

「3次元緩和」下における 日銀の財務運営と課題

オーバーパー買入れによる償却額の膨張で 正常化前に財務上の限界到達も

異次元緩和により超過準備は巨額に膨張し、短期金融市場は機能不全に陥った。正常化に向かう過程で、超過準備を減らすには、日銀が保有国債を「満期落ち」させる手段が現実的だが、日銀保有国債の平均残存期間は7年超と長く、また、保有国債利回りが低いため、当座預金金利引上げによる逆ザヤのリスクもある。マイナス金利下でオーバーパー買入れによる損失の償却額も膨張しており、正常化を待たずに日銀は財務運営上の限界を迎える可能性もある。

QQEを永久に 継続することはできない

日本銀行は2013年4月以降、国債等の巨額の買入れにより、マネタリーベースを当初は年間50兆円、14年秋以降は同80兆円ペースで増加させる大規模な資産買入れ（通称「QQE」）政策を展開してきた。その後16年2月には、民間銀行が日銀に預ける当座預金の一部の適用金

利を▲0・1%とするマイナス金利政策も加え、量、質、金利という三つの側面からの金融緩和策が継続されている。

このような政策運営がすでに3年以上継続された結果、日銀のバランスシートは大きく膨張し、16年6月末時点の総資産規模は433兆円、このうち国債保有額は376兆円に及んでいる。負債サイドをみても、短期金融市場の余剰資金である日

銀当座預金は303兆円、法定準備預金を除いても294兆円という巨額に達している（図表1）。日銀の総資産規模を対

名目GDP比で見ると、16年第1四半期時点で約81%に到達し、諸外国の主要中央銀行のなかでも群を抜く状況となっている。短期金融市場金利をゼロ%ないしはマイナスとし、巨額の国債等を買入れ続けるこのような金融政策運営は、そのオペレ

ーションを継続できる間は、国民にとつてなんの痛みもないように感じられる。マイナス金利での国債発行で、手数料を「もらって」資金調達ができるようになった政府は、もろ手をあげて、こうした金融政策運営を歓迎しているようにも見受けられる。政府・日銀としては、2%

の物価目標が達成できるまでは、なんとしても現下のマイナス金利ないしはゼロ%金利と、巨額

日本総合研究所 調査部
上席主任研究員

河村 小百合



「3次元緩和」下の日銀財務運営と課題

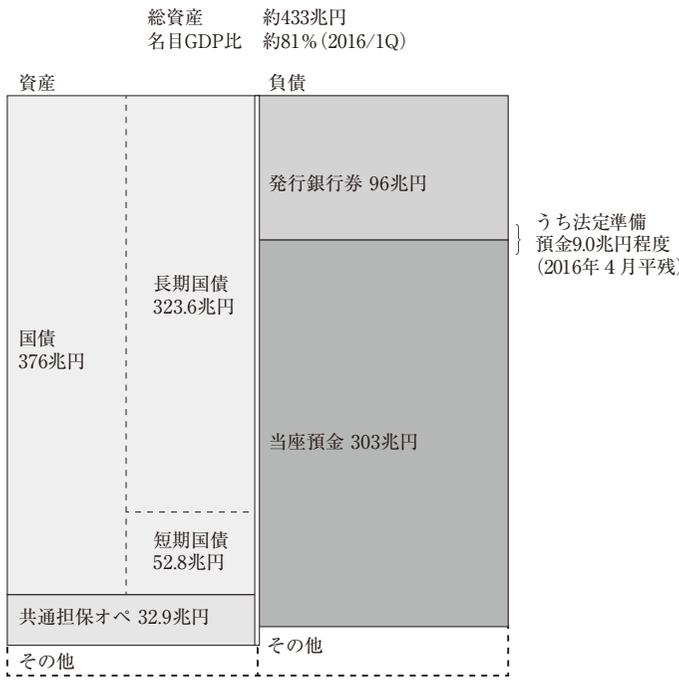
の国債買入れを継続したいと考えているのかもしれない。

しかしながら、問題は、このような金融政策運営を今後も「永久に」継続することはできない、ということだ。正常化は、2%の物価目標が達成された場合にのみ行えばよい、というものではない。わが国の経済活動は、いうまでもなく、他国との自由な貿易、自由な資本移動、外国為替は変動相場制のもとで営まれている。2%の目標が達成できない段階でも、海外経済や国際金融情勢の変化によるわが国経済への影響が強まり、正常化に着手せざるをえなくなる局面も出てこよう。問題は、2%を達成できているか否かにかかわらず、そのような方向に局面が変化し、正常化をせざるをえなくなった局面で、日銀の政策運営はどのようなものになるのか、機動的な金融政策運営はできるのか、という点にある。

