

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 Ⅰ



# 日米の緩和政策 導入に異なる哲学

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法学部、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

## 日本はデフレ脱却狙い マネタリーベースを大幅増

日銀が2013年4月、「量的・質的金融緩和」(QQE)を導入してから2年がたちました。当初の物価上昇率目標2%の達成が困難になり14年10月末には追加緩和を実施するなど現時点では「出口」が見通しにくい状況です。

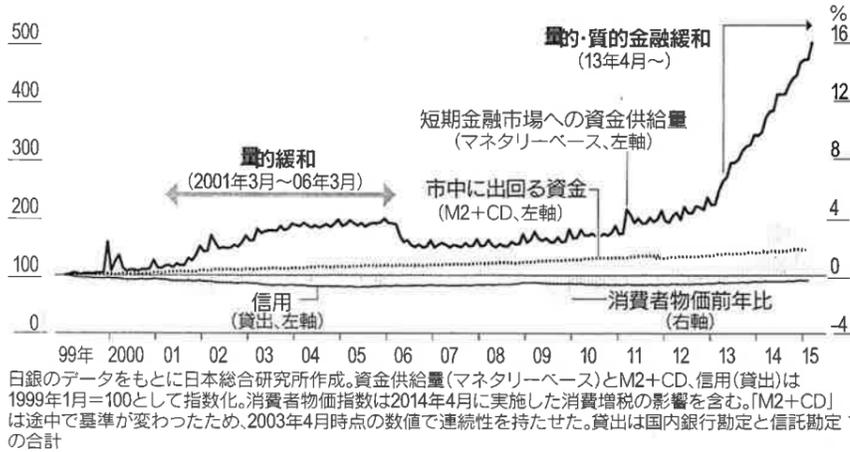
08年9月に起きたリーマン・ショック以降、日米欧とも政策金利の水準がゼロ近傍にまで下がり、事実上引き下げる余地がなくなりました。今回の連載は各中央銀行が直面する「非伝統的な手段」の課題に焦点を当てます。

4月30日の金融政策決定会合の終了後、黒田東彦総裁は出口に関する議論がなかったと明らかにしましたが、いずれは「正常化」に向け検討しなければなりません。連載を通じて、日米欧がゼロ金利という制約の下でどのような金融政策を採用したのか、正常化に向けた課題は何なのかといった点を考えていこうと思います。

日銀や米連邦準備理事会(FRB)などの金融緩和策は「量的緩和(Quantitative Easing)」とひとまとめで扱われがちですが、実は同質とは言えない点を確認したいと思います。

ゼロ金利下で、中央銀行が金融政策運営で供給するマネタリーベース(銀

**A** 量的・質的金融緩和の下でマネタリーベースだけが大きく伸びている



行券券残高と中央銀行当座預金の合計)と、それを受けて市中に出回る「お金」の量であるマネーサプライとの関係が、どうなると考えられてきたのかをみてみましょう。グラフAは日本における最近15年間の推移です。

主要中央銀行で、最も早くゼロ金利制約に直面したのが2000年代に入っころの日銀でした。1990年代末の不良債権問題で日本の実体経済は危機的状況に陥り、日銀は99年に政策金利である無担保コール翌日物金利をゼロ%近傍に引き下げました。いったん解除しますが、デフレ懸念は払えず再びゼロ

%近くまで下げた後、2001年3月に非伝統的手段を導入しました。日銀当座預金残高をターゲットにしたのです。

これは政策金利の引き下げ誘導に必要な分を大きく超える巨額の資金を供給する金融政策で、中央銀行の歴史上でも完全に未知の領域でした。市中に出回るマネーサプライや、ひいては物価の押し上げを図ろうとしたのです。

グラフAを見ると明らかですが、マネーサプライがマネタリーベースのように伸びることはなく、物価情勢もなかなかプラスには転じませんでした。転機は06年です。春先ようやく輸出

