

金融緩和の出口局面における日本銀行の財務リスク

～求められる出口局面に向けた備え～

予算委員会調査室 野内 修太

1. はじめに¹

日銀において、平成 25 年 4 月に「量的・質的金融緩和」の導入が決定されてから、4 年以上が経過した。この間、日銀は大規模な国債等の買入れを続け、平成 29 年 5 月末時点で日銀の総資産は 500.8 兆円となっている。

日銀の金融政策の今後については、様々なリスクが懸念されているが、本稿では金融政策の出口局面で懸念される、日銀の財務悪化の影響について、国会の議論等も踏まえながら整理する。

2. 徐々に活発化する出口戦略に関する議論

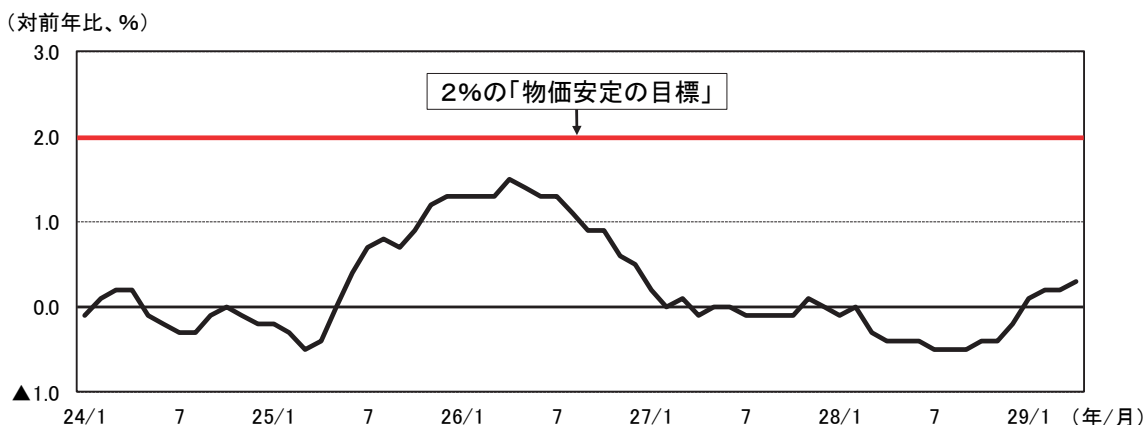
「量的・質的金融緩和」を導入して当面の間は、日銀は出口戦略に関する議論は時期尚早という立場を一貫して取ってきた。しかし、足元では具体論への言及は避けつつも、一般論として出口戦略の在り方に言及する機会が徐々に増えていると言える。

日銀は現在実施している「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」においては、オーバーシュート型コミットメントを採用しており、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2% を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続することとされている。その点、足元では消費者物価上昇率が 0% 前後で推移している（図表 1）が、物価と出口戦略の関係について、黒田日銀総裁は「足元では 0% 程度に止まっており、今から出口戦略について具体的にお話しすることは、かえってマーケットに混乱を招くおそれがある」と述べている。一方、出口戦略に関する議論の開始時期については、「2% の『物価安定の目標』をどの程度達成したらどうなって、というような機械的なルールはない」と述べており、2% の「物価安定の目標」の達成前に、出口戦略に関する議論を行う可能性を必ずしも否定していないとみられる²。

¹ 本稿の作成に当たっては、公益社団法人日本経済研究センター・左三川郁子研究本部金融研究室長兼主任研究員から有益なコメントをいただいた。この場を借りて、改めて深く謝意を表したい。なお、あり得べき誤り及び文責は当然全て筆者に帰するものである。

² 日本銀行「総裁定例記者会見要旨」（平成 29 年 4 月 28 日）

図表1 消費者物価上昇率（除く生鮮）の推移



(注) 消費税率引上げの直接的な影響を除いた「消費税調整済み指数」を用いている。

(出所) 総務省「消費者物価指数」より作成

市場関係者等も、物価が伸び悩む中でも、出口戦略を徐々に意識しつつあると言える。民間エコノミストの経済予測を集計した、「ESPフォーキャスト調査」の平成29年6月調査によれば、次回の金融政策の変更について、引締めを予測するエコノミストが、39名中23名と過半数を占めている。引締め時期については、平成30年5月以降との見方がほとんどで、近い将来の引締めはあまり予測されていないものの、緩和から引締めへ少しずつ見方が変わっていると言える。

