、わが国経済にどのような経路で効果を及ぼすのかについて、日銀は「2%の物価目標の達成に向けて、粘り強く金融緩和を継続する」と繰り返すのみで、明確な説明を一切行っていない。なぜ、10年物の長期金利も政策金利とするのか、またその目標水準がなぜゼロ%なのかも、今に至るまで一切、説明を行っていないのが実情である。こうした金融政策運営は、リーマン・ショック以降や、コロナ危機後

図表9 日銀の政策金利と短期金融市場金利の推移（2007～2021年）



(注) 政策金利は、2013年3月までは無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準。2010年10月～2013年3月の誘導水準は0～0.1%であるが、本図では0.05%として表記。2013年4月～2015年12月までは政策金利は存在せず（マネタリーベース・ターゲティングによる金融政策運営を行っていたため）。2016年1月～8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。2016年9月以降は、金利の誘導水準として短期金利および長期金利の2つが設定されているが、本図ではそのうちの短期の政策金利である、日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準を示す。

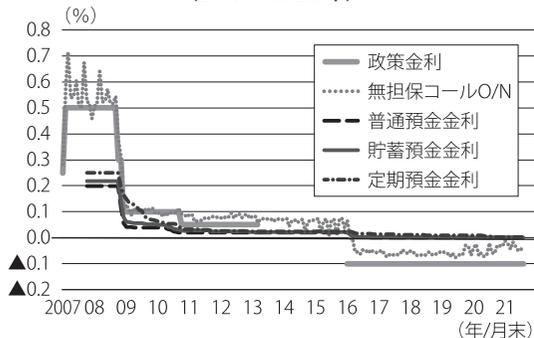
(注2) 東京レポ・レート（オーバーナイト物、3ヵ月物とも）は、6ヵ月後方移動平均ベース。

(資料) 日本銀行時系列データ、日本証券業協会『東京レポ・レート』データを基に日本総合研究所作成。

をみても、他の主要中央銀行では決して採られていない、異例のものとなっている。

短期の政策金利をメインの手段に位置付ける他の主要中央銀行の場合、政策金利を動かすことの実体経済への波及の度合いは、短期金融市場金利や民間銀行の預金金利、貸出金利にどの程度反映されているかによって把握するのが普通である。日銀の場合、マイナス金利政策やYCC導入前の期間における政策金利が存在しないものの、リーマン・ショック前の2007年以降のわが国の短期金融市場金利、民間銀行の預金金利、貸出金利の推移をみたものが図表9～11である。それによれば、日銀の2016年1月のマイナス金利政策導入以降、短期金融市場金利は完全にマイナス圏内に沈んでおり、“パス・スルー効果”がほぼ完全に認められる(図表9)一方、預金金利はゼロ%を超えては下がりにくい、という他の主要国と同様の状況が生じている(図表10)ことがみてとれる。貸出金利については趨勢的に低下傾向をたどってはいるものの(図表11)、2016年1月のマイナス金利政策導入がどの程度寄与したのかは定かではなく、また、近年の動向をみる限り、日銀の政策金利の推移とは異なった動きを示しており、別の要因が作用しているようにも見受けられる。要するに、

図表10 日銀の政策金利、わが国の無担保コール・レート(オーバーナイト)と預金金利の推移(2007～2021年)



(注1) 政策金利は、2013年3月までは無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準。2010年10月～2013年3月の誘導水準は0～0.1%であるが、本図では0.05%として表記。2013年4月～2015年12月までは政策金利は存在せず(マネタリーベース・ターゲティングによる金融政策運営を行っていたため)。2016年1月～8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。2016年9月以降は、金利の誘導水準として短期金利および長期金利の2つが設定されているが、本図ではそのうちの短期の政策金利である、日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準を示す。

