

中央銀行のバランス・シート政策と課題

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. 問題意識

2. バランス・シート政策を採用する中央銀行—概観

- (1) 主要中央銀行の資産（バランス・シート）規模の推移
- (2) バランス・シート政策の主な手段

3. 米連邦準備制度（Fed）の政策運営と考え方—多額の債券を買い入れ

- (1) バランス・シート政策としての「大規模な資産買い入れ」採用の経緯と考え方
- (2) 先行きの課題に対するFedの姿勢
- (3) Fedの「正常化戦略」の内容
- (4) 正常化の進展状況と今後の課題

4. 欧州中央銀行（ECB）の政策運営と考え方—2014年にバランス・シート政策へのスタンスを転換

- (1) 欧州債務危機から2013年頃までの政策運営の特徴と考え方
- (2) 2014年6月以降の「信用緩和」—積極的なバランス・シート政策へのスタンス転換
- (3) 足許の政策運営と今後の方向性

5. バランス・シート政策を採用した中央銀行が抱える課題—小括

6. 日本銀行の金融政策運営

- (1) 2000年代以降の金融政策運営の経緯
- (2) 2013年の「量的・質的金融緩和」実施以降の状況
- (3) 日銀の金融政策運営上の問題点
- (4) いずれ顕現化する一段と重い課題

補論1. 他の中央銀行の事例

- (1) イングランド銀行（BOE）の政策運営—当初から財務省がコストを負担する枠組み
- (2) スイス国立銀行（SNB）の政策運営—「開放経済下の小国」における外貨準備急増の事例
- (3) 債務超過に陥った中央銀行の事例

補論2. 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解

7. バランス・シート政策の今後の位置付けとわが国の政策運営の望まれる方向性

- (1) バランス・シート政策の今後の位置付け
- (2) わが国で今後望まれる金融政策・財政政策運営の方向性

要 約

1. 2008年の金融危機以降、主要中央銀行は軒並み、政策金利をゼロ%近傍まで引き下げたうえで、大規模な資産買入れ等の手段によって自らのバランス・シート（以下BS）を大きく拡大させた。こうした金融政策運営は、長期化していくなかで、「バランス・シート（BS）政策」と呼称されるようになってきている。本稿では、この「異例の金融政策運営」ともいえる「BS政策」が、当該中央銀行の先行きの金融政策運営にいかなる課題をもたらすのか、また当該国の経済や財政の運営にはいかなる影響が及ぶと考えられるのか、わが国の政府と日銀は今後いかなる政策運営を行うべきかを検討する。
2. 主要中央銀行のBS規模の推移をみると、金融危機以降、顕著に増加している。とりわけ、日銀とスイス国立銀行（SNB）は、ほぼ一方向で増加しており、その水準はGDP比8割超と突出している。これに対し、それ以外の中央銀行は、危機以降の増加は必ずしも一方向ではなく、資産規模は対名目GDP比で最大時でもおおむね2～3割程度に抑制されている。中央銀行がBS政策を採用するにあたり、その手段として大別して①「資産買入れ」と②「有担保方式の資金供給」がある。前者は金融危機後、FedやBOEが大規模に用いたものであるのに対し、ECBも当初こそ前者の採用に消極的であったものの、ユーロ圏経済のデフレ懸念が強まったことを背景に、2014年6月以降スタンスを転換し、活用するようになった。
3. 米連邦準備制度（Fed）の場合、2008年末以降、約6年間にわたった大規模な資産買入れ（LSAP）の初期の段階から、このような政策運営を最終的には必ず正常化させるつもりであることを明確に表明し、かつ、いかに収束させるのかを検討し、対外的にも積極的かつ明確に説明してきた。現在はすでに正常化局面に入り、超過準備への付利による2度にわたるFFレートの引き上げ誘導の後、早晚、買入れ債券の「満期落ち」方式による資産規模の縮小に着手すべく、検討を開始するとみられている。こうした正常化戦略は、これまでのFedの丁寧で誠実な説明が奏功し、米国民や市場関係者にも理解されている。
4. 欧州では、2008年秋のリーマン・ショックの後、翌2009年秋から欧州債務危機が始まり、欧州中央銀行（ECB）は、先進各国の主要中央銀行のなかでも、最も厳しい金融・経済環境のもとでの金融政策運営を迫られた。ECBは、欧州の金融システムが銀行中心であること、ひとたび資産買入れを開始すると正常化が難しくなること、各国債を買い入れれば財政規律に悪影響を及ぼしかねないこと等を懸念し、債務危機時には銀行経由での有担保方式の大規模な資金供給を通じて、各国の財政運営を間接的に支援する方法を採った。この方式が奏功して、危機が鎮静化すると、ユーロシステムのBSはいったん、顕著に縮小した。
しかしながら、2013年頃からユーロ圏でデフレ懸念が強まったことから、2014年6月にECBはマイナス金利を導入するとともにBS政策に関して積極的なスタンスに転換した。ただし、その政策運営をみると、国債買入れ開始に半年以上先んじてマイナス金利を導入し、資産買入れが極力超過準備の発生にはつながらない仕組みを整えてから国債の買入れを開始するなど、よく練られた枠組みで、慎重な政策運営が行われている。

5. BS政策の実施に踏み切った中央銀行は、とりわけ、その手法が「資産買い入れ」によるものである場合、その「復路」にあたる正常化に課題を抱える。従前は無利子方式が当然であった中央銀行当座預金に付利する制度を導入すれば、民間銀行に供給した巨額の流動性を市中に溢れかえらせることなく、中央銀行に預けさせて管理することができる。その付利水準を徐々に引き上げていけば、巨額の流動性が供給されているなかでも、一定の金融引き締めを行うことが可能である。

6. しかしながら、こうした政策運営では、中央銀行に財務運営上のコストが発生する。このコストは、①BS政策の「往路」で拡大したバランス・シートの規模や、②「往路」で買い入れた資産の収益性やリスクの質、③「復路」において必要な短期金利の引き上げ水準、④BS規模の縮小に要する年数に依存する。当該中央銀行がこの財務運営のコストに耐えられなくなると、政府からの資本注入が必要になる。ただし、これは政治的に大きな問題となりかねないほか、当該国の財政事情次第では、国の財政運営そのものに大きな影響を与える恐れもある。それゆえ、BS政策を展開した中央銀行にとっては、「復路」を無事に全うして自らのBSを元通りに近い姿に戻すまでは、中央銀行として、財務運営の面でいかにして国に頼らず自立性を維持していくか、そのうえ短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、金融調節のコントローラビリティを確保していくかが主な課題になる。

7. 日本銀行は2000年代に、「量的緩和」という世界で初めてのBS政策を実施した。当時は「銀行券ルール」が順守されていたため、2006年の解除後4カ月で正常化が可能となったが、この時点で、私たち国民は、中央銀行によるBS政策が、いかなる危険性をはらむもので、いかに歯止めをかけるべきかを理解できてはいなかった。

8. 2013年の黒田総裁就任後、日銀は「量的・質的金融緩和」(QQE)という、主要中銀のなかでもとりわけ大規模なBS政策を採用した。その後、2016年以降はこれに「マイナス金利」や「長短金利操作」を付加し、今日に至っている。

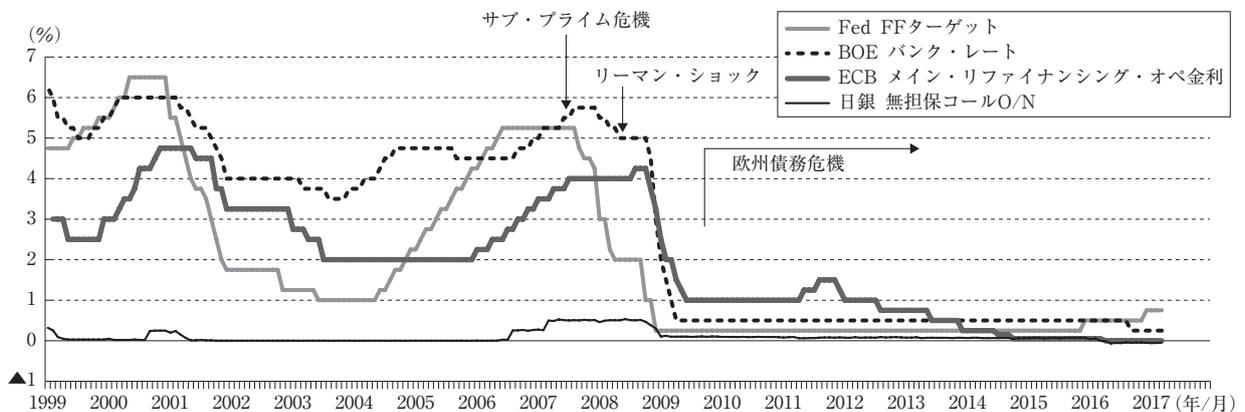
このような金融政策運営を4年近くも継続するなかで、日銀は、Fedとは対照的に、将来的に金融政策運営を正常化させるという意味を明示的に示したことはないほか、出口戦略に関しても一切口を閉ざした状態にある。そうしたなかで、QQEというBS政策により、日銀が先行きに抱えるリスクは現在も大きく膨張しており、トータルで数十兆円規模に及ぶという専門家の試算も複数存在する。

9. このような日銀の金融政策運営は、わが国の財政事情が諸外国対比で極端に悪いことも相まって、このままではわが国の先行きの安定的な財政・経済運営に重大な影響を及ぼしかねない。日銀は「2%の物価目標」の達成になお過度に拘泥している金融政策運営スタンスを改め、自らがすでに抱えるに至った先行きの大きな財務運営リスクを正面から受け止め、「量」の面でのリスク管理を最優先する金融政策スタンスに転換することが望まれる。わが国の財政運営上も、それに伴う市場金利の上昇から逃げることなく、わが国経済や財政の真の「実力」に見合った抜本的な財政構造改革、財政再建に取り組んでいくことが求められる。

1. 問題意識

2008年秋のリーマン・ショック以降、欧米主要中央銀行の金融政策運営は大きく様変わりすることとなった。欧米主要国を中心とする国際金融市場はマヒ状態に陥り、民間金融機関による金融仲介機能は大きく低下した。主要中央銀行は相次いで政策金利をゼロ%近傍にまで引き下げたほか（図表1）、金融危機を収束すべく、大規模な資金供給を実施した。しかしながら、それら各国の実体経済は、その後長期間にわたり深刻な落ち込みが継続したほか、欧州ではさらに、翌2009年に表面化した欧州債務危機が拍車をかけることとなった。そうした結果、主要中央銀行はその後、超低金利状態の長期化を余儀なくされているほか、資産規模を危機前よりも大きく拡大させた状態を継続せざるを得なくなっており、中央銀行として金融政策運営を行う姿は危機前とは大きく様変わりしている。

（図表1）日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移



（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成
（原資料）Federal Reserve、Bank of England、European Central Bank、日本銀行

他方、わが国ではリーマン・ショックによる金融仲介機能へのマイナス影響は欧米各国対比軽微だったものの、1990年代末の不良債権問題の深刻化に伴う銀行危機を背景にデフレ傾向が長引いた。そうしたなか、2012年末に発足した第二次安倍晋三政権のもと、「デフレ脱却」が経済政策運営上の最優先課題と位置付けられた。2013年4月からは、黒田東彦総裁の下、日本銀行は「量的・質的金融緩和」を開始し、約4年近くが経過した現在も、金融危機後の欧米主要中銀を大きく上回るペースで国債等を買入れている。一方で、「2%の物価目標」を今なお達成できていないなかで、日銀は2016年9月の「総括的検証」と合わせ、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入するにあたり、消費者物価の上昇率の実績値が安定的に2%の目標を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」を掲げるなど、ハイ・ペースでの資産規模拡大を、当分の間継続する構えを崩していない。

このように、主要中央銀行が、軒並み超低金利状態のもとで、大規模な資産買い入れ等の手段によって自らのバランス・シート（以下BS）を大きく拡大させつつ金融政策運営を行うという状態が長引くなか、このような政策運営は「バランス・シート（BS）政策」と呼称されるようになってきている。本稿では、この「異例の金融政策運営」ともいえる「BS政策」が、当該中央銀行の先行きの金融政策運営

にいかなる問題、そして課題をもたらすのか、また当該国の経済や財政の運営にはいかなる影響が及ぶと考えられるのかを検討する。

なお、わが国においては、この問題に関する当事者である日銀自らの説明や情報発信が極めて乏しい状況にある。そこで、日銀とは対照的に、積極的なスタンスで対外的に丁寧な説明を行い、理路整然とした金融政策運営を行っているように見受けられる米連邦準備制度（以下Fed）や欧州中央銀行（ECB）の実際の政策運営や対外的な説明、情報発信の内容等を手掛かりに、「バランス・シート政策」が今後の各中央銀行の政策運営にもたらす課題や当該国の経済等に与える影響を検討する。そのうえで、わが国が現在直面する真の課題や、今後望まれる政策運営の方向性を考えることとしたい。

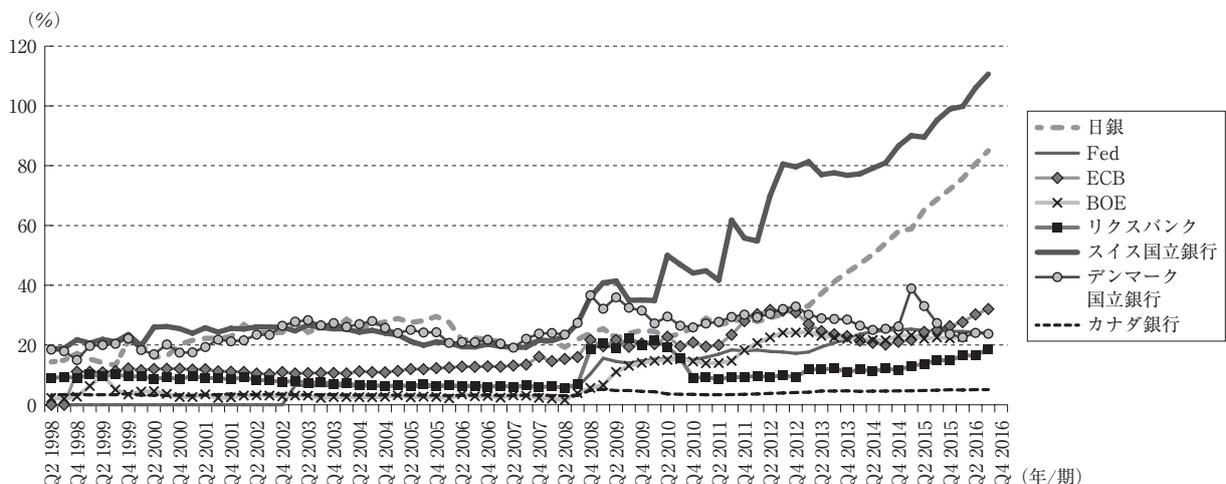
2. バランス・シート政策を採用する中央銀行—概観

(1) 主要中央銀行の資産（バランス・シート）規模の推移

はじめに、2008年の金融危機以降の、主要中央銀行の資産規模の推移を確認する。図表2は、1990年代末以降の日欧米の主要中央銀行の資産規模の対名目GDP比をみたものである。それによれば、各中央銀行とも、2000年代の前半までは、水準にはやや差があるなか、資産規模は総じて抑制されていたものの、金融危機以降、顕著に増加している。とりわけ、日銀とスイス国立銀行（SNB）は、ほぼ一方方向で増加しており、その水準も、日銀が足許で約85%（2016年第3四半期）、SNBは同約111%と突出している。これに対し、それ以外の中央銀行は、危機以降の増加傾向は必ずしも一方方向ではなく、資産規模は対名目GDP比で最大時でもおおむね2～3割程度に抑制されている。足許の水準は、Fedで約24%、ECBで32%となっている。なお、SNBや日銀以外の中央銀行の危機後の資産規模の推移をみると、一時的に増加しても2～3年後には顕著に縮小させるような金融政策運営を行っているケース（ECBやスウェーデンのリクスバンク、デンマーク国立銀行<DNB>、カナダ銀行<BOC>）も少なくない。

日銀の場合、2000年代前半から資産規模の対名目GDP比は20%台と、他の中央銀行対比で高くなっ

（図表2）先進国の主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（資料）Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』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、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden、DNB、Statistics Denmark-statsbank.dk、SNB、SECO-State Secretariat for Economic Affairs Switzerland

ている。これは2001年から2006年にかけて、他の主要中央銀行に先駆けて、「ゼロ金利」状態のもとで国債を多額に買い入れる（注1）という「量的緩和」政策が実施されていたことによる。同じ時期、SNBやDNBの資産規模もほぼ同様の水準で推移しているが、これは、スイスやデンマークが、巨大な経済圏であるユーロ圏に隣接するなかで、独自の通貨を採用しているという「開放経済下の小国」の典型的な事例に該当することが大きく影響している。これらの中央銀行の金融政策運営戦略としては、金利を調節目標とはせず、為替レートを目標とする「為替レート・ターゲティング」が採用されており、中央銀行が外貨準備をバランス・シート上で資産として保有する枠組みとなっているため、その時々国際金融情勢に応じて、中央銀行の資産規模が膨張しやすい構造にある。ただし、同様の事情（「開放経済下の小国」）のもとにあるスウェーデンのリクスバンクの資産規模はこの2行ほど大きくはなっておらず、各中央銀行の金融政策運営上の考え方には温度差もある様子がみとれる。

(2) バランス・シート政策の主な手段

中央銀行がBS政策を採用するにあたり、その手段として、大別して①「資産買い入れ」と②「有担保方式の資金供給」がある。2008年の金融危機後、FedやBOEは前者の手段を大規模に用いたのに対し、ECBは当初、この手段を用いることには消極的で、主に後者の手段を用いていた。もっとも、ユーロ圏経済のデフレ懸念が強まったことを背景に、2014年6月以降スタンスを転換し、以後、この「資産買い入れ」を段階的に導入し、今日に至っている。

ECBが当初、資産買い入れを大規模に行うことを渋っていた理由の一つは、ひとたび債券等の資産を買い入れてしまうと、その後経済・金融情勢が好転しても、資産規模を元通りに縮小させることが困難であることにあった。すなわち、超低金利局面で買い入れた債券を、経済情勢が好転し、金利が上昇し始める局面（＝債券価格は下落）で手放そうとすれば、市場金利のさらなる上昇を招くのみならず、中央銀行として売却損を被らざるを得なくなる。このため、中央銀行が債券等の資産を買い入れる場合は、多くの場合、満期まで持ち切りとすることを前提とせざるを得ないのが実情である（注2）。

これに対して、有担保方式の資金供給とは、中央銀行が通常行う資金供給オペレーションの一環ではあるが、ECBは、金融危機や欧州債務危機に際して、その実施上の要件を大幅に緩和して、有担保方式を堅持できる限りにおいて事実上無制限の資金供給を行った。この方式は、資金供給時の要件（期間、適用金利）等を中央銀行側がいかにか次第ながら、経済情勢が好転した際には、比較的容易に資金を吸収し、中央銀行の資産規模を短期間で縮小することもできる、という特徴があるといえよう（詳細は第4章で後述）。

（注1）ただし、その買い入れベースは、現在の日銀が行っている「量的・質的金融緩和」を基本とする枠組みのもとでのベース（年当たり80兆円ベース）に比べれば極めて緩やかなもので、目標としていた日銀当座預金残高も、「量的緩和」の最終局面でも30～35兆円に過ぎなかった（ちなみに、2016年末の日銀当座預金残高は約330兆円と、すでに当時の約10倍の規模に達している）。

（注2）なお、中央銀行が買い入れた債券を、満期到来まで保有し、再投資しない形で資産規模の縮小を図る場合、当該債券が国債等で、財政運営上の都合から、満期到来額分と同額の借換債が発行されるのであれば、財政当局は、その円滑な消化のためには、中央銀行以外で引き受けてくれる投資家を見つけなければならないことになり、債券市場の需給上は市場金利の上昇要因となる。この点は、仮に中央銀行が買い入れた債券を途中で売却する場合と変わらない。

3. 米連邦準備制度 (Fed) の政策運営と考え方—多額の債券を買い入れ

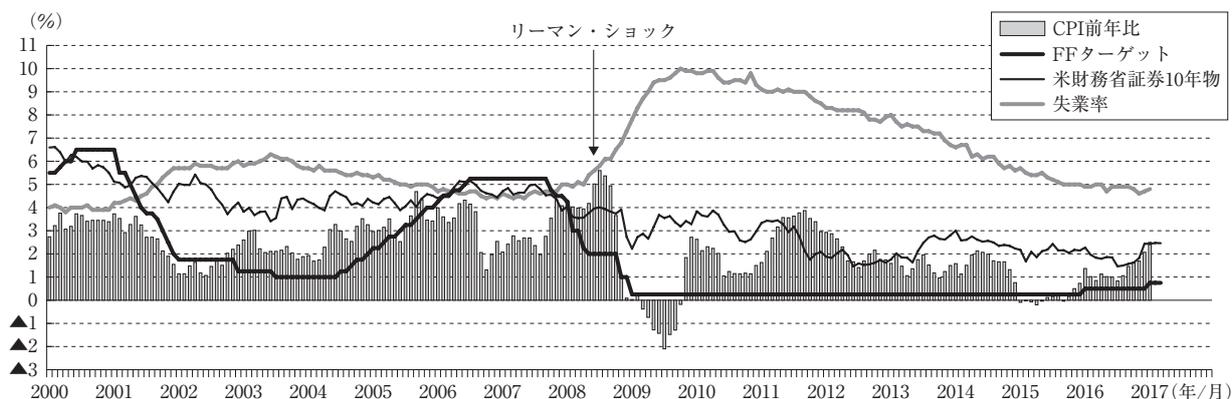
次に、米連邦準備制度 (Fed) が、危機後のBS政策を、いかなる考え方に基づき、今日に至るまでいかに展開してきているのかをみてみよう。

