

2015/12/24 08:02

◎【円債投資ガイド】「異次元緩和」のコスト＝日本総研・河村氏（２４日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝去る１２月１８日、日銀は「量的・質的金融緩和」の「補完措置」を導入すると発表した。足元の物価上昇率が伸び悩み、目標の２％にはほど遠い状況下、意地でも「量的・質的金融緩和」を続行する、という構えのようだ。

他方、その約１カ月前の１１月１３日、日銀は麻生太郎財務大臣に対して、引当金制度の検討を要請した。その目的は、日銀の公表資料によれば、「『量的・質的金融緩和』の実施に伴って生じ得る本行（日銀）の収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から」とされている。これに続く１１月２０日の閣議で、引当金積み増しを可能にする政令改正が決定された。

経済誌の中には、「これで、日銀の資本問題は回避される見込みが濃厚」などという内容の記事も散見されるが、本当にそうなのだろうか。ついに、日銀の『量的・質的金融緩和』のコストが、現実問題として表面化するに至ったとみるべきなのではないか。

政府の一般会計の２０１５年度当初予算において、日銀による納付金としては８２０５億円が計上されていた。それが、今回の政令改正を受け、日銀は２０１５年度決算からこの引当金を計上することとなった。去る１１月２７日付の時事通信によれば、積み増し可能額は「超過準備見合いで保有する長期国債からの利息収入」から「超過準備などに対する利払い費用（付利）」を差し引いた利益の５０％がめど、とされ、数千億円規模になる旨を日銀が同日に発表した、と報じられている。一般会計にとっては、その金額が歳入減となるわけだ。

そして同じく先週１８日に閣議決定された１５年度の補正予算案によれば、日銀の国庫納付金は３８１５億円と、当初予算対比で４３９０億円の減額となった。１５年度税収の上振れ分約１．９兆円のうちの約４分の１が、日銀の納付金の減額で食われてしまったことになる。

一般会計にとっては、今後当面の間、少なくともこの「４０００億円強の規模」、場合によってはそれ以上の減収要因が継続することになる。消費税率の１０％への引き上げ時の軽減税率適用に伴って必要となった恒久財源１兆円のうち、とりあえずめどが立っている４０００億円を除く「６０００億円」を簡単には確保できず、問題となっているのを見れば、これが一般会計にとって「今後の継続的な『手痛い減収要因』」であることは間違いなからう。

日銀の一般会計への納付金といえば、かつては兆円単位で納付されることも珍しくはなかった。例えば１９８８年度決算では３．７兆円、９２年度決算では２．１兆円が日銀から一般会計に納付されている。日銀のバランス・シートの規模は、今よりもはるかに小さかった時代の話だ。中央銀行は、政府への納付金を稼ぐために金融政策運営を

行っているわけでは決していないが、かつての通常の金融環境の下では、中央銀行の負債サイドに計上される発行銀行券にも、そして日銀当座預金にも金利が付くことはなかった。

そうした環境下では、中央銀行の収益とは、保有する資産に付く金利水準次第で、それほど大きくなるものだったのである。旧大蔵省時代には、主計局が予算編成に最後の最後で困った時の「三種の神器」ならぬ「三種の打ち出の小づち」として、外国為替資金特別会計や国債整理基金特別会計からの一般会計への納付金と並んで、日銀の納付金が存在していたと、まことしやかに伝えられていたほどだ。

それが今や、金融政策運営の手法は大きく変化した。「事実上のゼロ金利」状態が長期化する中、日銀は2008年10月以降、日銀当座預金のうち法定準備預金を除く、いわゆる「超過準備」の部分に、0.1%の付利を行っている。金融環境は、かつての「通常」の世界とは、大きく様変わりした。13年4月に開始された「量的・質的金融緩和」はすでに2年9カ月にも及び、国庫納付金が兆円単位だった時代から見れば、現在の日銀は、当時とはおよそ比較にならないほどの巨額のバランス・シートを抱えながら、すでに「超薄ざや」状態にある。

そして今後、日銀にとっても、将来的にはいつか必ず、「正常化」ないし「出口」局面が到来することは間違いない。それは今後、「2%の物価目標」が達成できようときまいと、日銀自身がそれを望むか望まないかにはかかわらずに到来する可能性もある。米連邦準備制度はつい先週、超過準備への付利水準の引き上げに踏み切り、「正常化」に向けての大きな一歩を踏み出した。日銀も米連邦準備制度と同様、今後「出口」局面に入れば、もしくは、入らざるを得なくなれば、この「超過準備への付利」の水準の引き上げという手段も用いざるを得ない点は、これまでの度重なる国会答弁等で、日銀の首脳陣自身が認めている。