このように、出口戦略の議論は具体的な段階には至っていないものの、議論を行う機運は高まっていると言えよう。

3. 日銀の財務状況悪化に対する懸念

(1) 日銀の財務状況の現状

出口局面においては、日銀の財務状況の悪化が懸念されているが、その具体的な懸念内容に触れる前に、まず日銀の財務状況の現状について確認する。

平成25年4月に、日銀は「量的・質的金融緩和」の導入を決定し、大規模な国債買入れを開始した。そして、平成26年10月に「量的・質的金融緩和」の拡大が行われ、さらに国債買入れの規模が大きくなった。その後、政策の枠組みは変更されたものの、大規模な国債買入れは継続されている³ (図表2)。

³ ただし、足元では必ずしも年間約80兆円の買入れペースとはなっておらず、黒田日銀総裁は足元の国債買入れペースについて、「年間で60兆円前後ぐらい」と述べている (第193回国会

図表 2 平成 25 年 4 月以降における日銀の長期国債買入れ方針

平成25年4月	量的・質的金融緩和	長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
平成26年10月	量的・質的金融緩和の拡大	長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う
平成28年1月	マイナス金利付き 量的・質的金融緩和	長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
平成28年9月	長短金利操作付き 量的・質的金融緩和	10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する

（出所）日本銀行資料より作成

その結果、日銀は平成 29 年 5 月末時点で、390.2 兆円の長期国債を保有しており、その見合いとして日銀当座預金の残高も大きくなっている（図表 3）。一方、国債買入れによって金利が低下する中、日銀が保有する長期国債の運用利回りが低下しており、平成 28 年度の平均は 0.381% となっている。このように、長期国債保有額が増加する一方で、運用利回りが低下しているため、収益が増加しにくい構造となっている。

図表 3 日銀のバランスシート

資産		負債・純資産
国債	長期国債 (390.2兆円)	発行銀行券 (99.5兆円)
	国庫短期証券 (37.1兆円)	日銀当座預金 (351.7兆円)
	貸付金 (44.4兆円)	
	ETF(14.0兆円)	その他負債・純資産
	その他資産	

（出所）日本銀行「営業毎旬報告」より作成

（2）出口戦略の手段としての超過準備に対する付利の引上げ

出口戦略における政策手段については、日銀は現時点で具体的な手法を明らかにしていない。その上で、ここでは国会論議等でたびたび挙げられる、日銀当座預金における超過準備に対する付利の引上げについて、その手法を簡単に紹介した上で、副作用について考察する⁴。

金利の誘導方法について、かつては金融機関が日本銀行に保有している日銀当座預金の残高を、日銀が金融調節手段で調整し、短期金融市場における資金

衆議院財務金融委員会議録第 18 号 6 頁（平 29.5.10）。

⁴ 手形売込オペ等の活用でも、おおむね同様の効果と副作用が想定されるが、詳細は本稿では割愛する。

の需給に影響を与えることなどを通じて行われてきた。しかし、今日では金融機関が日銀の大規模な国債買入れに応じてきた結果、金融機関は大量の超過準備を抱えており、従来と同様の方法で金利を引き上げることは不可能となっている。そこで代替りの手段として挙げられるのが、日銀当座預金の超過準備に対する付利の引上げである。

日銀は、日銀当座預金における超過準備に対して利払いを行っており、平成28年1月に導入が決定された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」以降は、超過準備を3層に分けて利払いを行っている（図表4）。

図表4 日銀当座預金の残高及び超過準備に対する付利金利

基礎残高(208.3兆円、+0.1%)
マクロ加算残高(106.5兆円、0%)
政策金利残高(24.1兆円、-0.1%)

(注1) 平成29年5月16日～6月15日の平均残高。

(注2) 基礎残高は平成27年1～12月積み期間における平均残高までの部分、マクロ加算残高は所要準備額に相当する残高等に加え、日銀当座預金が増加することを勘案し、適宜のタイミングで加算される残高の部分、政策金利残高は各金融機関の日銀当座預金残高のうち、基礎残高及びマクロ加算残高を上回る部分をいう。

(出所) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」より作成

日銀の利払いを逆に金融機関から見れば、日銀当座預金に預けると各残高に対する金利収入を、信用リスクなく得られることとなる。したがって、金融機関は超過準備に対する付利よりも低い金利での取引は行う合理性はないため、超過準備に対する付利が市場金利の下限を形成すると考えられている⁵。そして、この付利を引き上げることによって、金利の誘導が可能とされている。

なお、超過準備に対する付利は、図表4のように階層構造となっており、付利を引き上げていく局面において、この階層構造の扱いについてはまだ明らかではないが、日銀の木内審議委員は「超過準備の極々一部だけ金利を上げていくとすれば、日銀への財務の悪影響は大きくならないが、それは多分実現可能ではない」と述べ⁶、原田審議委員も超過準備に対する付利の階層構造を解消し、