(1) バランス・シート政策としての「大規模な資産買い入れ」採用の経緯と考え方

2008年の金融危機において、アメリカでは民間の大手金融機関や同国の住宅金融の主軸となってきた政府支援企業が相次いで経営破たんしたことなどから、金融市場がマヒ状態に陥り、実体経済は急激な景気後退に見舞われ、その状態が長期化した (図表3)。

これを受けて、Fedは政策金利 (FFレート) の引き下げ余地が事実上なくなった2008年末 (前掲図表1) から、アメリカの資本市場で重要な位置を占める住宅金融関連の債券や財務省証券 (= 米国債) を対象に、大規模な資産買い入れを開始した (図表4)。Fedはこの政策に着手する2008年末までの段階で、2001~2006年に日銀が実施した「量的緩和」 (QE: Quantitative Easing) 政策をつぶさに検証し、日銀が「量的緩和」の際に目標として位置付けていたマネタリーベースの増加そのものは、ゼロ金利のもとではマネーサプライの増加にはつながらず、効果はなかったと結論付けた (注3)。Fedとしては

(図表3) Fedの政策金利 (FFレート・ターゲット) とアメリカの長期金利、物価および雇用情勢の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
 (注) 長短金利は月初値。

(図表4) 米連邦準備制度のLSAP (大規模資産買い入れ) プログラムの内容

プログラム	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
LSAP1 (第1次)	2008/12/5~ 2010/3/31	GSEエージェンシー債 (注) MBS (住宅ローン担保証券) 財務省証券 (= 米国債)	\$172 \$1,250 \$300
LSAP2 (第2次)	2010/11/12~ 2011/6/30	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3~ 2012/12/30	財務省証券 (短期債を売却し、 長期債を買い入れ)	+▲\$667
LSAP3 (第3次)	2012/9/14~ 2014/10/31	MBS 財務省証券	\$823 \$790

(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, Table 1を基に日本総合研究所が一部加筆して作成
 (注) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業 (GSE) が発行する社債。

これとは異なり、大規模な資産買い入れによって、危機の収束に向けて大規模な流動性を供給し、ターム・プレミアム縮小による市場金利の上昇抑制を目指す金融政策運営（注4）を開始したのである。そして、自分たちのこのような金融政策運営は、マネタリーベースの増加を目標とする「量的緩和」では決してない、という意味で、世間での通称のように「量的緩和」（QE：Quantitative Easing）とは決して呼称せず、今日に至るまで一貫して、自らは「大規模な資産買い入れ」（LSAP：Large Scale Asset Purchases）と称してきた（注5）。

LSAPは、結果的に約6年間続くことにはなったものの、Fedは、着手した時点から最後まで、同じ手法で継続することはしていない。その時々を経済情勢を勘案して、政策目的の軸足が、初期の流動性の供給による「危機の収束」から、次第に、ターム・プレミアム等の縮小による市場金利の押し下げを通じての「実体経済の底上げ」へと移っていくなかで、都度、期間を区切って資産買い入れを実施している。そして、たびたび立ち止まってはその効果等を確認しつつ、必要であれば別の手法に切り替え、買い入れ対象の債券も組み替えている（前掲図表4）。アメリカでは、LSAPの展開と現在進行形で、Fed内外の研究者によるLSAPの効果の実証分析が盛んに行われ、各回のLSAPの効果が確認されている（図表5）。

（図表5）大規模な資産買い入れ（LSAPs）の効果に関する実証研究結果

リサーチ・ペーパー

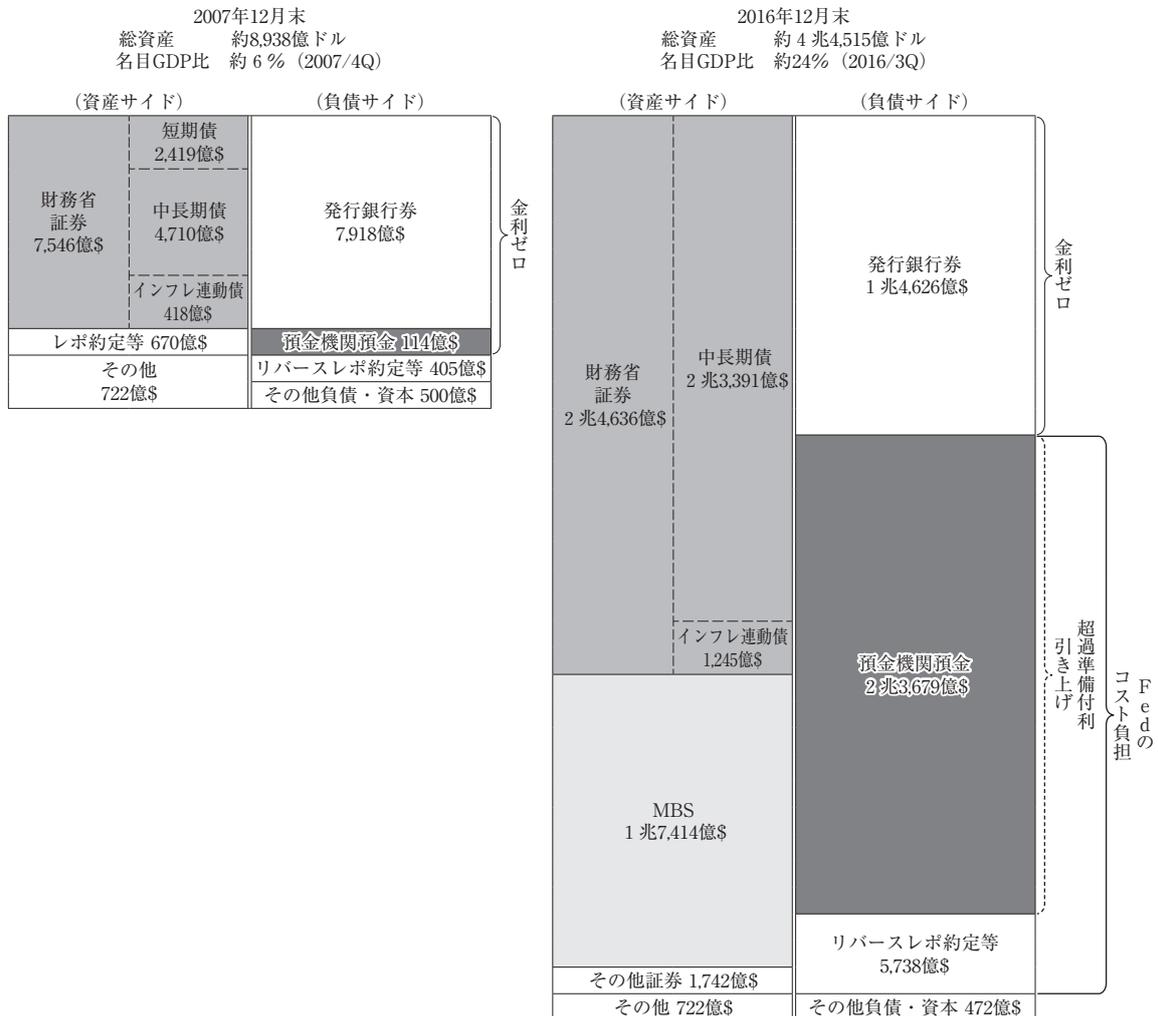
10年物財務省証券金利の推定下落幅
(Basis points)

QE1：2008年12月5日～2010年3月31日 (MBS1.25兆ドル買い入れ、財務省証券3,000億ドル買い入れ、 エージェンシー負債証券1,720億ドル買い入れ)	
Gagnon et al. (2011)	91 (イベント・スタディ)；36 to 82 (回帰)
Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011)	100
D'Amico and King (2013)	20 to 30 (財務省証券買い入れのみ)
D'Amico et al. (2012)	35 (財務省証券買い入れのみ)
QE2：2010年11月12日～2011年6月30日 (財務省証券6,000億ドル買い入れ)	
Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011)	25
D'Amico et al. (2012)	55
Meaning and Zhu (2011)	21
Swanson (2011)	15
満期拡張プログラム：2011年10月3日～2012年12月30日 (財務省証券6,670億ドル買い入れ、財務省証券6,670億ドル売却/満期落ち)	
Hamilton and Wu (2012)	22
Meaning and Zhu (2012)	17
QE3：2012年9月14日～2014年10月31日 (MBS8,230億ドル買い入れ、財務省証券7,900億ドル買い入れ)	
Engen, Laubach, and Reifschneider (2015)	60

(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, Table 1を基に日本総合研究所作成

そして、足掛け約6年間、3次（「オペレーション・ツイスト」も含めれば4次）にわたるLSAPを実施してきた結果、FedのBSは図表6のように大きく膨張し、その資産サイド、負債サイドの構成も、大きく様変わりすることとなった。ただし、新たな資産買い入れは2014年10月をもって停止され、その後、2015年12月と2016年12月の2度にわたり、政策金利（FFレート）の引き上げ誘導が実施されるなど、現在は、金融政策運営を最終的には危機前と同様の状態に戻そうとする正常化の過程に入っている。

(図表6) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較 (2007年末と2016年末)



(資料) FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007およびDecember 29, 2016の計数を基に日本総合研究所作成
 (注) インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

(2) 先行きの課題に対するFedの姿勢

Fedの場合は、2008年末以降、約6年間にわたったLSAPの初期の段階から、このような政策運営を最終的にいかにして収束させるのかを検討し、対外的にも積極的、かつ明確に説明してきた。

例えば、バーナンキ前FRB議長は、LSAPがまだ第一次の初期段階にあった2010年2月、米議会の下院金融サービス委員会において、早くも「Fedの出口戦略」に関する議会証言(注6)を行っている。そのなかで同前議長は、「異例の緩和がこのまま永続することは決してあり得ない」と、まず釘を刺したうえで、「現下の金融拡張策が成熟すれば、Fedは、インフレ圧力の高まりを回避するため、金融引き締めが必要となる」、「Fedは、然るべき時が来れば、金融を引き締めるいくつものツールを有している」などと述べ、2015年末以降今日に至るまでの正常化局面で実際に用いられている手段を、この時点でほぼ正確に認識し、米議会という米国民や市場に対する公式な説明の場で、決して逃げることなく、具体的かつ明確に述べている。

また、バーナンキ前議長は、2012年8月、カンザス・シティ連銀主催の毎夏恒例のシンポジウムにおいて、「危機襲来以降の金融政策」と題する講演を行い、LSAPの効果として、長期国債の金利低下にとどまらず、社債やMBS金利の低下効果もあったことを指摘する一方で、このような政策の恩恵（benefits）は潜在的なコストとともに考える必要がある、と述べている。そして、潜在的なコストとして、①証券市場の機能を損なう、②Fedのバランス・シートのさらなる拡張が、然るべきタイミングで、Fedが緩和的な政策からスムーズに脱却できるかどうかについての、大衆の信認を減殺する、③金融の安定性にとってリスクとなる、④Fedが予期せぬ程度にまで金利を引き上げなければならなくなった場合、Fedが財務運営上の損失を被る可能性がある、という諸点を挙げている。このうち、①と③は金融市場への悪影響にかかる課題、②と④はFed自身の先行きの金融政策やそれに伴うFed自身の財務運営上の課題であり、Fedとしては、LSAPによるBS政策の実施途上にあった2012年の時点で、自らのBS政策に伴う先行きの課題を明確に認識し、かつ、それを対外的にも明確に情報発信していたことがわかる。

(3) Fedの「正常化戦略」の内容

このように、ひとたびBS政策を実施した中央銀行にとっては、経済情勢の好転後、金融政策運営をいかに元の状態に戻し、収束させるか、いわゆる「正常化戦略」が大きな課題となる。

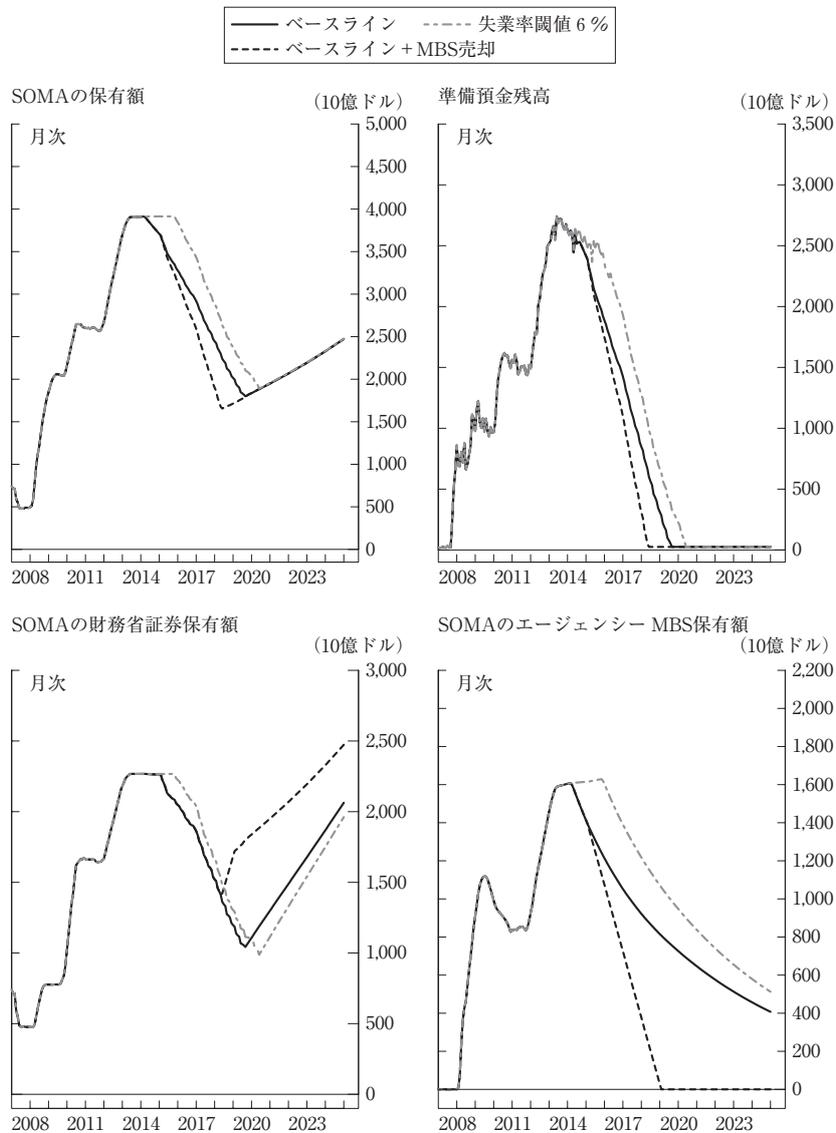
Fedでは、2011年から、正常化戦略の問題が金融政策運営を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）の議題としてたびたび取り上げられ、様々な検討プロセスを経ながら、2014年9月に、現在実施に移されている正常化戦略が決定された（注7）。決定に至るまでのそれぞれの段階での検討内容については、FOMCの情報公開（議事要旨等）やFRB議長ら首脳陣の議会証言、講演や記者会見等を通じて、さらには正常化プロセスにおける具体的な金融政策運営やFedの財務運営への影響の試算結果については、一般向けに初歩からわかりやすく説明しまとめたものをディスカッション・ペーパー形態で公表する等、その都度、対外的な情報発信が積極的に行われていった。

現在、すでに実施に移されている正常化戦略の内容は、資産買い入れの停止後、然るべき時点から、まず短期金利の引き上げ誘導を実施する、それが一定程度進展したところで、買い入れた資産の満期到来分の再投資を見送る（＝いわゆる「満期落ち」。借換債が発行されても乗り換え投資は行わず、償還分相当の資産規模縮小が可能）という方法で、資産規模の縮小を開始する、というものである。

現在のように、この正常化の過程においては、短期金融市場の参加者全員が大幅な資金余剰状態にあり、Fedの当座預金（準備預金）には、準備預金の制度上中央銀行に預け入れることが義務付けられた額、ないしは民間銀行同士で決済を行うために中央銀行に預けておくことが必要な額を大幅に上回る余剰資金、いわゆる「超過準備」が預けられている（注8）。このため、危機前のように、短期金融市場に資金を供給ないしは吸収するオペレーション（公開市場操作）だけで、Fedが市場の短期金利を引き上げ誘導することはできない。そこで、Fedの資産規模の縮小が完了するまでの間は、民間銀行がFedに預ける当座預金にFedが付利を行って、余剰資金が流出しないようにFedの当座預金内にとどめつつ、その付利水準を徐々に引き上げて金融引き締めを行う、という形がとられる。そして、「満期落ち」が完了し、FedのBSの規模や内容が元通りになれば、短期金融市場コントロールのための付利も不要となり、正常化は完了する、ということになる。

この正常化戦略の内容について、米国民や市場関係者への理解の浸透を図るうえで、Fedが2013年1月に公表したディスカッション・ペーパー（以下「ペーパー」、注9）が大きな役割を果たしたように見受けられる。そこでは、様々な金利シナリオ別に、将来のある一定の時点から「満期落ち」によるFedの資産規模縮小が開始され、その見合いとして、BSの負債サイドの準備預金（＝当座預金）残高も急速に減少する姿が描かれている（図表7）。そのペースは5年間程度をかけて約2.5兆ドル規模の資産を負債と両建てで落とすというドラスティックなものである。合わせて、資産規模が適正水準に縮小し、

（図表7）2013年のFedのディスカッション・ペーパーにおける、SOMAの保有額と準備バランスの試算結果の例（「ベースライン」、「ベースライン+MBS売却」、「失業率閾値6%」の金利シナリオにかかる部分）

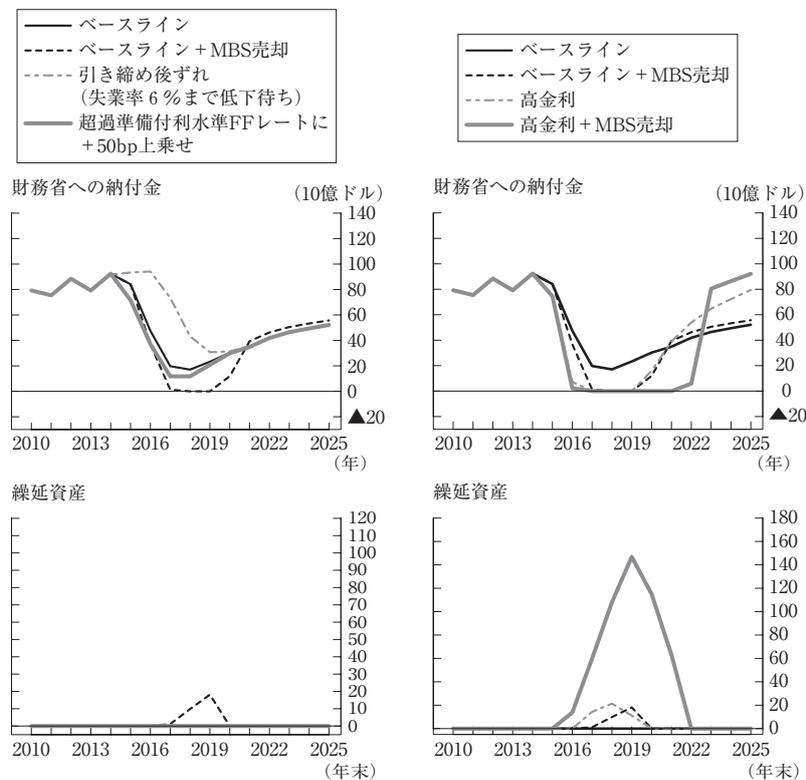


（資料） Seth B. Carpenter et al. "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p25, Figure 2を基に日本総合研究所作成

（注） SOMAはシステム公開市場勘定（System Open Market Account）で、NY連銀が一元的に実施するFedの金融調節を実施する勘定のこと。

かつての手法で金融調節を行い得る状態に戻れるまでは、上述のように、民間銀行がFedに預け入れている当座預金への付利を引き上げる手段を採らざるを得ないため、Fedには利払いのコストが発生する。同ペーパーでは、先行きの金利シナリオ次第では、Fedから連邦財務省への納付金がゼロとなる事態が数年間発生する可能性があることがグラフでも示されている（図表8、注10）。本ペーパーの公表後は、こうしたグラフや計数が欧米の主要メディアでも報道されており、FedによるLSAPが、米国民や市場にとって都合の良いことばかりではなく、コストも伴うものであるということの理解が進んだとみられる。Fedのその後の実際の政策運営をみると、正常化プロセスの進展は、2013年時点での想定よりは後ズレしているものの、具体的な政策運営やそれに伴い発生すると考えられるコストの規模がどの程度のものであるのかについて、今もなお十分に参考に値するものであるといえよう。

（図表8）Fedの財務省への納付金および繰延資産の試算結果



（資料）Seth B. Carpenter et al, “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure 3, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成

