

非伝統的手段による金融政策運営をめぐる課題

～ “出口” 局面で想定される状況と国全体として求められる対応～

第二特別調査室 客員調査員 河村 小百合
(株式会社日本総合研究所調査部上席主任研究員)

1. はじめに

2. 非伝統的手段による金融政策運営の出発点

2-1. バーナンキ氏らの議論

2-2. 日本銀行による量的緩和（2001～06年）の経験

3. 大規模な資産買入れ（LSAP）を実施してきた主要中央銀行の政策運営

3-1. 各中央銀行のこれまでの政策運営

(1) 米連邦準備制度（Fed）

(2) イングランド銀行（BOE）

(3) 日本銀行

3-2. 「正常化」局面に向けての問題の所在

(補論1) 平時における中央銀行は市場金利をどのように誘導してきたのか

4. 「正常化」に向けての政策運営の考え方

4-1. 日銀の「量的緩和」終了時（2006年）の経験

4-2. 各中央銀行の買入れ資産の内訳と「満期落ち」方式で可能な、資産規模の縮小ペース

4-3. Fedにおける、今次緩和局面からの「正常化」に向けての検討内容

(補論2) 欧州中央銀行の国債買入れ－米英日中央銀行のLSAPとは似て非なる金融政策運営

5. 金利引上げ誘導を先行させる場合の副作用とは（中央銀行の財務運営上、及び政府の財政運営上、何が起こるのか）

5-1. 中央銀行は、巨額の準備預金を抱えながら、市場金利を引上げ誘導できるのか

5-2. 「出口」局面で予想される事態－日銀が「逆ざや」に転落

5-3. 政府の財政運営への影響

6. 今後、望まれる政策運営

1. はじめに

2013年4月に日本銀行（以下、日銀）が「量的・質的金融緩和」（以下、QE）を開始してから2年余りが経過した。日銀は、「2年程度で物価目標2%」という目標の達成が困難となる中、2014年10月末、追加緩和に踏み切った。

他方、海外においては、2008年9月のリーマン・ショック以降、米国の連邦準備制度（以下、Fed）や英国のイングランド銀行（以下、BOE）は、大規模な資産買入れ（LSAP: Large Scale Assets Purchases。いわゆる「量的緩和<QE: Quantitative Easing>」）に代表される、様々な「非伝統的な手段（non-conventional measures）」による金融政策運営を行ってきた。LSAPの目的としては、その後、軸足を当初の「危機の収束」から次第に「実体経済の刺激」に移しつつ、資産買入れが継続されていたが、2014年10月にはFedが米国債等を対象とするLSAPを停止したほか、BOEはこれに先立つ2012年末をもって既に英国債を買い入れるLSAPを停止している。

本稿¹においては、まず、海外主要中央銀行の非伝統的な手段による金融政策の考え方や実際の運営を整理する。我が国においてはともすれば「量的緩和」として、一くくりに扱われがちなこれら各中央銀行による政策運営が、実際には必ずしも同質のものとは言えないことや、2013年以降の日銀の政策運営とは異なる側面があることを明らかにする。その上で、LSAPからの「出口」ないし「正常化」局面に向けての我が国の政策運営上の課題を、「正常化」に関する検討を先行して進めているFedの事例を参考としつつ、検討することとしたい。

2. 非伝統的手段による金融政策運営の出発点

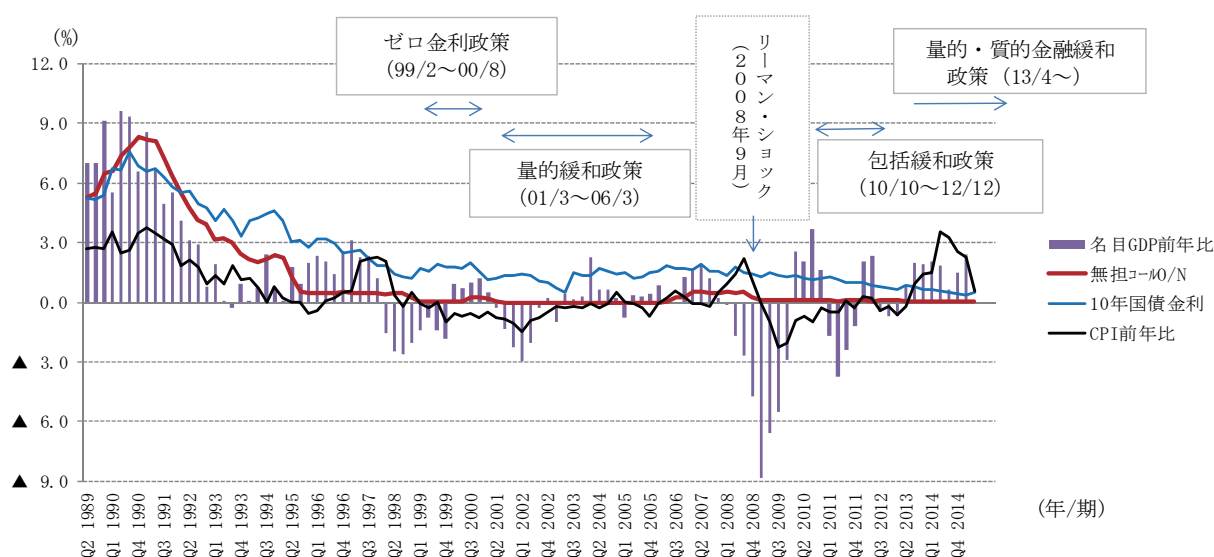
2-1. バーナンキ氏らの議論

主要先進国の中で、経済の低成長状態やデフレ状態の長期化という事態に近年、初めて見舞われたのは、言うまでもなく我が国である。1980年代末のバブル崩壊や、それを受けての90年代半ばの銀行の不良債権問題の深刻化による低成長・デフレの長期化という事態に、日銀は現代の先進国の中央銀行として先例のない政策で、対応を迫られた。日銀はまず政策金利を引き下げ、1999年2月から2000年8月まで、先進国としては初めての「ゼロ金利政策」を採用した（図表1）。それをいったん解除した後の2001年3月には、再度、政策金利を

¹ 本稿は、日本総合研究所『JRIレビュー』に掲載された拙稿（「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」（Vol. 9, No. 19, 2014年10月22日）、「「出口」局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」（Vol. 7, No. 26, 2015年3月16日））をもとに、大幅に加筆等を行ったものである。

ゼロ%近傍まで引き下げた上、マネタリーベースを、その引下げ誘導のために必要な分を大きく上回る規模で供給するという「量的緩和政策」を、2006年3月まで実施した。これは主要中央銀行としては初めての試みで、その際のターゲットは、マネタリーベースの主たる部分を占める「日銀当座預金残高²」であった。

図表1 我が国の経済情勢と日銀の金融政策運営の推移



(資料) Datastream。

(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き上げの影響を含み、2015年第2四半期は4月値。

政策金利がほぼゼロ%近傍に達し、更なる引下げ余地がなくなった後も、中央銀行は何らかの別の手段によって、実体経済を刺激することはできるのか一日銀が突き付けられたこの新たな課題に対して、果たしていかなる答えがあり得るのか、当時、海の向こうでも検討が行われていた。2004年、連邦準備制度理事会理事（当時、後に議長）であったバーナンキ氏が共著の形で発表した論文（Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]、以下、バーナンキ論文）がそれである。この論文が提示した考え方（図表2）は、他の中央銀行がその後発生したリーマン・ショック以降、実際に非伝統的な手段による金融政策運営に踏み切る際の理論的なバックボーンないし基盤になったものとみられる。そこでは、ゼロ金利の制約の下で考えられる金融政策運営の手段のオプションとして、①将来の短期金利予想に働きかける政策、②中央銀行のバランスシートにおける資産構成を変化させる政策、③中央銀行のバランスシートの規

² マネタリーベースは、銀行券発行残高と中央銀行の当座預金残高で構成される。

模を拡大する政策、の三つが考えられていた。ただし、この2004年の時点においては、中央銀行におけるマネタリーベースの大規模な供給がそのまま、マネーサプライの大幅な増加につながると想定されていたことに注意する必要がある。すなわち、「ゼロ金利」状態にあっても、短期市場金利がプラスの領域にある言わば「平時」と同様、マネタリスト的な信用乗数効果が現れるはずで、市中に出回る通貨供給量であるマネーサプライも、供給したマネタリーベースの量に信用乗数倍した分だけ増加し、それが実体経済活動を刺激するはずであると考えられていたのである。

図表2 2004年のバーナンキ論文が示した、
ゼロ金利の制約の下で考えられる金融政策運営の手段のオプション

オプション	内容	政策の呼称の例	効果波及の経路
1	将来の短期金利予想への働きかけ Shaping Interest Rate Expectations	「フォワード・ガイダンス」 「時間軸政策」	
2	中央銀行のバランス・シートにおける 資産構成の変化 Altering the Composition of the Central Bank's Balance Sheet	「オペレーション・ツイスト」	市場がイールド・カーブを形成 する際のターム・プレミアムに 働きかけ
3	中央銀行のバランス・シートの規模の 拡大 Expanding the Size of the Central Bank's Balance Sheet	「量的緩和 (Quantitative Easing)」	(a) ポートフォリオ ・リバランス効果 (b) シグナル (政策金利の 将来のパスに対する期待 を変える) 効果 (c) 拡張財政 (財政 ファイナンス) 効果

(資料) Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]. “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)”, American Economic Review, The American Economic Association, May 2004を基に作成。

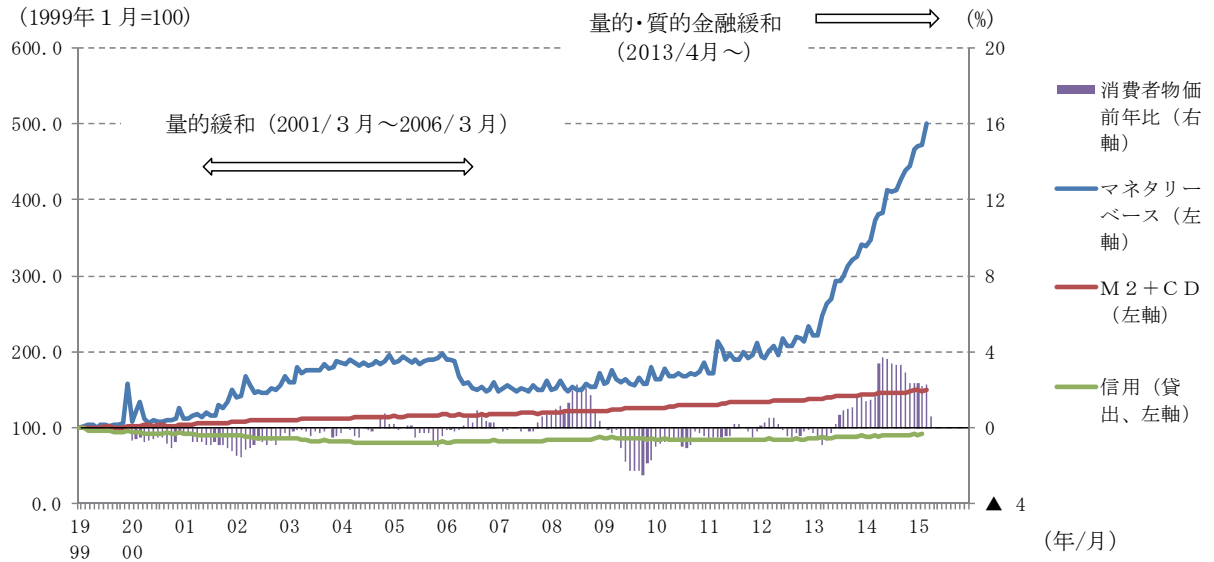
(注) 政策の呼称の例は、その後の各中央銀行が実際の政策運営上、用いたもの。このうち、バーナンキ論文において言及されていたのは3の「量的緩和」のみ。

