



日米中銀の意識の違いが広がっている
(左=日銀本店、右=エクウスビル)

Bloomberg

エコノミスト レポート

日銀の課題

日米金融政策の「出口」に差 日銀に迫る逆ざやリスク

米国の中央銀行が約500兆円に拡大させた資産規模の縮小を真剣に検討し始めている。一方の日銀は、いまだに出口戦略という「復路」を示していない。

河村 小百合 (日本総合研究所 主任研究員)

2 017年に入り、米国の中央銀行に当たる連邦準備制度

(Fed)が金融緩和策を正常化させる姿勢が鮮明だ。3月に行われた連邦公開市場委員会(FOMC)では、資産規模縮小のあり方に関する議論を始めたことも明らかになった。

これに対して日銀は、いまだに「正常化(出口)戦略」を一切話っていない。このままでは、いずれ来る「出口」局面で日銀や日本経済を待ち受

けるリスクはさらに大きくなる。

「復路」のみでは不成立

Fedはリーマン・ショック後の08年末、異例の大規模な資産買い入れに乗り出し、14年10月まで、手法を変えつつ断続的に続けた。Fedの資産規模は約4.5兆ドル(約500兆円)に膨らみ、名目GDP比はピーク時の14年末に約25%に達し、現在もほぼ横ばいで維持している。

ただし、Fedは大規模な資産買い入れのまだ初期段階にあった10年ごろから、こうした異例の金融緩和から「いずれ必ず正常化させる」とことを、連邦準備制度理事会(FRB)議長自身の議会証言や記者会見などを通じ、繰り返し明らかにしてきた。

大規模な資産買い入れによる「バランスシート(BS)政策」は、B

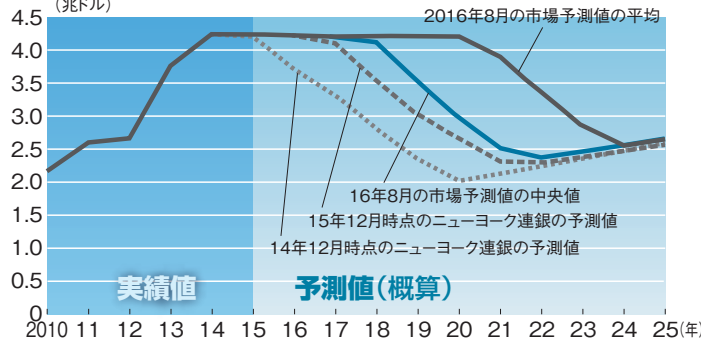
Sを拡大させる「復路」のみでは成り立たず、BS

を元通りに縮小させる「復路」まで完結して初めて成り立つものだとFedは当初から一貫して考えている。

Fedは、BS政策の「復路」をいかにまっとうするかを、「復路」の「中間地点」にも達していなかった11年から、FOMCでの議題として取り上げ、検討を開始している。内容はその都度、FOMCの議事要旨やFRB議長による記者会見や議会証言などを通じて、正常化局面で想定される不都合な点も含めて、米国民や市場関係者に対して丁寧に、誠実に発信している。

Fedが編み出した「正常化戦略」

図1 市場参加者はFedが2018年から資産規模を縮小すると予測 (Fedの正常化プロセスにおける国内債券保有額の当局および民間市場参加者の予測) (兆ドル)



(注)14年12月および15年12月の予測値は、ニューヨーク連銀の「国内公開市場操作報告書」の14年版(15年4月公表)、および15年版(16年4月公表)におけるもの。16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、ニューヨーク連銀が16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
(出所)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

とは、次のようなものだ。

大規模な資産買い入れの対価として、短期金融市場には巨額の「余剰資金」が供給されている。その大部分はFedの当座預金に「超過準備」として預けられている。

この巨額の超過準備が解消しない限り、市場には資金不足先は生まれ



ず、短期金融取引は成立しないので市場金利は付かない。一方、買い入れた住宅ローン担保証券（MBS）や国債を売却できれば、資金を吸収でき、超過準備は解消する。

しかしながら、問題は、Fedが経済の回復による金利上昇（債券価格が下落）局面でMBSや国債を売却すれば、巨額の売却損を被ることだ。到底、現実的な選択肢ではない。そこでFedが編み出したのが、買い入れた債券の満期到来を待つて、順番に「満期落ち」させる（再投資は行わない）方法である。例えば、額面1000億の10年物米国債を、満期到来前の金利上昇局面で時価90%で売ればFedは10%の売却損を被る。一方、満期到来まで保有すれば、米財務省から額面の100%が償還される。これならば売却損の発生は回避できる。