主導での景気回復傾向が認められ、日銀は06年3月に量的緩和をいったん終了し、夏には政策金利を手段とする伝統的な金融政策運営に復帰しました。

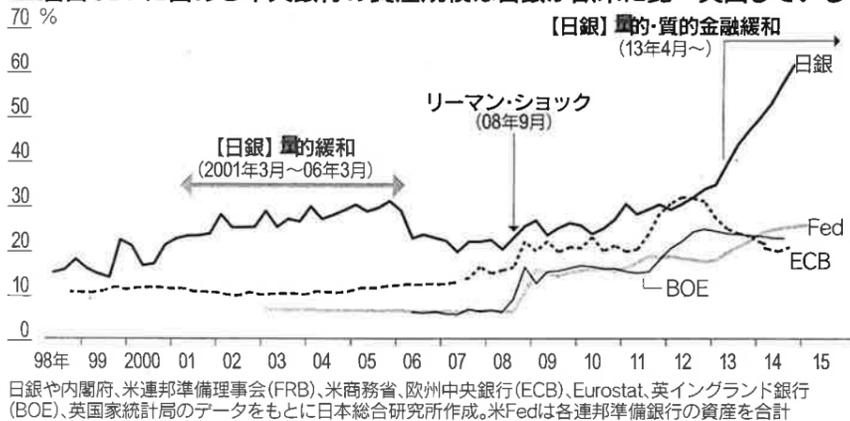
その後の節目は08年秋に起きたリーマン・ショックです。日本経済は再びデフレ状態に陥りました。当時の日銀は、バランスシート上に基金を設けて国債や他のリスク性資産を買い入れる「包括緩和」を試みましたが、東日本大震災の影響もあって、その後も物価情勢はなかなか好転しませんでした。

そして12年12月の安倍晋三政権が誕生し、翌13年3月、日銀の黒田東彦総裁が就任しました。採用したのは「量的・質的金融緩和」です。「日本経済のデフレ状態が長期化したのは、日銀による金融緩和の度合いが不足していたからだ」との考えに基づき、マネタリーベースを、年間60兆~70兆円増(14年10月の追加緩和後は年間80兆円増)という、01~06年の量的緩和時とは桁違いのペースで資金を供給する金融政策に踏み切ったのです。その背後にはゼロ金利制約の下でもなお、マネタリーベースを大幅に増やせば、物価を押し上げられる、というマネタリスト的な発想があったとみられます。

## 米国は長期金利水準の押し下げ効果を重視

これに対して、海外の主要中銀はどのような金融政策を導入したのでしょうか。欧米はリーマン・ショック後、初めてゼロ金利制約の下での金融政策運営に直面しました。彼らにとって、ゼロ金利制約のもとでの事例は2000年代前半の日銀だけでした。日銀の例を念頭に、FRBのバーナンキ議長(当時)をはじめ首脳陣は「ゼロ金利制約の下では、マネタリスト的な考え方は通用しない」「マネタリーベースの供給を増やしても、信用乗数効果によってマネーサプライが増加することはない」と結論付けました。そして日銀とは異なる政策として多額の国債や住宅ローン担保証券(MBS)を買い入れるという非伝統的手段での金融政策に踏み込んでいったのです。目的は市場金利形成上の信用リスク・プレミアムやターム・プレミアムの縮小でした。マネタリーベースや当座預金残高を

**B** 名目GDPに占める中央銀行の資産規模は日銀が欧米に比べ突出している



FRBが金融政策運営の目標に掲げることなく、その増え方もQQEよりは抑制的なペースにとどまりました。FRBの政策運営はこれまで「QE1~QE3」などと呼ばれてきましたが、首脳陣自身は、日銀の量的緩和とは異なる政策を実施している、という意味で「QE」とは決して呼ばず、もっぱ

ら「LSAP」(大規模な資産買い入れ)という呼称で通しています。また、その効果についても、マネタリスト的な経路ではなく、実証分析結果に基づき「長期金利水準の押し下げ(信用リスク・プレミアムやターム・プレミアムの縮小)という効果が、80~120ベースポイントという規模で生じた」

と説明してきているのです。

このように、FRBの政策運営は日銀と比べ、一見すると同じ量的緩和のようでありながら、実際にはかなり異なる考え方だったのが分かります。政策運営の結果である資産規模の推移を見ると、違いが顕著です(グラフB)。FRBはニューヨーク連邦準備銀行を通じた資産の新規買い入れをすでに停止しました。マネタリーベースの増額を目標にしなかったため、その資産規模は名目国内総生産(GDP)と比べて最大でも20%台半ばにとどまりました。一方日銀の増加ペースは突出しています。