短期金融市場は機能不全に

日銀が00年代に「量的緩和」政策を行っていた際には、長期

〔図表1〕 日銀のバランスシートの概要 (2016年6月末)



(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研作成。

国債の買入れ残高を銀行券の発行残高の範囲内にとどめるといって「銀行券ルール」を自らに課し、これを順守していた。13年4月のQQE着手の時点でこのルールは一時的に停止され、事実上放棄された。その結果、日銀による国債保有残高は、発行銀行券残高の4倍近くにまで

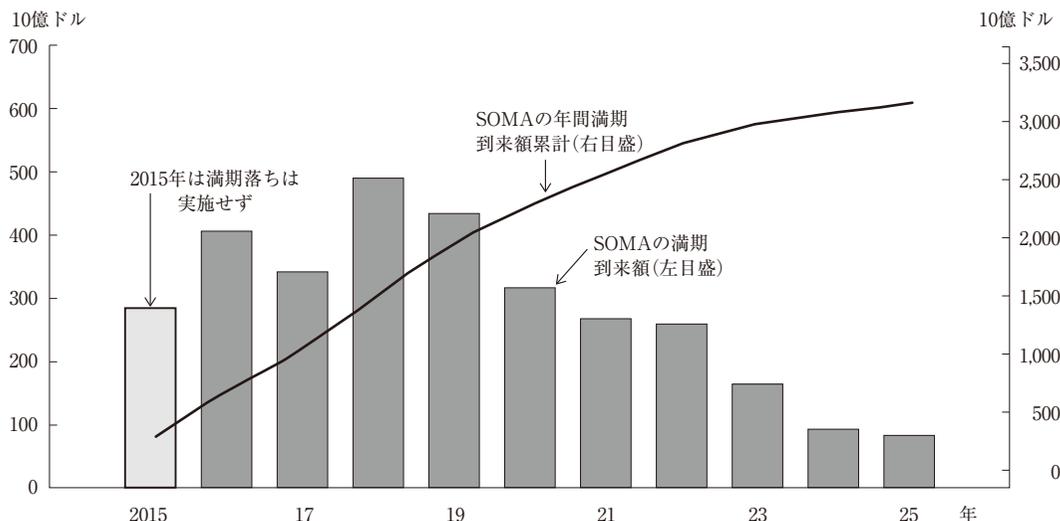
跳ね上がり、バランスシート上その見合いとして、民間銀行が巨額の余資を日銀の当座預金に「超過準備」として預けている状態である。このため、短期金融市場は、かつて短期金利水準がプラスの領域において、日銀が無担保コール翌日物金利をオペで誘導し

て金融政策運営を行っていたころとはほど遠い状況に陥っており、事実上ほとんど機能していない。当時、短期市場金利をオペで誘導できたのは、あくまで短期金融市場全体の資金需給がタイトに引き締まり、民間の市場参加者同士で活発に取引が行われる、という前提が成立していたからこそであった。現状では、民間の市場参加者全員が「巨額の資金余剰」状態にある以上、かつてのような規模で日銀が資金吸収オペを行ったところで、市場参加者のなかに「資金不足先」は生まれず、金融取引そのものが発生せず、市場で金利はつかない。正常化局面では金利を引き上げていくことが必要になるが、その足かせとなる巨額の「超過準備」をいかにすれば解消できるのか。

保有国債等の満期落ちで資産規模を縮小するFed

正常化局面における金融政策運営をいかに行っていくのかについて、日銀はいまだに正面から対外的な説明を行っていない。他方、リーマンショック後のQ

〔図表2〕 Fedのシステム公開市場勘定（SOMA）の満期到来額の見通し（2014年末時点ベース）



（資料） Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Figure 4をもとに日本総研が一部加筆して作成。

（原資料） Federal Reserve Bank of New York and Blue Chip interest rate forecasts.