2-2. 日本銀行による量的緩和（2001～06年）の経験

ところが、日本銀行が2006年3月に量的緩和を解除した後、それまでの5年間の経験を振り返ってみると、「ゼロ金利」状態の下では、バーナンキ論文が想定していたように、また、当事者であった当時の日銀も恐らく想定していたであろうように、マネタリスト的な信用乗数効果が発現することはなかった（図表3）。大きく伸びたのはマネタリーベースのみで、それに比例してマネーサプライが伸びるような状況は観察されなかった。また、大方の国民の実感としても、実体経済が目に見えて刺激される、ということはないように見受けられる。ちなみに、2001～06年の日銀の量的緩和の効果に関するその後の実証分析結果によれば、不良債権問題の深刻化による危機の収束の面では有効であったとの見方で一致している半面、危機収束後の実体経済への効果に関しては、

肯定的な結論と否定的な結論の双方が存在し、まちまちとなっている。

図表3 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作成。

(注1) マネタリーベース、M2+C、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+C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。

そして、当時としては、「ゼロ金利」状態における金融政策運営の経験はこの日銀の「量的緩和」によるものが唯一、という状態であったが、主要国はその後の2008年9月にリーマン・ショックに見舞われ、金融危機に突入した。そして欧米の主要中央銀行もまた、「ゼロ金利」状態での金融政策運営を迫られることになったのである。

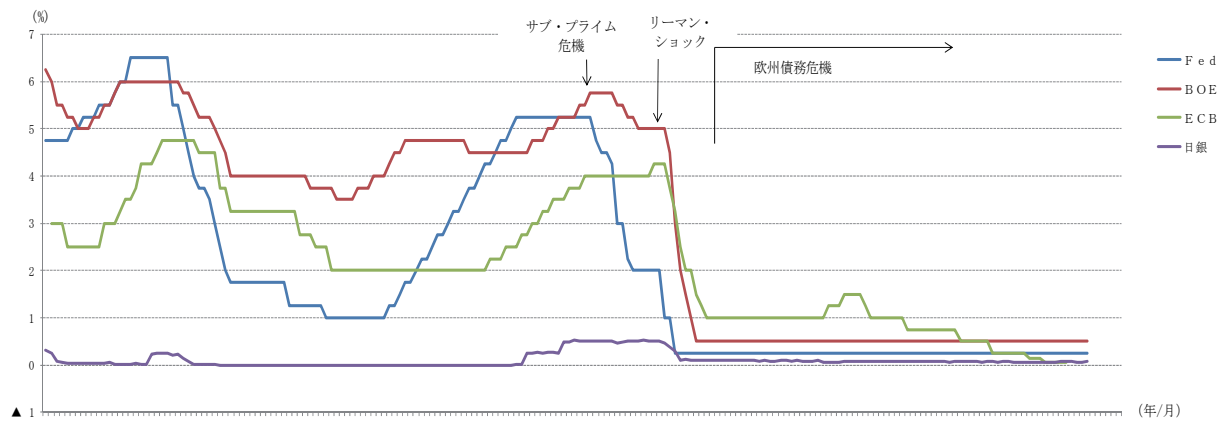
3. 大規模な資産買入れ(LSAP)を実施してきた主要中央銀行の政策運営

3-1. 各中央銀行のこれまでの政策運営

(1) 米連邦準備制度(Fed)

Fedはリーマン・ショックに先立つ、2007年のサブ・プライム危機の頃から、危機の深刻化をにらみ、政策金利(FFレート)の引下げを開始した(図表4)が、2008年末には0.25%と事実上の下限に達した。そしてFedはこの頃から、非伝統的な手段を用いた金融政策運営を開始した。その手段は(イ)フォワード・ガイダンスと(ロ)大規模な資産買入れ(LSAP)であった。

図表4 日米欧の主要中央銀行の政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に作成。
 (原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank, 日本銀行。

このうち(イ)フォワード・ガイダンスは、前述のバーナンキ論文における「将来の短期金利予想に働きかける政策」(前掲図表2)であり、Fedの場合は、FFレート0.25%という異例の誘導水準(事実上の下限)をFOMC(連邦公開市場委員会)としていつまで続けるのか、に関する情報発信として行われ、その内容は、その時々³の経済・金融情勢をにらみつつ、その後数次にわたり変更されてきた。

他方、(ロ)LSAPは、前述のバーナンキ論文の段階で考えられていた手段の中にはなく、Fedの首脳陣が新たに考え出した手段である点に注意する必要がある³。これが初めて導入された2008年末の時点において、FOMCメンバーは、先行していた日本銀行による量的緩和の経験から、「中央銀行が、『ゼロ金利』状態の下で、政策金利の誘導に必要なレベルを大幅に上回る規模でマネタリーベースを供給しても、一般的な金融論の教科書に出てくるように、それがマネタリスト的な考え方に基づく信用乗数経路によって、市中に供給されるマネーサプライの大幅な増加につながることはない」という点を明確に認識していた⁴。2004年のバーナンキ論文におけるQE(量的緩和)は、この経路

³ ただし、数次のLSAPのうち、オペレーション・ツイストのみは、バーナンキ論文の段階で考案されていた手段であった(後述)。

⁴ 加藤 [2014]はこの点の根拠となるFOMCメンバーの発言を、最近公開された2008年12月のFOMC議事録から、次のように丹念に拾っている(87~88ページ。太字・下線は引用者)。

ベン・バーナンキ議長

日本のアプローチ、量的緩和アプローチは、中央銀行のバランスシートの負債側、特に準備預金やマネタリーベースの量に焦点をあてたものだ。その理論は、銀行に安いコストの資金を大量に配ることで、彼らが貸出を増やし、それが広範囲にマネーサプライを増加させ、物価を押し上げ、資産価格を刺激し、経済を刺激するというものである。

が有効に機能するであろうことを前提としたものであったため、FOMCとしては、それとは異なる政策を採用する、という意味で、LSAPと呼称したわけである。その後も、米国内外の報道等においては、QE（量的緩和）という通称が用いられるのが一般的ではあるものの、Fed首脳陣は、今日に至るまで一貫して、自らの政策運営に“QE”という呼称は決して用いてはならず、Fedの公式文書やペーパー類においてもまた然りである。

ちなみに、LSAPとは具体的には、市場の金利形成における信用リスク・プレミアムやターム（期間）・プレミアムの縮小を目指して、MBS（モーゲージ担保証券）や米国債を大量に買い入れる、というものであった。日銀の2001～06年の量的緩和や2013年以降のQQEの際のように、マネタリーベースや中央銀行の当座預金残高が、金融政策運営の目標として掲げられることは決してなかった。バーナンキ議長（当時）はこのような政策運営を、“QE（量的緩和）”と対比させる形で、“Credit Easing”（信用緩和）とも呼称していた。

なお、その後のアメリカにおける実際のマネタリー指標と物価の推移を見ても（図表5）、マネタリーベースの大幅な積み上げによって市中に供給される流動性や貸出が、信用乗数効果に見合う形で増加することはなく、日銀の量的緩和時と同じ結果となっている状況が見てとれる。

量的緩和策に関する私の評決は、極めてネガティブだ。私には大きな効果が見えなかった。それゆえ、我々は量的緩和策とは異なる政策を議論したい。

ドナルド・コーン副議長

私はマネタリーベースを増やすことの効果に懐疑的だ。その増加は資産価格に影響を及ぼすと思われているようだ。しかし、マネタリーベースを増やしても短期金利がこれ以上低下しないゼロ%の状態では、どの程度の効果があるのか疑問である。

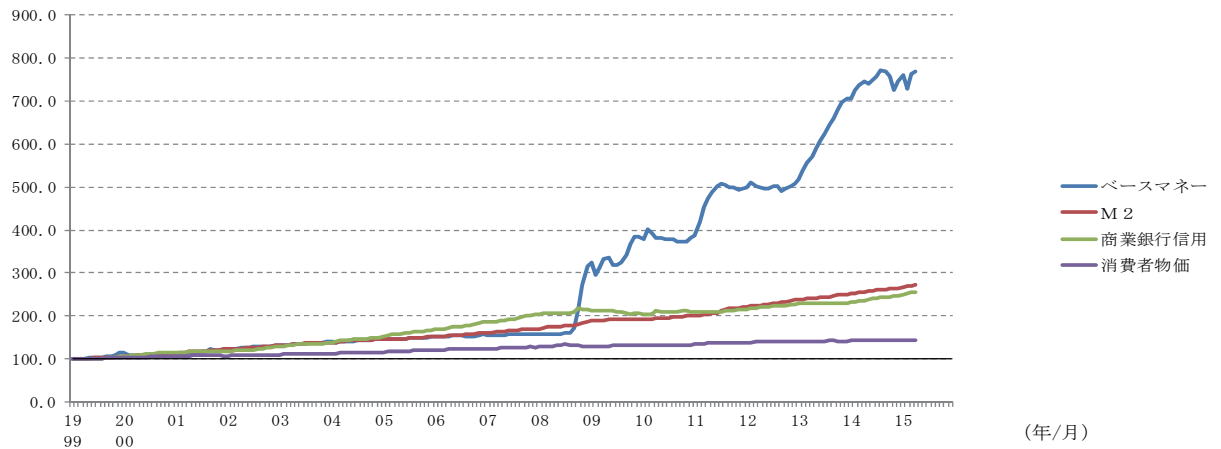
私には効果が波及する経路が理解できない。準備預金やマネタリーベースの量を指示する政策に作り変えることに、私は、非常に、非常に、躊躇する。

ジャネット・イエレン・サンフランシスコ連銀総裁（現議長）

ほとんどの証拠は、流動性の畏の時は、短期、中期には、マネタリーベースの変化は経済にほんのわずかの効果しかもたらさないと示唆している。このことは、ゼロ金利下で政策手段としてマネタリーベースを採用することは不適切であることを意味している。