⁵ 現在は、政策金利残高に適用される-0.1%が市場金利の下限と考えられている。

⁶ 日本銀行「木内審議委員記者会見要旨」（平成28年6月24日）

一本化する必要性を示している⁷。

(3) 出口局面において減少が見込まれる日銀の収益

超過準備に対する付利を引き上げる局面においては、日銀のバランスシートの負債側にある日銀当座預金（超過準備）に対する利払いが増加するため、日銀の収益が減少し、場合によっては赤字となり、深刻化すれば債務超過となる可能性が懸念されている⁸。

先述のように、日銀のバランスシートにおいて、資産側には多額の国債があるが、その見合いとして負債側には日銀当座預金が存在する。この資産側における国債利息収入と、負債側における超過準備に対する利払いの差が、日銀の収益を決める一つの大きな要因となっていると言える。

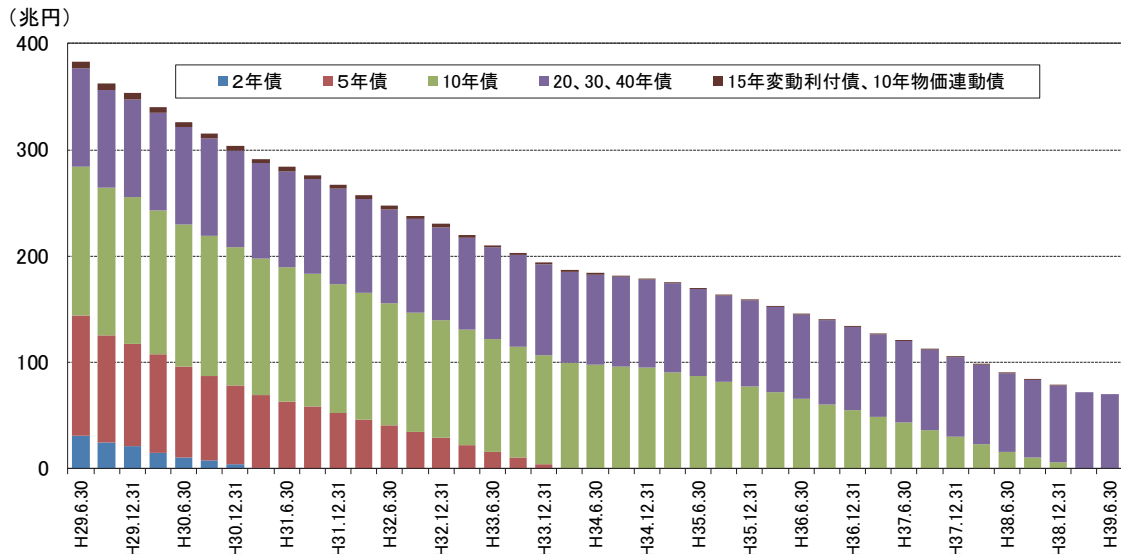
以上を前提に、出口局面において超過準備に対する付利を引き上げることを想定する。資産側の国債については、ほとんどが固定金利であり、過去に購入した国債の利回りは不変である。付利を引き上げていく局面においては、満期を迎えた低金利の国債が償還されるとともに、償還分の国債の再投資がなされれば、相対的に低金利の国債が高金利の国債に置き換わることによって、徐々に資産側の金利が上昇することとなる。ただし、日銀保有国債の残存年数（加重平均）は、平成 29 年 5 月末時点で 7.4 年となっており、現在保有している国債は緩やかなペースでしか償還されないことに留意が必要である（図表 5）。

一方、負債側の超過準備に対する利払いは、先述のように階層構造が一本化され、超過準備全体に対する付利金利が上昇することが想定される。図表 6 は、資産側と負債側の金利上昇ペースの違いを示した図で、超過準備に対する付利の引上げによって、図表 6 の矢印部分の金利上昇が見込まれるが、金利上昇ペースは資産側の保有国債利回りの方が遅いと想定される。このようにして、超過準備に対する利払いが国債利息収入を超え、逆ざやが発生し、日銀の収益が悪化することが懸念されている。

⁷ 日本銀行「原田審議委員記者会見要旨」（平成 29 年 6 月 2 日）

⁸ 金利の上昇に伴って発生する、日銀保有国債の含み損も懸念されており、黒田日銀総裁は「機械的な計算で、イールドカーブが一挙に 1% 上昇するときの評価損を試算すると、23 兆円程度」と含み損の試算を示す一方、「日銀は国債の評価方法についていわゆる償却原価法を用いており、長期金利が上昇していわゆる評価損が出たとしても、決算上の期間損益において評価損失が計上されることはない」としている（第 193 回国会衆議院財務金融委員会議録第 18 号 7 頁（平 29.5.10））。このため、保有国債の売却を行わず満期まで保有すれば、損失が現れることはないとされている。