（原資料注）1. 2014年12月31日時点のシステム公開市場勘定（SOMA）の証券保有額に基づく。

（原資料注）2. MBSのベイ・タウンのパスは、足もと（当時）の連邦準備の保有、ブルーチップの金利見通し、およびRichard and Roll（1989）の早期償還モデルに基づく。

（注） システム公開市場勘定（SOMA）は、Fedが金融政策オペレーションの実施に用いる勘定で、NY連銀が管理している。

Eによって、日銀と同様の状況に陥った米連邦準備制度理事会（Fed）は、かねてから正常化戦略の検討を重ねて対外的にも明らかにし、現在はその実行段階に入っている。日銀の場合もこれが参考になる。すなわち、巨額の超過準備を解消するうえで、単純に考えれば、これまで買い入れてきた国債等を市場に売却すれば、そのぶんの余剰資金を市場から吸収できるはずだ。ただし、これは市場金利の上昇を招き、困難であろうことは直感的にも想像しやすい。加えて市場金利の上昇局面、すなわち債券価格の下落局面で国債等を売却すれば、中央銀行といえども、その売却損（キャピタル・ロス）を財務運営上被らざるをえない。ちなみに、日銀は16年5月に行われた前年度決算発表の席上、市場金利が1%上昇した場合、日銀として保有国債に20・6兆円の含み損が生じることを明らかにした。このような事実は、日銀がこれまで買い入れてきた国債を、その一部については、財務運営上も相当むず

かしいことを物語る。同様の状況下にあるFedは、買い入れた国債等の売却は避け、代わりにいずれかの時点で、買い入れた国債やMBSのうち満期等が到来したぶんを再投資せず満期落ちさせることを通じて、資産規模やその見合いとしての超過準備を減少させる方針である（注1）。Fedの場合、それをふまえたうえで、期近で満期が到来する国債や繰上げ償還落ちが見込めるMBSを多く買い入れており（図表2）、ひとたび「満期落ち」に着手すれば、4年程度で超過準備を解消できると想定されている（注2）。ただし、米国経済の足もとの底堅さからすれば、超過準備解消までの間も一定の金融引締めが必要である。そこでFedは、民間銀行がFedに預ける当座預金（超過準備）に付利を行い、その水準を徐々に引き上げることによって、市場金利の下限の機能を果たさせようと考えた。超過準備が残存するもついで、かつてほど活発ではないとしても、超過準備への付利水準を最低ラインとして、民間の市場参加者

「3次元緩和」下の日銀財務運営と課題

同士での取引が成立し、市場金利が形成されるよう促すことを狙っている。この付利水準は15年12月に金融危機後初めて0・5%に引き上げられたが、実際にうまく機能しているようである。

ただし、その場合、Fedの財務運営上、問題が生じる。バランシート上、Fedは、資産サイドに固定金利のクーパー平均は3%台のよう、等の債券を保有する見合いとして、負債サイドで超過準備への付利水準を引き上げていくことになる。その金利水準しだいで、Fedとしての財務運営上、「順ザヤ」の幅は縮小せざるをえない。そのような状況は、Fedが「満期落ち」を進めて超過準備を完全に解消し、中央銀行として本来の金融調節が行いうる環境を回復できるまで続く。Fedとしては今後、正常化を進めていく過程で、この「順ザヤ」幅が一定程度縮小し、実際の市場金利の推移によってゼロに近づき、換言すれば、連邦財務省への納付金がゼロに近くなる

年も発生しかねないことを想定し、かつ公表している(注3)。

日銀は期間と利回りの面で満期落ちに課題を抱える

ひるがえって、日銀はどうか。将来のいずれかの時点で、正常化に向けた政策運営に転じざるをえなくなるものと考えられ、その際には、Fedと同様の手法をとっていくことが現実的とみられる。