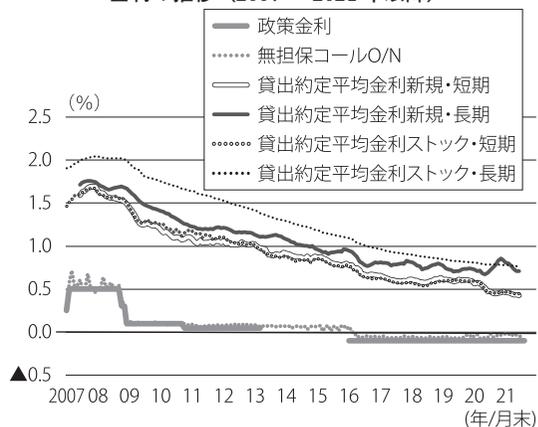
(注2) 預金金利は日本銀行取引先の国内銀行(一部を除く)および信用金庫および商工中金ベース。貯蓄預金金利は30万円以上ベース、定期預金金利は預入金額300万円以上、1,000万円未満、3ヵ月物ベース。

(資料) 日本銀行時系列データを基に日本総合研究所作成。

金融政策の効果が社会全体に伝播していくうえで最も重要なはずの、貸出金利へのパス・スルー効果は、YCCの導入以降、明確には認められない。そして同効果は短期金融市場金利には認められ、預金金利には認められない。これはまさに、YCCの導入によって、民間銀行の預貸利ざやが圧迫されていることを物語っている。そうしたなかで、民間銀行が社会全体に対する貸出能力を最大限に発揮できるとは考えにくいといえよう。

なお、前述のBISグローバル金融委員会の報告書では、日銀に限らず、ECBをはじめとする他の中央銀行にも導入例がみられたマイナス金利政策に対する評価も明らかにされている(前掲図表8)。そこでは、政策金利の下げ余地がなくなる“ゼロ金利制約”状態への対応として、マイナス金利政策に一定の意義は認められている一方、民間銀行への悪影響が指摘され、その評価は総じて消極的なものにとどまっている。この点は、その後のコロナ危機に直面した際、マイナス金利政策の新たな導入を議論の俎上に載せた中央銀行はFedやBOEをはじめいくつかあったものの、実際に導入した中央銀行は皆無であった、と

図表11 日銀の政策金利、わが国の無担保コール・レート(オーバーナイト)と国内銀行貸出約定平均金利の推移(2007～2021年以降)



(注1) 政策金利は、2013年3月までは無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準。2010年10月～2013年3月の誘導水準は0～0.1%であるが、本図では0.05%として表記。2013年4月～2015年12月までは政策金利は存在せず(マネタリーベース・ターゲティングによる金融政策運営を行っていたため)。2016年1月～8月は日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準。2016年9月以降は、金利の誘導水準として短期金利および長期金利の2つが設定されているが、本図ではそのうちの短期の政策金利である、日銀当座預金のうちの政策金利残高への付利水準を示す。

(注2) 国内銀行貸出約定平均金利の新規分(短期・長期とも)は、6ヵ月後方移動平均ベース。

(資料) 日本銀行時系列データを基に日本総合研究所作成。

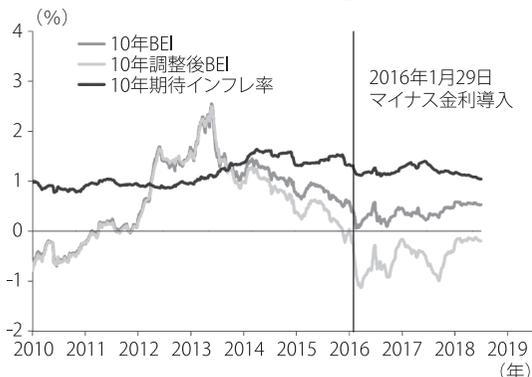
いう事実に如実に表れている。

このように、日銀のマイナス金利政策や YCC に対する他の中央銀行の眼は極めて冷やかだ。その代表例が Fed だろう。

Fed は 2019～2020 年にかけて、金融政策運営の新戦略を検討する過程で、このマイナス金利政策も議論の俎上に載せながらも、実際には導入しなかった中央銀行の一つである。その検討の際、FOMC（連邦公開市場委員会）に提出されたペーパーのなかでは、サンフランシスコ連銀による「日本におけるマイナス金利」という調査論文の内容が引用されている。

