



いとう・たかとし
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼政策研究大学院大客員教授

強力な金融緩和の結果、日銀は低金利の国債を資産として大量に保有するようになった。将来、金利上昇により長期国債価格が下落すると、日銀が債務超過に陥る結果、円の通貨価値の信用は失われて円は暴落しかねないとの見方がある。

3月末時点で日銀の資産(736兆円)のうち、国債が526兆円(うち長期国債は511兆円)を占める。一方、債務のうち当座預金(市中銀行からの預金)が563兆円、発行銀行券が120兆円にのぼる。

金利引き上げが妥当な経済状況になり市場金利が上昇すると、日銀の資産の大半を占める長期国債の価値が下落し評価損が生じる。満期までの残存期間が長いほど、下落幅は大きい。

日銀の保有国債銘柄を基に、筆者が3月末の保有国債の平均残存期間を計算したところ、6年7カ月だった。その前提の下で長期金利が1%上昇すると、国債の評価損は6%程度(32兆円程度)にのぼると試算できる。大幅な債務超過に陥る。だが日銀は国債を

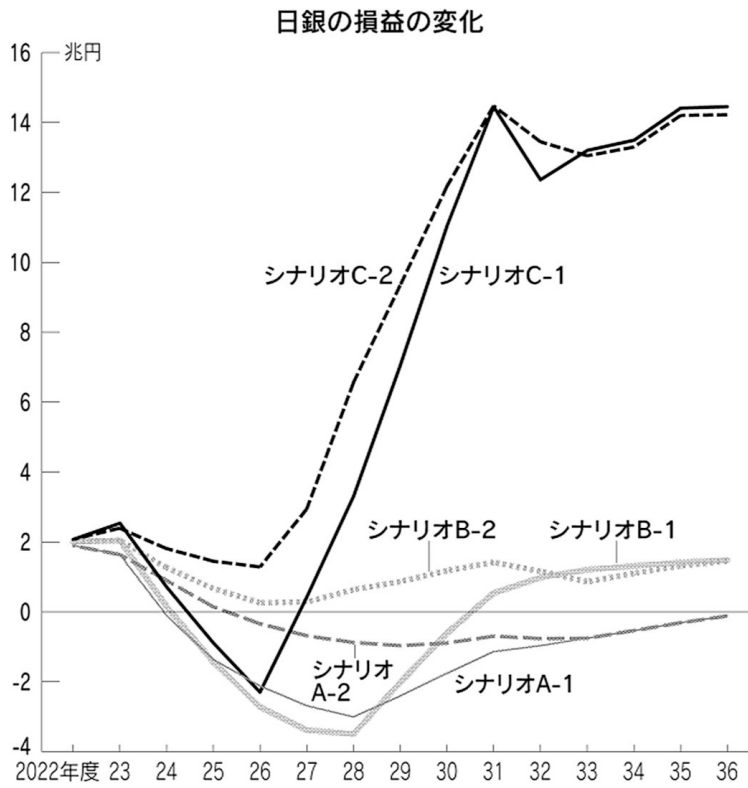
日銀の財務を問う ①

伊藤隆敏 コロンビア大学教授

赤字回避優先は本末転倒

ポイント

- 満期保有する国債の評価損に懸念は不要
- 利上げ時に当座預金への利払いで赤字も
- 適切な政策運営で赤字の継続回避は可能



満期保有するので、評価損は問題にする必要はない。

実際はより深刻な問題がある。日銀の債務に支払う金利が、資産から得られる金利を上回る可能性がある。

2008年11月に日銀は超過準備(補完当座預金制度)への付利として0.1%の金利を支払うこととなった。その後、16年1月にマイナス金利政策を導入して以降は、政策金利のマイナス0.1%を適用する部分(22年3月末時点で38兆円)、0%を適用する部分(同281兆円)、そしてそれまでに蓄積していた部分(同207兆円)にはプラス0.1%を払い続けているという3層構造となった。

21年度の損益状況をみると、国債利息収入が約1兆1千億円、外国為替収益が約7千億円、上場投資信託(ETF)の運用益が約8千億円など、合計約3兆円の収益があった。一方、補完当座預金制度では、マイナス金利(日銀の収益)とプラス金利(日銀の費用)の差し引きで約1800億円の費用を計上している。今は十分な収益を確保しているが、金融政策正常化の中で、補完当座預金制度の当座預金には政策金利を付利するので利払いが増える。政策金利を1%に引き上げれば、補完当座預金525兆円の1%(5.25兆円)の利息費用が発生する。収益を上回る費用が発生し、日銀の決算は赤字に陥る。損失引当金の取り崩しでも不足する場合には、政府などからの借り入れが必要となるかもしれない。