超過準備の解消までには少なくとも5年程度は必要となる。その間に

必要となる金融引き締めは、Fedが超過準備に対して行う付利（利子）の水準を段階的に引き上げて行う。実際の手順は、まず、付利水準の引き上げを数回にわたり実施し、一定の金利水準に達したところで、今度はBSの縮小を開始すべく、「満期落ち」に着手する。

なお、こうした付利水準の段階的な引き上げは、自らの財務運営を徐々に圧迫する。Fedは超過準備の見合いとして、主に国債などの固定利付きの債券を保有している（その加重平均利回りは3%台の模様）。これに鑑みれば、金利情勢次第では、Fedから米財務省への納付金がゼロになる期間が数年間、発生する可能性もある。こうした「不都合な点」も、Fedはあらかじめ米国民や市場関係者に対して、試算結果も踏まえて誠実に説明してきた。

4年間沈黙する日銀

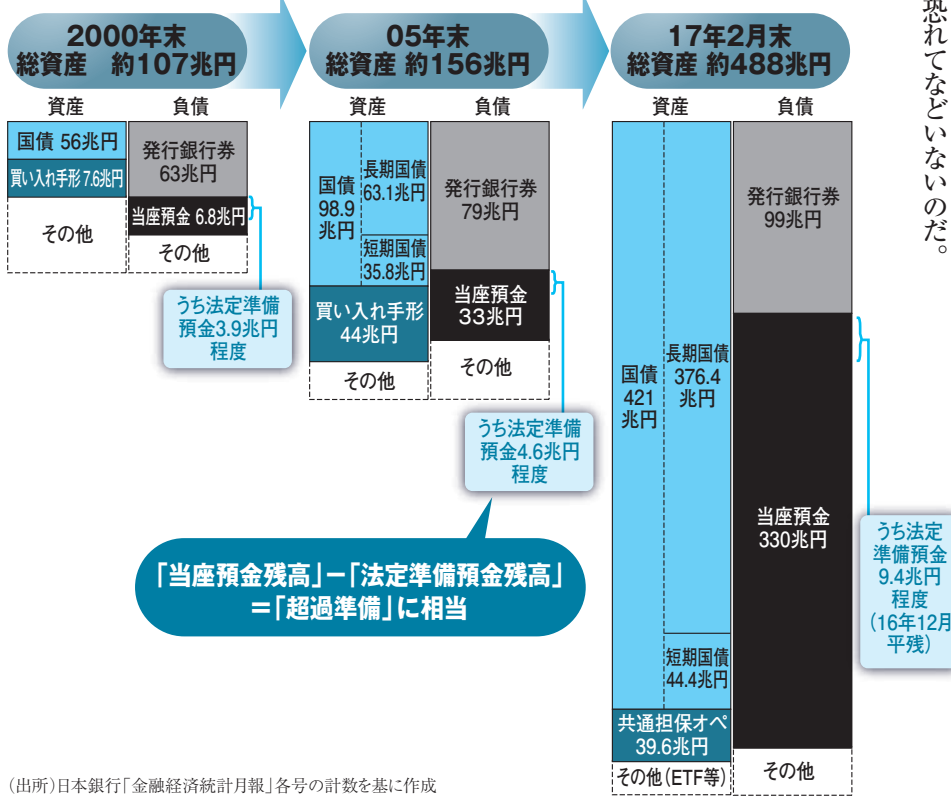
Fedは17年3月に3回目の付利の引き上げを行った。次の焦点は、Fedがいつから資産縮小、すなわち保有債券の「満期落ち」に着手するかだ。

Fedがこれを実行に移せば、米国の長期金利には、需給面から、過去の金融引き締め局面にはなかった強い金利押し上げ圧力が作用するで

あろう。しかしながら、これまでFedが説明してきたからこそ、そうした「不都合な事態」への理解が市場関係者や米国民の間で進んでいる。市場参加者は16年夏時点で、Fedが18年から「満期落ち」を開始し、その後約4年をかけて、実に2兆の国債やMBSを手放すと見込む（図1）。米国では誰も、経済回復と正常化の進展に伴う市場金利の上昇を恐れてなどいないのだ。

翻って、日銀はどうか。物価に目立った効果は今や認めにくいにもかかわらず、すでに4年にわたってQEを継続し、日銀の資産規模は約490兆円、16年中に名目GDP比8割を突破した（図2）。日銀のBSの規模や構成は、00年代の「量的緩和」実施前（00年末）やその終盤期（05年末）と比べると、330兆円と

図2 当座預金が330兆円に膨らんだ日銀
(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、05年末、17年2月末])



(出所)日本銀行「金融経済統計月報」各号の計数を基に作成



正常化について口を閉ざす日銀の黒田総裁

Bloomberg

いう巨額の当座預金を抱える形へと大きく様変わりした。

日銀とFedとの大きな違いは、こうしたBS政策の「復路」のあり方について、QQEへの着手後4年が経過した現在もなお、日銀自身は一切、口を閉ざしている点にある。

黒田総裁が公の場で、バーナンキ前FRB議長やイエレン議長のように、「必ず正常化させる」と発言したことは、おそらく一度もないのではないかと。金融政策決定会合の「議事要旨」や「主な意見」を見ても、「復路」における金融政策運営のあり方や正常化の進め方を議題として取り上げ、議論された形跡は見当たらない。

中央銀行によるBS拡大策の「復路」は、Fedが実行している手法で進めるのが定石との考え方が、主要中銀の間で確立しつつある。日銀

もそれに倣わざるを得ないだろう。

ただし、日銀の場合、BSの規模が極端に大きいことに加え、超過準備の見合いとして保有する資産（その大部分は国債）の加重平均利回りが、16年9月期時点でもわずか0・3%程度と極端に低い。

これは日銀が今後、付利水準を0・5%に引き上げるだけで、逆さや状態に陥ることを意味する。超過準備の規模がすでに300兆円を超過していることからすれば、今後の付利の引き上げに伴い、逆さや幅が1%となるだけで、毎年3兆円以上の財務コストが日銀にかかる。これに対して、日銀の自己資本は、足元で7兆円強しかない。実際に、正常化局面における日銀の財務コストが合計で数十兆円規模に及ぶとの専門家の試算も複数存在する。

2000億円の損失

日本の場合は、財政事情も世界で最悪の状態、こうした中央銀行の財務コストを、政府が容易にカバーできる状態では到底ない。そうなれば、日銀は将来的に債務超過への転落回避を最優先とせざるを得ず、内外の金融・経済情勢の変化に応じた機動的な金融政策運営ができなくなる。ことすら真剣に懸念される。

日銀は16年2月、QQEに加えて

図3 日銀は16年上半期に赤字計上した
(QQE実施前後での日本銀行の経常収入・当期損益等の推移)

	2012年度	実施後			16年度	
		13年度	14年度	15年度	上半期	前年同期比
経常収入	7,410	9,087	11,447	13,963	6,712	▲226
円貨資産	6,641	8,385	10,785	13,267	6,371	▲221
うち国債	6,225	8,057	10,440	12,875	6,284	▲107
短期国債	220	295	108	▲208	▲483	▲455
長期国債	6,005	7,761	10,331	13,083	6,768	347
[参考] 受け入れ利息	9,595	12,703	16,822	21,614	12,221	n.a.
[参考] 償却額(利息調整額)	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	▲5,936	n.a.
外貨資産	768	701	661	696	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	▲6,976	▲7,248
債券取引損失引当金	-	-	-	▲4,501	▲2,418	▲2,418
当期損益	5,760	7,242	10,090	4,110	▲2,002	▲8,291

(注) ①▲はマイナス、②国債収入のうち、[参考]と表記した別枠の内訳(受け入れ利息、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16年8月18日付『日本経済新聞』(電子版)報道、16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) (出所)日銀資料、各社報道を基に日本総合研究所作成

マイナス金利政策を導入。同年9月には「長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)」に切り替えた。QQEも継続している以上、これは「マイナス金利」(額面超え)で巨額の国債を買い入れることを意味するが、それに伴って日銀が被る損失(償却額)は、正常化局面入りを待たずして、すでに日銀の足元の財務運営を圧迫しつつある。16年上半期

つつある。金融政策決定会合において、「復路」であるべき金融政策運営の検討に着手し、できるだけ早く、「量」の管理を中心に据えた正常化に取り組みことが望まれる。それが市場金利の一定の上昇を伴うであろうことは間違いないが、わたしたち国民もそれを受け入れ、実力に見合った財政再建と経済運営に取り組んでいくことが求められている。