日本で量的緩和が行われた時は、銀行システムが必要とする量を超えてマネタリーベースが増額された。それは日銀がゼロ金利政策を継続するという約束と関連してはいたが、それを除くと、認識できるような経済効果はなかった。私の見解は議長が最初に表明されたものと同じである。

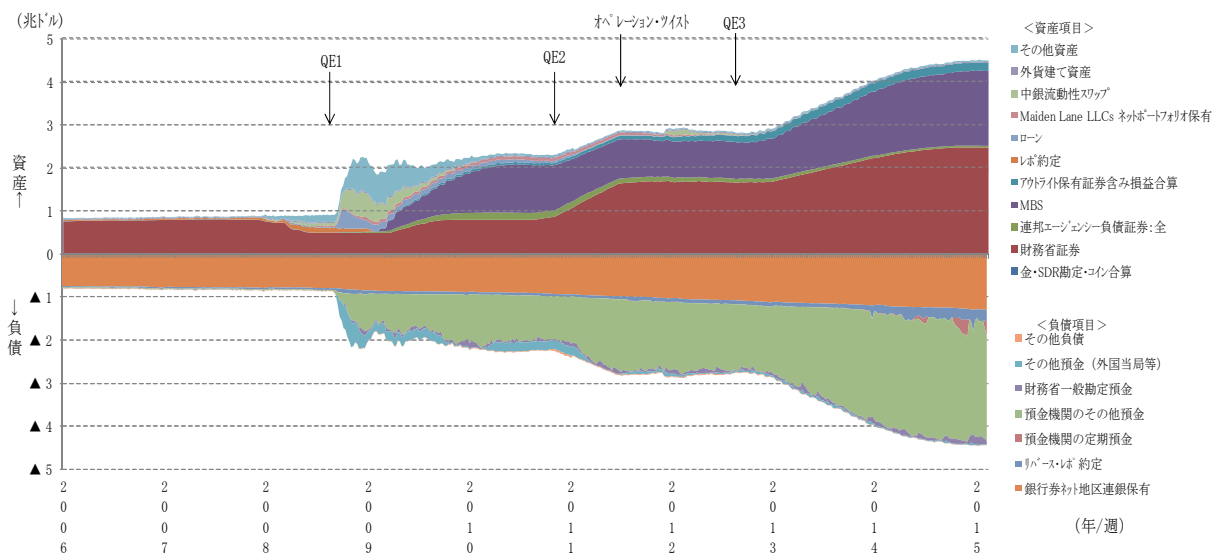
図表5 米国のマネタリーベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移
(1999年1月=100)



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve Systemデータ、Datastreamを基に作成。

F e dはその後、通称“QE1”、“QE2”、“オペレーション・ツイスト”、“QE3”とLSAP政策を展開していった(図表6)。このうち、“オペレーション・ツイスト”とは、既にF e dが保有していた米国債のうち、短期債を売却して同額の長期債を買い入れるというもので、数次のLSAPのうちでは唯一、2004年のバーナンキ論文において、「中央銀行のバランスシートにおける資産構成の変化」(前掲図表2)として考えられていた手段を実践したものであった。

図表6 連邦準備制度のバランスシートの推移



(資料) Federal Reserve Statistical Release, “Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)”のデータを基に作成。

なお、F e dは、このように類似のL S A Pを展開していくのに際し、バーナンキ前議長を始めとする首脳陣自らが、実証分析結果を基にして、L S A Pによる長期金利押し下げ効果⁵を説明していたほか、L S A Pには効果のみならず、潜在的なコストも伴うことを、対外的にも明確に説明していた点に注意する必要がある。例えば、バーナンキ前議長は2012年8月のカンザスシティー連銀主催のシンポジウムにおいて、L S A Pにかかる潜在的なコストとして、(イ)証券市場の機能を毀損する、(ロ) F e dが緩和的な政策からスムーズに脱出できることに関する大衆の信認がそがれる、(ハ)金融の安定性に対するリスクとなる、(ニ)連邦準備が財務面での損失を被ることがあり得る、という4点を明確に指摘していた。加えてF e dの場合は、“QE3”を開始する前の2011年6月の段階から、F O M Cにおいて、「正常化」(いわゆる「出口」)戦略の検討に着手していた点にも注意しておく必要がある(後述)。

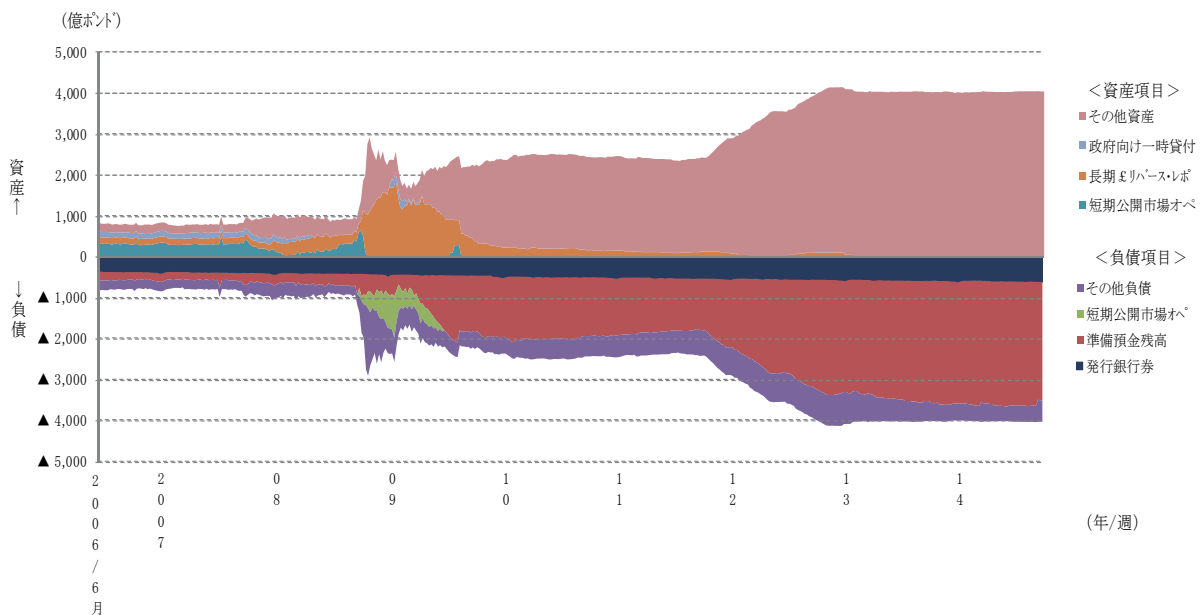
(2) イングランド銀行 (B O E)

英国も米国と同様、2007年9月のノーザン・ロック危機の頃から、金融危機の波にのまれていくこととなった。B O Eは2008年初から政策金利(バンク・レート)の引下げを開始したが、翌2009年4月には0.50%と事実上の下限に到達した。この頃からB O EもQE(量的緩和)という非伝統的な手段による金融政策運営に踏み込んでいくこととなった。その初期にはC P等の民間債も買い入れたものの、ほどなくして、専ら英国債を買い入れるという政策運営が行われた。その際、注目すべき点としては次の二つがある。

第一には、量的緩和はB O Eとは別勘定の、B O Eの子会社である資産買取りファシリティ(A P F : Asset Purchase Facility)の勘定で行われてきた(図表7では、B O EによるA P F向けの貸出<資金供給>を「その他資産」として表示)点である。これは、このような政策運営に着手した当初の時点から、このA P Fの勘定が、先行きは国債価格等下落等によって損失を被ることが予測されていたため、その場合には英政府がその補償を行うことを明確にするためである。

⁵ バーナンキ前議長は、「第1次・第2次L S A Pの累計で、10年物金利は80~120bp(100bp=1%ポイント)低下したと分析されている」と述べている(2012年8月のカンザスシティー連銀主催シンポジウム)。

図表7 インランド銀行のバランスシートの推移
(2006年6月～2014年9月)



(資料) Bank of England Interactive Database, B Monetary financial institutions' balance sheets, income and expenditureのデータを基に作成。
(注) 2006年5月までと2014年10月以降の期間のデータは、統計計上方法の変更により、本図の期間の計数とは接続しないため、本図の対象期間から除いた。

第二には、QEによって期待される効果やその波及経路を、中央銀行であるBOEがどう認識していたのか、という点である。BOEの場合、2009年3月のQE着手の時点においては、事実上の「ゼロ金利」の下でも、マネタリーベースを増額すれば、それに信用乗数倍される形で市中に出回るマネーサプライが増加し、それが実体経済を刺激するはずだ、というマネタリスト的な考え方がとられていた。そのような考え方は、当時のBOEの対外広報用のパンフレットにも明確に示されており、同時期のFed首脳陣とは対照的なものであった。しかしながら、英国においてもQE着手後のマネタリーベースやマネーサプライの推移を見ると、日米両国と同様、マネタリスト的な効果が観察されることはなく、世論の批判が高まることとなった。そうした状況を受けて、その後、BOEはQEの意図の当初の説明の変更へと追い込まれ、その意図をFedと同様の「信用緩和」として説明するようになった。

なお、BOEとしてはその後の経済・金融情勢の展開をにらみ、APF勘定での英国債の大規模な買入れは2012年をもって既に停止しており、その後は、APF勘定内で満期が到来した英国債を同額再投資する形で資産規模を横ばいで維持している。Fedの金融政策運営をにらみつつ、BOEも今後、正常化に向けた政策運営に着手していくものが見られている。

(3) 日本銀行

日銀は、世界的に見ても初の事例として2001年3月に導入した「量的緩和」政策を、2006年3月に終了した。それを機に金融市場調節の操作目標は、量的緩和導入前の1990年代までの無担保コールレート・オーバーナイト物に復することとなった。その後、世界的な金融危機をはさみ、白川前総裁の下、2010年10月には「資産買入等の基金」を設けた上で、多様なリスク資産（ETFs、J-REITs）や国債を買い入れる「包括緩和」政策を実施したが、物価情勢はなかなか好転しなかった。

その後、2012年12月の安倍晋三政権の誕生後、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を政府と共有した上で、2013年3月に就任した黒田現総裁の下、同年4月から、この目標を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ため、「量的・質的金融緩和（QQE）」を導入した。その根底には、「それまでの日銀による金融緩和の度合いが不足していたがために、日本経済は長期にわたるデフレから脱却できなかった」という考え方があった。具体的には、金融市場調節の操作目標は、無担保コールレート・オーバーナイト物からマネタリーベース（銀行券と日銀当座預金の合計）に変更され、当初はこれを年間60兆～70兆円増に相当するペースで、2014年10月末の追加緩和後は年間80兆円増のペースとなるよう、オペレーションが実施された（図表8）。合わせて、長期国債を、保有残高を年間50兆円増加させるペースで買い入れることとし、その際、かつての「銀行券ルール」（日銀の長期国債保有残高が銀行券の発行残高を超えないようにするというもの）は撤廃するほか、買入れ国債の年限も長期化し、かつ、各年限債の期近2回分の発行銘柄をオペの対象玉から除外する、というそれまでのルール⁶も撤廃された。合わせてETFやJ-REITsの買入れ規模も拡大された。

⁶ 国債市場におけるフェアな価格発見メカニズムを尊重することがその意図であった。

図表8 日本銀行のマネタリーベースの目標とバランスシートの推移及び見通し

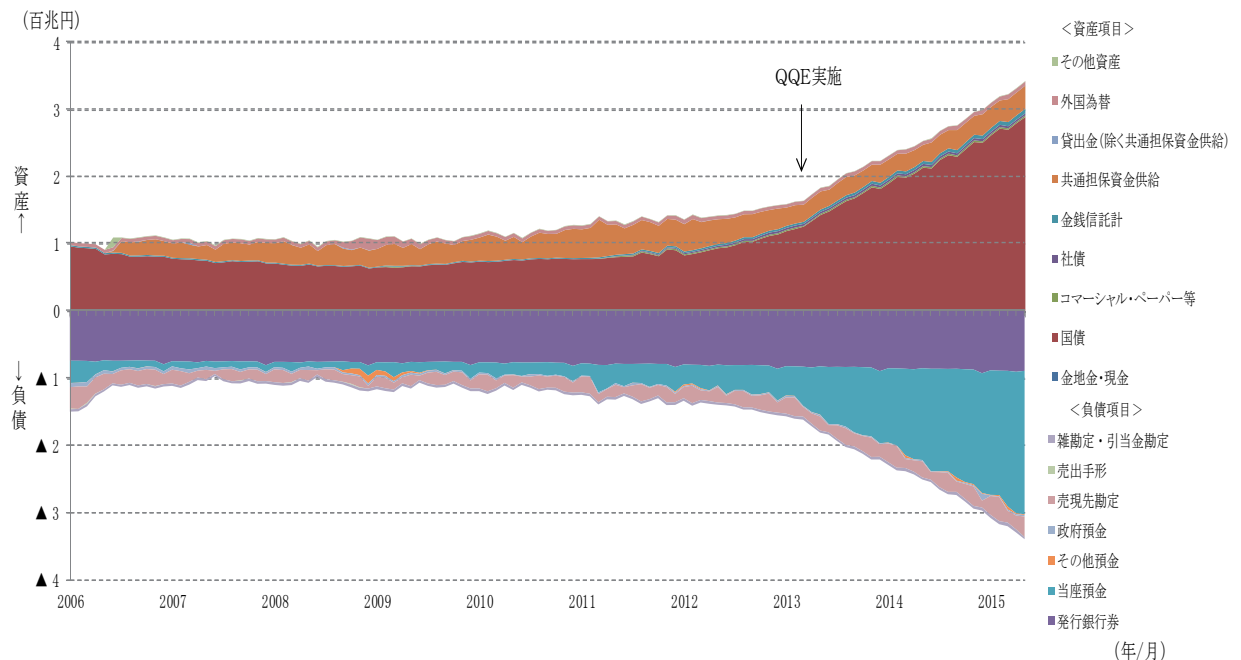
(兆円)

	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	(当初見通し)	14年末 (実績)	14年10月末以降の 年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	200	276	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)					
長期国債	89	142	140	202	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	2.5	3.8	+約3兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.14	0.17	+約900億円
貸出支援基金	3.3	8.4	13	23.4	
その他とも資産計	158	224	220	300	
銀行券	87	90	88	93	
当座預金	47	107	107	178	
その他とも負債・純資産	158	224	220	300	

(資料) 日本銀行『「量的・質的金融緩和」の拡大』2014年10月31日、『金融経済統計月報』。

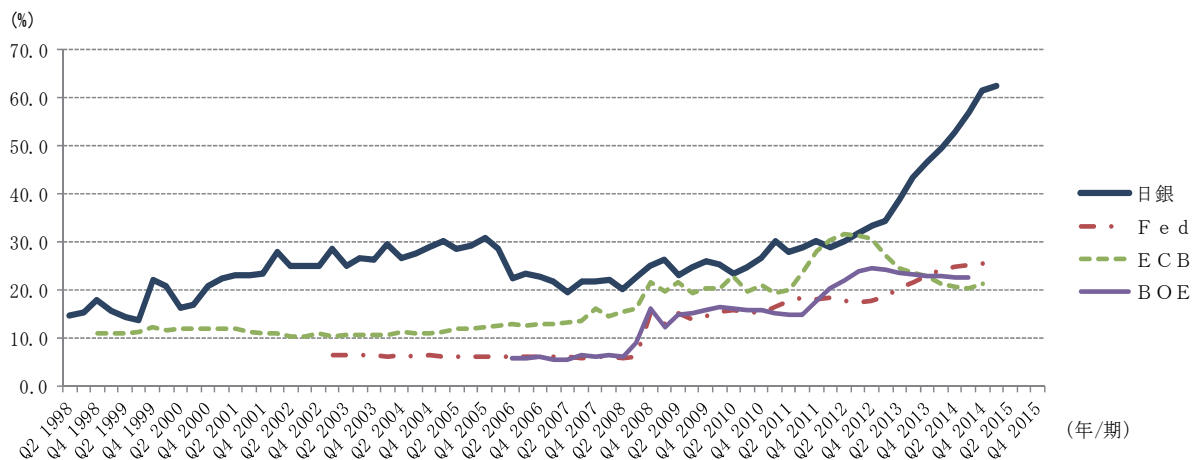
このようにして、日銀のバランスシートは、一段と大きく拡大することとなり(図表9)、その規模(対名目GDP比)の推移を他の主要中銀と比較すると、日銀の増加傾向が突出していることが見てとれる(図表10)。

図表9 日本銀行のバランスシートの推移



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』のデータを基に作成。

図表 10 日米欧中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



(資料) Datastream。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS。

3-2. 「正常化」局面に向けての問題の所在

このように、近年、LSAP等の大規模な資産買入れを実施してきたFedやBOE、日銀にとっては、そのような政策運営を終えた後、いずれは、かつての伝統的な手段（政策金利の「上げ下げ」＝短期市場金利の政策目標水準への誘導）による金融政策運営に戻していかなければならないことは論を待たない。果たしてかつての金融政策運営に、首尾よく復することができるのか、というのが、これらの中央銀行が直面している大きな課題である。以下では、かつての金融政策運営に復することが可能であるとすれば、①それはどのような方法によるのか、②どの程度の期間ないし年月を要すると見込まれるのか、③その過程で何らかのコストが発生することはないのか、④首尾よく復することが困難となった場合、どのような事態に至る可能性があるのか、といった点を順に考えていくこととする。

(補論1) 平時における中央銀行は市場金利をどのように誘導してきたのか

ここで、「ゼロ金利」状態に至る前のいわゆる「平時」において、中央銀行は市場金利をどのように誘導して、政策金利を「上げ下げ」し、金融政策運営を行ってきたのかを確認しておきたい。

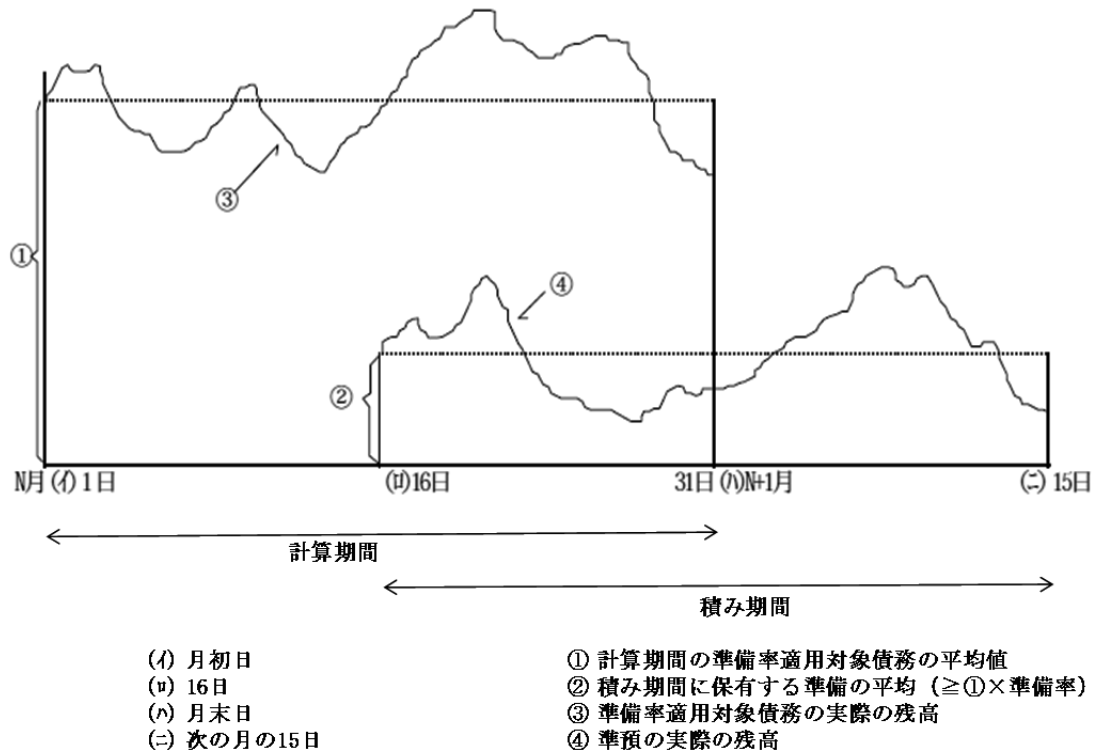
短期市場金利は、インターバンク（銀行間）市場がその中心的位置を占める短期金融市場で形成される。インターバンク市場の資金需給を変化させる要因には、(イ) 銀行券要因と(ロ) 財政資金要因の二つがある。(イ) 銀行券要因は、企業や家計がその取引需要に応じて、どの程度の銀行券を民間銀行から引

き出すかによって決まるもので、民間銀行はそうした実需の動きを見ながら、中央銀行から銀行券を引き出すことになる。(ロ) 財政資金要因は例えば、年金の支払といった財政資金の支払があれば、中央銀行における政府預金から民間銀行の当座預金にその金額が振り替えられるため、民間銀行側は資金余剰で手許流動性が潤沢となる。一方、逆に納税が行われる日には、その金額が民間銀行の中央銀行当座預金から政府預金に振り替えられることになり、民間銀行側は資金不足になる、というように変動する要因である。中央銀行はインターバンク市場における資金需給を、公開市場操作(オペ)等によって完全にコントロールすることができる立場にある。そこで、(イ) 銀行券要因や(ロ) 財政資金要因による資金需給の変動の見通しを立てつつ、日々、必要な金額をオペによって供給したり吸収して、金利を引上げ誘導したい局面では資金需給をタイト化させ、逆に引下げ誘導したい局面では資金需給を緩めることによって、短期金利が金融政策運営上意図する水準に落ち着くように誘導する。

