“総括”後の金融政策の課題

日銀に忍び寄る経営不安

日本銀行は9月、3年余りにわたり実施してきた「量的・質的金融緩和」の「総括的な検証」を公表し、2月以降の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。この「総括」においては、何が明らかにされ、何が明らかにされなかったのか。日銀の足元の財務運営には、量的・質的金融緩和のどのような影響がすでに表れつつあるのか。日銀およびわが国の経済・財政運営は今後、いかなる課題に直面すると考えられるのか。

日本総合研究所上席主任研究員
河村小百合
かわむら・さゆり　88年3月京大法学部卒、同年日本銀行入行、91年2月日本総合研究所入社（調査部）、14年7月から現職。09年から国税審議会委員、14年から住宅金融支援機構事業運営審議委員会委員、15年から行政改革推進会議民間議員をそれぞれ務める。

緩和後の経済・金融情勢

黒田東彦総裁の下、２０１３年４月に「量的・質的金融緩和」（以下ＱＱＥ）に踏み切った日銀はその後、海外の主要中央銀行を大きく凌駕（りょうが）するペースで資産規模を拡大させる金融政策運営を行ってきた（図表１）。

他方、この間のわが国の経済・金融情勢の推移を見ると（図表２）、ＱＱＥの導入当初は、13兆円規模の補正予算や大幅な円安の影響もあって、消費者物価指数（ＣＰＩ）は目に見えて伸びを高め、また、大企業中心ながら景況感も好転するなど、成果が得られた。しかし、そのような状況は長続きせず、14年４月の消費税率引き上げ要因が一巡した15年半ば以降、物価上昇率は顕著に低下し、足元では６カ月連続の前年同月比マイナスを記録している。雇用情勢はタイトな状態が継続するなど、景気全体としては決して悪くはないものの、個人消費中心に力強さに欠ける状況にある。こうした経済情勢を受け、日銀が金融緩和姿勢を強化する中、長短金利はさらなる低下傾向をたどり、マイナス金利政策がとられた16年春以降は、おおむねマイナス圏内で推移している。

“総括”の内容

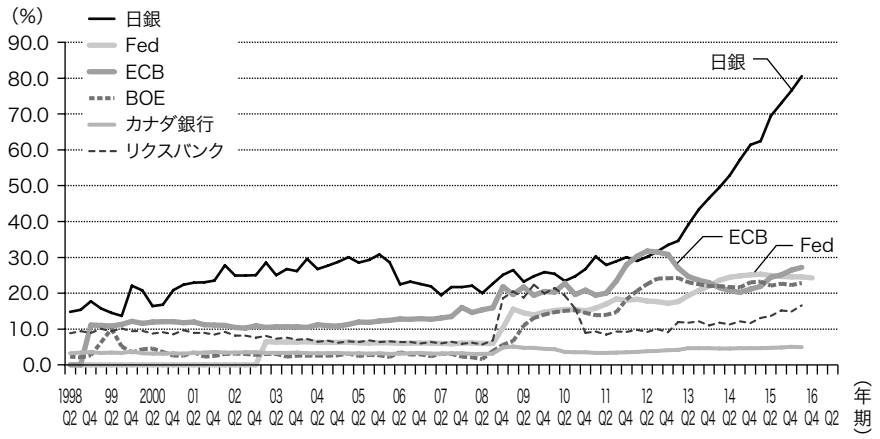
このような情勢の下で、日銀は本年９月に行った検証において、「ＱＱＥは実質金利の低下を通じて経済・物価を好転させた」と評価。さらに「２％という物価目標が未達成であるのは、原油価格の下落や新興国経済の減速などが要因」とした上で、足元の物価は前述のような推移をたどっているにもかかわらず、「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」とした。

そしてこの総括において日銀は「２％の物価目標」の達成時期をやや柔軟化させた上で、「オーバーシュート型コミットメント」を採用することにより、「２％の物価目標」を引き続き掲げ、物価上昇率の面で「２％」以上の成果が得られるまで金融緩和政策を継続するとの姿勢を明らかにした。ちなみに、続く10月31日からの金融政策決定会合を受け

て11月1日に公表された「経済・物価情勢の展望」においては、ＱＱＥの導入当初は2年を目途に達成するとしていた「２％」の物価目標について、ついに、現執行部の任期（18年４月）が到来する17年度中の達成が難しいことを認めるに至った。