市場のインフレ期待は、同じ年限の名目の利付国債と物価連動国債との流通利回りの格差から「ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）」として抽出することができるが、サンフランシスコ連銀は、日本の物価連動国債の特殊な設計（デフレ時にも元本は額面を割り込まず）の要因を調整した「10年調整後 BEI」を算出したうえで、そこからさらにインフレ・リスク・プレミアム要因を除去した「10年期待インフレ率」を推計した。その結果（図表 12）は、2013 年以降の「異次元緩和」によって、わが国においても一時は期待インフレ率が高まったものの長続きはせず、とりわけ日銀がマイナス金利政策を採用した 2016 年以降は、中期的なインフレ期待が振れを伴いつつも下落傾向をたどっていることが読み取れる、としている。要するに、マイナス金利政策には予期せぬ収縮的な効果があるとみられ、同論文は、日本のようにイ

図表 12 わが国の 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）と 10 年期待インフレ率の推計結果（サンフランシスコ連銀）



（資料）Christensen, Jens H. E., and Mark M. Spiegel, “Negative Interest Rates and Inflation Expectations in Japan”, *FRBSF Economic Letter 2019-22*, Federal Reserve Bank of San Francisco, August 26, Figure 3, p3 を基に日本総合研究所作成。

ンフレ期待がすでに低くなってしまっている場合には、マイナス金利政策の有効性に注意する必要がある、と指摘している。

Fed の YCC に対する評価はさらにシビアなものだ。コロナ危機入り直後の 2020 年 6 月の FOMC（連邦公開市場委員会）においては、「イールド・カーブ・キャップないしターゲット（YCT）政策」について、事務方に報告させたうえで、議論を行っている。YCT 政策のこれまでの採用例は、①現行の日銀の YCC、②豪準備銀行（RBA）が 2020 年 3 月に導入したイールド・ターゲット（YT）、③第二次世界大戦時の Fed による、戦時下における財務省の資金調達コストを安定させるための財政ファイナンス、の 3 つしかない。FRB（連邦準備制度理事会）のスタッフは①日銀の現在の YCC を、「2016 年以降、イールド・カーブが超長期の年限までマイナス圏内に沈むなどして過度にフラット化することがないようにする一方、金融緩和環境を継続するために、10 年物のイールドにターゲットを設定」と報告している。そのうえで、「これらの経験から、信認に足る YCT 政策によって国債金利をコントロールし、それを民間金利にパス・スルーさせることが可能で、出口を考慮しない場合には大規模な政府債務の買入れを必ずしも必要としないことが示唆される」、 「YCT 政策によって中央銀行は、一定の環境下では極めて大規模な政府債務の買入れを迫られる潜在的な可能性がある。それはアメリカにおいて 1940 年代に現実のものとなった事態で、YCT 政策の下では、金融政策の目標が政府債務管理の目標に抵触しかねず、中央銀行の独立性が脅かされかねない」との指摘がスタッフから行われている。

FOMC メンバーからは、3 つの先例のうち、② RBA の YT が最も当時のアメリカが置かれた状況に関連する政策運営である、との見方が示されたうえで、YCT に踏み切った場合、
① とりわけそうした政策からの出口が近づいた際に、Fed の BS の規模と構成をどのようにコントロールするのか、
② YCT 政策によって、中央銀行の独立性が脅かされるリスクをいかに緩和するのか、
③ こうした政策が金融市場の機能や、民間セクターのバランス・シートの規模や構成に与える影響をどう評価するのか、
等の懸念が指摘されている。また、そもそも

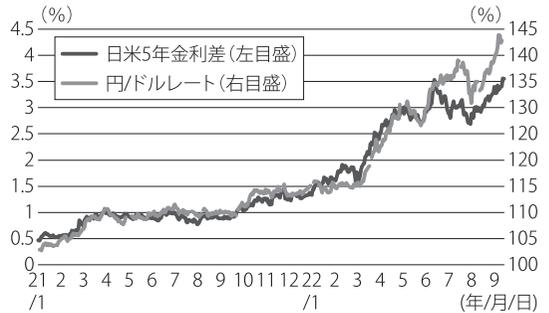
YCTを実施する場合、

- ④ 長期金利のうちのどの年限にするのか、どの程度の金利水準にキャップをはめるのか、といった点を特定するのは容易なことではなく、万が一その設定を誤った場合、経済全体に悪影響が及びかねない、とも指摘されている。以上の議論を経て、結果的に、FedとしてYCT政策を採用することはなかった。