量的緩和からの金融政策正常化には、バランスシートの縮小と政策金利引き上げが必要となる。日銀の場合、イールドカーブ・コントロール(長短金利操作)による長期金利(10年物国債利回り)も政策手段となった。22年7月の日銀保有国債の銘柄リストで各銘柄の償還日を調べることで、今後の満期償還額を年度ごとに計算できる。金融政策正常化の道筋を巡り3つのシナリオを考えよう。

シナリオAは最大の量的引き締めパターンだ。満期償還分は買い替えずに、国債保有額を減らしていく。36年度末には国債保有残高は現在の10分の1以下となる50兆円まで減少する。

シナリオBでは量的引き締めペースをやや落とす。満期償還の3分の2について残存5年の国債を購入する。36年度末には国債保有残高は290兆円に減る。

シナリオCではバランスシートを維持する。満期償還の全額について残存5年の国債を購入する。国債保有残高は今と変わらない。

次に長短金利の引き上げペースについては、以下の2つのケースを考える。

ケース1では、政策金利は23年度中にゼロ金利へ移行し、24年度から毎年0.5%ずつ引き上げて28年度に2.5%とする。一方、長期金利は22年度中に0.5%、その後も毎年0.5%ずつ引き上げて29年度に4%に到達させる。つまり当面は長短金利差を保ちつつ、全体を0.5%ずつ引き上げていく。

ケース2では、政策金利は23年度中にゼロ金利に移行した後、24年度から毎年0.25%ずつ引き上げて33年度に2.5%とする。一

方、長期金利についてはケース1と同様に、22年度中に0.5%、その後も毎年0.5%ずつ引き上げて29年度に4%に到達させる。結果的に長短金利差はステイプ(急勾配)化する。なお、ETFの配当や不動産投資信託(REIT)の運用益などの収入は今後変わらないと仮定する。

補完当座預金への適用金利については、政策金利がプラス0.1%を超えれば政策金利で統一され、その後も政策金利引き上げに応じて補完当座預金への利払いが膨らんでいくと考えられる。一方、当座預金残高は、シナリオA、Bの場合には国債保有額減少分だけ減っていくだろう。

これらのシナリオとケースを組み合わせて、日銀の損益を36年度まで計算した(図参照)。シナリオAはケース1、2ともに、大幅かつ継続的な赤字を出すので好ましくない。シナリオBでは、長短金利差をステイプ化せずに速い利上げをする場合(ケース1)には一時的な赤字を生むが、それ以降は黒字を維持できる。シナリオCでは黒字幅は大きくなるが、大きなバランスシートの維持は将来懸念材料になりかねない。

金融政策正常化の過程では、政策金利上昇に伴い補完当座預金への利払いが膨張する。一方、長期金利上昇が保有国債の利息収入増に貢献するには、低金利の国債から高金利の国債に乗り換える必要がある。高金利の国債に乗り換えた後は、将来の高い利子収入が継続する。

補完当座預金への利払い増加を抑えるには、政策金利の引き上げはなるべくゆっくり進める(後述)するのが日銀の財務的には望ましい。一方、長期金利は早めに引き上げ、長短金利差をステイプ化する(ケース2)のが望ましい。

量的引き締め(国債買い替えの程度)、政策金利引き上げのスピードと程度、長期金利引き上げのスピードと程度の変数をコントロールすることで、日銀の赤字(負のシニョレット)通貨発行益)が続くのを避けることは可能だ。

欧米の主要中央銀行でも08年の世界金融危機以降、国債購入による量的緩和を実施してきたし、コロナ禍の下でさらにバランスシートが拡大した。欧米の中銀は22年に入り、インフレ高進を抑制するために大幅な利上げを進めている。本稿で考慮したような赤字の問題は生じないのだろうか。

実は財務の問題は欧米の中銀でも意識されている。例えば米ニューヨーク連銀が米連邦公開市場委員会(FOMC)のために準備したレポートでは、利上げが大きな場合には赤字となる可能性が示されている。

重要なのは、何が何でも日銀が赤字を回避することではなく、適切な長短金利の調節と量的引き締めを組み合わせて、インフレ目標の達成と日本経済の健全な発展を支えることだ。過度に財務を気にするのは誤りだが、政策の選択肢を理解しておく必要はあろう。