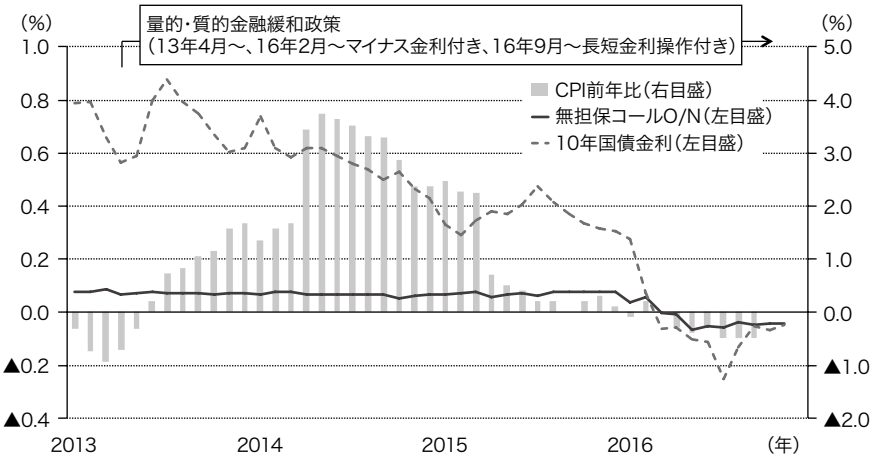
金融政策運営に関しては「マイナス金利政策と国債買い入れの組み合わせは、長短金利押し下げに有効である」と評価する一方、「金利水準の過度な低下や長短金利差の縮小が金融機関の収益圧迫につながる」点を認め、「金融機能の持続性に不安感をもたらし、マインド面を通じ経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」と述べて、ＱＱＥの導入以降初めて、その副作用を自ら認めた。他方で、ＱＱＥおよびマイナス金利が付加された金融政策運営の枠組みが、日銀自身の財務運営において、足元および将来的にいかなる影響が及び得るのか、ひいてはわが国の財政にいかなるマイナス影響が及ぶ可能性があるのかに関しては、今回の総括においては一切、言及することはなかった。

〈図表1〉主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（原資料）日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS, BOC, CANSIM-Statistics Canada, Sveriges Riksbank, SCB-Statistics Sweden.
（出所）Datastream、日本銀行「金融経済統計月報」を基に日本総研作成。

〈図表2〉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。
（原資料）日本銀行、総務省統計局。
（出所）Datastreamのデータを基に日本総研作成。

移り変わる緩和の枠組み

日銀の金融政策運営の枠組みは、とりわけ16年入り以降、大きく見ればＱＱＥの枠内ではあるものの、実際には金融調節の方針が目まぐるしく移り変わっている。

16年１月末の金融政策決定会合では、ＱＱＥと併せて「マイナス金利政策」を導入することが決定され、２月半ばから実施に移された。日銀自身が約２５０兆円規模（16年２月時点）という巨額の超過準備を抱える下でマイナス金利政策が導入されたことから、わが国のコール市場の残高は有担保・無担保を合わせてマイナス金利導入前の約４分の１程度の規模にまで急速に縮小している。そのため日銀は自ら、マイナス金利での国債の買い入れを大掛かりに実施することを通じて、マイナスのイールドカーブ（利回り曲線）を形成するよりほかになく[1]、実際にもそのように政策を展開していった。

他方、このような政策運営は、民間金融機関の側か

1　これに対して14年6月、超過準備が相対的に少ない状況下でマイナス金利を導入した欧州中央銀行（ECB）の場合は、主に、民間市場参加者による短期金融市場取引が細ることはなく、民間参加者同士の取引を通じて、マイナスのイールドカーブが形成された。

時事通信社「金融財政ビジネス」2016年12月5日号

らすれば、顧客から受け入れる預金金利へのマイナス金利の転嫁が事実上難しい中で、収益面で決して無視し得ないマイナス影響を及ぼすこととなった。また、年金や保険等の資産運用難や、民間企業の退職給付債務の負担増等という目に見える副作用を立ちどころに生じさせる結果となった。

こうした状況を受け、日銀は9月の総括以降、10年物国債金利を0%に着地させることを目標に長短金利を操作する「イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）」なる新たな金融調節方針を導入した。この方針の下、10年を超える超長期の年限の金利水準は若干上昇し、前述の副作用を軽減する対応が図られた。

ただし日銀は、10年物までの年限の国債はマイナス金利で市中金融機関から買い入れる、というオペレーションを引き続き行っている。9月の総括を経て、金融政策運営の目標は従前のマネタリーベースという「量」から「金利」への転換が図られたようにも見受けられるものの、マネタリーベースに関してはなお、あいまいな形で従来通りの位置付けにとどまっており、オペの実績を見ても年当たり80兆円増という国債買い入れのペースが大きく変更されるまでには至っていない。