そして、もう1つの主要な中央銀行である欧州中央銀行(ECB)は日米の中央銀行とは一線を画し、かなり異なる考え方に基づいて政策運営をしています。今回はECBの政策を説明しましょう。

許諾番号 30041311 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

掲載日 2015年5月10日 日経ヴェリタス 60ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

日本経済新聞社は、記事内容により、特定の企業・団体や商品・サービスの購入・投資等を推奨するものではありません。

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 ②



# 欧州は日米と一線 銀行重視で資金供給

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

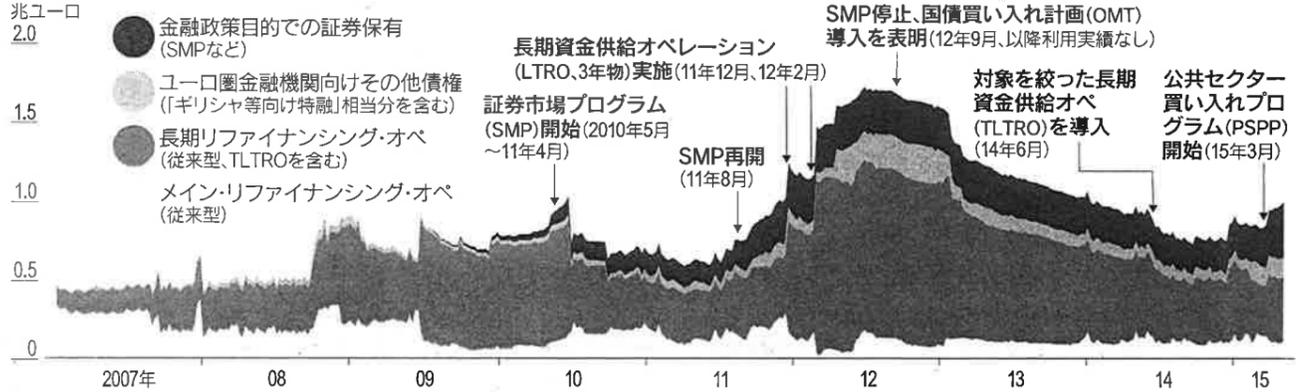
## 資産の大規模買い入れ抑制、政策金利を優先

欧州は2008年のリーマン・ショック後、09年秋から債務危機に直面しました。今回は最も厳しい経済金融情勢に向き合ってきた欧州中央銀行(ECB)の取り組みを説明します。

ECBは3つの政策金利を同時に上げ下げします。中心は「メイン・リファイナンス・オペ金利」で、公開市場操作(オペ)の中心である有担保方式の資金供給(リファイナンス・オペ)の適用金利です。残りは民間銀行が市場で資金調達できない場合、中央銀行に貸し出してもらう時の「限界貸付ファシリティ金利」(市場金利の上限)と、市場で資金を誰にも借りてもらえず中央銀行に預ける時の「預金ファシリティ金利」(市場金利の下限)があります。リーマン・ショック後はすべて大きく引き下げました。

リファイナンス・オペ金利は09年5月には1%となり、引き下げの余地が狭まりました。そこでECBは金融政策運営の軸をリファイナンス・オペにしたまま、オペの手法を大きく変えて対応しました。供給期間

### 欧州の資金供給は危機時も従来の「有担保方式の資金供給」が中心だった



主な供給手段による資金供給残高。欧州中央銀行(ECB)の「Monthly Bulletin」や「Statistical Bulletin」のデータをもとに日本総合研究所作成

を長期化し、担保を差し入れる限り無制限で供給する異例の方式で収束をはかったのです(グラフ参照)。

同じころ、米国などは下の表のように大規模な資産買い入れ(LSAP)に踏み切りました。ECBも資産買い切りオペは実施しましたが規模は限定的でした。「カバード・ボンド買い入れオペ」や重債務国の国債買い入れを含む「証券市場プログラム(SMP)」などで、グラフでは「金融政策オペ目的の証券保有」に該当します。

ECBは危機前から最近まで一貫して「緩和か引き締めか」という金融政策の方向性を政策金利で示し、危機のさなかの11年夏には物価高を受けて2度利上げしました。14年以降は、0%だった預金ファシリティ金利にマイナス金利を導入しています。ECBは資産の買い入れペースやバランスシートの規模に金融政策の方向を示す機能を持たせられないと考え、LSAPを中心とする他の主要中銀とは一線を画します。「非標準的な手段」と自ら呼ぶ