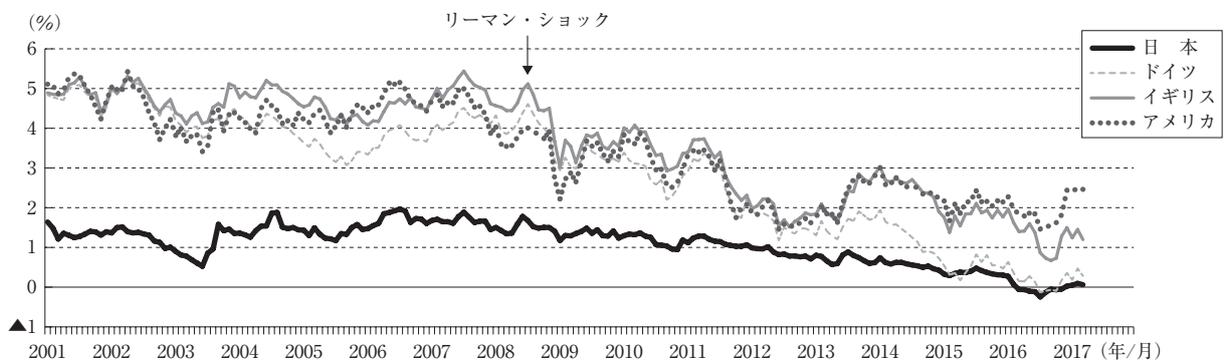
（4）正常化の進展状況と今後の課題

Fedは、2015年12月の、危機後初めてのFFレートの引き上げ誘導（0.25%→0.50%）に続き、2016年12月にも引き上げ誘導を行った（0.50%→0.75%）。2016年は、6月にイギリスの国民投票でEUからの離脱が決定され、11月にはアメリカの大統領選挙でトランプ氏が当選するなど、反グローバルの動きが芽生えたり、金融緩和一辺倒の政策運営から財政拡大の必要性がうたわれるなど、危機後に続いていた

超金融緩和状態の潮目は変わりつつあるように見受けられる。この結果、各国の長期金利も上昇傾向をみせている（図表9）。

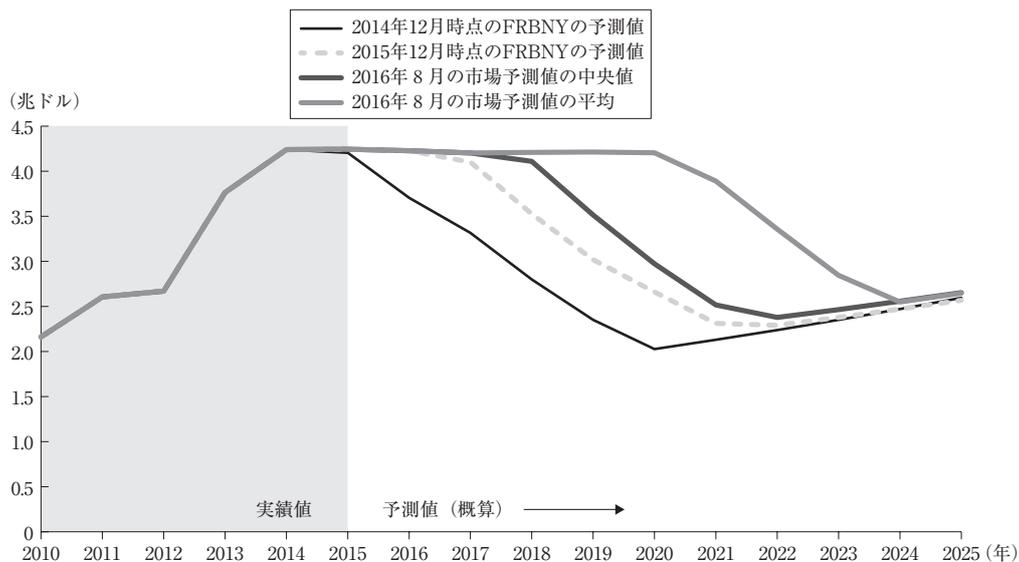
そうしたなか、Fedの今後の金融政策運営に関して、2017年中にFFレートのさらなる引き上げ誘導がどの程度行われるのか、という点と併せて、アメリカ国内では、Fedが「満期落ち」による資産規模の縮小にいつから着手するのか、という点に関心が高まっている。ちなみに、図表10は、Fedが今後、正常化プロセスを進展させるのに伴い、資産規模をどのように縮小させるのかに関する当局（NY連銀）、および2016年夏時点での民間市場参加者の予測値を示したものである。これによれば、「満期落ち」着手の予想時期は時の経過とともに先送りされてきたものの、その縮小ペースに関しては、これまでの

（図表9）主要国の10年国債金利の推移



（資料）Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成

（図表10）米Fedの正常化プロセスにおける国内債券保有額（資産規模縮小）の当局および民間市場参加者の予測

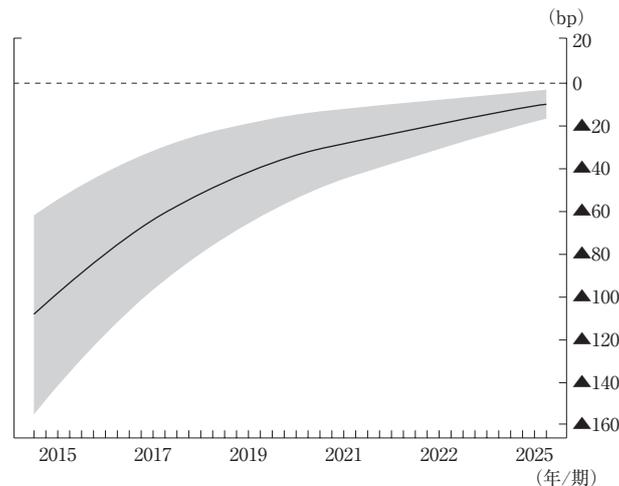


（資料）Simon M.Potter, Discussion of “Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks” by Ulrich Bindseil, Jackson Hole Symposium, August 26, 2016, Figure 7を基に日本総合研究所作成

（原資料注）2014年12月および2015年12月の予測値は、NY連銀の『国内公開市場操作報告書』の2014年版（2015年4月公表）、および2015年版（2016年4月公表）におけるもの。2016年8月の予測値は、市場で形成されているフォワード・レートに基づく金利予測値と、NY連銀が2016年7月に実施したプライマリーディーラー・サーベイにおける、再投資政策の変化の期待値から作成。

Fedによる正常化プロセスに関する丁寧な対外説明が奏功して、約4年程度の期間で2兆ドル（1ドル＝110円で換算すれば約220兆円相当）規模で「満期落ち」による資産規模の縮小が行われるという見方が、市場参加者にも共有されている様子がみてとれる。その過程では、これまでのLSAPによるアメリカの長期金利の押し下げ効果が、次第に剥落していくことになる（図表11）。こうした点は、アメリカにおいては、当局のみならず市場参加者にも共有されているものとみられる。

（図表11） Fedのバランスシート・オペレーションの10年財務省証券のターム・プレミアムへの影響

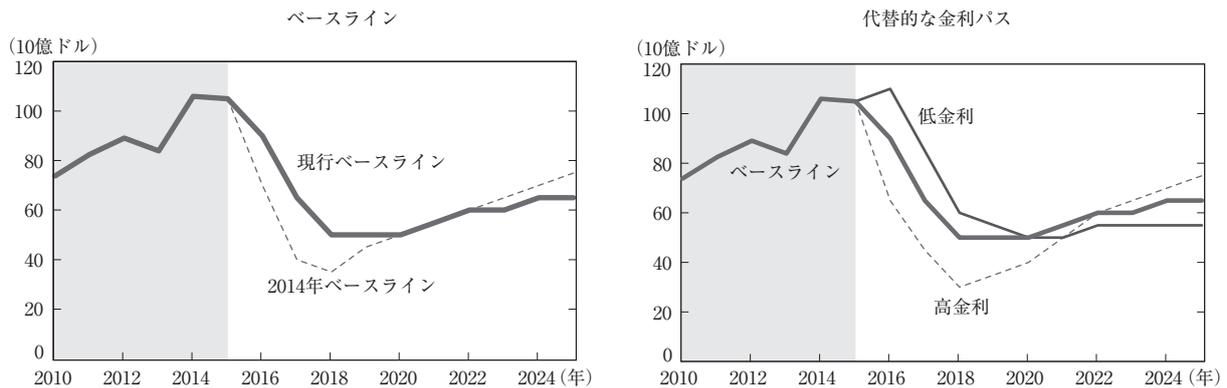


（資料） Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Figure 2を基に日本総合研究所作成
 （原資料） Li and Wei (2013) and Thrig et al. (2012)
 （原資料注） 網掛け部分は90%の信頼区間を示す。

イエレンFRB議長は2016年末以降、去る2月14日の上院、および同15日の下院での議会証言時をはじめ、この点に関する質問をたびたび受けている。このうち、2016年12月14日のFOMC後の記者会見の際の質疑応答時（注11）には、資産規模縮小をいかなる環境下で開始するのかを問われ、同議長は次のように答えている（訳は筆者）。「正常化方針ですでに明らかにしたように、ポートフォリオの規模の縮小の大部分は、証券の売却ではなく元本の再投資停止によって時間をかけて行う。FFレートの正常化のプロセスが十分に進展すれば、われわれは、ポートフォリオが流出する（run off）のを、恐らく容認し始めるようになるだろう。われわれは、経済が万が一逆のショックにさらされたとき、それに対応するために、金利の引き下げという伝統的な手段の使える余地があってほしいと感じていたい。現時点で、そのプロセスを開始するのが適当であるとみなされるFFレートの水準に関する機械的なルールは存在しない。それは、単に、FFレートのみで決まるようなものではない。経済のモメンタムの大きさや、経済にあり得るダウンサイドリスクのあり得る懸念に関するわれわれの判断次第でもある。われわれは、まだこの決定をしていないが、いずれバランス・シートが流出する（run off）ことを許容し始めようと、長らく計画してきたものでもある。そしてそれには数年を要しよう。そして、すべてうまく終わることができれば、現在よりも相当に小さいBSとなるであろう」。

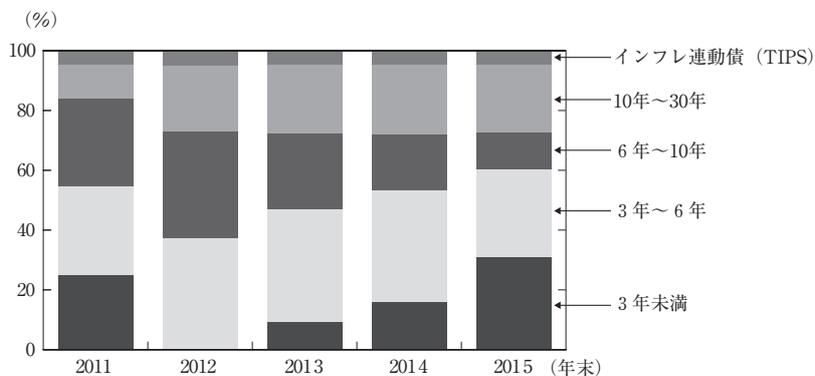
なお、Fedは、正常化局面に関する政策運営の見通しを2013年のペーパーで明らかにした後も、その後の情勢変化に合わせ、見通しの改訂版を毎年公表している。Fedとしての金融調節オペレーションを一元的に実施するNY連銀が公表している、オペレーションの実施勘定である『システム公開市場勘定(SOMA)の年次報告(注12)』には、2013年のペーパーのような、正常化プロセスの進展に伴う、連邦財務省への納付金の予測値までではないものの、保有する資産の状況や先行きの政策運営に応じたFedのネット金利収入(納付金算出の前段階の「粗利益」に相当)の見通しが示されている(図表12)。また、NY連銀はSOMA内の財務省証券の満期構成の変化も明らかにしている(図表13)。これによれば、NY連銀は、2014年10月の資産買い入れ停止後、FOMCの指示通り、資産規模を横ばいにさせるために、満期到来分は再投資を行う一方で、SOMA内の資産のデュレーションの短期化を進めており、NY連銀が期近の満期到来銘柄を増やし、近々Fedが着手すると予想される「満期落ち」による資産規模の縮小開始に備えている様子がみてとれる。このようなSOMA内のポートフォリオ運営は、Fedが2011年10月

(図表12) SOMAのネット金利収入(≒粗利益)の予測(2016年4月時点)



(資料) FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016, p33 Chart27, 28を基に日本総合研究所作成
 (注) 網掛け部分は実績値ベースのリターン。予測部分の高金利・低金利シナリオはそれぞれ、ベースライン・シナリオの金利にプラス・マイナス100ベース・ポイントで設定したもの。

(図表13) SOMAの財務省証券保有の満期配分の変化



(資料) FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016, p22 Chart14を基に日本総合研究所作成
 (注) 変動利付債は、2014年と2015年に1%未満の保有あり。

から2012年12月まで実施した「満期拡張プログラム（オペレーション・ツイスト）」（前掲図表4）において、保有残高は変えずに行われた「財務省証券の短期債売り・長期債買い」と逆方向のオペレーション（＝「財務省証券の長期債売り・短期買い」）が現在静かに実行されているとみることができる。これは、2017年1月19日にイエレン議長が行った講演のテキストの脚注（注13）でも言及されており、現在、行われているSOMA内でのデュレーション短期化オペレーションは、一定の条件のもとでは2017年中を通じてLSAPによる長期金利の押し下げ効果を15ベシ・ポイント減殺する（＝金利を押し上げる）効果があると試算され、それはFFレートを25ベシ・ポイントずつ2回引き上げるのに相当する引き締め効果がある、と述べられている。

このように、Fedでは、危機後に相当な規模のBS政策が採用された後、現在は正常化に向けた取り組みが、慎重、かつ着実に進められている。Fedは、こうしたBS政策が自らの金融政策運営の先行きに及ぼす問題点を、LSAPを開始した早期から明確に認識し、かつそれを不都合な点も含めて誠実かつ丁寧に、米国民や市場関係者に向けて説明してきている。そのようにして対外的な理解を得ていることが、正常化を着実に進めていくうえでの一助となっているように見受けられる。

（注3）2008年12月のFOMCにおける議論。詳細は、拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営の考え方」（2014年）第3章参照。

（注4）「信用緩和」とも呼ばれる。

（注5）当時のFedの金融政策運営に際しての詳細な考え方については、拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」の第3章を参照。

（注6）Ben S. Bernanke, Statement prepared for the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, February 10, 2010.

（注7）Fedの正常化戦略の検討の詳細な経緯については、拙論「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」参照。

（注8）Fedの支払準備制度の詳細に関しては、田中隆之『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』（2014年）の第2章第2節が詳しい。

（注9）Seth B. Carpenter, Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote [2013]. “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”, Finance and Economics Discussion Series 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., September 2013.

（注10）ちなみに、Fedにかかわるアメリカの現行の制度上では、仮にFedが赤字に転落する期間が発生しても、連邦財務省側による損失補てんのための資本注入は想定されていない。Fed自らが、会計処理上「繰延資産」（deferred assets）を計上し、自らの将来的な利益を「先食い」するかたちで乗り切ることとされている。

（注11）FRB [2016]. Transcript of Chair Yellen’s Press Conference, December 14, 2016.

（注12）毎年、4月に公表されており、最新版は、FRBNY, Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016.

（注13）Janet Yellen [2017b]. The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy, Remarks at Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, Stanford, California, January 19, 2017.のfootnote17。

4. 欧州中央銀行（ECB）の政策運営と考え方—2014年にバランス・シート政策へのスタンスを転換

(1) 欧州債務危機から2013年頃までの政策運営の特徴と考え方

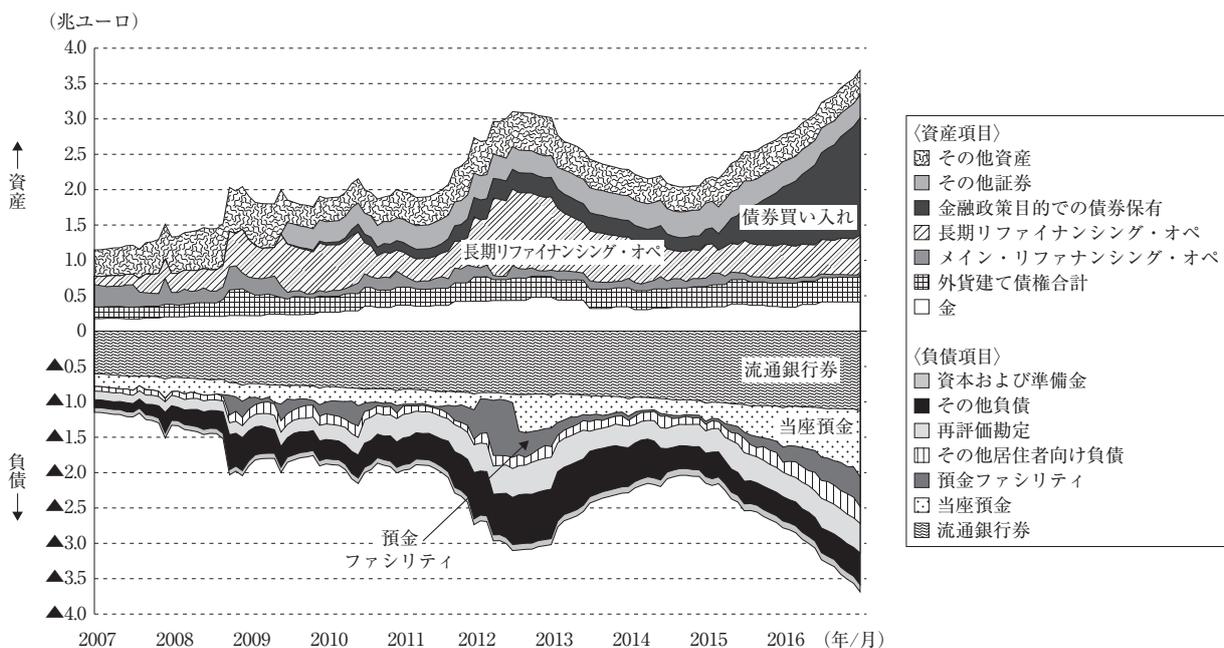
欧州では、2008年秋のリーマン・ショックの後、翌2009年秋から欧州債務危機が始まり、重債務国の財政危機と民間金融機関の危機とが相互に増幅し合うという深刻な事態に陥った。欧州中央銀行（ECB）は、先進各国の主要中央銀行のなかでも、最も厳しい金融・経済環境のもとでの金融政策運営を迫られた中央銀行であったと考えられる（注14）。

改めて振り返ると、欧州債務危機における緊張のピークは2011～2012年頃であったとみられる。2010年以降2011年にかけて、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルが相次いで、自力での財政運営継続が困難な状態に陥り、ユーロ圏ないしEU各国、およびIMFから支援融資を受ける事態となった。ギリシャの場合はそうした支援を得ても財政運営は持ちこたえられず、2012年には2度にわたり、事実上のデフォルト状態に陥った（注15）。

ユーロ圏の少なからぬ国々がこのように厳しい財政運営を迫られるなか、当時、トリシェ前総裁が率いていたECBも、2010～2011年にかけて、あくまで「証券市場の機能不全を改善させる」という金融政策運営上の目的から、限定的な規模ながら重債務国の国債の買入れを実施した（「証券市場プログラム」、SMP）。しかしながら、そうした政策運営をもってしても財政危機状態は改善せず、中央銀行による国債買入れが、目的はどうあれ、危機の局面で各国の財政運営上の規律を弛緩させてしまい、それが2011～2012年頃のさらに深刻な危機を招来したとの反省から、ECBは2011年11月のドラギ総裁就任後、SMPによる各国債の買入れを停止した。そして、民間銀行向けの従来からの資金供給オペの条件を緩和して、一定の要件のもとで無制限の資金供給を行い（図表14中の「長期リファイナンス・オペ」＝LTRO）、民間銀行がすでに保有している国債を手放さずに済むよう、ECBが間接的に下支えする方法で、危機を乗り切る道を選択した。

リーマン・ショック以降、Fedやイングランド銀行（BOE）といった主要な中央銀行が、自国債等の大規模な資産買入れに踏み切るなかで、当時のECBがこのような手段を選択した背景を、ドラギ総裁らの首脳陣が当時行っていた対外説明や同行の月報等における公式の説明からみると、①金融政策運営のシグナリング機能は、あくまで政策金利に担わせるべきで、資産買入れの規模をもって代替させ

（図表14）金融危機前からのユーロシステムの資産/負債の主な内訳推移



（資料）ECB, "Statistical Bulletin" データを基に日本総合研究所作成
 （注）本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成。

ることはできない、②欧州の場合は、資本市場中心のアメリカ等とは異なり、銀行中心の金融システムであるため、資産買い入れを行ったとしてもアメリカと同じような効果が同じような経路で实体经济に波及するとは考えにくい、③欧州の場合、民間債券市場がアメリカほどには発達しておらず、資産買い入れを行うとすれば各国債とせざるを得ず、それは各国の財政運営上の規律に悪影響を与える、そして④ひとたび、資産を買い入れてしまうと、危機が収束し経済・金融環境が好転した際、逆方向の資産の売りオペレーションを行うことは事実上難しく、先行きの金融政策運営や中長期的な物価安定という政策目標の達成に悪影響を及ぼしかねない、といった点などがあった模様である。