ただし、実際には、(イ) 銀行券要因と(ロ) 財政資金要因のみでは、営業日によっては民間銀行側の資金ポジションが特段、変化せず、資金不足になる銀行が発生しないため、資金取引が成立せず、市場金利が形成されにくくなることがある。このため、各中央銀行は準備預金制度を併用しつつ、金融調節を行っている。これは本来、民間銀行に対し、顧客から受け入れている預金の一定割合(現在の平均実効準備率は0.75%程度)を、支払準備として中央銀行当座預金の形で保有することを法律で義務付ける、という制度である。この法定準備預金の金額は、その計算の対象となる期間中に当該銀行が家計や企業から受け入れた預金等の平均残高(「平残」)によって決定され、それを、計算期間に遅れる形でスタートする「積み期間」中の平残として達成すれば足りることになっている(図表11)。これによって、銀行券要因や財政資金要因のみでは、各行の資金ポジションが大きく動かない営業日においても、資金取引を行うニーズが生まれ、市場金利が形成されることになる。また、各行の日々の準備預金残高は、振れを伴うことは許容されているために、特定の営業日に、各行にとって予期せざる手元の資金繰りの急変や、短期金融市場全体の資金需給に急な変化があった場合、仮にその日は準備預金の積立分を取り崩さなければならない事態に至ったとしても、それはそれで許される、という設計になっている。このため、市場参加者は、いわゆる「積み最終日」を除いて、市場金利を日々円滑に変化させながら形成することが可能になるのである。このように、短期金融市場の資金需給が相応に引き締まり、参加各行が、必要最小限の法定準備預金を中央銀行に預けるようになっている状態が、中央銀行の側からすれば、

市場金利の円滑な誘導を可能にする土台を作り出していたと見る事ができよう。

図表 11 日本の準備預金制度（概念図）



（資料）白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008年（p134）に一部加筆して作成。
 （原資料）宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」（金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-3）
 日本銀行金融市場局、2000年2月14日。

これに対して、現在のようなL S A Pの下で、巨額のマネタリーベースが供給されている短期金融市場の状況を見ると、市場には巨額の余剰資金があふれかえっている状態にある。銀行券需要とはそもそも、企業や家計の実需で決まるもので、危機時を除けば安定的に推移することが通常であるため、各行は、そうした余剰資金を、法定準備預金分を大きく超える「超過準備」として中央銀行当座預金に保有している。中央銀行にとって本来、準備預金とは無利子であり、現在の法定準備預金は無利子のままであるが、現在の日銀はそれを超える「超過準備」に対して、これを「補完当座預金」と名付けて 0.1%の付利を行っている。

このように、現在の短期金融市場においては、かつてのような「貸出先の多い都市銀行は資金不足、地方の潤沢な貯蓄が預金として流入する地方銀行は資金余剰」といった資金ポジション上の構図は存在しない。短期金融市場に参加

する全銀行が、業態を問わず、巨額の資金を持て余し、それを日銀に超過準備として預けている状態にある。そのような状況下では、当然のことながら、資金取引はほとんど成立せず、市場金利は極めて形成されにくい状況となっている。こうした状況にある短期金融市場を、いずれ、「正常化」が必要になった時点で、いかなる方法によって、どれほどの期間をかけて、元のような、相応に資金需給の引き締まった短期金融市場に戻していくのか—この点こそが、これまでL S A Pを実施してきた各中央銀行が直面する課題であると言える。

4. 「正常化」に向けての政策運営の考え方

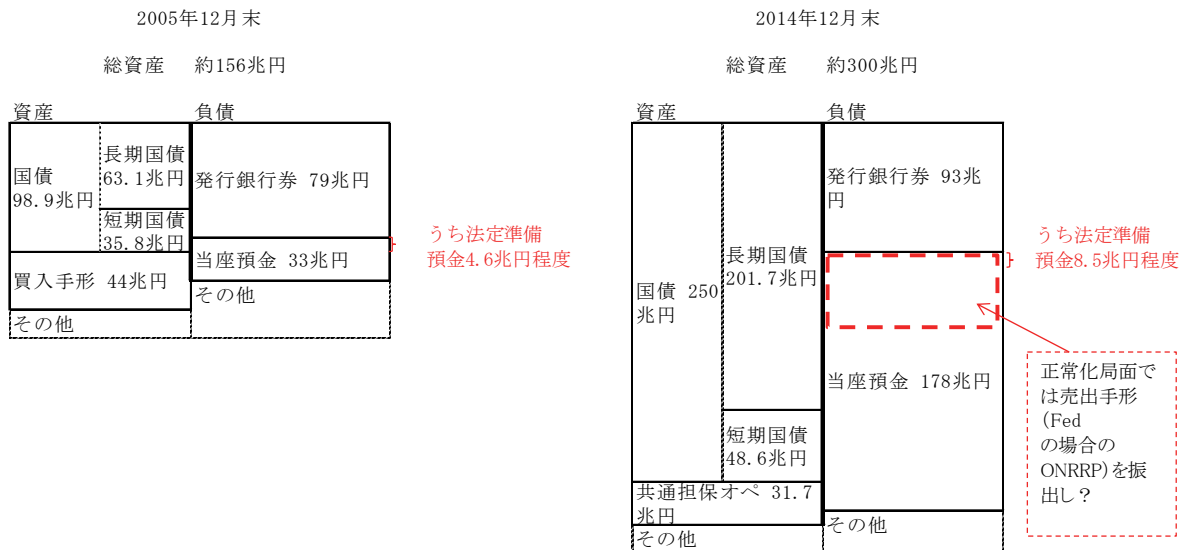
4-1. 日銀の「量的緩和」終了時（2006年）の経験

ここで、2006年3月の日銀の量的緩和の解除時の経験を振り返っておこう。この時は、解除決定のその4か月後の7月には早くも、政策金利である無担保コール・オーバーナイト金利の0.25%への引上げ誘導が実現できている。このように短期間のうちに、かつ円滑に「従来の姿」を回復できたのはなぜだったのか。

当時（2005年末）と最近（14年末）の日銀のバランスシートを大まかに比較してみたものが図表12である。当時と最近の相違点は、日銀のバランスシートの規模（05年末は約156兆円、14年末は約300兆円）もさることながら、その最大の違いはバランスシートの構成上の、国債保有残高と銀行券発券残高との関係にある。すなわち、05年末の段階では、「銀行券ルール」が遵守され、長期国債の保有残高（約63兆円）は、銀行券の発券残高（79兆円）を下回っていた。当時の政策運営の目標は、日銀の負債サイドの当座預金残高（最終的には30~35兆円）であったが、それを維持するためには、その見合いとなる資金供給を、国債の買入れとは別のオペで行う必要があった。その結果、14年末の時点では、当座預金残高（33兆円）に見合うだけの、オペによる短期の資金供給残高（買入手形44兆円）が存在しており、これは日銀にとっては、要するに、個々のオペの満期到来のタイミングで、いつでもバランスシートから落とせる資金供給残高があることを意味していた。実際に日銀は06年3月の量的緩和解除以降、この買入手形による資金供給をすべて、満期到来とともに順次期落ちさせ、4か月後には買入手形の残高はゼロとなった。これによって、その資金供給の見合いとして当座預金に預けられていた超過準備33兆円も、バランスシート上「両建て」で一気に落とすことが可能となった。当時の日銀は、「銀行券ルール」を遵守していたおかげで、その後金融調節を「平時」の状態に戻す上での障害となりかねない超過準備を、4か月のうちに一気に解消できたのであ

る。

図表 12 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較
(2005 年末と 2014 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。

これに対して、最近（14 年末）の状況を見ると、QQE の導入と同時にかつての「銀行券ルール」は放棄されており、日銀の国債保有残高は、銀行券の発券残高（93 兆円）を大きく上回る 250 兆円の規模にまで膨張している。短期の資金供給オペの残高は、共通担保オペによるわずか 31.7 兆円しかない。これは裏を返せば、仮に日銀が QQE の終了を決断したとしても、短期間でバランスシートから落とすことができる資金供給分＝超過準備の規模はわずか 32 兆円程度しかなく、その分を差し引いてもなお、当座預金は約 150 兆円相当が残存する。そのうち法定準備は 8.5 兆円程度とみられるため、実に 140 兆円強の規模の巨額の超過準備（民間銀行にとっての「余剰資金」）が残存することになる。これでは、短期金融市場の資金需給が「相応に引き締まった状態」を取り戻すには程遠く、「平時」の金融調節オペレーションを実施していく上で大きな障害が残存することになる。こうした状況からも、今回の QQE の「出口」局面における政策運営のハードルがいかに高いのかが理解できよう。

4-2. 各中央銀行の買入れ資産の内訳と「満期落ち」方式で可能な、資産規模の縮小ペース

ではどうすれば中央銀行の資産規模を縮小し、超過準備を減らせるのだろうか

か。ごく単純に考えれば、中央銀行がその資産を、緩和拡大時とは逆の「売りオペ」によって落としていくことができれば、バランスシートの資産減少に合わせて負債である当座預金も縮小し、市場の余剰資金を吸収できるはずだ。しかしながら、市場金利への影響等を考えれば、そのような売りオペに踏み切ることは実際にはかなり困難であろうことは想像に難くない。とりわけ日銀の場合、その保有分が国債発行残高に占めるシェアは既に相当高くなっており（図表 13）、そのハードルは高い。

図表 13 日本銀行が保有する利付国債の内訳と試算結果
(2015年1月20日現在)

種類	保有残高 (億円)	シェア 対落札・割当額、%	残存年数概算 (加重平均、年)	表面利率 (加重平均、%)
2年債	236,042	39.7	0.5	0.10
5年債	570,838	42.3	2.0	0.29
10年債	766,052	33.4	5.6	1.05
20年債	318,417	23.1	11.2	2.05
30年債	58,613	13.7	25.0	1.98
40年債	16,698	18.6	37.7	1.91
変動利付債	46,584	11.1	3.8	-
物価連動債	12,842	12.5	1.9	-
合計/平均	2,026,086	30.4	5.6	0.91

(資料) 日本銀行金融市場局『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』2015年1月22日、財務省『国債の入札結果』2014年3月31日現在、財務省『入札カレンダー』を基に作成。

(注1) 国債の発行規模は発行時点の競争入札ベースで算出。それ以外の非競争入札による発行分や、発行後に財務省理財局が実施している買入れ償却入札や流動性供給入札による変動分は含まない。

(注2) 表面利率は、変動利付債と物価連動債を除くベースでの加重平均。

では、「売りオペ」までは行わずとも、各中銀が保有する国債等の満期が到来したタイミングで、ロールオーバー（再投資）をしない方法で、資産規模を徐々に縮小していくアプローチはどうか。