政策をなぜ採ったのでしょうか。

第1の理由は、欧州の金融仲介機能が日本と同様、メインは間接金融でその担い手は銀行だという点です。家計の金融資産のポートフォリオを見ると、直接金融が中心の米国では株式や投資信託などを多く保有し、「資産効果」が経済全体の浮揚につながりやすい一方、欧州の家計が保有するのは主に銀行預金と保険商品です。それでECBは間接金融主体の欧州に合った非標準的な手段を重視したのです。

## 高めの金利が奏功、民間銀の繰り上げ返済進む

2つめの理由は、買い入れる資産の問題です。間接金融が主体の欧州では、民間が債券を発行する規模が相対的に小さく、ECBによる大量の買い入れは価格形成メカニズムをゆがめかねません。米英日の中銀並みに資産を大きく買い入れるなら、その対象は加盟各国の国債とならざるを得ません。欧州連合(EU)は条約で「中銀による財政ファイナンス」を極めて厳格に禁じています。ECBも目的が何であれ、各国政府の財政再建への意欲に影響し兼ねない点を強く懸念しています。

そして第3の理由として、ひとたびLSAPに踏み切ってしまうと「出口」局面での政策運営に大きな困難が伴うリスクがあります。金融緩和を終える局面で長期の金融資産を売りオペに出すのは、市場金利への影響等を考えれば現実的ではありません。この点でECBの採用した有担保による貸出方式の大量資金供給は、その適用金利が市場金利に対してやや高めでした。それが奏功し、危機後には民間銀行が自力

### 主要国中央銀行のバランスシートの規模と構成(2015年2月時点)

中央銀行	直近	総資産 (名目GDP比)	マネタリー・ベース (名目GDP比)	資産買い切り分 (名目GDP比)	資産産比 (総資産比)
日本銀行	直近	59.1%	54.7%	53.1%	89.9%
	危機前(2007年)	16.3	17.1		
	(参考)量的緩和 終盤期(2005年末)	30.9	23.1		
米連邦準備制度 (Fed)	直近	24.5	23.4	24.4	99.5
	危機前(2007年)	5.8	5.5		
英イングランド 銀行	直近	22.6	20.8	20.9	92.4
	危機前(2007年)	5.4	4.4		
欧州中央銀行 (ユーロシステム)	直近	17.6	11.9	2.2	12.1
	ピーク(2012年6月)	26.2	18.0		
	危機前(2007年)	9.9	8.8		

ECBのコンスタンシオ副総裁の講演資料(2015年2月27日)をもとに日本総合研究所が一部加筆して作成。14年のGDPはOECDのエコノミック・アウトルック(14年11月発表)にもとづく。連邦準備制度のマネタリー・ベースは14年10月の数値

で安く資金調達できるようになったため、高い金利の資金の繰り上げ返済が順調に進みました。ECBと加盟国中銀の合計を示す「ユーロシステム」の資産規模はグラフの通り、短期間のうちに縮小したのがわかります。

ユーロ圏経済は14年以降、債務危機の後遺症の影響もあって経済の低インフレ化、デフレ懸念の高まりという新たな課題を抱えることになりました。そこでECBは15年3月から「資産買

い入れの拡大」プログラムを始めました。14年中に実施していたカバード・ボンド等の買い入れオペに、各国の国債など公共債を加え合計で月600億1000万のペースで資産を買い入れるのです。少なくとも16年9月まで続ける予定で、資産規模は危機時のピーク(12年、2兆1000億程度)並みかそれ以上です。

欧州の金融仲介の中心的役割を担う民間銀行にさらに資金を供給し、企業などへの貸し出しを一段と促すのがそ

の目的です。超過準備に適用される預金ファシリティ金利はすでにマイナスです。民間銀行側からすれば新プログラムで供給された資金を超過準備として積み上げると余計なコストがかかるため、企業などへの貸し出しに回す強いインセンティブが働くしくみで、超過準備に0.1%の利息を払っている日銀とは逆の仕掛けなのです。