こうしたFOMCでの指摘や議論の内容は、日銀、そしてわが国全体にとって、極めて重いものだろう。わが国では「金利は低ければ低いほどよい」という単純な固定観念が世間全体に独り歩きし、日銀も、中央銀行でありながら、きちんとした分析も提示せず、そうした固定観念に安易に便乗しているような感を禁じ得ない。実際のところは、「経済の体温」ともいわれる10年物長期金利まで力づくでゼロ%近辺に抑えるYCC政策を、長期にわたり継続していることが、かえって金融の資源

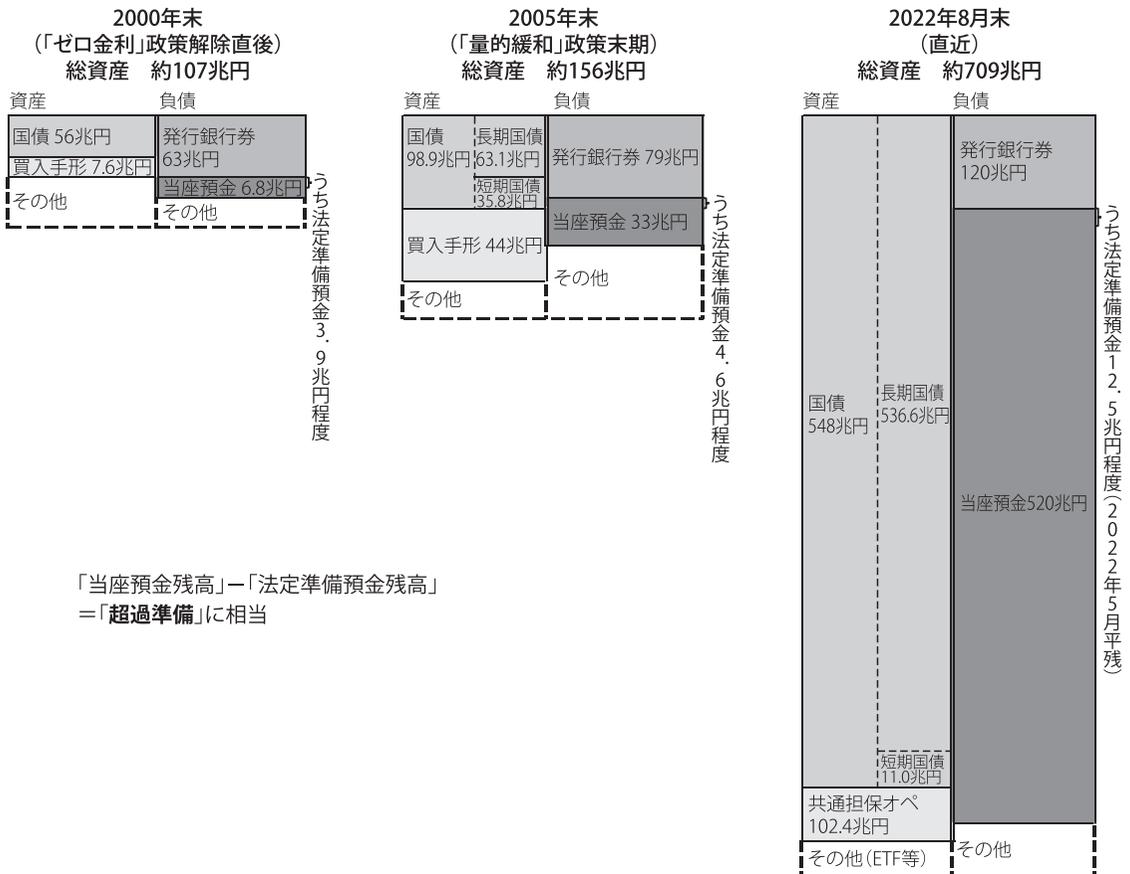
再配分効果を失わせ、わが国経済全体の企業セクター全体の新陳代謝や構造改革を遅らせ、財政規律を緩めるだけの結果につながっているのではないか。経済の活力によって物価を押し上げる力が、わが国ではいかに欠如しているかは、現下のコロナ危機後の高インフレ局面で、わが国のみ、他の主要先進国とは大きくかけ離れた物価動向をたどっていること

図表 13 日米5年金利差と円ドル・レート推移



(注) 金利はスポット・レート・ベース。
(資料) Thomson Reuter Eikon および日本銀行『時系列統計データ』を基に日本総合研究所作成

図表 14 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2022年8月末)



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎月報告』各号の計数を基に作成。

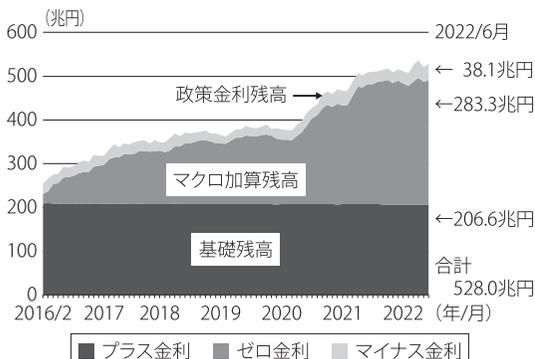
がまさに物語っているといえよう。

4. 残された今後の課題

コロナ危機後の世界の経済・金融情勢は高インフレ局面へと一変した。本稿を執筆している9月15日時点で、日銀は従前からのYCC政策を調整する素振りは一切見せず、指値オペを連発するなど、頑なな金融政策運営を継続している。

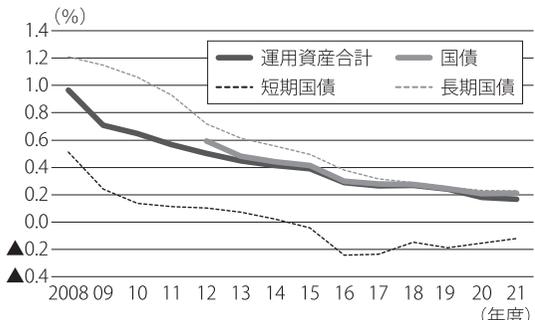
しかしながら、内外金利差の拡大を主因に、急激な円安が進行している現在（図表13）、このままの金融政策運営をいつまで続けられるかは定かではない。日銀がYCC付きQQEの修正ないし調整に動くとき、もしくは動かざるを得なくなったとき、わが国はこれまで封印してきた深刻な2つの課題に直面することになる。①日銀自身の財務の悪化と、②財政

図表15 日銀当座預金の適用金利別残高の推移
(補完当座預金制度適用先)



(注)「補完当座預金制度」とは、日銀当座預金のうちのいわゆる「超過準備」(民間銀行等の余剰資金の預け入れ分)に利息を付す制度。日銀と当座取引のある金融機関のほとんど(銀行、証券会社、短資会社等)が対象となるが、政府系金融機関や清算機関等、日銀と当座取引があっても対象外となっている機関も一部にある。投資信託、保険会社等はそもそも、日銀に当座預金を有していないため、対象外である。
(資料)日本銀行『金融経済統計月報』、『時系列統計データ』。

図表16 日銀の運用資産利回りの推移



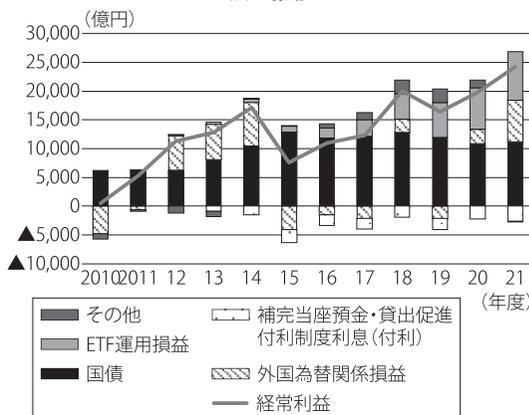
(資料)日本銀行『各事業年度決算等について』を基に日本総合研究所作成。

運営の持続可能性の問題だ。

日銀のバランス・シートは、黒田総裁のもと、大きく膨張している(図表14)。日銀が民間銀行から受け入れる当座預金のごく少なく、短期金融市場における余剰資金がほとんどなかったかつての時代(例えば図表14の一番左の2000年末)は、日銀が日々のオペレーションで資金を吸収すれば、簡単に短期金利を引き上げ誘導することができた。中央銀行の当座預金は、日銀に限らず無利子が当然で、利上げに伴って中央銀行が財務コストを被ることなどあり得なかった。