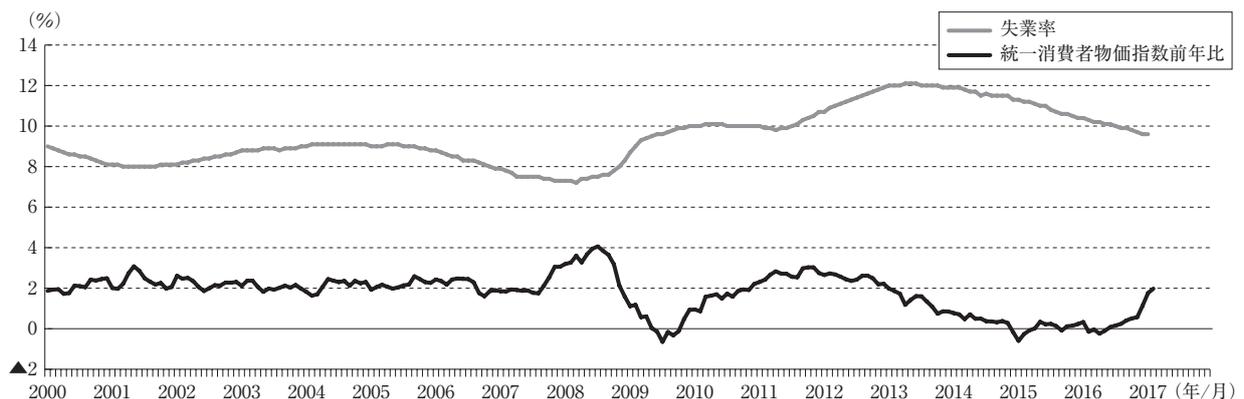
そして2013年以降、欧州債務危機の緊張が徐々に緩和するのに伴い、「長期リファイナンス・オペ」(LTRO)という銀行向けの有担保方式の資金供給によって大きく膨張していたECBのBSは、ECBの当初の狙い通り顕著に縮小することとなった(図表14)。これは、LTRO実施の際の条件として、市場実勢より常に若干高めの金利を適用する仕組みとなっていたため、ユーロ圏の民間銀行は、危機の緊張が緩和して自力で市場から割安な金利で資金調達できる力を取り戻したところで、割高なLTROを一斉に繰り上げ償還したことによる。

このように、欧州債務危機の対応に追われていた時期のECBは、BS政策に関しては、明らかに消極的なスタンスを採っていたといえよう。

(2) 2014年6月以降の「信用緩和」—積極的なバランス・シート政策へのスタンス転換

ところが、危機が鎮静化した2013年頃から、ユーロ圏に新たな問題が表面化した。实体经济の落ち込みや物価の下落傾向(図表15)が、深刻な債務危機に見舞われた重債務国のみならず、2013年以降は次第に、ユーロ圏内の重債務国以外の国々にも拡がり始めた。

(図表15) ユーロ圏の失業率と統一消費者物価指数前年比の推移

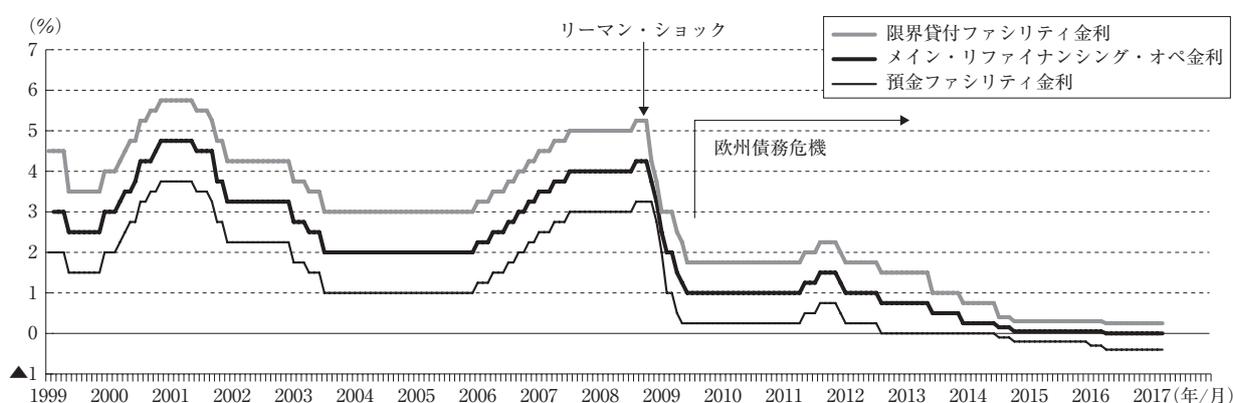


(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
(原資料) Eurostat.

こうしたデフレ懸念の深刻化を背景に、ECBは2014年6月、従前とは異なる新たな金融政策スタンスを採用した。従来ゼロ%が金利引き下げの下限と認識されていたが、ECBは3本の政策金利のうち、市場金利の下限を画する機能を担ってきた「預金ファシリティ金利」を初めてマイナス圏内(▲0.1%)

に引き下げた（図表16、注16）。そして、預金ファシリティ金利がマイナス圏内にある限り、民間銀行がいつでもまたいくらでもユーロシステム（注17）に預けられる「預金ファシリティ」のみならず、それ以外の決済目的等で民間銀行がユーロシステムに保有する当座預金（従前は無利子）にも同様に、マイナスの預金ファシリティ金利を適用するという制度改正を行った。要するに、民間銀行がユーロシステムに預ける資金にはほぼ例外なくマイナス金利を適用するという、「徹底的なマイナス金利政策」（注18）を導入した。ちなみに、ユーロシステムにおいては現在、「預金ファシリティ」残高と「当座預金」残高の合計が、「超過流動性」（excess liquidity）として把握されている。

（図表16）欧州中央銀行の政策金利の推移



（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成
（原資料）European Central Bank.

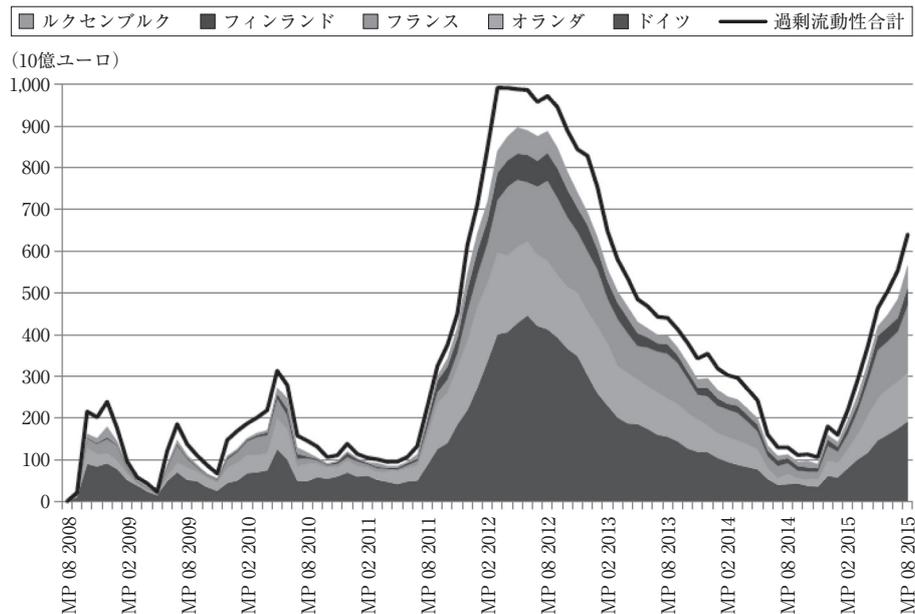
それと同時に、民間銀行による住宅ローン以外の与信拡大に対象を絞った「ターゲット長期リファイナンス・オペ」（TLTRO）が開始されたほか、従来から実施していたカバード・ボンドやABSといった民間債券を対象とする資産買い入れプログラム（APP）を拡充する方針が明確化された。これらの手段を通じて、ECBはそれまでの消極的な（passive）BS政策から、積極的な（active）BS政策にスタンスを転換したことが明らかにされたのである。ECBはこうした政策運営を「信用緩和（credit easing）」と称している（注19）。さらに、こうしたスタンス転換から半年以上が経過した2015年3月から、資産買い入れプログラムを拡大・強化する観点から、各国債の買い入れも開始した（注20）。

ただし、こうした政策運営においても、ECBは引き続き、金融仲介機能は銀行中心という欧州の金融システムの特徴を踏まえて、民間銀行経由で金融政策の効果が発現することを狙っていることに注意する必要がある（注21）。ECBは、積極的なBS政策というスタンスに転換し、TLTROやAPPを通じて、潤沢な流動性を民間銀行に供給するものの、それらの資金が超過流動性としてユーロシステム内に滞留することを望んでいるわけでは決してなく、市中向けの積極的な与信に向けられ、ユーロ圏各国の経済活動の押し上げ、ひいてはデフレ懸念の払しょくと中長期的な物価安定の達成に寄与することを企図している（注22）。

このため、ユーロシステムのBSの推移をみると（前掲図表14）、2014年6月のBS政策にかかるスタンス転換後も、超過流動性（図表14中の「預金ファシリティ」および「当座預金」の合計に相当）の伸び

は、相当に抑制されている。ちなみに、超過流動性の積み上がりの状況を各国中央銀行別にみると（図表17）、ユーロ圏全体としての超過流動性のかなりの部分は、ドイツをはじめとする健全国の中央銀行での積み上がりで構成されている。このことから、イタリアやポルトガルといった重債務国の民間銀行向けのユーロシステムの資金供給は、市中向けの与信に振り向けられている様子が窺われる。

（図表17）ユーロシステムにおける超過流動性の、各国中銀別保有状況



（資料）O. Vergote, The Distribution of Excess Liquidity, Money Market Contact Group, ECB, March 15, 2016を基に日本総合研究所作成

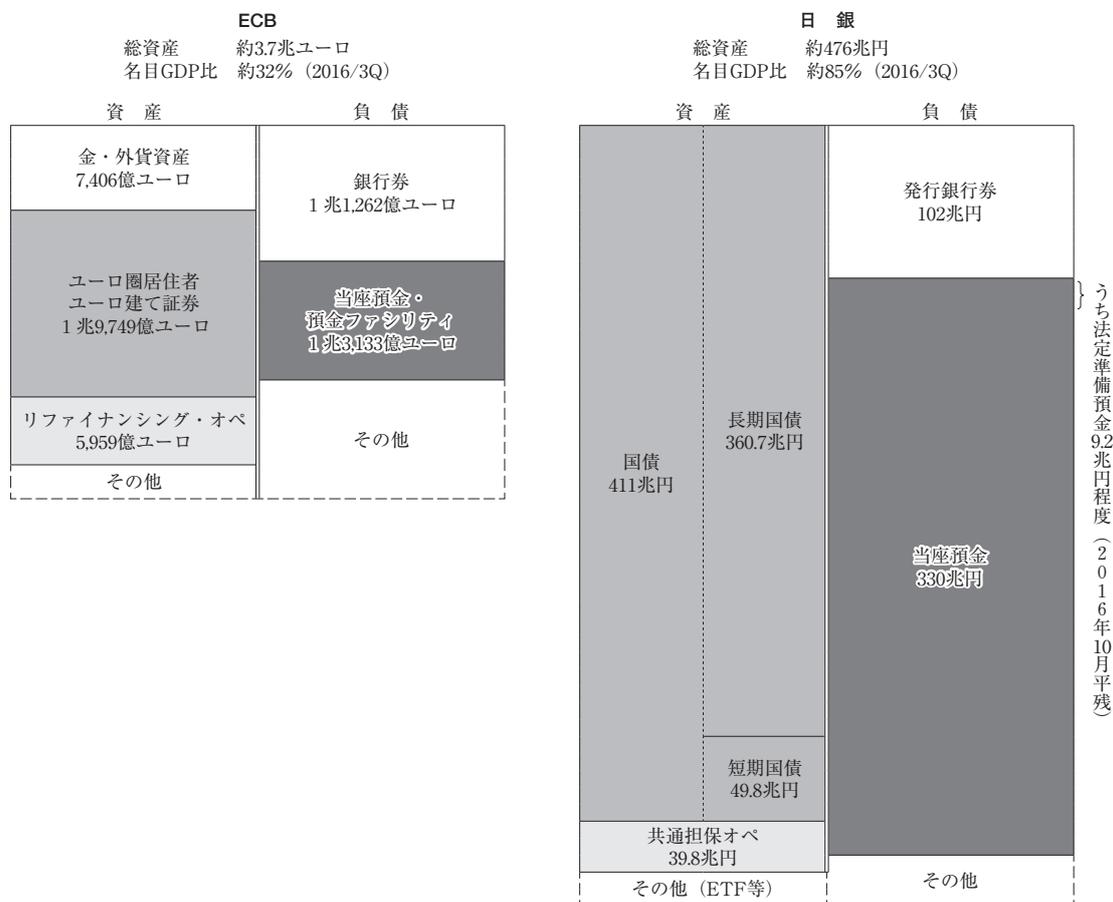
（原資料注）各国中央銀行別の超過流動性保有額、準備預金の積み立て期間（MP: Maintenance Period）ごとの平均。

（3）足許の政策運営と今後の方向性

このような考え方に基づいてECBが政策運営を行ってきた結果、積極的なBS政策に転換したとはいえども、中央銀行としてのユーロシステムのBSは（図表18）、規模およびその構成の点で、大規模な資産買い入れによりBSを拡大させてきた日銀やFed（前掲図表6）とは大きく異なっている。その最大の特徴は、短期金融市場の余剰資金で中央銀行にやむなく預けられている超過準備に相当する「超過流動性」（預金ファシリティと当座預金の合計）が、最近ようやく銀行券の発券残高を小幅に上回る程度に抑制されている点にある。

これは、金融危機以降、LSAPに踏み切ったFedや日銀等の中央銀行が、短期金融市場における巨額の余剰資金によって、危機前のような方法で金融調節を行い得なくなっているのに対して、ECBは、危機前とほぼ同様の金融調節を引き続き行い得ていることを意味する。実際、ユーロ圏の短期金融市場の取引高の推移をみると、無担保取引（図表19）こそ、欧州債務危機以降減少し、取引高は低水準が続いているものの、有担保取引（図表20）はマイナス金利導入後も引き続き活発に行われている。マイナス金利導入後の日銀とは異なり、あくまで短期金融市場における民間プレイヤー同士の取引によって、

(図表18) ECBと日本銀行のバランスシートの大まかな見取り図の比較 (2016年12月末時点)



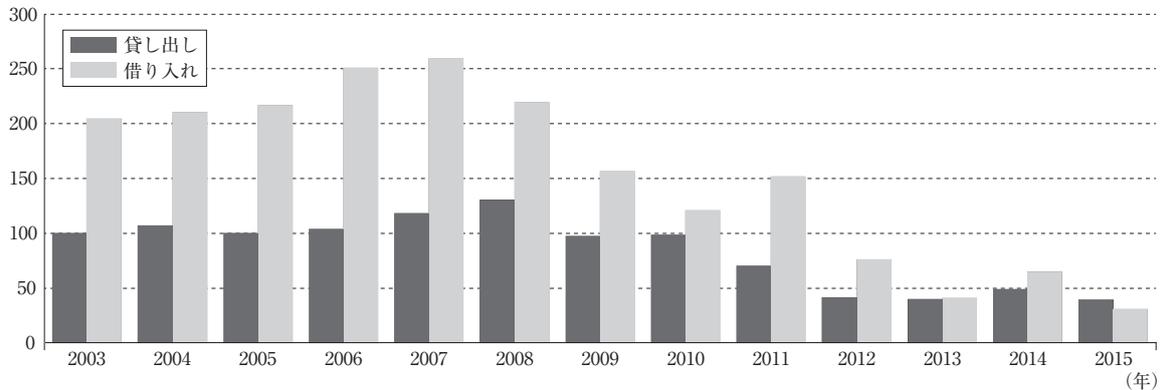
(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、およびECB, Statistics Bulletinの計数を基に日本総合研究所作成

マイナスのイールド・カーブが形成されている。

また、ユーロシステムのBSの資産サイドをみても、買い入れた資産は、加盟各国の長期国債ばかりではなく、カバード・ボンドやABS、社債といった民間債券が一定の割合を占めている。これらは通常中期の年限で発行されており、今後、BS規模の縮小を図っていく際には、その運営を容易にすることに資すると考えられる。

ECBは、2016年12月の政策委員会において、資産買い入れプログラムの実施期限を2017年9月まで延長する一方、月ごとの買い入れ額を800億ユーロから600億ユーロに減額することを決定した。ユーロ圏では、失業率はなお高水準ながら、物価情勢は好転しつつあり、今後の経済・金融情勢を見極めつつ、徐々にBS政策の収束を図っていくものとみられる。その際には、そもそものBS政策がよく練られたうえで、手段が選択され、導入する手順も工夫されていたことから、ECBが抱える将来的な金融政策運営に関する懸念は、Fed等と比較すれば相対的には小さいように思われる。

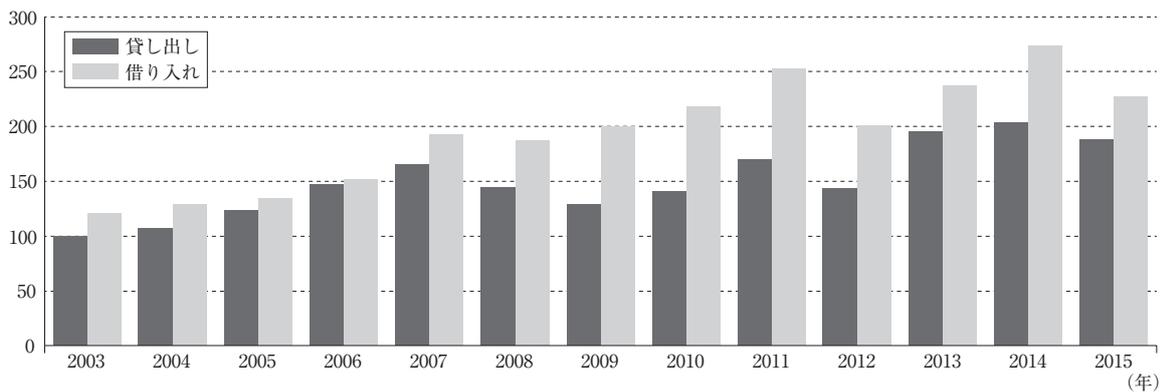
(図表19) ユーロ圏の無担保資金貸借取引高の推移



(資料) *European Central Bank, Euro money market survey, September 2015, p11 Chart 14*を基に日本総合研究所作成

(注) ユーロ圏の98金融機関のデータ。四半期データを年単位で合計し、2003年の貸出ボリューム=100として指数化した計数。

(図表20) ユーロ圏の有担保資金貸借取引高の推移



(資料) *European Central Bank, Euro money market survey, September 2015, p16 Chart 27*を基に日本総合研究所作成

(注) ユーロ圏の98金融機関のデータ。四半期データを年単位で合計し、2003年の貸出ボリューム=100として指数化した計数。

(注14) 当時のECBの金融政策運営の詳細に関しては、拙著『欧州中央銀行の金融政策』（2015年）第5章を参照。

(注15) 第二次大戦後の先進国としては、初めてのデフォルトのケース。

(注16) ECBが2014年6月以降に実施した「信用緩和」策のうち、マイナス金利導入部分の詳細な政策運営上の考え方や市場への影響等については拙論「欧州各国の中央銀行にみるマイナス金利による金融政策運営の枠組みと考え方」（2016年）参照。

(注17) ECBのみならず、加盟各国中央銀行を含めた、ユーロ圏の中央銀行の総称。

(注18) 2016年2月以降、「階層方式」によって、当座預金のごく一部にマイナス金利の適用を始めた日銀のマイナス金利政策とは、対照的な内容となっている。

(注19) ECBの金融政策運営上のこうしたスタンス転換の考え方については、European Central Bank [2015a]. “The governing council’s expanded asset purchase programme”, *Economic Bulletin*, issue 1 2015, February 5, 2015で明らかにされている。

(注20) ただし、①各国の財政運営上の規律を維持し、②国債市場の機能が健全に発揮され、また、③近年、国際金融市場で環境整備が進められている国家の破たん処理の際の集団行動条項適用の際の民間債権者による合意形成の障害となることを回避するため、ユーロシステムの国債等の買い入れに際しては、債務者ごとに残高の3割を上限とする等の厳格な基準が設定されている。

(注21) こうしたBS政策による金融政策の効果が具体的に伝播される経路としては、①直接的なパス・スルー経路（民間銀行からの市中への与信条件の緩和）、②ポートフォリオ・リバランス経路（民間銀行への潤沢な流動性供給を映じての、様々な資産の金利低下）、③シグナリング経路（積極的なBS政策の採用により、中央銀行が中長期的な物価安定に確固としてコミットしていることを示す）の三つが挙げられている（European Central Bank [2015e]. “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, *Economic Bulletin*, issue 7 2015, November 3, 2015.ほか）。

(注22) ただし、こうしたECBのBS政策が、実際にどの程度ユーロ圏の実体経済活動の底上げにつながったのかという面に関しては、ユーロ圏各国のなかにはこれを消極的に評価する異論も存在している。

5. バランス・シート政策を採用した中央銀行が抱える課題—小括

3章、4章において検討したFedおよびECBのこれまでのBS政策の展開やその際の考え方などを踏まえ、ここで、BS政策を採用した中央銀行が先行きに抱える課題を整理しよう。

BS政策の実施に踏み切った中央銀行は、Fedのバランス・シートの例が示すように（前掲図表6）、資産の買入れ等を行ってBSを拡大させる対価として、民間銀行に供給した巨額の流動性を管理する必要に迫られる。中央銀行は、それまで無利子が当然であった中央銀行当座預金に、付利する制度を導入することによって、民間銀行に供給した巨額の流動性を市中に溢れかえらせることなく、中央銀行に預けさせて管理することが可能である。そして、その付利水準を徐々に引き上げていくことによって、巨額の流動性が供給されているなかでも、一定の金融引き締めを行うことができる。