また「財政ファイナンス」による弊害や市場機能の低下を回避するため、買い入れ債券の上限として①発行体ごとに33%②各銘柄ごとに25%—という上限を設定しました。これに対して日銀の場合は、国債残高全体に対する保有シェアはすでに3割を超え、個別銘柄ごとでは6割、7割にまで達するものも少なくなく、政策細部の設計はここでも極めて対照的です。

このように日銀とはかなり考え方が違うのがECBなのです。今回は米連邦準備理事会(FRB)がLSAP終了後の正常化に向けた戦略をどのように検討してきたのかみてみましょう。

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 ③



# 巨額の超過準備 解消が出口戦略の焦点

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

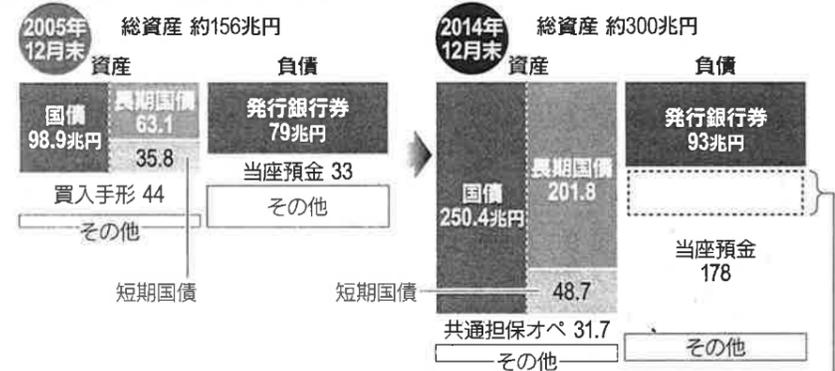
## 日本は議論を封印「銀行券ルール」も放棄で資産拡大

大規模な資産買い入れ(LSAP)を実施してきた日本や米国の中央銀行ですが、いずれは金融政策を危機前の姿に戻さなければなりません。特に米国は正常化に向け検討していますが、その過程にはどんな問題があるのでしょうか。かつて日銀がこだわっていた「銀行券ルール」を使って考えてみましょう。

2001~06年に「量的緩和」を進めていた日銀は自らに「長期国債の保有残高は、銀行券の発券残高を超えないようにする」というルールを課し、順守していました。この取り決めがあったおかげで当時の日銀は比較的早く、金融政策を通常の政策金利調節に戻すことができました。06年3月に量的緩和を解除した後、わずか4カ月後の同年7月にはオペで短期金融市場の資金供給を調節して、政策金利である無担保コール翌日物金利を引き上げるように誘導できるようになりました。

右上の表を見てください。銀行券ルールを順守していた05年12月末時点の日銀のバランスシートでは長期国債の保有残高が約63兆円で、銀行券の発券残高の79兆円を下回っていました。バランスシートの負債側には33兆円の当

### 日銀では資産も負債もこの10年で大きく膨らんだ



正常化局面では売出手形を振り出しか?  
出所 日本銀行「金融経済統計月報」各号の計数をもとに日本総合研究所作成。数値は四捨五入

座預金があり、このうち銀行が積むように義務付けられた「法定準備預金」が4.6兆円程度ありました。それ以外の大量の当座預金は「超過準備」(通称「ブタ積み」)で、民間銀行にとっては完全な余剰資金でした。無利子を承知で日銀当座預金に預けるほど、どの民間銀行もお金が余っていたのです。

市場参加者全員が巨額資金を持って余しており、短期金融市場で資金取引が成立せず、金利はつきません。日銀にしてみれば、この状況で短期金利の引き上げ誘導はまなまりませんでした。

銀行券ルール順守を目的に、日銀は当時の当座預金の残高目標(30兆~

35兆円)を維持するため、期間数カ月という短期のオペでそれに見合う資金を供給していました。民間銀行はその資金をもとに、当座預金に預けたのです。表のように05年12月末時点で買入れた手形の残高は44兆円でしたが、3カ月たった3月以降は、満期が来たところすべて市場に売り戻して資金を吸収し、06年7月には残高がゼロになりました。銀行券ルールのおかげで、金融調節の障害とならないう超準備を、短期間で解消できたのです。