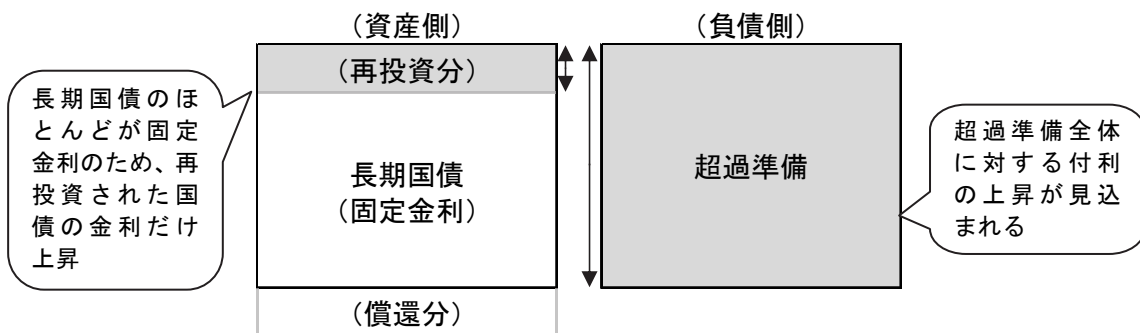
図表5 日銀保有国債の残高の見込み（平成29年5月末残高ベース）



(注) 平成29年5月末時点の日銀保有長期国債残高を基に、今後長期国債の買入れや売却がないものと仮定して、償還期限を迎えた国債を順次控除して作成。

(出所) 鈴木克洋「異次元緩和の効果と出口の課題～日銀のバランスシートを用いた整理～」『経済のプリズム』No129（平26.9）を参考に、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「入札カレンダー」より作成

図表6 付利の引上げで逆ざやが発生するメカニズム



(注) 超過準備に対する付利の引上げで、矢印部分の金利が上昇していく。

(出所) 筆者作成

この点について、黒田日銀総裁は「いわゆる出口の局面で付利の引上げによって収益は押し下げられる方向になるということは確か」としつつ⁹も、「金利を引き上げていくときには資産サイドの収益も上昇していくということもある

う」との認識を示している¹⁰。しかし、資産側と負債側の金利上昇ペースの違いを踏まえた説明は必ずしも十分ではないのが現状であり、いまだ懸念が残っていると言えよう。

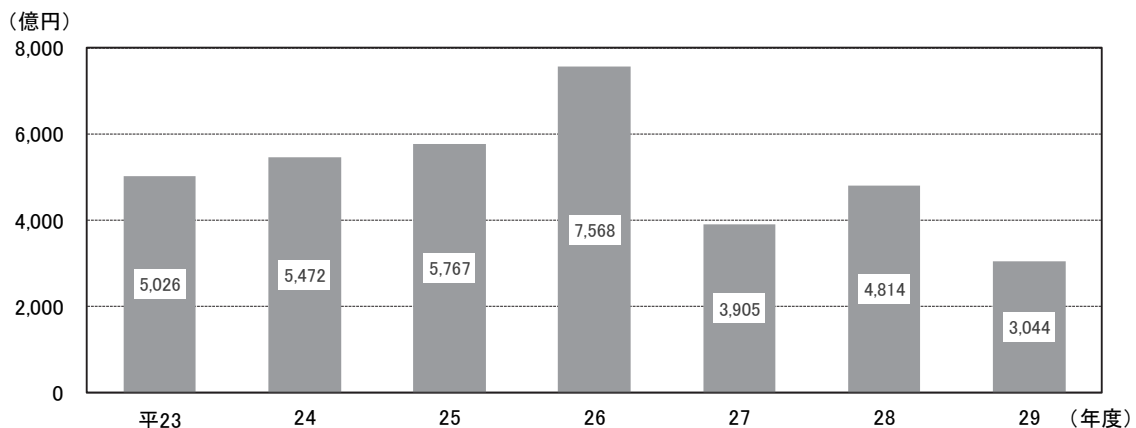
4. 日銀の収益が悪化した際の影響

(1) 国庫納付金の減少

日本銀行法第53条第5項では、日銀が得た最終的な利益は、準備金や出資者への配当に充当されるものを除き、国庫に納付することとされている。

日銀による国庫納付金は、毎年度の振れが大きいものの、近年は数千億円程度で推移しており(図表7)、政府の代表的な税外収入の一つと言える。しかし、出口局面において日銀の収益が悪化し、国庫納付金が減少すれば、歳入の減少を通じて国民負担が増加すると言える。そして日銀が赤字となれば、国庫納付金は納められなくなり、財政に少なからず影響を与えることとなる。

図表7 国庫納付金の推移



(注) 平成28年度までは実績、29年度は予算。

(出所) 日本銀行資料、財務省「予算の説明」より作成

(2) 金融政策の円滑な遂行への影響

日銀において赤字が続き、準備金や引当金を全て取り崩して、債務超過となることも懸念されている。中央銀行が債務超過になった場合の影響は、高率のインフレを招くなどの悪影響が及ぶといった見方から、特段の影響なく中央銀

⁹ 第192回国会参議院財政金融委員会会議録第5号5頁(平28.11.22)

¹⁰ 第192回国会参議院財政金融委員会会議録第5号16頁(平28.11.22)

行としての役割を果たせるとの見方もあり、意見が分かれている。

日銀が債務超過に陥った際に懸念される事態として、木内審議委員は、「収益の悪化により国庫納付金が納められなくなると、やや政治的な問題になりやすく、日銀の独立性に何がしかの悪影響が及ぶことになる」との観点から、それを避けるために付利金利をできるだけ引き上げないような、日銀の財務健全性の回復を優先する政策を取るとの見方が金融市場で広がっていくことにより、インフレ期待が不安定になるとの見方を示している¹¹。一方、原田審議委員は「仮に赤字になるとしても、それは短期的であって、将来的には日銀の収益がより改善すると予想できるようになるので、問題が生じることはないと思う」と、特段の問題が生じない旨を述べた¹²。

国会論議においては、実際に債務超過に陥った海外の例として、チェコ、イスラエル、チリの例が挙げられ、債務超過に陥った際のインフレ率は、それぞれ2.1%（1999年）、1.1%（2000年）、5.1%（1998年）と紹介されている。これらの国々が債務超過に陥った主たる原因としては、為替レートの変動に伴う保有外貨資産の評価損とみられている。実際の債務超過による影響としても、必ずしも高率のインフレを招いておらず、金融システム面でも大きな問題は生じていないとされている¹³。

ただ、足元における日銀の債務超過懸念は、出口戦略の実行が背景にあり、先述の海外の中銀が債務超過に陥った理由と異なるため、こうした例は必ずしも現在の日本が参考にできるとは限らない。日銀が仮に債務超過に陥った場合の影響は見方が分かれており、現時点では未知数と言えるが、更なる議論の深まりが期待される。

5. 財務状況の悪化に対する備え

（1）積極化する準備金や引当金の積み増し

日銀の財務状況の悪化による悪影響が懸念されている中、将来的な財務状況の悪化に対する備えとして、日銀は準備金や引当金の積み増しを行っている。

日本銀行法第53条第1項では、当期剰余金の5%に相当する金額を準備金として積み立てることとされているが、同条第2項で、特に必要な場合は財務大臣の認可を受けて、5%を超える額を積み立てることが可能とされている。実

¹¹ 日本銀行「木内審議委員記者会見要旨」（平成29年2月24日）

¹² 日本銀行「原田審議委員記者会見要旨」（平成29年6月2日）

¹³ 第190回国会参議院財政金融委員会会議録第9号15頁（平28.3.31）

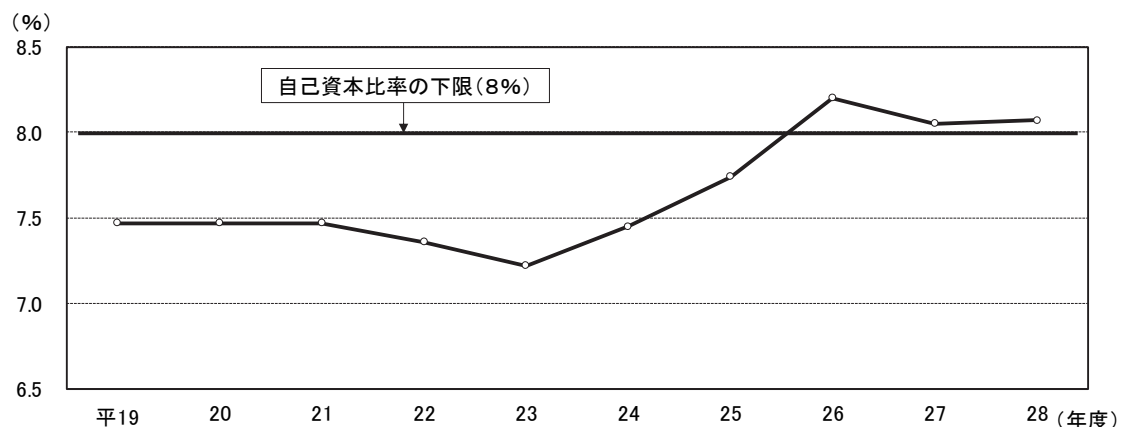
際に、平成 25 年度は当期剰余金の 20%、平成 26 年度は 25%に相当する額を積み立てている¹⁴。