米英日の中央銀行はそれぞれ、LSAPによって買入れた資産の内訳をその都度、公表している。そこで、これらの本年（2015年）1月下旬時点の公表データを基に、各中銀の保有国債の平均残存年数を試算したところ、日銀は5.6年（国庫短期証券の保有分を除く、図表 13）、Fed はエージェンシー債⁷も含め9.0年（図表 14）、BOEは12.07年（図表 15）という結果となった。この年数は、各中央銀行が、「満期落ち」方式を堅守して、満期が到来した資産を一

⁷ ファニーメイやフレディマック等の住宅金融支援企業（エージェンシー）が発行する債券。

切、再投資せず、全額を償還させていった場合に、資産規模をおおむね半減させるのに必要な期間と理解できる。日銀の場合は米英に比較すれば相対的には短いとはいえ、これほどの長期間、各中銀が金融引締めを一切行わず、超金融緩和状態を継続したままで、何ら支障が生じずに済むとはさすがに考えにくい。

図表 14 連邦準備制度がシステム公開市場勘定（SOMA）において保有する債券の内訳と試算結果（2015年1月21日時点）

債券のタイプ	保有残高（千ドル）	残存期間概算（年）	クーポン加重平均（%）
財務省証券・短期債(T-Bills)	.0	-	-
財務省証券・中長期債(Notes/Bonds)	2,346,706,687.8	8.8	3.262
財務省証券・変動利付債(FRN)	4,873.0	1.0	-
財務省証券・インフレ連動債(TIPS)	98,468,910.3	15.7	-
連邦エージェンシー証券	37,588,000.0	2.2	5.111
エージェンシーMBS	1,750,532,479.3	n.a.	3.563
合計/加重平均	4,233,300,950.4	9.0	3.406

(資料) Federal Reserve Bank of New York, “System Open Market Account Holdings as of January 21, 2015” のデータを基に作成。

(注1) 残存期間の加重平均はエージェンシーMBSを除くベース。

(注2) クーボンの加重平均は変動利付債とインフレ連動債を除くベース。

図表 15 イングランド銀行が資産買入れファシリティにおいて保有する国債の内訳と試算結果（2015年1月末時点）

ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買入れ額(百万£)	ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買入れ額(百万£)	
GB0033280339	UKT_4.75_070915	4.75	2015	0	15,093	GB00BHHBF458	UKT_2.75_070924	2.75	2024	9	2,005	
GB0008881541	UKT_8.00_071215	8.00	2015	0	4,716	GB0030880693	UKT_5.070325	5.00	2025	10	17,066	
GB00B3QCG246	UKT_2.201116	2.00	2016	1	7,981	GB00B16NNR78	UKT_4.25_071227	4.25	2027	12	17,259	
GB00B0V3WX43	UKT_4.070916	4.00	2016	1	11,042	GB0002404191	UKT_6.071228	6.00	2028	13	8,152	
GB00B3Z3K594	UKT_1.75_220117	1.75	2017	2	11,156	GB00B24FF097	UKT_4.75_071230	4.75	2030	15	12,925	
GB0008931148	UKT_8.75_250817	8.75	2017	2	4,576	GB0004893086	UKT_4.25_070632	4.25	2032	17	14,487	
GB00B7F9S958	UKT_1.070917	1.00	2017	2	3,586	GB00B52W5153	UKT_4.5_070934	4.50	2034	19	8,475	
GB00B1VWPC84	UKT_5.070318	5.00	2018	3	15,766	GB0032452392	UKT_4.25_070336	4.25	2036	21	5,942	
GB00B8KP6M44	UKT_1.25_220718	1.25	2018	3	2,871	GB00B00NY175	UKT_4.75_071238	4.75	2038	23	8,157	
GB00B39R3F84	UKT_4.5_070319	4.50	2019	4	17,387	GB00B3KJDS62	UKT_4.25_070939	4.25	2039	24	6,547	
GB00B0V0F150	UKT_1.75_220719	1.75	2019	4	2,755	GB00B6460505	UKT_4.25_071240	4.25	2040	25	7,520	
GB00B4YRFP41	UKT_3.75_070919	3.75	2019	4	11,510	GB00B1VWPJ53	UKT_4.5_071242	4.50	2042	27	7,302	
GB00B058DQ55	UKT_4.75_070320	4.75	2020	5	14,125	GB00B84Z9V04	UKT_3.25_220144	3.25	2044	29	1,959	
GB00BN65R198	UKT_2.220720	2.00	2020	5	0	GB00BN65R313	UKT_3.5_220145	3.50	2045	30	180	
GB00B582JV65	UKT_3.75_070920	3.75	2020	5	4,699	GB00B128DP45	UKT_4.25_071246	4.25	2046	31	4,983	
GB0009997999	UKT_8.070621	8.00	2021	6	11,285	GB00B39R3707	UKT_4.25_071249	4.25	2049	34	5,208	
GB00B4RMC977	UKT_3.75_070921	3.75	2021	6	7,099	GB00B6RNM572	UKT_3.75_220752	3.75	2052	37	6,693	
GB00B3KJ0Q49	UKT_4.070322	4.00	2022	7	23,291	GB00B06YGN05	UKT_4.25_071255	4.25	2055	40	8,150	
GB00B7L9SL19	UKT_1.75_070922	1.75	2022	7	3,292	GB00B54QLM75	UKT_4.220160	4.00	2060	45	7,455	
GB00B7Z53659	UKT_2.25_070923	2.25	2023	8	2,758	GB00BBJNQY21	UKT_3.5_220768	3.50	2068	53	381	
							合計				325,831	
							加重平均クーポン	4.36				
							加重平均残存期間		12.07			

(資料) Bank of England, “APF Gilt Purchases in Nominal Terms” の計数を基に作成。

4-3. Fedにおける、今次緩和局面からの「正常化」に向けての検討内容

このように、LSAPを実施していく中で、実際に「銀行券ルール」を遵守し切れなくなり、先行きの金融政策運営が危うくなっているのは、日銀のみに限った話ではない。Fedも同様の状況にある（図表 16）。では今後、いかに

して金融政策の正常化に向けて舵を切っていけばよいのだろうか。

図表 16 日本銀行と連邦準備制度のバランスシート構成の比較

<2005年末～2006年初時点>
【日本銀行】(2006年3月末)

金・外貨資産	4	銀行券	52
長期国債	42	当座預金	22
短期国債	23	政府預金等	19
短期国債買入れオペ	9	吸収オペ	1
短期供給オペ	30	対海外中銀レボ等	2
(除く短期国債買入れオペ)		その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	4
その他	2		
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】(2005年末)

金・外貨資産	4	銀行券	90
長期国債	57	当座預金	2
短期国債	32	政府預金	1
短期供給オペ	6	対海外中銀レボ等	4
貸出ファシリティ	0	その他	1
その他	2	自己資本	3
合計	100	合計	100

【(参考) ユーロシステム】(2005年末)

金・外貨資産	33	銀行券	54
国債等	13	当座預金	15
短期供給オペ	0	預金ファシリティ	0
週次オペ(MRO)	30	政府預金	3
月次オペ(LTRO)	9	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	10
その他	15	自己資本	17
合計	100	合計	100

<2014年末時点>
【日本銀行】

(いずれも単位は%)

金・外貨資産	0	銀行券	31
長期国債	67	当座預金	60
短期国債	16	政府預金等	3
CP・社債	2	吸収オペ	3
金銭の信託	2	対海外中銀レボ等	0
短期供給オペ	11	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	2
その他	2		
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】

金・外貨資産	1	銀行券	29
長期国債	55	当座預金	53
短期国債	0	政府預金	5
エージェンシー債	1	海外中銀等預金	1
MBS	39	吸収オペ	11
短期供給オペ	0	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	1
その他	5		
合計	100	合計	100

【(参考) ユーロシステム】

金・外貨資産	29	銀行券	46
国債等	28	当座預金	14
短期供給オペ	0	預金ファシリティ	2
MRO	7	政府預金	2
LTRO	21	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	16
その他	14	自己資本	19
合計	100	合計	100

(資料) 日本銀行企画局『主要国の中央銀行における金融調節の枠組み』、2006年6月(p8図表3)、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, January 2, 2015, European Central Bank, “Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at 31 December 2014”を基に作成。

F e dはいわゆる“QE3”に着手する前の2011年の段階からこの点を憂慮し、FOMCにおいて何度も、「正常化」プロセス局面で金融政策運営上採り得る実務的な選択肢の実現可能性や効果、リスク等を議論し、その議事要旨の公表や首脳陣による記者会見等を通じて、その内容を誠実に、そして正直に、米国民や市場関係者に対して公表してきた。

14年9月には、“QE3”の終了に先立ち、「正常化」戦略の内容が公表されている。それによれば、LSAP終了後の資産売却は容易ではないことから、今後の金融政策運営上は、巨大な規模のバランスシートを抱えたままで市場金利の引上げ誘導を先行させる。その主な手段としては、「超過準備に対する付利水準の引上げ」を用いることとする。そのロジックは「民間銀行がいつでも中央銀行の当座預金に資金を預けて一定の利子を得られるのであれば、市場金利はそれを上回る水準で形成されるはずだ」というものだ。引上げ誘導に際して

は、オーバーナイト・リバースレポ（ONRRP、日銀の「売出手形」に相当）等のオペも用いる。また、資産規模の縮小は基本的に、保有資産の再投資の停止によって行うこととし、それは市場金利の引上げ誘導を行った後に開始する、との考え方が示されている。13年9月からは実際に、ONRRPの予行演習も行われている。

FOMCの議事要旨や最近の首脳陣の講演等の内容をみる限り、Fedとしては、このような形での市場金利の引上げ誘導について、必ずしも自信满满というわけでもないようだ。とりわけ市場にストレスがかかるような局面では、インターバンク資金が準備預金に集中してしまう可能性が懸念されており、そうした局面では「管理（規制）金利」を使わざるを得なくなる可能性にすら言及されている。今後の金融調節の実務面でのハードルの高さをFedがいかにか厳しく認識しているのかがうかがわれる。

（補論2）欧州中央銀行の国債買入れ－米英日中央銀行のLSAPとは似て異なる金融政策運営

ちなみに現在、主要中銀のすべてが同様の状況にあるわけではない。

ECBはリーマン・ショックから欧州債務危機を経て近年に至るまでの間、日米英の中央銀行とは一線を画した金融政策運営を行ってきた。欧州の場合は、米国とは異なり、資本市場ではなく銀行による金融仲介が中心であるため、資本市場に介入するLSAPではなく、銀行経由での異例の方式での無制限資金供給等という「欧州に合った」手段で、危機を乗り切ってきたのである。