これに対して現在の日銀は「量的・質的金融緩和」を導入した13年4月の時点で、銀行券ルールを放棄しました。

14年末時点で長期国債の保有残高は201兆円強と、銀行券の発券残高の93兆円を凌駕(りょうが)しています。当座預金178兆円のうち法定準備預金は8.5兆円程度で、残りのほとんどが「超過準備」です。当座預金を短期間で減らすために使える短期資金供給オペ(共通担保オペ)の残高は32兆円弱しかありません。先行きの正常化局面での困難が予想されます。

日銀と同様、米国もLSAP実施の影響で、先行きの金融政策運営には困難を抱えています。下で示した表は米国の中央銀行のバランスシートの主な項目について構成シェアが、金融危機前と最近でどう変化したか比べています。銀行券ルールで見ると、14年末時点で、長期国債の保有規模は、銀行券の発券残高を大きく上回り、さらに相当な規模の住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れ残高も存在します。

これらを今後、市場で売れば市場金利の急騰を招きかねず、実際に動くことはかなり難しいでしょう。米国も今後長期間にわたって巨額の超過準備が残り、先行きの金融政策運営の障害とならないうことが懸念されているのです。

## 米国は市場金利の引き上げ誘導を先行明言

ただ、米国が日銀と大きく違うのはLSAPを実施していた最中の11年6月から、米連邦公開市場委員会(FOMC)で再三、金融政策の正常化で採り得る選択肢について実現可能性や効果、リスクなどを議論し、公表してきたことです。12年9月、第3次LSAPは正常化の議論をしながら踏み切った政策でした。

14年9月にはLSAP終了に先立ち正常化に向けた戦略を公表しています。「終了後の国債やMBSなどの売却は容易ではない」と認め、今後の金融政策は「巨大な規模のバランスシートを抱えたままで市場金利の引き上げ誘導を先行させる」と明言しています。資産規模の縮小は「基本的に保有資産の再投資の停止で行い、それは市場金利の引き上げ誘導の開始後に始める」と説明し、金利引き上げ誘導には「超過準備に対する付利水準の引き上げ」

### 米中央銀行のバランスシートを見ると「銀行券」を上回って大量の国債を保有しているのが分かる

2005年末		2014年末	
資産	負債	資産	負債
長期国債 57%	銀行券 90%	長期国債 55%	銀行券 29%
短期国債 32	当座預金 2	短期国債 0	当座預金 53
短期供給オペ 6		住宅ローン担保証券(MBS)・エージェンシー債 40	
		短期供給オペ 0	
その他 6	その他 9	その他 6	その他 18
合計 100	合計 100	合計 100	合計 100

資産に占める割合の小数点以下を四捨五入したため、各項目の総和は必ずしも100にならない。  
出所 米連邦準備理事会(FRB)の統計資料(15年1月)から日本総合研究所作成

を用いる」と明らかにしました。

このような手段を用いる根底には「民間銀行がいつでも中央銀行の当座預金に資金を預けて一定の利子を得られるのであれば、市場金利はそれを上回る水準で形成されるはずだ」という考え方があります。金利の引き上げ誘導には日銀の売り出し手形に相当する「オーバーナイト・リバースレポ(ON

RRP)」などのオペを用いる予定で、13年9月からの先行演習では、市場金利の押し上げ効果を確認済みです。

ちなみに日銀は現在、超過準備に0.1%の付利をつけており、米国と同じく「付利の水準以上の短期市場金利が形成されるはずだ」との見解を公表しています。ただ実際の無担保コール翌日物金利は、10年1月以降ほぼ一貫

して0.1%を下回っています。

FOMCの議事要旨や首脳陣の講演内容等を読む限り、市場金利の引き上げ誘導に必ずしも自信満々ではなさそうです。銀行間取引で相互不信に陥るような金融危機では、インターバンク資金が中央銀行の当座預金に集中する公算が大きく、中央銀行が決めた金利を適用する「管理(規制)金利」を使わざるを得なくなる可能性もFOMCでは議論しています。今後の正常化局面での金融調節の実務面でのハードルの高さをいかに厳しく認識しているのかが分かりますし、ここまで公表している点に市場や国民との対話の誠実さをうかがい知ることができます。

日銀は「時期尚早」との理由で出口戦略の議論を封印しています。正常化は米国と同じような方法で進めるしかないでしょう。今回は日銀が正常化の過程で直面する課題を考えてみます。

許諾番号 30041614 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

掲載日 2015年5月24日 日経ヴェリタス 60ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

日本経済新聞社は、記事内容により、特定の企業・団体や商品・サービスの購入・投資等を推奨するものではありません。

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 ④ (最終回)



# 資産縮小には時間 日銀に「逆ざや」リスク

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

## 短期金利の引き上げ誘導の余地乏しく

今回は長期国債の保有規模が銀行券の残高を超えないようにする「銀行券ルール」を使って、いま日米の中央銀行がいかに大量の長期国債を買っているのか説明しました。資産規模の縮小には時間がかかり、市場金利を引き上げれば「逆ざや」を抱える問題に陥ります。今回は特に日銀について今後の政策運営の課題を考えてみます。

バランスシートの縮小では、買い入れた国債などに満期が来れば再投資しないやり方で取り組むでしょう。日銀の保有国債は資産の大半を占め、表のような内訳になっています。公表データをもとに2015年1月下旬時点で、各年限の保有国債の平均残存年数を試算すると5.6年(米国は住宅ローン担保証券を除けば9年、英国は12年程度)です。これは大まかに言えば「国債に満期が来たら一切再投資せずにいるやり方なら、国債の規模が半減するのは5.6年」という意味です。ただ満期になった国債を全て再投資に回さないというのはあまり現実的ではなく一部は再投資するでしょう。資産規模の縮小には相当な年数がかかりそうです。

政府と日銀で共有する物価目標2%

### 日銀が保有する国債は加重平均利回りが0%台

種類	保有残高	シェア (対簿札・割当額)	残存年数概算 (加重平均)	表面利率 (加重平均)
2年債	23兆6042億円	39.7%	0.5年	0.10%
5年債	57兆0838	42.3	2.0	0.29
10年債	76兆6052	33.4	5.6	1.05
20年債	31兆8417	23.1	11.2	2.05
30年債	5兆8613	13.7	25.0	1.98
40年債	1兆6698	18.6	37.7	1.91
変動利付債	4兆6584	11.1	3.8	-
物価連動債	1兆2842	12.5	1.9	-
合計	202兆6086	30.4	5.6	0.91

出所 日銀や財務省の資料をもとに日本総合研究所作成。数値は15年1月20日現在。国債の発行規模は発行時点の競争入札ベースに絞って算出。表面利率は変動利付債と物価連動債を除くベースでの加重平均

はいまだに達成のめどが立たず、現状では「出口」の議論はまだ先の話、とされています。ただ現状の超金融緩和を永遠に続けられるわけではなく、いつかは正常化に向けて踏み出す必要があります。米国が出口の方策として示した内容と同様、超過準備に付く金利(付利)を引き上げたり、売り出し手形を振り出したりして、時間をかけて市場金利を引き上げるとみられます。

ここで重要になってくるのが「逆ざや」の問題です。中央銀行のバランスシートは本来、資産側に民間銀行向け

の貸し出しや国債など利息を生む項目が並びます。一方、負債側の発行銀行券や民間銀行から受け入れる当座預金は通常は無利息なので、資産側で得る利息収入がそのまま利益となる構造です。民間銀行には負債側で預金の利息支払いといった負担があり、中央銀行ははるかに利益をあげやすいのです(この利益を「通貨発行益」と呼び、通常どの国でも政府に納付します)。

ところが現状では負債側の当座預金の超過準備には金利がついています(付利)。金融政策の正常化に向けて

例えば付利を引き上げると、問題になってくるのは資産側に計上する国債などの利回りです。こちらが低ければ「逆ざや」で中央銀行は損を抱えるという異例の事態になるのです。

15年1月下旬時点の公表データを基に試算すると、保有国債等の加重平均利回りは米国が3.4%程度、英国は4.36%です。一方、日銀の保有国債(国庫短期証券を除く)の加重平均利回りは試算ではわずか0.91%です。国庫短期証券の保有分を含めると、この水準はさらに下がるうえ日銀は15年1月下旬以降も低い利率の国債を大規模に買い続けています。加重平均利回りはさらに低下したとみていいでしょう。