ただし、この際、Fedとは異なる二つの点が問題となる。第一に、日銀の場合は、すでに買い入れた国債の加重平均残存期間が7年超に達しているといわれる点だ。Fedのように、近々繰上げ償還が見込める多額のMBSを保有しているわけもなく、これは、かりに全額満期落ちを開始したとしても、買入れ国債残高の半減までに7年程度かかることを意味し、超過準備を全額解消できるまでには10年以上かかることになる。アメリカが順調に超過準備を解消し、金利を上げていくなか、日本が満期落ちによって保有国債を減らそうとしても、すぐには

実現できない。

第二に、日銀がこれまで買入れてきた、固定金利クーパー平均の国債等の利回り水準が相当に低いことだ。日銀が16年3月末時点で保有する国債の加重平均利回りはわずか0・41%にすぎない。超低金利状態がすでに15年以上継続しているわが国で、この間、国債につけられてきたクーパー水準を考えれば、これは当然の結果でもある。運用資産合計で見れば、加重平均は0・39%とさらに低下する。これは、日銀が現在のFed並みに超過準備への付利水準を引き上げるだけで、「順ザヤ」幅の縮小を乗り越え、あつという間に「逆ザヤ」状態に陥ることを意味する。

付利を引き上げていく局面では、現下のマイナス金利で採用されているような階層方式をとることは、実効金利の低下につながるだけで、意義に乏しく、現時点で約300兆円相当ある超過準備のすべてを付利引上げの対象とせざるをえないだろう。この場合、かりに1%の逆ザヤとなれば、日銀の財務運営上、

毎年3兆円が負担としてのしかかることになる。これに対して、日銀の資本勘定をみると、資本金(出資証券)はわずか1億円、法定準備金約3・2兆円、各種の引当金勘定も約4・2兆円にすぎない。これでは、超過準備を解消できるまでの間、はたして何年間、日銀の財務運営が自力でもちこたえられるのか、ということになる。

日銀が債務超過に転落すれば、現行の日銀法を改正して、政府の一般会計から損失補填をすることも不可能ではないが、そのような金融情勢のもとでは、政府の財政運営も利払い費の増加により相当に厳しくなっていることが想定される。日銀への損失補填どころではなくなり、日銀としても、いかに円安や輸入インフレが進行しようとも、付利の引上げといった、本来必要な機動的な金融政策運営が事実上困難となるリスクも一概に否定できないだろう。

持続可能な政策運営の方向性が求められる

さらに、日銀が上述のように

正常化に転じて付利水準の引上げ開始に着手することを待たずして、財務運営上の限界に直面する可能性もある。

その理由は、日銀が年80兆円規模という空前のペースで国債の買入れを継続するために、市場実勢対比で相当な高値のオーパーパーでの買入れを行ってきたことである。これは、Q QEの着手当初から行われてきていることではあるが、16年2月にマイナス金利を導入して以降、さらにそのようなオペレーションが加速しているもようである。日銀の場合、巨額の超過準備が存在する状態でマイナス金利を導入したため、その直後から短期金融市場取引は極端に細り、いわば「力づく」のオーパーパーでの国債買入れによってマイナスのイールドカーブを作り出すよりほかにない状況に追い込まれている。

つてマイナスのイールドカーブが作り出される結果となつていくゆえに、「力づく」の国債買入れオペを大規模に実施する必要はない。ECBも、オーパーパーでの国債買入れは行つてはいるものの、▲0・4%の預金ファシリテイ金利を価格面での上限として明示しており、粛々と国債買入れを行つている。ECBは、ほぼすべての超過準備にマイナス金利を適用し、階層方式は採用していない。中央銀行として財務運営が懸念されるような状況ではなく、超過準備の規模も相対的には小さいため、先行きの金融政策運営上のコントローラビリティは十分に確保されているように見受けられる(図表3)。

日銀による「力づく」のオペレーションの影響は、自身の財務運営にたちどころに現われている。日銀は現在、会計基準として償却原価法を採用しているため、オーパーパー買入れに伴つて発生する損失は、債券の満期到来時点で一括して処理するのではなく、それまでの毎期に均等に償却する。報道によれば、

〔図表3〕ユーロシステムのバランスシートの概要(2016年7月末)

総資産 約3.3兆ユーロ
名目GDP比 約27%(2016/1Q)