しかしながら、このような方法での金融政策運営は、かつては無利子であった中央銀行当座預金への利払いのため、中央銀行に財務運営上のコストが発生し、永続させられるとは考えにくい。このコストに当該中央銀行がどこまで耐えられるかは、①BS政策を行っていく過程、いわば「往路」で先行き付利を余儀なくされる中央銀行当座預金の規模をどこまで拡大しているのか、そして、②BS政策を収束していく過程、いわば「復路」において、どの程度の金利水準までの金融引き締めが必要になるか、さらに、③当該中央銀行がBS政策の過程で買入れて保有する資産の収益性（どの程度のクーポンが付されているか）やリスクの質、④BS規模を元通りの規模に縮小するまでに、どの程度の年数を要するか、というコストの決定要因に対して、⑤当該中央銀行の自己資本の基盤がどの程度あるのか、といった点に依存する。

BS政策の「復路」においては、景気拡大やインフレ率の上昇といった経済状況になっていることも多いと想定されるが、BS規模縮小のためにとり得る手段を考えると、「往路」で買入れた固定利付債券の持ち高を減らそうとすれば、中途売却は、金利上昇局面では債券の価格は下落するため、キャピタル・ロスが当該中央銀行の負担となることから容易ではなく、事実上満期到来まで保有して「満期落ち」によって圧縮していくことを前提とせざるを得ない。このため、満期到来までの残存年数は加重平均でどの程度か、どの程度のクーポンが付されているか、といった点が、上述のように、正常化プロセスのコストの大きさを決定する要因となる。さらに、当該中央銀行が株式等のリスク性資産を買っている場合は、株式市況の変動次第で減損コスト等が別途、発生することもあり得る。

BS政策を「往路」で展開し、それが「復路」で最終的に元通りの形に収束させられるまでの間に、当該中央銀行がこの財務運営のコストに耐えられなくなると、政府からの資本注入が必要になる。ただし、これは政治的に大きな問題となりかねないほか、当該国の財政事情次第では、国の財政運営そのものに大きな影響が及ぶ可能性も否定できない。その場合、当該中央銀行が、国からの財政支援を回避することを最優先せざるを得なくなり、国内外の経済・金融情勢に応じた機動的な金融政策運営を行って得なくなるリスクがある。例えば、外国為替市場で自国通貨安が進行した場合、通貨防衛のための利上げに動く（注23）ことができず、資金流出のさらなる拡大を招き、それがさらなる自国通貨安と輸入物価

高を招くというような悪循環に陥ることも想定される。

このように考えれば、BS政策を展開した中央銀行にとっては、「復路」を無事に全うして自らのBSを元通りに近い姿に戻すまでは、財務運営の面でいかにして国に頼らず自立性を維持していくか、そのうえ短期金融市場で超過準備という過剰流動性を抱えつつ、金融調節のコントローラビリティをいかに確保するかが主な課題になるものと考えられる。したがって、BS政策は、「往路」において、どこまでも無限に拡張できるものではなく、一定の限度があると考えるのが自然であろう。そして、BSをどこまで拡大できるのかは、将来的に支障なく正常化できるのかどうかにかかっており、その意味で拡大の限度は、BS全体の規模や、その負債サイドに存在する超過準備の大きさ、資産サイドで保有する債券等のデュレーションや収益性、リスク性資産も保有する場合はそのリスクの度合い等に応じて決定されると考えられる。

FedやECBは、金融危機後にBS政策を展開するのにあたり、いずれ抱えざるを得ないこうした課題を、事務方の分析等も含め、組織として十分に検討し、最終的には金融政策運営の意思決定の場であるFOMC (Fed) や政策委員会 (ECB) において十分な議論を重ねたうえで決定し、慎重に政策運営を進めてきているように見受けられる。こうした点を踏まえたうえで、次章以降で、日本銀行がこれまで展開してきた金融政策運営を振り返り、検討することとしたい。

(注23) 国内の景気情勢が不芳であるにもかかわらず、自国通貨安の進行を抑制するために、利上げに動かざるを得ない例は、実際にもしばしばみられる。例えば最近では、アメリカでトランプ大統領が就任した後のメキシコで、中央銀行がこうした目的での利上げに追い込まれている。

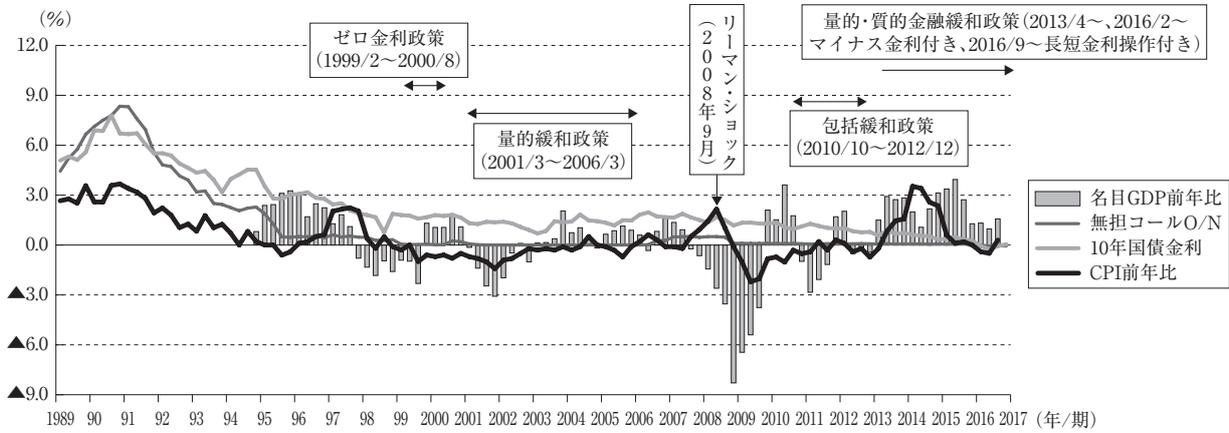
6. 日本銀行の金融政策運営

(1) 2000年代以降の金融政策運営の経緯

わが国においては、1980年代末のバブル崩壊によって、国内の金融システムと実体経済が大きな打撃を受けることとなった(図表21)。90年代末には不良債権問題が深刻化した結果、大手金融機関の破綻が相次ぐなど、金融危機状態に陥った。こうした情勢を受けて、日銀は99年から2000年にかけて速水総裁のもとで「ゼロ金利政策」を、2001年から2006年にかけては、速水総裁、福井総裁のもとで「量的緩和」政策を実施した。「量的緩和」政策は、政策金利である無担保コール・オーバーナイト金利が事実上のゼロ%に到達し、当時としては下限に達したと考えられていたことから、一段の金融緩和を促すため、日銀の当座預金残高をターゲットとして多額の国債を買い入れ、それを通じて多額の資金を供給するというものであった。改めて振り返れば、これは中央銀行として世界で初めてBS政策を採用したものに相当する。

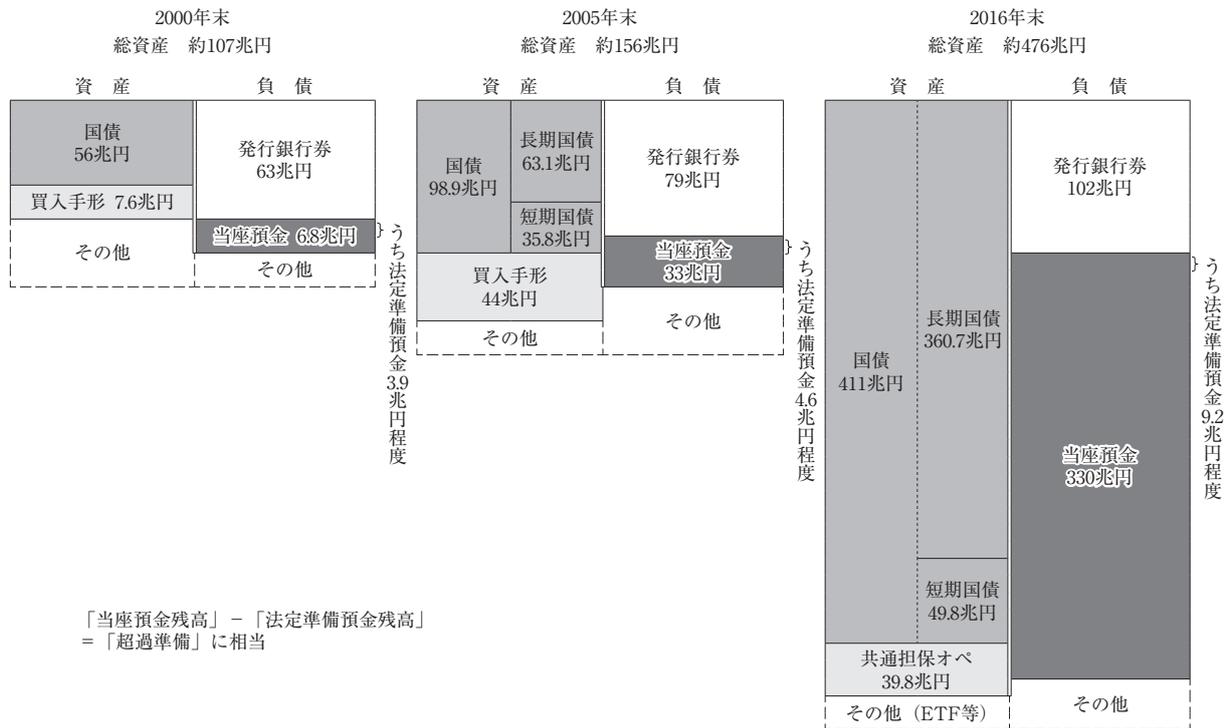
この「量的緩和」の実施前(2000年末)、実施終盤の時期(2005年末)と最近(2016年末)の日銀のバランス・シートの大まかな見取り図を比較したものが図表22である。法定準備預金を除いた超過準備(短期金融市場の余剰資金で、他に行き場がないゆえ、日銀当座預金に、無利子であるにもかかわらず預けられていたもの)は、2000年末には3兆円弱にとどまっていたものが、2005年末には、同30兆円弱の規模にまで拡大している。

(図表21) わが国の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移



(資料) Datastream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
 (注) CPI前年比には消費税率引上げの影響を含む。

(図表22) 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2016年末)



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に作成

この「量的緩和」を実施している間、日銀は「銀行券ルール」を自ら掲げ、堅持していた。これは、買入れた長期国債の残高が発行銀行券の残高を上回らないようにする、というもので、当時の日銀は、これを主として「財政規律を保つため」「財政ファイナンスとみなされないようにするため」とだけ説明していた。

そして、2006年3月に日銀がこの「量的緩和」の解除を決定した際には、この「銀行券ルール」が順守されていたことが奏功して、わずか4カ月という短期間で正常化を完了することができた。図表22からも明らかなように、「銀行券ルール」が順守されているということは、バランス・シートの資産サイドには、負債サイドの当座預金残高に見合う金融調節オペレーション（当時は「買入手形」。期間はすべて数カ月程度の短期）の残高があることを意味する。日銀は2006年3月の「量的緩和」の解除後、この「買入手形」の満期到来分を全額、ロールオーバーせずに期落ちさせ、手形をすべて市中に売り戻すことで、わずか4カ月のうちに44兆円の資金を吸収し、一気に超過準備を解消することができた。2006年7月には、過度な資金余剰の状態から脱し、「量的緩和」の導入前のように資金需給の引き締まった状態を取り戻した短期金融市場において、「量的緩和」導入前と同様の金融調節オペによって、政策金利である無担保コール・オーバーナイト金利を引き上げ誘導（0.25%に）することに成功した。

しかしながら、当時、私たち国民は、「量的緩和」からの脱却が、なぜこれほど短期間のうちに円滑に行い得たのかを理解できてはいなかったように思われる。「銀行券ルール」に関する日銀サイドからの説明が、「財政規律を保つため」といった言い回しによることが多かったこともあって、国民の側は、「日銀は単に、あまり多額の国債を買入れたくはないということなのではないか」という程度で受け止めていたようだ。わが国は、世界でも先駆的にBS政策を採用した国ながら、この時点で、私たち国民は、中央銀行によるBS政策が、いかなる危険性をはらむもので、それにいかに歯止めをかけるべきかを理解し、認識しておく絶好の機会を逃してしまったともいえるのではないか。

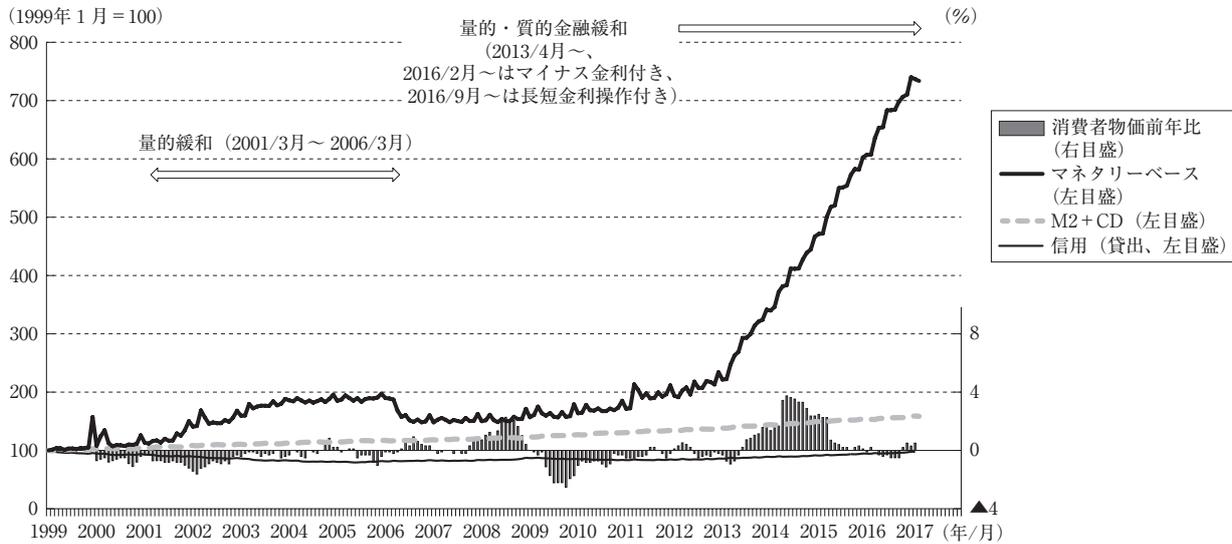
(2) 2013年の「量的・質的金融緩和」実施以降の状況

2000年代の「量的緩和」は、銀行危機に伴う市場の緊張を緩和させるうえでは効果はあったものの、实体经济を目に見えて押し上げることはできなかった。わが国のデフレ傾向に大きな変化はみられず、リーマン・ショック、その後の超円高により一段と深刻化した。2010年秋から2012年までは白川総裁のもとで「包括緩和」政策が実施された。ただし、2000年代の「量的緩和」時同様、わが国の経済・物価情勢はなかなか好転しなかった。

こうした状況を受け、2012年末に「デフレ脱却」を主要な経済目標に掲げる第二次安倍政権が発足した。2013年3月には黒田東彦氏が新たに日銀総裁に就任し、そのもとで4月からは「量的・質的金融緩和」(QQE)が開始された。これは、「日銀の従来の金融政策運営では金融緩和の度合いが不足していたため、わが国経済はデフレからなかなか脱却できなかった」との黒田総裁の就任前からの持論（注24）に基づき、当初は年50兆円、2014年10月以降は年80兆円というペースで、主として国債を巨額に買入れてマネタリーベースを増加させることを主要な金融政策目標とするものであった。

QQEの導入当初は、大幅な円安進行もあり物価は上昇に転じたものの長続きせず、2016年には原油価格の下落もあり、通年で再び前年比マイナスに転落するに至った。実際にマネーに関する指標をみると（図表23）、事実上のゼロ金利状態、2016年以降はマイナス金利状態のもとで、日銀から銀行に供給されるマネタリーベースのみが高い伸びを続けているものの、銀行から市中に出回るマネーサプライや物価の伸びはこれを大きく下回り、マネタリーベースの大量供給が当初の思惑通りには効果を発揮していないことが明らかになっている。

(図表23) 日本のマネタリーベース・広義マネー・信用(1999年1月=100)と消費者物価指数前年比の推移



(資料) 日本銀行時系列統計データを基に日本総合研究所作成

(注1) マネタリーベース、M2+CD、信用(貸出)は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月の消費税率上げの影響を含むベース。

(注2) M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示。

(注3) 貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

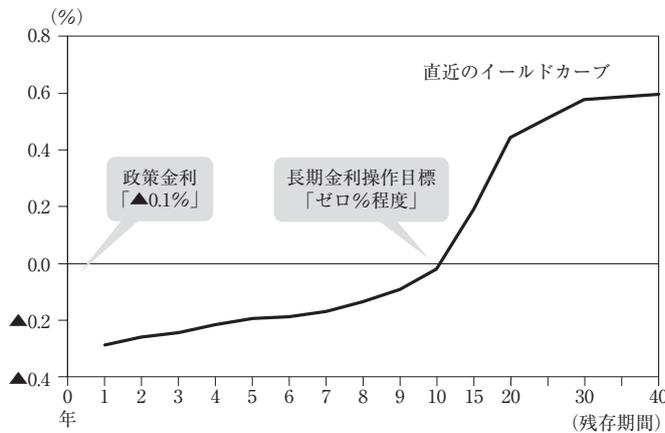
(3) 日銀の金融政策運営上の問題点

一方、日銀がかつて自らに課していた「銀行券ルール」は、2013年のQQE導入時に一時的に停止(事実上の放棄)されたため、日銀のBSは図表22に示すように大きく膨張している。

こうした状況に対し、「銀行券ルール」に代わる歯止めや、限度の考え方が検討された形跡は、金融政策決定会合の公表資料のなかには見当たらない。黒田総裁をはじめとする日銀の首脳陣も、「出口戦略」を何度、国会、もしくは記者会見の場で問われても、「時期尚早」の一点張りで、未だに一切語っていない。将来に向けての日銀自身の財務運営の試算等も明らかにはしておらず、自らのBSがどのような規模、構成になっているのかを、Fedのようにわかりやすく図示して対外的に説明してみせたことも、筆者の知る限りでは一切ないように見受けられる。それにとどまらず、FedがLSAPの初期段階から繰り返し表明していた、「将来的な正常化の必要性」や「正常化に向けた決意」について、日銀自ら表明することは一切ないままで、今もなお、「往路」一辺倒で、先行きのリスクを徒に膨張させる金融政策運営が継続されている。

BS政策を採用して以降のFedのFOMCやECBの政策委員会の公表資料、議長・総裁の記者会見等を見ると、とりわけFedでは、BS政策という未知の領域に入るなかで、今後「復路」も含めいかなる手段で金融調節を行っていくのかといった点が、頻繁かつ活発に議論されている。FOMCの場合は、BS政策による財務運営面へのマイナス影響に関しても、議題としてこれまでに何度も取り上げられており、メンバー全員で活発な議論が行われている。BS政策を採用した中央銀行の金融政策運営とは、そういうものであって然るべきであろう。しかしながら、日銀の金融政策決定会合やそれに関連するこれまでの公表資料をみる限り、これほどまでにBSを大きく膨張させながら、BS政策を採用した中央銀行とし

(図表24) 日銀の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」における「イールドカーブ・コントロール」の考え方



(資料) 日本銀行『目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」』2016年9月21日

て検討して然るべきそのような議題が正面からとりあげられた形跡は見当たらない。

日銀はさらに2016年2月、従前からのQQEに加える形で「マイナス金利」政策を「階層方式」で導入し、同年9月からはそれを「イールドカーブ・コントロール」(図表24)に切り替えた政策運営を行っている。

これを金融調節の観点からみると、ECBとは異なり、日銀は、短期金融市場にすでに巨額の超過準備が存在するなかでマイナス金利を導入したため、短期金融市場の機能は大きく低下し、とりわけ有担保コール市場はすでに機能停止状態に陥ってしまった(図表25)。

市場で形成されている金利をみると(図表26)、かろうじて取引されている無担保コール市場で形成されているオーバーナイト金利は▲0.05%程度と、▲0.1%の政策金利を上回っている。これは、「階層方式」で「マイナス金利」の適用は超過準備のごく一部に限られる一方で、超過準備の大部分を占める「基礎残高」には引き続き0.1%が付利されているため、コール金利は超過準備への付利の加重平均のレートの影響を大きく受ける形で形成されている。要するに、「階層方式」で政策金利にマイナス金利を適用したとしても、短期金融市場の取引全体にグリップをかけるという意味では、その実効性は低下せざるを得ない状況が明らかになっているといえよう。一方で、日銀は現在、「長短金利操作付き」QQEのもと、およそ10年物までの国債をマイナス金利で買い入れていることから、現在のわが国のイールド・カーブは、短期金利よりも、日銀が国債のマイナス金利買い入れで作りに出す5年国債金利の方が低いといういびつな形状になってしまっている。

さらに、この「マイナス金利」政策導入により、日銀の財務運営にもすでに悪影響が及びつつある。「マイナス金利」政策とQQEを同時に採用するという事は、国債を「額面越え」(オーバーパー)の

(図表25) わが国のコール市場の残高の推移

(末残ベース、億円)