ところが今では、状況は一変している。図表

図表17 日銀の近年の決算における経常利益の主な内訳の推移



(注)2020年度は、同年度上半期決算の計数を2倍にしたもの。
(資料)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。

図表18 日本銀行のバランス・シート項目の内訳
(2022年3月末時点)

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,198,708
現金	2,984	当座預金	5,631,785
短期国債	149,425	その他預金	265,689
長期国債	5,112,312	政府預金	130,325
CP等	25,144	売現先勘定	9,200
社債	85,830	引当金勘定	69,345
金銭の信託 (信託財産株式)	4,419	資本金	1
金銭の信託 (ETF)(*1)	365,658	準備金	33,777
金銭の信託 (J-REIT)(*2)	6,567		
貸付金 (共通担保資金供給)	1,515,329		
外国為替	78,969		
その他含む 資産合計	7,358,203	その他含む 負債・資本合計	7,358,203

(注*1)信託財産指数連動型上場投資信託。
(注*2)信託財産不動産投資信託。
(資料)日本銀行『営業毎旬報告(令和4年3月31日現在)』、2022年4月7日。

15は現在、日銀が階層方式のマイナス金利政策によって受け入れている当座預金の推移を示したものだ。日銀が現在、プラス金利（0.1%）を民間銀行に払っている“基礎残高”は、当座預金全体の半分もなく、残りは、無利子の“マクロ加算残高”ないしは、マイナス金利が適用される“政策金利残高”になっている。日銀が今後、短期金利の利上げに踏み切らざるを得なくなった場合、例えば1%に利上げするのであれば、この500兆円あまりの当座預金全体に1%の付利をせざるを得ず、そのコストは年間5兆円に達する。ところが日銀のバランス・シートの資産サイドをみると、日銀自身がこれまで大規模なQQEを実施し、2016年以降は10年物長期金利をゼロ%近傍に抑えつけるYCC政策を実施してきたことと表裏一体として、日銀自身が買い入れる国債に付されたクーポンは極端に低いものばかりとなった結果、日銀の運用資産利回りは低下の一途をたどっており（図表16）、直近の2022年3月末時点ではわずか0.2%にも満たない。日銀の経常利益の内訳別推移（図表17）から明らかのように、日銀は現在、500兆円超の国債を買い入れながら、そのクーポン収入は年間わずか1兆円しかなく、近年ではETFの収益頼みとなりつつある。それでも短期金利の利上げが0.2%を上回れば、日銀は逆ざやに転落し、1%ポイント幅の逆ざや当たり、毎年度5兆円のコストが日銀にのしかかることになる。日銀はあつという間に赤字への転落を余儀なくされ、また、準備金や引当金を含めた自己資本が10兆円あまりしかないことを鑑みれば（図表18）、その赤字状態が数年続けば、日銀は債務超過に転落することになる。

リーマン・ショック以降や、コロナ危機後に、国債等の大規模な買い入れを行った後、財務が悪化するの、日銀に限らず、他の中央銀行も

共通して抱える課題だ。正常化のコストの規模は①当該中央銀行の資産規模、②物価情勢、さらには当該中央銀行が買い入れた③資産の加重平均利回りや④平均残存期間、で決定される（図表19）。日銀の場合は①や③の条件が他中銀に比較してかなり悪いほか、他中銀が決して手を出していないETFも買い入れ、その価格変動リスクも抱えている。日銀が抱える正常化のコスト、換言すれば将来的な国民負担は、他中銀と比較してはるかに大きいと考えられる。

そして、日銀が“デフレ脱却”を旗印に開始したQQEの結果、日銀が保有するに至った国債規模の大きさ（前掲図表6）を鑑みれば、黒田総裁のもとで日銀が行ってきた金融政策運営はまさに“事実上の財政ファイナンス”に相当する。その“後始末”をいかにしつつ、財政運営を継続させるかも、わが国にとって極めて重い課題となる。