しかしながらその後は、ユーロ圏各国においてもデフレ・リスクが高まったことから、ECBも15年3月からPSPP（公共セクター買入れプログラム）による各国債の買入れに踏み切った。ただし、ECBの場合は、(イ) 国債市場の機能低下や(ロ) 各国政府の財政再建意欲に悪影響を及ぼすことのないよう、買い入れる国債は発行者(各国政府等)ごとに残高の33%まで、銘柄ごとに25%まで、という厳格な基準を設けてプログラムを開始している。日銀やFedのように、買い入れた国債に占める中央銀行の保有シェアが6～7割にも達している銘柄が少なくないという状況とは極めて対照的となっている。

また、中央銀行としてのユーロシステムのバランスシートの状況をみると(図表16)、足下で保有する国債等の残高は、銀行券の発券残高を大きく下回っており、日銀やFedとは対照的に、まだ相当な余裕がある。加えて、ECBの政策金利の一つである預金ファシリティ金利は14年から既にマイナス圏に引き下げており、日銀の政策運営とは対照的に、超過準備の発生は極力抑制する

という政策スタンスだ。E C Bはこれまでも金融政策運営に際しては慎重な検討を積み重ね、加盟各国中銀の多様な意見を尊重しながら政策運営を行ってきた。それゆえ当然でもあろうが、今回のP S P P開始に際しても、すべては周到な計算済みで、新たな政策が実行に移されているようだ。E C Bとしては、P S P Pを実施するのに際して、L S A Pに実態上相当する政策運営を行うために、「銀行券ルール」を簡単に放棄するつもりはなく、日銀やF e dのやり方とは異なり、先行きの出口局面で金融政策運営上のコントロールビリティが脅かされるリスクを取るつもりはなさそうに見受けられる。

5. 金利引上げ誘導を先行させる場合の副作用とは（中央銀行の財務運営上、及び政府の財政運営上、何が起こるのか）

5-1. 中央銀行は、巨額の準備預金を抱えながら、市場金利を引上げ誘導できるのか

では日銀の場合はどうか。「出口」はまだ先のことであるとされ、議論は日銀自身によって封印されている。しかし、「銀行券ルール」が放棄されて久しい前述のような現状からすれば、日銀も、F e dと同様の、超過準備への付利水準の引上げや売出手形の振出しによって、金融政策運営の「正常化」を時間をかけて行っていくよりほかにないものと考えられる。

なお、前述のように、日銀は2008年10月から、超過準備に付利する制度（補完当座預金制度、現在0.1%）を導入し、その下での市場金利の形成に関しては、F e dと同じロジックに基づく見通しを明らかにしている。しかしながら実際に形成されている短期市場金利を見ると、近年から足下に至るまでの無担保コールレート・オーバーナイト物は一貫して、この付利水準を「下回る」形となっており、先行きの金融調節には、F e dが懸念しているような困難も予想される。

5-2. 「出口」局面で予想される事態—日銀が「逆ざや」に転落

仮にその引上げ誘導が首尾よく行い得るとしても、中央銀行にとってはもう一つのハードルがある。超過準備への付利水準の引上げとは、中銀としての負債サイドの相当部分の付利水準を引き上げることを意味し、バランスシート上でその見合いとなる資産がどの程度の利回りを計上できているのかが財務運営上、問題となるのだ。

本年1月下旬時点の公表データを基に試算すれば、F e dの場合は、保有資産全体の加重平均利回りは3.4%程度になると見られる（前掲図表14）。B O E

については同様に、4.36%と試算される（前掲図表 15）。

これに対して、日銀の保有国債（国庫短期証券を除く）の加重平均利回りの試算結果は、本年1月下旬時点でわずか0.91%にとどまる（前掲図表 13）。各国のこれまでの長期金利（＝国債のクーポン）の推移を振り返れば、このような試算結果となるのは、ある意味当然のことでもある。日銀の場合、国庫短期証券の保有分を含めれば、この加重平均利回りはさらに低下する筋合いである上、その後もさらにクーポンの低い国債を大量に買い入れているため、加重平均利回りが一段と低下しているであろうことは間違いない。ちなみに、日銀の岩田副総裁は2015年5月14日に開催された参議院の財政金融委員会に参考人として出席し、2014年上半期の日銀の保有国債の加重平均利回りは0.473%であると発言している。

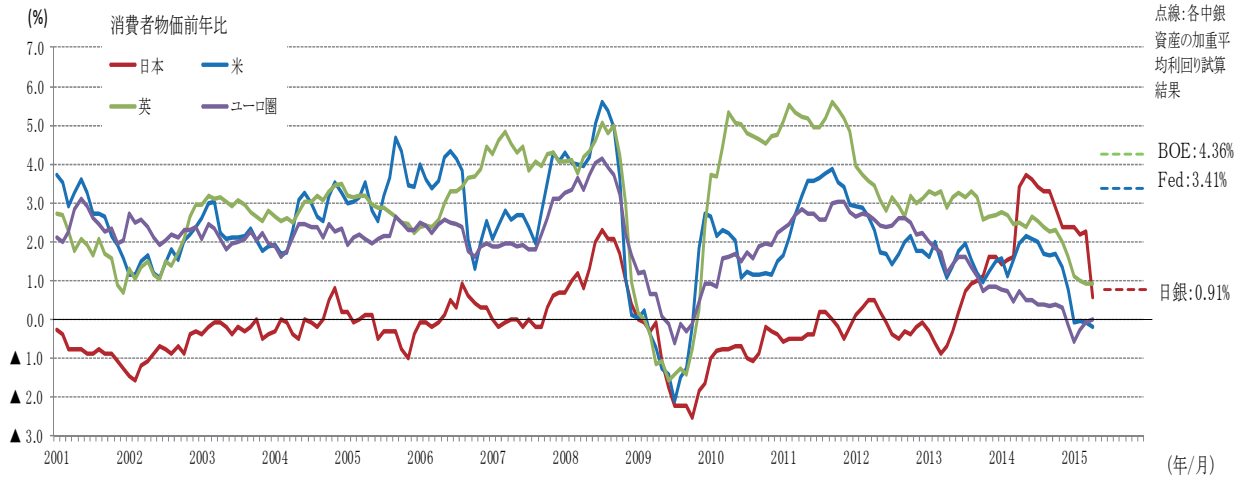
これは、日銀の場合、将来的な短期金利の引上げ誘導の余地がかなり乏しいことを意味する。物価目標2%を目標としているにもかかわらず、引き締め局面において短期金利を1%程度、ないしは0.5%程度に引き上げ誘導するだけで、日銀のバランスシートが「逆ざや」状態に陥るリスクが高まる。そうなれば、政府に納付金を納められなくなるどころか、逆に政府は財政支出による日銀への損失補填を余儀なくされ、一般会計の運営に大きな負担をかけることにもなりかねない⁸。しかも、そのような状況は1～2年程度で済むような話ではなく、資産規模を相応に縮小できるまでの相当な期間、継続する可能性が高い。仮に、そのような事態に至ることになれば、納税者負担をもって中央銀行から民間銀行に付利することに相当し、世論の反発が強まるのではないか、との指摘もある⁹。

ちなみに、米英の中銀の買入れ資産の加重平均利回りを、各国の過去の物価動向の推移と比較してみたものが図表 17 である。金融環境を「平時」に戻すべく、各中央銀行が政策金利を引上げ誘導するのに際しては、その時点の物価上昇率はその誘導金利水準の最低ラインとしての目安となる。そのように考えれば、日銀ほどではないとは言え、FedやBOEにとっても、短期金利の引上げ余地は、現状の保有資産の加重平均利回りからすれば必ずしも十分とは言えないように見受けられる。

⁸ 2015年5月28日付のFinancial Timesの記事“BoJ accounts reveal anxiety over effect of QE exit”においては、「日銀がもし、金利をゼロから3%に引き上げれば-2%のインフレ・ターゲットの達成に成功することと首尾一貫して、年当たり数兆円の運営損失に苦しむことになりそうである」（訳は筆者）と指摘されている。

⁹ 翁邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013年7月、p268。

図表 17 主要国・経済圏の消費者物価（総合、前年比）の推移



(資料) Datastream。各中銀資産の加重平均利回り試算結果は、各中銀の公表データ（図表13、14、15参照）に基づき作成。
 (注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引上げ（5%→8%）の影響を含むベース。

5-3. 政府の財政運営への影響

では、そのような金融情勢の下で、政府が日銀の「逆ざや」の補てんをすることは、果たして財政運営上可能なのだろうか。

我が国の財政運営上の資金繰りを見ると（図表 18）、政府債務残高の規模の大きさもさることながら、国債発行上、短期債の占める割合が諸外国に比較して相当に高いため、毎年度、財政運営を継続する上で発行しなければならない新発・借換国債の規模がGDP比で実に56%に達する状態にある。これは債務危機に苦しんできた欧州の重債務国を含めてみても、諸外国と比べかけ離れて高い水準である。

今後、経済・金融情勢が変化し、資産を売却できず、「再投資」の停止でも間に合わなくなった日銀が、金融政策運営の「正常化」に向けて短期市場金利を引上げ誘導せざるを得なくなった場合、その短期金利水準は、同様に、短期国債の発行金利（クーポン）としても適用されることになる。同時に、長期金利も上昇する可能性がある。

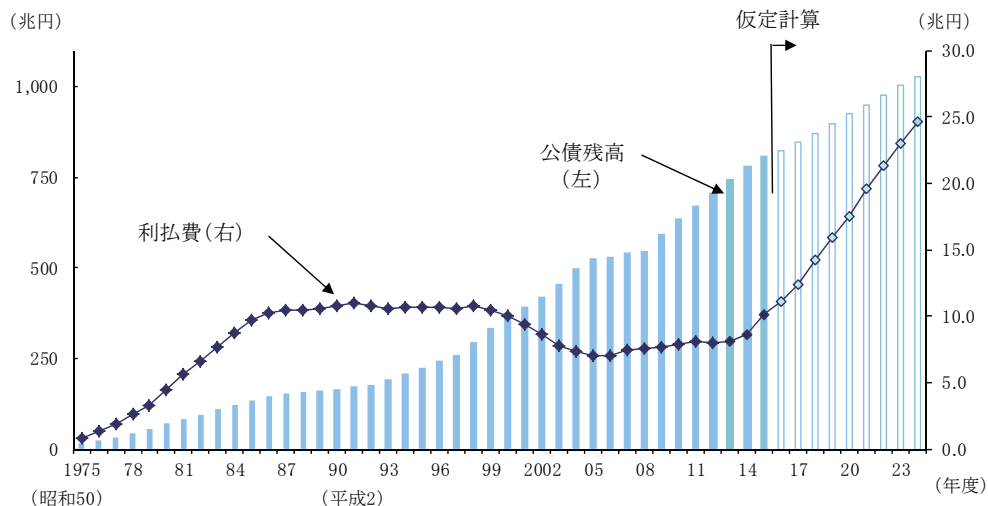
巨額の国債残高を抱える我が国の場合、財務省の仮定計算は、利払費が今後、急速な増加傾向をたどることを示している（図表 19）。その前提金利は10年債で1.8%である。日銀が短期市場金利の引上げ誘導をせざるを得なくなれば、その引上げ幅が仮に1%でも、0.5%ポイント程度でも、前提となるイールド・カーブの水準や形状は相応に変化する。それにつれて利払費も更に大きく膨らまざるを得ない。