このように、金融調節の目標を短期金利ではなく長期金利に据える手法は、今後の国内外での金融・経済の展開次第で日銀が制御し切れなくなる事態に陥るのではないか、との見方が市場関係者の間では根強い。実際、本年11月には、米国の大統領選挙の結果を受けて米国の長期金利が大幅に上昇したのに伴い、わが国の国債金利もつられて上昇する場面が見られた。日銀は9月の予告通り「指し値オペ」を実施して（実際には民間金融機関側からの応札はなし）、何とか市場金利上昇を抑制することに成功したが、今後も海外金利の上昇傾向が長く継続するようであれば、「指し値方式」を用いるのみでは足りなくなり、国債の買い入

〈図表3〉「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行のバランス・シートの推移

実施前←　→実施後　（兆円）

		2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末	2016/3月末	2016/9月末
資産		164.8	241.6	323.6	405.6	456.8
	短期国債	34.0	44.2	49.7	47.3	56.7
	長期国債	91.3	154.2	220.1	301.9	340.9
	ETF	1.5	2.9	4.5	7.6	9.8
	J-REIT	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
	貸出金(注)	25.5	26.3	34.1	34.0	35.2
負債		161.5	238.1	319.7	402.0	453.8
	発行銀行券	83.4	86.6	89.7	95.6	96.3
	当座預金	58.1	128.7	201.6	275.4	311.8
純資産		3.3	3.5	3.9	3.5	3.0

（注）貸出金の大宗は共通担保資金供給。2013年3月末には10億円、14年3月末には31億円の33条貸し付けが含まれるが、それ以外の全額が共通担保資金供給。15年3月末、16年3月末、同9月末では、貸出金の全額が共通担保資金供給。
（出所）日本銀行「金融経済統計月報」各号、「第132回事業年度（平成28年度）上半期財務諸表等について」（2016年11月28日）。

〈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　（億円）

		2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末	2016/3月末	2016/9月末		
						上半期	下半期	前年同期比
経常収入		7,410	9,087	11,447	13,963	6,938	7,025	6,712	▲226
円貨資産		6,641	8,385	10,785	13,267	6,593	6,673	6,371	▲221
	貸出金	332	256	286	348	173	175	82	▲90
	買現先勘定	-	-	-	▲0	-	▲0	-	-
	国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,391	6,483	6,284	▲107
	短期国債	220	295	108	▲208	▲28	▲179	▲483	▲455
	長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,420	6,662	6,768	347
	（参考）受け入れ利息	9,595	12,703	16,822	21,614	n.a.	n.a.	12,221	n.a.
	（参考）償却額（利息調整額）	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	n.a.	n.a.	▲5,936	n.a.
	コマーシャル・ペーパー等	18	18	19	10	8	2	▲2	▲10
	社債	65	53	39	32	19	13	6	▲12
外貨資産		768	701	661	696	345	351	340	▲4

（注）国債収入のうち、（参考）と表記した別枠の内訳（受け入れ利息、および償却額＜利息調整額＞）の計数は、2016年6月29日付ブルームバーグ報道、2016年8月18日付日本経済新聞（電子版）報道、および2016年11月28日付時事通信報道に基づく（この各社に対して日銀が開示した計数）。
（出所）日本銀行各年度決算・中間決算公表資料、ブルームバーグ記事「日銀：国債購入で償却負担拡大、15年度8700億円に－緩和策が財務圧迫」2016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　株高期待、高まらず」2016年8月18日、時事通信記事「日銀、9月中間損失2002億円＝4年ぶり赤字、円高で差損」2016年11月28日、を基に日本総研作成。

れ規模を徐々に減らすどころか、さらに増額せざるを得ないような事態に至る可能性も否定できない。

金利操作付き緩和の持続可能性

本年9月の総括後の金融政策運営の枠組み変更を受けて、「金融政策運営は持久戦に突入した」との見方もあるようだが、果たしてそう言い切れるだろうか。

日銀はまだ、マイナス金利を撤回したわけではなく、民間の金融仲介機能への悪影響という副作用はなお残存している。加えて、日銀は今回の総括においては、自ら決して触れることはなかったものの、このような政策運営は、日銀自身の財務運営に大きな影響を及ぼしていることが、すでに明白になりつつある。

日銀は13年4月以降のQQE実施に伴い、自らのバランスシートを大きく膨張させてきた（図表3）。短期国債の保有残高はすでに約57兆円、長期国債は約341兆円、その裏返しとしての当座預金残高は約312兆円にも達している（16年9月末時点）。加えて、満期のないリスク性資産である上場投資信託（ETF）等の残高もすでに同10兆円規模に達している。