2022年度一般会計予算でみれば、総額107兆円のうち、利払費はわずか8兆円余りに過ぎない（図表20）。しかも、2020年度以降に行われた巨額のコロナ対策での歳出の財源確保のめども未だに立っておらず、わが国は巨額の短期国債の発行を続けるいわば“自転車操業”を余儀なくされている状態にある（図表21）。日銀が今後、YCCを解除せざるを得なくなり長期金利が上昇を余儀なくされる場合に長期国債の利払費が嵩むだけでなく、短期金利を引き上げ誘導せざるを得なくなった場合にも、国の財政運営には、短期国債の利払費増を通じて深刻な影響が及ぶことになる。世界的な経済・金融情勢が一変し、日銀がこれまでの金融政策運営をそのまま続けられるかどうかの瀬戸際に立たされている現在、わが国の財政運営も同時に極めて重大な局面に立たされているといえよう。

日銀とわが国が今後、避けて通れない金融

図表19 主要中央銀行の正常化局面における困難さの度合いの比較

	日銀	Fed	BOE	ECB
①バランス・シートの規模 （名目GDP比）	133.8% (2022/2Q)	35.8% (2022/2Q)	42.8% (2021/1Q)	67.1% (2022/2Q)
②物価情勢 （直近の前年比）	2.6% (2022/7月)	8.3% (2022/8月)	9.9% (2022/8月)	9.1% (2022/8月)
③買い入れ資産の加重平均利回り	0.172% (2022/3月末)	2%台以下か？ (2021/12月末)	2.63% (2022/2月末)	n.a.
④買い入れ国債の加重平均残存年数 （デュレーション）	6.6年 (2021/12月末)	7.6年 (2021/12月末)	17.42年 (2022/2月末)	n.a.

（注1）日銀の④買い入れ資産の加重平均残存年数は、左三川郁子・梶田脩斗「保有資産長期化で日銀の出口、遠のくおそれも」『金融政策ウォッチ』公益社団法人日本経済研究センター、2022年2月14日による。

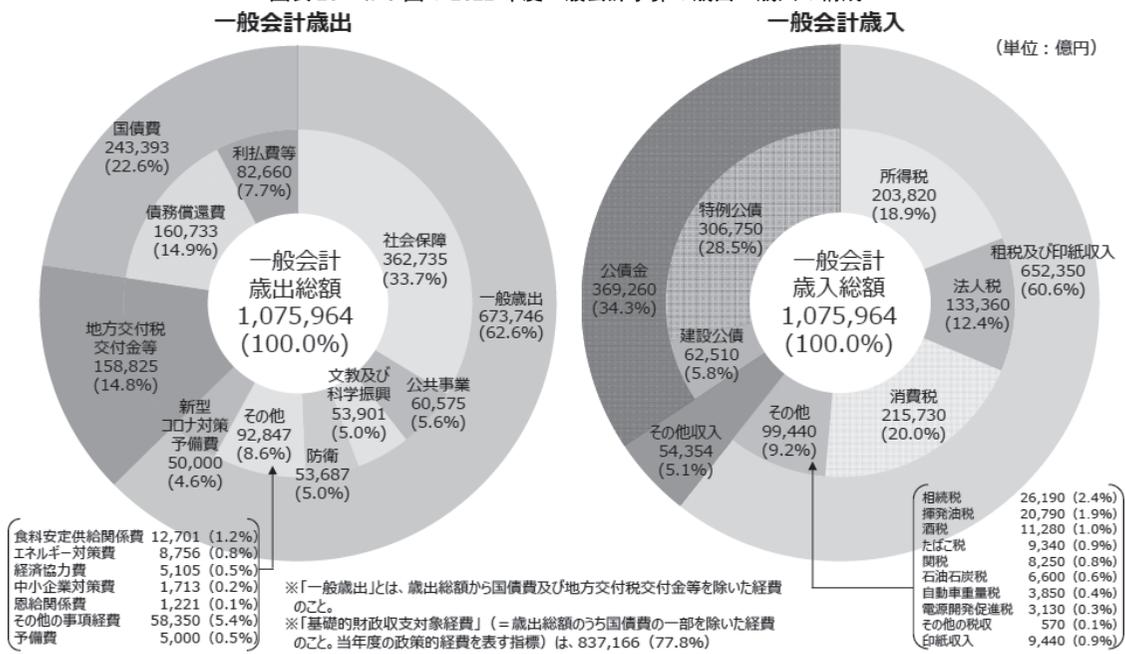
（注2）ECBの資産には、国債等の債券買い入れ分ばかりでなく、残高縮小が容易なリファイナンス・オペレーション（民間銀行向け資金供給）の残高も含まれ、この両者の残高は概ね2：1であることを注意する必要がある。

