

異次元金融緩和の出口戦略
— 日銀と政府の財政コスト分担の観点から —

深 澤 映 司

- ① 今日の我が国では、巨額の政府債務の持続可能性を疑問視する向きが少なくないなかで、民間銀行や中央銀行が大量の国債を保有している。そのような状況下で日本銀行（以下、「日銀」という。）による異次元金融緩和からの出口戦略が成功を収めるためには、金融システムの不安定化を招かず、しかも、物価の安定を損なわないことが欠かせない。
- ② 中央銀行が金融緩和から抜け出す過程で、金融システムの不安定化とインフレの昂進の双方を回避することに成功した事例は、過去の米国にみられる。米国の連邦準備銀行は、インフレ懸念が台頭するなか、国債価格の下落に伴う金融システムの動揺を回避するため、1948年に商業銀行から長期国債を大々的に買い入れた。また、1951年には、連邦準備銀行と財務省の間で金融政策の独立性を確認するアコードが締結されたほか、財務省により、金融機関等が保有する市場性国債の非市場性国債との交換が行われた。
- ③ これに対して、金融緩和からの脱却が失敗に終わった代表的な事例の1つとして、中央銀行がインフレの昂進を制御できなくなった途上国のケースが挙げられる。ジャマイカやフィリピンといった国々では、1980年代から1990年代にかけて、中央銀行が有利子負債（譲渡性預金、中央銀行債務証券等）を抱えるなかで、金融を機動的に引き締めることが困難化し、ひいては物価の急上昇を招いている。
- ④ 金融緩和からの脱却の失敗例としては、我が国における「ロクイチ国債」暴落の経験も見落とせない。1970年代末、都市銀行のバランスシートに国債が積み上がった状況の下で、日銀がインフレの抑制を企図して金融の引き締めに変換すると、国債価格が暴落した。個々の都銀が損失を最小限にとどめようとして保有国債を売り急いだことから、長期金利は6%台から12%超にまで急上昇した。
- ⑤ これらの内外の経験も踏まえると、現在、日銀の出口戦略として囁かれているオプションのそれぞれが、「金融システムの安定」と「物価の安定」のジレンマの下で、一定のリスクを伴った方法だと言える。日銀による長期国債を中心とした資産の売却は、国債価格の下落を通じて民間銀行や日銀自身の保有国債に評価損を発生させかねない。また、日銀当座預金への付利の引き上げは、利払い費の増大を通じて日銀の損失を拡大させる要因になるし、預金準備率の引き上げには、与信を拡大したい民間銀行が資金捻出のために保有国債を売却すれば、やはり国債価格の下落を招きかねないというリスクがある。
- ⑥ 一般に、バランスシートを毀損した中央銀行は、インフレ制御能力を著しく低下させ、政府からの独立性の低下を余儀なくされる傾向がある。そうしたなか、出口戦略の成否を左右するポイントは、その実施に伴い発生する財政コストの分担について政府と日銀の間で予めルールを定めておくことにより、日銀の独立性を保てるかどうかであろう。

異次元金融緩和の出口戦略 —日銀と政府の財政コスト分担の観点から—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
主任調査員 財政金融調査室 深澤 映司

目 次

はじめに

- I 出口戦略の成否を判定するための基準
 - II 金融緩和からの脱却に成功した過去の事例
 - III 金融緩和からの脱却に失敗した過去の事例
 - 1 中央銀行がインフレを制御できなくなったケース
 - 2 金融引き締めへの転換が国債の暴落を招いたケース
 - IV 日銀による出口戦略のオプションと予想されるリスク
 - 1 日銀のバランスシートの縮小を伴う方法
 - 2 日銀のバランスシートの縮小を伴わない方法
- 鍵を握る財政コストの分担のあり方—おわりに代えて—

はじめに

アベノミクスの第1の矢である「大胆な金融緩和」が放たれてから、約1年半が経過した。2013年4月に黒田東彦新総裁の下で日本経済がデフレから脱却するまで量的・質的な金融緩和を無制限に行うこと（「異次元の金融緩和」）を決めた日本銀行（以下、「日銀」という。）は、消費者物価の上昇率を前年比2%にまで高めることを目標として、長期国債等の金融資産を市中から大々的に買い入れている最中である。そうしたなか、黒田総裁は、出口戦略について具体的に議論することは現時点では時期尚早との立場を崩していない⁽¹⁾。

しかしながら、現在、日銀によって行われている金融緩和そのものが異次元のものであるだけに、それを手仕舞うプロセスも、通常の金融引き締めケースとは様相を大きく異にしたものになる公算が大きい。

「異次元の金融緩和」から脱却する過程では、市場にあふれた大量の流動性（マネタリーベース）がインフレを加速させることを避けるため、日銀がそれを吸収することなどが避けられなくなる。日銀の金融政策の最終目標は、「物価の安定」⁽²⁾である。ただし、現行の日本銀行法は、日銀に「金融システムの安定」（信用秩序の維持）⁽³⁾への寄与も求めている。したがって、「異次元の金融緩和」からの出口戦略の過程における日銀は、「物価の安定」と「金融システムの安定」の双方への目配りを求められることとなるだろうが、これらを両立させることは必ずしも容易ではない。こうした問題を巡って予想される論点を現時点で詳らかにしておくことには、少

なからぬ意義があろう。

本稿は、「異次元の金融緩和」からの出口戦略を巡り、その成否を判定するための基準を確認した上で、それらの基準と照らし合わせて浮かび上がってくる「金融緩和からの脱却」の成功例と失敗例を、過去の内外における経験のなかから紹介する。そして、現時点で予想される日銀の出口戦略の各選択肢について、それぞれが抱えているリスクを整理するとともに、出口戦略の実施を通じて発生する財政コストの分担の仕方について、政府と日銀の間で予めルールを定めておくことが、同戦略の成否を左右する重要なポイントとなり得ることを明らかにする。

I 出口戦略の成否を判定するための基準

「金融緩和からの脱却」が成功を収めたのか否かを判定するために求められる基準は何か。一般には、金融政策が国内の景気動向に対して及ぼす影響に着目して、金融緩和から金融引き締めへの転換が、国内経済を適度な成長率へと軟着陸させることができれば、それを成功とみなす一方、過度な金融引き締めが国内経済の縮小をもたらすような事態（いわゆるオーバー・キル）を失敗とみなすというシンプルな基準が、用いられることも少なくない。

しかし、今日の我が国は、巨額の政府債務の持続可能性を疑問視する向きが少なくないなかで、国債の多くを民間銀行や中央銀行が資産として保有しているという特殊な状況の下に置かれている（図1、図2）。

このため、日銀が「異次元の金融緩和」からの脱却を模索する局面では、思い切った金融引き締めに伴い長期金利が上昇し、国債価格の下

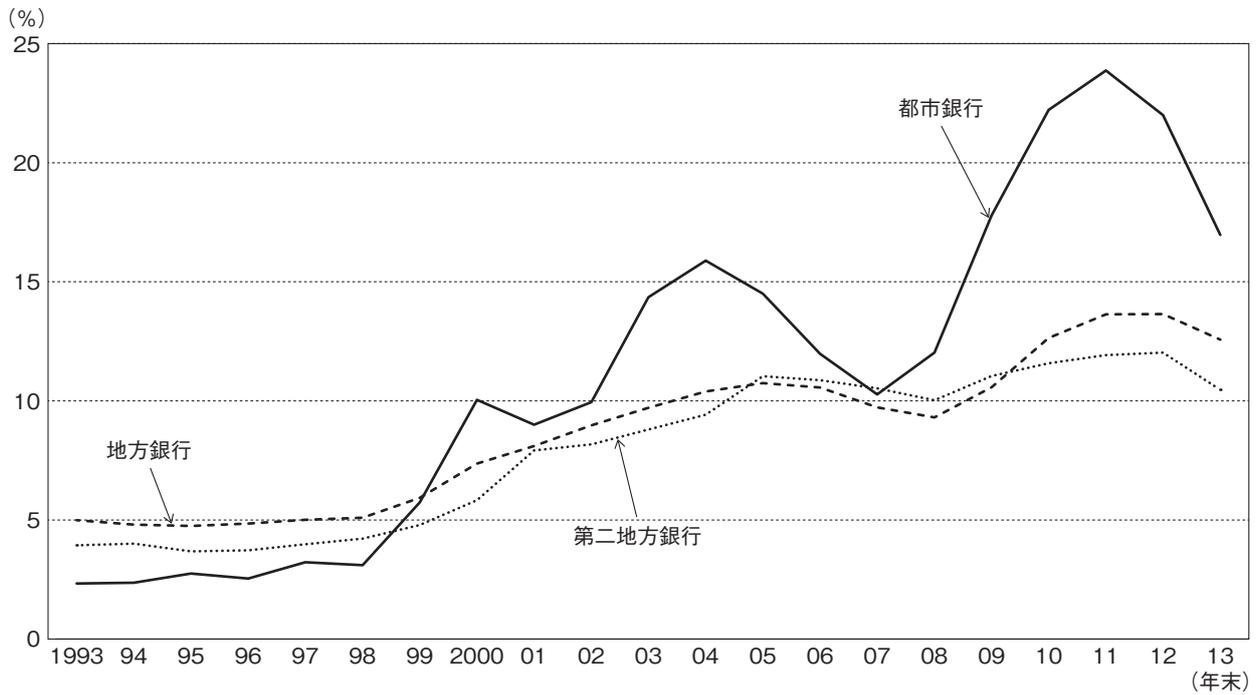
*本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2014年7月31日である。

(1) 第186回国会衆議院財務金融委員会議録第12号 平成26年6月3日 p.7.

(2) 「日本銀行法」（平成9年法律第89号）の第2条は、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」としている。

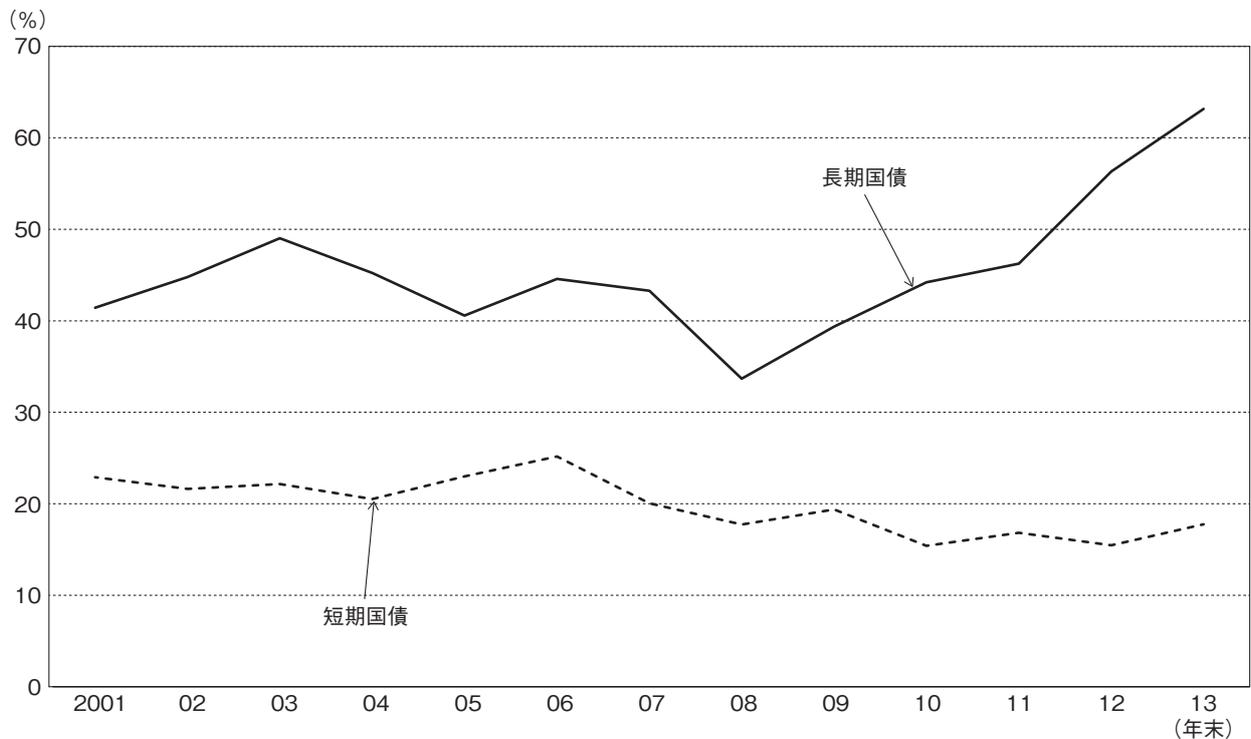
(3) 日本銀行法の第1条第2項に、「日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。」との規定がみられる。

図1 民間銀行の保有資産に占める国債の割合の推移



(注) 各業態が銀行勘定で保有している国債（長期国債および短期国債）の残高が資産全体の残高に占める割合。
 (出典) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」『時系列統計データ検索サイト』<<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>>を基に筆者作成。

図2 日銀の保有資産に占める国債の割合の推移



(注) 日本銀行の保有資産残高に占める長期国債または短期国債の残高の割合。
 (出典) 日本銀行「日本銀行関連」『時系列統計データ検索サイト』<<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>>を基に筆者作成。

落から民間銀行の保有国債に評価損が発生することで、国内の金融システム全体の安定性が損なわれかねないというリスクがある。逆に、金融システムの動揺を回避しようとした日銀が、金融の引き締めを不十分な形でしか行えなければ、インフレの昂進を許してしまうおそれもある⁽⁴⁾。このように、日銀は、「物価の安定」と「金融システムの安定」とのジレンマの下で金融緩和からの出口を模索しなければならない立場に置かれている。

言い換えれば、将来の我が国において「異次元の金融緩和」の出口戦略が成功を収めたとの評価が下されるためには、日銀が、物価の安定を保つことと、金融システムの安定を維持することという2つの条件をともに満たした上で、国内経済をソフトランディングに導くことが欠かせないと言えよう。

II 金融緩和からの脱却に成功した過去の事例

中央銀行が金融緩和から抜け出す過程で、金融システムの不安定化とインフレの昂進の双方を回避することに成功した代表的な事例は、過去の米国にみられる⁽⁵⁾。

1930年代の米国では、大恐慌後の不況からの脱出を主眼として、連邦準備制度の構成要素である連邦準備銀行（以下、「連銀」という。）が金融政策を緩和の方向⁽⁶⁾で運営する一方で、連邦政府は、国債を発行して積極的な財政出動を行った。折しも貸出に対する企業の需要が低迷

していたこともあり、米国の商業銀行は、総資産に占める国債の割合を大きく高めた（図3）。

第二次世界大戦の勃発後、米国経済が戦時体制に移行すると、こうした傾向に一段と拍車がかかり、連銀は、財務省による国債発行をサポートする役回りを強いられることとなった。具体的には、1942年3月、連銀は、短期金利が0.375%（3/8%）を上回らないように短期国債を買い上げる「釘付け政策」（rigged rates policy）の開始を、財務省と合意している。長期国債については、連銀による大々的な買い入れは行われなかったものの、「釘付け政策」を通じて短期金利の先高観が抑えられるなかで、長期国債の利回りも2.5%以内に抑制され続けた。

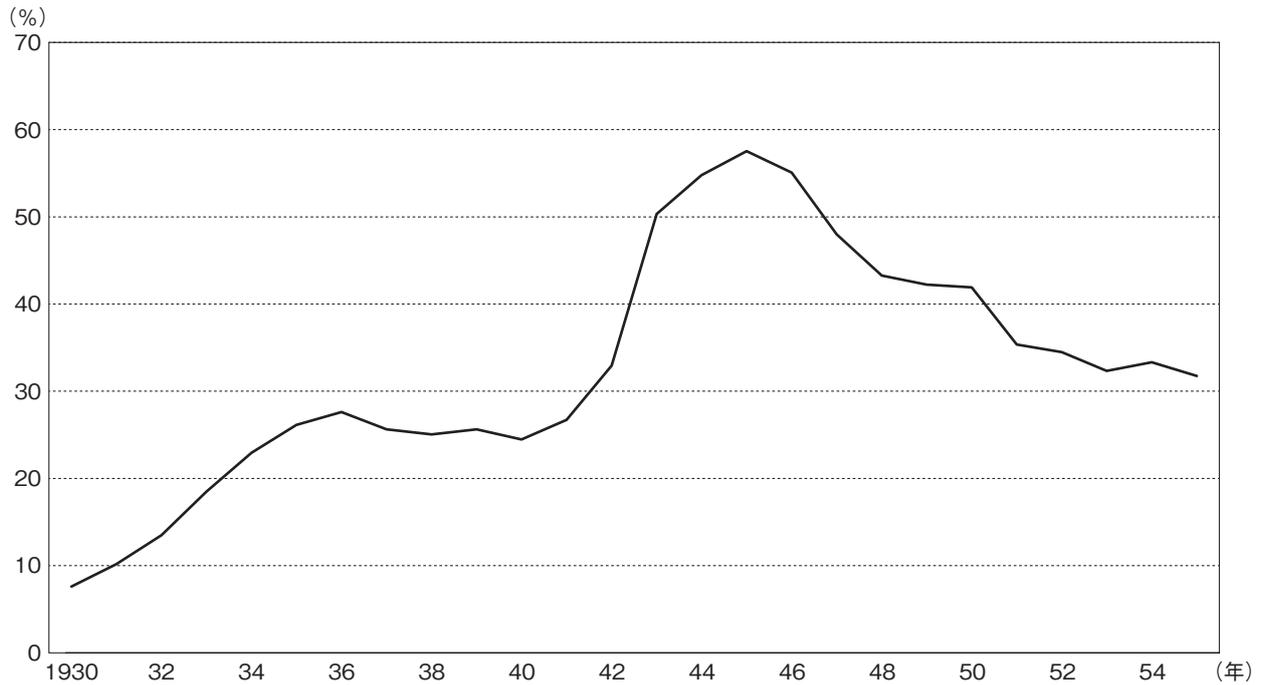
ところが、戦後の1947年になると、米国ではインフレ懸念が台頭してくる。こうした状況の下で、連銀は、金融政策の機動性を取り戻すために、短期国債の買い支えを停止したほか、インフレ対策として、1948年に3回にわたり預金準備率を引き上げた。商業銀行は、貸出への需要が高まりつつあるなかで、保有していた長期国債を売却して貸出に必要な資金を捻出しようとした。このため、連銀は、同年を中心に、長期金利の上昇抑制を主眼として、商業銀行から長期国債を大々的に買い入れることを余儀なくされた（図4）。連銀の買い入れが奏功する形で、長期国債の利回りは引き続き2.5%以内に抑制されたものの、連銀による長期国債の保有残高は、1950年末には保有資産残高全体の36%にも達した。ちなみに、連銀による長期国債買い入れの背景には、当時の連銀が、長期

(4) 例えば、翁邦雄・京都大学大学院教授は、「物価の安定」に加え「金融システムの安定」という使命が日銀に与えられた状況の下では、日銀が、金融システムの安定性を守るため、金利の抑制による「財政の持続可能性」の確保を、金利引き上げを通じた「物価の安定」の確保よりも優先せざるを得なくなる可能性がある」と指摘している（翁邦雄「経済教室 日銀新総裁の課題（下） 量的緩和、出口の展望 必要」『日本経済新聞』2013.3.26.）。

(5) この章の記述は、深澤映司「銀行の国債大量保有はいかに解消されたか」『国際金融』1081号、2002.3.1、pp.26-32による。なお、米国におけるアコード締結とボンド・コンバージョンについては、Barry Eichengreen and Peter M. Garber, "Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51," R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press, 1991, pp.175-205 が詳しい。

(6) 大恐慌後の米国において金融政策が超緩慢の状態にあったことは、連邦準備銀行の公定歩合が、1938年から1947年までの間、1.0%に張り付いていたという事実から読み取れる。

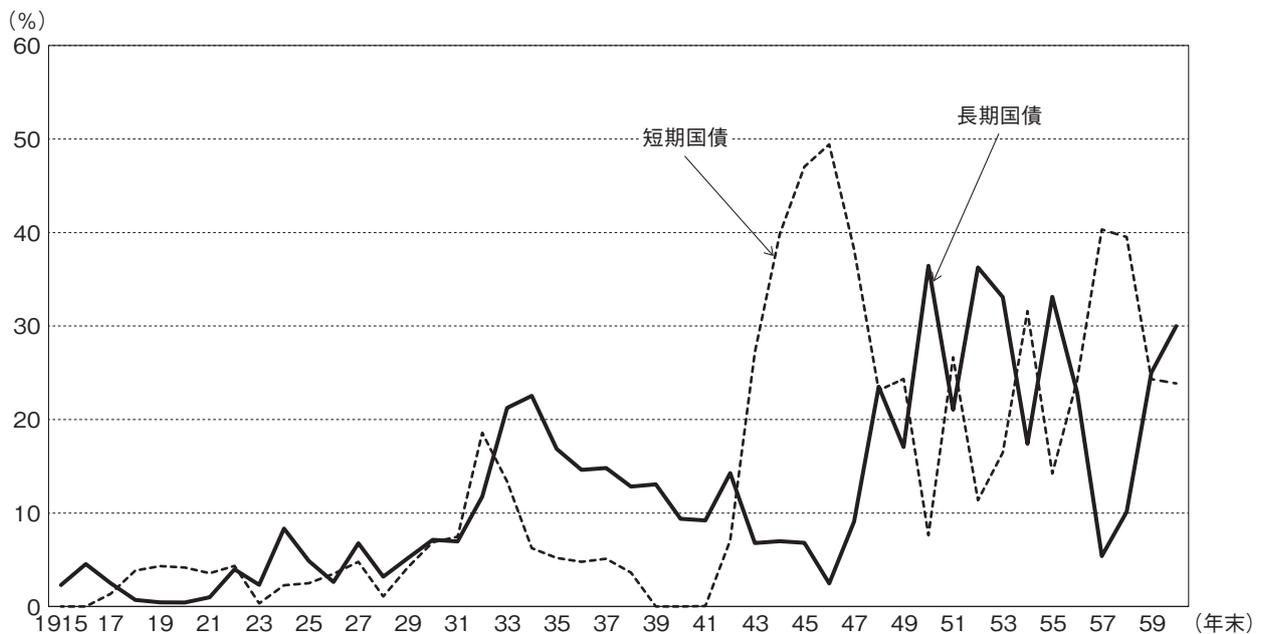
図3 米国の商業銀行の保有資産に占める国債の割合の推移 (1930~1955年)



(注) 1. 米国の商業銀行の保有資産残高全体に占める米連邦政府債券の残高の割合。
 2. 各年の6月30日、または、6月30日に最も近い日における割合。

(出典) Board of Governors of the Federal Reserve System, *All-Bank Statistics, United States, 1896-1955*, [Washington: 1959] を基に筆者作成。

図4 米連邦準備銀行の総資産に占める国債の割合の推移 (1915~1960年)



(注) 1. 連邦準備銀行の保有資産残高に占める長期国債または短期国債の残高の割合。
 2. 長期国債は、bond と note の合計。

(出典) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report (various issues)* を基に筆者作成。

国債の価格下落に伴い商業銀行にキャピタル・ロスが発生する可能性を、金融システムの安定性維持の観点から強く懸念していたことがあったという。

1951年になると、3月に連銀と財務省の間でアコード (accord)⁽⁷⁾が締結され、連銀による金融政策の国債価格支持政策からの独立が確認された。このことは、その後の連銀が長期金利の上昇抑制という役割から正式に解放されたこと、すなわち、連銀が金融引き締めに向けたフリーハンドを獲得したことを意味していた⁽⁸⁾。

ここで見逃せないのは、アコード締結とほぼ同時期に、財務省が行ったボンド・コンバージョン (bond conversion) である。これは、1945年に発行された市場性の長期国債を表面利率2.75%の非市場性国債⁽⁹⁾と交換するという枠組みであり、アコード締結の翌月から実施された。1951年6月までの間に、保険会社を始めとする各種の国債保有主体を対象として、合計約136億ドル(当時の市場性国債の残高の約1割に相当)が交換されている。主な参加者による交換額は、保険会社が39億ドル、その他の民間投資家が33億ドル、政府機関等が29億ドル、そして、連銀が21億ドルであった。商業銀行の場合、交換可能な銘柄等について厳しい条件が付されていたものの、保険会社を経由した国債の売却が可能であったことから、この枠組みを通じて、アコード締結後の長期金利上昇に伴うキャピタル・ロスを回避することができた。また、連銀が1947年以降に買い入れた長期国債も少な

らぬ部分が交換の対象とされ、長期金利の上昇(国債価格の下落)が連銀のバランスシートに打撃を与えることが回避された。

III 金融緩和からの脱却に失敗した過去の事例

これに対して、金融緩和からの脱却が失敗に終わったケースとしては、中央銀行がインフレを制御できなくなったケースと、中央銀行による金融引き締めが国債価格の暴落を惹き起こしたケースとが挙げられる。

1 中央銀行がインフレを制御できなくなったケース

中央銀行がインフレの昂進を止められなくなった事例は、発展途上国の間では珍しくない。それらのうち金融緩和からの出口戦略との関連で特に注目されるのは、中央銀行が利払い費の増大を背景として財務状況を悪化させるなかでインフレ制御能力の低下を余儀なくされた国々の事例である。

表1に掲げた4か国(ジャマイカ、フィリピン、アルゼンチン、チリ)の中央銀行は、いずれも1980年代または1990年代前半に継続的な損失発生を経験した。その当時の各国では、物価が急テンポで上昇しており、中央銀行の損失発生と時をほぼ同じくして、「物価の安定」という政策目標の達成が困難化していた。

各国の中央銀行による損失の計上には、中央

(7) 我が国では、2002年10月に竹中平蔵金融・経済財政政策担当大臣(当時)が、政府と日銀が一体となってデフレ克服に向けた取り組みを行う必要があるとして、両者の間におけるアコード(政策協定)の締結を提案したことがある(「竹中平蔵氏、日銀に政策協定を要請 インフレ目標策、想定」『毎日新聞』2002.10.7.)。しかしながら、竹中氏が提唱したアコードは、中央銀行が財務省に協力することで金融政策と財政政策の一体化を目指す内容であったという点において、米国で1951年に締結されたアコード(中央銀行の財務省からの独立を確認)とは趣旨を異にしており、注意を要する。

(8) アコード締結後の米国では、連銀による政策の力点がインフレ抑制へとシフトしていくなかで、消費者物価指数の上昇率が1951年の前年比6.9%から1953年の同0.8%へと縮小した(Malik Crawford and Jonathan Church, eds., "Consumer Price Index," *CPI Detailed Report Data for April 2014*, Bureau of Labor Statistics website <<http://www.bls.gov/cpi/cpid1404.pdf>>)。

(9) 非市場性国債は、特定の投資家を対象として発行される国債であり、譲渡制限が付されている場合が多い。満期まで保有され、取得価格で評価されるため、長期金利が上昇している局面でも評価損が発生しない。

表1 中央銀行がインフレを制御できなくなった事例

国名	中央銀行が損失を計上していた期間	損失発生 배경	インフレ率 (年率、%)	為替相場の変化率 (年率、%)
ジャマイカ	1985/86 ～94/95 会計年度	・中央銀行の対外債務の膨張 ・中央銀行による譲渡性預金 (CD) の発行と利払い	{ (I) 15.3 (II) 40.0	{ (I) ▲11.1 (II) ▲29.6
フィリピン	1981～93年	・民間銀行等を対象とした為替スワップや先物カバー取引 ・民間金融機関からの不良債権買取り ・政策的優遇融資 ・中央銀行債務証券の高金利での発行	{ (I) 13.6 (II) 11.0	{ (I) ▲10.2 (II) ▲3.8
アルゼンチン	1980年代	・無利子国債の保有 (保有外貨資産の対政府売却と引き換えに) ・公的金融機関に対する優遇金利での貸出 ・民間銀行からの借入れ (有利子)	{ (I) n.a. (II) 149.5 (※) 1989年5月から1990年3月に、月平均66%のハイパーインフレが発生。	{ (I) n.a. (II) ▲46.9
チリ	1983～84年	・商業銀行からの不良債権買取り ・民間の対外債務の引き受け ・中央銀行債券 (有利子) の発行	{ (I) 21.1 (II) 17.4	{ (I) ▲17.9 (II) ▲8.7

- (注) 1. (I) は1980年代を平均した変化率、(II) は1990年代前半を平均した変化率。
2. インフレ率は、消費者物価の変化率。
3. 為替相場の変化率は、対米ドルレートの変化率 (IMF方式)。
4. n.a. は、データが入手できないことを示す。

(出典) G. A. Mackenzie and Peter Stella, "Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions," *IMF Occasional Paper*, No.142, October, 1996; David Robinson and Peter Stella, "Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits," Mario I. Blejer and Adrienne Cheasty, eds., *How to Measure the Fiscal Deficit*, IMF, 1993; IMF, *International Financial Statistics* を基に筆者作成。

銀行が外貨建ての対外債務を抱えていたこと、中央銀行の債務に高い利子が支払われていたこと、あるいは、中央銀行が民間金融機関から収益を生まない不良債権を買取っていたことなど、複合的な要因が絡んでいた⁽¹⁰⁾。ただ、それぞれの中央銀行が有利子負債 (譲渡性預金、中央銀行債務証券等) を抱えるなかで金融引き締めを機動的に行いにくかったことが、インフレ抑制の制御を難しくした一因であったという点は、これらの事例に共通している。

ジャマイカの事例については、2003年10月に日銀の審議委員であった植田和男・現東京大学大学院教授が、日本金融学会の大会で行った講演のなかで言及している⁽¹¹⁾。ジャマイカ銀行 (中央銀行) は、1980年代前半にジャマイカ政府の産業政策に協力した結果、多額の外貨建

て債務を抱えていた。このため、1980年代半ばに自国通貨が減価すると、同銀行は、外貨建て債務の利払い負担の増加を背景に、大幅な赤字計上を余儀なくされた。ジャマイカ政府は同銀行に国債を贈与して赤字の穴埋めを試みたが、贈与された国債が無利子国債であったことから、同銀行は収益を改善させることができず、債務超過に転落した。こうしたなか、ジャマイカ国内でインフレが進行したため、ジャマイカ銀行は、自らにとって債務に相当するCD (譲渡性預金) を大量に発行して、流動性を吸収しようとした。しかし、金利上昇局面で有利子の債務を負ったことは同銀行の期間収益を一段と悪化させる要因となり、同銀行はインフレに歯止めをかけるための思い切った金融引き締めに踏み込むことができなかった。

(10) G. A. Mackenzie and Peter Stella, "Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions," *IMF Occasional Paper*, No.142, October, 1996.

(11) 植田和男「自己資本と中央銀行—植田審議委員講演要旨 平成15年10月25日、日本金融学会秋季大会にて」『日本銀行調査月報』2003.12. <http://www3.boj.or.jp/josa/past_release/chosa200312d.pdf>

2 金融引き締めへの転換が国債の暴落を招いたケース

中央銀行による金融引き締めが国債の暴落に道を開いた事例は、過去の日本にある⁽¹²⁾。

日本では、第1次オイルショック（1973年）後の不況から抜け出すため、1975年から1978年にかけて、日銀による金融緩和が行われた。公定歩合は、通算8回にわたる引き下げを通じて、9.00%から3.50%に低下している。また、当時の日本は、戦後初めて赤字国債が発行された1975年度を境として、国債の大量発行時代に足を踏み入れており、都市銀行のバランスシートには、1970年代末にかけて国債が積み上がっていた。都市銀行の総資産残高に対する国債残高の割合は、銀行勘定で見ると、1974年に1%前後に過ぎなかったものの、1979年前半には7%台後半にまで高まっている。

しかし、1979年に入ると第2次オイルショック等を背景にインフレ懸念が台頭してきたことから、日銀は、金融政策の引き締めへ転換し、1980年にかけて公定歩合を通算で5回引き上げた（公定歩合の水準は、3.50%から9.00%に上昇）。

このようななかで、短期金利の先高観の台頭とともに価格の暴落に見舞われたのが、いわゆる「ロクイチ国債」（1978年度に発行された表面利率が6.1%の10年物国債）である。1979年1月に6%台後半であった同国債の利回りは、1980年4月上旬の12%超にまで急上昇した。価格で見ると、額面100円の債券が70円台まで売られるという暴落ぶりであった⁽¹³⁾。長期金利の急上昇は、大量の国債を保有した都市銀行（都銀）の収益を直撃した。各都銀が損失を最小限にとどめようとして保有国債を売り急いだことから、長期金利上昇と国債放出の悪循環が発生することとなった。1979年度における

都銀13行の経常利益は、有価証券評価損・売却損の急増を背景として、前年同期比で44%減少した。この減益率は、第1次オイルショック後の1975年度のそれ（前年同期比17%減）を大きく上回っていた。

もっとも、当時の日本では、金融引き締めに伴う長期金利の上昇が金融機関の経営に対して及ぼす悪影響を避けるために積極的な政策対応がとられたとは言い難い状況であった。1979～1980年を中心に、大蔵省の資金運用部や国債整理基金が既発国債の買入れに乗り出したものの、その規模は、都銀の国債売却額と比べると必ずしも大きくなかった。

これ以外の政策対応としては、国債価格の下落が銀行の財務に及ぼす影響を和らげるため、銀行の経理基準を見直して有価証券の評価方法を「低価法」から「低価法と原価法の選択制」に改める措置⁽¹⁴⁾がとられたり、銀行にとって国債を手放しやすい環境の形成を促す各種の規制緩和（長期国債の売却制限期間の短縮、銀行窓口における中長期国債の個人向け販売の解禁など）が行われるにとどまった。

当時の国債暴落は、金融システム全体の危機へと結びつくまでには至らなかったものの、中央銀行による思い切った金融引き締めが金融機関の財務に悪影響を及ぼしたという点において、「金融緩和からの出口政策」の失敗例として位置付けることができよう。

IV 日銀による出口戦略のオプションと予想されるリスク

このような過去の内外における経験を踏まえると、現時点で日銀による出口戦略のオプションとして識者等の中で囁かれている各種の方法

(12) この節の記述は、深澤 前掲注(5)による。

(13) 「十字路 金利上昇を待つ大手銀」『日本経済新聞』2004.6.22, 夕刊。

(14) 1979年12月28日に、大蔵省が「銀行の経理基準について」（昭和42年9月30日付銀行局長通達）の一部改正を通達するという形で行われた（川北英隆「会計基準と国債発行2」2009.7.28. 川北英隆京都大学大学院教授ウェブサイト <<http://www.hidetaka-kawakita.com/blog/2009/07/2-4.html>>）。

は、それぞれどのようなリスクを抱えていると言えようか。

これまでの「異次元の金融緩和」を通じて、日銀当座預金の残高は、2014年6月の月中平均で既に143兆円にまで膨らんでいる。仮に日本経済がデフレからの脱却を成し遂げた状況下でこの巨額の日銀当座預金が放置されていたら、一体何が起こるのか。過剰な流動性が有利な運用機会を求めて動き出し、一般物価や資産価格の過度な上昇をもたらすこととなるリスクが否定できないであろう。したがって、その時点では、未曾有の規模に膨れ上がった日銀当座預金残高を的確に制御しつつ、短期金融市場におけるゼロ金利状態を正常化に向かわせることが、日銀にとっての大きな課題となろう。そのために日銀が採用し得る具体的な方法は、日銀自身のバランスシート（表2）を縮小させる形をとるか否かによって、2通りに分類できる⁽¹⁵⁾。

1 日銀のバランスシートの縮小を伴う方法

日銀は、自らが保有している資産を市中に売却することによって、負債である日銀当座預金の残高を減らすことができる（その場合には、日銀のバランスシートが両建てで縮小する）。日銀当座預金は、流通現金と並ぶマネタリーベースの構成要素であることから、日銀による保有資産の売却は、流動性の吸収につながる。そして、物価の水準がマネーの量に比例する形で定まると説く貨幣数量説を前提とすると、日銀によって供給される流動性の量が抑制されれば、物価の上昇率も抑制されるということになる。

ただし、悩ましいことに、日銀がこの方法を選ぶと、流動性の吸収効果を高めるため、保有資産の中で最大のウェイト（2014年3月末で約64%）を占める長期国債を売却の対象とせざるを得なくなる公算が大きい。その場合には、日銀による長期国債の売却が、長期金利の上昇（国債価格の下落）を惹き起こすことを通じて、長期国債を大量に保有している民間銀行の経営を

表2 日銀のバランスシート（2014年3月末現在）

（単位：億円）

科目	金額	科目	金額
（資産の部）		（負債の部）	
金地金、現金	7,311	発行銀行券	866,308
国債	1,983,370	当座預金	1,286,679
短期国債	441,834	その他預金	36,798
長期国債	1,541,536	政府預金	16,778
コマーシャル・ペーパー等	18,749	売現先勘定	133,756
社債	32,041	売出手形	0
金銭の信託	43,728	その他負債	2,337
貸出金	263,138	引当金勘定	38,484
外国為替	61,583	（純資産の部）	
代理店勘定	254	資本金	1
その他資産	3,590	準備金	27,414
有形・無形固定資産	2,034	当期剰余金	7,242
資産計	2,415,798	負債・純資産計	2,415,798

（注） 2014年3月31日現在の残高。

（出典） 日本銀行「第129回事業年度財務諸表等 平成25年4月1日から平成26年3月31日まで」<<http://www.boj.or.jp/about/account/data/zai1405a.pdf>>

(15) 翁 前掲注(4)

揺るがし、ひいては、「金融システムの安定」が損なわれかねない。長期国債は民間銀行のみならず、日銀によっても大量に保有されていることから、場合によっては、日銀自身がキャピタル・ロスに見舞われて、自己資本を毀損する可能性も否定できない⁽¹⁶⁾。

この点に関連して、バランスシートを傷めた中央銀行は、インフレを制御する能力を著しく低下させたり、政府からの独立性の低下を余儀なくされる可能性が大きいとの識者による指摘が見落とせない⁽¹⁷⁾。

中央銀行の自己資本が毀損されることに伴う経済的な影響は、今日の標準的な経済学では、いわゆる「アマルガメーション・アプローチ」によって否定されることが多い。中央銀行が被った損失は、あくまで狭義の政府（以下、「政府」という。）と中央銀行を合わせた広義の政府のベースで評価すべきであり、中央銀行のみの財務状況を論じることは適切でないというのである⁽¹⁸⁾。

しかしながら、IMFのエコノミストであるレザー・バーエイズ＝ザーデ (Reza Vaez-Zadeh) は、「金融引き締め策への機動的・弾力的な転換」と「中央銀行による収益の確保」⁽¹⁹⁾との間には、

ある種のジレンマがあることを示している⁽²⁰⁾。同氏によれば、中央銀行が収益を増やすための方策としては、スプレッド（保有している資産の収益率と負債に係る支払金利との差）の拡大、マネタリーベースの拡大、非収益性資産（リターンを生み出さない資産）の削減の3通りが考えられる。こうしたなか、仮に中央銀行が収益を増やすためにこれらの方策を選択すると、金利の望ましくない変動やインフレの昂進、そして外貨準備の減少といった弊害を招くおそれがある。逆に、中央銀行が金融緩和後に流動性の吸収へと転じた場合、その中央銀行は、マネタリーベースや収益性資産（リターンを生み出す資産）の減少、あるいは支払金利の上昇を背景としたスプレッドの縮小を通じて、収益の減少や損失の計上を余儀なくされるという。

また、同じくIMFのエコノミストであるピーター・ステラ (Peter Stella) は、中央銀行の自己資本の意義について考察している⁽²¹⁾。同氏によると、自ら流動性を創出することができる中央銀行は、原理的には自己資本を持たなくても活動を行える。しかし、現実には、財務状況が悪化して正味資産 (net worth) がマイナスになった中央銀行は、インフレ率を制御する能力を著

(16) 1998年10月に制定された日銀の「会計規程」(1998年10月9日制定)は、その第13条で、取引所の相場のある有価証券の評価は「低価法」(取得原価と時価の低い方で評価する方法)によると明記していた。この条項は、2003年5月に改訂され、現在では、日銀が保有する国債は、「償却原価法」(取得額と額面の差を満期まで毎年均等に会計処理する方法)で評価されることになっている。このため、現行制度下では、日銀が保有する国債にキャピタル・ロスが生じてても、日銀が国債を満期まで持ち切る限り、会計処理上は日銀の自己資本が毀損されることはない。ただし、日銀が流動性を吸収するために保有国債を売り急ぐなかで長期金利が上昇に向かうケースなど、日銀による国債の売却と国債価格の下落とが同時に発生する場合には、時価で評価された売却価額と取得価額との差異が国債の売却損として計上され、会計処理上も、日銀の自己資本が毀損されると考えられる。

(17) 植田 前掲注(11); 深澤映司「日本銀行のバランスシート劣化は何が問題か」『金融ジャーナル』44(8), 2003.8, pp.42-46.

(18) 例えば、政府が発行した国債を中央銀行が保有している状況の下で国債の金利が上昇した場合、中央銀行の保有資産の時価(将来に向けて受け取りが予想されるキャッシュフローの金額を金利で割り引いて現在価値に引き直したものの合計)が下落すると同時に、政府債務の時価(将来に向けて支払いが予想されるキャッシュフローの金額を金利で割り引いて現在価値に引き直したものの合計)も同様に低下する。このため、広義の政府のベースでみれば、中央銀行の損失(資産に係る評価損)と政府の利益(負債に係る評価益)とが相殺し合う形となり、金利上昇に伴う影響は生じないと考えられる。

(19) 中央銀行は、マネタリーベースを無利子(または低い金利)で発行して国債等の収益性資産を買い入れることにより自らの収益を生み出している。こうした中央銀行の収益は、通貨発行益 (seigniorage) と呼ばれる。

(20) R. Vaez-Zadeh, "Implications and Remedies of Central Bank Losses," *The Evolving Role of Central Banks*, IMF, 1991.

(21) Peter Stella, "Do Central Banks Need Capital?" *IMF Working Paper*, No.97/83, July, 1997. <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9783.pdf>>

しく低下させる傾向があるという。同氏は、中央銀行が継続的に損失を被った場合の帰結として、①物価安定目標の放棄、②金融システムの効率性・健全性の阻害、③政府からの独立性の低下の3点を挙げている。

さらに、我が国では、植田和男教授が、類似した趣旨の指摘をしている。中央銀行の債務超過に財政当局がどのように対応するかについて事前に何の取決めもなされていない状況の下で実際に中央銀行が債務超過に陥ると、それを穴埋めするための財政措置の発動をきっかけとして、財政当局の裁量権や介入余地が高まり、ひいては、物価安定とは必ずしも整合的でない政策目標が中央銀行の行動を制約する可能性があるというのである⁽²²⁾。

仮にこれらの指摘が正しければ、「異次元の金融緩和」に終止符を打つとともに物価の安定を保つという当初の意図とは裏腹に、日銀が結果的にインフレの進行を許容してしまうリスクも否定できないと言えよう⁽²³⁾。

2 日銀のバランスシートの縮小を伴わない方法

一方、「日銀当座預金への付利の引き上げ」と「預金準備率の引き上げ」は、いずれも日銀のバランスシートを縮小させずに実施することが可能な方法である。これらの方法であれば、

日銀は、日銀当座預金の残高を減らすために長期国債等を市中に売却する必要がないことから、国債価格の下落を通じた金融システムの動揺を直接的に惹き起こすことを避けられる。ただし、日銀が、これらの方法を通じて、与えられた全ての使命を容易に達成できると考えるのは、早計であろう。短期市場金利や日銀のバランスシートへの影響まで視野に入れて考えると、これらの方法もまた「金融システムの安定」と「物価の安定」とのジレンマから無縁であるとは必ずしも言い切れないためである。

(1) 日銀当座預金への付利の引き上げ

これは、日銀当座預金に付されている金利⁽²⁴⁾を引き上げることで、経済状況の好転に伴い予想される民間銀行等による超過準備の取り崩しに歯止めをかけようとする方法である。

しかし、日銀が日銀当座預金への付利を引き上げると、短期市場金利もまた上昇に向かう公算が大きい。この背景には、当座預金への付利が、市場金利の下限として機能することがある⁽²⁵⁾。その場合、仮に短期金利と長期金利が別々の市場で形成されているとの見方（「市場分断仮説」⁽²⁶⁾）を前提にするのであれば、「日銀当座預金への付利の引き上げ」が長期金利に影響を及ぼすことはない。しかし、長期金利を巡っ

⁽²²⁾ 植田 前掲注(1)

⁽²³⁾ そのようなリスクが必ずしも否定し切れないことは、過去の経験からも類推できる。自己資本比率の低下傾向に歯止めがかからなかった日銀は、2004年度の決算で、通常は5%とされている剰余金から法定準備金への積み立て率を10%とする特例措置を財務省に認めさせた。当時の積み立て率の引き上げ分には、1997年に実施された山一証券向け特融の貸倒れ損失（1,111億円）に対応した過去の積み立て不足分（55億円）も含まれていた。そして、この特例措置を巡っては、自己資本の積み増しで譲歩する代わりに、日銀には量的金融緩和策の維持に向けた配慮を行わせるという、財務省側の思惑があったとの見方がある（「日銀の資本積み増し「特例」継続 量的緩和維持 財務省狙う 資本増強で譲歩、見返り期待」『日本経済新聞』2005.5.11.）。

⁽²⁴⁾ 日銀当座預金は、長い間、無利子とされてきたが、2008年10月、日銀当座預金にプラスの利子を付与する「補完当座預金制度」が導入された。この制度は、市中銀行による必要な準備額を超えた日銀当座預金の保有（いわゆる超過準備額）に対して、日銀が利子を支払うという内容である。日銀は、この制度を、市場金利の大幅な低下を招くことなく（市場の金利機能を保ちつつ）、潤沢な資金供給を可能にするための枠組みと位置付けている。ちなみに、日銀による利子の支払い（付利）は、2008年12月以降、今日（2014年7月31日時点）に至るまで0.1%とされている。

⁽²⁵⁾ 仮に市場金利が日銀当座預金への付利よりも低ければ、金融機関が日銀当座預金を増やして市場での運用を減らすため、市場金利は上昇に向かう。このような動きは、市場金利が日銀当座預金への付利と一致するまで続くであろう。

ては、その水準が現在から将来に向けた短期金利の平均値に等しくなるとの見方（金利の期間構造に関する「期待理論」(expectation theory)）も見逃せない。したがって、日銀当座預金への付利の引き上げを通じて短期金利の先高観が高まると、長期金利もまた上昇に向かい、結局のところ、国債等の資産を市中に売却する方法をとった場合と同様に、長期国債を大量に抱えた民間銀行や日銀がキャピタル・ロスに見舞われる可能性が否定できないと考えられる。

付利の引き上げに伴う影響としては、日銀による民間銀行に対する利払いが増加に向かうという点も見逃せない。仮に日銀当座預金の金利が日銀保有資産の金利を上回るテンポで上昇した場合には、日銀の損失が拡大し、その自己資本が毀損されることとなろう。バランスシートを傷めた日銀が、インフレの昂進を許容しやすい状況に置かれる可能性があることは、前述の通りである。

また、財政的なコストという観点からは、日銀による利払いが増加する結果、日銀から国庫への納付金の減少⁽²⁷⁾という形で、納税者に実質的な負担が生じるという問題があると考えられる。

(2) 預金準備率の引き上げ

この方法は、日銀当座預金への付利を変更することなく預金準備率⁽²⁸⁾を引き上げることで、法律上必要とされる日銀当座預金の残高を増やし、民間銀行による与信（借り手に対する信用の

供与）を抑制しようというものである。さすがに、このような法的強制力に基づく方法であれば、日銀の収益が圧迫されるという悪影響は避けられるように見える。しかし、この方法にも難点はある。例えば、企業等の借入需要の高まりに対応して与信を拡大したい民間銀行は、日銀当座預金を自由に取り崩せないなか、自らが保有している国債を市中に売却することによって、貸出に必要な資金を得ようとするかもしれない。事実、このような現象は、アコード締結前（1948年）の米国において発生したという⁽²⁹⁾。その場合には、やはり「国債等の売却」と同様の結果（国債価格の下落に伴い、民間銀行や中央銀行にキャピタル・ロスが発生）へと結び付く可能性が否定できないであろう。

この方法には、そのほかにも、日銀当座預金への預け入れを法的に強制された民間銀行が有利な運用機会を奪われるという形で機会損失が発生し、そのコストが最終的には預金者へと転嫁されかねないという問題があると考えられる。

鍵を握る財政コストの分担のあり方—おわりに代えて—

そもそも「異次元の金融緩和」の出口戦略を巡っては、それを実行に移すタイミングの問題もある。一般に、政策当局は、たとえ事前の段階でインフレ抑制にコミットしていても、事後の段階では、国内景気の動向等に配慮して裁量的な金融緩和策をとり続ける傾向がある⁽³⁰⁾。

⁽²⁶⁾ 「市場分断仮説」(segmented market hypothesis)によれば、短期金利は短期金融市場で、また、長期金利は債券市場で、それぞれの市場で取り引きされている金融資産（短期金融市場の場合は短期の金融資産、債券市場の場合は債券）を巡る需要と供給の関係に基づき決定される。

⁽²⁷⁾ 日銀の歴史上、赤字決算を背景に国庫納付が停止された例は、これまでのところ1971年度下期（1971年10月～1972年3月）の決算だけである。ニクソン・ショック後の円切り上げに伴い日銀保有外貨に大幅な為替差損（4,508億円）が生じるなかで、1,376億円の損失金が計上され、日銀は国庫納付金を納めることができなかった。

⁽²⁸⁾ 金融機関は、「準備預金制度に関する法律」（昭和32年法律第135号）の第3条に基づき、法定準備預金額（同法律の規定に基づき保有しなければならない日銀に対する預け金の最低額）以上の金額を日銀に対する預け金として保有しなければならない。各金融機関が受け入れている預金等の残高に対する法定準備預金額の比率が準備率であり、一般には預金準備率と呼ばれている。日銀は、1991年10月16日に預金準備率を変更して以降は、その変更を行っていない。

⁽²⁹⁾ 池島正興『アメリカの国債管理政策—その理論と歴史—』同文館出版、1998、pp.89-90.

すなわち、金融の緩和から引き締めへの転換は、一般に遅れる傾向があると考えられる。その例に漏れず、「異次元の金融緩和」からの脱却の場合も、出口戦略の実施が遅れる可能性がある。

いずれにせよ、複数の角度から総合的に判断すると、日銀が出口戦略の実施に当たり、具体的な方法の選択や実施のタイミング等の面で、極めて難しい舵取りを強いられることは確実だと考えられる。

そうしたなかで最大のポイントとなるのは、やはり出口戦略に関連して生じるコストの分担のあり方であろう。前述の通り、仮に出口戦略として日銀当座預金への付利の引き上げという方法が選ばれた場合には、民間金融機関に対する利払費の増大から日銀が損失を被る可能性がある。また、国債の売却や預金準備率の引き上げが選ばれた場合にも、長期金利の上昇に伴うキャピタル・ロスの発生で日銀の自己資本が毀損されるおそれがある。すなわち、いずれのオプションを選択しても、日銀が何らかの形でバランスシートを傷めることは避けられそうもない。

その際に問題となるのは、日銀のバランスシートを修復するための財政上のコストを政府がどこまで負担するかである。そして、この点は、出口戦略の2本柱の1本をなす「物価の安定」の成否を決定付ける重要な要因となる可能性が大きい。ところが、現行の日本銀行法には、

旧日銀法の附則に盛り込まれていたような「政府による損失補填」について定めた条項が設けられていない⁽³¹⁾。このことは、たとえ、日銀の剰余金がマイナスに転じ、自己資本が減少を余儀なくされても、その事後処理に関するルールが現行制度下では存在しないことを意味している。

ちなみに、海外の中央銀行の損失に関わる法規定は、我が国のものとは大きく異なる⁽³²⁾。例えば、米国の連邦準備制度の場合、連銀の剰余金から準備金 (Surplus Account) への繰入れと配当の支払いを差し引いた部分が国庫に納付されるなかで、仮に連銀の準備金が減少した場合には、それが所定の水準 (払込済資本金と同一額) に戻るまでの間、たとえ期間収益が黒字となっても国庫への納付を行わないとのルールが定められている⁽³³⁾。このルールと類似した規定は、欧州中央銀行 (ECB) の剰余金処分を巡る制度の中にもみられる。すなわち、同銀行に純損失が発生した場合、まずは準備金との相殺によって処理し、さらに必要なときは、当期の各国中央銀行の通貨収入によって相殺し、最終的には、準備金が資本金と同額に達するまで当期剰余金の20%以内の金額を準備金に積み立てることになっている (「欧州中央銀行制度および欧州中央銀行に関する定款」第33条第1項(a)、第33条第2項)。

中央銀行の自己資本が減少した場合の事後処理を想定した規定が我が国の現行法にみられないことを前提にすると、自己資本を毀損した日

(30) この現象は、経済学上は、時間の経過に伴い、政策当局に、最適な政策として採用された当初の政策を覆そうとするインセンティブが発生してしまう「動学的不整合性 (time inconsistency)」の一種と解釈されている。動学的不整合性は、2004年にノーベル経済学賞を受賞したフィン・キドランド (Finn E. Kydland) 氏とエドワード・プレスコット (Edward C. Prescott) 氏によって打ち立てられた概念である。この概念についての平易な解説は、土居丈朗「視点 動学的不整合性の教え」『三菱信託調査情報』No.282, 2004.11, pp.15-22を参照されたい。

(31) 旧日銀法 (「日本銀行法」(昭和17年法律第67号)) の附則 (昭和22年法律第46号) には、「当分の間、… (中略) …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補填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」との規定が存在した。しかし、新日銀法 (「日本銀行法」(平成9年法律第89号)) には、そのような規定が設けられていない。

(32) 主要国における中央銀行の剰余金処分ルールの詳細については、古市峰子・森毅「中央銀行の財務報告の目的・意義と会計処理をめぐる論点」『金融研究』24(2), 2005.7, pp.111-162が詳しい。

(33) Marvin Goodfriend, "Why We Need an "Accord" for Federal Reserve Credit Policy: A Note," *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, Volume 87/1, winter 2001.

銀は、それを自力で修復せざるを得なくなる公算が大きいと考えられよう。植田和男教授も指摘しているように、中央銀行自身が債務超過を克服しようとするれば、多額の通貨発行益を稼ぐために、さらなる通貨供給とインフレ率の引き上げが必要になる。その場合には、日銀による出口戦略が、「物価の安定」に失敗することとなりかねない。

このため、政府が、デフレ脱却後の物価安定を真に望むのであれば、日銀に生じた損失を補填することについて予めコミットしておくべきであるとの指摘も、一部の識者によってなされているところである⁽³⁴⁾。政府が中央銀行の損失をどこまで補填するのかを巡るルールが事前に定められていれば、実際に政府による損失補填が行われる段階で、そのことをきっかけとして政府が中央銀行の政策運営に恣意的な介入を行う余地も生じにくくなると考えられるからである。

振り返れば、日銀が国債を大量に保有した状況の下で国債価格が下落することに伴い生じる日銀の財務状況の悪化を巡っては、これまでも、日銀と政府による財政コストの分担という観点から、各種の提案や発言がなされてきた。

2001年に、米リッチモンド連邦準備銀行のマービン・グッドフレンド (Marvin Goodfriend) が、日銀による量的金融緩和策における信認の確立を促すため、日本の財務省は日銀における

キャピタル・ロスの発生を免責すべきであると主張した⁽³⁵⁾。2002年には、齊藤誠・一橋大学大学院教授が、長期金利上昇時に政府に発生する債務者利得からの所得移転で日銀のキャピタル・ロスを補填するという方法を提案している⁽³⁶⁾。

また、2003年5月には、日本経済団体連合会 (日本経団連) が、長期金利の上昇に伴い発生する日銀から政府への所得移転を未然に防ぐため、日銀が保有している固定利付国債を政府が変動利付国債⁽³⁷⁾に交換すべきであるとの提案⁽³⁸⁾を行った⁽³⁹⁾。この提案について、後に米連邦準備制度理事会の議長となるベン・バーナンキ (Ben Bernanke) (当時は理事) は、2003年6月の日本金融学会大会における講演・記者会見のなかで、興味をそそられると発言した⁽⁴⁰⁾。同氏は日本経団連が提案した方策を「ボンド・コンバージョン」と呼んだが、この呼称は、米国の財務省が1951年に行った市場性国債を非市場性国債と交換する政策のそれと奇しくも一致している。

いずれにせよ、前例のない金融緩和を解除する局面で、物価上昇の抑制を巡る中央銀行の政府からの独立性が従来通りの形で維持され得るのかどうかについては、政府の財政と中央銀行の財務とを統合した枠組みで事態をとらえる標準的な経済学の枠組み (アマルガメーション・アプローチ) のみによっては、必ずしも十分に推し量ることのできない側面がある。それだけに、

(34) 翁 前掲注(4)

(35) Marvin Goodfriend, "Financial Stability, Deflation and Monetary Policy," *Monetary and Economic Studies*, vol.19, No.S-1, February 2001.

(36) 齊藤誠「市場と政策の経済学(12)先を見よ、今を生きよ」『経済セミナー』566号, 2002.3, pp.70-77.

(37) 利付債の残存期間 (ある時点から将来に向けてクーポンと償還金が支払われ続ける期間の長さ) を各期のクーポンと償還金の現在価値によって加重平均した値を、デュレーション (duration) と呼ぶ。この値は、債券利回りの変化に対する債券価格の弾力性と一致すると考えられる。変動利付国債は、理論上、このデュレーションがゼロであることから、固定利付国債とは異なり、金利が上昇しても、保有者が評価損に見舞われることがない。言い換えれば、変動利付国債の時価は、常にその額面と等しくなる。

(38) 日本経済団体連合会「魅力的で信頼される国債市場の発展に向けて」2003.5.20. <<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2003/044/>>

(39) 「日銀保有国債 変動債に交換 経団連、リスク軽減へ提言」『日本経済新聞』2003.5.8.

(40) Ben Bernanke, "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan," *Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 31, 2003*. <<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20030531/>>; 「物価水準 日銀、目標設定を デフレ克服 FRB 理事が提案」『日本経済新聞』2003.6.1.

過去の内外の経験を十分に踏まえるとともに、
政治経済学的な見地に裏付けられた対応を行う

ことが強く求められる。

(ふかさわ えいじ)