暦年	月	無担保コール	有担保コール
1996		305,037	93,490
1997		305,884	87,215
1998		238,115	97,981
1999		125,475	93,463
2000		175,740	53,198
2001		69,344	102,278
2002		42,026	108,842
2003		62,217	125,971
2004		58,067	124,832
2005		75,606	135,969
2006		124,055	93,073
2007		165,986	91,389
2008		65,453	102,892
2009		44,182	130,819
2010		39,049	120,042
2011		36,686	139,056
2012		59,667	133,949
2013		56,840	112,855
2014		51,928	115,541
2015		56,487	136,832
2016		71,150	11,802
2015	10	58,169	136,038
	11	58,497	136,822
	12	56,487	136,832
2016	1	68,460	141,489
	2	37,368	16,117
	3	19,540	10,184
	4	46,736	14,327
	5	39,775	14,035
	6	43,033	15,634
	7	54,184	19,699
	8	55,750	19,297
	9	50,438	9,773
	10	59,714	19,887
	11	55,428	19,918
	12	71,150	11,802
2017	1	73,416	19,457

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

(図表26) わが国の長短市場金利の推移

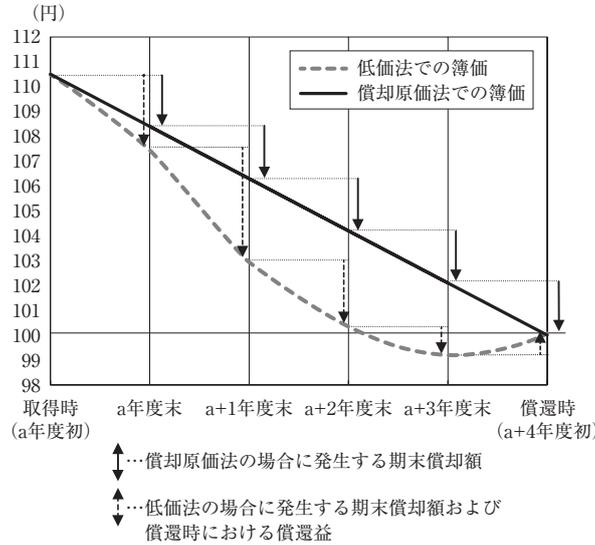
(%)

暦年末	月末	コール・レート		国債新発債流通利回り		
		無担保コール オーバーナイト	有担保コール 翌日物	5年	10年	20年
1996		0.44	0.38		2.760	
1997		0.47	0.44		1.910	
1998		0.32	0.34		2.210	2.995
1999		0.05	0.01		1.655	2.325
2000		0.20	0.22	0.975	1.640	2.170
2001		0.002	0.001	0.505	1.365	2.020
2002		0.002	0.001	0.295	0.900	1.515
2003		0.001	0.001	0.595	1.360	1.855
2004		0.002	0.001	0.600	1.430	2.060
2005		0.004	0.001	0.850	1.470	1.970
2006		0.275	0.229	1.240	1.675	2.060
2007		0.459	0.500	1.005	1.500	2.090
2008		0.103	0.080	0.680	1.165	1.695
2009		0.094	0.070	0.465	1.285	2.095
2010		0.079	0.060	0.395	1.120	1.850
2011		0.075	0.050	0.340	0.980	1.745
2012		0.076	0.050	0.185	0.795	1.760
2013		0.068	0.041	0.235	0.740	1.580
2014		0.066	0.031	0.025	0.320	1.050
2015		0.038	0.031	0.030	0.265	0.995
2016		▲0.058		▲0.115	0.040	0.570
2015	10	0.074	0.031	0.035	0.295	1.060
	11	0.076	0.031	0.035	0.300	1.060
	12	0.038	0.031	0.030	0.265	0.995
2016	1	0.066	0.031	▲0.070	0.095	0.815
	2	▲0.001	0.001	▲0.230	▲0.065	0.540
	3	▲0.002	0.001	▲0.190	▲0.050	0.440
	4	▲0.056	0.001	▲0.205	▲0.085	0.290
	5	▲0.054		▲0.235	▲0.120	0.240
	6	▲0.064		▲0.315	▲0.235	0.065
	7	▲0.046		▲0.260	▲0.180	0.180
	8	▲0.048		▲0.180	▲0.070	0.330
	9	▲0.060		▲0.250	▲0.085	0.355
	10	▲0.047		▲0.195	▲0.055	0.375
	11	▲0.054		▲0.105	0.015	0.445
	12	▲0.058		▲0.115	0.040	0.570
2017	1	▲0.058		▲0.100	0.080	0.655

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

高値で日銀が多額に買い入れることを意味する。その国債を日銀が満期まで保有しても、財務省理財局からは「額面」の金額しか償還はされず、オーバーパーの部分は日銀の損失となる。日銀は「償却原価法」という会計法を採用しており(図表27)、満期到来までの期間中、この損失を均等割りして償却することになっている。しかしその損失がすでに相当な規模に嵩んでおり(図表28中の「償却額(利息調整額)」)、2016年度上半期の中間決算では、日銀は、円高進行によって嵩んだ外貨建て資産の評価損を金利収入でカバーしきれず、約2,000億円の赤字を計上することとなった。日銀は、400兆円超という巨額のBSを抱えながら、超低金利やマイナス金利での国債買い入れというオペ手法の影響が、すでに日銀の国庫納付金に表れつつある。日銀の国庫納付金は、かつては兆円単位で一般会計の歳入に貢献していたものの、足許は3,000億~5,000億円程度にまで減少している。いずれ必ず来るであろう正常化局面を待たずして、すでに先細りが顕著となっている(図表29)。

(図表27) 低価法と償却原価法における簿価および損益の推移



(資料) 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
(原資料注) 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。

(図表28) 「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の経常収入と外国為替関係損益の推移

	実施前 ←		→ 実施後				2016年度	
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	上半期	下半期	上半期	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) 受入利息	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.
ゴマmercial・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
(参考)								
外国為替関係損益 (為替差損益)	6,036	6,194	7,601	▲4,083	272	▲4,355	▲6,976	▲7,248
(各期末時点の為替相場)	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末		2015/9月末	2016/3月末	2016/9月末	
ドル相場	94.18	103.23	120.03		119.90	112.57	101.34	
ユーロ相場	120.74	142.21	128.96		133.99	128.11	113.92	
ポンド相場	143.09	172.07	177.93		181.33	161.67	131.51	
当期損益	5,760	7,242	10,090	4,110	6,288	▲2,178	▲2,002	▲8,291

(資料) 日本銀行『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)、『第131回事業年度 (平成27年度) 決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度 (平成26年度) 決算等について』(2015年5月27日)、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8700億円に一緩和策が財務圧迫」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月中旬損失2002億円—4期ぶり赤字、円高で差損」2016年11月28日を基に日本総合研究所作成

(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、2016年6月29日付ブルームバーグ報道、および2016年8月18日付日本経済新聞 (電子版) 報道、2016年11月28日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)。

(図表29) 日銀の国庫納付金の推移

(億円)

	日銀・国庫納付金					(参考)			
	一般会計当初 予算ベース	一般会計決算 ベース	(参考)			日銀総資産 (年度末)	一般会計		一般会計 歳入(除 く公債金)
			当初予算対比 の上(下) 振れ幅	対日銀総資産 比率(%)	対一般会計歳 入(除く公債 金)等比率(%)		歳入	公債金	
(A)	(A)	(B-A)	(A/B)	(A/C)	(B)	(D)	(E)	(C)	
1982 昭和57	9,855	11,674	1,819	n.a.	3.4	n.a.	480,013	140,447	339,565
1983 58	12,627	13,128	501	n.a.	3.4	n.a.	516,529	134,863	381,666
1984 59	12,833	13,404	571	n.a.	3.4	n.a.	521,834	127,813	394,021
1985 60	13,198	16,323	3,125	n.a.	3.9	n.a.	539,926	123,080	416,846
1986 61	10,024	10,016	▲8	3.1	2.2	325,672	564,892	112,549	452,343
1987 62	3,840	3,840	0	1.1	0.7	347,398	613,888	94,181	519,706
1988 63	3,708	3,709	1	0.9	0.6	396,435	646,074	71,525	574,549
1989 平成元	3,800	1,847	▲1,953	0.4	0.3	451,307	672,478	66,385	606,093
1990 2	2,440	3,240	800	0.7	0.5	491,566	717,035	63,432	653,603
1991 3	10,320	15,159	4,839	3.1	2.3	495,913	729,906	67,300	662,606
1992 4	13,320	21,121	7,801	4.4	3.4	479,890	714,660	95,360	619,300
1993 5	14,020	16,522	2,502	3.3	2.7	501,709	777,312	161,740	615,572
1994 6	8,510	9,821	1,311	1.9	1.6	504,117	763,390	131,563	631,827
1995 7	6,690	6,690	0	1.2	1.1	542,958	805,572	183,959	621,613
1996 8	4,740	10,746	6,006	1.7	1.7	619,631	818,090	198,687	619,403
1997 9	7,388	7,475	87	1.0	1.2	714,584	801,705	184,580	617,125
1998 10	4,890	14,360	9,470	1.8	2.6	797,450	897,827	340,000	557,827
1999 11	4,906	10,859	5,953	1.0	1.9	1,062,017	943,763	375,136	568,628
2000 12	5,209	12,581	7,372	1.1	2.1	1,150,959	933,610	330,040	603,570
2001 13	5,009	13,905	8,896	1.0	2.4	1,385,648	869,030	300,000	569,030
2002 14	5,674	5,053	▲621	0.4	1.0	1,411,674	872,890	349,680	523,210
2003 15	1,096	472	▲624	0.0	0.1	1,493,819	856,228	353,450	502,778
2004 16	5,020	1,691	▲3,329	0.1	0.3	1,505,173	888,975	354,900	534,075
2005 17	3,352	3,172	▲180	0.2	0.5	1,448,629	890,003	312,690	577,313
2006 18	4,478	7,415	2,937	0.7	1.3	1,127,409	844,127	274,700	569,427
2007 19	7,026	6,087	▲939	0.5	1.0	1,134,262	845,535	253,820	591,715
2008 20	7,210	2,552	▲4,658	0.2	0.5	1,238,886	892,082	331,680	560,402
2009 21	6,694	3,488	▲3,206	0.3	0.6	1,218,241	1,071,142	519,550	551,592
2010 22	3,285	443	▲2,842	0.0	0.1	1,423,631	1,005,346	423,030	582,316
2011 23	2,862	5,026	2,164	0.4	0.7	1,394,569	1,099,795	427,980	671,815
2012 24	2,752	5,472	2,720	0.3	0.9	1,648,127	1,077,620	474,650	602,970
2013 25	4,064	5,767	1,703	0.2	0.9	2,415,798	1,060,447	408,510	651,937
2014 26	6,382	7,568	1,186	0.2	1.1	3,235,937	1,046,791	384,929	661,862
2015 27	8,205	3,905	▲4,300	0.1	n.a.	4,056,481	n.a.	n.a.	n.a.
2016 28	5,351	-	-	-	-	-	-	-	-
2017 29	3,044	-	-	-	-	-	-	-	-

(資料) 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』を基に日本総合研究所作成

(注1) 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』)。

(注2) 平成28年度の計数は一般会計当初予算ベース。平成29年度の計数は一般会計当初予算政府案ベース。

(4) いずれ顕現化する一段と重い課題

日銀が、財務運営上さらなる困難に見舞われるとみられるのが、BS政策の「復路」ともいえる正常化の局面である。

現在のわが国をはじめとする主要国の経済は、国際間の資本移動は自由で、外国為替相場は変動相場制をとるなかで経済活動を営んでいる。そうした体制下においては、国際的な長期金利上昇圧力の強まり、外的ショックを受けた為替レートの急変動など、自国の経済状況とは整合しない市場変動も容易に

起こり得るため、中央銀行は自国の経済状況だけに焦点を当てて金融政策運営を行い得るわけではない。今後の海外の金融・経済情勢の変化次第では、日銀も、2%の物価目標が達成できるか否かにかかわらず、そして好むと好まざるとにかかわらず、長短金利の上昇を一定程度容認し、事実上、BS政策の「復路」の局面に入らざるを得ない、という事態に至ることは、今後、十分にあり得ると考えられる。

正常化局面に至った場合、日銀が現在、資産サイドに抱える国債等の利回りの加重平均は、わずか0.317%に過ぎず（図表30）、短期金利を0.50%に引き上げ誘導するだけで、日銀は「逆ざや」状態に陥ることになる。一方で、日銀が抱える超過準備（当座預金残高から無利子の法定準備預金を除いたもの）は2016年末時点で約320兆円規模に達している。このため、今後、BS政策の「復路」に当たる正常化局面で、仮に「資産」と「負債」の間で1%の「逆ざや」が発生すれば、毎年度、3.2兆円の財務コストが日銀にのしかかることになる。これに対して、日銀の自己資本は約7.6兆円に過ぎず（図表31）、2～3年程度で債務超過に転じることになる（注25）。一方、国債の中途売却は、金利上昇局面では売却損が日銀の財務運営にさらに重くのしかかりかねないうえ、市場への悪影響も予想されることから、日銀もFedと同様「満期落ち」方式によってBS規模の縮小を図らざるを得ないものとみられる。ただし、2017年1月末時点で日銀が保有する利付国債の加重平均ベースの残存期間は7.4年となっており（図表32）今後、買い入れた利付国債について、仮に満期が到来したものの全額を「満期落ち」させ、再投資しないとしても、現在、350兆円に達している利付国債の保有額を半減させるのには7.4年かかることになる。このように、BSの正常化には相当な年数を要し、また実際に日銀が誘導を迫られる短期金利の水準次第ながら、相当な財務運営上のコストが発生する。日銀が債務超過転落を回避できるのか、予断を許さない。さらに、そして、日銀は国債以外にETF等のリスク性資産を買い入れ保有していることから（図表33）、今後の株式市況の推移等次第では、これらの資産の減損処理負担が、さらに兆円単位で嵩み、上乘せされるような事態も否定できない。こうした事態の発生は、順調に景気が拡大し、それに伴って「2%の物価目標」が達成されてからとは限らない。

このように、2013年以降、現在も継続されている日銀の金融政策運営の結果、国内外の経済・金融情勢に応じた機動的な金融政策運営を行うためには、毎年度数兆円単位、総額で数十兆円単位の巨額の財政支援が必要となる可能性がある。これは、極めて重大な政治問題化する可能性も否定できない。現行

(図表30) 「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の運用資産利回りの推移

	実施前 ← → 実施後 (%)						
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	上半期	下半期	2016年度 上半期
運用資産合計（利回り）	0.502	0.447	0.415	0.389	0.409	0.371	0.317
円貨資産	0.466	0.424	0.400	0.376	0.396	0.359	0.306
貸出金	0.100	0.100	0.100	0.099	0.100	0.098	0.050
買現先勘定	-	-	-	▲0.120	-	▲0.120	-
国債	0.593	0.482	0.443	0.413	0.436	0.392	0.332
短期国債	0.102	0.073	0.021	▲0.043	▲0.011	▲0.078	▲0.185
長期国債	0.719	0.613	0.556	0.495	0.528	0.468	0.415
コマーシャル・ペーパー等	0.108	0.092	0.088	0.048	0.078	0.019	▲0.020
社債	0.249	0.174	0.122	0.102	0.122	0.082	0.042
外貨資産	1.560	1.351	1.171	1.098	1.111	1.085	1.046

(資料) 日本銀行『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）、『第131回事業年度（平成27年度）決算等について』（2016年5月27日）、『第130回事業年度（平成26年度）決算等について』（2015年5月27日）

(図表31) 「量的・質的金融緩和」実施前後での日本銀行の自己資本残高および自己資本比率の推移

	実施前← →実施後					前年度末比増減
	2013/3月末	2014/3月末	2015/3月末	2016/3月末	2016/9月末	
資本勘定 (A)	27,415	28,863	31,386	31,591	31,591	-
: 資本金	1	1	1	1	1	-
: 法定準備金等	27,414	28,862	31,385	31,590	31,590	-
引当金勘定 (B)	33,396	36,493	40,294	42,754	45,172	2,418
: 貸倒引当金 (特定を除く)	-	-	-	-	-	-
: 債券取引損失引当金	22,433	22,433	22,433	26,934	29,353	2,418
: 外国為替等取引損失引当金	10,963	14,060	17,861	15,819	15,819	-
自己資本残高 (A) + (B) = (C)	60,811	65,367	71,680	74,346	76,764	2,418
銀行券平均発行残高 (D)	815,695	844,116	873,941	922,957	958,411	35,454
自己資本比率 (C)/(D) × 100	7.45%	7.74%	8.20%	8.05%	8.00%	▲0.05%

(資料) 日本銀行『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)、『第131回事業年度 (平成27年度) 決算等について』(2016年5月27日)、『第130回事業年度 (平成26年度) 決算等について』(2015年5月27日)
(原資料注) 法定準備金等には特別準備金 (13百万円) を含む。

(図表32) 日本銀行が保有する利付国債の残高等 (2017年1月31日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高、%)	残存年数 (加重平均、年)
2年債	344,222	56.6	0.9
5年債	1,003,929	61.7	2.7
10年債	1,301,900	43.3	6.3
20年債	604,447	28.7	12.6
30年債	215,394	23.9	26.4
40年債	45,736	28.7	37.1
変動利付債	52,594	19.7	2.9
物価連動債	13,755	18.7	4.1
合 計	3,581,977	40.9	7.4

(資料) 風間直樹参議院議員あて日本銀行開示資料 (2017年3月1日)

(原資料注1) 残高は額面金額ベース。

(原資料注2) 国債の発行残高は、流動性供給入札および買入消却入札による残高の変動を含む。

(図表33) 「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				
	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

(資料) 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)

(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、2014年3月末には31億円の33条貸付が含まれるが、それ以外の全額が共通担保資金供給。2015年3月末、2016年3月末、2016年9月末では、貸出金の全額が共通担保資金供給。

の日銀法では、政府による日銀へ資本注入ないし損失補てんを可能とする規定はない（注26）ため、別途、日銀法を改正する必要がある。仮に日銀法を改正できたとしても、わが国の財政事情に鑑みれば、最終的には巨額の国民負担増につながる話で、政治問題化することは避けられない。

日銀が、そうした事態に至ることを回避しようとするれば、法定準備預金（無利子）の規模を拡大して、自らが被る利払い負担を軽減することも可能である。ただしその場合は、民間金融機関側に課す預金準備率として、現行の水準（2016年10月時点の平均実効準備率は0.76%）とは桁違いの率（現行制度上は20%までの引き上げが可能）を課さざるを得ない。これは、民間金融機関が顧客から受け入れた預金の相当部分を、無利子で日銀に預けて寝かせておかなければならないことを意味し、実質的な課税と同じである。民間金融機関は、このコストを大幅な低金利あるいは口座維持手数料の設定等を通じて預金者に転嫁せざるを得なくなるほか、転嫁し切れなければ、経営継続が困難になってくる。いずれにせよ、最終的な損失は預金者ないし国民に転嫁されることになる。

このように考えると、日銀は、先々国内外の金融情勢がいかに変化しようとも、機動的な金融政策運営を行えなくなる可能性がある。事実上のゼロ金利ないしマイナス金利状態を継続すれば、日銀の財務運営は継続可能となる半面、過度な円安（注27）や物価上昇が進行しようとも放置される。これは最終的には国民の重い負担となる。

ちなみに、このように深刻な日銀の先行きの財務運営に関しては、専門家による、一定の前提の下での精緻な推計等を含む試算結果がすでに幾つか公表されている（注28）。

藤木・戸村〔2015〕は、「日銀は2016年度に2%の「物価安定の目標」を達成した時点で、マネタリーベース目標を破棄し、長期国債の買入れを停止するとともに、短期金利を引き上げる。その後、超過準備に政策金利並みの付利を行うとともに、長期国債の市中売却はせず、過去に購入した長期国債が満期を迎えるにつれ、徐々にバランス・シートを縮小させる」との仮定の下、金利情勢が変化するもとの銀行券需要の変化等も勘案しつつ、出口戦略で生じる財政負担を試算している。それによれば、超過準備がなくなるまでに約20年を要し、この間、長期国債からの利息収入が減る一方、巨額の超過準備への利払いが必要となるため、日本銀行の剰余金も2017～2032年にかけて（16年間相当）マイナスになる。その間の最大のマイナス幅は6.1兆円で、国庫納付金もその間はゼロになる、との試算結果が示されている。

深尾〔2016〕は、まず、「中央銀行は金融政策を運営するなかで、運用している債券価格の下落や貸し倒れによる損失を被ることがある。しかし中央銀行は「極端に大きな損失でなければ」、通貨発行益を使うことで、その損失処理を行って財務を健全に維持することが可能である。問題は、中央銀行が「極端に大きな損失」を被った場合に、自力での損失処理が不可能になる場合があることである。日銀が2013年から行っている量的・質的緩和と2016年2月に実施したマイナス金利政策は、日銀が非常に大きなりスクを取って政策を行っているため、その出口における経済情勢によっては、日銀は巨額の損失を被り、通貨発行益による損失処理が不可能になる可能性がある。」（p.6）と述べている。そのうえで、「国債の購入時点で、将来の金利収入の現在価値を通貨発行益として認識することができる」、「日銀の当座預金に利払いを行って金利を引き上げる場合と、国債の売りオペで金利を引き上げる場合では、国債の金利上昇幅と、補完当座預金制度の金利引き上げ幅が同じであれば、ロス額は全く同じになる」と

いうロジックに立ち、日銀の将来的な損失のシミュレーションを行っている。それによれば、日銀が保有する国債のデュレーションが8年の場合（注29）、日銀が当座預金金利を2%に引き上げた場合の逆ざや損失の現在価値は48兆円という試算結果が示されている。ちなみに、現在の銀行券需要と準備預金制度の下で、日銀のストックベースでの損失吸収力（注30）を約40兆円、日銀の運用資産金利が2%の下で、フローの通貨発行益は毎年8,000億円程度、と試算している。さらに、次のようにも述べている（注31）。