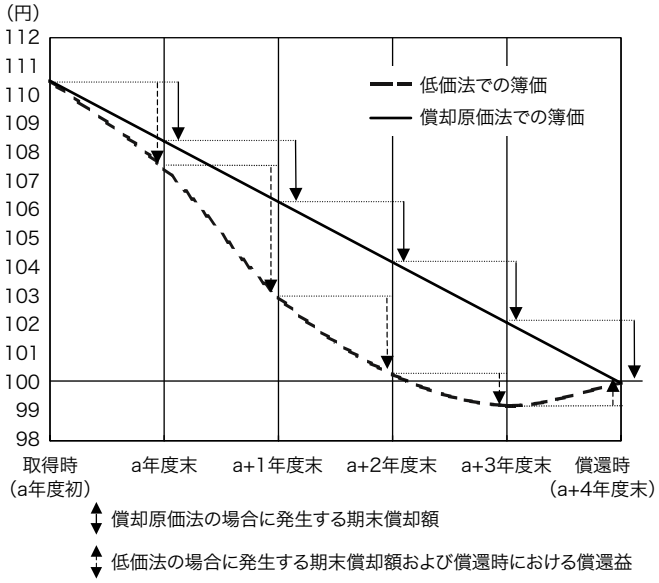
このような大規模な資産買い入れによる金融政策運営は、いずれ正常化せざるを得ない局面に入れば、日銀自身の財務運営に大きな負荷がかかることになる。すなわち、日銀が買い入れた国債の中途売却は、市場金利に強力な上昇圧力を及ぼすことや、金利上昇局面では日銀自身がキャピタルロスを被らざるを得ないことに鑑みれば事実上困難である中、当座預金への付利を引き上げつつ、時間をかけて国債の満期落ちを待つという、米連邦準備制度（Fed）と同様のアプローチで進めざるを得ないことは間違いない[2]。日銀の場合は、買い入れてきた国債の加重平均利回りの水準が、Fed等に比較して極端に低いため、正常化局面入り後の早期に、付利金利が同利回り水準を追い越す「逆ざや」、ないしは「債務超過」状態への転落が懸念される。

そして、QQEの枠組みを維持したままマイナス金利や10年物国債金利を0％に誘導するイールドカーブ・コントロールを導入して以降、日銀の財務運営は、前述のような正常化局面入りするのを待たず、早期に悪化する可能性が高まっている。

図表4は、日銀の最近の経常収入の推移を見たものである。国債の会計基準として「償却原価法」を採用する日銀の場合、マイナス金利で国債を買い入れれば、満期到来時に、高値での買い入れ価格（例えば110円）を下回る額面（同100円）しか財務省理財局に償還してもらえないため、償還損（同10円）が発生する。それを満期到来時に一度に処理するのではなく、満期到来までの各期で均等割りして損失を償却することになっている（図表5）。この償却額がすでに相当程度に膨らみ、日銀の経常収入を大きく圧迫する事態となっている。

日銀の国庫納付金の推移を見ると、近年資産規模を急拡大させているのとは裏腹に、国内の超低金利状態の長期化を主因に、かつてよりは相当に減少していることが分かる（図表6）[3]。これが近々、現在の枠組みの下でのマイナス金利での国債巨額

〈図表5〉低価法と償却原価法における簿価および損益の推移



（注）点線は低価法における簿価の推移を示しており、時価の推移と一致。
（出所）日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」、2004年6月28日、p6 BOX3.

2　詳細は、本誌16年2月8日号の拙論「金融正常化、米の戦略と示唆　『出口』の財務運営悪化、どう乗り切る」参照。
3　日銀は15年度決算から、「QQEに伴う収益の振れをならす」という名目で、債券取引損失引当金の積み増しを開始したが、15年度の額は4501億円にとどまった。

買い入れという逆ざやのオペレーションを継続することによって食い尽くされるかもしれない。加えて、株式市況が大きく下落するようなことになれば、日銀は、株式等のリスク性資産についても減損処理を迫られ、損失額がさらに大きく拡大する可能性も否定できない。

日銀の資本金はわずか1億円で、法定準備金や各種の引当金を合わせても、自己資本は約7・7兆円程度にとどまる。現行の金融政策運営の枠組みは、とても長期間にわたって持続可能なものでは決してないのだ。そして仮に今後、マイナス金利政策をやめ、正常化局面に向かうとなれば、付利引き上げによる逆ざや転落により、年当たり数兆円の損失発生が見込まれる。日銀が保有する資産の加重平均利回りは、16年9月末時点で、わずか0・317%にとどまる。一般会計からの補填なしには日銀の財務運営が立ち行かなくなる事態も絵空事ではない。