これは日銀の場合、将来的な短期金利の引き上げ誘導の余地がかなり乏しいことを意味します。物価目標は2%でも、引き締め局面において短期金利を1%程度に引き上げ誘導するだけで、日銀のバランスシートが「逆ざや」状態に陥るリスクが高まるのです。逆ざやになれば政府に納付金を納められなくなるどころか、逆に政府が日銀の損失を補填せざるを得なくなり、しかもその状況が続くかもしれません。

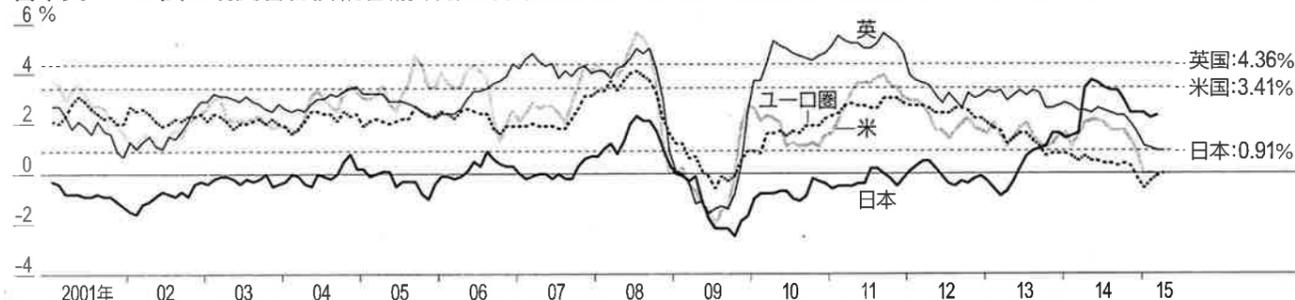
## 出口戦略の議論と説明、政府の財政再建も必要

同時に気がかりなのは、政府の財政運営です。日銀が付利の引き上げを通じて市場金利を高めようとするれば、国債のクーポンも上昇します。現在、一般会計の歳出96兆円のうち利払い費は10兆円程度ですが、これが大きく膨らめば財政運営が追い込まれ、日銀に財政支援をすることでなくなるかもしれません。そのような状況に陥ると、いかに円安が進んで物価が上昇しても日銀は金融の引き締めには動けなくなる可能性すらあります。

グラフは、主要国の過去十数年間の物価の推移です。米国や英国では一時期、現在の保有資産の利率の水準を超えて物価が上昇しました。日本の足元の物価上昇率には消費増税が大きく影響しています。

短期金利を引き上げ誘導する場合、目安になるのはその時点の物価上昇率です。米国は「逆ざや」の一手手前位まで引き上げ誘導せざるを得ない局面

日米英ユーロ圏の消費者物価(総合、前年比)と各中央銀行の保有する国債等の利回り(加重平均、点線部分)



出所 Datastream。各中央銀行の加重平均利回り試算結果は各中央銀行の公表値(2015年1月下旬時点)に基づき、日本総合研究所が作成。日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費増税引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース

もあるかもしれません。米連邦公開市場委員会(FOMC)では大規模な資産買い入れ(LSAP)の副作用の1つとして「連邦政府に対する納付金が減少する可能性」が挙がっています。逆ざやで政府から支援を受ければ、中央銀行として政府からの独立性が揺らぎかねないと強く懸念しているのです。

なお米連邦準備理事会(FRB)のイエレン議長はじめ首脳陣の発言内容を読む限り、今後それなりの時間をか

けながら、金融政策運営をきっちりと正常な姿に戻そうとする考えは揺るがないようです。米国の財政運営には日本よりはるかに余裕がありますが、過去の物価動向を踏まえると米国の金融政策当局による短期金利の引き上げ余地は十分とは言えません。正常化に向けた政策運営が遅れた結果、インフレが抑制できなくなる事態だけは避けようと、いつまでも現状の「超金融緩和状態」に安住せず、早め早めに手を打

っていくという考えが内部で共有されているように見受けられます。

日本の場合、中央銀行が本来目指す「中長期的な物価安定」が「目先の物価目標の達成」の犠牲になりかねません。物価目標のあり方と合わせ、日銀は正常化に向けた戦略を議論し、国民に説明することが求められます。同時に政府も日銀による国債の大量買い入れに頼らず、財政再建に向けた確かな歩みを進める必要があると言えます。