資産	負債
金・外貨資産 7,539億ユーロ	銀行券 1兆970億ユーロ
ユーロ圏居住者ユーロ建て証券 1兆6,394億ユーロ	当座預金・預金ファシリテイ 1兆297億ユーロ
リファイナンス・オペ 5,336億ユーロ	その他
その他	

(出所) ECB, Statistics Bulletinの計数をもとに日本総研作成。

この償却額は13年度の約4600億円から、15年度には8700億円規模にまで拡大している(図表4)。年度初めからマイナス金利政策のもとでオーパーパー買入れが大規模に実施されているとみられる16年度は、どの程度の価格の水準まで買入れを許容するかの設定にもよるものの、この償却額がさらに大き

く膨張するのは避けられないだろう。巨額の超過準備が存在するもつてマイナス金利を採用したことによって、自らの財務運営上の限界の到来を早める結果を招く可能性があるのだ。このようにみると、マイナス金利付きQQEは、日銀の財務運営上も限界に近づきつつあることがみてとれる。中央銀行の

「3次元緩和」下の日銀財務運営と課題

〔図表4〕

「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の経常収入の推移

実施前 ← | → 実施後

(単位 億円)

	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末	2016/3月末		
					上半期	下半期
経常収入	7,410	9,087	11,447	13,963	6,938	7,025
円貨資産	6,641	8,385	10,785	13,267	6,593	6,673
貸出金	332	256	286	348	173	175
買現先勘定	—	—	—	▲0	—	▲0
国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,391	6,483
短期国債	220	295	108	▲208	▲28	▲179
長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,420	6,662
(参考) 受入利息	9,595	12,703	16,822	21,614	n.a.	n.a.
(参考) 償却額(利息調整額)	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	n.a.	n.a.
コマーシャル・ペーパー等	18	18	19	10	8	2
社債	65	53	39	32	19	13
外貨資産	768	701	661	696	345	351

(出所) 日本銀行『第131回事業年度(平成27年度)決算等について』(16年5月27日)、『第130回事業年度(平成26年度)決算等について』(15年5月27日)、ブルームバーグ「日銀:国債購入で償却負担拡大、15年度8,700億円に-緩和策が財務圧迫」16年6月29日、日本経済新聞(電子版)記事「日銀に3つの不都合な真実」16年8月18日をもとに作成。

(注) 国債収入のうち、(参考)と表記した別枠の内訳(受入利息、および償却額<利息調整額>)の計数は、16年6月29日付ブルームバーグ報道および16年8月18日付日本経済新聞(電子版)報道に基づく(この両社に対して日銀が開示した計数)。

財務運営が持続可能なものではなくなれば、政府の財政運営や通貨の信認、ひいてはわが国全体の経済運営に大きな影響が及びかねない。

日銀は来る9月の金融政策決定会合で、これまでの異次元緩和政策の「総括」を行うとされている。本年7月の決定会合の「主な意見」や、その後の首脳陣の発言からは、この「総括」がはたして、Q&Eの「継続・強化」と「路線の見直し」と、どちらの方向を向いて行われるものであるのか、現時点では定かではない。日銀が2%の物価目標の達成ばかりに過度にとらわれることなく、自らの財務運営の問題にも正面から向き合い、わが国全体にとって持続可能な政策運営の方向性を見出し、いくことが望まれる。

(注) 1 中央銀行の負債勘定にある政府預金から満期到来分の元本相当額が中央銀行に払い出され、中央銀行の資産勘定にある国債と両建て貸借対照表(B/S)から落とされる。政府は政

策実施のため政府預金残高を一定に維持する必要があるが、国債の償還原資は国民の納税によって賄われる。国民が民間銀行への預金から政府に納税すればそのぶん、中央銀行のB/S上、当座預金から政府預金に振り替えられることになる。これにより、超過準備が減少する。

2 ニューヨーク連銀は“Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016”において、本年4月時点におけるSOMAの国内証券保有の予測・ペイスライン(Chart 24・31ページ)を示している。

3 注2同様、SOMAのネット金利収入の予測(Chart 28・33ページ)を参照。

かわむら さゆり
88年京都大学法学部卒。14年から現職。行政改革推進会議民間議員、同歳出改革WG構成員をそれぞれ務める。近著に『欧州中央銀行の金融政策』、『戦後80年』はあるのか(共著)。