図表 18 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
(2015年4月公表時点における、IMFによる2015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・ バランス
日本	246.1	46.5	6.2	52.7	▲ 6.2	▲ 5.7
アメリカ	105.1	15.8	4.2	20.0	▲ 4.2	▲ 2.2
イギリス	91.1	7.4	4.8	12.2	▲ 4.8	▲ 3.2
(参考)						
ドイツ	69.5	6.1	▲ 0.3	5.8	+ 0.3	+ 1.5
イタリア	133.8	18.8	2.6	21.4	▲ 2.6	+ 1.4
スペイン	99.4	17.2	4.3	21.5	▲ 4.3	▲ 1.6
ギリシャ	172.7	8.8	1.2	10.0	▲ 0.8	+ 3.0

(資料) IMF, Fiscal Monitor, April 2015及びOctober 2014。
(原資料) Bloomberg L.O., 及びIMFスタッフによる推計・予測値。
(原資料注1) 2015年、及び2016年の短期負債残高は、それぞれ2016年、2017年に満期を迎える短期負債で再調達されると仮定。
(原資料注2) 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。2014年10月時点の計数。
(注) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

図表 19 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』平成27年3月、同『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』平成27年2月。
(原資料注1) 「平成27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33年度以降、新規公債発行額は平成3年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は平成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27年度から32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27年度から順に、1.8%、1.9%、2.1%、2.3%、2.4%、2.6%(32年度)。

近年の予算運営を見る限り、一般会計の予算規模 90 兆円強に対して、利払費は 10 兆円で済んでいる（図表 20）。これが金融政策運営の転換によって、図表 19 が示すような、もしくはそれ以上の増加傾向をたどることとなったとき、我が国の財政運営は相当に厳しい状況に追い込まれ、しかもその状態がしばらく継続することが予想される。日銀に逆ざやの補てんをするどころの事態ではもはやなくなるのではないか。

図表 20 我が国の平成 27 年度当初予算における、
一般会計の大まかな歳出・歳入の見取り図

<歳入>		<歳出>	
税収	54.5兆円	社会保障関係費	31.5兆円
その他収入	5.0兆円	地方交付税交付金等	15.5兆円
うち日本銀行納付金(8,205億円)		公共事業費ほか	25.8兆円
公債金	36.9兆円	国債費	23.4兆円
		うち債務償還費	13.3兆円
		利払費	10.1兆円
<一般会計歳入・歳出総額>			
	96.3兆円		

（資料）財務省『平成27年度予算のポイント』、『平成27年度一般会計予算（平成27年度一般会計予算参照書添付） 第189回国会（常会）提出』を基に作成。

確かに、日銀による超過準備への付利負担を減らすために、法定準備率（足許の平均実効準備率は 0.75%程度）を引き上げればよいではないか、という議論もあり得よう。しかしながら、日銀の付利負担を十分に減らせるだけの超過準備を法定準備に付け替えるには、おそらく、法定準備率を異例の桁の水準にまで引き上げざるを得なくなり、その場合は、民間金融機関の経営への打撃が懸念される。

であれば、日銀は、インフレが 2% を大きく超えて進行する、あるいは Fed の正常化戦略の進展によって日米金利差が拡大し、大幅な円安が進行して輸入物価が急伸する、というような外部環境の変化に直面した場合にも、金融引締めにも動こうにも動けない、という事態に陥る可能性も否定できない。その場合、超金融緩和状態と進行するインフレが長期間にわたり放置されることになり、最終的に大きな影響を被るのは、国民の生活ということになる。

6. 今後、望まれる政策運営

以上見てきたように、日銀の Q QE からの正常化の過程においては、金融政策運営のみならず、財政政策運営も含めて、我が国全体として、相当な困難が

予想される。中央銀行の本来のマンデートであるはずの「中長期的な物価安定」が「目先の物価目標の達成」の犠牲とされかねないことが懸念される。

確かに、現状のような超金融緩和状態、及びそのための大量の国債買入れを、当面は継続できるのかもしれない。継続できる限りの間においては、国民は現状と同様、特段の痛みを感じることはないだろう。しかしながら、そのような「超金融緩和」状態を、永遠に継続できるわけではない。いつまで継続するかを、日本国内の要因のみで決めることが果たしてできるのかも定かではない。

実際、F e dのこれまでの動きをみると、「正常化」局面でのあり得る政策運営パスの姿を真剣に憂慮し、F O M Cで議論を重ね、その内容を国民や市場に対して誠実に明らかにしてきた。そして、イエレン議長を始めとする首脳陣の最近の発言内容を読む限り、今後の正常化に向けた決意はおしなべて固いようだ。相応の時間はかけつつも、金融政策運営をきっちりと正常な姿に戻していこうとする彼らのスタンスは揺るぎないもののように見受けられる。

米国の場合、政府の財政運営には我が国よりはるかに余裕があるとは見られるが、既に述べたとおり、過去の物価動向の推移に照らす限り、F e dの短期金利の引上げ余地は十分とは言えない。「正常化」プロセスが完了するまでの長期間、政策金利の大幅な引上げが事実上不可能である以上、今回の「正常化」に向けた政策運営が「手遅れ」になることだけは絶対に許されない状況にあることは間違いなからう。F e dとしては、いつまでもこの「超金融緩和状態」に安住せず、経済情勢を見極めつつも、早め早めに手を打っていくという考えが共有されているように見受けられる。

そのように考えれば、日銀としても、いつまでもこの「超金融緩和」状態が続けられるのかは定かではない。日米金利差の拡大が為替に影響を及ぼす事態もあり得よう。それは果たして外国為替市場介入のみで対応し得るもので済むかどうか。我が国が自由な貿易、自由な資本移動を基本とする国際的な市場経済の中で経済活動を営んでいる以上、その体制を今後も堅持したいのであれば、外部環境の変化の影響を受けざるを得ない事態も十分にあり得るのではないか。

山口泰元日銀副総裁は、2015年4月27日付の時事通信のインタビューで、次のように述べている。

(一このままだと財政ファイナンスになるが、という問いに対して)

すでに財政ファイナンス化しているとの見方が広まっている印象を持つ。日銀が「そうではない」と説得力をもって示すには、出口で大胆な国債購入減額をやってみせるしかない。本当にできるかどうかは、現時点では水掛け論にな

る。ただ、現在のような巨額の国債買い入れが長期化するほど、出口が難しくなるのは間違いない。

私は、出口ははるか彼方だと思うが、日本の出口は米国と本質的に異なるので、今から議論して早過ぎることはない。日銀バランスシートの巨大化がここまでになると、今後の出口のイメージを何がしか持ちながら次の行動を考えるべきだろう。日銀は様々なリスク・シナリオを研究し、関係者ともコミュニケーションを図ってほしい。FRBのようにスタッフペーパーの形で研究を公表する手もある。そういう地ならしをした方が（出口の）衝撃が少なくて済む。

（一政策運営の今後の在り方は、という問いに対して）

量的・質的緩和政策は、アベノミクスの一環として円高是正に貢献したことで主要な役割を終えたのではないか。今、完全雇用に近い状況の下、物価の下落は収まり、低インフレ状態を展望できそうである。それでも2%目標には遠く届かない。この実情を見れば、政策目標も方法も柔軟な方向に修正すべきなのは明らかだと思う。（修正では）リスクも伴うが、展望のないオペレーションを継続して信認が低下するのはもっとリスクだ。大事なことは、経済全体の良いパフォーマンスを維持すること。それが実現できている限り、結果としてのインフレ率は自然なものとして受け入れて良いと思う。

このように、いずれ来るべき日銀の「正常化」局面においては、米英のケースよりはるかに困難な形で「中央銀行が『逆ざや』状態に陥る」可能性が高い。これは政府の財政運営にも少なからぬ影響を及ぼすことが確実であるほか、政策対応によっては国内の民間金融機関の経営への影響も予想される。日本の場合、日銀のみで対応し切れるような局面ではなくなることが想定される。

今、私たちに何よりも求められているのは、現在の政策運営が、将来におけるこのように大きなリスクを抱えつつ行われているという点を、正面から受け止めることではないか。まず日銀自身が、今後の「出口」ないし「正常化」の在り方に関する議論を責任をもって行った上で、今後の金融政策運営の在り方を、目標の設定やその際の手段の在り方を含めて検討し、国民や市場に向けて説明を尽くしていくことが求められる。その上で、政府や民間部門、国民もこの事態を正面から受け止めて、今後の対応を考えていく必要があるだろう。

日銀の場合は、既に見たように、保有国債の平均残存年数が、米英の中央銀行に比較すれば相対的に短い。当面はまず、金融政策運営上の目標や手段を柔軟に再検討した上で、できるだけ早期に、資産買入れペースの縮小を開始し、新規買入れの停止にまで漕ぎ着けることが望ましい。そして、「正常化」局面入

り後は、超過準備への付利水準の引上げ等によって、市場金利の引上げ誘導を図るとともに、保有国債の平均残存年数が相対的に短いという点をいかし、保有国債の満期落ちによる資産規模の縮小を、かなり大胆な形で思い切って実施することが一案として考えられる。このようにして、資産規模のできるだけ速やかな縮小、ないし超過準備のできるだけ速やかな減額を図り、「逆ざや」状態ができるだけ長期化しないようにする一方で、法定準備率を、民間銀行の経営に配慮した上で、一定程度引き上げ、日銀の「逆ざや」負担の軽減を図る、といった対応も合わせてとることが考えられよう。

その際重要なのは、政府側も、一定程度の市場金利の上昇を覚悟する必要がある点である。政府としても、一定の市場金利上昇を受け止めつつ国債の発行を継続し、そのために必要となる所要の規模での財政再建策を断行して、財政運営が行き詰まることのないよう取り組んでいくことが求められよう。

今後、国民が安定的に生活を営み続けることができるようにし、政府が安定的な財政運営を継続できるようにするためには、どのような金融政策、財政政策、その他の経済政策の組合せが考えられるか、国全体が将来のリスクを正面から認識し、知恵を絞って協力していくことが求められていると言えよう。

【参考文献】

Ben S. Bernanke & Vincent R. Reinhart, “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)”, *American Economic Review*, The American Economic Association, Vol. 94, No. 2, May 2004.

翁邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013年7月

翁邦雄『経済の大転換と日本銀行』岩波書店、2015年3月

加藤出『日銀、「出口」なし！ 異次元緩和の次に来る危機』、朝日新聞出版、2014年7月

河村小百合「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』Vol. 9, No. 19、日本総合研究所、2014年10月22日

河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』、金融財政事情研究会、2015年1月15日

河村小百合「「出口」局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」『JRIレビュー』Vol. 7, No. 26、日本総合研究所、2015年3月16日

白川方明『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