また、日銀は平成 27 年度決算から引当金制度を改正し、保有国債からの金利収入と超過準備に対する付利の利払いの差の 50%に相当する額をめどとして、債券取引損失引当金への繰入をできるようにした¹⁵。これによって、平成 27 年度は 4,501 億円、平成 28 年度は 4,615 億円を債券取引損失引当金として計上している。

こうした一連の措置について、黒田日銀総裁は「収益の振れを平準化する観点から、収益が上振れする局面でその一部を積み立て、将来、収益が下振れる局面で取り崩すことができるように、引当金制度を拡充するなど、財務の健全性の確保に努めている」と述べている¹⁶。

これらの準備金及び引当金は、自己資本比率¹⁷が 10%程度となることをめどとして、おおむね上下 2%の範囲となるように運営することとされている¹⁸。図表 8 は日本銀行の自己資本比率の推移であるが、近年は積極的な積み立てを行っていることもあり、足元では自己資本比率のめどの下限とされる 8%を上回るようになっている。

図表 8 日本銀行の自己資本比率の推移



(出所) 日本銀行「決算等について」より作成

¹⁴ 当期剰余金の 5%を超える額として、平成 25 年度は 1,086 億円、平成 26 年度は 2,018 億円が積み立てられている。

¹⁵ 外国為替等取引損失引当金制度も、同時に改正されている。

¹⁶ 第 192 回国会参議院財政金融委員会会議録第 4 号 6 頁 (平 28. 11. 17)

¹⁷ 日本銀行の自己資本比率は、「(資本勘定+引当金勘定) / 銀行券平均発行残高 × 100」と定義されており、一般的な企業会計の定義(総資産に対する自己資本額の割合)とは異なる。

¹⁸ 日本銀行会計規程第 18 条第 1 項

ただ、日銀の自己資本の合計は、平成 29 年 3 月末時点で 7.8 兆円にとどまっております。これ以上の赤字が累積すると債務超過となる。この点について、有識者から「300 兆円の当座預金に対し、1%の逆ざやが発生したら、毎年 3 兆円の損失が発生し、現状の日銀の自己資本の水準ではバッファーとしての役割を十分に果たせない」旨の指摘がある¹⁹。また、会計検査院は「保有長期国債の利回りが低下してきているなどの状況も踏まえて適切に各引当金を積み立て、また、特に必要があると認めるときは、当期剰余金の 5%に相当する額を超える金額を法定準備金に積み立てることなどを通じて、財務の健全性の確保に努めることが重要」としている²⁰。

(2) 政府から日銀への損失補填の議論

日銀が債務超過に陥った場合の対応策として、政府が損失補填を行うことの是非について議論がある。

現行の日本銀行法においては、日銀が債務超過となった際も、政府がその損失補填をできないこととされている。旧日本銀行法では、日銀が債務超過に陥った際に、政府が損失補填を行わなければならない旨の規定²¹があったが、平成 9 年 6 月に成立した改正日本銀行法により、日銀の独立性を向上させる観点から、損失補填条項は削除された。

その後、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した平成 25 年 4 月の金融政策決定会合において、「委員は、国債やリスク資産を大量に買い入れるに当たっては、日本銀行の財務の健全性維持が重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、政府との間での損失補填ルールについても検討に値するのではないかと述べた。」との議論があったが、損失補填条項の復活には至っていない。

中曽日銀副総裁は、「日銀の収益が悪化した場合、税金を使うことは許されないことは承知している」旨を述べ、政府から損失補填を受けない旨を示している²²。また、木内審議委員は「政府から補填を受けるというものも可能性としてはあると思うが、それは今の新日本銀行法のもとでの枠組みとはやはり違ってくる」と述べ、損失補填を受ける可能性自体は否定しないものの、いずれに

¹⁹ 第 193 回国会参議院国民生活・経済に関する調査会会議録第 1 号 5 頁(平 29. 2. 8)における、河村小百合参考人の意見。

²⁰ 会計検査院「平成 27 年度決算検査報告」959 頁

²¹ 旧日本銀行法の付則において、「準備金並びに特別準備金の金額を使用しても、なお毎事業年度に生じた損失を填補するに不足する場合には、政府は、その不足額に相当する金額を補給しなければならない」と規定されていた。