ところが、日銀が去る11月26日に発表した、15年度中間決算の公表資料によれば、日銀の保有する国債の加重平均利回りはわずか0.436%、保有資産全体での加重平均利回りは0.409%しかない。買い入れた国債を市場に売却して超過準備を解消することが容易ではないなかで、短期金利の引き上げ誘導をすべく、この超過準備への付利の水準を、現在の米連邦準備制度の付利レート（IOER）並みの水準である0.5%に引き上げるだけで、日銀の財務運営は「逆ざや」状態に陥ることになる。

仮に、「逆ざや」状態の長期化を避けるために、少しでも早く超過準備を解消すべく、買い入れた国債の売却も部分的に併用しようとするれば、市場金利の上昇圧力となるのみならず、その売却損、キャピタル・ロスが日銀の財務運営にさらにのしかかる。去る11月27日付の産経新聞は、「日銀は26日、15年9月中間決算発表の席上、長期金利が1%上昇した場合、保有国債の時価が17兆4000億円目減りするとの試算を明らかにした」と報じている。

このキャピタル・ロスの発生をきらって、「満期落ち」方式のみで保有資産規模の緩やかな縮小を図ろうとするれば、「巨額の超過準備」状態、「逆ざや」状態が果たしてど

の程度の期間続くのかが大きな問題となる。日銀の国会提出資料によれば、保有する国債の加重平均残存年限は、本年7月時点ですでに6.7年に達する。先週18日に発表された「補完措置」によって、この平均残存年限は今後さらに長期化することが見込まれる。であれば、日銀財務の「逆ざや」状態が「数年」というレベルで済む話ではないことは明かだ。十数年継続すれば何とかかなるか、それ以上の期間を要するのか、一体、いつになったら正常化できるのかは全く定かではない。

そして、今後、「量的・質的金融緩和」をこのまま長く続ければ続けるほど、日銀の「正常化」に向けての困難さは加速度的に増していく。米連邦準備制度が、2020年ごろを正常化完了の時期のめどとしつつ（14年9月、FOMC後のイエレン議長の記者会見など）、金融政策の正常化に向けて正面から取り組んでいるのとは対照的だ。

日銀の木内登英審議委員は、去る12月3日に行われた講演会の席で、「大規模緩和の出口（終了）段階で、日銀当座預金に付ける金利（付利）を現在の0.1%から仮に2%に上げた場合、「約7兆円の損失が出る可能性がある」との試算を明らかにした」（15年12月4日付産経新聞）と報じられている。

この講演会の出席者によれば、この「7兆円」という計数は、17年度に物価2%の目標を達成という仮定のもとで、木内審議委員から示された。その時点で想定される当座預金の規模は約400兆円、物価上昇率見合いで当座預金の付利を2%に引き上げれば、日銀の付利負担は年8兆円、これに対して、その時点で日銀保有の国債に政府から支払われる利子年1兆円を差し引いても、年7兆円の損失を日銀は被ることになる、というのがその試算の内容であった由である。

日銀の資本金は以前から一貫して1億円、準備金は直近で3.1兆円（15年9月末）にすぎない。今般、新たに設けられた引当金制度によって、今後、毎年、数千億円程度を積み上げていったとしても、日銀が抱える超過準備は既に230兆円（15年9月末）超とみられる状況下、いざ、「正常化」ないし「出口」局面に入れば、今の時点でも、あっという間にそれらを上回る損失が発生することは想像に難くない。17年度の時点であれば年7兆円、というのは、当然想定される損失だろう。

その後、一般会計に損失補填（ほてん）の負担をかけつつ、日銀が金融政策運営を継続するような事態が、果たしてあり得るのかどうか。開放経済体制の下で為替レートや物価がどうなろうと、一定水準以上の金利の引き上げ誘導は事実上困難となり、放置されたままとなる可能性も否めない。少なからず長短金利が上昇しているであろうその時点で、わが国の財政運営は、果たしてどのような状態に陥るのだろうか。企業や家計の経済活動は、どのような姿となっているのか。

「量的・質的金融緩和」の副作用、ないしコストは、従来はいわば「漠然とした恐怖」として語られることが多かったが、今回の引当金制度創設によって、一気に現実問題として表面化したと言えるのではないか。

中央銀行が自らの安定的かつ健全な財務運営を確保しつつ、その時々を経済・金融情

勢に応じて、必要な金融政策運営を機動的に行っていくことは、一国の経済・財政運営を、不測の事態を挟むことなく、曲がりなりにも継続していくことができるかどうかの鍵を握っている。日銀は、目先の「２％の物価目標」の達成に過度にとらわれることなく、先行きのわが国の経済・財政運営への影響等についても十分に配慮しつつ、慎重な金融政策運営を展開していくことが求められている。（了）

[/20151224NNN0039]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved