

日本銀行の金融政策をめぐる国会審議と今後の課題

— 7年目に突入した異次元緩和 —

日比 規雄

(財政金融委員会調査室)

《要旨》

日本銀行は、2013年4月に「量的・質的金融緩和」を導入して以降、消費者物価の前年比上昇率2%（「物価安定の目標」）の実現に向けた一連の金融緩和政策を続けている。これら政策に関し、国会では、物価安定目標の実現の成否のほか、低金利が銀行の収益に与える影響、資産の買入れが財政や市場に与える影響、いわゆる金融緩和からの出口戦略の見通しなどについて、議論が盛んに行われている。

当初、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現を目指していた物価安定目標は、いまだ達成されていない。金融緩和政策が導入されて6年が経過した現在、同目標の継続が国民生活の向上に果たした効果、金融政策に伴う副作用等の問題点等について、改めて検証していくことが求められる。

1. 黒田日銀総裁就任以降の金融政策の概要

2013年1月、日本銀行（以下「日銀」という。）は、政府との共同声明¹を公表した。その中で、日銀は、「物価安定の目標」を、消費者物価の前年比上昇率で2%（以下「2%物価安定目標」という。）とすることとした。同年3月の黒田日銀総裁の就任を経て、4月に、日銀は、2%物価安定目標について、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」を導入した。2%物価安定目標はいまだ達成されるに至らず、日銀は、現在、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下、同目標の実現を目指した取組を続けている。

国会では、参議院財政金融委員会及び衆議院財務金融委員会をはじめとする委員会審議の場において、日銀総裁、副総裁等に対し、金融政策をめぐる質疑が行われている。黒田

¹ 内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」（2013.1.22）

総裁就任以降の国会論議では、2%物価安定目標の実現の成否、長期化する金融緩和政策が財政、市場に与える影響、金融緩和政策からの出口をめぐる課題等が焦点となっている。

本稿では、黒田総裁就任以降の日銀の金融政策の概要（図表1）を整理した上で、金融政策をめぐる国会論議のうち2018年4月の黒田総裁の再任以降の議論を中心に紹介し、今後の課題を明らかにすることとしたい。

図表1 黒田日銀総裁就任以降の金融政策の概要

年 月/日	方針	金利			MB	長期国債		ETF	J-REIT
		マイナス金利	長期金利	フォワード ガイダンス		年間増加額	年間増加額 平均残存期間		
2013 4/4	量的・質的金融緩和の導入				約60～70兆円	約50兆円	7年程度	約1兆円	約300億円
2014 10/31	量的・質的金融緩和の拡大				約80兆円	約80兆円	7～10年程度	約3兆円	約3兆円に加え、新たな枠(約3,000億円)を設け、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETFを買い入れる
2015 12/18	量的・質的金融緩和を補完するための諸措置の導入						(2016年より) 7～12年程度		
2016 1/29	マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入	金融機関が保有する日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買い入れる	当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持	YCCの下で短期的には変動し得るが、消費者物価の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続	約80兆円をめぐりつつ、金利操作方針を実現するよう運営	廃止	約6兆円	約900億円 (※)
2016 7/29	金融緩和の強化								
2016 9/21	長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入								
2018 7/31	強力な金融緩和継続のための枠組み強化	日銀当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれに階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用	イールドカーブ・コントロール (YCC)	当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持	オーバーシュート型コミットメント	約80兆円をめぐりつつ、弾力的な買入れを実施		設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とするETFの買入れ(約3,000億円)を含む	(※)
2019 4/25	当面の金融政策運営について								

(※)2018年7月の決定により、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入額は上下に変動し得ることとされた。

(出所) 日銀資料を基に作成

(1) 「量的・質的金融緩和」の導入 (2013年4月)

2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和」では、金融市場調節方針の操作目標を、従来の「金利」(無担保コールレート(オーバーナイト物))から「量」(マネタリーベース(以下「MB」という。))に変え、MBが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場の調節を行うこととした。また、イールドカーブ²全体の低下を促す観点から、長期国債の保有残高を年間で約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととした。さらに、償還期限が20年を超す超長期国債(30年債、40年債)を買入対象に含め、保有長期国債の平均残存期間³を当初の3年弱から7年程度に延長した。こうした措置に伴い、「銀行券ルール」⁴の適用を停止することとした。このほか、資産価格のプレミ

² 横軸に債券の残存期間、縦軸に金利水準をとり、異なる残存期間の金利水準を並べることにより、残存期間と金利の関係を表した曲線。

³ 国債が、買入れから満期を迎えて償還されるまでの期間の平均値。

⁴ 「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて、日銀が保有する長期国債について、銀行券発行残高を上限とするという考え方であり、2001年3月に決定された。日銀は、量的・質的金融緩和を導入するに当たり、長期国債の買入れは、金融政策目的で行われるものであり、財政ファイナンス(注38参照)ではないと

アム⁵に働きかける観点から、E T F（指数連動型上場投資信託受益権）を年間約1兆円、J-REIT（不動産投資法人投資口）を年間約300億円それぞれ買い入れることを決定した。

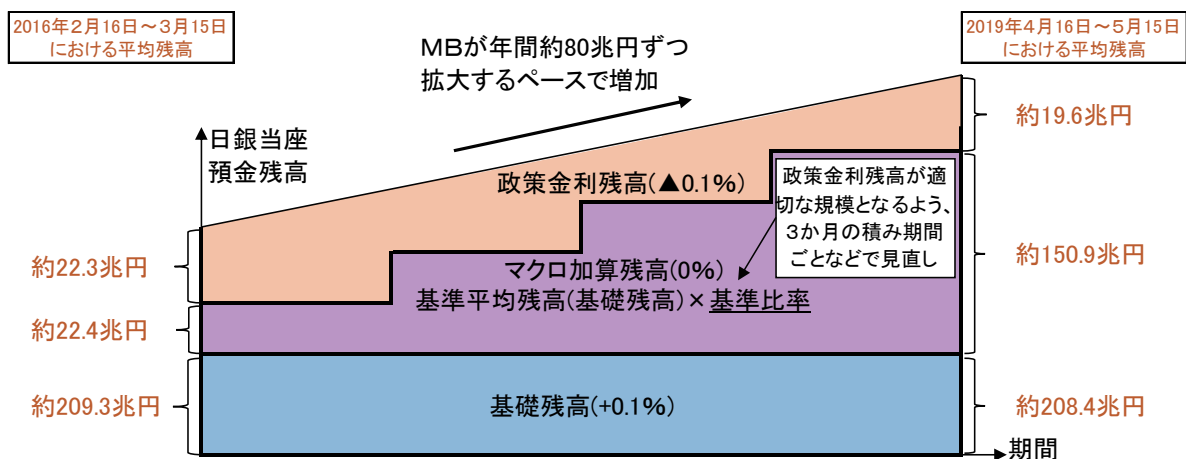
2014年10月には、2014年4月の消費税率引上げ後の需要面での弱めの動きや、原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として働いているとされる中、デフレマインドの転換が遅延するリスクの顕在化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、量的・質的金融緩和を拡大することとされた。

（2）「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入（2016年1月）

2016年1月、日銀は、原油価格の一段の下落に加え、中国を始めとする新興国・資源国経済に対する先行き不透明感などから、金融市場は世界的に不安定な動きとなっているとの認識の下、企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクの顕現化を未然に防ぎ、2%物価安定目標に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。

日銀は、日銀当座預金に付する金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていくとしている。具体的には、日銀当座預金を3層に分割した上で、それぞれの階層に異なる金利を付す仕組みとなっている（図表2）。マイナス金利が適用される政策金利残高は、日銀当座預金残高のうち、基礎残高及びマクロ加算残高の合計を上回る部分に相当するが、政策金利残高が急増して金融機関の収益を過度に圧迫しないよう、3か月ごとの見直しなどにおいてマクロ加算残高を積み増していくこととした。

図表2 マイナス金利の概要



（出所）日銀「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への疑問に答える」（2016.3.7）、「業態別の日銀当座預金残高」を基に作成

した上で、共同声明において、政府が持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進するとされたことを踏まえて、同ルールを一時停止することとした。

⁵ プレミアムとは、一般的に、態様に応じて額面に付される部分を指し、量的・質的金融緩和では、リスク資産であるE T F等の買入れを通じて、リスクに対応したプレミアム（リスクプレミアム）に働きかけることで、市場に安心感を与え、適切な価格形成を促すことを目的としている。

2016年7月には、英国のEU離脱問題や新興国経済の減速を背景に、ETFの買入れ額をほぼ2倍の年間約6兆円にするなどの追加措置を講じた。

(3) 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入(2016年9月)

2016年9月、大規模な金融緩和の継続にもかかわらず、2%物価安定目標が実現されない中、日銀は量的・質的金融緩和の導入以降の物価動向、政策効果、今後の政策の方向性等について取りまとめた「総括的な検証」⁶を公表した。

総括的な検証では、量的・質的金融緩和の導入により、実質金利の低下を通じて経済・物価が好転した結果、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったとしている。一方、2%物価安定目標が実現できていない理由として、①原油価格の下落、②消費税率引上げ後の需要の弱さ、③新興国発の市場の不安定化などにより、物価上昇率が下落したことに加えて、過去の物価に引きずられやすい予想物価上昇率が弱含んだことによるとされた。また、マイナス金利については、長短金利の押下げには有効であったが、金融機関収益の圧縮、保険や年金の運用利回りの低下がマインド面を通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性が指摘された。

総括的な検証の結果を踏まえ、日銀は、予想物価上昇率をより強力な方法で高めていくことが必要との判断の下、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定し、実質金利低下の効果を長短金利の操作により追求するイールドカーブ・コントロール(以下「YCC」という。)を新たな枠組みの中心に据えることとした。長短金利の操作のうち、短期金利については、引き続き政策金利残高に▲0.1%の金利を適用する一方、長期金利については、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように長期国債を買い入れることとした。合わせて、従来利回り入札方式に加えて、日銀が指定する利回りによって国債買入れを行う「指値オペ」等の新しいオペレーションを導入した。

このほか、2%物価安定目標の実現に対する信認を高めるため、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MB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導入した。また、柔軟な長期国債買入れによって長期金利操作を行うため、7~12年程度としていた長期国債の平均残存期間の定めを廃止することとした。

(4) 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」(2018年7月)

2018年7月、日銀は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和の持続性強化を目的として「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。政策金利については、「当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とのフォワードガイダンスを導入し、2%物価安定目標の早期実現に向けたコミットメントを強化した(その後、2019年4月には、フォワードガイダンスについて、海外経済の動向や消費税率引上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い

⁶ 日本銀行「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(2016.9.21)

長短金利の水準を維持する」と変更されている)。

また、国債については、国債市場の機能度を高めるため、金利が経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動し得るものとし⁷、買入れ額も従来の年間約 80 兆円をめぐりつつ、弾力的な買入れを実施することとした。ETF 及び J-REIT については、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額が上下に変動し得るとした。

2. 黒田総裁就任以降の金融政策をめぐる質疑の概要及び今後の課題

(1) 2%物価安定目標関連

ア 2%物価安定目標の達成時期の見通しの後ずれ、物価上昇の阻害要因

日銀は、2%物価安定目標の達成時期の見通しについて、展望レポート⁸で言及してきたが、その見通しは度々後ずれし、2018年4月には、見通しに関する記述そのものが削除された。本稿執筆時点(2019年6月)における直近の展望レポート(2019年4月)によれば、消費者物価上昇率に関する政策委員の大勢見通しは、2019年度が0.7~1.0%、2020年度が1.1~1.4%(いずれも消費税率引上げ・教育無償化政策の影響を除く)、2021年度が1.4~1.7%となっており、2%物価安定目標の達成時期は明らかとなっていない。

2%物価安定目標の達成時期の見通しが後ずれした理由について、黒田総裁は、総括的な検証の分析結果と同様の見解を示すとともに、労働力不足を背景とした企業における生産力向上に向けた取組や、近年の技術進歩などを物価上昇の阻害要因として挙げた⁹。また、デフレが15年間続いたこともあり、企業が賃金や価格の上昇に対して、家計が価格の引上げに対してそれぞれ慎重な対応をするといったデフレマインドがやや根強く残っていることも考えられると述べた¹⁰。なお、2018年4月に達成時期の見通しに関する記述を削除した理由について、黒田総裁は、達成時期の変更が金融政策の変更と結び付けられて考えられ、それが市場の一部に不測の影響を及ぼしているとの懸念があるためとした¹¹。

イ 2%物価安定目標の妥当性

我が国において消費者物価上昇率の対前年比が2%を超えた局面は、過去20年間において、ごく僅かな期間にとどまっており(図表3)、2%物価安定目標を目指すことの妥当性が焦点となっている。これに対し、黒田総裁は、消費者物価指数が持つ統計上の上方バイアスや、デフレに陥らないための政策対応力の確保を考慮して2%という基準を

⁷ 黒田総裁は、2018年7月31日の記者会見にて、長短金利の変動幅について、YCC導入後の金利変動幅(概ね±0.1%)から上下その倍程度(概ね±0.2%)に変動し得ることを念頭に置くこととしたと説明した。

⁸ 日銀は、政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」と題する報告書(=展望レポート)を決定し、公表している。2015年までは半年ごと、2016年以降は四半期ごとに公表されている。

⁹ 第198回国会参議院予算委員会会議録第3号9頁(2019.3.4)、第197回国会衆議院財務金融委員会会議録第2号10頁(2018.11.20)

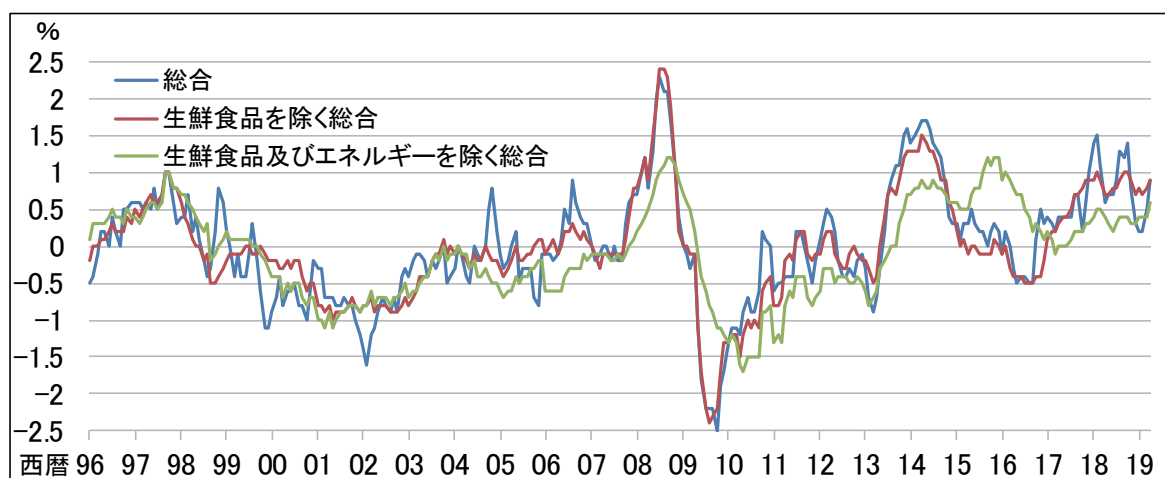
¹⁰ 第197回国会参議院財政金融委員会会議録第3号8頁(2018.12.6)

¹¹ 第196回国会参議院財政金融委員会会議録第13号8頁(2018.5.22)、第196回国会衆議院決算行政監視委員会会議録第1号19頁(2018.5.15)

採用しているとした。また、多くの先進国で共通基準となっており、我が国が関係国と同じ物価上昇率を目指すことは、長期的な視点では為替レートの安定にも資すると考えていると述べた¹²。

2%物価安定目標を中長期目標に変更すべきとの意見に対しては、黒田総裁は、目標の未達成については残念だが、様々な経済状況やショックに対応して、できるだけ早期に達成するための措置はとってきており、現在の政策の継続により、プラスの需給ギャップが続けば、物価は徐々に2%に近づいていくと考えているとした¹³。

図表3 消費者物価上昇率（対前年同月比）の推移



(注) 2015年12月以前は「消費税調整済み指数」を使用

(出所) 総務省「消費者物価指数」を基に作成

ウ 今後の課題

2%物価安定目標の実現が見通せない中、麻生財務大臣兼金融担当大臣は、「2%に行っていないからといって怒っている一般の庶民がいるかと。僕は一人もいないと思」う¹⁴などと発言している。また、有識者等からも、無理に2%を目指す必要はないとの意見¹⁵や、2%という水準自体をより柔軟に考え直すべきとの意見¹⁶も出されている。

日銀は、当初2年程度を念頭に置いて達成を目指すとしていた2%物価安定目標が6年以上経過して実現できていないことを受け、同目標の継続が国民生活にとって真に望ましい結果をもたらしているかについて改めて検討した上で、市場と緊密に対話を行うなどして、金融政策に対する国民の信認の向上に努めることが求められる。

¹² 第196回国会参議院議院運営委員会会議録第8号8頁、12頁（2018.3.6）

¹³ 第197回国会衆議院財務金融委員会会議録第3号12～13頁（2018.12.7）

¹⁴ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第2号23頁（2019.3.12）

¹⁵ 浜田宏一内閣官房参与のインタビュー記事（『ロイター』（2019.2.25））〈<https://jp.reuters.com/article/interview-hamada-idJPKCN1QE02R>〉（2019.6.11最終アクセス）

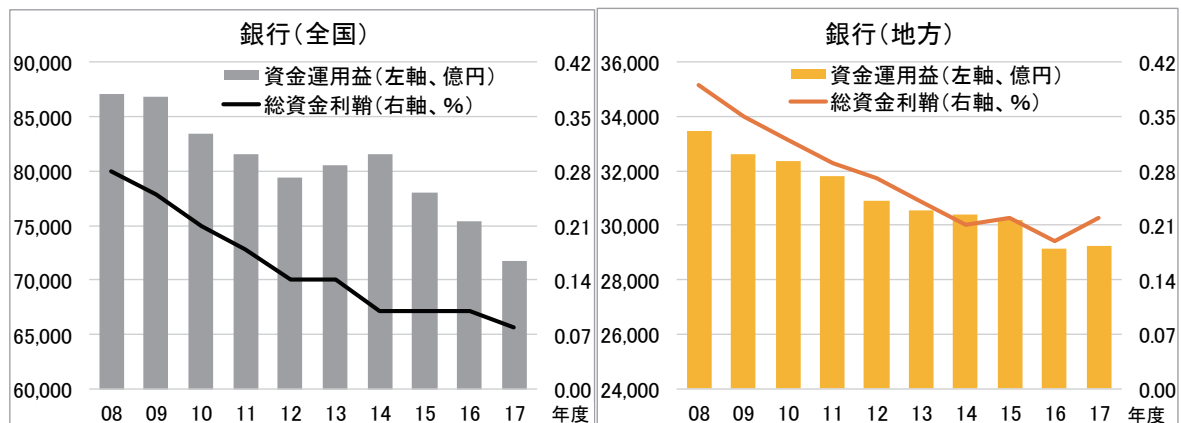
¹⁶ 木内登英元日銀審議委員の解説記事（『野村総合研究所』（2019.3.4））〈<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/nowledge/commentary/2019/20190304.html>〉（2019.6.11最終アクセス）

(2) 金利関連

ア 金融緩和政策による低金利環境が銀行の収益、行動に与える影響

我が国では、低金利環境の長期化に伴い、銀行の資金運用益、総資金利鞘は共に減少、縮小傾向にある(図表4)。とりわけ地方部に関しては、生産年齢人口や企業数の減少の急速な進行により資金需要の継続的な減少が見込まれている¹⁷。そのため、地方部に活動拠点に置く地域銀行は厳しい経営環境にある¹⁸。

図表4 銀行の資金運用益、総資金利鞘の推移



(注)「全国」は全国の銀行の総計、「地方」は一般社団法人全国地方銀行協会加盟行のみの総計を指す。

(出所) 一般社団法人全国銀行協会資料を基に作成

日銀の金融緩和政策が地域銀行を始めとする銀行の収益を圧迫しており、銀行が、収益確保のため、カードローン、不動産向け投資、有価証券の投資などに注力することにつながったとの批判の声が上がっている¹⁹。例えば、2018年に明らかとなったスルガ銀行の不動産向け投資に係る不正融資事案について、低金利環境の長期化を背景として、新たな収益モデルの構築が求められた結果であるとの意見がある²⁰。また、最近では、相対的に高い利回りを求めて外債への投資を増やす金融機関も見られ、大手金融機関を中心として、CLO²¹を始めとする海外クレジット投資を増加させている。これら投資については、景気後退に直面し、債務不履行に陥った場合には、多額の損失が発生することも懸念されている²²。

金融緩和政策が地域銀行の収益に与える影響について、黒田総裁は、人口や企業数の

¹⁷ 詳細は、金融仲介の改善に向けた検討会議「地域金融の課題と競争のあり方」(2018.4.11)を参照ありたい。

¹⁸ 金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～(平成30事務年度)」(2018.9)によれば、2017年度では106行中54行が本業で赤字(うち52行は2期連続、23行は5期以上の連続赤字)となっている。また、『朝日新聞』(2019.5.20)の記事によれば、上場する地方銀行の約7割が、2019年3月期の決算において減益又は赤字に陥ったことが報じられている。

¹⁹ 『ニッキン』(2019.1.25)

²⁰ 『毎日新聞』(2019.5.16)

²¹ Collateralized Loan Obligation(ローン担保証券)の略で、レバレッジドローン(投機的格付けであるローンを裏付資産とする証券化商品)を指す。

²² 『朝日新聞』(2019.5.28)、『産経新聞』(2019.3.15)。なお、本テーマについて、日銀も2019年3月8日に「米国クレジット市場の最近の動向について」と題する報告書(日銀レビュー)を公表している。

減少に加えて低金利環境の長期化により、地域銀行の基礎的収益力が趨勢的に低下していることが指摘されているが、現状、地域銀行は十分な資本と流動性を備えており、貸出しの伸び率が大手銀行を上回るなど、金融仲介活動に積極的に取り組んでいるとした。その上で、将来的に銀行の資本基盤やリスクテイク能力が制約を受けて金融仲介機能に悪影響を及ぼすことがないか点検していく必要があると述べた²³。

金融緩和の継続がスルガ銀行の不正融資事案につながったとの指摘に対して、黒田総裁は、銀行が、ミドルリスク企業へ向けた貸出しの積極化や有価証券運用の多様化といった取組を行っていることは把握しているが、これら取組は、法令などに従って適正に行われる必要があり、銀行において、適切なリスク管理、コンプライアンス体制が整備されることが重要であると述べた²⁴。

さらに、金融緩和政策を背景として、我が国の金融機関がCLO等の海外クレジットへの投資を増加させているとの指摘に対して、黒田総裁は、近年、大手金融機関を中心にCLOを含む海外クレジット投資残高は増加基調にあるが、保有する資産に対するリスク管理は適切に行われているとした。また、海外ではクレジット商品の価格が大きく下落する局面も見られることから、投資動向について今後も注視していくと述べた²⁵。

イ 追加緩和手段（金利の更なる引下げ等）

長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入に際して示された追加緩和手段²⁶について、黒田総裁は、仮に物価上昇のモメンタムが失われることがあれば、躊躇なく検討を行う考えであり²⁷、その際いずれの手段をとるかは、政策のベネフィットとコストを比較考量しながら、その時の状況に応じた適切な方法を検討していく²⁸と述べた。

金利の更なる引下げなどの追加緩和の可能性について、黒田総裁は、主要国は極めて低い金利水準になっておりこれ以上の引下げ余地はかなり限られているとの国際的議論もあり、主要国における金融政策の発動余地が狭まっていることは事実であるとした。しかし、各国はリーマン・ショック以降、非伝統的金融政策を開発してきており、必要があれば追加的な金融緩和を検討することは可能であると考えていると述べた²⁹。

ウ 今後の課題

銀行の厳しい経営状況をめぐる議論においては、銀行側は、低金利環境の長期化を主たる原因として挙げている³⁰一方、日銀側は、低金利環境を収益押下げ要因として認めつつも人口減少といった構造的問題を第一に挙げ、合わせて、低金利環境がもたらすプラスの影響も指摘している³¹。しかし、近年、銀行の資金運用益は縮小傾向にあり、加

²³ 第198回国会参議院決算委員会会議録第2号5頁（2019.4.4）

²⁴ 第197回国会衆議院財務金融委員会会議録第2号9頁（2018.11.20）

²⁵ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号6頁（2019.5.14）

²⁶ 具体的な手段として、①短期政策金利の引下げと②長期金利操作目標の引下げ、③資産買入れの拡大、④MB拡大ペースの加速が挙げられている。

²⁷ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号18頁（2019.5.14）

²⁸ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第5号28頁（2019.3.20）

²⁹ 第198回国会衆議院財務金融委員会会議録第11号20頁（2019.4.16）

³⁰ 一般社団法人全国銀行協会・高島会長記者会見（2019.4.1）〈<https://www.zenginkyo.or.jp/news/conferece/2019/190401/>〉（2019.6.11最終アクセス）、『産経新聞』（2019.5.22）

³¹ 2019年4月の政策決定会合では、量的・質的金融緩和が銀行収益を悪化させているという議論は、金融緩

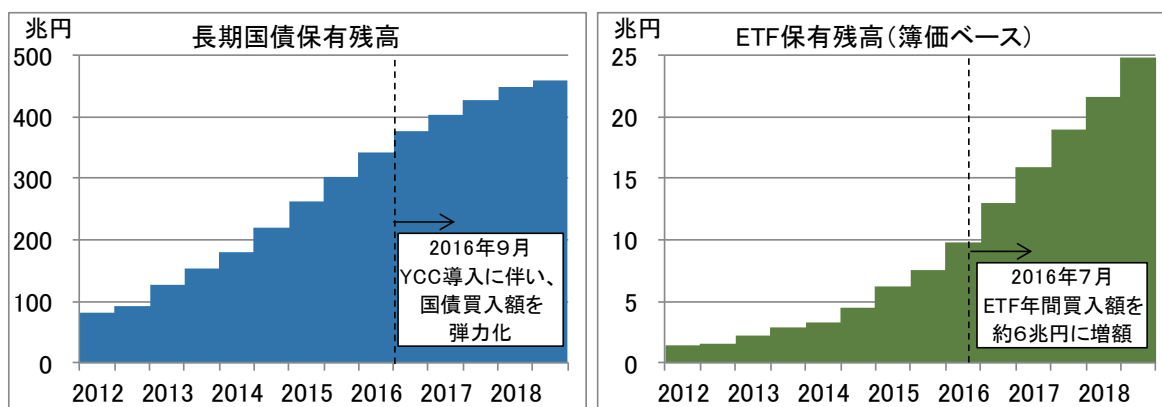
えて、地域銀行に関しては自己資本比率が緩やかな低下傾向にある³²ことなどを踏まえると、日銀は、低金利環境が銀行の金融仲介機能の発揮に及ぼす影響について、今後、一層注意深く点検していく必要がある。また、金利の更なる引下げについては、副作用の方が大きいという意見がある³³ことから、今後、追加緩和手段の一つとして検討される場合、銀行の収益や金融システム全体に与える影響を考慮することが求められる。

このほか、低金利環境の長期化に対しては、銀行の収益への影響だけでなく、資金調達コストの低下により、本来淘汰されるはずの低収益性企業³⁴が存続し、イノベーションの発生が妨げられ、潜在成長率の低下を加速させかねないとの指摘³⁵もある。日銀は、我が国の経済の動向、今後の見通しについて分析を重ねた上で、政策金利の適正水準について検証を行っていくことが求められる。

(3) 資産（国債、ETF）の買入れ関連

2019年3月末時点で、日銀が保有する長期国債は約459.6兆円³⁶、ETFは約24.8兆円（簿価ベース）³⁷に上り、2016年後半以降、長期国債残高の増加額は鈍化している一方、ETFは急増している（図表5）。

図表5 日銀の長期国債、ETFの保有残高の推移



(出所) 日銀の各半期の事業年度財務諸表を基に作成

和による景気の改善、貸出しの増加、信用コストの低下、株式と債券に関する収益の増加を無視しており、同議論は、低金利政策が銀行収益に与えた好影響を考慮せずに、貸出金利が低下しなければもっと利益が上がっていたはずだとの非現実的な想定に基づいているといった意見が出されている。

³² 国内基準行（海外拠点を持たない銀行）の自己資本比率（単体ベース）は2017年度末で9.59%と、2012年度末の11.07%に比べて約1.5ポイント減少している。

³³ 2019年4月の政策決定会合では、金融機関の預金・貸出金利には契約上、運用上のゼロフロアがあると考えられることや、民間部門の資金の運用・調達構造を踏まえると、現状以上の金利低下は、实体经济への効果よりも副作用を助長するリスクの方が大きい可能性があるという意見が出されている。

³⁴ 最近では「ゾンビ企業」とも呼ばれ、国際的関心を集めている。2018年9月には、国際決済銀行（BIS）が「The rise of zombie firms」と題する報告書を取りまとめ、我が国を含む先進国14か国におけるゾンビ企業（10年以上存続し、かつ過去3年間連続で借入金の利息を利益でまかなうことができていない企業）の割合が、2016年で12%に上っていることなどを公表した。

³⁵ 高田創編著『シナリオ分析 異次元緩和脱出』（日本経済新聞社、2017.10）116頁

³⁶ 平成30年度当初予算ベースでの長期国債発行残高（約914.2兆円、前倒債含む）の50.3%に相当。

³⁷ 時価ベースでは約28.9兆円であり、東証1部の時価総額の4.7%に相当（『日本経済新聞』（2019.4.16））。

ア 日銀の国債買入れが我が国の財政に与える影響

日銀による多額の国債買入れは、実質的な中央銀行による財政ファイナンス³⁸であり、財政規律を弛緩させているとの指摘に対して、黒田総裁は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和については、2%物価安定目標の実現という金融政策目的で実施しているものであり、政府による財政資金の調達を助けることを目的とする財政ファイナンスではないとした³⁹。また、我が国の政府債務残高が極めて高い水準となっており、政府が中長期的な財政健全化について市場の信認を確保することは重要であると述べた⁴⁰。

近時、米国において注目を集めているMMT (Modern Monetary Theory)⁴¹と我が国の財政金融政策に対する認識について、黒田総裁は、同理論は必ずしも体系化された理論ではなく、全体の把握が容易でないため、評価が難しいと述べた。また、同理論の基本的な主張が、自国通貨建て政府債務はデフォルトすることがないため、財政政策は財政赤字や債務残高などを考慮せずに景気安定化に専念すべきであると理解した場合、極端な主張であり受け入れられないとした⁴²。さらに、財政の健全化や持続可能性の強化が歴代の内閣で重要視されてきたこと⁴³や、日銀は国債を自主的に市場から購入していること⁴⁴を挙げて我が国の財政金融政策とMMTとの関連性を否定した。

イ 日銀のETFの買入れが市場に与える影響

日銀のETFの買入れについて、2019年4月にOECDが公表した経済審査報告書では、日銀がETF市場の4分の3を保有し、間接的に我が国の上場企業の40%において10位以内の主要株主となっていること、中央銀行のETFの買入れが、銘柄によって株価の過大評価につながる可能性があること、企業が単に主要指数に組み込まれているとの理由だけで評価されるため、市場の規律を損ないつつあることなどの問題点が指摘されている⁴⁵。

黒田総裁は、ETFを構成する株式の議決権は、ETFを組成した投資信託委託会社が信託銀行を通じて行使することになっており、日銀がETFを構成する株式の株主になっているわけではないと述べた⁴⁶。また、ETFを通じた日銀の株式保有割合は株式市場全体の4%程度にとどまっており、コーポレートガバナンスの面でも、ETFを構

³⁸ 中央銀行が通貨発行権を利用して政府の資金調達を助ける目的で国債の引受けなどを行うことを指すとされ、我が国では、日銀の国債直接引受けは財政法(昭和22年法律第34号)第5条において禁止されている。

³⁹ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号13頁(2019.5.14)

⁴⁰ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号13頁(2019.5.9)

⁴¹ 米国の投資家、研究者等によって提唱された経済運営の手法についての考え方。米国において、政治家の中に同理論の支持者がいたり、同理論の発信者が政治家の顧問となっていたりすることから、注目が集まっているとされる(財政制度等審議会財政制度分科会(2019.4.17)資料1・57頁)。同理論の基本的な前提は、独自の不換通貨を持ち、公的債務の大半が自国通貨建てで、かつ為替が変動相場制をとる主権国家は決して破綻せず、そうした国は公的部門の全ての赤字を財政ファイナンスできるため、公的債務がどんなに膨張しても心配には及ばない、とされている(『日本経済新聞』(2019.5.31))。

⁴² 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号9頁(2019.5.9)、第198回国会参議院決算委員会会議録第2号6頁(2019.4.4)

⁴³ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号17頁(2019.5.9)

⁴⁴ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号13頁(2019.5.9)

⁴⁵ 経済協力開発機構『OECD経済審査報告書 日本 概要』(日本語版)(2019.4)30頁

⁴⁶ 第198回国会衆議院財務金融委員会会議録第3号31頁(2019.2.26)

成する株式については、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した投資信託委託会社により、適切に議決権が行使される扱いとなっていると説明した。OECDの報告書については、日銀の間接的な株式保有割合の高さや市場規律の低下といった副作用の懸念を示しつつ、2%物価安定目標の達成が日銀の優先課題であるという認識も示していることを挙げた⁴⁷。

このほか、ETF買入れの目的である資産価格のプレミアムへの働きかけの意義、内容について、黒田総裁は、経済の実態が改善しているにもかかわらず、将来の収益予想が過度に悲観的になっており、企業の株式による資金調達が十分に進まない可能性があるため、リスクプレミアムを縮小することで株式市場を適切に機能させ、経済の拡大に資することが、買入れの目的であると説明した⁴⁸。また、リスクプレミアムの具体的な計測方法について、雨宮副総裁は、安全資産とされる国債の利回りと株価の利回りの差のほか、株価の収益率、純資産倍率、ボラティリティー（変動の大きさ）などが指標として使われることを挙げた。また、企業収益、配当の動向、株価、金利水準といった様々なデータや、市場参加者からのヒアリング情報等も含めて、総合的に判断していくことが必要であるとした⁴⁹。

なお、日銀が保有するETFに含み損が発生する可能性について、黒田総裁は、2018年9月末でのETF保有状況を前提とすると、TOPIXでは1,350ポイント程度を下回った場合⁵⁰、日経平均株価では1万8,000円程度を下回った場合⁵¹、時価が簿価を下回ると計算されるが、時価が簿価を下回って引当金を積むことになった場合でも、日銀の財務の健全性について問題になるわけではなく、市場にマイナスの影響を与えることは想定し難いとした⁵²。

ウ 今後の課題

日銀は、上記のとおり、財政ファイナンスについて否定しているが、国債買入れ等の結果、財政に対する危機感が薄まっているとの批判は根強い。2019年度末における普通国債残高（予算ベースでの見込額）は約897兆円と過去20年間で約2.7倍に膨れ上がった一方、同年度の利払費（予算ベース）は約8.8兆円と過去20年間でほぼ横ばいとなっている。日銀が、国債利払費を低く抑えるために国債の買入れを行っており、財政従属（fiscal dominance）に陥っていると見なされた場合、我が国の財政、金融に対する信認は大きく損なわれることが懸念される。また、今後、日銀が国債の保有割合を更に高めていき、国債買入れの余地が狭まった場合、金利が急騰するおそれ⁵³も指摘されている。日銀は、これら懸念に対して、丁寧な説明を行い、金融政策の信認性、持続可能性を高めることが求められよう。

⁴⁷ 第198回国会衆議院財務金融委員会議録第11号12頁（2019.4.16）

⁴⁸ 第198回国会参議院財政金融委員会議録第8号6頁、7頁（2019.5.9）

⁴⁹ 第198回国会参議院財政金融委員会議録第12号（2019.5.30）

⁵⁰ 第198回国会衆議院財務金融委員会議録第4号2頁（2019.2.27）

⁵¹ 第198回国会参議院財政金融委員会議録第2号24頁（2019.3.12）

⁵² 第198回国会衆議院財務金融委員会議録第4号3頁（2019.2.27）

⁵³ ブルームバーグのウェブ記事（2019.2.18）〈<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2019-02-17/PMYLA26TTDS201>〉（2019.6.11最終アクセス）

また、ETFについては、2020年度末に、日銀が年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を抜き、最大の保有者になると予想されている⁵⁴。主要先進国の中央銀行でETFの買入れを行っているのは、我が国以外はないとされ⁵⁵、中央銀行が同国の主要企業の株価形成に大きな影響力を及ぼすことの妥当性について、更なる検証が必要であろう。また、将来の景気後退局面で株安となり、日銀が多額の含み損を抱え、財務健全性の確保が困難な事態になれば、通貨の信認も損なわれることが懸念される。

日銀は、金融緩和政策を通じて、我が国の経済、物価情勢ははっきりと改善したと評価しているが、一般市民は必ずしもその恩恵を受けていないとの指摘がある⁵⁶。「総括的な検証」から2年以上経過しており、金融政策の効果について改めて検証するのも一つの方策と言えよう。

（４）出口戦略関連

2018年度末の日銀の資産総額は約557.0兆円⁵⁷であり、量的・質的金融緩和が開始される直前の2012年度末（約164.8兆円）から大きく拡大している（図表6）。

図表6 日銀のバランスシートの概要

2012年度末		2018年度末		
資産(164.8兆円)		負債・純資産(164.8兆円)		
短期国債(34.0兆円)	発行銀行券(83.4兆円)	短期国債(10.4兆円)	発行銀行券(107.6兆円)	
2年債(19.1兆円)		2年債(26.9兆円)		
5年債(22.2兆円)		5年債(108.2兆円)		
10年債(29.0兆円)		長期国債(459.6兆円)	10年債(184.4兆円)	当座預金(393.9兆円)
20年債(16.1兆円)			20年債(93.2兆円)	
その他(5.0兆円)	30年債(33.5兆円)			
	40年債(7.2兆円)			
	その他(6.1兆円)			
ETF(1.5兆円)		ETF(24.8兆円)		
貸出金(25.5兆円)	債券取引損失引当金(2.2兆円)	貸出金(47.4兆円)	債券取引損失引当金(4.4兆円)	
その他資産	その他負債	その他資産	その他負債	
	純資産		純資産	

（出所）日銀の両事業年度財務諸表及び附属明細書を基に作成

ア 出口戦略に対する認識

現在の金融緩和政策を終了し正常化に向かう、いわゆる「出口戦略」に関して、日銀の拡大したバランスシートの扱いなどを焦点として、黒田総裁の就任当初より国会において議論が行われてきている。黒田総裁は、将来の出口の局面では、金利水準の調整、

⁵⁴ 『日本経済新聞』（2019.4.16）

⁵⁵ 第195回国会衆議院予算委員会議録第3号33頁（2017.11.28）

⁵⁶ ブルームバーグのウェブ記事（2018.12.18）〈<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-12-17/PJNSMC6JTSEA01>〉（2019.6.11最終アクセス）

⁵⁷ 2018年度における我が国の名目GDP（約550兆円、速報値）の101%に相当。

拡大したバランスシートの扱いが主な課題となり、その際、日銀当座預金の超過準備（法定準備額を超過した部分）に対する付利金利⁵⁸の引上げや保有国債の償還などによって対応することが考えられると述べた⁵⁹。一方、出口戦略の検討については、適切な時期に金融政策決定会合で議論し、市場に情報発信していくことが重要であるが、現在は時期尚早であるとしている⁶⁰。出口戦略における金利水準の調整について、雨宮副総裁は、出口の到達は、我が国の経済が安定成長経路を確実にしたということであり、世界経済にとっても基本的にプラスに寄与すると認識しているとした上で、金利水準の調整を行う場合には、内外の市場に与える影響について十分配慮しながら進めていく必要があると述べた⁶¹。

イ 日銀のバランスシートの規模、出口の際における規模の縮小に対する認識

日銀のバランスシートの現状に対する認識について、黒田総裁は、MBや資産側の状況は、極めて大きなものになっているが、深刻な状況になっているとは考えていないとした⁶²。また、MBの規模について具体的な上限は設けておらず、MBの拡大に限界が近づいているとも考えていないと述べた⁶³。

出口の際におけるバランスシートの規模の縮小について、黒田総裁は、海外の中央銀行の先行事例等を踏まえ、その時々状況に応じて保有国債の償還や再投資などを組み合わせることによって市場の安定を確保しながら、適切なペースで縮小していくことは十分可能であるとした⁶⁴。また、ETFの売却については、仮に処分を行う場合、市場等の情勢を勘案した適切な対価によること、市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避すること、損失発生を極力回避することといった政策委員会で定めた基本要領における方針を踏まえ、ETFの処分の指針を新たに定めることになると述べた⁶⁵。

ウ 出口戦略が日銀の財務に与える影響

出口戦略が日銀の財務健全性に与える影響について、黒田総裁は、付利金利の引上げは収益の下押しとなるが、その程度は付利金利の引上げペースやバランスシートの規模等によって大きく異なるとした。また、将来、経済・物価情勢が好転し、付利金利を引き上げる際には長期金利も相応に上昇すると考えられ、日銀の保有国債はより高い利回りの国債に順次入れ替わっていくために受取利息が増加するとした。受取利息の改善効果については、償還を迎える国債及び新たに買い入れる国債の年限構成や金利水準、再投資の規模等に依存することから、出口の際における実際の利益は大きく変わり得ると説明した⁶⁶。さらに、2015年度から債券取引損失引当金⁶⁷を拡充しており、収益の振れを

⁵⁸ 超過準備に付す金利を指す。2008年に導入された補完当座預金制度に基づき、0.1%の金利が適用されているが、2016年1月のマイナス金利の導入に伴い、前述の3層構造に変更された。

⁵⁹ 第198回国会参議院予算委員会会議録第3号8頁（2019.3.4）

⁶⁰ 第197回国会参議院財政金融委員会会議録第3号13頁（2018.12.6）

⁶¹ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第11号7頁（2019.5.23）

⁶² 第196回国会参議院議院運営委員会会議録第8号3～4頁（2018.3.6）

⁶³ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号8頁（2019.5.9）

⁶⁴ 第197回国会参議院予算委員会会議録第3号22頁（2018.11.26）

⁶⁵ 第197回国会衆議院財政金融委員会会議録第3号16頁（2018.12.7）

⁶⁶ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号14頁（2019.5.14）

⁶⁷ 日銀は、日銀法施行令（平成9年政令第385号）等に基づき、各事業年度において、債券の売買等に伴い生

平準化して財務の健全性を確保する観点から一定の効果を持ち、事前の対応として十分なものと認識していると述べた⁶⁸。

また、出口の際、金利上昇に伴う国債市場価格の下落により、国債に多額の含み損が発生するおそれについて、若田部副総裁は、日銀の保有国債の評価については償却原価法を採用しているため、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た上で、2018年9月末での国債保有状況を前提として機械的に計算した場合、国債金利が0.2%強上昇すると、保有長期国債の時価が簿価を下回ると述べた⁶⁹。