「金融緩和による国債金利の低下は、政府の利払い負担を減少させることで、財政負担を減少させてきた。また金利の低下は銀行券需要を増大させることで、日銀がゼロ金利で調達できる資金を増加させ、日銀収益を押し上げてきた。政府・日銀を全体としてみると、この二つの要因は、政府と日銀を全体としてみた観点から、財政赤字を減少させる方向に働いてきた。これに対して、極めて大規模な量的緩和とマイナス金利政策は、短期的には財政赤字を多少減少させるものの、中長期的にみると極めて大きな財政コストを発生させる可能性が高く、異なった結果を生む可能性が高い。」（p.14）

「政府と日銀を全体としてみた政府債務の利払い負担は、金利上昇に対して急激に増加するタイプの負債構造になっているといえる。」（p.14）

「日銀はすでに自力で処理しきれない金利変動リスクを負っていることが分かった。長短金利が2%上昇するだけで、日銀はその通貨発行益のストックを超える損失を被ることになる。」（p.15）

（注24）例えば、日銀総裁候補として黒田氏に対する所信聴取が行われた2013年3月4日の衆議院議院運営委員会会議録等を参照。

（注25）なお、2015年度からは「債券取引損失引当金」の積み増しも開始しているが、年度あたり数千億円に過ぎない。

（注26）2016年3月31日の参議院財政金融委員会における麻生財務大臣の答弁（質問者は大久保 勉参議院議員）参照。

（注27）ただし、わが国の場合は、足許の外貨準備は潤沢であるため、円の急落の際には、まず、外国為替市場介入で対抗することも考えられる。ただし、1992年の伊リラや英ポンドのERM危機をはじめ歴史的な数多くの経験に鑑みれば、外国為替市場介入は、市場の極めて強い流れには最終的には抗し得ないことが知られている。

（注28）ちなみに、以下で引用する2つの試算結果に関しては、2017年1月31日の金融政策決定会合後の記者会見の場で、記者が黒田総裁に、それらの論文の存在や内容を承知しているか、こうした試算結果が荒唐無稽といえるのかどうかを問うている。

記者会見録によれば、この質問に対する黒田総裁の回答は、「この場合は、記者会見で金融政策決定会合の結果をご説明して、それに対するご質問を受ける場であり、演説の会場ではありませんので、おっしゃった点については、特にお答えするつもりはありません」というものであった。

（注29）引用者注：2017年1月末時点での日銀保有の利付国債の加重平均ベースの残存年数は7.4年（前掲図表32）。

（注30）引用者注：日銀の損失計上が長期間に及んだ場合、その損失額の合計がいくらまでであれば、会計処理上工夫するなどして、日銀の通貨発行益でカバーしきれぬのかを示す概念。

（注31）深尾〔2016〕には、本文中に抜粋した以外にも、次のような記述がある。

現在の銀行券需要と準備預金制度の下で、日銀の損失吸収力は、ストックベースで約40兆円、日銀の運用資産金利が2%の下で、フローの通貨発行益は毎年8,000億円程度であることを見た。日銀の損失の現在価値が40兆円を下回っている場合には、日銀は政府への納付金を停止することで損失を償却し、財務体質を健全化することが可能である。（p.7）

日銀が巨額の損失を被る可能性があるのは、日銀のインフレターゲット政策が成功して、日本経済の傾向的なインフレ率が上昇し、かつそれが定着した場合である。その場合には、日銀が巨額の損失を被る可能性が高い。仮にコア消費者物価上昇率が2%前後まで上昇し、それが定着した場合には、日銀はゼロ金利政策を解除して、金利を引き上げる必要がある。これは、トレンドインフレ率が名目金利を上回って実質金利がマイナスになると、インフレが加速する可能性が高まるからである。仮にインフレ率が2%になった状況で、日銀が短期市場金利をゼロにする政策を維持していると、中堅以上の企業の借入金利は1%を下回る状況が継続する。この場合、銀行から資金を借りて品質が劣化しない商品や実物資産を在庫として保有しておくだけで、利益を得ることが可能になる。特に投資対象になりやすいものは、不動産、金、銀、銅などの金属類などがあげられる。不動産や金属類の値段が上昇を始めると、投資採算はさらに好転するため、貸し出しは拡大し、不動産バブルなどが発生しやすくなる。（pp.10～11）

(前略) これに対し、日銀保有国債のデレションが8年となった状況で、300兆円の長期国債の売りオペを行う場合の売却損失は、…(中略)…次の式で計算される。

損失額 = 8年 × 300兆円 × 2% = 48兆円 (略)

この損失推定額は、上記の日銀のストックベースの通貨発行益を上回ってしまう。さらに、日銀は年間80兆円のペースで国債保有額を積み上げつつあり、将来になればなるほど、日銀の被る損失額は膨れ上がっていく。(pp.11~12)

景気刺激策としての金融政策は、財政コストのかからない政策だと考えられている。減税や公共支出拡大は政府赤字を発生させ将来の納税者の負担になるのは明らかであるが、中央銀行は通貨発行益を享受しているうえ、金融政策による国債などのオペは等価交換であるため、政策コストが不要に見える。しかし金融政策はそのやり方によって、巨額の財政負担を発生させる可能性がある。中央銀行がマネタリーベースを拡大するときには買いオペ、縮小するときには売りオペなどが必要である。国債などのオペ対象を高値で購入して安値で売却すると、中央銀行は損失を被る。損失が小さければ通貨発行益で処理が可能であるが、損失が巨額の場合には、通貨発行益だけでは処理しきれない可能性がある。

日銀がその処理能力を超える巨額の損失を被った場合の対処方法としては、(1)赤字を出しながら日銀売出手形などの利付債務を累増させ続ける(赤字を放置)、(2)準備預金制度を使って民間銀行に実質的に損失を分担させる、(3)物価上昇が大きくなっても、ゼロ金利を継続して金利引き上げをしない、などの対応方法があるが、いずれも国民に対する究極のコストは極めて高い。(p.18)

補論1. 他の中央銀行の事例

ここで、BS政策を採用した中央銀行として、FedやECB以外にはどのような例があるのか、いかなる政策運営が行われているのかを概観する。

(1) イングランド銀行(BOE)の政策運営—当初から財務省がコストを負担する枠組み

イングランド銀行(BOE)は、Fedと同様、2008年のリーマン・ショック以降政策金利を大幅に引き下げ、同金利が事実上のゼロ% (BOEの場合はバンク・レート0.50%) に達し、下げ余地が当時としては払底したと考えられたところで、大規模な資産買い入れに踏み切った。

BOEは、政府からの独立性を獲得したのが1999年と、日銀同様比較的新しく、今もなお政府とのつながりが比較的強い中央銀行でもある。BOEの総裁は金融政策運営上、財務大臣からインフレ率の目標を与えられ、その達成状況を財務大臣に報告・説明するが、これらは書簡を交換し、公表する形で行われている。

2009年に資産買い入れを開始するのにあたり、当時のダーリング財務大臣は、まず2009年1月19日の英議会で資産買い入れのための新ファンドの設立を表明し、その後、キングBOE総裁宛の同年1月29日付の書簡のなかで、①資産買い入れは「資産買い入れファシリティ」(APP) というBOEからの与信を原資とするものの、BOEの勘定からは切り離し子会社化した勘定で行うこと、②その金額の規模や買い入れ対象資産は財務省側が決定すること、③その将来的な損失はすべて財務省側が負担すること、などを明らかにしている。

なお、その後の金融政策運営をみると(注32)、BOEはFedよりも早い2012年末で、資産の新規買い入れを停止したが、その後の正常化の動きは遅れている。2016年6月のイギリスの国民投票でのEUからの離脱(いわゆる「Brexit」)決定を受けて、金融市場や外国為替市場は大きく動揺した。イギリスの長期金利は急上昇をみせた(前掲図表9)ほか、ポンドも急落し、物価はインフレ目標の2%を超えて上昇した(図表34)。これに対してBOEは、Brexitによるイギリス実体経済へのマイナス影響を緩和

すべく、2016年8月に政策金利を0.25%へ引き下げたほか、単発での資産買い入れ（英国債600億ポンドと社債100億ポンド）を実施し、正常化とは逆方向の政策運営を余儀なくされている。BOEの場合はこれまでのところ、ポンド安と物価の上振れは容認する姿勢をとっているが、今後、Brexitの具体的な影響が次第に明確化すると見込まれるなかで、金融政策運営の正常化といかに両立させていくのか、難題を解くことが求められている状況にある。

(図表34) 主要国・経済圏の消費者物価（総合、前年比）の推移



(資料) Datastream

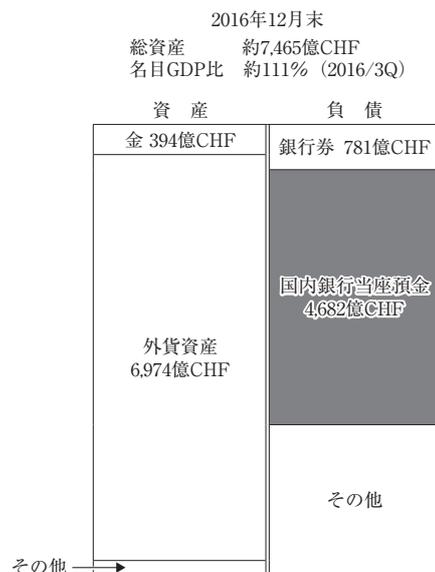
(注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）の影響を含むベース。

(2) スイス国立銀行（SNB）の政策運営—「開放経済下の小国」における外貨準備急増の事例

スイス国立銀行（SNB）は、欧米の中央銀行のなかで唯一日銀を上回る資産規模を有している中央銀行である。ただし、次のような事情から日米欧の中央銀行とは同一視できないことに注意する必要がある。スイスは巨大な経済圏であるユーロ圏に隣接しながら単独の通貨であるスイス・フラン（CHF）を発行するという「開放経済下の小国」の典型的なケースに該当しており、対ユーロでのCHF相場が経済に大きく影響するため、金融政策運営上は為替レート・ターゲティングを採用している。金融政策運営の手段は、外国為替市場介入が「主」であり、金利は「従」にとどまり、BSも資産の大半が外貨準備となっている（図表35）。

近年の政策運営の経緯をみると、欧州債務危機の高まりを受け、安全通貨としてCHF高が進行し、SNBは苦慮することになった。SNBは2011年9月にはCHFの対ユーロ・レートに上限（1€=1.2000 CHF）を設定し、無制限に介入することを決定した。2014年12月には、対ECBとの金利差確保に向けマイナス金利を導入したものの（注33）、強まるCHF

(図表35) SNBのバランスシートの大まかな見取り図



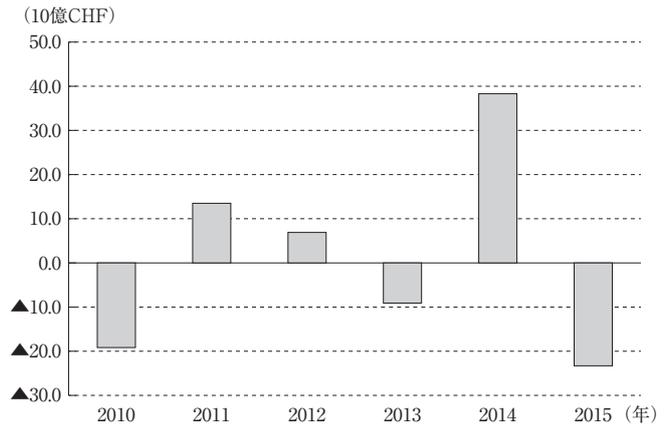
(資料) SNB, Balance sheet items of the SNBの計数を基に日本総合研究所作成

高に抗しきれなくなり、2015年1月には、SNBは唐突な形でCHFの上限レートを撤廃し、国際金融市場の混乱を招くことになった。

このような経緯でSNBのBS規模は拡大しているものの、ジョルダン総裁は「ECBのようにデフレ転落回避目標のBS政策ではない」旨を明言している。日米欧の主要中央銀行のBS政策とはかなり異質なものであると考えられる。

なお、財務運営面の状況を見ると、評価損益の振れの大きい外貨建て資産（外貨準備）を巨額に抱えていることから、SNBの損益の振れは極めて大きい（図表36）。スイスは財政事情の極めて健全な国家であるが（図表37）、SNBのこのように振れの大きい財務運営は、財政規律の厳しい同国内でたびたび問題視されている。SNBは現在、向こう5年間にわたり、中央・地方（カントン）政府に対して年当たり10億CHF納付することを確約させられている。SNBは

(図表36) SNBの損益の推移



(資料) SNB, Key Figures for each financial yearを基に日本総合研究所作成

(図表37) 主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額
(2016年4月公表時点における、IMFによる2016年見通し、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリー・バランス
日本	249.3	36.5	4.9	41.4	▲4.9	▲4.8
アメリカ	107.5	16.0	3.8	19.8	▲3.8	▲1.8
イギリス	89.1	6.2	3.2	9.4	▲3.2	▲1.6
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	68.2	4.3	▲0.1	4.2	+0.1	+1.1
イタリア	133.0	16.0	2.7	18.7	▲2.7	+1.4
スペイン	99.0	14.7	3.4	18.1	▲3.4	▲0.9
ギリシャ	178.4	8.8	1.2	10.0	▲4.2	▲0.6
(参考)						
スイス	44.9	1.7	0.3	1.9	▲0.3	▲0.1

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015およびApril 2016を基に日本総合研究所作成

(原資料) Bloomberg L.P. およびIMFスタッフによる推計・予測値。

(原資料注1) ほとんどの国では、満期負債のデータは、中央政府負債（国債）にかかるもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。

(原資料注2) 満期負債は、2016年および2017年の短期負債残高が、それぞれ、2017年および2018年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2016年もしくは2017年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2015年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。

(原資料注3) スペインのデータは、連結ベースの一般政府にかかるもの。

(原資料注4) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務にかかる帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。

(注5) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

(注6) ギリシャのみ、グロス所要資金調達額（その内訳としての満期負債、財政収支）は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。債務残高と財政収支、プライマリー・バランスは2016年4月時点における2015年の計数。

これに対し外貨準備資産の運用方針積極化（外国優良企業の株式等多額に保有）で対応している。こうした政策運営には議論の余地もあるが、外貨建て資産中心の資産構成の場合は、政策目標であるCHF高の回避に成功すれば、CHF安下で保有資産の価値も上昇していることから、資産圧縮を円滑に行いやすいことが、このような政策運営が許容されている背景にあるとも考えられる。

(3) 債務超過に陥った中央銀行の事例

なお、歴史のみれば、中央銀行が債務超過に陥った事例は、開発途上国のケースを中心に、幾つかみられる。

植田和男日銀審議委員（当時）の2003年10月28日の講演要旨によれば、「債務超過に陥った中央銀行の例は中南米諸国に多い。その他にも一部のアジア、アフリカ、東欧の中央銀行、また先進国ではドイツ連邦銀行が1977～1979年に債務超過を経験している」、「債務超過に陥った原因は多岐であるが、金融危機処理費用の一部を中央銀行が負担したこと、自国通貨高により外貨準備に評価損が発生したり、為替取引に関わる産業政策に中央銀行が協力させられる過程で外貨建て債務を増やした後、自国通貨安に見舞われたこと、中央銀行保有の国債に政府が利払いを実施しなかったことなどが典型例である」と述べられている。さらに「問題はこうした債務超過に陥った中央銀行の政策がそれによって歪められたかどうかである。現実には多くのケースで物価安定の目標を追求することが困難になり、高率のインフレーションが発生している。その理由は基本的に二つである。債務超過を自らのオペレーションで克服しようとするれば、多額の通貨発行益を稼ぐ必要があり、その為には、高率の貨幣供給、インフレーションが必要になる。あるいは、債務超過を埋めるための財政措置が議論されたり、発動される場合には、その規模、タイミング、是非等について財政当局等の裁量権や介入余地が強まり、物価安定とは必ずしも整合的ではない政策目標が中央銀行行動を縛る可能性がある」と述べられ、その例として、1980年代から90年代にかけてのベネズエラ中央銀行や、1980年代から90年代半ばにかけてのジャマイカ中央銀行、旧フィリピン中央銀行の例が挙げられている。他方、中央銀行の債務超過が必ずしも高率のインフレにつながらなかったケースとしては、1997年から2000年にかけてのチリ中央銀行のケースが挙げられ、同時期のチリの財政政策が極めて緊縮的で、マクロ政策全体としては安定的なものであったため、インフレ率は4%以下に維持されていたことが述べられている。

(注32) 2009～2014年のBOEの金融政策運営に関しては、拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」（2014年）参照。

(注33) この頃のSNBの政策運営の詳細に関しては、拙論「欧州各国の中央銀行にみるマイナス金利による金融政策運営の枠組みと考え方」（2016年）参照。

補論2. 海外の“リフレ派”経済学者らのバランス・シート政策に関する見解

前章でみたように、極めて大規模な形で資産買い入れによるBS政策を導入した日銀の場合、将来的には極めて重い財政負担、国民負担が発生するものと考えられる。

この点に関する日銀の最近の『金融政策決定会合における主な意見』をみると、2016年10月31日、11月1日開催分において、「金融政策の結果としての日本銀行の財務への影響を対外的に丁寧に説明する

必要がある」という記述がある半面、2016年7月28日、29日開催分においては、「金融緩和の限界、副作用という考えを否定することが必要である。金融緩和の「量」の限界は、国債の発行残高である。また、金融緩和の出口で、金利の上昇により日銀の収益がマイナスになりうることが金融緩和の制約になるという議論があるが、量的緩和によって日銀の収益は拡大していること、金利の上昇により長期的には日銀の収益が増大することから、そのような制約はない」という記述もある。

ではこうした点について、いわゆる“リフレ派”と言われ、わが国の近年の金融政策運営に大きな影響を及ぼしてきたとされている海外の経済学者らはどのような見解を持っているのか、もしくは明らかにはしていないのかをみてみよう。

まず、ニューヨーク市立大のポール・クルーグマン教授を取り上げる。彼は、日銀が2013年4月にQQEに踏み切るのに際して、いわゆる“リフレ派”の拠りどころとなった論文「日本の不振と“流動性のわな”」（1998年、注34）の執筆者であり、「中央銀行による“期待への働きかけ”によって、デフレから脱却できる」という主張を展開してきた。

ところがそのクルーグマン教授は2015年10月20日、ニューヨーク・タイムズで連載しているブログに「日本再考」（Rethinking Japan）と題した論考（注35）を掲載している。そこで同教授は第2パラグラフの冒頭、次のように述べている（訳は引用者）。

「やや自己中心的ではあるが、私は、1998年の流動性のわなに関する論文で自分が言ったことをいかに変えることができるかを問うことで、この問題にアプローチすることが有用であると考えに至った」。

そして同教授は続けて、「日本のデフレは人口動態を主因とするもので、金融政策が及ぼし得る力に限界がある」、「日本はインフレによって財政再建を達成するしかない。そのためには、2%のインフレ目標では低すぎ、もっと高い目標、真にアグレッシブな政策が必要である」などと述べている。一方で、同教授の1998年の論文の趣旨に「従って」、すでにバランス・シートを巨大化させた日銀の今後の金融政策運営のあり方については、一切言及していない。

続いてアデア・ターナー新経済思考研究所所長（元英金融サービス機構<FSA>長官）は、2016年頃からわが国で「ヘリコプター・マネー論」が活発になるのにつれて、脚光を浴びている。その近著（注36、高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔 ―ヘリコプターマネーは世界を救うか？』日経BP社、2016年12月）では、累積する政府債務問題への解決策としてヘリコプター・マネー政策が推奨される一方で、本稿がとりあげる論点に関しては、「中央銀行がマネタリーファイナンスを実施し、準備預金への付利が嵩む場合には、準備預金の一部を無利子とし、民間銀行に預け入れを義務付ければよい」（pp.368～369）と述べている。要するに、日銀の抱える超過準備を法定準備預金化し、民間銀行、ひいては預金者、国民へのコスト転嫁を行えばよいと主張している。

このほか、財政支出の拡大によって、インフレ期待を押し上げられると主張するプリンストン大のクリストファー・シムズ教授も最近、注目を集めている。シムズ教授は、2016年8月26日、ジャクソンホールでのカンザス・シティ連銀主催シンポジウムにおいて（注37）、「いくら金利を引き下げても、財政政策が拡張されなければ、需要を刺激することはできず、インフレは上がらない」、「マイナス金利とは、銀行システムや預金者から、リソースを収奪して政府に移転するものであり、それで減税や歳出拡大が

行われるのならともかく、財政赤字の穴埋めに充てられるだけなら、インフレどころかデフレ圧力が強まって当然だ」、加えて、日本に関しては、「消費税率引き上げを、物価目標の達成と結びつけて実施することが必要」などと述べている。また、シムズ教授は、「バランス・シートを大きく拡大させた中央銀行が、インフレ目標を維持しようとする、政府からの資本注入が必要になる。通貨発行益を作り出すことができれば、資本注入を回避することができるが、それは高インフレの進行を放置することを意味する」とも述べている（訳はいずれも引用者）。

これらを見る限り、海外の“リフレ派”の経済学者には、日銀の金融政策決定会合での主な意見の1つにみられるような（上述）、「金利の上昇により日銀の収益がマイナスになりうるものが金融緩和の制約になることはない」という見解は見当たらない。むしろ、ターナー氏やシムズ教授も、大規模な資産買入れによるBS政策をとった中央銀行の財務運営が困難になることを是認し、その解決策は、①政府による資本注入か、ないしは②法定準備率の引き上げと述べている。これらの手段はいずれも、国民負担＝納税者負担＝預金者負担に相当するものであることを理解したうえで、わたしたちは彼らの主張に耳を傾けていく必要があるだろう。

(注34) Paul Krugman [1998]. “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1998, Brookings Institution, 1998.

(注35) Paul Krugman [2015]. *Rethinking Japan*, The Opinion Pages, The New York Times (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/>), October 20, 2015.

(注36) Adair Turner [2016]. *Between Debt and the Devil Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2016.

(注37) Christopher A. Sims [2016]. *Fiscal policy, Monetary Policy and Central Bank Independence*, Luncheon Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium “Designing resilient monetary policy frameworks for the future”, Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.

7. バランス・シート政策の今後の位置付けとわが国の政策運営の望まれる方向性

(1) バランス・シート政策の今後の位置付け

これまでみてきたように、中央銀行によるBS政策は、金融危機以降用いられるようになった手段である。このうちFedは、初めてこの政策を実行した局面から数年を経て、正常化に着手しているものの、イエレンFRB議長は2016年8月のカンザス・シティ連銀主催のシンポジウムなどにおいて、今後の経済情勢次第では、再度このような金融政策手段を用いる可能性に言及している（注38）。

ただし、本稿でも検討してきたように、BS政策には、単に政策金利の上げ下げを誘導してきた時代とは異なり、それを金融政策運営の手段として用いるには、様々な制約があると考えられ、あらゆる中央銀行が、いかなる経済・金融局面においても採用できるものではないと考えられる。具体的には、次のように整理できよう。

第1に、BS政策とは「往路」のみでは完結し得ず、必ず「復路」があり、採用するにあたっては「復路」に採り得る実現可能な手段やアプローチがあり得るかを合わせて検討する必要がある。

第2に、BS政策を「復路」の実現可能性を合わせて検討する場合、「往路」でどこまでBSを拡大できるのかは、当該国や中央銀行がそれまでの間に置かれてきた経済・金融環境に大きく依存する。とりわけ、「固定利付債券」（多くの場合は国債）の多額の買入れで「往路」のBS政策を実施する場合、買

い入れ対象となる債券（国債等）に付されているクーポンの水準がどの程度であるかが決定的に重要となる。この点を前掲図表9で見ると、欧米各国の長期金利水準はリーマン・ショック前まで4～5%程度であったのに対し、それ以前から超金融緩和状態が続いていたわが国では、長期金利は高くても1%台という低水準となっている。各国で長期債と短期債がそれぞれどのような比率で発行され、各中央銀行がどのような比率で買い入れるのかにも依存するものの、BS政策採用に先立つこのような各国の経済・金融環境の差が、BS政策によって各中央銀行が保有するに至ったポートフォリオの加重平均利回りに大きく影響し、BS政策をどこまで展開可能かという点の制約になると考えられる。

第3に、「復路」における資産規模の縮小をスムーズに進展させるためには、あらかじめそれを見越して、「往路」での資産買い入れに様々な工夫を施しておく必要がある点である。BS政策から伝統的な金利政策に円滑に復帰していくためには、可能な限り短い期間（年数）のうちに、中央銀行のBS上の負債サイドにある超過準備を解消していく必要がある。その裏側にある資産を圧縮していくのにあたり、どの中央銀行にとっても、景気回復＝金利上昇局面での債券売却という手段は、実体経済や中央銀行の財務への悪影響から現実的ではない。日銀が2001～2006年の「量的緩和」時に堅持していた「銀行券ルール」は、買い入れた国債を売却したり、「満期落ち」を待つことなしに、金融調節の短期オペを「期落ち」させることを通じて、数カ月という短期間でBS規模の縮小を可能にするものではあった。しかしながら世界的に低成長・低金利が長期化すると見込まれる現在、これほどtimidなルールを必ず設定・順守しなければならない、というものでもないように見受けられる。実際に、FedやECBは「銀行券ルール」相当の規律を掲げることはせず、それを越えたBS政策を展開している（前掲図表6、18）。そして具体的には、買い入れた資産のポートフォリオであるSOMAの勘定内の資産のデュレーションの短期化を図る（Fed）、各国債以外にも相対的に発行年限が国債より短い民間債券（カバード・ボンドやABS、社債等）を並行して買い入れ、数年程度の期間をかけてBSの緩やかな縮小をめざす（ECB）といった考え方が採られている模様である。

第4に、中央銀行のこうしたBS政策が、「復路」まで首尾よく収束し得るかに関しては、当該国の財政事情にも大きく影響される点である。一国の中央銀行が「復路」の実現可能性を超えてBS政策を展開してしまった場合、政府からの資本注入や民間銀行に課せられる法定準備率の引き上げが不可避となり、最終的には国民にBS政策のコストが転嫁される。

そうした事態が予想される場合、財政事情が相対的に良好な国においては、イギリスのように、BOEと財務省との間で、BS政策に伴うコストは政府側が責任をもって負担するとあらかじめ取り決めておくことにより、「復路」も含めた政策運営の持続可能性が担保されることになる。ただし、これは、あくまで財政事情が相対的に良好で、国の資金調達構造が、先行きの長短市場金利の変動に対してある程度耐えられるものとなっている国に限られる。

なお、以上の4点以外にも、「復路」における金融調節の在り方や、巨額の超過準備をいかに管理していくのかは、残された課題である。「復路」の金融調節に関しては、実際には、Fedが着手してまだ1年強が経過しているに過ぎず、BS政策の「復路」で各中銀として普遍的に使用可能な金融調節の手段や手法が確立するには、なお多くの経験の蓄積や知見の共有が必要であろう。そうした状況を踏まえ、近年、欧米の中央銀行はBS政策に関するシンポジウムやワークショップを活発に開催し（注39）、

知見を相互に共有し、建設的な議論を行っている。また、Fedでは、多額の超過準備を抱えるなかで、今後、アメリカの景気回復が順調に進展した場合に、Fedの超過準備への付利の引き上げだけで、果たして超過準備をSOMA内に「閉じ込めておく」ことが可能かどうか、大規模な資金が市中に流出して貸出に活発に振り向けられ、経済の過熱や物価の上振れを引き起こすことはないのか、といった点も懸念されている模様で、この点に関する検討ペーパー（注40）も公表されている。

(2) わが国で今後望まれる金融政策・財政政策運営の方向性

BS政策は、日銀のみならず、欧米主要中銀も採用しているが、FedやECBはともに、先行きの①財務運営面、②金融調節のコントローラビリティ確保の両面で、持続可能性が担保されるよう、慎重な金融政策運営を続けている。

これに対して、日銀およびわが国は、前章でもみたように、両方の点で先行きに深刻な懸念を有している。「復路」の局面で、日銀に数十兆円規模の財務コストが発生する可能性があり、今後の国内外の経済・金融情勢の変化に合わせて機動的に金融政策運営を行っていくうえで重い障害となりかねない。

わが国政府の財政運営も、国債利回りの低位安定とは裏腹に、実態は深刻である。わが国政府の資金調達構造をみると、主要諸外国と比べ、財政収支の赤字幅（＝新規国債発行額）のみならず、満期負債（＝借換債の発行額）の規模が突出しており、毎年度財政運営をつつがなく継続していくうえで発行しなければならない国債の規模は名目GDP比4割強に及んでいる（前掲図表37）。日銀のマイナス金利政策のおかげもあって、これほどの国債残高を抱えつつも、一般会計における利払費は9兆円程度に抑制されている（図表38）。しかしながら、財務省の仮定計算（図表39）が示すように、今後、市場金利が緩やかにでも上昇すれば、利払費は瞬く間に10兆円、15兆円へと増加し、予算編成が困難を極めることも予想される。そうしたなかで、機動的な金融政策運営を継続するために、一般会計から日銀に対し巨額の財政負担を行うことは、事実上、困難ではないかと憂慮される。

こうした点を踏まえると、わが国の財政・金融政策は、「2%」の物価目標を金融政策によってひたすら追うことよりも、国全体として安定的な財政・経済運営を将来にわたって確実なものとしていくことの方が、より重要な課題であると思料される。

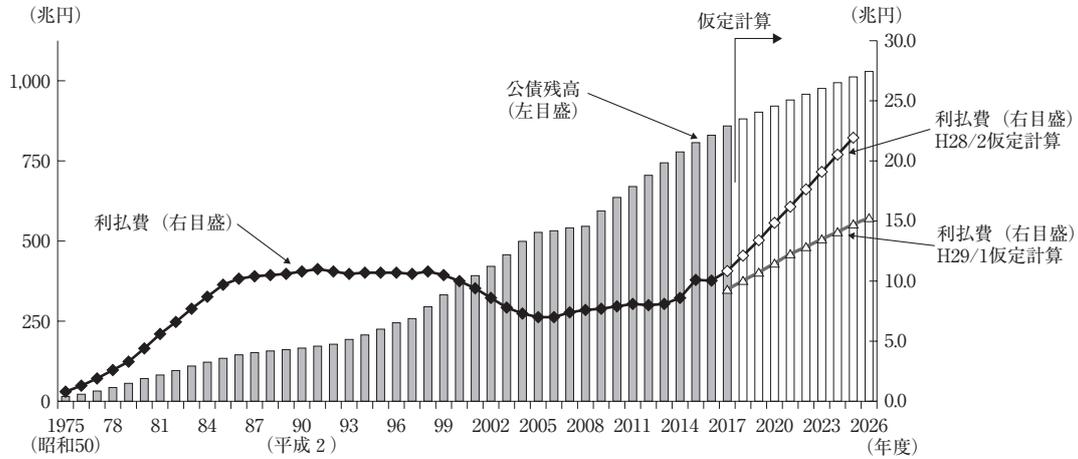
そのためには、まず、日銀の現在の金融政策運営とそれによってファイナンスされている政府による多額の国債発行を、できるだけ早期に見直すことが不可欠であろう。日銀は、抱えてしまったりスクの

（図表38） わが国の平成29年度当初予算政府案における、一般会計の大まかな歳出・歳入の見取り図

<歳入>		<歳出>	
税 収	57.7兆円	社会保障関係費	32.5兆円
その他収入	5.4兆円	地方交付税交付金等	15.6兆円
うち日本銀行納付金	3,044億円	公共事業費ほか	25.9兆円
公債金	34.4兆円	国債費	23.5兆円
		うち債務償還費	14.4兆円
		利払費	9.2兆円
<一般会計歳入・歳出総額>			
	97.5兆円		

（資料）財務省『平成29年度予算のポイント』、『平成29年度予算書データベース』を基に作成

(図表39) 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



- (資料) 財務省「日本の財政関係資料」、および「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」の平成28年2月版、平成29年1月を基に日本総合研究所作成
- (原資料注1) 平成28年版、平成29年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の「試算-1」(*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。平成28年度(平成29年度)版では、平成34年度(平成33年度)以降、新規公債発行額は平成33年度(平成32年度)の「差額」と同額と仮置きし、金利は平成33年度(平成32年度)と同水準と仮置き。
- (原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。
- (注3) 原資料注1の(*)における、平成28年度版における平成28年度から33年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成28年度から順に、1.6%、1.7%、1.9%、2.0%、2.2%、2.4%(33年度)。
- (注4) 原資料注1の(*)における、平成29年度版における平成29年度から34年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成29年度から順に、1.1%、1.2%、1.3%、1.4%(32年度)。

大きさを十分に認識し、そのリスクを管理していくために、当面の金融政策運営の軸を国債買い入れの「量」の段階的な縮小に据えるべきであると考えられる。最近、日銀は海外金利上昇に伴う国内金利上昇に対し、「指値オペ」の実行を余儀なくされたが、これほど巨額のBSを抱えた状態で、「長期金利水準」を金融政策運営の軸に据えることは、国内外の経済・金融情勢次第では、かえって「量」の面で将来に向けてのリスクをさらに膨張させてしまう結果につながってしまう。「金利」水準はあくまで、「量」の縮減を図っていくプロセスにおいて、急激な市況変動にはつながらないように配慮するという意味での「従」の位置付けにとどめるべきであると考えられる。

政府の側も、ある程度の市場金利上昇を恐れることなく、むしろそれを奇貨として、わが国の経済・財政の真の「実力」に見合った、抜本的な財政構造改革、財政再建に取り組んでいくことこそが、長期的な視点でみれば、安定的な財政・経済運営を行っていくうえで不可欠といえよう。

バーナンキ前FRB議長は、退任直前となった2013年12月13日のFed百周年記念式典でのスピーチにおいて、次のように述べている(訳は筆者)。

「議長に就任して以来の私の個人的な目標は、Fedの透明性を高めることで、われわれの政策がどのように機能することを意図し、決定の背後にどのような考え方があるのかをよりクリアに説明することだった」

「連邦準備(制度)は、一機関として与えられた目的と実証分析に基づき、政治的な圧力には屈せず、タフな意思決定を引き続き進んで行わなければならない」

「しかしながら、最終的に、そうした決定を行い実行するFedの能力は、究極的にはわれわれの行動

に対する大衆の理解と受容に依拠していることをわれわれは自覚しなければならない。この理由から、われわれは引き続き、透明性と説明責任という他の2つの重要な価値を強調しなければならない。…(中略)…もちろん、われわれは、エコノミストや市場参加者にも引き続き語りかける。しかし、それでは不十分だ。究極的には、われわれの政策の正当性は、幅広いアメリカの大衆の理解と支持に依拠している。彼らの利益に奉仕すべく、われわれは働いているのだ」

日銀も中央銀行としての原点に立ち戻り、わたしたち国民に対する説明責任を果たし、将来に向かってすでに抱えているリスクについて誠実に説明したうえで、わが国の経済や財政の安定的な運営の継続に資する金融政策運営を組み立て直していくことが求められているといえよう。

(注38) Janet Yellen [2016]. The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future, Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.

(注39) ちなみにFedでは、2015年7月のFOMCにおいて、①「長期的な金融政策実行の枠組み」を2016年末にかけて検討する、②それに当たり、連邦準備制度全体のスタッフの知見を集約したり、他の中央銀行や学界、専門家と幅広く協議する、という方針が明らかにされている。2016年8月末にジャクソンホールで開催された、Fedのカンザス・シティ連銀主催の経済シンポジウムもその一環であり、テーマは「将来に向けての頑健な金融政策の枠組みのデザイン」(Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future)とされていた。

(注40) Jef Boeckx, Maarten Dossche, and Gert Peersman [2017]. "Bank Lending in Times of Large Bank Reserves", International Journal of Central Banking, December 2016. この論文の著者の一人はNY連銀のスタッフ。なお、「Fedによる付利の引き上げで、過剰流動性は超過準備としてSOMA内にとどめておくことが可能」との結論になっている。

(2017. 3. 9)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

主要参考文献

- ・日本銀行 [2003a]. 『金融政策運営の課題——2003年度日本金融学界春季大会における福井総裁講演要旨(同学会創立60周年記念講演)』、2003年6月1日
- ・日本銀行 [2003b]. 『自己資本と中央銀行——2003年10月25日、2003年度日本金融学界秋季大会における植田審議委員記念講演要旨』、2003年10月28日
- ・日本銀行企画室 [2004]. 『日本銀行の政策・業務とバランスシート』、2004年6月28日
- ・日本銀行『金融政策決定会合における主な意見』各回分
- ・日本銀行『金融政策決定会合議事要旨』各回分
- ・日本銀行『総裁記者会見要旨』各回分
- ・日本銀行 [2016a]. 『金融緩和強化のための新しい枠組み：長短金利操作付き量的・質的金融緩和』2016年9月21日
- ・日本銀行 [2016b]. 『「量的・質的金融緩和導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】』2016年9月21日
- ・日本銀行 [2016c]. 『目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和

和』2016年9月21日

- ・岩田一政・日本経済研究センター [編] [2014]. 『量的・質的金融緩和 政策の効果とリスクを検証する』日本経済新聞出版社、2014年6月
- ・岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター [編著] [2016]. 『マイナス金利政策 3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社、2016年8月
- ・翁邦雄 [2015]. 『経済の大転換と日本銀行』岩波書店、2015年3月
- ・河村小百合 [2014]. 「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2014年11月
- ・河村小百合 [2015]. 『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月
- ・河村小百合 [2016a]. 「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2016年4月
- ・河村小百合 [2016b]. 「欧州各国の中央銀行にみるマイナス金利による金融政策運営の枠組みと考え方」『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2016年5月
- ・河村小百合 [2016c]. 『中央銀行は持ちこたえられるか 一忍び寄る「経済敗戦」の足音』集英社、2016年8月
- ・河村小百合 [2017a]. 「わが国の財政・金融政策運営が抱える課題」『国際金融』外国為替貿易研究会、1292号、2017年1月1日
- ・河村小百合 [2017b]. 「各国中央銀行の金融政策」『学会会報』学会、2017年3月号(近刊予定)
- ・白川方明 [2008]. 『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年3月
- ・田中隆之 [2014]. 『アメリカ連邦準備制度(FRS)の金融政策』金融財政事情研究会、2014年9月
- ・田中隆之 [2016]. 『経済教室 米金融政策の行方 下 FRBの保有資産圧縮焦点 日銀、「2%」接近なら正念場』、日本経済新聞、2016年12月22日
- ・東短りサーチ株式会社(編)黒田啓征・加藤 出(編集代表) [2009]. 『東京マネー・マーケット〔第7版〕』有斐閣、2009年5月
- ・深尾光洋 [2016]. 「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」『RIETI Discussion Paper Series 16-J-032』独立行政法人経済産業研究所、2016年3月
- ・藤木裕・戸村肇 [2015]. 「「量的・質的金融緩和」からの出口における財政負担」『TCER Working Paper Series J-13』公益財団法人東京経済研究センター、2015年9月
- ・Stephen G. Cecchetti and Kermit L. Schoenholtz [2015]. *Money, Banking and Financial Markets*, 4th ed. McGrawHill, 2015.
- ・Adair Turner [2016], *Between Debt and the Devil Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2016 (邦訳: アデア・ターナー著、高遠裕子訳『サム、さもなくば悪魔へリコプターマネーは世界を救うか?』日経BP社、2016年12月).
- ・Antoine Martin, James McAndrews, and David Skeie [2016]. “Effectiveness and Transmission of

-
- the ECB's Balance Sheet Policies", *International Journal of Central Banking*, February 2017.
- Jef Boeckx, Maarten Dossche, and Gert Peersman [2017]. "Bank Lending in Times of Large Bank Reserves", *International Journal of Central Banking*, December 2016.
 - Paul Krugman [1998]. "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1998, Brookings Institution, 1998.
 - Paul Krugman [2015]. Rethinking Japan, The Opinion Pages, The New York Times (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/10/20/rethinking-japan/>), October 20, 2015.

 - Christopher A. Sims [2016]. *Fiscal policy, Monetary Policy and Central Bank Independence*, Luncheon Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.
 - Simon M Potter [2016]. *Discussion of "Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks" by Ulrich Bindseil*, Remarks and accompanying charts (handouts) at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.
 - Janet Yellen [2016]. *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.
 - Ulrich Bindseil [2016]. *Evaluating Monetary Policy operational frameworks*, Paper and handout at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.
 - Jean-Pierre Danthine [2016]. *Evaluating Monetary Policy operational frameworks*, Comments to Ulrich Bindseil at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium "Designing resilient monetary policy frameworks for the future", Jackson Hole, Wyoming, August 26, 2016.

 - Seth B. Carpenter, Jane E. Ihrig, Elizabeth C. Klee, Daniel W. Quinn, and Alexander H. Boote [2013]. "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., September 2013.
 - Jane E. Ihrig, Ellen E. Maede, and Gretchen C. Weinbach [2015]. "Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation", *Finance and Economics Discussion Series* 2015-047, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., June 30, 2015 .
 - FRBNY [2016]., Domestic Open Market Operation during 2015, April 2016.
 - Stanley Fischer [2015]. *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 Busi-

ness, February 27, 2015.

- FRB [2016]. *Transcript of Chair Yellen's Press Conference*, December 14, 2016
- FRB. *Minutes of the Federal Open market Committee*, various issues.
- Janet Yellen [2017a]. The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them, Remarks at The Commonwealth Club, San Francisco, California, January 18, 2017.
- Janet Yellen [2017b]. *The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy*, Remarks at Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, Stanford, California, January 19, 2017.
- Stanley Fischer [2017]. *"I'd Rather Have Bob Solow Than an Economic Model, But..."*, Remarks at the Warwick Economics Summit, Coventry, England, February 11, 2017.
- Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Canlin Li, Brett Schulte, and Min Wei [2012]. "Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates", *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-57, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., July 5, 2012.
- Eric M. Engen, Thomas Laubach, and David Reifschneider [2015]. "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies", *Finance and Economics Discussion Series*, 2015-005, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., January 4, 2015.
- European Central Bank. *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, various issues.
- Mario Draghi. *Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank*, European Central Bank, various issues.
- European Central Bank [2014]. "Recent developments in excess liquidity and money market rates", *Monthly Bulletin*, issue 1 2014, January 16, 2014.
- European Central Bank [2015a]. "The governing council's expanded asset purchase programme", *Economic Bulletin*, issue 1 2015, February 5, 2015.
- European Central Bank [2015b]. *Euro money market study 2014*, April 2015.
- European Central Bank [2015c]. "The role of the central bank balance sheet in monetary policy", *Economic Bulletin*, issue 4 2015, June 15, 2015.
- European Central Bank [2015d]. *Euro money market survey*, September 2015.
- European Central Bank [2015e]. "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures", *Economic Bulletin*, issue 7 2015, November 3, 2015.
- BOE, Governor / Chancellor Letters on Monetary Policy, various issues.
- SNB, Annual Report, various issues.