（資料）各中央銀行および各国統計当局公表データを基に日本総合研究所作成。

政策の正常化のコストと、財政運営の持続可能性の問題は、黒田総裁や歴代の政権が決して手を付けようとはせずに放置してきた結果として、今後わが国が直面する最大の課題だ

ろう。その問題に正面から向き合い、安定的な経済・財政運営を継続していくことができるかどうか、黒田総裁時代の日銀の金融政策運営の評価を最終的に決することとなろう。

図表 20 わが国の 2022 年度一般会計予算の歳出・歳入の構成

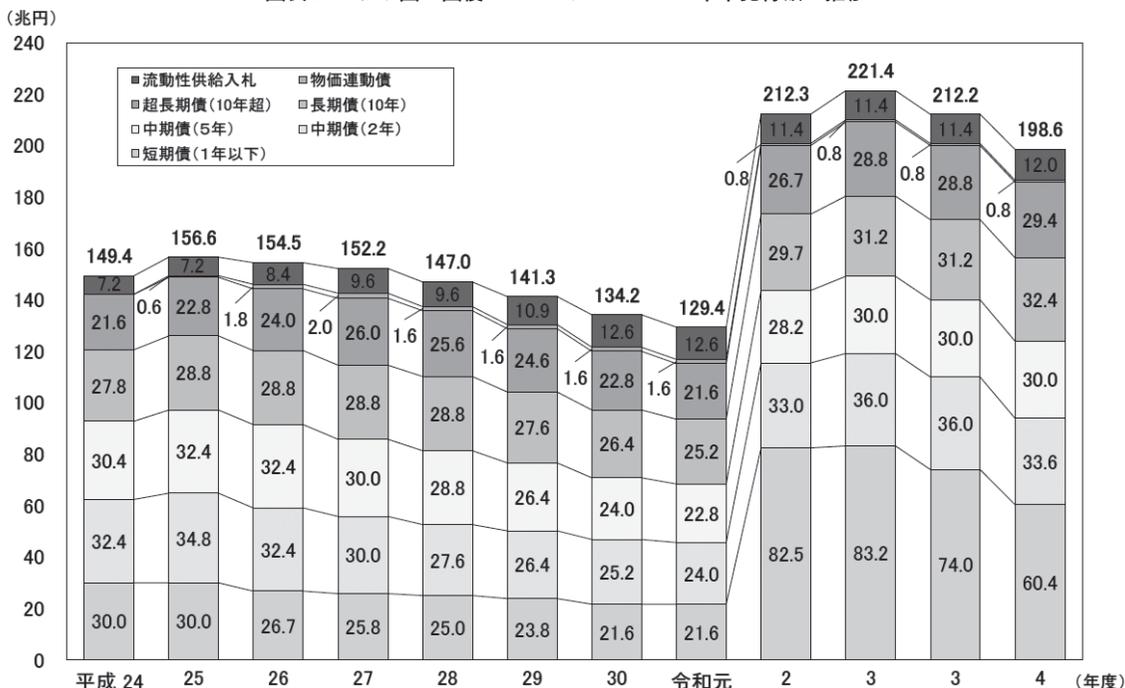


(注1) 計数については、それぞれ四捨五入によるので、端数において合計とは合致しないものがある。

(注2) 一般歳出における社会保障関係費の割合は53.8%。

(資料) 財務省『令和4年度予算のポイント』2021年12月24日。

図表 21 わが国の国債のカレンダー・ベース市中発行額の推移



(資料) 財務省『令和4年度国債発行計画の概要』2021年12月24日。