²² 日本銀行「中曽副総裁記者会見要旨」(平成 28 年 3 月 4 日)

せよ現行法の枠組みでは不可能である旨を述べている²³。

また、政府は「現行の日本銀行法においては、日銀への追加出資をすることはできない」と説明した上で、「日銀の財務の在り方については、日銀の業務運営における自主性は十分配慮されなければならないので、まずは日銀において検討されるべきもの」との認識を示すにとどまっている²⁴。

以上のように、現時点では日銀が債務超過に陥った際の具体的な対応策を欠いている状況にある。日銀の財務健全性に対する懸念が高まる中、日銀及び政府においては、損失補填条項を含めた何らかの対応策について、議論の深化が期待される。

もっとも、政府が日銀の損失補填を行えるように法整備を行っても、日本の財政は厳しい状況にある。仮に実際に債務超過が発生した際に、損失補填を行う財政余力に対して疑念が生じる可能性や、そもそも日銀の債務超過への対応のため、国民負担が生じることに対する、国民の理解が得られるかどうかも問題となろう。

（３）出口戦略の進め方に関する説明の在り方

出口戦略を円滑に進めるために、その説明を事前に行っていくことの重要性は、国会論議等においてたびたび指摘されている。その議論の中では、米国の出口戦略の進め方の例がしばしば言及されるが、その内容について簡単に整理する。

2008年にリーマン・ショックが発生し、各国の中央銀行は政策対応に追われたが、米国の連邦準備制度（F e d）も、政策金利の引下げにとどまらず、3次にわたる大規模な資産買入れ（L S A P²⁵）など、非伝統的な金融政策を実施してきた。その一方で、金融政策の正常化についても、金融緩和策の実施と並行して議論が続けられてきた。出口戦略の進め方については、2010年2月にバーナンキ前F R B議長が議会証言において言及した²⁶ほか、米国連邦公開市場委員会（F O M C）においても議論が重ねられ、2011年には「出口戦略の原則」²⁷が明らかにされるなど、早い段階から方向性が示されてきた。その後、

²³ 日本銀行「木内審議委員記者会見要旨」（平成28年6月24日）

²⁴ 第192回国会参議院財政金融委員会会議録第5号7頁（平28.11.22）

²⁵ “Large-scale asset purchases”の略称。なお、F e dは正式には用いていないが、Q E（Quantitative Easing（量的緩和））と呼ばれることも多い。

²⁶ <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.pdf>>（平成29年6月23日最終アクセス）

²⁷ Minutes of the Federal Open Market Committee<<https://www.federalreserve.gov/monet>

2014年9月には「政策正常化の原則と計画」²⁸が公表され、現在に至るまでの方向性で出口戦略が進められてきている。

F e dにおける出口戦略の具体的な進め方について整理すると、まずは新規の資産買入れの額を徐々に減少させていき（いわゆるテーパリング）、バランスシートの拡大ペースを徐々に小さくする。そして、バランスシートの大きさを一定水準に保った上で、準備預金に対する付利を引き上げることなどを通じて、政策金利（F F金利）の引上げを行っているのが現状である。そして2017年4月に「『政策正常化の原則と計画』の補足」が公表され、満期償還される国債等の再投資額を徐々に減らしていくことで、2017年中にバランスシートの縮小に着手する方針が明らかにされた²⁹。

また、出口戦略の実行に当たっては、現在の日本と同様に財務状況の悪化や国庫納付金の停止などが懸念された。この点についても、スタッフペーパーの形式で2013年1月に試算が示され、F e dの財務状況が悪化し、数年にわたって国庫納付金がゼロとなる可能性などが示された。

図表9 米国の非伝統的金融政策の推移

2008年12月	大規模な資産買入れ(LSAP1)(~2010年3月)
2010年11月	大規模な資産買入れ(LSAP2)(~2011年6月)
2011年9月	「出口戦略の原則」公表
2011年10月	満期拡張プログラム(オペレーション・ツイスト)(~2012年12月)
2012年9月	大規模な資産買入れ(LSAP3)(~2014年10月)
2013年9月	出口時における試算の公表
2013年12月	テーパリングの開始を決定
2014年9月	「政策正常化の原則と計画」公表
2014年10月	テーパリングの終了(保有資産残高を一定に保つ)
2015年12月	FFレート誘導目標を引上げ(0.00~0.25%→0.25%~0.50%)
2016年12月	FFレート誘導目標を引上げ(0.25~0.50%→0.50%~0.75%)
2017年3月	FFレート誘導目標を引上げ(0.50~0.75%→0.75%~1.00%)
2017年6月	FFレート誘導目標を引上げ(0.75~1.00%→1.00%~1.25%) 「『政策正常化の原則と計画』の補足」公表