政策見直しは喫緊の課題

麻生太郎財務相が、16年3月の国会答弁でも明らかにしているように、旧日銀法とは異なり、現行の日銀法には、政府による損失補填を許容する規定は存在しない。日銀の債務超過転落が、近い将来に起こり得ると受け止められるようになれば、国会でも日銀法改正を真剣に議論せざるを得なくなろう。そのような事態に陥るとなれば、その影響は中央銀行自身の問題にとどまらず、間違いなく政府の財政運営にも及ぶ。こうした事態については、会計検査院も15年度の決算検査報告において、特定検査対象として日銀を取り上げ、国庫金納付に影響を与える問題であることを明確に指摘している。

日銀は本年度上半期の中間決算で2002億円の当期損失を計上した。外為評価損をかつてのように金利収入でカバーし切れず、マイナス金利での国債買い入れによる償却負担で財務面がじわじわとむしばまれていることが分かる。半期で2418億円の引当金を積んだところで、年当たり80兆円規模の国債買い入れをなお続けている以上、将来、正常化局面に入れば、今年度の買い入れ分だけで、逆ざや1%当たり8000億円の損失が毎年度吹き飛ぶことになる。

日銀の今後の金融政策運営について、9月の総括で「よし」としていられる場合ではなかろう。わが国全体として、今後の金融・財政政策運営の在り方を、タブーを取り払って考えることは、喫緊の課題である。

〈図表6〉日銀の国庫納付金の推移

（億円）

		日銀・国庫納付金			（参考）	
		一般会計決算ベース	対日銀総資産比率(%)	対一般会計歳入(除く公債金)比率(%)	日銀総資産	一般会計歳入(除く公債金)
		(A)	(A/B)	(A/C)	(B)	(C)
1982	昭和57	11,674	n.a.	3.4	n.a.	339,565
1983	58	13,128	n.a.	3.4	n.a.	381,666
1984	59	13,404	n.a.	3.4	n.a.	394,021
1985	60	16,323	n.a.	3.9	n.a.	416,846
1986	61	10,016	3.1	2.2	325,672	452,343
1987	62	3,840	1.1	0.7	347,398	519,706
1988	63	3,709	0.9	0.6	396,435	574,549
1989	平成元	1,847	0.4	0.3	451,307	606,093
1990	2	3,240	0.7	0.5	491,566	653,603
1991	3	15,159	3.1	2.3	495,913	662,606
1992	4	21,121	4.4	3.4	479,890	619,300
1993	5	16,522	3.3	2.7	501,709	615,572
1994	6	9,821	1.9	1.6	504,117	631,827
1995	7	6,690	1.2	1.1	542,958	621,613
1996	8	10,746	1.7	1.7	619,631	619,403
1997	9	7,475	1.0	1.2	714,584	617,125
1998	10	14,360	1.8	2.6	797,450	557,827
1999	11	10,859	1.0	1.9	1,062,017	568,628
2000	12	12,581	1.1	2.1	1,150,959	603,570
2001	13	13,905	1.0	2.4	1,385,648	569,030
2002	14	5,053	0.4	1.0	1,411,674	523,210
2003	15	472	0.0	0.1	1,493,819	502,778
2004	16	1,691	0.1	0.3	1,505,173	534,075
2005	17	3,172	0.2	0.5	1,448,629	577,313
2006	18	7,415	0.7	1.3	1,127,409	569,427
2007	19	6,087	0.5	1.0	1,134,262	591,715
2008	20	2,552	0.2	0.5	1,238,886	560,402
2009	21	3,488	0.3	0.6	1,218,241	551,592
2010	22	443	0.0	0.1	1,423,631	582,316
2011	23	5,026	0.4	0.7	1,394,569	671,815
2012	24	5,472	0.3	0.9	1,648,127	602,970
2013	25	5,767	0.2	0.9	2,415,798	651,937
2014	26	7,568	0.2	1.1	3,235,937	661,862
2015	27	3,905	0.1	n.a.	4,056,481	n.a.

（注）日銀の総資産は1998年以降は年度末ベース（出所は「時系列統計データ」）、1986～97年は年末ベース（出所は「日本銀行統計」）。
（出所）財務省「決算書データベース」、「日本の財政関係資料」平成28年4月、「財政統計 予算・決算等データ」、日本銀行「時系列統計データ」、「日本銀行統計」を基に日本総研作成。