このほか、日銀が債務超過に陥るおそれについて、若田部副総裁は、管理通貨制度の下で不換紙幣を発行している中央銀行には、継続的に通貨発行益が発生し、長期的には必ず収益が確保できる仕組みになっており、債務超過をそれほど心配する必要はないとした。また、1970年代に、旧西ドイツの中央銀行がマルク高に伴う保有外貨資産の評価損の発生によって債務超過となった事例があるが、債務超過が解消される間、同国のインフレ率はおおむね低位で安定したこと、中央銀行に対する信認は維持されていたことから、物価や金融システムの安定の面で大きな問題は生じていないことを紹介した⁷⁰。

エ 減少傾向にある国債の買入れ額

長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入以降、日銀の国債買入れ額が減少傾向にあり、日銀は金融緩和の縮小（テーパリング）に向かっているのではないかとの指摘に対し、黒田総裁は、長短金利操作のため、実際の国債買入れ額は金融市場の状況に応じて変動することを強調した上で、テーパリングは、FRB（米国連邦準備制度理事会）が金融政策の正常化に向けた出口政策の一環として国債買入れ額を意図的、段階的に減額したものであり、日銀の国債買入れ額の変動はそれとは全く性格を異にするものでありと述べている⁷¹。

オ 今後の課題

日銀は、市場に与える混乱を回避する観点から、出口戦略に関して具体的な発言を避けており、どの程度の期間を要するか、日銀の財務健全性にどの程度影響を与えるかなどについて明らかとなっていない。

日銀が保有する国債は、2018年12月時点での平均残存年数がフローベースで8年程度⁷²となっており、償還前の売却が行われないうえ、残高の減少は緩やかに進むと予想

じた収益又は損失について、債券取引損失引当金の積立て又は取崩しを行うことができることとなっている。日銀は、量的・質的金融緩和の実施に伴って日銀に生じ得る収益の振幅を平準化し、財務の健全性を確保する観点から、2015年11月に、財務大臣に対して引当金制度による対応の検討を要請した。その後、施行令等の改正によって引当金制度が拡充され、2015年度決算から当分の間、長期国債の利息の金額の全部又は一部を「収益」に、有利子負債に係る支払利息の金額を「損失」に含めることとされた。

⁶⁸ 第198回国会参議院予算委員会会議録第13号26頁（2019.3.25）

⁶⁹ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第11号15頁（2019.5.23）

⁷⁰ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第11号15～16頁（2019.5.23）。なお、過去にも、雨宮理事（当時）が、チェコ、イスラエル、チリでの事例について、同趣旨の答弁を行っている（第190回国会参議院財政金融委員会会議録第9号15頁（2016.3.31））。

⁷¹ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第8号14頁（2019.5.9）、第197回国会参議院財政金融委員会会議録第2号24頁（2018.11.22）

⁷² 第197回国会参議院財政金融委員会会議録第3号11頁（2018.12.6）

される。また、E T Fについては、満期を迎えれば償還される国債と異なり、残高を減少させるには売却しなければならない。E T Fよりも規模の小さい信託財産株式⁷³でも市場への影響等を踏まえ、売却期間が設定されていることなどを考えると、それと同様に長期間を要することが予想される。

日銀の財務健全性への影響について、日銀の保有国債の長期化に伴い、再投資された国債分の受取利息よりも、超過準備の全体額に比例して増加する日銀当座預金の付利金利の支払いが上回る可能性が指摘されており⁷⁴、自己資本を上回る規模の損失が発生するとの分析⁷⁵もある。日銀は、2015年以降、債券取引損失引当金の積み増しを加速させており、2018年度末での残高は4.4兆円に上るが、保有国債の利回りが低下している⁷⁶状況に鑑みれば、今後、引当金をさらに増額させるなどして、財務健全性の確保に一層取り組むことが求められる。なお、F R Bが出口戦略の実行に当たり、F e d（連邦準備制度）の財務状況の試算に関するペーパー⁷⁷を公表していることから、日銀も同様に財務状況に関するシミュレーションを公表すべきという意見も出されている⁷⁸。

このほか、現在は、F R Bは、景気の下振れリスクが懸念される中、政策金利の利上げを休止しており、E C B（欧州中央銀行）も当面の間、金利を現在の低い水準に据え置くこととしているが、将来利上げ局面となった場合、国際的な金利上昇圧力が高まることが予想される。その場合、国債価格の下落、利払いの増加といった事態が見込まれるが、この局面に対してどのような措置を採り得るかにつき事前の検討が必要となろう。

日銀においては、金融緩和からの出口に到達し、金利上昇局面を迎えたときに備え、日銀の財務健全性の見通しについてより丁寧な説明を行うことが求められる。また、できるだけ早い段階から、出口戦略の具体的な手順について検討、準備を進め、可能な限り事前のコミュニケーションを行うことにより、我が国の市場や財政に対する多大な影響を軽減することが可能となり、国民からの信認の向上に資するものと考えられる。

（ひび のりお）

⁷³ 日銀が、金融システム安定のため、2002年11月～2004年9月及び2009年2月～2010年4月に信託銀行を通じて購入した株式（計約2.4兆円）。2007年7月から売却を開始したものの、世界金融危機を受けて、2008年10月に中止したという経緯がある。その後の決定により、2016年4月に再び売却を開始し、2026年3月までに売却を完了することとなっている。

⁷⁴ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第9号14頁（2019.5.14）

⁷⁵ 日本経済研究センター「日銀が直面する金融政策運営のジレンマ」（2018.3.13）

⁷⁶ 会計検査院「平成29年度決算検査報告」905～927頁

⁷⁷ F R B「The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections」（2013.1）。本文書では、2013年から2014年にかけて資産買入額を徐々に縮小した後に買入れを終了した場合、バランスシートの規模が正常化するのが2018～2019年頃となることや、それまでの間、F R Bの米国財務省に対する国庫納付額が減少もしくはゼロとなる可能性などが述べられている。

⁷⁸ 第198回国会参議院財政金融委員会会議録第11号14頁（2019.5.23）