(出所) F e d ウェブサイト等より作成

arypolicy/fomcminutes20110622.htm> (平成29年6月23日最終アクセス)

²⁸ Policy Normalization Principles and Plans<<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20140917c1.pdf>> (平成29年6月23日最終アクセス)

²⁹ Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans<<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20170614c1.pdf>> (平成29年6月23日最終アクセス)

このように Fed は、危機対応で様々な非伝統的な金融政策を実施する一方で、出口戦略の進め方やその際に発生するコストなどを、比較的早い段階で示している点が注目される。こうした取組に関して、黒田日銀総裁は「実際の出口戦略は、事前に言っていた出口戦略と全く逆になっている。不確実な段階で早く言うのは、かえって市場に対して不安定さをもたらすおそれがある」と述べ、早い段階で出口戦略の具体的な進め方を示すことに対し、否定的な態度を示している³⁰。また、岩田日銀副総裁は、「出口戦略に関しては幾つかの仮定を置きながらシミュレーションはしているが、2%にかなり遠い段階で、それを公表することはかえって市場に混乱を招く」とし、日銀内部で出口戦略のシミュレーションを行っていることを明らかにしつつも、その公表は控えている³¹。

6. おわりに

日銀は平成 25 年 4 月の「量的・質的金融緩和」の導入以降、4 年以上にわたって大規模な国債買入れを続けてきたが、足元の物価上昇率は 0% 台前半で推移しており、そもそも出口に向かえないことを問題視する見方もある。平成 31 年度の物価上昇率（除く生鮮食品）について、日銀の政策委員見通しの中央値は 1.9% とされている³²ものの、民間エコノミストの経済予測を集計した、「ESP フォーキャスト調査」の平成 29 年 6 月調査によれば、同年度の物価上昇率は 0.99% にとどまっている³³。このような段階で、出口戦略について具体的な議論をすることの是非については議論がある。

一方、現行の金融緩和を継続すれば、バランスシートの拡大は続き、将来的な出口局面における財務上のリスクは増大し続けることが見込まれる³⁴。黒田日銀総裁は「金融政策運営の考え方について、それが日銀の財務面に及ぼす影響も含めて、わかりやすく説明していくことは非常に重要」と述べる³⁵など、

³⁰ 第 190 回国会参議院財政金融委員会会議録第 3 号（その一）20 頁（平 28. 3. 10）。なお、2011 年 6 月の「出口戦略の原則」において、「まず保有債券の再投資を停止する」と示していたのに対し、実際は先に準備預金への付利金利を引き上げている点に関して、「全く逆」と述べている。

³¹ 第 193 回国会参議院財政金融委員会会議録第 12 号 12 頁（平 29. 4. 25）

³² 日本銀行「経済・物価情勢の展望」（平成 29 年 4 月 28 日）

³³ いずれも消費税率引上げの影響を除く。

³⁴ 本論では割愛したが、ETF 等の買入れも、財務上のリスクを増加させる大きな要因の一つと言える。国債と異なり、ETF には満期がない点を踏まえて、出口局面における処分方針の議論が必要とされるが、黒田日銀総裁は「ETF 買入れを含めて、現在の金融緩和政策の出口戦略を議論するのは時期尚早」と述べるにとどまり、議論が深まっていないのが現状と言える（第 193 回国会衆議院財政金融委員会会議録第 11 号 6 頁（平 29. 4. 4））。

³⁵ 第 193 回国会衆議院財政金融委員会会議録第 18 号 8 頁（平 29. 5. 10）

コミュニケーションを重視する姿勢を見せ始めているが、現時点では具体的な対応策を示すには至っていないと言える。

出口局面まで距離のある現段階で、具体的な説明を進めていくことは必ずしも容易ではないが、十分な説明がなければ、日銀の出口局面における財務上のリスクへの疑念が高まり、円滑な出口戦略の遂行が妨げられかねない。出口の局面までまだ時間がある現段階から、国会等の場で最大限の説明を重ね、財務上のリスクをはじめとした出口戦略における疑念を払拭していくことが重要であろう。

【参考文献】

岩田一政、日本経済研究センター『量的・質的金融緩和』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『マイナス金利政策』日本経済新聞出版社、2016年8月

河村小百合『中央銀行は持ちこたえられるか』集英社新書、2016年11月

白井さゆり『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社、2016年8月

日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣、2011年3月

(内線 75328)